

Economic Monitor

ブラジル経済 UPDATE : 3年ぶりプラス成長ながら焦点は秋の大統領選へ

2017年の実質 GDP 成長率は前年比 1.0%増となり、3年ぶりにプラス成長に復帰した。4~6、7~9 月期は政府の挺入れ策を追い風に家計消費が増加、7~9、10~12 月期は金融緩和の効果もあり固定資本形成が伸びた。ただし、テメル政権が取り組んできた経済構造改革については、最重要課題である年金制度改革を成立させることができず、今年秋の大統領選挙後へと先送りされた。現時点では、左右両極の候補が支持を集めており、ブラジル経済の行方を見る上でも、焦点は秋の大統領選に集まっている。

前期比で 4 四半期連続プラスも、成長鈍化傾向が続く

ブラジルの 2017 年 10~12 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.1%増で、4 四半期連続のプラス成長となった。ただし、増加率は、1~3 月期の 1.3%増から 4~6 月期には 0.6%増、7~9 月期が 0.2%増と鈍化してきている。通年では、前年比 1.0%増となり 3 年ぶりのプラスとなった。

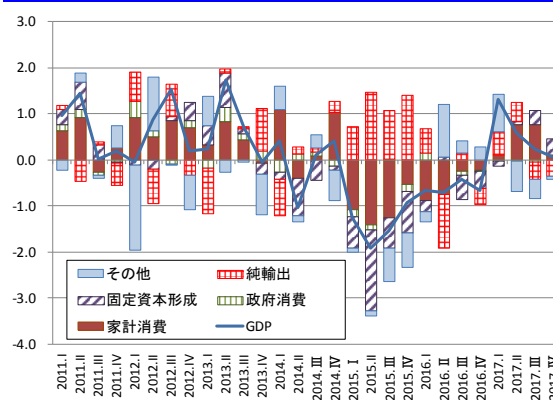
需要項目別に内訳をみると、GDP の伸び率鈍化の大きな原因となったのが家計消費の失速で、4~6 月期の前期比 1.2%増、7~9 月期の 1.1%増から 10~12 月期は 0.1%増まで伸びが低下した。通年では、GDP 全体と同様に、前年比 1.0%増となり 3 年ぶりのプラス。

政府は消費挺入れのために、昨年 3~7 月には勤続期間保障基金 (FGTS) の引き出しを許可、約 440 億レアルが家計に渡ったものとみられている。これは、四半期ベースの名目家計消費 (約 1 兆レアル) の 4%強に相当、収入面から消費を支えた。それ以降も、8~12 月には、社会統合計画分担金 (PIS) および公務員財産形成計画 (PASEP) からの資金引き出し年齢の引き下げにより、約 160 億レアルが引き出されたと見られているが、消費下支えには不十分であった模様。

ただし、雇用環境や消費者マインドは悪化しているわけではなく、緩やかながら改善傾向を維持している。雇用者数は、前年同月比で昨年 7 月からはプラスに転じ、足元 1 月までに同 2%増程度まで回復してきた。失業率も、前年同月比で昨年 12 月に約 3 年ぶりで減少に転じた。実質賃金も、前年同月比でプラスを維持している。単純に合算してみれば、消費の原資となる所得総額は、足元では、前年比で均して、雇用増 (+2%) + 実質賃金増 (+2%) = 4%程度は拡大していることになる。消費者マインドについても、2 月はやや低下したものの、将来指数を中心に回復基調は崩れていない。

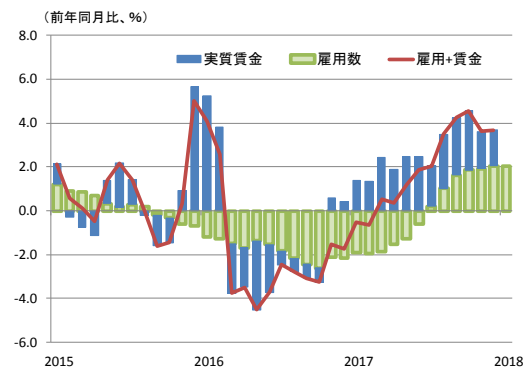
問題は、こうした改善傾向が昨年後半から鈍化してきていることにある。雇用数は、昨年秋以降は伸び

実質 GDP 成長率 (寄与度、前期比、%)



(出所)ブラジル地理統計院

雇用数・実質賃金・所得総額の推移



(出所)ブラジル中央銀行

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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

