

## ブラジル、ようやく「本領発揮」となるか

～個人消費拡大には一時的要因が影響、政権の改革路線の存否が今後も左右～ 発表日：2017年9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)

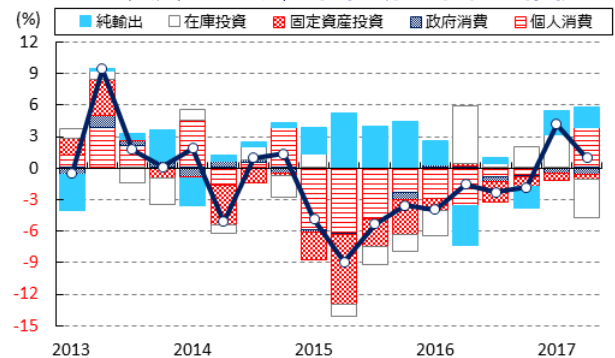
### (要旨)

- 長期に亘る景気低迷に喘いできたブラジルだが、年明け直後は棚ぼた的にプラス成長に転じ、その後も足取りを強めている。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.00%と伸びは鈍化したが、インフレ圧力の後退に加え、勤続期間保障基金(FGT S)引き出し解禁などの効果で個人消費がプラスとなるなど、内需拡大がけん引役になった。ブラジル経済は本調子に向けた回復軌道に乗りつつあると言えよう。
- なお、足下の景気拡大には海外資金の流入も後押ししている。汚職疑惑なども影響してテメル政権に対する国民の評価は極めて厳しいものの、その構造改革路線への期待は海外資金の流入に繋がっている。足下のブラジル経済は、海外資金の流入によるレアル相場の安定に加え、インフレ圧力の後退が大胆な利下げを促す好循環が続いているが、これらはすべて海外投資家の評価に拠る。その意味では、テメル政権による構造改革路線の存否がブラジル経済の動向を左右する状況は変わっていないと評することが出来る。

- 過去2年以上に亘りマイナス成長が続くなど、長期に亘る景気低迷に喘いできたブラジル経済だが、年明け以降はプラス成長に転じるなど底入れが進んでいる。ただし、1-3月期については在庫の積み上げによる押し上げが大きく影響するなど「棚ぼた」的な面が大きかったものの、足下では自律的な景気回復に向けた足取りを強めている様子がうかがえる。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.00%となり、9四半期ぶりにプラス成長に転じた前期(同+4.16%)から伸びこそ鈍化したものの、2四半期連続でプラス成長となるなど景気の底離れが進んでいることが確認された。

産業別では、前期は天候不順の一巡に伴い同国の主要穀物である大豆やトウモロコシが豊作となり農林漁業関連の生産が大幅に押し上げられたが、当期についてはその反動で4四半期ぶりにマイナス成長に転じたほか、前期は3四半期ぶりにプラス成長となった製造業などの生産もマイナスに転じるなど、下押し圧力がくすぶっている。他方、過去2年以上に亘りマイナス成長が続いてきたサービス産業の生産は前期にプラスに転じた後、当期はプラス幅が拡大しており、GDPの6割強を占めるサービス業の回復が鮮明になっている。こうした動きは需要サイドでも明確になっており、個人消費は10四半期ぶりにプラス成長に転じるなど、経済成長のけん引役となってきた内需に勢いが戻りつつある様子がうかがえる。この背景としては、年明け以降は国際商品市況に頭打ち感が出ているものの、昨年来の市況底入れの動きを反映して交易条件指数は昨年を大きく上回る水準で推移しており、この動きに伴って国民所得が押し上げられたことに加え、今年3月から勤続期間保障基金(FGT S)の引き出しが解禁された結果、家計部門の所得が大きく押し上げられた。さらに、昨年初頭をピークに減速基調を強めているインフレ率はその後も低下しており、直近ではインフレ率もコアインフレ率とともに中銀が定めるインフレ目標(4.5±1.5%)の中央値を下回るなど、インフレ圧力は一段と後退し

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

ている。こうした家計部門を取り巻く環境の好転は個人消費を後押ししたと考えられる。その一方、同国政府は財政健全化に向けて緊縮的な財政政策を打たざるを得ないなか、政府消費はマイナス基調が続いており、中銀による度重なる利下げ実施にも拘らず足下の政策金利は 9.25%と依然高水準であるため、企業の設備投資意欲も回復していない。先進国を中心とする世界経済の自律回復の動きを反映して輸出は底堅い展開が続く一方、民間及び公共部門ともに投資の動きが弱いこ

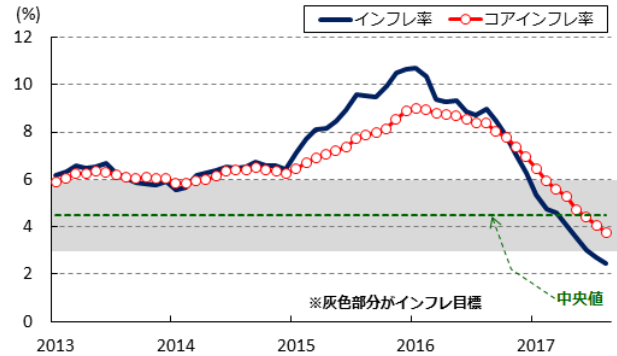
とに伴い輸入はマイナスとなり、結果的に純輸出の成長率寄与度は2四半期連続で大幅プラスとなったことも、成長率の押し上げに繋がっている。なお、前期については在庫積み上げの動きが成長率の大幅な押し上げに寄与していたものの、当期については一転して成長率の押し下げ要因となったことを勘案すれば、足下の状況は「見た目以上に良い」と評することも出来る。なお、実質GDP成長率は前年比ベースでも+0.27%と13四半期ぶりにプラスに転じており、ブラジル経済はようやく本調子に向けた回復軌道に乗りつつある。

