

基礎研 レター

ブラジル経済の見通し

始動した新政権。足元のファンダメンタルズは比較的良好も、先行きは改革の動向次第。

経済研究部 研究員 神戸 雄堂
(03)3512-1818 kambe@nli-research.co.jp

1—経済概況・今後のポイント

(経済概況) 10-12月期の実質GDP成長率は、内需が低調も一時的な落ち込み

2月28日、ブラジル地理統計院（IBGE）は、2018年10-12月期のGDP統計を公表した。10-12月期の実質GDP成長率は前期比0.1%増（季節調整済系列、以下同様）と、8四半期連続のプラス成長となったが、前期の同0.5%から減速した。また、2018年の実質GDP成長率は前年比1.1%増と2017年の同1.1%増から横ばいであった。

需要項目別に見ると、10-12月期は輸入が減少したため、純輸出の寄与度が高くなり、辛うじて前期比プラス成長となった（図表1）。内需は寄与度がマイナスと低調であったが、内需の落ち込みは10月の大統領選挙による一時的な要因と考えられる。

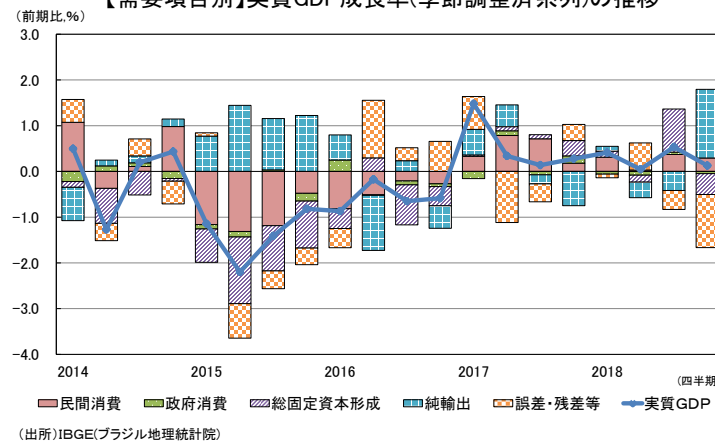
GDPの約3分の2を占める民間消費は前期比0.4%増と、前期の同0.5%増から減速したが、8四半期連続のプラス成長となった。

政府消費は同0.3%減と前期の同0.3%増からマイナス成長に転じた。

総固定資本形成は同2.5%減と前期の同5.5%増からマイナス成長に転じた。

純輸出は輸出が同3.6%増、輸入が同6.6%減となった結果、成長率寄与度がプラス1.5%ポイント

(図表1) 【需要項目別】実質GDP成長率(季節調整済系列)の推移



と前期(同マイナス0.4%ポイント)から、大きく成長率を押し上げた。

供給項目別に見ると、第一次産業および第三次産業はプラスであったが、第二次産業はマイナス成長となった。

第一次産業は前期比0.2%増と前期の同0.8%増から減速した。

第二次産業は前期比0.3%減と前期の同0.3%増からマイナス成長に転じた。製造業の不調が成長率を押し下げた。

GDPの約6割を占める第三次産業は前期比0.2%増と前期の同0.5%増から減速した。不動産業が堅調であった。

(今後のポイント) 国民及び市場の期待が先行する新政権。年金制度等の改革の動向に注目

[新政権への期待と足元の動向]

ブラジル経済は2015・2016年と2年連続で、実質GDPがマイナス成長に陥った後、2017年・18年と2年連続のプラス成長に転じたが、成長率は1%台前半に留まっている。また、2019年1月に公表されたIMFの「World Economic Outlook」によると、2019年及び2020年の予測成長率は2%を上回っているものの、新興国全体の予測成長率を大きく下回っている¹。ブラジルの実質GDP成長率は、2000年代(2000年から2009年まで)が平均3.4%であったのに対して、2010年代(2010年から2018年まで)は平均1.3%に留まっており、低成長が続いている。この原因として、リーマンショックや資源価格の伸びの鈍化などの外的要因と、政府部門の財政状況の悪化や史上最悪の汚職事件の発生などの内的要因、そして「ブラジルコスト²」やGDPに占める投資の割合が低い(消費の割合が高い)という構造的要因が挙げられる。

