

基礎研 レター

ブラジル経済の見通し

4-6 月期は景気後退を回避も低調。
先行きも緩やかな成長が継続。

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

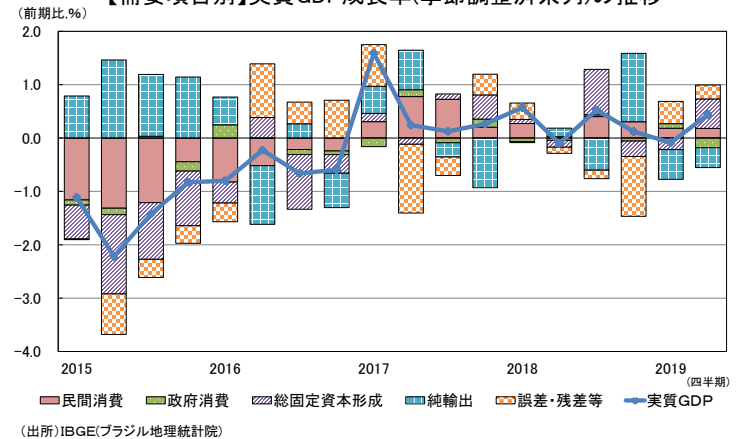
1——経済概況

(経済概況) 4-6 月期の実質 GDP は、景気後退を回避も、低調

8 月 29 日、IBGE（ブラジル地理統計院）は、2019 年 4-6 月期の GDP 統計を公表した。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.4% 増（季節調整済系列、以下同様）と、前期の同 0.1% 減から 2 四半期ぶりのプラス成長に転じ、景気後退（2 四半期連続のマイナス成長）を回避した。

需要項目別に見ると、内需は、総固定資本形成が 3 四半期ぶりにプラス成長となるなど、減速が明確となった 1-3 月期から持ち直しの兆しも見られるが、GDP の約 3 分の 2 を占める民間消費の伸びが鈍く、全体としては依然として低調である（図表 1）。外需も世界経済の減速を背景に、輸出が 2 四半期連続のマイナス成長となり、純輸出の寄与度も 2 四半期連続のマイナスとなった。

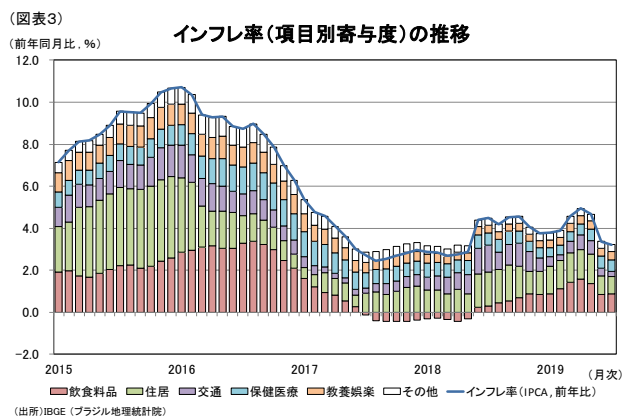
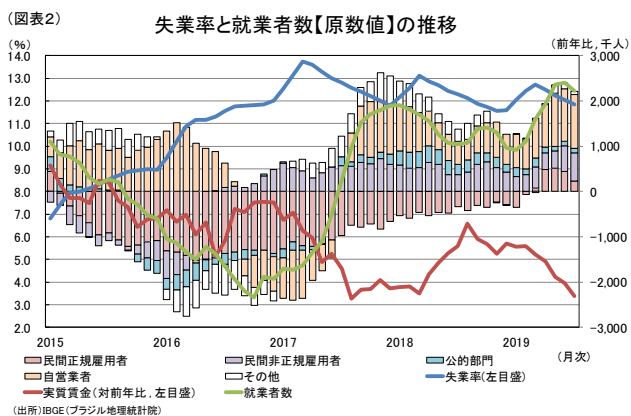
(図表 1) 【需要項目別】実質 GDP 成長率(季節調整済系列)の推移



