

ブラジル、力強さを欠く経済に政治のリスク

～次期大統領選の行方は国内外からの「見る目」に様々な影響～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

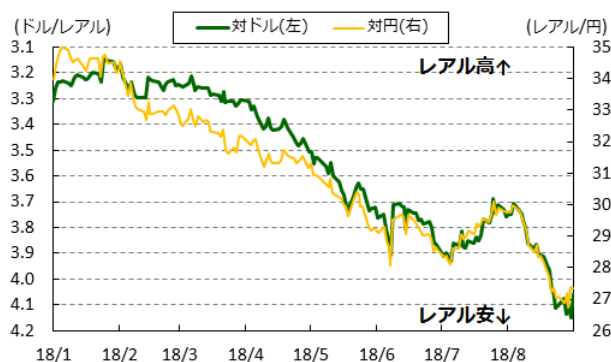
(要旨)

- 足下の国際金融市場では、「トルコ・ショック」に伴い経済のファンダメンタルズが脆弱な新興国で資金流出圧力が強まっている。ブラジルはかつて「フラジャイル・ファイブ」の一角に数えられたが、経常赤字や財政赤字の圧縮が進み、インフレ率も低下するなど事態は改善している。外貨準備も充分だが、大統領選を巡る動きが資金流出圧力に拍車を掛ける。先月末に高等選挙裁はルラ元大統領の出馬を認めない判断を下し、出馬可能性は低下するなど、次期政権下での財政健全化への期待はあるが、現時点での過度な楽観は禁物である。
- 足下のブラジル景気は「100年ぶり」と評された景気低迷を脱したが、力強さはない。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.67%とプラス成長を維持するも、3四半期連続で1%を下回る伸びが続く。5月に発生したトラック運転手による道路封鎖に伴い経済活動に支障が出たほか、内・外需ともに力強さを欠く展開が続く。足下では企業景況感が改善するなど、道路封鎖の影響を克服する動きがみられるほか、世界経済の自律回復の動きも景気の追い風になると期待される一方、資金流出の影響には注意が必要である。
- 資金流出に伴う通貨リアル安の影響で足下のインフレ率は底入れしており、中銀の定めるインフレ目標の中央値近傍に達している。中銀は一昨年末以降の断続的な利下げで景気下支えを図ってきたが、リアル安を警戒して金利を据え置いており、今後は利上げ局面に転じる可能性もある。景気低迷の長期化でバラ撒き政策を志向するポピュリズム色の強い候補者が優勢となる可能性もあるため、政治動向には要注意である。

足下の国際金融市場においては、米国FRB（連邦準備制度理事会）による金融政策正常化の動きに加え、トルコの通貨リラの急落をきっかけに動揺が広がる「トルコ・ショック」に見舞われるなか、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な新興国では資金流出に伴い通貨安圧力が強まる動きがみられる。ブラジルは、2013年のバーナンキ元FRB議長による量的金融緩和政策の縮小示唆発言をきっかけとする国際金融市場の動揺（“Taper Tantrum”）の際、資金流出圧力が強まった5ヶ国

（いわゆる「フラジャイル・ファイブ」）の一角に数えられるなど厳しい状況に直面した。ただし、その後は世界経済の自律回復に伴う原油相場の底入れなどを追い風に経常赤字は縮小し、テメル現政権による比較的慎重な財政運営を受けてプライマリー赤字の対GDP比も縮小している。また、同国は長年に亘って慢性的なインフレ状態にあったものの、昨年以降のインフレ率は中銀が定