内的要因については、2003年から2016年までの左派のPT(労働党)政権が大きく関係している。PT政権は大衆迎合的な政策を実施し、支持率こそ高かったが、政府部門の財政状況は大きく悪化した。その結果、2015年には大幅なリアル安とインフレ率の急騰を招き、GDPの約3分の2を占める民間消費は大きく落ち込んだ。また、政治家の汚職が蔓延する中、2014年にはブラジル史上最悪とされる汚職事件(ラヴァ・ジャット事件)が発生し、大統領を含む多くの政治家が有罪判決を受け、政権運営が停滞した。さらに、汚職の舞台となった国営石油会社ペトロブラスは国内最大の企業であるため、取引先や傘下企業にも悪影響を及ぼし、企業の設備投資も大きく落ち込んだ。

2016年8月には、大統領であったルセフ氏が罷免に追い込まれ、副大統領であったテメル氏が後任として大統領に就任し、13年ぶりにPT以外の政党が与党となった³。テメル氏は、2018年末までの約2年半の間に歳出上限法の成立や労働法の改正など重要な改革を実現したが、最重要課題とされた

¹ ブラジルの成長率(予測)は、2019年が2.5%、2020年が2.2%であるのに対して、新興国全体の成長率(予測)は2019年が4.5%、2020年が4.9%となっている。

² 複雑な税制、労働・雇用面での過剰な保護措置、不十分なインフラ整備などビジネス面での障害となるブラジルの制度や構造の総称。

³ テメル氏は、中道政党であるMDB(ブラジル民主運動党)の総裁であった。

年金改革は実現できなかった。また、テメル氏自身にも汚職疑惑が取りざたされたことで、政権の支持率は極めて低かった。

そのような中で、2018年10月の大統領選挙で当選したのが、ボルソナロ氏である。当初、同氏は「ブラジルのトランプ」と揶揄される過激な発言に加えて、所属するPSL（社会自由党）が小規模政党であったことから泡沫候補の一人に過ぎないと見られていた。しかし、本命とされたルーラ元大統領が出馬できず、有力候補がない中で、既存の政治体制への批判や汚職撲滅、治安改善を訴えたことで、既存の政治体制に対する不信感を感じていた国民からの支持を取り込んだ。

ボルソナロ氏は、19年1月に大統領に就任すると、就任演説で汚職撲滅や治安改善、構造改革による経済・財政の再建を掲げた。新政権の組閣では、前政権で29あった閣僚ポストを22に削減し、法務・公安大臣、国防大臣、経済大臣の3大臣については省庁を

またぎ大きな権限を持つ「スーパー大臣」として、演説で掲げた項目を担当させる体制を整備した（図表2）。また、モロ氏（法務・公安大臣）はラヴァ・ジャット事件を担当した英雄的判事ということから国民の支持を、ゲデス氏（経済大臣）はリベラル派のエコノミストということから市場の支持を集めるのに寄与している。CNT（全国運輸連合）とMDA（調査会社）の直近調査では新政権の支持率は50%を上回っており⁴、ボベスパ指数（株価指数）についても19年1月に史上最高値を更新するなど、国民と市場の双方で新政権に対する期待が高まっている。しかし、これは期待先行に過ぎず、新政権はこれから難しい運営を迫られるだろう。特に注目されるのが年金改革の行方である。

ブラジルの政府部門の財政状況は、主要新興国の中でも最悪の水準となっており、早急な財政健全化が望まれている。ブラジルの一般政府の基礎的財政収支は、2014年以降赤字が続いているが、その主因は社会保障院⁵部門の赤字であり、その規模は年々拡大している。ストックベースである政府債務残高（対名目GDP比）についても年々上昇しており、2018年には75%を上回っている（図表3・4）。社会保障院の赤字は、ブラジルの社会保障制度における給付が負担に比べて手厚く、国庫負担が大きくなっていることに起因している。特に、年金制度は受給開始年齢や受給水準の観点から世界的にも手厚いと言われており、今後は高齢化の進展によって益々財政負担が重くなる見込みであるため、年金制度改革は急務となっている。

