

## ブラジル、ルセフ政権2期目は厳しい船出

～市場に配慮する姿勢をみせるも、具体策で真価が問われよう～

発表日：2015年1月5日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 1日、ルセフ政権は2期目に突入した。政権1期目では目立った経済運営手腕を見せられず、足下では資源安による景気低迷に喘ぐなど厳しい状況に直面している。大統領選では政権交代による構造改革への転換も期待されたが、国民は前政権から続く分配重視が受け入れられた。一方、景気低迷下での分配重視により、ファンダメンタルズの悪化に歯止めが掛けられないなか、金融市場の同政権への見方は厳しい。
- ルセフ政権2期目では財政規律を重視する姿勢をみせている。人事では国際金融市場の見方を配慮したほか、就任式直前には過大とされる社会保障政策に切り込む姿勢をみせる。ただし、社会保障の削減は政権支持率に直結する課題だけに財政健全化の道のりは厳しい。さらに、投資環境整備へのインフラ拡充など歳出増圧力は高まる一方であり、財政健全化を進める具体策を示せるかが政権の真価に繋がろう。
- 外貨準備は潤沢と考えられるが、近年は外資系企業による海外親会社からの借入が増加しており、国際金融市場が大きく変動した場合は外貨に不足感が出る可能性は残る。また、国営石油公社は社債などで海外に資金調達を依存しており、汚職問題への対応を含めて金融市場のリスクへの対応は不可欠である。

### 《国民は『分配重視』を選択も、景気低迷下でのバラマキ政策などによりファンダメンタルズは着実に悪化》

- 1日、昨年10月に実施された大統領選挙の結果に基づき、ルセフ大統領による政権運営は2期目に突入した。ルセフ政権1期目による経済運営を巡っては、長年の課題とされるいわゆる『ブラジル・コスト』の解消にはまったく道筋が付けられなかった。その一方、足下の景気を巡ってはインフレ懸念が台頭するなか、中銀はインフレ阻止のため金融引き締め姿勢を強めており、インフレと金利高の共存で経済成長の原動力である個人消費など内需は一時の力強さを失っている。さらに、世界金融危機後はそれまで最大の輸出先であったEU経済が低迷するなか、ここ数年は輸出に占める中国向けの割合を急拡大させてきたが、足下では中国経済が足踏みしており、外需は難しい状況に直面している。さらに、中国経済の減速は世界的な資源価格の調整圧力となるなか、このところの国際金融市場では原油相場も下落基調を強めるなど、世界的に『資源国』を取り巻く環境は厳しさを増している。特に、国際金融市場では米国の堅調な景気回復を背景にFRBによる利上げの時期が意識され、世界的なマネーの動きが大きく変わる可能性もあり、『資源国』においては全面的な資源価格の調整が資金流出を招くとの懸念に繋がっている。原油のみを勘案すれば同国は依然として純輸入国であるため、原油安は必ずしも経済に対して悪影響をもたらさないとの見方も出来る。しかし、同国の油田の多くは海底油田で中東などの主要産油国に比べて産油コストが極めて高いことから、原油安の長期化は投資計画を頓挫させるリスクがある。さらに、同国では近年の原油高を追い風にサトウキビを原料とするバイオ燃料の普及を進めてきたが、原油安はこの取り組みの見直しを余儀なくされる可能性もある。足下の交

図1 交易条件指数の推移



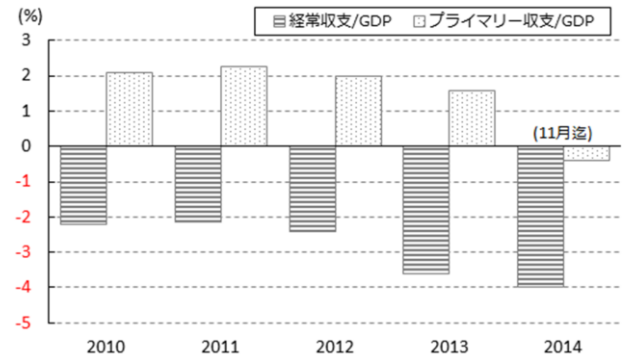
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

易条件は約5年ぶりの低水準になるなど悪化基調は強まっており、全面的な資源安が同国経済にとって外需のみならず内需にとっても足かせになっている。大統領選を巡っては、ルセフ大統領がルラ前政権以降続いている低所得者対策を中心とする分配重視姿勢を示す一方、長期に亘る景気低迷の打破を主張する対立候補との一騎打ちとなり、外国人投資家を中心に注目を集めた。国民の選択は現政権による政策継続となったものの、景気低迷による歳入減が避けられなくなるなかでの分配重視政策の継続は同国経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）を蝕んでいる。事実、資源安による輸出鈍化の影響も重なり足下の経常赤字/GDP比は拡大基調に歯止めが掛からない状況にあるなか、プライマリー収支/GDP比は同年ベースで大幅縮小が避けられない状況にあるなど財政状況は急速に悪化している。折しも国際金融市場では米国の利上げ時期に注目が集まり、新興国や資源国からの資金流出が意識され易いなか、ファンダメンタルズの悪化に歯止めが掛けられない状況にあることは外国人投資家が同国経済に懸念を抱く一因になっている。