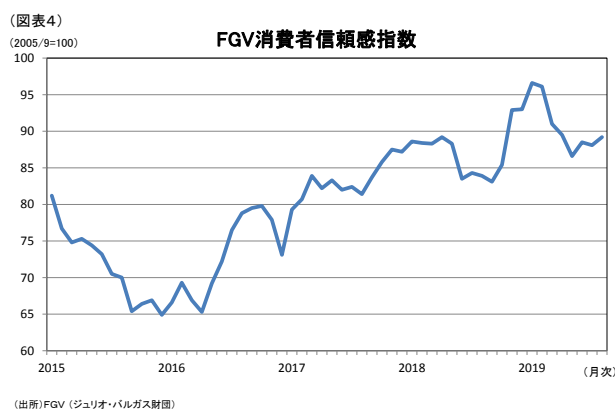
GDP の約 3 分の 2 を占める民間消費は前期比 0.3% 増と、成長率は前期から横ばいであった。10 四半期連続のプラス成長となったが、力強さを欠いている。4-6 月期は実質賃金の伸び悩みや生活必需品の価格上昇、これらに伴う消費者景況感の悪化が消費に水を差したと見られる。

雇用環境については、失業率が高止まりしている。就業者数は過去最高水準に達しており、19 年 3 月からは 2015 年～16 年の景気後退以降初めて民間正規雇用者が前年比で増加するなど好材料も見ら

れるが、就業者数増加の約半数が、相対的に賃金水準の低い自営業者であるため、全体では実質賃金の伸びが鈍化した（図表2）。また、インフレ率（IPCA，前年比、以下同様）は、3月から5月にかけてインフレ目標の中央値（4.25%）を上回った結果、4-6月期のインフレ率は1-3月期を上回った。天候不順による飲食料品の価格上昇や原油価格上昇に伴う住居費（電気・ガス代等）、交通費（ガソリン価格等）の上昇がインフレ率を押し上げた（図表3）。



これらの要因に加えて、新政権への期待が剥落したことによって、消費者景況感（FGV消費者信頼感指数）は悪化し、4-6月期平均は90を下回った（図表4）。消費者景況感は景気後退以降、改善傾向であり、19年初には新政権への期待から5年ぶりに95を上回ったが、政権内の対立の表面化や最重要課題である年金改革の行方に対する不透明感の高まりによって5月にかけて4ヵ月連続で低下した。

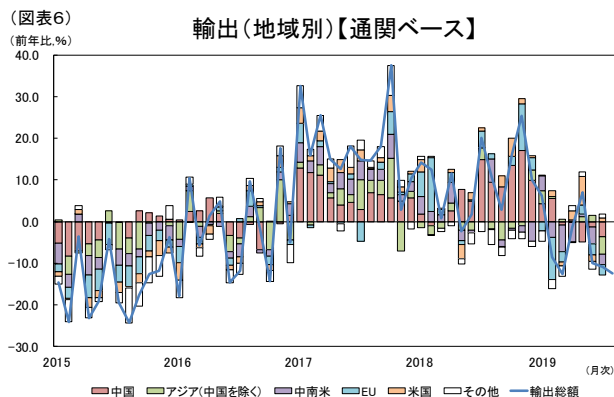
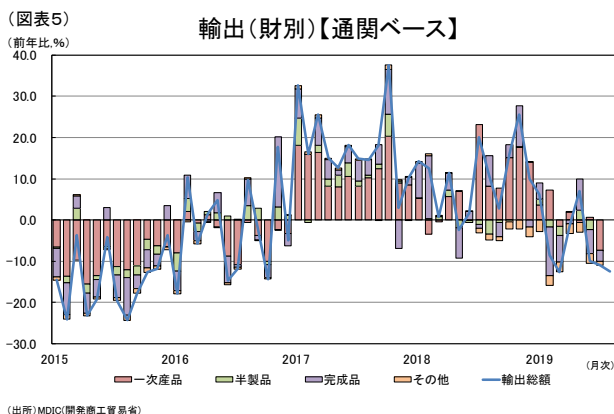