（図表2）

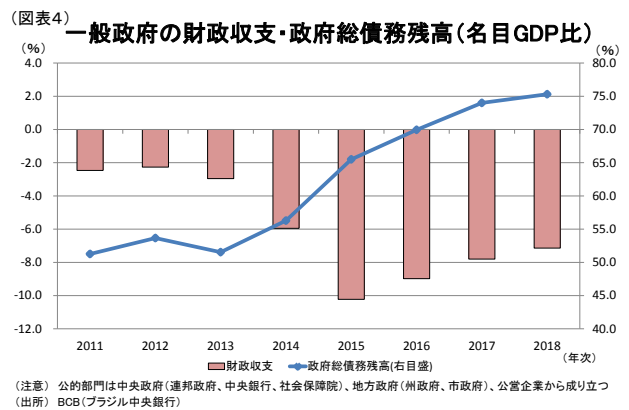
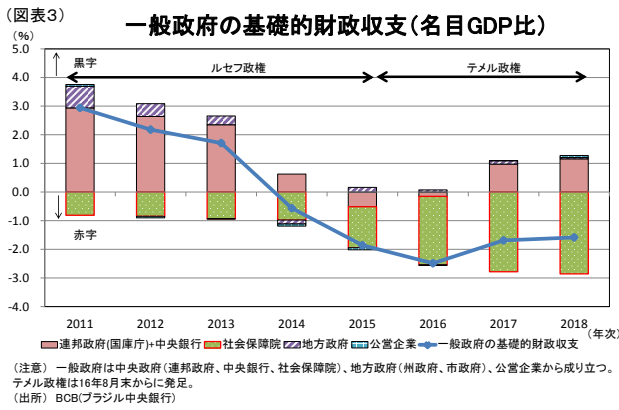
ボルソナロ新政権の閣僚一覧

役職	氏名	経歴
大統領	ジャイル・ボルソナロ	下院議員。軍人出身。
副大統領	ハミルトン・モウラン	軍人出身
官房長官	オニクス・ロレンゾーニ	DEM(民主党)所属
法務・公安大臣(新設、スーパー大臣)	セルジオ・モロ	ラヴァ・ジャット事件を担当した判事
国防大臣(スーパー大臣)	フェルナンド・アゼベート	軍人出身
外務大臣	エルネスト・アラウージョ	前政権で外務省の北米地域担当
経済大臣(スーパー大臣)	パウロ・ゲデス	シカゴ学派のエコノミスト
インフラ大臣(新設)	タルジージオ・ゴメス・デ・フレイタス	軍人出身
農業・畜産・供給大臣	テレザ・クリスティーナ	DEM(民主党)所属。農業議員連盟会長
教育大臣	リカルド・ベレス・ロドリゲス	大学の准教授。カトリック大学出身。
市民大臣	オズマール・テラ	MDB(ブラジル民主運動党)所属
保健大臣	ルイース・エンリケ・マンデッタ	DEM(民主党)所属
鉱山エネルギー大臣	ベント・コスタ・リマ	軍人出身
科学・技術・革新・通信大臣	マルコス・ボンテス	宇宙飛行士
環境大臣	リカルド・サレス	NOVO(新党)所属
観光大臣	マルセロ・アルバロ・アントニオ	PSL(社会自由党)所属。福音派。
地域開発大臣	グスタボ・カスト	地域統合省次官。無所属
国家総監督	ウグネル・ロザリオ	軍人出身
女性・家族・人権	ダマレス・アルベス	福音派の牧師
大統領府事務総長	グスタボ・ベビアーノ→更迭	弁護士。ボルソナロ氏の選挙運動を支援
大統領府政府局局長	カルロス・アルベルト	軍人出身
大統領府安全保障室長官	アウグスト・エレノ	軍人出身
連邦総検閲庁長官	アンドレ・レイス・デ・アルメイダ	弁護士。検察官
中央銀行総裁	ロベルト・カンボス・ネット	大手銀行の頭取。リベラル派のエコノミスト

（出所）ブラジル政府HP

⁴ 2月21-23日実施調査で支持率が57.5%、不支持率が28.2%。2018年における前テメル政権の支持率は、10%前後と極めて低い水準で推移していた。

⁵ 社会保障院とは、年金基金の一種で、公的年金や私的年金を管理している。



新政権は2月中旬に年金改革法案を下院へ提出した。法案では、現行制度において受給開始年齢や受給額の観点から優遇されている公務員についても、最低受給年齢を民間労働者(都市労働者)と同じ水準にまで引上げるなど、痛みをわけあうことで、国民の理解を得ようとしている(図表5)⁶。ブラジル政府は、法案ベースの年金改革による今後10年間の財政改善効果を総額で約1兆リアルと見込んでいるが⁷、実際には法案通りの改革を実現するのは議会運営上難しいだろう。

(図表5)