図1 レアル相場(対ドル、円)の推移

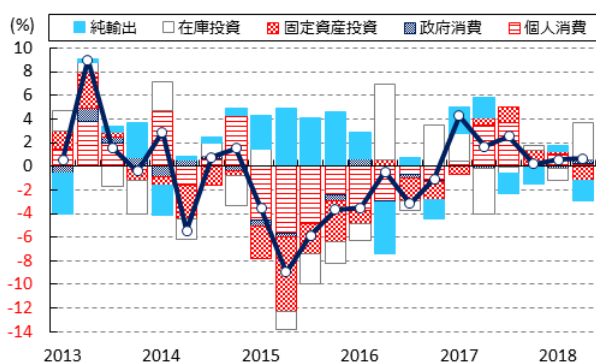


(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

めるインフレ目標の域内に収まるなど、ファンダメンタルズは概ね改善している。さらに、直近7月末時点の外貨準備高は3637億ドルと高水準である上、IMF（国際通貨基金）が示す輸出やマネーサプライ、対外債務などの一定割合と比較した金融市場の動揺時における適正水準（ARA: Assessing Reserve Adequacy）も「適正水準（100～150%）」を大きく上回るなど、外貨不足が顕在化するリスクは極めて低い。こうした状況にも拘らず、このところの通貨レアル相場は下落基調を強めており、その要因には今年10月に予定される次期大統領選でテメル現政権の路線継承を謳い、産業界からの支持が高い候補の劣勢が伝えられるなど、先行きの財政悪化懸念を先取りした動きが影響している（詳細は8月27日付レポート「[「トルコ・ショック」の背後で売り圧力が強まるブラジル](#)」をご参照下さい）。なお、大統領在任中の汚職容疑での有罪判決を受け、現在は収監中の身ながら左派政党のPT（労働者党）から出馬表明を行ったルラ元大統領は世論調査で首位を走っているが、先月31日に高等選挙裁判所が大統領選への出馬を認めない判断を下した。ルラ陣営は最高裁への上告も辞さない姿勢をみせる一方、PTは副大統領候補のハダデ前サンパウロ市長を大統領候補に格上げして選挙戦を戦う可能性もあるが、世論調査ではルラ支持者の約6割がハダデ氏に「絶対投票しない」とするなど決選投票に残る可能性は低い。結果、直近の世論調査において決選投票に残る2名の候補者は、その過激な言動から『ブラジルのトランプ』の異名を持つ極右政党PSL（社会自由党）から出馬するボウソナロ下院議員と、中道左派政党「持続可能ネットワーク（REDE）」から出馬するマリーナ・シルバ元環境相になる可能性が高い。仮にボウソナロ氏とシルバ氏の決選投票となれば接戦が予想されるが、少なくとも次期政権が左派色を強めることで財政悪化に歯止めが掛からない事態は避けられるとの見方もある。ただし、上記の2名の候補が勝利した場合においても、少数政党が与党となることで主要政党などとの連立協議が避けられず、そのことが政権運営面での支障となるリスクがあることから、現時点において過度な楽観は禁物と言える。

他方、このところのブラジル景気を巡っては、昨年は3年ぶりにプラス成長に転じるなど、「100年ぶり」と評された景気低迷を脱する動きがみられるものの、力強さを欠く展開が続いている。今年5月には燃料価格の上昇に抗議するため11日あまりに亘って全土でトラック運転手が主要道路を封鎖する強硬手段に出た結果、サプライチェーンが遮断されたほか、あらゆる経済活動が麻痺する事態に陥った。こうした影響から、今年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+1.03%と5四半期連続でプラス成長となったものの、前期（同+1.21%）から伸びが一段と鈍化するなど頭打ち感を強めた。前期比年率ベースでは+0.67%と6四半期連続でプラス成長となり、前期（同+0.54%）からわずかに伸びが加速しているが、3四半期連続で1%を下回る低い伸びとなるなど力強さはない。産業別では、前期に天候不順一巡で大きく加速した農林漁業関連の生産に一服感が出たほか、製造業の生産も減少に転じるなど大きく下押し圧力が掛かる動きがみられ、サービス業の生産の底堅さが景

図2 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移



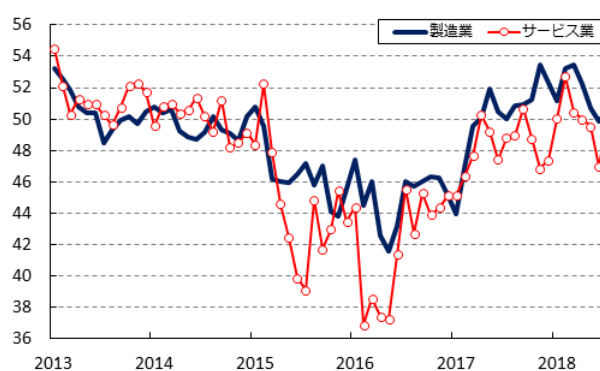
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