政府消費は同1.0%減と前期の同0.5%増からマイナス成長に転じた。歳出上限法によって中央政府は歳出拡大が制約されている他、ボルソナロ政権が20年の基礎的財政収支の黒字化を目指していることから財政健全化を優先し、歳出を抑制している。ボルソナロ政権は、20年度（2020年1月～12月）予算の歳出削減の一環として教育関連の予算削減を表明した結果、5月末にはこれらに反対する大規模な抗議デモが行われた。

総固定資本形成は同3.2%増と3四半期ぶりのプラス成長に転じたが、過去2四半期連続のマイナス成長の反動によるものと考えられる。総固定資本形成の内訳は明らかにされていないが、公的部門が投資を抑制していることや供給項目別で建設業や不動産業が堅調であったことを踏まえると、住宅投資が牽引したと推測される。

純輸出は輸出が前期比 1.6%減、輸入が同 1.0%増となった結果、成長率寄与度はマイナス 0.4%ポイントと前期(同マイナス 0.6%ポイント)に続いて 2 四半期連続のマイナスとなった。

貿易動向を通関ベースで見ると、4-6 月の貿易収支は輸出が前年同期比 1.5%減、輸入が同 0.6%増となった結果、貿易黒字は同 6.4 減となった。輸出総額を財別に見ると、鉄鉱石価格の上昇が押し上げ要因となったが、大豆や自動車の不振が押し下げ要因となった。大豆は米中貿易摩擦による漁夫の利で 18 年に高い伸びを示した中国向けがアフリカ豚コレラ発生によって、自動車は主要輸出先であるアルゼンチンの経済危機によって落ち込んだ(図表 5・6)。



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

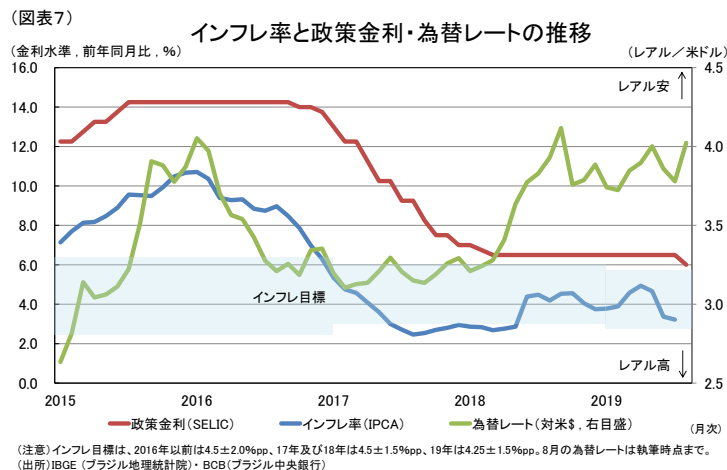
第一次産業は前期比 0.4%減と前期の同 1.6%増からマイナス成長に転じた。第二次産業は前期比 0.7%増と前期の同 0.5%減からプラス成長に転じた。製造業と建設業が成長率を押し上げた。一方で、鉄鉱石世界最大手のヴァーレ社が起こした 1 月の鉱山ダム事故によって、前期に大きく落ち込んだ鉱業は 4-6 月期もマイナス成長となっており、底打ちの兆しは見られない。GDP の約 6 割を占める第三次産業は前期比 0.3%増と 10 四半期連続のプラス成長となった。不動産業が堅調であった。

2——為替・物価・金融政策等の動向

(為替)海外情勢によって、軟調な展開が続くと予想

2018 年の為替は、大統領選挙の不透明感や米国の利上げ観測の高まりによって急速にレアル安が進行し、18 年 9 月には 1 米ドル=4 レアル台に突入するなど軟調であったが、年末にかけて新政権への期待の高まりや米国の利上げ観測の後退などからレアル高に転じた(図表 7)。19 年に入ると新政権への期待剥落や世界経済の不透明感の高まりによってレアル安が進行した後、6 月から 7 月にかけて下院での年金改革法案の可決や米国の利下げ観測の高まりによって一時的に盛り返したものの、足元で