- なお、足下の堅調な景気を支える一助となっている要因としては、海外からの旺盛な資金流入が続いていることも影響している。足下のブラジル政治を巡っては、年明け以降にテメル大統領自身の収賄疑惑が発覚したほか、その後は捜査当局に対する妨害行為などの隠蔽疑惑が噴出するなど不透明な状況が続いており、そうした政治不信も影響して直近の世論調査では、政権支持率が5%と1985年の同国の民政復帰以降最低となるなど、

テメル政権は極めて厳しい立場にある。その一方、テメル政権の下では昨年来、向こう20年に亘って政府の歳出に上限を設けることを目的とした「歳出削減法」を成立させたほか、年金支給年齢の引き上げなどを盛り込んだ年金改革法や労働法の改正案を議会に上程するなど、ブラジル経済のボトルネックとなってきた課題解決に向けて構造改革を着実に前進させている。こうしたことから、主要格付機関3社は同国の外貨建長期信用格付をいずれも「投機的水準」としているにも

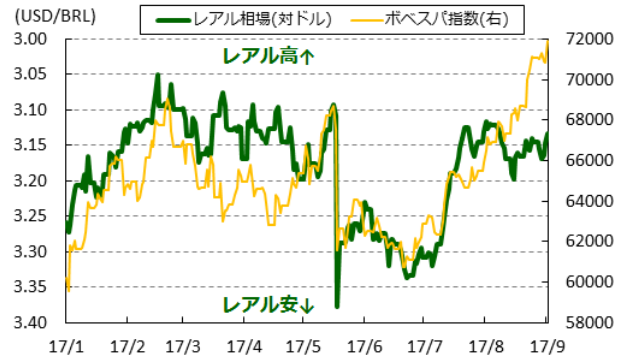
拘らず、テメル政権による構造改革路線を好感する形で積極的な資金流入が続いている。また、先月末には政府の民営化評議会が空港や高速道路、石油探査権などの国有財産の大規模売却を承認しており、なかでも民営化の「本丸」とみられてきた国営電力持株会社であるエレクトロプラスが盛り込まれたことは、金融市場におけるテメル政権の評価を一段と押し上げている。結果、主要株価指数であるボベスパ指数は最高値をうかがう水準に上昇しているほか、通貨リアル相場も底堅い展開が続いており、足下では今年5月にテメル大統領自身の汚職隠蔽疑惑が噴出した際に大きく下落した分を取り戻している。さらに、足下ではインフレ圧力が一段と後退するなか、中銀は景気下支えに向けて積極的な金融緩和に動いており、政府及び中銀が一体となって景気押し上げに向けた取り組みを進めていることも海外からの評価向上に繋がっている。ただし、上述したように国民からのテメル政権に対する評価は極めて厳しいなか、テメル政権が今後も「後ろ盾」となっている経済界を意識する形で構造改革にまい進出来るかは不透明である。また、財政状況を巡っては、議会による増税反対

図2 インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 通貨リアル相場(対ドル)と株価指数の推移



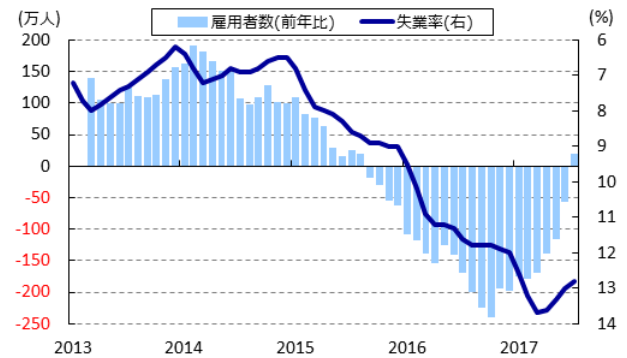
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

などの影響に伴い歳入の確保が難しい展開が続き、政府は今年と来年の基礎的財政収支目標の緩和に動かざるを得ない事態となっており、テメル政権が掲げる年金改革をはじめとする財政緊縮策が容易に進展していない様子もうかがえる。足下の海外からの資金流入の動きはテメル政権による構造改革実現期待が後押ししているとみられる一方、この取り組みが後退する事態となれば、これまでの期待が一変するリスクも抱えていると言える。その意味では、今後のブラジル経済が自律回復に向けた足取りを着実に前進させられるか否かが重要になる。過去2年以上に亘りマイナス成長が続いてきた結果、国内の雇用を取り巻く環境は厳しい展開をみせており、失業者の大量発生などに伴い失業率も10%超の

水準となるなど、家計部門は厳しい状況に直面している。ただし、雇用の縮小ペースは昨年末を境に好転の兆しをみせ、直近では前年比で増加に転じるなど改善の動きもみられるが、その多くが非正規雇用であるなど、所得や待遇面などが安定していないことを勘案すれば、家計消費の押し上げに繋がるかは不透明である。海外資金の流入による景気押し上げが続くなかで、通貨リアル相場の安定などに伴いインフレ率の低下傾向

は強まり、中銀は一段の金融緩和に動けるなど実体経済に対するプラス要素は多いが、これらはすべて海外投資家の評価が影響している。また、4-6月期の個人消費押し上げにはF G T Sの引き出し解禁など一時的要因が影響しており、ブラジル経済自身の足腰は依然として弱いことを勘案すれば、テメル政権による構造改革路線の存否が鍵を握る状況は変わっていないと言えよう。

図4 雇用環境の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

以上