

ブラジル景気は一時的要因で加速も、今後も力強さを欠く展開に

～次期政権への金融市場の反応は「期待先行」の色合いが強く、実態に併せた冷静さが必要に～

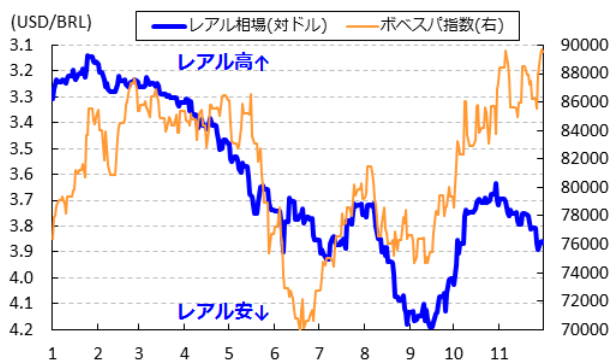
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- ブラジルでは10月の大統領選を経て、来年1月にボウソナロ次期政権が誕生する。政権運営に不安を覚える声は少なくない一方、経済政策は財政規律を重視するなど、左派政権下で悪化した財政状況の建て直しへの期待は大きい。足下の株価は上昇基調を強めるほか、通貨レアル相場の底堅さはそうした期待を反映している。ただし、足下の景気は力強さを欠くなか、先行きも不透明要因が山積する。足下の景気低迷は既存政党の退潮を促す一因になったが、国民が期待を託す次期政権の「船出」も厳しいものになるであろう。
- 年明け以降の景気は力強さを欠く展開が続いたが、4-6月は全土でのストの影響も景気の足を引っ張った。その影響も一巡しており、7-9月の実質GDP成長率は前期比年率+3.07%と6四半期振りの高成長となった。内・外需双方で拡大の動きがみられたが、前期に下押し圧力が掛かった反動の側面が強く、力強さを欠く企業マインドは実体経済の弱さを示唆する。次期政権に対する金融市場の反応は「期待先行の熱狂」の面が強く、現メル政権発足時と似ている。過度な期待に伴うリスクを意識すべき時期に来ていると言える。

ブラジルでは10月に行われた大統領選挙の結果、極右政党のPSL（社会自由党）から出馬したジャイル・ボウソナロ（Jair Bolsonaro）氏が勝利し、来年1月に新大統領に就任する。ボウソナロ氏を巡っては、その過激な言動や度重なる差別発言などが国内外で物議を醸すことが多く、『ブラジルのトラップ』などと揶揄する向きもあるなど、政権運営に不安を覚える声は少なくない。他方、その経済政策については、次期政権下で財務相に就任予定のシカゴ大出身で銀行系エコノミストを歴任したパウロ・ゲデス（Paulo Guedes）氏の下で小さい政府を志向するほか、財政規律を重視する姿勢を示している。長きに亘る左派政権下での社会保障関連を中心とするバラ撒き政策の影響で同国の財政状況は急速に悪化しており、既存政党の多数の政治家による汚職が露見したなか、長い政治キャリアを有するものの政治的実績に乏しい一方、汚職に縁遠いボウソナロ氏に対する支持が高まったことは国民の間の『政治不信』の根深さを物語っている。金融市場においては、ボウソナロ次期政権の下で構造改革路線が志向され、それに伴い経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の改善が進むことを期待する向きは大きい。こうした見方を示すように、大統領選後の主要株価指数（ボベスパ指数）は一進一退の動きをみせつつも上昇傾向を強めているほか、夏場以降のいわゆる『トルコ・ショック』

図1 レアル相場(対ドル)と主要株式指数の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

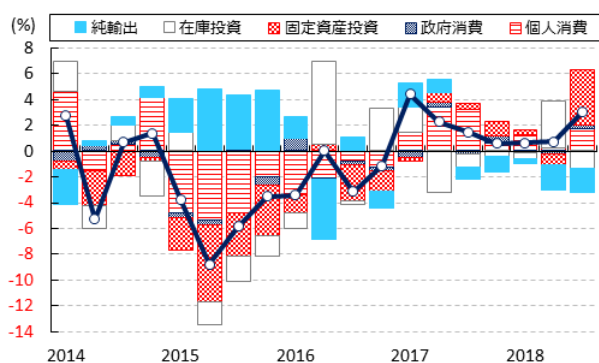
の余波も重なり下落傾向を強めた通貨リアル相場も底入れしている。ただし、大統領選（第1回投票）と同時に実施された総選挙を経て、それまで泡沫政党であった与党PSLは議席数を大きく増やして第2党となるなど大躍進を果たしたものの、議会下院（代議院：総議席数513）における議席数は52と1割程度に留まり、議会上院（元老院：総議席数81）の議席数は4に過ぎず、議会運営は極めて難しい状況が避けられそうにない。また、足下では米中貿易摩擦の激化や年明け以降におけるEU景気の頭打ちなどをきっかけに世界経済の減速が意識されており、昨年以降底入れの動きを強めてきた原油相場は一転して調整するなど国際商品市況は頭打ちしており、世界有数の資源国であるブラジルにとって交易条件の悪化による景気への悪影響が懸念される。直近の交易条件指数は前年同月比で▲5%程度となるなど景気への下押し圧力となり得るなか、今後はマイナス幅が一段と拡大することによる实体经济への下押しも予想される。ブラジル経済は昨年3年ぶりにプラス成長に転じ、『100年ぶり』と評された景気低迷から脱するなど持ち直しの動きをみせているが、年明け以降の景気は力強さを欠く展開が続くなど他の新興国と比べて見劣りする状況にある。こうしたこともテメル現政権を支える現与党のPMDB（民主運動党）をはじめとする既存政党の退潮に繋がったとみられるものの、国民が将来を託すボウソナロ次期政権の『船出』も厳しいものとなることは避けられそうにない。