### 《財政健全化の道のは極めて厳しいが、政府が打ち出す具体策が政権の経済運営の真価を決めると言えよう》

- こうした状況から、ルセフ大統領はこれまで政権2期目の経済運営については財政規律を重視する考えを示してきた。11月末には、財務相に元IMF（国際通貨基金）エコノミストで財務省や民間金融機関での経験があるジョアキン・レヴィ氏を、企画予算管理相に元財務次官のネルソン・バルボサ氏を配置する人事を発表した。さらに、『インフレファイター』として国際金融市場からの信認が厚いトンビーニ中銀総裁の留任を発表するなど金融市場との対話を重視する姿勢をみせている。大統領就任式に先立つ形で、政府は近年の歳出急増の一因になってきた失業保険や寡婦年金の見直しをはじめとする歳出削減を行い、削減規模を総額8100億レアル（GDP比0.3%）とする方針を発表した。さらに、その後も歳出の伸びをGDP成長率以下に抑える方針が示されるなど、ルラ前政権以降は拡大基調を強めてきた歳出規模の抑制に取り組む考えをみせている。就任式ではルセフ大統領が「経済成長が重要であり、財政改革、国内貯蓄の拡大、投資強化、生産性向上を進める」との考えを示すなど、政権1期目に比べて市場に配慮した政策に舵を切る姿勢をにじませている。一方、大統領選において与党労働党（PT）は勤労者に対する福利厚生制度の存続を訴えて再選を決めた経緯があることから、一連の歳出削減は政権支持率などに悪影響を及ぼす可能性はある。同国では一昨年、バス料金など一部の公共料金引き上げをきっかけに全土で反政府デモが拡大する事態となるなど、福利厚生制度の動向が政権基盤を左右する事態となったことは記憶に新しい。新政権は上述以外には具体的な歳出削減策を言及しておらず、「標準的な国民の痛みを最小限にしつつ」財政健全化を進める方針を示しているが、その道のは決して簡単ではない。さらに、同国を巡っては約2億人を擁する巨大市場である上、近年の低所得者対策に伴い消費意欲の旺盛な中間層が多数誕生してきたこともあり、わが国をはじめとする外資企

図2 経常収支・プライマリー収支/GDPの推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 為替及び株式相場の動向の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

業による進出意欲は潜在的に高い。しかし、近年の高成長による賃金上昇に加え、主要国の中で最も手厚いとされる失業保険制度などの影響により全体としてみた労働コストは急上昇しており、労働者保護の色合いが強い硬直的な労働法制は同国進出の足かせになっている。さらに、様々な外資規制が残るなか、海外とのやり取りに伴う複雑な関税に加え、国内では連邦税と州税、市税などが複雑に入り混じっており、専門家ですらも理解が困難な税制体系となっている。また、慢性的なインフラ不足を理由に国内の物流コストは高止まりしており、全体としてみた同国進出コストを低減させにくいといった課題も抱えており、一連のコストは『ブラジル・コスト』などと揶揄されている。ルセフ政権2期目が直面する課題として、大統領は上述のように財政改革、貯蓄拡大、投資強化、生産性向上との認識を示していることは、同国の状況を正しく理解していると評価出来る。これらを着実に前進させていくためには、福祉政策などで過度に公的部門に依存する経済構造から民間部門が主導する形で経済成長が促される形に転換していくことが不可欠である。しかしながら、大統領選を通じて自国産業保護の色合いが強い姿勢を打ち出すなど、現時点においても閉鎖的及び硬直的な経済構造が一段と内向き姿勢を強める可能性は残る。その一方で投資環境の整備に向けてはインフラ投資を行うための巨額の資金が必要であり、現時点において民間資金に依存することが難しいことを勘案すれば、歳出増を通じた財政負担の拡大に繋がることも懸念される。こうしたことから、同国経済が本当の意味で立ち直っていくためには、真っ先に財政健全化への取り組みを示すことが必要になるが、硬直的な歳出構造の見直しを通じて経済構造全体の効率化を図っていくことが求められる。その意味では、今後政府が提示する具体的な内容が真価を決めることになろう。

#### 《国際金融市場の急変は同国のリスクを高める懸念もあり、政権にはリスク低減のための方策も望まれよう》

- 足下の原油安をはじめとする資源価格の調整に伴い、一部の資源国では対外収支の悪化によって外貨資金の調達が厳しくなるとの見方もくすぶるなか、国際金融市場で動揺が広がる事態となれば、同国でも資金流出圧力が高まる懸念されている。同国の対外準備資産のうち流動性が高い外貨準備高は昨年11月末時点で3756億ドルに達するなど、世界的にみても有数の規模を有している上、公的部門については対外的に純債権国となっていることから、公的部門でデフォルト（債務不履行）に陥るリスクは極めて低い。このことは同国経済が1998年に通貨危機に直面し、変動相場制への移行に追い込まれた状況とはまったく異なっていると判断することが出来る。短期債務の規模のみを勘案すれば外貨準備高と比較しても十分に影響を吸収することは可能である。しかし、ここ数年は外資系企業による対内直接投資の拡大が続くなか、海外の親会社との間での融資は拡大基調を強めており、国際金融市場が大きく動揺することになれば、その余力は大きく削がれる可能性には留意が必要である。特に、国営石油公社についてはここ数年社債をはじめとして海外資金に資金調達を依存する傾向が強まる一方、足下では同社に関連した汚職が社会問題化する事態となっており、急激な資金流出圧力に見舞われるリスクもくすぶる。ルセフ政権にとっては危機的状況を回避するためにも、同社の改革に向けた具体案を逸早く示しつつ、政府関与の低減を通じて民間資本主導による経済構造への転換を促す流れを築くことが求められよう。

図4 対外債務残高と外貨準備高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上