

ブラジル、自律回復の道半ばで新たな「難敵」登場のリスク

～内需主導の回復は望ましいが、改革の道のりは不透明ななか、米国の関税という新たな敵が登場～

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は比較的活況を呈する状況にあるが、中南米では政情不安が懸念されて資金流出圧力が強まっている。ブラジルは混乱状態に見舞われていないが、先月のルラ元大統領の釈放を受けた左派結集の動きが嫌気されてリアル相場は最安値を更新し、中銀は介入による通貨防衛に追い込まれた。ただし、通貨安の動きを受けトランプ米大統領が同国の鉄鋼・アルミに関税を課す方針を表明する「とぼっちり」に発展している。今後は実体経済への悪影響に加え、対米姿勢など外交方針にも影響すると懸念される。
- ここ数年のブラジル経済は力強さを欠く展開が続くなか、7-9月の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.48%とわずかに加速するも勢いに乏しい。ただし、輸出に下押し圧力が掛かったほか、緊縮財政は政府消費の足かせとなる一方、物価安定や利下げなどを追い風に家計消費は堅調に推移し、企業の設備投資も底打ちするなど内需主導による自律回復の道のりを歩んでいる。金融市場ではさらなる構造改革の進展が期待されるが、道のりは容易でない上、米トランプ政権という新たなリスクに対峙する難しい局面が続くと予想される。

足下の世界経済を巡っては、昨年来の米中摩擦の激化の動きに加え、保護主義的な姿勢が広がるなかで世界貿易が急速に委縮し、実体経済の足かせに繋がる展開をみせるなど不透明感が高まっている。他方、国際金融市場では米F R B（連邦準備制度理事会）による「予防的利下げ」の実施などを背景に世界的な『カネ余り』が長期化すると期待が高まるなか、先進国を中心とする金利低下を受けて一部のマネーがより高い収益を求めて新興国に回帰するなど活況を呈する展開が続いている。昨年はいわゆる『トルコ・ショック』をきっかけとする国際金融市場の動揺を受けて多くの新興国で資金流出圧力が強まる一方、年明け以降はそうした状況が一変していたものの、足下の中南米諸国では反政府デモが広がりを見せるなど政治の混乱が嫌気される形で資金流出が再燃する動きがみられる。ブラジルについては、今年1月に大統領に就任したボウソナロ

(Bolsonaro) 大統領が極右政党のP S L（社会自由党）出身である上、その暴言癖などを理由に『ブラジルのトランプ』との異名を持つほか、政権支持率は発足直後をピークに低下傾向を強める展開が続いている。ただし、ボウソナロ政権が構造改革の『本丸』に掲げた年金改革は向こう10年間に亘る歳出削減の形で実を結ぶなど一定の成果を上げる一方、政治的には与党P S L内で派閥争いが表面化するなどゴタゴタする動きがみられ

図1 レアル相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

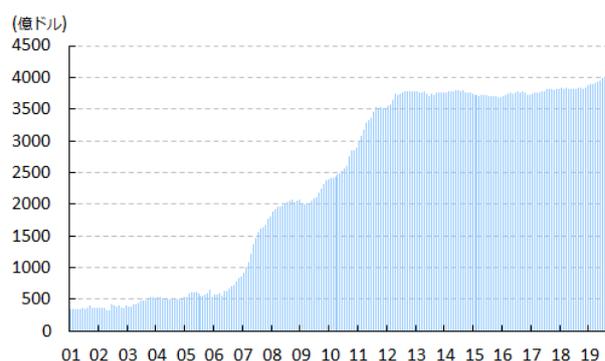
るなど、不透明な状況にある（詳細は10月23日付レポート「[ブラジル、年金改革で前進の一方、政治及び経済は視界不良](#)」をご参照下さい）。他方、先月には大統領在任中の収賄の疑惑で有罪判決を受けて収監されたルラ元大統領が釈放されるとともに、同氏は所属する左派政党のPT（労働党）を軸に『反ボウソナロ派』を結集して政界復帰を図る姿勢を鮮明にしている。こうした状況を受けて、国際金融市場においては上述のように中南米の周辺国で反政府デモの動きが伝播していることに関連して、同国でも左派勢力の結集により政権交代が起こるとのリスクが嫌気されて資金流出圧力が強まり通貨レアル相場が下落して対ドル相場は一時過去最安値を更新した。中銀は年明け以降、足下のインフレ率が鈍化

していることに加え、市場環境の改善などを理由に3回（累計150bp）の利下げを実施しているものの、一転して通貨安定の観点から為替介入の実施を迫られる事態に直面している。なお、ブラジルでは経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱性を理由に、国際金融市場が動揺する度に資金流出圧力が強まる動きがみられる傾向があるものの、足下の外貨準備高は3700億ドルを上回る水準にある上、IMF（国際通貨基金）が示す「適正水準」を大きく上回るなど耐性は備わっ