なお、年明け以降のブラジル経済を巡っては、低インフレと中銀による金融緩和を追い風に家計消費をはじめとする内需を下支えする動きはみられたが、2015年以降の景気後退局面の余波で雇用・所得を取り巻く環境は依然厳しいなか、経済成長の原動力となってきた家計消費は勢いを欠く状況が続いてきた。さらに、昨年来の世界経済の持ち直しを追い風にした原油相場の底入れに伴い、年明け以降の燃料価格は大幅に上昇したため、今年5月に全土でトラック運転手がストを強行して主要道路を封鎖する強硬手段に訴えた結果、サプライチェーンの遮断をはじめあらゆる経済活動が麻痺する事態に陥った。4-

6月の実質GDP成長率はプラス成長を維持したものの、前期比年率ベースで+0.72%と3四半期連続で1%に満たない成長率に留まるなど、他の新興国などと比較して力強さに欠ける展開が続いた。なお、その後はストの影響が一巡したことで様々な経済活動に持ち直しの動きが出ているほか、企業マインドも製造業を中心に底入れするなど改善の動きをみせている。7-9月の実質GDP成長率は+3.07%と6四半期ぶりに3%を上回る伸びとなるなど回復感を強めたほか、前

年同期比ベースでも+1.3%と2四半期ぶりに1%を上回る水準となるなど、景気後退局面からの持ち直しが緩やかに進んでいることが示された。分野別では、前期に天候不順などの影響で生産が鈍化した農林漁業関連の生産が再び加速感を強めたほか、製造業を中心とする工業部門の生産も3四半期ぶりにプラス成長に転じ、サービス業の生産も拡大ペースを強めるなど、すべての分野でプラス成長となった。また、需要項目別でも米中貿易摩擦の激化などに伴い世界経済の不透明感は高まっているものの、通貨リアル安による輸出競争力の向上やスト終結に伴うサプライチェーンの回復も追い風に輸出は拡大に

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

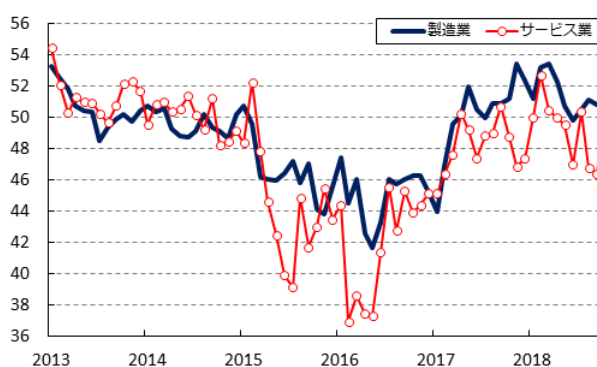
転じるなど成長率の押し上げに繋がった。さらに、年明け以降は上述のストの原因となった自動車用燃料をはじめとするエネルギー価格の上昇に伴いインフレ率も底入れするなどの動きはみられるが、足下のインフレ率は中銀が定めるインフレ目標の中央値近傍で推移している上、中銀による断続的な金融緩和に伴い春先以降の政策金利（S e l i c）は過去最低水準で維持されていることも家計消費の下支えに繋がっている。さらに、前期はサプライチェーンの遮断などに伴い企業部門による設備投資の動きも滞ったものの、その影響が一巡したことも重なり当期は大きく上振れしたことも成長率の押し上げに繋がった。ただし、当期における成長率の加速は上述した全土でのストに伴い前期の景気に大きく下押し

圧力が掛かった反動の側面が大きく、実体経済は見た目の数字ほどには強くないとみられ、このことはその後の企業マインドが特にサービス業において一進一退の展開を続けていることにも現れている。足下では株価上昇に加え、リアル相場も落ち着きを取り戻すなど資金流入の動きが出ている可能性はあるものの、国際商品市況の頭打ちなどマイナス材料も交錯しており、来期以降については新たな反動によって景気に下押し圧力が掛かることも予想される。また、上述したよう

にボウソナロ次期政権に対する金融市場の反応は『期待先行による熱狂』の色合いが極めて強く、ルセフ前大統領が弾劾された後にテメル現大統領が誕生した際に近いものを感じる。その意味では、実際に動き出すとともに実体経済の動きに近い水準に鞆寄せされる可能性もあり、過度な期待に付いていくこと

以上

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

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。見直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。