

ブラジル、3四半期ぶりのプラス成長も自律性は乏しく、先行きも不透明

～財政支援依存が強いなかで公的債務残高は GDP 比9割に、財政状況が「壁」となる可能性も～

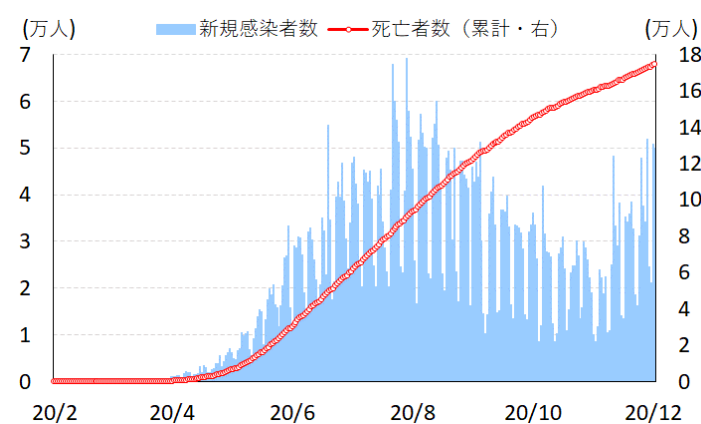
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は新型コロナウイルスを巡り不透明感がくすぶるが、国際金融市場は「カネ余り」が続くなかでワクチン開発への期待も追い風に活況を呈する対照的な状況が続く。ブラジルは感染拡大の中心地となったことで資金流出圧力が強まりリアル相場は一時最安値を更新したが、その後は感染者数が頭打ちしており、国際金融市場の活況も追い風にリアル相場は底入れしている。ただし、感染第2波の懸念は相場の重石となる一方、政府は経済活動を優先する姿勢を強めており、景気の底入れが期待される状況にある。
- 7-9月の実質 GDP 成長率は前期比年率+34.58%と3四半期ぶりのプラス成長となるなど、景気の底打ちが確認された。経済活動の再開に加え、貧困層及び低所得者に対する現金給付策などが家計消費を押し上げたほか、企業マインドの改善や中銀の利下げ実施を追い風に設備投資も底打ちするなど、内需拡大が景気の押し上げに繋がる一方、世界経済の回復期待にも拘らず外需は低迷が続く。足下の景気底入れは財政支援の後押しが大きく影響しており、政権支持率の浮揚も図られるなど政権の目論見は成功している。
- ただし、すでに財政支援の一部が縮小している上、来年にはすべての政策が終了するなど先行きの景気見通しは厳しい。また、財政支援により公的債務残高は GDP 比で9割に達するなど財政状況は急速に悪化している。同国経済は一旦底打ちしたが、自律的な回復力に乏しい展開となる可能性は高いと見込まれる。

足下の世界経済を巡っては、新型コロナウイルス (SARS-CoV-2) の当初における感染拡大の中心地となった中国は感染収束が進み、景気回復の足取りを強める展開をみせる一方、欧米など主要国での感染再拡大による行動制限の再強化の動きのほか、新興国でも感染拡大が続いて事態収束の見通しが立たないなど不透明な状況が続いている。他方、国際金融市場では全世界的な金融緩和による『カネ余り』が続くなか、新型コロナウイルス向けのワクチン開発の動きを受けて、先行きの世界経済の好転への期待を背景に資産市場への資金流入が活発化するなど活況を呈している。さらに、米大統領選における民主党のバイデン前大統領の勝利が確実視されるなか、次期政権による景気刺激策を期待した米ドル安圧力の高まりを受け、一部のマネーはより高い収益を求めて新興国に回帰する動きをみせるなど、金融市場は『リスク・オン』の様相を強めている。ブラジルの通

図1 新型コロナの新規感染者数及び累計死者数の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

貨リアル相場を巡っては、同国が新型コロナウイルスの感染拡大の中心地となったことも理由に調整圧力が強まる動きがみられた。しかし、水準そのものは他国と比べても非常に高いものの、7月末を境に新規感染者数は頭打ちするなど事態は最悪期を過ぎる兆候もうかがわれた。春先以降の国際金融市場の動揺を受けて、通貨リアル相場は5月中旬に一時過去最安値を更新するなど資金流出圧力が強まる事態となった。その後は国際金融市場が落ち着きを取り戻し

図2 レアル相場(対ドル)の推移



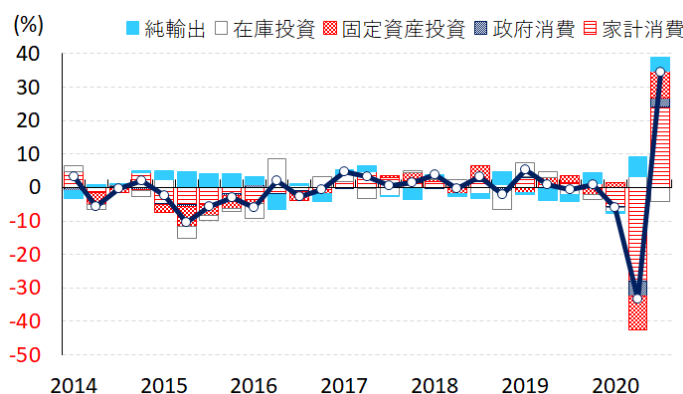
(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

