

見劣りする景気が続くブラジルに迫る新たなリスク

～景気は力強さを欠くなか、ストによる下押しや財政への悪影響にも要注意～

発表日：2018年6月4日(月)

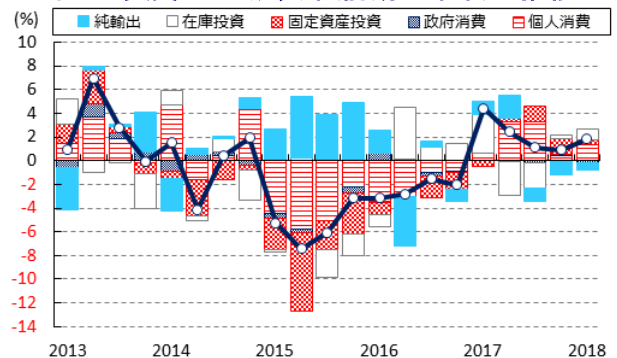
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

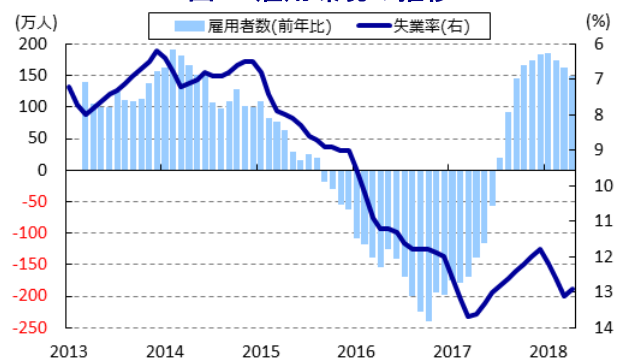
- 昨年のブラジル経済は3年ぶりのプラス成長となるも力強さに乏しく、年明け以降もその傾向は変わらない。1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.81%に留まり、外需の拡大や天候不順の一巡に伴う農業生産拡大が押し上げに繋がる一方、雇用・所得環境の厳しさなどが個人消費の重石になっている。対内直接投資の勢いも乏しく、テメル政権の改革姿勢の遅れが影響している可能性も考えられる。
- 足下では更なる下振れ要因が出ている。先月発生したトラック運転手によるストは収束に向かうが、経済活動の麻痺などに伴う影響は必至である。ストの影響が飛び火したペトロブラスはCEOが辞任に追い込まれるなど政治問題に波及しつつある。秋の大統領選を控え、今回のストが大衆迎合的な政策を志向する動きに繋がるリスクもあり、今後は「外の目」を意識した政策運営がこれまで以上に望まれることになる。
- 昨年のブラジル経済は、世界経済の自律回復の動きに加え、世界的な「カネ余り」を背景とするマネーの活発化による資金流入などを追い風に3年ぶりにプラス成長（前年比+1.0%）となり、「100年ぶり」と評された景気低迷を脱した。ただし、アジアをはじめとする多くの新興国などと比較すると、景気拡大ペースの見劣り感否めないほか、過去数年に亘る政治の混乱などを理由に主要格付機関はいずれも同国の長期信用格付を「投資不適格」としており、海外からの同国をみる目は厳しい。こうしたなか、年明け以降の同国経済は、世界経済の自律回復に伴う輸出拡大の動きに加え、低インフレを追い風とする金融緩和を受けた個人消費をはじめとする内需底入れの動きも相俟って、プラス成長が続いている。1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.81%と前期（同+0.89%）から伸びが加速しており、景気は緩やかに底離れしている。産業別では、天候不順の影響一巡により農林漁業の生産が大きく拡大している一方、製造業やサービス業の生産拡大の動きは鈍く、天候など外部要因に景気が左右される状況は変わっていない。また、2000年代以降の経済成長のけん引役となってきた個人消費についても、昨年は時限措置として解禁された勤続期間保障基金（FGTS）の休眠口座引き出しに伴う一時所得の上昇が押し上げ要因となったものの、その勢いにすでに一服感が出ている。2月に行われたリオのカーニバルは過去最高の観客数となったため、それに伴う経済効果を期待する向きもあったが、足下では低インフレとそれを追い風に金融緩和による下支え程度に留まる。景

