

ブラジル経済 UPDATE : テメル大統領の驚くべき政治力で先行きに光

テメル大統領は、汚職疑惑により起訴されたにもかかわらず、窮地において驚くべき政治力を発揮し、焦点となっていた労働法改革を議会で可決・成立させ、また、下院委員会を大統領起訴の受理否決へと導くなど、大統領側の連勝となっている。経済面でも、1~3月期にはGDPが9四半期ぶりに前期比プラスに転じ、また、インフレ率の低下から利下げ継続による景気刺激が見込まれる好材料も出てきている。先々の不安要因が解消されたわけではないが、先行きが見通せなかったブラジルの政治・経済状況に光が見えてきた。

テメル大統領起訴からの大逆転

ブラジル連邦検察庁は6月26日、テメル大統領を収賄の容疑で起訴した。5月17日に、大手食肉会社JBS幹部にテメル大統領が隠蔽工作を指示しているとされる隠し撮りテープの存在が公けとなった。これまで数多の疑惑を潜り抜けてきたテメル大統領も今度ばかりは厳しいとみた市場では、株価指数もリアル相場も1日で1割弱下落した。その後、テメル大統領はテープが偽造であるとして無実を主張、大統領職にとどまる意向を示していたが、検察庁はこのテープやJBS幹部の証言を基に、大統領がJBSから収賄を受けたとして起訴に踏み切った。

ただし、起訴翌日27日の市場の反応は限定的であり、株価指数、リアル相場ともに、1%も下がらなかった。たとえ起訴されたとしても、最高裁が受理するためには下院本会議での3分の2以上の賛成が必要だが、連立与党は下院で多数を押さえている。市場参加者は、大統領の断罪が進むかどうかは不透明であると見て様子見のスタンスを取り、結果、現職大統領の起訴という未曾有の大事件の中で、5月の下げ以上にさらに売り込まれることは無く、市場は安定が保たれた。

その後、議会内に、テメル大統領を起訴・停職とし、マイア下院議長の大統領代行就任を進めようとする動きがあるなどと報じられたが（副大統領不在のため、マイア議長が代行に繰り上がる）、マイア議長自身がテメル支持を表明。また、連立与党各党は、起訴受け容れ否決に向けて対策会合を開くなど、結束を強めていった。結果として、7月13日の下院委員会での意見書への採決では、受理反対40票に対して賛成は25票しか集まらず、大統領側の圧勝となった。8月2日に予定される下院本会議での採決でも、テメル大統領起訴の受理が認められる可能性は極めて小さくなった。

大統領側の「勝利」は、起訴問題だけではない。硬直的な労働法は、ブラジル経済にとって長年の懸案事項だったが、これを柔軟なものへと緩和する改革案が、7月11日に上院で可決され成立した（下院では、4月に可決済）。事前予想では、採決はかなりの僅差になるとの見方もあったが、蓋を開けてみれば、賛成50票に対して反対26票で、大統領側の圧勝となった。今回の法改正によって、労働時間上限の延長、労働訴訟乱発の抑制、組合費の強制徴収廃止などが進むことになる。

隠し撮りテープが暴露されてからの5~6月には、テメル政権最大の危機が到来したと見られたものの、その後、テメル大統領側は議会を味方に引き入れて、労働法制、起訴問題と続けざまに大逆転を成し遂げ

た。様子見をしていた市場も、これに背中を押されてリアル買い・株高が進み、為替・株ともに、テープ暴露前の水準へと回復しつつある。

このほか、経済情勢にも改善の流れが生まれている。まず、消費者物価指数がこの数か月、年率3~4%程度まで低下し、ブラジル経済は、高インフレ⇒高金利⇒景気悪化⇒リアル安⇒高インフレ…という悪循環をほぼ完全に脱して、低インフレ⇒利下げ⇒景気刺激⇒リアル安定⇒低インフレ…という好循環の入り口にようやく辿り着いた。また、2017年1~3月期の実質GDP成長率が9四半期ぶりにプラス転するなど、景気底打ちが見えてきている（いずれも、詳細は後述）。このまま裁判回避に成功して経済情勢も改善していけば、最後の焦点である年金改革を成し遂げて、来年までの大統領任期を満了する可能性も高まってきた。