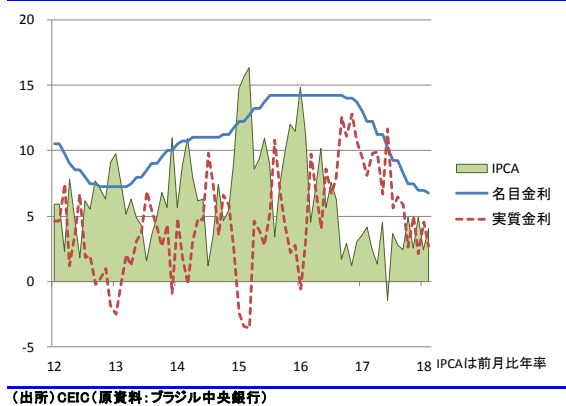
率が鈍化、また実質賃金も、昨年10月に前年同月比2.7%増を記録した後は、逆に12月には1.6%増まで鈍化してきている。それが、前期比ベースでみた時の、GDPベースでの消費の伸び率鈍化につながっている。政府の消費挺入れ策によって一時的に手持ち現金が増えたところで、それはその場で消費されれば終わってしまい、その結果、経済は好循環に入って行けず、挺入れ策の息切れとともに成長もまた鈍化してしまう。経済が自立的に回復ペースを強めていくためには、やはり、企業部門がブラジルの先行きへの期待と自信を取り戻して、設備投資や雇用拡大を進めていくことが必須となる。

金融緩和下で設備投資は増加

その設備投資は、個人消費の動きとは逆に、昨年後半にかけて回復傾向を強めている。実質GDPベースでの固定資本形成（設備投資、住宅投資、公共投資）は、4～6月期に前期比0.4%増と4四半期ぶりにプラスに転じてから、7～9月期が同1.8%増、10～12月期も同2.0%増と2四半期連続で伸び率を加速させている。ただし、通年では前年比1.8%減となり、4年連続のマイナス。

固定資本形成の増加を支える要因としては、まず、金融緩和の進展が挙げられる。2016年の秋以降、消費者物価（IPCA）は前月比で年率5%以下に低下し、それ以降、現在に至るまで、3～5%程度で安定して推移している。2016年のインフレ収束が急激であったため、政策金利から物価上昇率を差し引いた実質金利が急上昇してしまい、ブラジル中銀は利下げを急いだ。その結果、名目金利は2016年秋の14.25%から足元では6.50%まで7.75%Pt低下。これとともに、実質金利も12%超から低下して、昨年秋以降は3～5%程度で安定してきている。この金利の低下により、投資採算のハードルが大幅に低下、企業部門は新規投資に踏み切りやすくなったものと考えられる。

政策金利および消費者物価の推移(%)



2月のCOPOM（金融政策委員会）では0.25%Ptと小幅な利下げを決めるとともに、当面の現状維持を示唆する声明文を発表した。しかし、その後、ブラジル中銀のゴールドファイン総裁は足元での物価指標の想定外の弱さを指摘。3月のCOPOMでは、前月の見通しから一転、0.25%Ptの利下げが継続され、次回（5月）COPOMまで緩やかな追加的金融緩和が適当との見方も示された。上述のとおり確かに過去と比較すれば実質金利は低下してきているが、3～5%という水準は、1%程度の実質GDP成長率との対比ではなお高い。3月COPOMでは次々回以降については利下げ停止となる見通しが示されたが、成長力が弱くインフレが高まらない間は、今回同様に利下げが継続され、企業の投資を後押しすることが見込まれる。

また、①後述するように輸出が好調であり、これが国内設備投資を促している面や、②ブラジル政府によるインフラ施設のコンセッションおよび民営化が新規投資を促している影響、③世界経済が「リスクオン」の状態となってブラジルへの直接投資流入が堅調に継続していること、④ブラジル株式市場の株高なども、設備投資へのプラス要因として考えられる。

他方、政治の不透明感が、引き続き投資拡大を阻害する要因として働き続けている。後述するように、構造改革の本丸であった年金制度改革の先送りと、10月の大統領選挙に向けての与党候補の弱さ、ポピ

ユリズム的とみられる候補の人気は、ブラジル経済の先行きに懸念を生じさせている。

2017年は貿易取引が回復、黒字額は過去最高更新

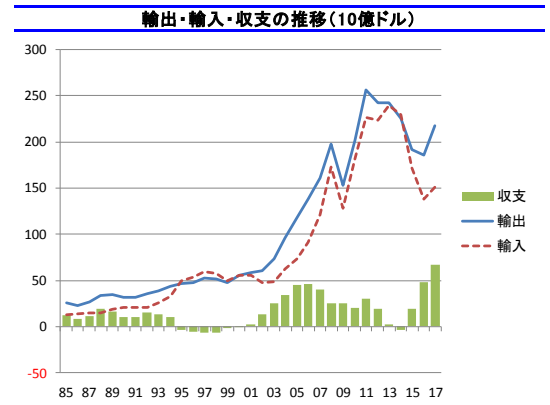
外需の動向については、輸出を実質 GDP ベースでみると 10～12 月期こそ前期比 0.9%減となったが、7～9 月期までは 4 四半期連続でプラスとなっており、通年では、前年比 5.2%増となった。増加は 3 年連続。

