

2020. 10 No.102

三井住友信託銀行

調査月報



時論

菅新政権に望む「第四の矢」..... 1

経済の動き

日本は景気持ち直しでも雇用悪化が続く..... 3

コロナ禍で再び岐路に立たされるブラジル..... 9

時論

菅新政権に望む「第四の矢」

安倍前首相の後を受けて、菅新首相が選出された。喫緊の課題が新型コロナ感染対策にあることは衆目の一致するところである。但し、感染収束までには相当な時間を要すると見込まれ、その間は経済再生と感染対策を両立し続けることが絶対条件となる。

新政権における経済政策の基本は「アベノミクス」の承継である。いわゆる「三本の矢」の政策ミックスのうち、金融緩和と財政出動は円安・株高への転換、デフレからの脱却、家計と企業のマインド改善、戦後2番目の景気拡大という成果をもたらした。その一方で、成長戦略には未解決の課題が数多く残されたと言わざるを得ず、始動直後から、早くも菅新首相のリーダーシップと実現力が問われよう。

加えて、足元の経済環境と雇用情勢の急速な悪化に鑑みると、2000 年代初頭からリーマンショック後の 2010 年代半ばに生じた、家計の所得格差や経済不平等の再現が危惧されるところである。

最新の統計によれば、就業者数の減少はすでにリーマンショック時を上回った。前回の就業者減少は破綻が起きた 2008 年9月～09 年7月までで▲103 万人であったが、今回はコロナ禍前の 12 月～7月の間に▲117 万人となった。職を失った人の数とその速さともに、コロナショックの方が凌駕している。

第二に、失職した人の内訳が前回と今回では大きく異なっている。前回は 2009 年7月時点で就業者減少の 93%が男性であったのに対し、今回は足元7月までの減少数の 75%が女性である。2012 年 11 月に始まった景気回復では、昨年末までに増加した就業者の4分の3に相当する 353 万人が女性であったが、最近のわずか7か月間でその4分の1に相当する 88 万の職が失われたことになる。

第三に、前回は失職した男性は職探しを続けたが、今回は失職した女性が職探しを諦めている。リーマンショック後は就業者減少とほぼ同数の男性の失業者増加がみられ、失業率も 5.5%まで上昇した。今回は就業者減少▲117 万人に対し、職探しを諦めて非労働力化した人が女性を中心に 68 万人に上る。もし仮にすべてが失業者に計上された場合、失業率は 3.9%と今よりも1%ポイントも跳ね上っていた。

第四に、非正規従業員の失職は今回の方が前回は大きく上回る。コロナショックが深刻化する中で、今回は7月までに▲136 万人の非正規従業員が職を失った。前回は 2009 年7～9月期までの1年間で減少幅が▲35 万人に止まったのとは大きな乖離がある。特に目立つのが若年層の非正規従業員の減少であり、15～34 歳が全年齢層の減少数のうち 57%を占めている。

第五に、就業者を減らした業種構成が両ショックで対照的である。リーマンショック後の 10 か月間でグローバル輸出企業を主体に製造業で▲101 万人と大規模な就業削減があった反面、今回は7月までに対面での販売・接客に頼る卸・小売業と宿泊・飲食サービス業で▲99 万人に達した。こうした業種は一般に、労働集約型で生産性が必ずしも高くなく、賃金も相対的に低めに止まる。また、仕事柄、リモートワークやオンライン化・デジタル化に馴染みにくい特徴も併せ持っている。

大胆に総括すると、今回のコロナショックによる雇用影響は、すでに前回リーマンショックを上回り、とりわけ対面型でリモートワークが困難なサービス産業を中心に、女性の若年非正規従業員の就業減少に顕著に現れてきている。しかも、これまでは雇用助成金や資金繰り支援で維持されてきた働き口も多く、今後さらなる雇止めや離職につながり、雇用情勢は一段と悪化する可能性が高い。