は再び1米ドル=4レアル台に突入している。年金改革法案成立の見通しが立ったことで、当面は堅調に推移すると筆者は予想していたが、世界経済の不透明感のさらなる高まりによってリスク回避の動きが加速していることや隣国アルゼンチンの市場混乱の余波が原因と推測される。ブラジル中央銀行（以下、中銀）は米ドル売り介入を開始したものの、レアル安に歯止めがかかっておらず、当面は軟調な展開が続くと予想される。



(物価・金融政策)インフレ率は目標範囲内で推移。中銀は年内に追加の利下げを実施と予想

インフレ率は、16年以降に大きく鈍化し、17年から足元にかけては概ねインフレ目標の範囲内で推移している¹。19年3月から5月にかけてインフレ率は、一時的に上昇したが、為替や原油価格が落ち着きを取り戻したため、6月7月と2ヵ月連続で鈍化した。インフレ率の先行きは、レアル安の進行による輸入物価の上昇が押し上げることも考えられるが、当面はブラジル経済の需要が弱くGDPギャップがマイナスとなることや、世界経済の減速を通じた原油需要の減少などから原油価格が大きく上昇することは考えにくいことを踏まえると、インフレ目標範囲内で推移していくと予想される。

金融政策については、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6.5%となったが、その後はレアル安の進行や景気の停滞を踏まえ、据え置いてきた。19年に入ると、6月に公表された1-3月期の実質GDPがマイナス成長であったことや、米国の金融政策の転換並びに年金改革の進展によって金融緩和の余地が生まれたことから利下げの機運が高まった。そして、7月末のCOPOM（金融政策委員会）において約1年半ぶりの利下げが決定され、政策金利は過去最低の6.0%となった。中銀は声明でインフレが落ち着いて推移すれば、さらなる利下げを行う可能性があるとして述べており、市場は19年末の政策金利を5%台で織り込んでいるが、足元ではレアル安が進行していることから為替動向次第では追加利下げを見送ることも懸念される。しかし、筆者はレアル安がインフレ率に与える影響が限定的と予想されることや先日公表された4-6月期のGDPも低調であったことを踏まえると、中銀が年内に追加の利下げを実施する公算が大きいと考える。

¹ 17年及び18年のインフレ目標は、 $4.5 \pm 1.5\%pp$ 、19年は $4.25 \pm 1.5\%pp$ 。

3— 経済の見通し

先行きのブラジル経済は、緩慢な成長が続くだろう。年金改革については、当初は難航すると見られた下院審議を通過し²、年内に法案成立の目処が立ったことは、中長期的に好材料である。しかし、短期的に、民間消費が緩やかに拡大していく一方で、公的部門や企業部門にはあまり期待できないため、内需は力強さを欠くだろう。また、外需も世界経済の減速によって輸出が振るわないと予想され、期待できないであろう。ブラジル経済の19年の成長率は0.8%、20年は1.6%と予想する（図表8）。

民間消費は、実質賃金の伸び悩みが続くが、FGTS（勤続期間補償基金）³の引出しや金融緩和に伴う家計向け貸出金利の低下が実質可処分所得を押し上げ、緩やかに拡大していくと予想する。