貿易統計で財輸出をみると、2017 年通年で前年比 17.5%増となり、2011 年以来、6 年ぶりにプラスとなった。実質 GDP ベースとの伸び率の差異は、資源価格や為替の影響によるもの（貿易統計は名目ドルベース、実質 GDP は実質リアルベース）。国別では、中国（前年比 35.1%増、国別シェア 21.8%）向け、アルゼンチン（前年比 31.3%増、国別シェア 8.1%）向けの増加が目立ち、品目別では、鉄鉱石（前年比 44.5%増、品目別シェア 8.8%）、大豆（前年比 33.0%増、品目別シェア 11.8%）、乗用車（前年比 42.9%増、品目別シェア 3.1%）が目立つ。このうち、鉄鉱石の輸出額増加はほぼ価格上昇によるものであり、大豆、乗用車は数量増加によるもの。鉄鉱石、大豆は主に中国向け、乗用車は主にアルゼンチン向けであり、両国を始めとする世界経済の堅調な拡大と回復の鈍いリアル相場がブラジルの輸出を後押ししている。

他方、輸入は、実質 GDP ベースでは 10～12 月期が前期比 1.6%増となり、7～9 月期の 6.5%増に続いて 2 四半期連続での増加となった。ブラジル経済では資本財の生産力が弱く、設備機器を輸入に依存する傾向があることから、固定資本形成と輸入は概ね連動して動く。2017 年も、下期の設備投資加速とともに輸入もまた大幅に増加した。通年では、前年比 5.0%増と 4 年ぶりのプラス。貿易統計で財輸入をみても、2017 年通年で前年比 9.6%増と 4 年ぶりにプラスとなった。

実質 GDP ベースの純輸出をみると、2017 年は輸出が伸びた 1～3 月期、4～6 月期は、純輸出の対 GDP 伸び率寄与度が各々 +0.5%Pt、+0.4%Pt と成長率を押し上げた。しかし、輸入も急拡大した 7～9 月期は▲0.4%Pt、輸出が減少に転じた 10～12 月期も▲0.4%Pt と GDP を引き下げた。通年では、+0.1%Pt の寄与。

貿易統計では、2017 年通年の貿易収支（財収支）黒字は、前年比 40.5%増えて 670 億ドルとなった。2 年続けて過去最高を更新し、経常収支改善に貢献した。



ただし、昨年は大きな回復をみせた貿易活動も、過去のピーク時と比べると未だ大きな差がある。2017 年の輸出額はピーク時（2011 年）の 85%、輸入額はピーク時（2013 年）の 63%に止まる。過去最高の貿易黒字も、内需の弱さ＝輸入の弱さに助けられての達成といえる。ここからも、ブラジル経済がまだ本調子からは遠いことが分かる。

経済回復力が弱く、財政赤字の改善はわずか

こうして見てくると、ブラジルの国内経済はマイナス圏からは離脱したものの依然として回復力は弱く、本来のポテンシャル（人口増や豊かな資源、技術力等）を出し切れている状況とはいえない。そのため、経済は需給ギャップ（供給力過剰）から一貫してデフレ圧力が働いており、そこに為替の安定や補助金制度改革の一巡なども手伝い、インフレは（ブラジルとしては）低位安定が続いている。直近 2 月の消費者

物価指数（IPCA）は前月比 0.3%（年率 4.0%）上昇。ブラジル中銀のインフレターゲットは 3.0～6.0%（4.5%を中心に±1.5%Pt）であり、ここ半年ほどの IPCA はこのレンジのやや下方に位置している。前年のインフレ率などを参考に決められる最低賃金の上昇率も、2018 年は+1.8%となり、2016 年の+11.7%、2017 年の+6.5%から大きく低下。過去のインフレが未来のインフレを生み出す物価加速スパイラルも作動を止めている。

こうした回復力の弱さのため税収は思ったようには伸びず、他方で歳出は裁量的支出を減らしても年金など義務的経費増のため合計でも増加。結果として、2017 年の財政赤字の対 GDP 比は、速報値でプライマリーバランスが前年比若干の改善はみられたものの、それでも 1.7%の赤字。収支全体でも、前年比改善はしたものの 7.8%の赤字となるなど、早期に対処が必要である。しかし後述するように、その要となる年金制度改革は棚上げされ、また、秋の大統領選挙への懸念もあって、1～2 月には S&P、フィッチが相次ぎブラジル国債の格下げを行っている。

