

ブラジル、景気回復と財政健全化の両立は険しい道のりが続く

～年金改革の期待は高まる一方、財政状況は厳しい状況が続き、市場環境に揺さぶられる展開に～

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)

- 年明け以降の国際金融市場は世界経済の頭打ち懸念にも拘らず対照的に活況を呈する展開が続き、新興国では「利下げドミノ」とも呼べる動きがみられた。ブラジルでは1月の新政権発足後も実体経済が芳しくないため、7月に中銀が利下げに動いた。1-3月は諸要因が重なりマイナス成長に陥ったが、4-6月の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.78%に転じ、外需は弱いものの家計部門や企業部門など内需の底堅さが押し上げに繋がった。景気は力強さに乏しいものの、内需主導による拡大は同国経済を取り巻く環境改善を示唆する。
- 先行きは外需を巡る不透明要因は山積する一方、政府は緊急対策として向こう2ヶ年を対象とする消費喚起策を実施しており、一時的ながら内需を巡る環境改善が期待される。他方、来年度予算ではさらなる歳出抑制を図る一方、国有資産売却などでの歳入増を通じてプライマリー収支の改善を目指しているが、前提となる経済成長率は高く、下振れリスクがくすぶる。足下では財政健全化の「タガ」が外れたと見做され得る動きもみられるなど、当面のリアル相場及び株式相場は国際金融市場を取り巻く環境頼みの展開が続くと予想される。

年明け以降の国際金融市場を巡っては、米中摩擦などを理由に世界経済が頭打ちの様相を強めているにも拘らず、米FRB（連邦準備制度理事会）による『ハト派』転換などをきっかけとして対照的に活況を呈する展開が続いてきた。先進国を中心に長期金利が低下傾向を強めたことで、より高い収益を求め一部のマネーが新興国に回帰する動きをみせた結果、米FRBによる「予防的利下げ」実施も追い風に多くの新興国が利下げによる景気下支えに動く『利下げドミノ』とも呼べる状況がみられた。ブラジルにおいても、世界経済の減速懸念に伴う国際原油市況の頭打ちなどに伴うインフレ鈍化に加え、ボウソナロ（Bolsonaro）政権が構造改革の『本丸』に掲げる年金改革の実現に目途が立つ動きがみられたことも重なり、中銀は7月末に1年4ヶ月ぶりの利下げに動くなど構造改革の『援護射撃』を図る姿勢を示した（詳細は8月1日付レポート「[ブラジル・ボウソナロ政権、年金改革で「大きな一歩」](#)」をご参照下さい）。

こうした背景には、今年1月のボウソナロ政権誕生に伴いゲジス（Guedes）経済相を中心とする経済政策チームが主導する構造改革路線への期待は高かったが、現実には改革議論はこう着し、経済政策も停滞したことで1-3月の実質GDP成長率は前期比年率▲0.35%とマイナス成長でのスタートを余儀なくされたことがある。なお、その後は米中摩擦の再燃など

図1 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

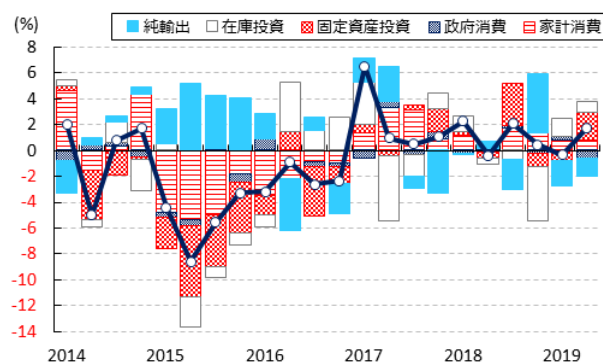
をきっかけに世界経済の減速が一段と意識され、同国でも製造業・サービス業問わず企業マインドが悪化する動きがみられるなど景気へのさらなる下押し圧力が懸念されたものの、4-6月の実質GDP成長率は前期比年率+1.78%と2四半期ぶりにプラス成長に転じて「テクニカル・リセッション」に陥る事態は避けられた。中期的な基調を示唆する前年比ベースの成長率も+1.01%と前期（同+0.46%）から伸びが加速しており、景気は底入れの動きを強めつつあると捉えられる。産業別では、南部を中心とする豪雨など異常気象の影響で農林漁業関連の生産に下押し圧力が掛かったほか、ここ数年政界を巡る疑惑の舞台となってきた国営石油公社（ペトロブラス）を巡るドタバタ劇の影響で鉱業部門の生産も低迷が続いている一方、減産傾向が続いた製造業で