たことで一転底入れするも、感染収束にほど遠い状況が続いたことで一進一退の展開をみせてきた。さらに、足下では上述のように国際金融市場における米ドル安圧力も追い風に新興国への資金回帰の動きが強まり、リアル相場は強含む動きをみせている。なお、国際金融市場の活況を背景に原油をはじめとする国際商品市況が底入れしていることを受けて、一部の資源国通貨は年初来高値を更新しているにも拘らず、足下のレアルの対ドル相場は依然として年初の水準を大きく下回るなど上値の重い展開が続いている。これは、一旦は頭打ちの動きをみせた新規感染者数が先月以降は再び底入れするなど、感染拡大の『第2波』が直撃していることが影響している。さらに、ブラジルでは地方政府レベルで行動制限を強化する動きがみられたものの、その言動を理由に『ブラジルのトランプ』との異名を持つボウソナロ大統領やその家族のみならず、多数の閣僚が新型コロナウイルスに感染する事態となった後も、連邦政府レベルでは行動制限に反発するとともに、経済活動を優先する姿勢を強めてきた。この背景には、ブラジルはBRICS諸国のなかで最もジニ係数が高いなど社会的格差が大きく、行動制限による経済活動の停滞は貧困層や低所得者層の生活を直撃して社会不安の増大を招く懸念があり、同大統領は元々『小さな政府』を志向するなど経済右派的な政策を進めてきたことも経済活動の優先に繋がった可能性が考えられる。ただ、実際には経済活動の優先を図る一方で、感染拡大による経済的な悪影響が色濃く出た貧困層や低所得者層を対象とする現金給付のほか、非正規雇用者に対する給付金支給など『バラ撒き』的な政策を進めているほか、企業に対しては雇用維持の見返りに従業員の給与削減及び労働時間短縮を認める支援策に動くなど、2022年に迫る次期大統領選での再選を見据えて『票田』の掘り起こしを図る動きをみせる。とはいえ、一連の支援策を受けて企業マインドは幅広く改善しているほか、世論調査では貧困層や低所得者層の間で政権支持率が上昇するなど、政権が目指す経済活動の優先と政権浮揚の『二兎』を追う戦略は奏功している。

事実、7-9月の実質GDP成長率は前期比年率+34.58%となり、年明け以降は新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の余波を受けてマイナス成長が続いた上、前期（同▲33.22%）は過去に遡って最大のマイナス成長となったことの反動も重なり三四半期ぶりのプラス成長となるなど、景気後退局面を脱している。なお、中期的な基調を示す前年比ベースの成長率は▲3.9%と三四半期連続のマイナス成長となるも、前期（同▲10.9%）からマイナス幅は縮小するなど底打ちが進んでいるものの、

実質GDPの水準は新型コロナウイルスのパンデミックの影響を受ける直前の昨年10-12月と比較して▲4.1%程度下回るなど、依然としてその影響は色濃く残っている。需要項目別では、上述した貧困層及び低所得者に対する現金給付や非正規雇用者に対する支援金給付策などに加え、6月以降はサンパウロ州などで経済活動の再開が進められたことによるペンタアップ・デマンドの発現を受けて家計消費が押し上げられたほか、中銀による相次ぐ利

図3 実質GDP成長率(前期比年率)の推移



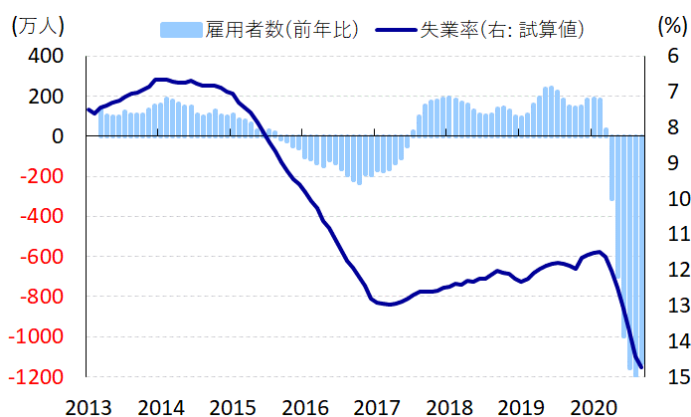
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