気を下支えしている。なお、製造業の生産に下押し圧力が掛かった要因は、上述した全土でのトラック運転手による道路封鎖でサプライチェーンが遮断されたことに加え、通関手続などにも支障が出たことなどが挙げられる。こうした動きを反映して世界経済の自律回復の動きにも拘らず輸出は大きく減速したほか、足下の景気が最悪期を脱出するなかで雇用・所得環境に底入れの動きが出ているものの、失業率は引き続き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・所得環境の悪化は家計消費の重石になっている。さらに、昨年以降のインフレ率は低下傾向が続いてきたが、昨年来の原油相場の底入れの動きに加え、このところの通貨レアル安の進展に伴う輸入物価上昇を受けて足下のインフレ率は底入れしており、家計部門の実質購買力に徐々に下押し圧力が掛かっている。また、世界経済の自律回復の動きなどを背景に昨年以降国際商品市況は底入れして同国の交易条件の改善に繋がってきたものの、足下では頭打ちの様相を呈するなど国民所得への押し上げ圧力も弱まっている。この結果、以前において経済成長のけん引役となってきた家計消費を取り巻く環境は極めて厳しい状況が続いている。他方、昨年はテメル政権による構造改革期待も追い風に対内直接投資流入額は5年ぶりに600億ドルを上回る水準を回復したが、年明け以降は期待後退の動きも影響して再び頭打ちしている。また、低調な景気を受けて企業部門の設備投資意欲も活発化せず、結果的に固定資本投資に下

押し圧力が掛かるなど、景気回復に向けた道のは腰折れしている。足下ではトラック運転手による道路封鎖の影響は一巡しつつある上、世界経済が自律回復を続けていることを勘案すれば、先行きの景気には底入れの動きが期待出来るものの、次期大統領選を巡る資金流出懸念はそうした動きの妨げとなる可能性に注意が必要である。

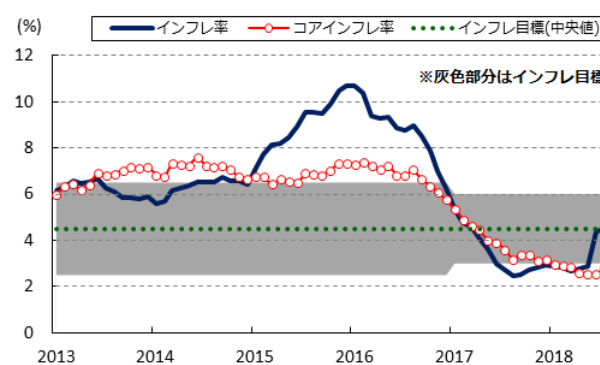
なお、先行きのブラジル景気を巡っては、足下の資金流出圧力に伴う通貨レアル安の進展の動向に注意が必要である。昨年以降減速局面が続いてきたインフレ率は、原油相場の底入れなどに伴う影響に加え、足下ではレアル安の進展による輸入物価上昇の影響で上振れしており、直近7月時点で前年同月比+4.5%と中銀が定めるインフレ目標(4.5±1.5%)の中央値近傍に達している。中銀は一昨年末以降、インフレ率の低下を理由に漸進的に利下げを繰り返して実施して景気下支えを図ってきたものの、今年5月以降はレアル安圧力が強まっていることを理由に政策金利を据え置いており、レアル相場の安定に向けて為替介入を実施する動きもみせる。また、中銀はインフレ率がインフレ目標の中央値を上回る水準になると、伝統的に利上げを含む金融引き締めを意識する傾向が強く、足下のレアル

図3 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

図4 インフレ率とインフレ目標の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

安に伴いインフレ率は上振れしやすくなっているため、今後は一転して利上げ局面となる可能性も考えられる。今年前半の経済成長率は前年比+1.1%と昨年通年（同+1.0%）を辛うじて上回るが、今年7月に同国政府は今年の成長率見通しを同+1.6%と従来見通し（同+2.5%）を引き下げたものの、その実現には年後半の成長率が同+2.1%程度に大幅に加速する必要があるなどハードルは高い。次期大統領選においては、景気低迷を理由にバラ撒き政策を志向するポピュリズム色の強い候補が優勢を強める可能性も懸念され、当面のブラジルを巡っては実体経済以上に政治動向の行方に注意する必要性が高いと判断出来る。

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