もともと、7月13日に下院が可決した2018年度予算指針はプライマリーバランスの目標を対GDP比1.8%の赤字とするなど、黒字回復にはまだ時間がかかる。また、議会に対しては強みを発揮するテメル大統領ではあるが、今回の起訴を受けて、もともと一桁で低迷していた支持率はさらに低下して7%となっており、国民からの支持はほぼ完全に失われている。そのため、2018年の大統領選においては、有権者がポピュリズム候補に雪崩を打つ危険性も高まっている。せっかく改革した労働法制などが、来年以降、新政権に改悪されないようにするためには、経済回復を進めると同時に貧困対策も拡充して、国民の支持率を引き上げる必要があるだろう。

GDPは9四半期ぶりのプラス

ブラジルの経済状況は、上述の通り、直近2017年1~3月期の実質GDP成長率が前期比1.0%増となり、9四半期ぶりにプラス成長となった。需要項目別では、内需項目（家計消費、固定資本形成、政府消費）がすべてマイナスとなる中で、外需のみがプラスとなって牽引した形であり喜べる状況ではないが、後述するように、需要項目別に個別の月次指標を追っていくと、景気底打ちを確認するような動きが出始めている。

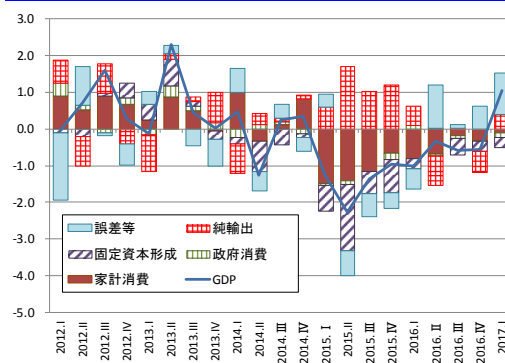
なお、産業分野別では、農業が同13.4%の大幅増。鉱業も4四半期連続プラスとなる同1.7%増と堅調。このほか、1~3月期は、10~12月期にマイナスだった製造、建設、運輸、情報、不動産などが軒並みプラスに転じた。

家計消費：実質賃金の改善が継続

以下、需要項目別に足元の経済状況を概観すると、1~3月期GDPの家計消費は前期比0.1%減。マイナスは9四半期連続ながら、マイナス幅はようやくゼロ近傍まで縮小してきた。

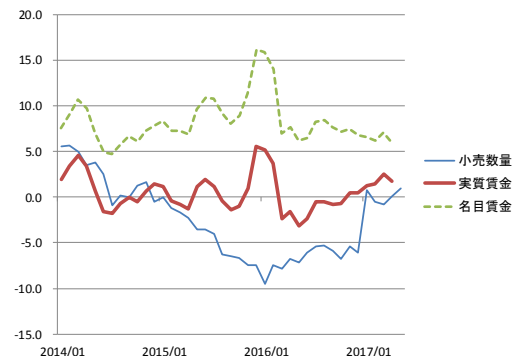
足元の小売売上高（数量ベース）は、4月が前月比0.9%増のあと、5月は0.1%減となり、一直線に回復とは行かないが、前年同月比では4月の0.1%増の後、5月は1.0%増となっており、基調は改善を続けている。

実質GDP成長率(寄与度、前期比、%)



(出所)ブラジル地理統計院

賃金/小売数量の推移(前年同月比、%)

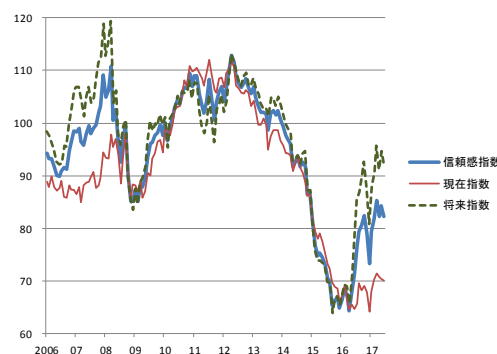


(出所)CEIC(原資料:ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院)