所得格差について振り返ってみると、2000 年代に入って拡大基調が続いた後、リーマンショックでそれがより鮮明になった。厚生労働省の「所得再分配調査」によれば、所得不平等度を示す「ジニ係数」は当初所得(世帯人員調整後)段階で、2000～13 年に 0.42 から 0.48 にまですう勢的に上昇した。この頃の日本は実質賃金が減少する中で、特に相対的に所得の低い層で格差拡大が目立った。事実、同省の「国民生活基礎調査」によれば、2000～15 年に可処分所得が 350 万円未満の割合だけは 13%ポイントも高まるとともに、貯蓄ゼロと回答した世帯が7%ポイントも増えたことが注目される。

米国が所得の最上位層を主体に格差が拡大し、「富裕層の富裕化」と呼ばれたが、日本は所得の相対下位層を中心に格差が拡大し、「中流層の貧困化」が生じている。実際、2000～12 年に相対的「貧困率」、すなわち可処分所得が中央値の半分未満の人の割合は 15.3%から 16.1%へと上昇した。生活保護の受給率も、2013～15 年には 2000 年対比で9%ポイント高い 17%での高止まり状態が続いた。OECD による国際比較でも、日本の相対的「貧困率」は 2015 年時点で加盟 36 か国中 10 番目の高水準になっている。高齢層だけでなく、若・中年層での世代内格差の顕在化についても留意が必要である。

「一億総中流」という意識も下火になり、格差問題がクローズアップされたのも、ちょうどこの頃である。「世界価値観調査」の結果でも、2005 年までは「(動機付けとして)所得に格差を設けるべき」という回答が上回っていたのに対し、2010 年には「所得は平等にあるべき」という回答が一気に 63%まで上昇し、その後は優劣関係が逆転したままである。2010 年代後半はアベノミクス景気で雇用が回復し、所得格差もいくぶん改善したものの、こうした調査結果が示すように、格差拡大への問題意識は根強く残っている。

そもそも格差是正・分配政策というと、経済成長とは相容れず、成長か分配かの二者択一という議論に陥りがちである。しかし、格差が成長に与える影響は一樣ではない。例えば、所得が相対的に高い層では、極端なものでない限り、格差はもっと豊かになりたいというインセンティブにつながり、格差是正のための課税強化は逆にその勢いを削いでしまう。一方で、所得が相対的に低い層では、格差拡大は彼我の差を意識させ、勤労意欲にマイナスに働くとともに、十分な教育支出を賄えず、所得を伸ばす機会を逸してしまう。結果として、社会不安やポピュリズムの台頭をもたらす温床ともなりかねない。

いったいどちらが優勢なのか。幾多の調査・研究の後を受けて、OECD スタッフが加盟国を対象に実証分析した結果によれば、格差是正は経済成長を阻害しないだけでなく、低所得層での再分配政策は成長率に有意な押し上げ効果を持つことが明らかになった。とりわけ、教育投資が人的資本の形成・蓄積を通じて、その後の成長力に寄与することが示唆されている。

日本経済もポストコロナの時代に向け、大きな変革・転換が求められている。その流れに柔軟に適応することや、積極的に主導していくための人的資本への投資が重要性を増している。幼・青年期の「学び始め」だけでなく、中・高年層の「学び直し」、リカレント教育にも力を入れていく必要がある。

経済政策に求められるのは、格差是正・分配政策を成長戦略と対置させるのではなく、成長戦略を補強する施策として位置付ける発想の転換である。こうした考え方は、OECD が提唱する「インクルーシブ・グロース(包摂的成長)」、つまり誰ひとり取り残されず、国民すべてが幸福を実感できる経済・社会の実現を目指すことに他ならない。菅新政権には「第四の矢」として、ぜひ積極的な取り組みを期待したい。

(フェロー役員 調査部長 井上 一幸 : Inoue_Kazuyuki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

日本は景気持ち直しでも雇用悪化が続く

<要旨>

コロナショックにより、4月に急速に悪化した日本の雇用指標は、その後経済活動が正常化に向かう中で概ね持ち直し、ないし底割れを回避している。但し、就業・失業・非労働力間の移動を捉えた「労働フローデータ」でみると、非労働力化が失業率の上昇を抑制しているものの、企業の雇用意欲減退に伴う失業増が続いていることが窺われる。この他、企業収益の大幅な悪化に伴い労働分配率が急上昇するなど、企業の人件費負担感が強まり、採用姿勢が弱まる動きも見られることから、今後も雇用情勢は低迷が長引くものと見込まれる。