大統領選挙は視界不良

テメル政権も、これまで構造改革を何もしてこなかったわけではなく、むしろ、ルセフ前大統領から政権を引き継いだ後は、積極的に取り組んできた。具体的には、バラマキ財政に箍を嵌める政府歳出の上限設定（2016 年 12 月、憲法修正）、ブラジルでのビジネス上の懸念材料としてしばしば言及されていた労働法の改正（2017 年 7 月）と、いずれも実施が困難とみられていた構造改革を着実に進めてきた。しかし、財政赤字削減・歳出削減のための最重要課題である年金制度改革まで来たところで、その国民に与える「痛み」の広範さと見えやすさ、さらには、10 月に大統領選挙とともに実施される議会選挙が近づいてきたことから、これまで以上に反対の声が強まってきた。

政府は、2017 年内の年金制度改革成立を目指したものの、法案内容を修正して改革を弱めてもなお議会で十分な票を集める目算がつかず、結局、採決は今年 2 月に先送りされた。さらに 2 月になってからも必要となる票の確保は難しく、治安の悪化したりオデジャネイロ州への連邦軍投入による直接統治を決めたことから、法制度上、介入終了まで憲法改正が不可能となり、憲法改正が必要となる年金改革の成立も再度先送りとなった。軍介入による憲法改正禁止は年内続く予定であり、年金制度改革は次期政権に持ち越される。

次期大統領が、これまでテメル政権が進めてきた改革を引き継ぎ、年金制度改革までやり遂げるのか、あるいは、これとは逆に、年金制度改革を止めるのみならず、テメル政権の実績である歳出上限設定や労働法改正も元に戻そうとするのか。格付け会社が強調しているとおり、次期大統領が誰になるかが、ブラジル経済の今後をみるうえで極めて重要なポイントとなる。

立候補意思を示している候補者の中では、ルラ元大統領が 2 月末～3 月初め時点でも支持率 18.6%（CNT/MDA 調べ。以下同）で依然としてトップを走っている。左派政治家であるルラは、これまでテメル政権が実行してきた歳出上限や労働法改正などをすべて白紙に戻すとしており、もし当選してその公約を実現しようとするれば、年金制度改革も途中で破棄されることになる。

ただし、ブラジルの控訴裁判所は 1 月 24 日、ルラ元大統領を収賄などで有罪とした下級審を支持することを決定。そのため、ルラが立候補出来なくなる可能性が高まっている。ルラを擁する最大野党の労働者党は、もしルラが立候補できないとなれば代替りの候補を立てざるを得ないものの、代替候補者にルラ

の持つカリスマ性を期待することは不可能であり、選挙戦の上位争いからは退くことになろう。

その場合、次に多くの国民からの支持を受けている候補は、右派のボルソナロ下院議員（支持率 12.3%）となる。同議員は、これまでの女性差別や人種差別と取られる発言から、ブラジルのトランプとも呼ばれる。警察に犯罪者殺害を許容する発言などは、ドゥテルテ フィリピン大統領のイメージにも近い。政策面では、ルラへの対抗もあろうが、左派政権の復活をブラジル経済崩壊への選択であるとして否定。中国からの対内資源投資には警戒感を示し、米国との関係改善を目指すとの見方もある。

これら左右両極の候補に、与党系や中道派を含むその他の候補（予定）者は支持率で大きく水を開けられている。ゴメス元財務相（民主労働党（PDT）、支持率 1.7%）、アルキミン サンパウロ州知事（ブラジル社会民主党（PSDB）、支持率 1.4%）、マリナ・シルバ元環境相（持続可能ネットワーク（REDE）、支持率 1.2%）など、軒並み「泡沫」と言われても仕方のない水準に沈んでいる。ただし、「決めていない無回答」が合わせて 60%あることから、まだ、予断は許さない。

どの候補も過半数を取れなかった場合には上位 2 候補による決選投票に進む。世論調査では、ルラが出馬すれば、決選投票はルラとボルソナロの戦いとなり、この場合は 44.1%対 25.8%でルラが圧倒。ルラが出馬できない場合は、ボルソナロとシルバの戦いとなるものと見られ、決選投票では 27.7%対 26.6%でボルソナロのリードはわずか 1%となる。ボルソナロとアルキミンでもボルソナロのリードは 2.4%Pt で接戦となる。

10 月の大統領選挙まではまだ半年以上あり、この初期段階での支持率は当てにならないと言われる。異端候補であるボルソナロ議員はやがて失速して、今後、中道系政党が統一候補を擁立できれば、そこへ支持が集中していくといった見方もある。しかし、まさにトランプが実現したように、異端候補がそのまま選挙を勝利する可能性は、特に直接選挙においては世界的に高まっている。もちろん、北米と南米では、背景となる政治・経済・社会情勢は大きく異なるが、それでも、ルラーボルソナロが 1-2 位を占める状況は、2016 年の大統領選挙でのサンダーストランプの躍進とも重なる。ブラジルの「政治リスク」は、少なくとも大統領選挙が終わるまでは続いていく。