下げ実施や企業マインドの改善を追い風に設備投資意欲が回復して固定資本投資も拡大に転じている。さらに、政府による一連の景気刺激策は総額で5120億レアル(GDP比7%)に達しており、それらの効果発現の動きは政府消費を押し上げるなど、幅広い分野で内需が拡大して景気を押し上げる動きがみられる。一方、世界経済の回復期待が高まるなかで多くの新興国では中国向けを中心に輸出に押し上げ圧力が掛かる動きがみられるにも拘らず、輸出は前期比で減少するなど対照的な動きをみせており、足下の企業マインドが製造業を中心に急回復している状況を勘案しても不自然と捉えられる。また、上述のように内需は幅広く拡大する動きをみせているにも拘らず、輸入は輸出を上回るペースで減少する展開が続いており、定石では考えられない動きがみられる。分野別では、新型コロナウイルスの感染拡大の動きが都市部から地方部に移っていることに加え、洪水被害など自然災害の影響が残るなかで農林漁業関連の生産は減少傾向で推移する一方、企業マインドの改善の動きに呼応するように製造業やサービス業は生産が拡大に転じており、景気の底

入れを促している。このように、外部環境による景気の押し上げの動きが乏しいなかで、足下の景気底入れの動きは政府の政策支援による効果が大きく影響したことは間違いないと捉えられる。事実、政府による雇用支援策や企業マインドの改善にも拘らず足下の雇用環境は悪化に歯止めが掛からない状況が続いている上、新型コロナウイルスの感染再拡大による国内景気への悪影響に加え、上述のように世界経済を巡る不透明感の再燃を理由に外需を取り巻く環境の悪化が懸念されることを勘案すれば、自律的な景気回復の道のは険しいと捉えることが出来よう。

なお、7-9月の景気底入れに大きく貢献した貧困層及び低所得者層に対する現金給付策はすでに9月以降は半額に減じられているほか、一連の景気刺激策も年内いっぱい終了するなど、年明け以降は

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

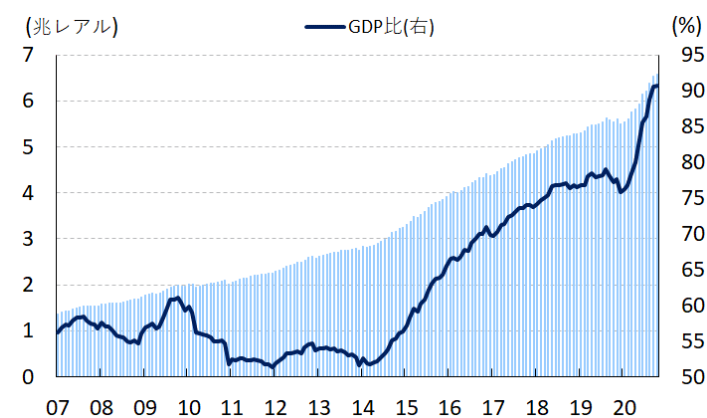
財政支援を巡って景気に『断層』が生じることが懸念される。一方、ボウソナロ政権は元々『小さな政府』を通じて財政健全化を目指す方針を示していたものの、新型コロナウイルスの感染拡大という不測の事態を受けてその目標を事実上棚上げするとともに、財政出動を通じて景気下支えを図っているが、結果としてここ数年拡大傾向が続いてきた公的債務残高は年明け以降そのペースが加速している。足下の公的債務残高はGDP比で90%を上回る水準に達しており、年明け以降は概ねすべての国で財政出動が図られるなど財政状況は悪化しているとみられるものの、ブラジルについては元々財政状況が厳しく

財政出動余地が限られていたなかで急速に悪化している可能性がある。政府は先行きの景気動向について、財政支援の縮小を経済活動と雇用の再開の動きが相殺することで堅調な景気模様が続くとの見通しを示しているものの、足下の力強い景気回復の大宗が財政支援によって支えられていることを勘案すれば、極めて楽観に偏っている感否めない。その意味では、来年以降は景気の下振れが財政面での圧迫要因になることが懸念されるなか、政府が景気下支えに

向けてさらなる財政出動に動くことも考えられるなど、財政状態はこれまで以上に悪化の度合いを強めることが懸念される。また、仮にワクチン開発の進展などを理由に世界経済の回復が進んだとしても、中国では同国から輸出された冷凍牛肉から新型コロナウイルスが検出されるなど輸出の足かせとなる動きもみられるなど、外部環境の改善が外需の底入れを促すかは見通しが立ちにくい。さらに、国内における新型コロナウイルスの再拡大を受けて地方政府レベルで行動制限が再強化される可能性もくすぶり、2022年の次期大統領選への出馬が取り沙汰されるサンパウロ州のドリア知事などの動きも注目される。よって、ブラジル経済は一旦底打ちを果たしていることは間違いないものの、先行きについては自律的な回復力に乏しい展開が続く可能性が高いと判断出来よう。

以上

図5 公的債務残高とGDP比の推移



(出所)CEIC 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。見通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。