底打ちの動きがみられたほか、その動きに伴う企業部門による設備投資需要の底打ちは建設業の生産を押し上げるなど、第2次産業を中心に生産底入れの動きが顕著になっている。さらに、国際金融市場の活況を追い風とする金融取引の盛り上がりや、経済成長の『けん引役』である家計消費の堅調さがサービス業の生産を押し上げる動きも景気後退局面入りの回避に繋がった。需要項目別では、隣国アルゼンチン経済の混乱に伴い同

国向け輸出が減速している上、中国でのアフリカ豚コレラ流行に伴い同国向けの大豆輸出も鈍化するなど、幅広く輸出に下押し圧力が掛かっているほか、政策停滞に伴い政府消費も鈍化する動きがみられる。その一方、足下では緩やかながら雇用・所得環境が底入れしているほか、インフレ鈍化に伴う家計部門の実質購買力の押し上げや低金利環境を背景に家計消費は底堅い動きをみせたことに加え、低迷が続いた企業部門の設備投資も底入れしたことで固定資本投資は3四半期ぶりにプラスに転じるなど、内需が景気の押し上げに繋がった。なお、2四半期連続で在庫投資による成長率寄与度がプラスで推移するなど、先行きの調整圧力が景気の下押し圧力に繋がるリスクはあるものの、足下の景気拡大が民間部門を中心とする内需主導で実現していることは、同国経済を取り巻く状況が少なからず改善していることを示唆している。

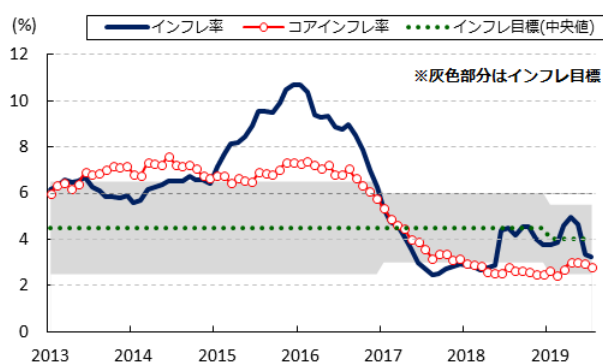
先行きについては、一時的に下押しの動きが強まった企業マインドに底入れの動きがみられるなど比較的堅調な動きをみせており、隣国アルゼンチン情勢は一段と悪化するなど不透明感はいくすぶるほか、中国景気の減速懸念など不安定要因は山積するものの、ようやく底堅さを取り戻しつつある内需が下支えに繋がっているとみられる。さらに、家計消費を巡っては政府が7月に『緊急措置』として向こう2年間を対象に勤続年限保障基金（FTGS）の引き出しを許可して喚起を図る方針を明らかにし、その規模は総額420億レアル相当（今

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

図3 インフレ率の推移



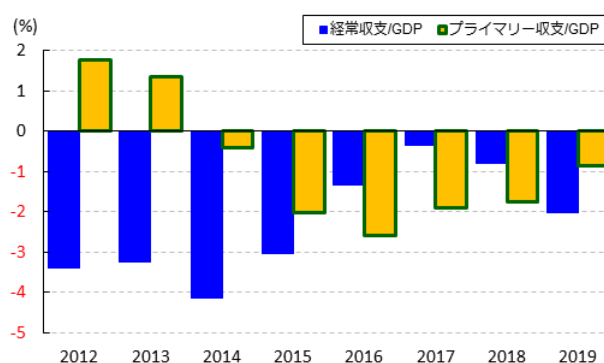
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