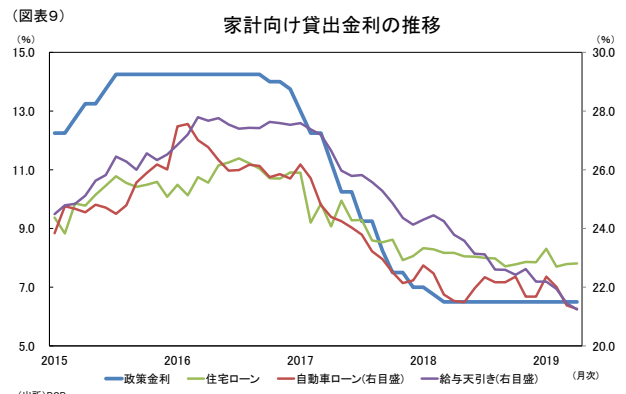
7月の雇用統計では失業率こそ低下したが、就業者数、特に民間正規雇用者数の前年比増加幅は鈍化しており、実質賃金の伸び悩みにも歯止めがかかっていない。一方で、政府は景気刺激策として19年9月から20年3月にかけてFGTSの引出しを認めた。同様の政策は17年のテメル前政権時にも実施され、民間消費の底上げに寄与した。政府によると、今回の引き出し総額は約400億リアル（17年当時の約9割）と試算されており、今回も一定の効果が期待される⁴。また、ブラジルの家計は借入依存度が高く、貸出金利の変動が消費に与える影響が大きい。16年末から継続的に利下げが行われた結果、各種家計向け貸出金利も大きく低下したが、政策金利が据え置きされて以降は下げ止まっている（図表9）。しかし、19年7月に約1年半ぶりに利下げが行われ、さらなる利下げが見込まれるため、家計向け貸出金利の低下を通じて民間消費には好材料となるだろう。

（図表8）
ブラジル経済の見通し

		2017年 (実績)	2018年 (実績)	2019年 (予測)	2020年 (予測)
実質GDP成長率	前年比、%	1.1	1.1	0.8	1.6
民間消費	前年比、%	1.4	1.9	1.6	2.5
政府消費	前年比、%	▲0.9	0.0	▲0.3	▲0.7
総固定資本形成	前年比、%	▲2.5	4.1	2.0	2.0
純輸出	前年比寄与度	0.1	▲0.5	▲0.2	▲0.3

失業率	平均、%	12.8	12.3	12.0	11.5
対米ドル為替相場	平均、レアル	3.19	3.65	3.85	3.85
消費者物価(IPCA)	前年比、%	3.4	3.7	3.8	3.9
政策金利(Selic)	期末、%	7.00	6.50	5.50	5.50

（出所）実績値はIBGE（ブラジル地理統計院）・BOB（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 年金改革には憲法の改正が必要であり、下院上院それぞれで2回の審議が行われ、5分の3以上の賛成が必要とされる。ボルソナロ大統領は十分な議会工作を行ってこなかったため、5分の3以上の賛成を得られるのは難しいと予想されたが、下院での1回目の審議（7月10日）では73.9%の賛成を、同2回目の審議（8月7日）では72.1%の賛成を獲得した。9月から上院の審議が開始される予定で、年内の法案成立の見込みが高まっている。また、年金改革による財政改善効果についても法案当初は10年間で1兆リアル（約30兆円）を上回っており、審議の過程で骨抜きにされることが懸念されていたが、下院で可決されたベースでは9355億リアルを保持している。

³ FGTS（勤続期間補償基金）とは、雇用主が雇用者のために給与月額8%を積み立て、雇用者が退職した際に引き出すことができる退職金制度。本来は退職時や解雇された時に引き出すことができるが、政策として在職中の引き出しを認めた。

⁴ 総額の400億リアルは2018年名目GDPの約0.6%に相当する。総額の内訳は2019年が280億リアル、2020年が120億リアルで、2017年実施時の総額は440億リアル。17年は引出し期間（3月から7月）後の、民間消費の伸びは4-6月期・7-9月期とも1%台に達した（1-3月期は0.5%、10-12月期は0.3%）

なお、年金改革法案が成立した場合、実質可処分所得の減少を通じて消費の押下げ要因となるが、受給年齢の引上げは段階的に行われるため、当初は年金給付の削減額が小さいため、短期的な消費への悪影響は限定的であろう（図表10）。