年金制度改革法案の概要

		現行制度				法案		
		最低受給開始年齢		最低拠出期間		最低受給開始年齢		最低拠出期間
		男	女	男	女	男	女	
一般 社会 保障 制度	都市労働者	65歳	60歳	35年	30年	65歳	62歳	20年
	農村労働者	60歳	55歳	15年		60歳		20年
公務員社会保障制度		60歳	55歳	35年	30年	65歳	62歳	25年

(注1) 一般社会保障制度は制度改正が2003年に実施されたため、保険料納付開始時期によって、最低受給開始年齢が異なる。
上記年齢は新制度におけるものであり、旧制度では男性が53歳、女性が48歳。
(注2) 新制度適用までの移行期間は、12~14年
(出所) 各種報道

年金改革には憲法の改正が必要となり、下院・上院それぞれ2回ずつの審議で60%以上の賛成が必要となる。上院(81議席)、下院(513議席)それぞれで49、308の賛成が必要とされる中で、PSL(社会自由党)の議席はそれぞれ4議席、54議席に過ぎないが、中道右派のDEM(民主党)や中道のMDB(ブラジル民主運動党)などの協力を得られる見込みで、議会運営に影響力の大きい議長は上院・下院ともにDEM(民主党)所属議員が当選したことも法案成立に向けて追い風となっている。協力政党の中には「条件付協力政党」も含まれているが、新政権は敢えて踏み込んだ内容の法案を提示し、譲歩する余地を残していると見られるため、法案は受給条件を緩和する方向で見直される可能性が高い。焦点となるのは、譲歩した上でどれだけ財政改善効果を残せるかであり、新政権の手腕が問われるだろう。

新政権は、社会保障改革を皮切りに、治安の改善、複雑な税制の簡素化、民営化の推進、労働法の再改正などの政策を志向している。これらの政策は、ブラジルの国際競争力を低下させ、潜在成長率を押下げる「ブラジルクスト」の解消に寄与し、ブラジルの経済構造を従来の「消費中心」から「投資中心」へと転換させ、安定的な成長へと導きうるものである。中長期的なブラジルの行く末を占ううえでも重要な一年となるだろう。

⁶ その他、「積立方式」の導入や軍人向けの年金改革については、別途法案が検討されている。

⁷ 2018年の社会保障基金における基礎的財政収支の赤字額は約2000億リアルであるため、1年あたりの平均改善額は赤字額の5割程度を占める。

2019年のブラジル経済は、年金改革等の動向次第という側面はあるものの、足元のファンダメンタルズが比較的良好であるため、2018年から成長率は加速するだろう。

2018年の成長率は、トラック業界によるストと大統領選挙の不透明な行方という押下げ要因があったものの、2017年から横ばいであった。しかし、外需（純輸出）と誤差・残差等を除いた内需の前年比成長率寄与度を比較すると、2017年のプラス0.3%ポイントに対して、2018年はプラス2.0%ポイントと、内需が大きく改善している。10-12月期の実質GDPの内需の落ち込みも10月の大統領選挙による一時的な要因と考えられる。2019年は適度なインフレと緩和的な金融環境が継続すると予想されることに加えて、新政権への期待を背景に家計・企業ともに景況感が改善していることから民間消費や総固定資本形成を中心とする内需が牽引役となり、2018年から成長率が加速すると予想する。

(図表6)

ブラジル経済の見通し

		2017年	2018年	2019年	2020年	2018年				2019年			
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	1-3 (実績)	4-6 (実績)	7-9 (実績)	10-12 (実績)	1-3 (予測)	4-6 (予測)	7-9 (予測)	10-12 (予測)
実質GDP成長率	前年比、%	1.1	1.1	2.3	2.4	0.4	0.0	0.5	0.1	0.3	0.6	0.7	0.7
民間消費	前年比、%	1.4	1.9	2.5	2.5	0.5	0.0	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
	前年比、%	▲0.9	0.0	0.1	0.3	▲0.3	▲0.4	0.3	▲0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
政府消費	前年比、%	▲2.5	4.1	6.0	5.0	0.8	▲0.9	5.5	▲2.5	2.0	1.0	1.5	1.5
総固定資本形成	前年比、%	0.1	▲0.5	▲0.3	0.0	0.1	▲0.3	▲0.4	1.5	▲0.5	0.1	0.1	0.0
純輸出	前年比寄与度												
失業率	平均、%	12.8	12.3	11.9	11.0	12.6	12.7	12.1	11.6	12.0	12.2	11.8	11.4
対米ドル為替相場	平均、リアル	3.19	3.65	3.75	3.75	3.24	3.61	3.96	3.81	3.70	3.75	3.80	3.80
消費者物価(IPCA)	前年比、%	3.4	3.7	4.0	4.2	2.8	3.3	4.4	4.1	3.8	3.9	4.0	4.1
政策金利(Selic)	期末、%	7.00	6.50	6.50	6.75	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50