年は約 300 億リアル、来年は約 120 億リアル) に達するとして、政府試算によると今年の GDP 成長率が +0.35pt 押し上げられるとの見通しが示された。なお、同様の措置は同国経済が 2015~16 年にかけての景気低迷期からの脱却を図るべく、2017 年に当時のテメル政権下でも時限措置として実施され、一時的ながら家計消費が押し上げられるとともに、景気後退局面脱却の一助になった。また、政府は同様にテメル前政権下で実施された社会統合基金 (P I S) 及び公務員厚生年金 (P A S E P) からの資金引き出しも解禁しており、先月半ば以降には支払いが順次開始されるなど、家計部門にとっては一時所得が大きく押し上げられることが期待される。上述の通りインフレ鈍化を理由に中銀が 7 月に利下げ実施に踏み切った後、国際金融市場の動揺を理由に通貨リアル相場は下落する動きをみせているものの、その後もインフレ率は一段と低下している上、年金改革を巡っては議会上院でも可決する見通しが高まっており、追加利下げに動く余地は拡大している。よって、このように家計部門を取り巻く環境が改善しつつあることを勘案すれば、当面の同国景気は家計消費を中心とする内需が下支えする展開が続くと見込まれる。なお、政府が 2 日に公表した来年度予算では、公共投資関連支出を一段と絞り込むことなどを柱とする歳出抑制に取り組む一方、歳入面では国有資産売却や国営企業の民営化に伴う収入拡大を図ることで、基礎的財政収支 (プライマリーバランス) は▲1241 億リアルと今年度見通し (▲1390 億リアル) を下回るも 7 年連続の赤字を見込んでいる。ただし、来年度予算の前提となる来年の経済成長率見通しは +2.17% (インフレ率は +3.91%) と足下の水準と比較すると極めて高めに設定されており、

税収をはじめとする歳入には下押し圧力が掛かりやすくなることが予想される。また、ボウソナロ大統領は優先課題のひとつに『財政再建』を掲げて当選を果たしたため、政権発足以降総額 340 億リアル規模の歳出凍結を発表するなど歳出抑制を図ってきたものの、景気低迷に伴う歳入鈍化を受けて財政状況はひっ迫度合いを増している。こうしたなか、現地報道によると、ボウソナロ大統領は非裁量歳出の硬直化が財政ひっ迫の一因になっていることを理由に、政権の経済チームに

対して歳出の伸びを前年のインフレ率以下に抑えることを定めた歳出上限法の見直しを指示した模様である。同法改正には議会承認が必要になるなか、議会の大宗は同法及び経常歳出に向けた国債発行の禁止、基礎的財政収支目標設定を財政政策の柱とみる向きが強く、見直しのハードルは高いと見込まれるものの、仮に実現すれば金融市場では財政健全化に向けた『タガ』が外れたと見做す向きも予想される。なお、今年前半の経済成長率は +0.7% と昨年通年 (+1.1%) を下回る水準に留まっており、上述のように先行きは家計消費の押し上げを促す材料はある一方、2017 年にかけて底入れの動きがみられた対内直接投資は景気低迷に伴い頭打ちしており、今年も前年を下回るペースに留まるなど景気の押し上げには繋がりにくい状況が続いている。さらに、隣国アルゼンチン情勢は極めて不透明であるなど外需には下押し圧力が掛かりやすく、当面のブラジル経済は内需による『一本足打法』に依存せざるを得ない難しい展開が続くと見込まれる。また、年金改革の成立は財政面ではプラスに寄与する一方、家計部

図 4 経常収支及びプライマリー収支の GDP 比の推移

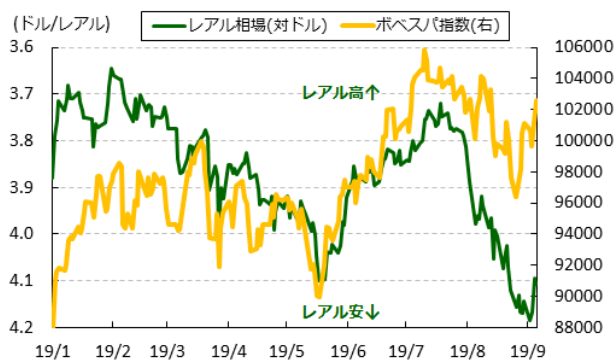


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成, 2019 年は 7 月まで

門にとっては歳入減を通じた家計消費の下押し圧力に繋がるため、消費喚起策の効果を一部相殺することも考えられ、通貨レアル及び株式相場の動向は引き続き国際金融市場環境次第という『風任せ』の展開が続くであろう。

以 上

図 5 レアル相場(対ドル)及び主要株式指数の推移



(出所)Refinitiv 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。