消費低迷の背景となっている雇用環境悪化についても、悪化幅の拡大は止まり、縮小に向かっている。直近の失業率(5月)は13.3%と依然として高いが、前年同期からの悪化幅は2.1%Ptとなり、1月の3.1%Ptからは縮小してきている。また、就業者数も、2015年9月以降、前年同月比マイナスが続いているものの、5月は1.3%減となり、やはり悪化幅が縮小してきている。実質賃金についても、改善が継続している。昨年11月に前年同月比0.5%上昇して9カ月ぶりにプラス転じた後、直近の4月(同1.8%)まで6カ月連続でプラスとなっている。名目賃金の上昇が鈍化気味な中で、インフレ率低下により実質賃金が上昇する流れが続いている。

こうした雇用の悪化幅縮小や実質賃金上昇を受けて、消費者信頼感指数(2010年7月～2015年6月平均=100)は、将来指数がかなり回復してきているものの、現在指数は依然として停滞しており、国民はまだまだ消費拡大に踏み切るまでには至らない。消費の背景となる雇用の改善は景気回復に遅行する傾向があることから、消費の本格的な点火は、今後、低インフレを拠り所としての一層の金融緩和実施と、その効果の出現による景気回復拡大を待つ必要がある。

消費者信頼感指数(2010年7月～2015年6月平均=100)



(出所)CEIC(原資料: Getulio Vargas Foundation)

固定資本形成：設備稼働率が底打ち、資本財生産も上向きに

1～3月期の固定資本形成(設備投資、住宅投資等の合計)は、前期比1.6%減少した。2013年10～12月期に前期比マイナスとなって以降、2016年4～6月期に1四半期のみプラスとなった他は、マイナスがなおも続いている。

ただし、製造業設備稼働率はリーマンショック後の長期低下傾向が昨年10月によりやく底打ちした模様であり、また、設備投資に使われる資本財の生産指数も4、5月と上向きになってきた。今後についても、金利引き下げによる投資刺激効果が顕在化してくることが予想される。

資本財生産指数(2012年=100)・製造業設備稼働率(%)の推移



(出所)CEIC(原資料: ブラジルの地理統計院)

外需：輸出が好調に推移

外需(純輸出)については、1～3月期GDP成長への寄与度は前期比+0.4%Ptとなり、2四半期ぶりにプラス寄与に戻った。輸出は、前期比4.8%増で5四半期ぶりのプラス。前年同期比では1.9%増。輸入は、前期比1.8%増となり2四半期連続のプラス。前年同期比では9.8%の大幅増となっている。

貿易統計(前年同月比ベース)で足元6月までの動きと内訳をみると、輸出については、主力の大豆(輸出に占めるシェア:10.4%)と鉄鉱石(輸出に占めるシェア:7.2%)が、数量・輸出額(ドルベース)いずれでも増加(大豆 数量:14.1%増、輸出額:20.0%増、鉄鉱石 数量:3.8%増、輸出額:82.7%増)。このほか、工業製品の主力輸出品目(シェア:2.5%)である自動車もほぼ5割増(数量:48.6%、輸出額:53.1%)と好調に推移した。その結果、輸出総額は6カ月連続して前年同月比二桁増を続けており、上半期合計でも19.3%増となった。直近6月も同18.2%と堅調を維持している。

他方、輸入については、資本財は設備投資の不振を受けて前年同月比で二桁のマイナスが続いたが、中間財の輸入が好調に推移、その結果、上半期合計の輸入総額は前期比年率7.3%増となった。貿易収支は、

輸出の伸びが輸入の伸びを大きく上回ったために、同 53.1%増の 362 億ドルとなり、過去最高を記録した。

今後については、輸出は、大豆は足元まで生産が順調であり、主要輸出先である中国での需要も堅調な拡大が見込まれることから、輸出もまた堅調な増加が予想される（米国農務省予測（7月時点）では、2016年度（2016年10月～2017年9月）の輸出数量は前年度比 13.1%増、2017年度は同 4.1%増）。自動車輸出に関しても、足元6月の輸出額も前年同月比 61.8%増と快調に伸びている。ブラジルの自動車輸出は、主要輸出先（乗用車輸出の7割）であるアルゼンチンの経済状況に大きく左右されるが、2017年のアルゼンチンの経済成長率は2%超へと回復の見通しであり、同国の景気回復に伴い、輸出もまた順調に伸びていくことが期待される。鉄鉱石については、価格も輸出数量も、主要輸出先である中国の生産調整状況などに左右されて見通しにくさはあるものの、輸出全体で見れば、増勢が続くことが見込まれる。