図1 実質GDP成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図2 雇用環境の推移

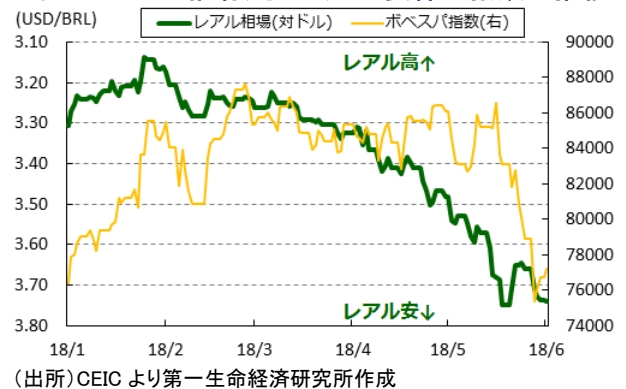


(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

気の底入れなどを背景に、足下では雇用者数は増加に転じるなど最悪期は過ぎているものの、足下の失業率は依然 10%を上回る高水準で推移しており、中間層を中心とする雇用・所得環境の低迷が個人消費の重石になっている。また、原油をはじめとする国際商品市況の上昇に伴い輸出価格は押し上げられる一方、昨年以降の通貨レアル安に伴う輸入物価の上昇を受け、年明け以降の交易条件指数は前年同時期を下回る推移が続いており、国民所得に下押し圧力が掛かったことも個人消費の足かせになっている。昨年の対内直接投資流入額は前年を上回るなど、同国に対する期待を窺わせる動きがみられたものの、年明け以降はそのペースが鈍化しており、テメル政権による構造改革が遅々として進まないことも少なからず影響している。政府部門は財政健全化の観点から歳出削減に動いてインフラ関連投資などに下押し圧力が掛かるなか、対内直接投資の動向は企業部門による設備投資を大きく左右しており、これも足下の景気の重石になっている。こうしたことから、足下のブラジル景気は他の新興国などと比較して見劣りする状況が続いており、なかなか苦境から脱することが出来ていないと判断出来る。

- さらに、足下では景気のさらなる下振れとなる要因が表面化している。昨年来の原油相場の底入れに加え、国営石油公社（ペトロブラス）による燃料価格の算定方法変更に伴い、足下の燃料価格が前年から5割以上上昇していることを受け、先月 21 日に全土でトラック運転手が価格上昇に抗議するため主要道路を封鎖する強硬手段に出た。11 日あまりに亘り全土で主要道路が封鎖された結果、同国ではサプライチェーンが遮断されたのみならず、あらゆる経済活動が麻痺する事態に陥ったほか、港湾などでは牛乳やコーヒー、砂糖、大豆などの輸出が止まるなどの影響も出た。その後、政府は燃料に課される税の撤廃に加え、60 日に亘って燃料価格を引き下げると共に、それに伴ってペトロブラスに生じる損失を政府が補てんすることなどを柱とする大統領令を發布し、今月に入って以降は一部のトラック運転手による散発的なストが残るのみとなっている。なお、トラック運転手によるストを巡っては、その後にペトロブラスの一部の労働組合員がこの期に乗じて経営陣の交代などを求める時限ストを行うなど波及する動きがみられたものの、高等労働裁判所がストの違法性を指摘する判断を下したほか、石油業界の最大労組である F U P が早期に反対する姿勢をみせたことで収束した。しかし、一連の混乱の責任を取る形でペトロブラスのパレンテ CEO（最高経営責任者）は 1 日に辞任する方針を公表した。パレンテ氏は中銀出身で、鉱業・エネルギー相や官房長官などを歴任した後、メディア企業や米企業の現地法人社長を務めるなど政財界双方に顔が広く、ペトロブラスが政界汚職の真っ只中にあった 2016 年に当時のテメル大統領代行に請われる形で CEO に就任した経緯がある。パレンテ氏は CEO 就任後、同社の資産売却や開発投資の再開に踏み切ったほか、業績改善に向けて燃料価格の算定方法の改革に取り組むなど、政界汚職を巡って失墜した国際金融市場からの信認向上に取り組んできた。ただし、一連のストはパレンテ氏の下で行われた算定方法変更に伴う燃料価格の上昇が発端となっており、テメル政権は政権に対する批判をかわす観点から次第に同社に対して介入するようになり、結果的にテメル政権とパレンテ氏の間には「すきま風」が吹くようになった。後任の CEO にはモンテイロ CFO（最高財務責任者）が昇格するが、パレンテ氏の下で同社は政権との「板ばさみ状態」にあることが明らかになったため、今後も同社の業績面への悪影響がくすぶるほか、同社の主要株式指数（ボベスパ指

図 3 レアル相場(対ドル)と主要株式指数の推移



数)などへの影響の大きさを勘案すれば、金融市場全体に悪影響が広がる可能性に注意が必要である。また、上述のスト自体は収束の方向に向かっているものの、依然として様々な経済活動に深刻な悪影響が残り、一部の試算では被害額が340億レアル(GDP比0.5%)に達したとみられるなど景気への悪影響は必至である。政府は今月、今年通年の経済成長率目標を+2.97%から+2.5%に引き下げたが、ストの影響などを勘案すれば2%を下回る可能性も十分に考えられる。同国では10月に大統領選挙が予定されているが、直近の世論調査ではテメル氏の後継とみられるメイレス前財務相や、テメル政権が進めてきた財政改革を支持するアウミン・サンパウロ州知事の支持率は低迷する一方、大衆迎合的な経済政策を志向するボウソナロ下院議員やゴメス下院議員が上位に名を連ねる。テメル政権はスト終結を目指すべく財政面で「譲歩」を迫られたが、こうした姿勢はテメル政権のみならず、次期政権下での財政健全化に向けた取り組みに悪影響を与えることが懸念される(詳細は5月30日付レポート「[ブラジル、スト終結への「譲歩」の背後で財政・政治への不安高まる](#)」をご参照下さい)。景気の勢いも他の新興国などに比べて見劣りするなか、ファンダメンタルズの悪化に繋がる政策が志向されれば、国際金融市場における評価回復の見通しは立ちにくくなる。先行きの国際金融市場では、米国FRB(連邦準備制度理事会)による金融政策の正常化などを背景に「カネ余り」の揺り戻しも予想されるなか、テメル政権及び大統領選後に誕生する次期政権にはこれまで以上に「外の目」を意識した政策運営を志向することが望まれる。

以 上