(注意) 四半期系列は実質GDPが前期比(季節調整系列)。その他は前年同期比(原系列)

(出所)実績値は IBGE (ブラジル地理統計院)・BCB(ブラジル中央銀行)、予測値はニッセイ基礎研究所で作成

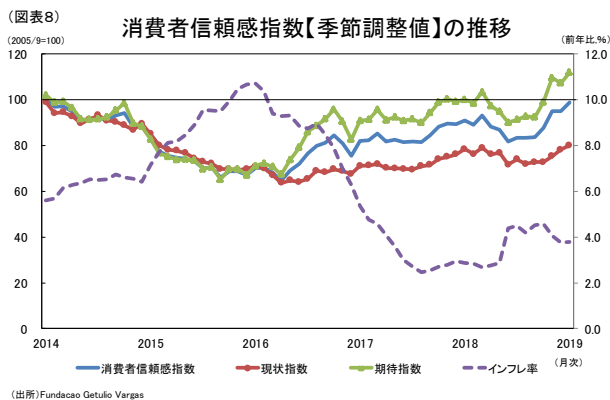
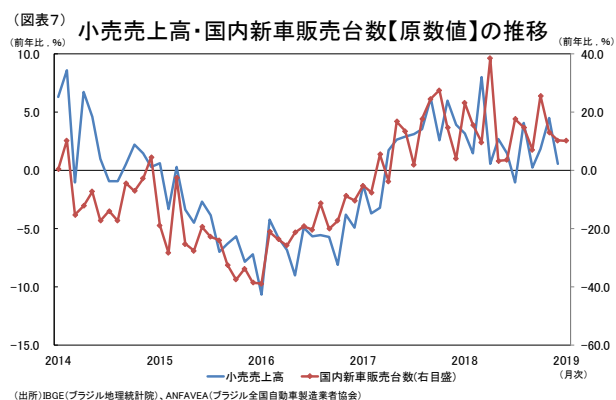
2—需要項目別の動向

(民間消費) 適度なインフレと緩和的な金融環境の継続、消費マインドの改善によって堅調に推移と予想

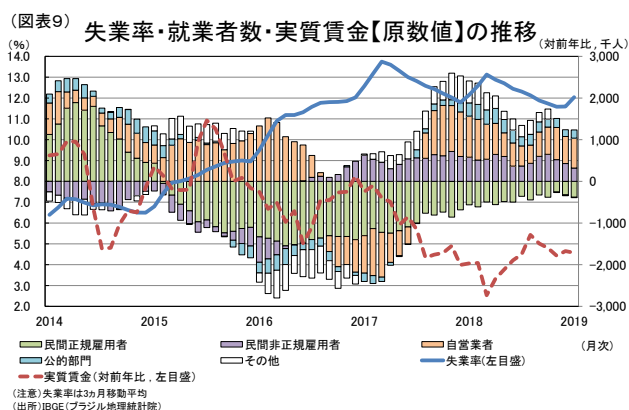
2018年の民間消費は5月下旬にトラック業界の大規模ストライキが発生したものの、前年比1.9%上昇と2017年の同1.4%から加速し、10-12月期も堅調に推移している。2019年も適度なインフレと緩和的な金融環境が継続すると見込まれることに加えて、新政権への期待から家計の消費マインドが改善しているため、引き続き堅調に推移するだろう。

足元の消費関連指標は、小売売上高、国内新車販売台数ともに前年比増が続いている(図表7)。また、消費者信頼感指数(季節調整済系列)は上昇傾向が続いており、特に期待指数は2012年以来の高水準に達している(図表8)。インフレ率が4%台で推移すると見込まれる他、政策金利も過去最低の