輸入については、ブラジルでは内需、特に設備投資の回復が資本財輸入の増加に直結する経済構造となっている（資本財生産の輸入依存）。今後、ブラジル中銀の金融緩和策の効果が出て、投資拡大・消費回復に向かえば、輸入もまた増加していくことが見込まれる。

政策金利引き下げを維持・拡大へ

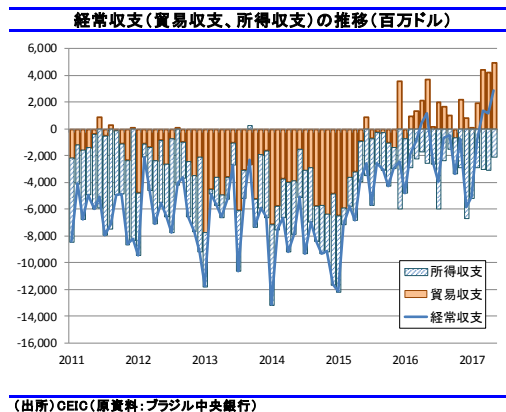
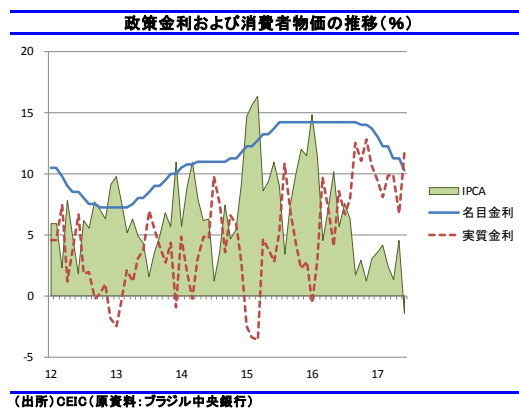
インフレの状況については、上述のように、物価上昇率の鈍化が続いている。6月の消費者物価指数（IPCA）上昇率は、前月比では0.1%の下落、前年同月比でも3.0%の上昇となり、ブラジル中銀のインフレターゲット（4.5±1.5%（3.0～6.0%））の下限まで低下した。品目別では、前月比で、飲食料品、燃料・エネルギー、交通などが下落している。

こうしたインフレの急激な低下により、ブラジル中銀は、金融緩和の余地を広げることとなったが、低下のペースがあまりに早く急激であることから、継続的な利下げにもかかわらず実質金利（名目金利－インフレ率）が足下では逆に上昇してしまい、景気を冷やすリスクが生じている。具体的には、インフレ率は過去1年半ほどの間に10%超から3%程度まで7%Pt下落し、その間に政策金利は4%Ptの引き下げにとどまったために、実質金利は逆に3%Pt程度上昇している。

したがって、ブラジル中銀は、金融緩和という選択肢を持ったと言うよりは、さらなる緩和継続・加速を迫られる状況となっている。

しかし、今後については、インフレ率の低下余地が限られて下落幅が縮小していく中で、利下げペースを維持・加速していけば、実質金利は低下に向かい、景気浮揚効果が増大していくことが期待できる。ブラジル中銀取り纏めによる市場予想では、今年末の IPCA 上昇率は3.29%、政策金利は8.0%、その結果、実質金利は5%以下にまで低下して、通年での GDP 成長率0.34%を支えるシナリオとなっている。

もっとも、経済にデフレ圧力が強い中では景気下振れ・インフレ率



の下振れリスクがあり、他方、2017年上半期は過去最大の貿易黒字を記録、経常収支が黒字化し、さらには対内直接投資も堅実に続いている状況をみれば、経済のファンダメンタルズから「ブラジル売り」を恐れる必要性は高くはない。足元、米国へのグローバルな資金還流の動きが抑制されてきていることなども踏まえると、このまま政治情勢が落ち着けば、年内残り4回の金融政策委員会において、現時点での市場予想を超えての一層の利下げが進むことも考えられる。