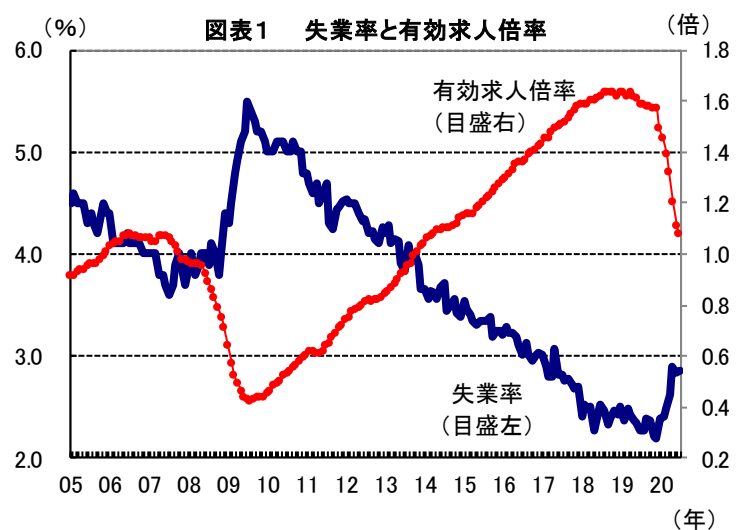
コロナ禍で特に悪影響が大きかった宿泊・飲食サービス、運輸などでは、需要低迷が長期化する可能性が高く、他の産業への円滑な労働移動が不可欠である。しかし、産業間の労働移動は年齢が高まるほど難しくなり、その傾向は宿泊・飲食サービスで顕著である。今後は雇用維持だけでなく、円滑な労働移動に向けた政策対応も必要になるだろう。

1. 雇用環境は4月の悪化後、経済活動の回復に伴い横ばい圏の推移

日本の雇用指標は、緊急事態宣言が発動された4月に大きな悪化を示した後、7月にかけて横ばい圏ないしわずかな改善の兆しがみられるようになっている。7月の雇用者数は前月比+0.3%と4か月ぶりにプラスに転じた。4月から6月にかけて失われた145万人の雇用を1割程度取り戻したに過ぎないが、東京を中心に新型コロナ感染の再拡大が生じていた中でも回復を示したことは、やや明るい材料にみえる。

ただし、失業率は失業者の増加により2.8%と前月から0.1ポイント上昇、有効求人倍率は1.08倍と前月から0.03ポイント低下した(図表1)。有効求人倍率の低下は、5月の緊急事態宣言解除後に徐々に求職者数が増加したものの、求人数がほぼ横ばいで推移したことによる。新規求人数は6月にいったん上向いたが、7月に再び減少した。

リーマンショック後とくらべると雇用関連指標の悪化は限定的であり、経済活動は正常化に向かうなかで順調に回復すれば、消費回復の支えとなるだろう。しかし、コロナ前のGDP水準に戻るには数年単位を要するとみられ、このまま回復するとの展望も抱きにくい。本稿では、より詳細に日本の雇用の現状を確認するとともに、今後の雇用情勢をみる上でポイントとなる点について整理する。