6. 50%で据え置かれると予想されるため、2019年の民間消費は引き続き堅調に推移するだろう。



労働市場は、失業率の高止まりが続いているが、就業者の内訳に関しては改善も見られる。2017年から2018年にかけての失業率の改善は正規雇用の減少幅の縮小と非正規雇用の増加によるものであった(図表9)。しかし、経済省の正規雇用統計(CAGED)によると、2018年の正規雇用の年間増加数は2014年以来4年ぶりの純増に転じた。実質賃金の伸びに注目すると、2017年は相対的に賃金水準の低い非正規雇用の割合が上昇したことで鈍化傾向にあったが⁸、2018年は正規雇用の増加によって底打ちしたと考えられる。なお、政府は19年1月から最低賃金を上げた他、1月末に公表した「政権発足後100日間に達成すべき35の目標」において、低所得者向け給付金制度(ボルサ・ファミリア)の13カ月目給付(いわゆる年末のボーナス)創設を掲げており、これが実現した場合、可処分所得が増加し、消費を押し上げることが期待できるだろう。



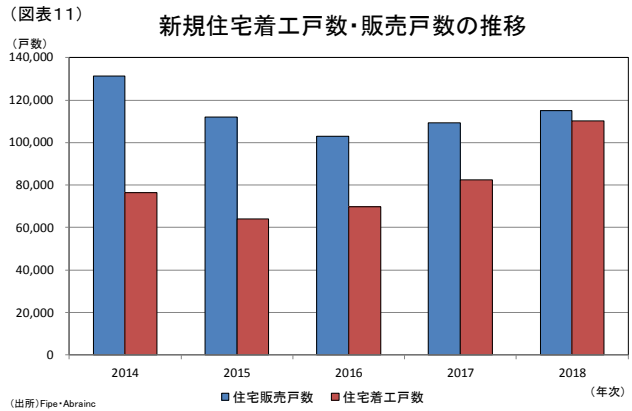
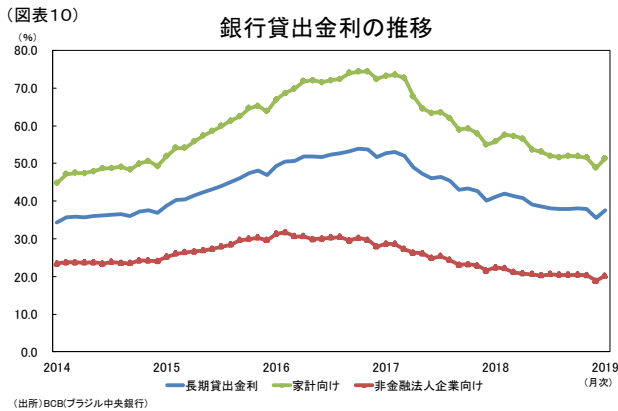
(総固定資本形成)好調な企業業績を背景とする設備投資の回復によって加速と予想

10-12月期の総固定資本形成⁹は前期比2.5%減と前期の同5.5%から大きく減速したものの、これは前期の高い伸びによる反動であると考えられ、回復基調が続いていると見られる。企業業績の回復による設備投資の拡大やインフラ投資プログラムの効果顕在化も期待されるため、2019年の総固定資本形成は加速すると予想する。

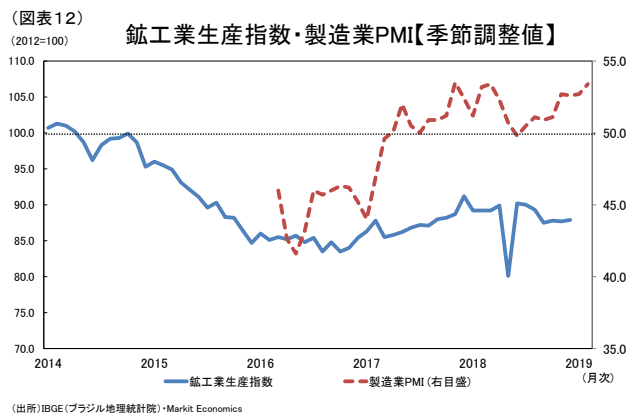
⁸ 2017年から2018年にかけてインフレ率は低下した後、2018年半ばから再び上昇したため、実質賃金の変化はインフレ率ではなく労働市場の構造(雇用形態)変化によるものだと考えられる。