ている。ただし、こうした足下のレアル安の動きに対して、トランプ米大統領は突如自身のSNSに「ブラジルとアルゼンチンは大規模な通貨切り下げを実施しており、米国の農業に良くない。よって、両国から米国に輸出する鉄鋼及びアルミに直ちに関税を課す」としたほか、「FRBはそうした国々と同様に行動すべきだ」とさらなる金融緩和を求める姿勢を示した。上述のように足下のレアル安は同国の政治情勢など経済と異なる要因が影響している可能性があり、これを以て通貨切り下げと捉えるのは『無理筋』の一方、ブラジルが米中摩擦の背後で中国向け大豆の輸出を拡大させる『漁夫の利』を得ていたことに対する『腹いせ』と捉えることが出来る。なお、ブラジルから米国向けの鉄鋼及びアルミ輸出の規模は対米輸出の1割弱を占めるなど、近年はサプライチェーンの一翼として重要な役割を担ってきただけに、実体経済面での影響が懸念される。また、それ以上に就任以降、米国に接近する姿勢を示してきたボウソナロ政権にとってトランプ米大統領の対応は予想外の動きとみられ、今後の外交姿勢に少なからず影響を与えることが考えられる。事実、先月同国で開催されたBRICS首脳会議では経済的な『実利』に対する期待が各国の思惑を超える実態が確認されるなど（詳細は11月15日付レポート「[BRICS首脳会議、「呉越同舟」感を「実利」が覆い隠す展開に](#)」をご参照下さい）、中国への接近姿勢が一段と強まる可能性も予想される。

こうしたなか、ここ数年のブラジル経済は2015年及び翌2016年の2年連続でのマイナス成長という『最悪期』を過ぎて緩やかな拡大を続けているものの、2017年及び2018年の経済成長率はともに+1.1%とかつてに比べて勢いを欠く展開で推移している。また、今年のボウソナロ政権発足以降も引き続き緩やかな景気拡大が続いており、7-9月の実質GDP成長率は前期比年率+2.48%と前期（同+1.91%）から伸びはゆるやかに加速しているものの、前年比ベースの成長率では+1.2%と前期（同+

図2 外貨準備高の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

1.1%) からわずかな加速に留まるなど、見た目の上では『本調子』にはほど遠い状況にある。

ただし、分野別では、国際商品市況の頭打ちや一部の鉱山で操業停止に追い込まれていることなどの影響で鉱業部門の生産は弱含む動きがみられたものの、アマゾンでの大火災などの影響が懸念されるも異常気象の影響一巡を受けて農林漁業関連の生産が拡大に転じたほか、家計消費など内需の堅調さを追い風に製造業の生産も拡大傾向で推移するなど底堅く推移している。さらに、インフレ率の低下や中銀による利下げ実施などを背景に金融関連をはじめとするサービス業の生産にも底打ち感が出るなど、幅広い分野で景気拡大を示唆する動きがみられる。

他方、需要項目別の動きをみると、昨年は米中摩擦の背後で中国向けの大豆をはじめとする穀物輸出拡大の動きが輸出を押し上げる動きがみられたものの、足下では中国国内におけるアフリカ豚コレラの大流行に伴う養豚数の激減を受けて一転して下押し圧力が掛かっている。さらに、隣国アルゼンチン経済の混乱、今年初旬に発生したダム崩壊の影響による一部鉱山の操業停止の動きに加え、世界経済の減速懸念の高まりを受けて資源輸出も頭打ちするなど鈍化傾向が一段と鮮明になっている。また、ボウソナロ政権が進める財政健全化策の影響で公的部門の歳出が抑えられていることを反映して政府消費にも下押し圧力が掛かるなど厳しい状況が続く。その一方、足下のインフレ鈍化や中銀による利下げ実施に加え、政府が『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）の引き出し許可による消費喚起策を実施したことも追い風に、家計消費は拡大ペースを加速させているほか、長期に亘って低迷が続いた企業部門による設備投資の動きも底入れするなど、内需、なかでも民間需要が経済成長の原動力となっていることは、同国経済緩やかに自律回復の道りを歩んでいることを示唆している。ただし、足下の家計消費は上述のように一時所得の増加による押し上げ効果が大きく影響している一方、年金改革に伴い先行きは年金支給に下押し圧力が掛かることを勘案すれば、景気の足取りが一段と力強さを増すとは見通しにくい。

金融市場においては、年金改革の成立を受けてボウソナロ政権は『世界で最も複雑』とも揶揄される税制改革に乗り出すとの期待感が出ている。ボウソナロ大統領も足下の経済状況について「堅調に正しい方向に向かっている」との認識を示すなど意欲を示しているものの、年金改革を巡っては議会内で『政争の具』にされる動きがみられたことを勘案すれば、様々な紆余曲折は避けられないであろう。なお、政権内では国有企業改革に関連して、すべての国営企業の株式売却などによる

図3 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4 雇用環境の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

民営化を通じた財政健全化にも取り組む姿勢を示しており、こうした姿勢を受けて今年の内直接投資の流入額は昨年を上回るペースとなるなど2年ぶりに拡大に転じる可能性が高まっている。他方、足下の雇用環境をみると雇用拡大ペースが早くも頭打ちの様相をみせるなど足踏みしており、それに伴い失業率も10%を上回る高水準で膠着状態となるなど一足飛びに改善する状況にはほど遠い。その意味では、足下のブラジル経済は少なくとも自律回復に向けた歩みを進めているものの、依然として力強さに欠けるとともに、米トランプ政権という新たなリスク要因によって足を引っ張られる可能性が出ている難しい局面にあると捉えることが出来よう。

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。