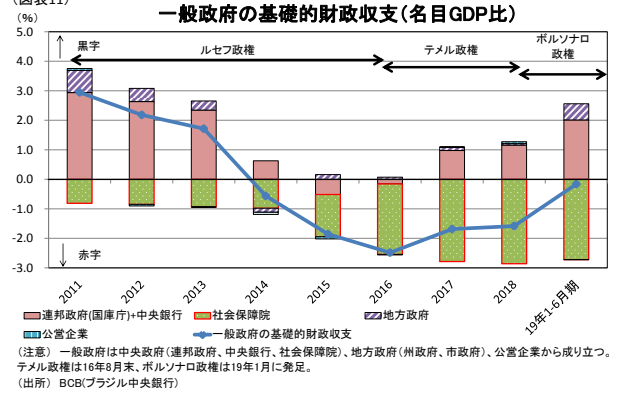
(図表10)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	10年計
一般労働者の年金改革	36	164	258	381	545	712	876	1,037	1,193	1,347	6,547
公務員の年金改革	48	82	114	139	173	197	220	197	211	216	1,598
サラリーボーナス受給要件の厳格化	0	38	78	81	84	88	92	96	101	105	764
動労不能高齢者及び障害者に対する社会扶助給付金(BPC)の基準変更	2	6	11	15	20	25	30	36	41	47	234
銀行利益に対する社会納付金(GSSL)の税率引上げ(15%→20%)	16	16	16	17	17	18	18	19	19	20	192
総額	101	306	476	634	840	1,040	1,236	1,385	1,566	1,735	9,335

(注) 単位は億レアル。なお、2018年の社会保障院の基礎的財政収支の赤字額は約1952億レアル。
(出所) ブラジル経済省

政府消費は、緊縮的な財政政策によって引き続き拡大は期待できない。19年(1月から6月)の一般政府の基礎的財政収支は改善しているが、依然として社会保障院の赤字が大きな負担となっている(図表11)。年金改革による財政改善効果も当初は限定的であるため、20年以降も緊縮的な財政政策が継続されるだろう。実際に、8月末に示された20年度の予算案では、公共投資などの裁量的支出が19年度からさらに削減され、過去10年で最低水準となるなど、より緊縮的な内容となっている。

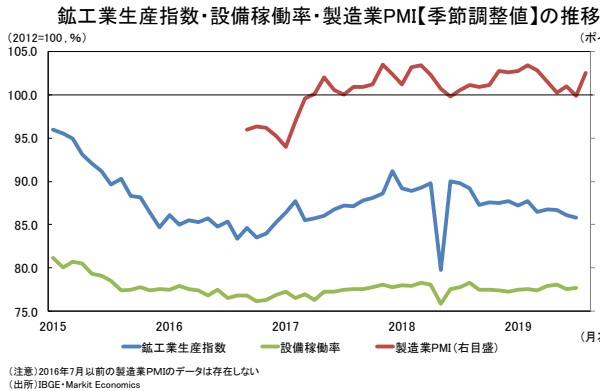
(図表11)



総固定資本形成は、企業・政府部門が期待できないうえ、比較的堅調と推測される住宅投資も弱含んでいくと予想される。ただし、20年に向けて国営企業の民営化が本格化していく見込みで⁵、徐々に投資も拡大していきだろう。

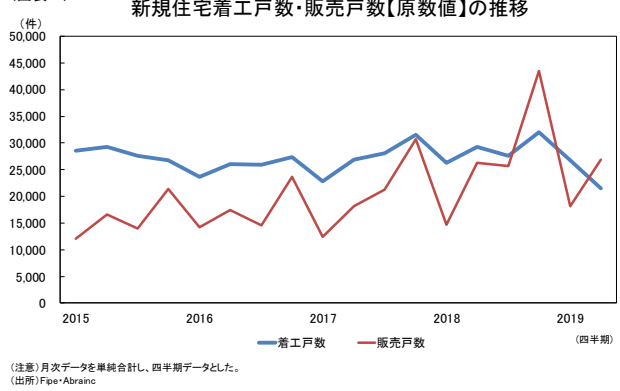
企業の設備投資については、新政権への期待剥落や世界経済の不透明感の高まりによって、企業景況感(製造業PMI)が悪化し、7月には景気判断目安の50を下回った(図表12)。また、鉱工業生産は18年半ばから縮小に歯止めがかかっておらず、企業は設備投資を控えていると推測される。住宅投資については好調な住宅販売を受けて、先行指標である着工戸数は緩やかに増加してきたが、19年に入って2四半期連続で低水準に留まっており、住宅投資も弱含んでいくと予想される(図表13)。