⁹ 総固定資本形成の内訳は公表されていない。

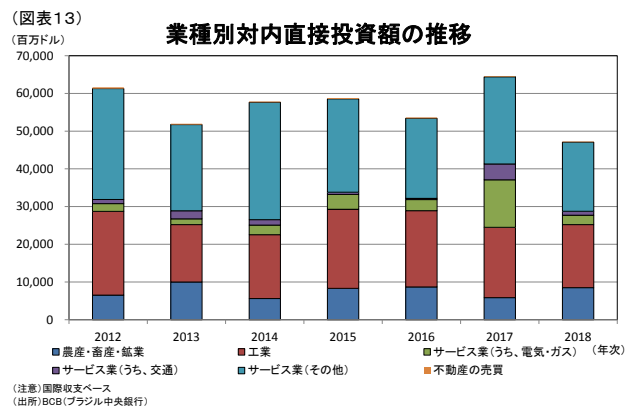
中央銀行が政策金利の引下げを継続してきた結果、銀行の貸出金利は17年初から低下傾向が続いている（図表10）。住宅市場では、景気後退による住宅価格の下落と貸出金利の低下によって、新規住宅着工戸数が2017年以降大きく増加している（図表11）。しかし、足元の貸出金利に上昇の兆しが見られるため、住宅投資に水を差すことも考えられる。



企業の設備投資については、製造業PMIが18年7月に景気判断の目安である50を上回ると、それ以降も改善が続いている（図表12）。これは、2018年のブラジルの主要企業の業績が過去最高益を更新する見込みであるため、今後の設備投資拡大が期待される。また、国内最大の企業である国営石油会社ペトロbrasも2018年の純利益が5年ぶりの黒字となったことに加えて、ラヴァ・ジャット事件の余波で開発が遅れていたプレソルト鉱区への投資を2019年以降拡大する方針を示しているため、設備投資の底上げが期待される。



また、テメル政権時から推進されていたコンセッション方式のインフラ投資プログラムについては、テメル氏の汚職疑惑による政権運営の停滞や大統領選挙を控えていたことから、当初の計画通りに入札が進行しておらず、2018年の業種別対内直接投資額のうち、電気・ガス関連向け投資が2017年から大きく減少している（図表13）。新政権も前政権と同様に、コンセッション方式のインフラ投資プログラムを推進することを表明しており、海外企業によるインフラ整備が顕在化し、総固定資本形成を押し上げるのが期待される。



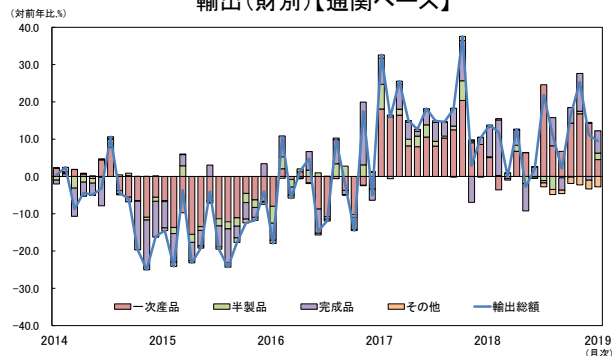
(純輸出)輸入の回復と中国向け輸出鈍化によって、悪化する見通し

10-12月期の純輸出の寄与度は輸入の減少によって前期比1.5%ポイントと成長率を大きく押し上げたが、これは7-9月期の高い伸び（前期比9.4%増）の反動と大統領選挙という一時的な要因によるものであるため、再び輸入は増加するだろう。また、輸出についても2018年に大きく増加した中国向け輸出が鈍化すると予想されることから、2019年の純輸出の寄与度は悪化するだろう。

2018年の貿易動向を通関ベースで見ると、輸出は財別では一次産品、地域別では中国向けが輸出増額を押し上げた（図表14・15）。特に、2018年の中国向けの輸出総額は前年比で34.2%も増加し、全体の輸出総額に占める割合も26.6%と4分の1を上回るなど中国への依存度が高まっている。これは、米中貿易戦争において中国が米国製品への追加関税を発動した結果、大豆や牛肉などのブラジル産農産物への需要が高まり、中国向け輸出が増加したためである。しかし、今後は中国景気の減速や中国による米国産農産物の輸入拡大が見込まれるため、輸出総額を押下げるだろう。

(図表14)

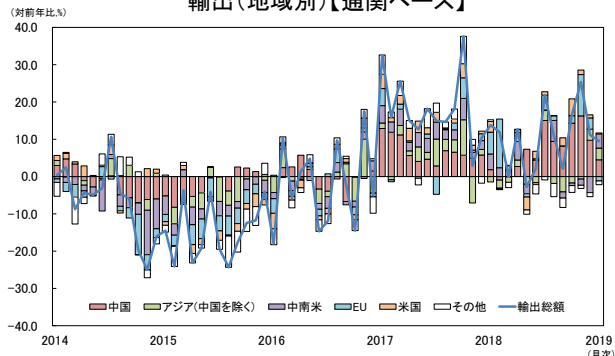
輸出(財別)【通関ベース】



(出所)MDIC(開発農工商貿易省)

(図表15)

輸出(地域別)【通関ベース】



また、リスク要因としてボルソナロ氏の外交姿勢が挙げられる。ボルソナロ氏はトランプ流の外交政策を志向しており、大統領選時には中国資本による投資の制限や在イスラエル大使館のエルサレム移転を公約に掲げてきた¹⁰。足元ではこれらの動きに歯止めが掛かっているが、実現した場合には中国やアラブ諸国との関係が悪化し、輸出にも悪影響を及ぼす懸念がある¹¹。

3—物価・金融政策等の動向

(為替)足元では落ち着きを取り戻したレアル。今後も安定的に推移と予想。

為替は、米国の利上げ観測の高まりによって18年4月頃からレアル安が急速に進行し、さらに10

¹⁰ 自身の支持基盤である福音派信者に配慮しての公約である。

¹¹ アラブ諸国のうち、サウジアラビアはブラジル産鶏肉の最大の輸出先となっている。

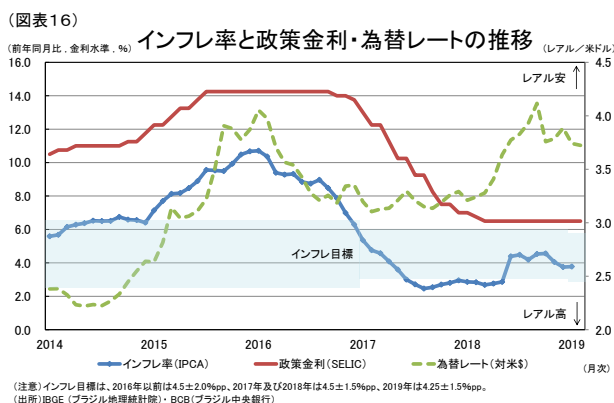
月の大統領選挙に向けて不透明感が高まると、9月には4.0リアル/米ドルを割り込んだ。しかし、構造改革を訴えるボルソナロ氏の当選が市場で好感され、リアル高に転じた。足元では、新政権への期待の高まりや米国の利上げ観測の後退によって3.7リアル/米ドル付近で推移している。

今後も、3.7~3.8リアル/米ドル台で推移すると予想するが、足元では新政権への期待が先行していることから、年金改革等の動向次第では、大きくリアル安が進行することも考えられるだろう。

(物価・金融政策)インフレ率の上昇は一段落。当面は、改革の行方を静観し、政策金利を据え置きと予想

インフレ率(IPCA、対前年比)は、16年以降に大きく鈍化し、特に17年7月から18年5月にかけてはインフレ目標の下限である3%を下回っていたが、6月以降は前述のリアル安の進行による輸入物価の上昇や国際原油価格の上昇に伴う燃料価格の上昇によって4%を上回った。しかし、足元では為替や国際原油価格が落ち着きを取り戻したため、インフレ率も落ち着いている。足元のインフレの圧力が弱いため、インフレ率は、当面の間4%台で推移するだろう(図表16)。

ブラジル中央銀行(以下、中銀)は、インフレ率の鈍化を背景に16年10月から18年3月にかけて12回連続の利下げを行い、政策金利(Selic)は過去最低の6.50%となったが、5月以降は据え置いている。直近に行われた19年2月の金融政策決定会合の声明では、足元のインフレ圧力は弱いものの、上振れリスクとして年金改革等の停滞を挙げており、改革の行方を静観する姿勢が示されている。今後の政策金利は、当面の間据え置きが続き、19年末の政策金利は6.50%と予想する。なお、2月から開始した議会では、新政権の改革の一環として中銀の独立性を高める法案が審議されており、この法案が成立した場合、中銀の金融政策に対する信頼が高まることと期待される¹²。



以上

¹² 法案には中銀の総裁及び理事における固定任期制の導入が盛り込まれている。現行制度では中銀の総裁及び理事は政権交代にあわせて総入れ替えとなるのが通例であるが、固定任期制が導入されれば、時々政権からの介入を受けにくくなると期待されている。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。