(図表12)



(注) 2016年7月以前の製造業PMIのデータは存在しない
(出所) IBGE・Market Economics

(図表13)



(注) 月次データを単年合計し、四半期データとした。
(出所) Fipe・Abramc

⁵ 連邦政府は、8月中旬に、今後民営化する9つの国営企業を発表し、PPI(官民投資計画)の対象に含めた。この結果、大手電力会社エルトロプラスなど、既にPPIの対象であった8企業と合わせて17企業の民営化が見込まれる。

外需については、輸出は世界経済の減速を通じて弱含んでいくだろう。通関ベースでは、6月から8月にかけて3ヵ月連続で輸出総額が前年比減少となるなど、輸出の減速が明確となりつつある。一方で、輸入は内需の回復を背景に緩やかな拡大が続くことから、純輸出の成長率寄与度は悪化するだろう。

先行きの懸念材料として、ボルソナロ政権が掲げる自由貿易が頓挫することが考えられる。ブラジルが属するメルコスール（南米南部共同市場）⁶は、7月にEU、8月にEFTA（欧州自由貿易連合）と、立て続けにFTA（自由貿易協定）の合意に至った⁷。特にEUとは20年越しの合意であり、この背景として、メルコスール2大国であるブラジルとアルゼンチンで、近年左派政権から右派政権に交代したことがある。しかし、アルゼンチンでは10月に予定されている大統領選挙の予備選挙が8月中旬に行われた結果、中道右派のマクリ現大統領が中道左派のフェルナンデス元首相に大差で敗れ、本選挙の行方が危惧されている。フェルナンデス氏は、FTAに否定的な考えを示しており、同氏が大統領となった場合、先の合意が白紙となる懸念が生じている⁸。

また、ブラジル自身もアマゾンの大規模火災を巡って、EU諸国との関係が悪化しており、FTAの停滞やブラジル産製品の禁輸や不買運動が本格化する懸念が生じている。現在、世界最大の熱帯雨林アマゾンで発生している大規模な火災に対するブラジル政府の対応を巡り、国際的な批判が高まっている。ボルソナロ大統領の支持基盤の一つが農業団体であることや、自身が地球温暖化に懐疑的であることから、アマゾンの開発を奨励しており、森林の伐採や焼き畑農業が増加した結果、大規模な火災に繋がったと考えられている⁹。国際的な批判を受けた当初、ブラジル政府は消火活動に消極的な姿勢を示していたが、欧州諸国が対抗措置を示唆した結果¹⁰、同大統領は態度を軟化させ、消火活動に軍を派遣し、焼き畑農業を60日間禁止とした。今回の一件を巡って、ブラジルのアマゾン開発に対して国際的な批判が高まっており、仮に火災が沈静化しても、FTAの停滞やブラジル産製品の禁輸や不買運動が本格化し、経済へ悪影響を与える懸念は燻り続けるだろう。

以上

⁶ メルコスールはブラジルやアルゼンチンなど南米の国で構成される関税同盟（1991年創設）。

⁷ メルコスールはさらにカナダ、韓国、シンガポールとのFTA交渉を進行している。

⁸ ボルソナロ大統領は、元来多国間関係より二国間関係を重視していると考えられ、10月のアルゼンチンの大統領選挙で左派政権が誕生した場合、ブラジルがメルコスールを脱退する可能性も否定できない。

⁹ INPE（ブラジル国立宇宙研究所）によると、19年1月～8月の合計森林火災件数は前年同期比7.6%増となっている。

¹⁰ フィンランドがブラジル産牛肉の禁輸をEUに提起した他、フランスがメルコスールとEUのFTAに批准しないことを表明した。また、欧米の衣料・靴業界がブラジル産素材の不買運動を開始するなど個別業界や企業でも動きが見られる。