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」

2. フローデータでみた失業増は、企業の雇用意欲減退を示唆

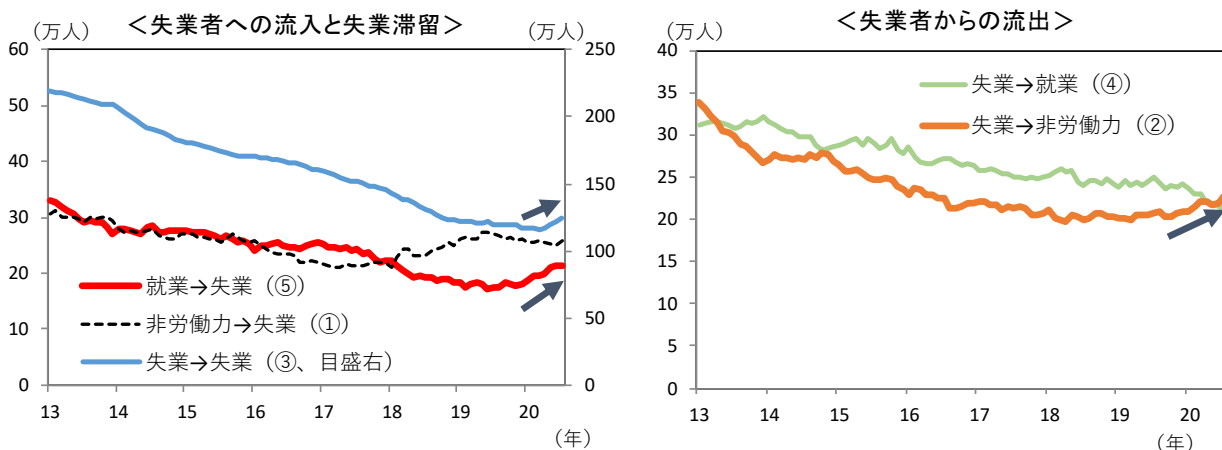
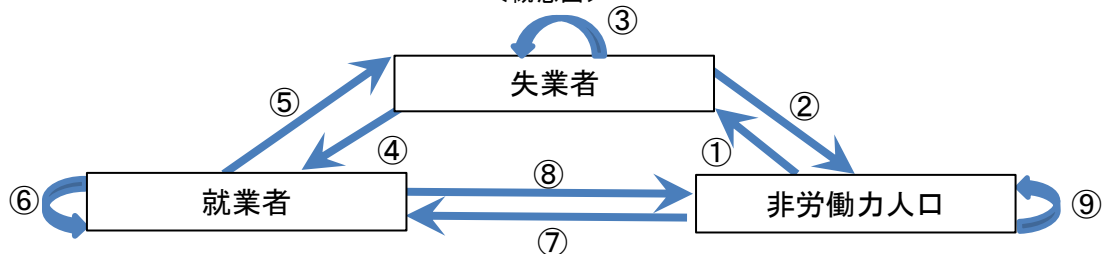
失業率は労働力調査の労働力状態(就業者、失業者、非労働力人口)別ストックをもとに計算されているが、同じ労働力調査の半分のサンプルサイズで労働力状態のフロー(前月から当月にかけての変化)についても調査している。例えば失業者の増加は、通常雇用環境の悪化を意味するが、流入サイドで「非労働力人口→失業者」フロー(図表2概念図の①)が増えた場合には、景気回復により職探しを再開するポジティブな動きと解釈できる¹。実際、過去の①の動きをみると、景気回復局面入り直後、あるいは景気後退局面終盤から増加する傾向にあった。現下はコロナショックで経済活動水準が大幅に低下している一方で、最悪期はすでに脱し回復局面にあるともいえる。そうした中で失業の増加を評価するためには、フローデータを用いるほうが適切である²。

月次のブレを均すために12ヶ月移動平均のフローデータをみると(図表2)、職探しの再開を示す「非労働力人口→失業者」(同①)の増加は生じておらず、企業の雇用意欲の減退(「就業者→失業者」(同⑤)の増加)やそれに伴う失業期間の長期化(「失業者→失業者」(同③)の増加)など、不況型の失業増が生じていることが確認できる。さらに、失業者からの流出サイドでは、「失業者→就業者」(同④)が減少するも、「失業者→非労働力人口」(同②)の増加が失業ストックの減少圧力となっていた。つまり、職探しを諦めて非労働力化していることが、失業率の急上昇を抑制する要因となっていることが窺われる。

就業者の流出フローからも、職探しの困難化により失業や非労働力人口からの流入(同④および⑦)が減少し、非労働力人口化(同⑧)が生じていることが確認できる。

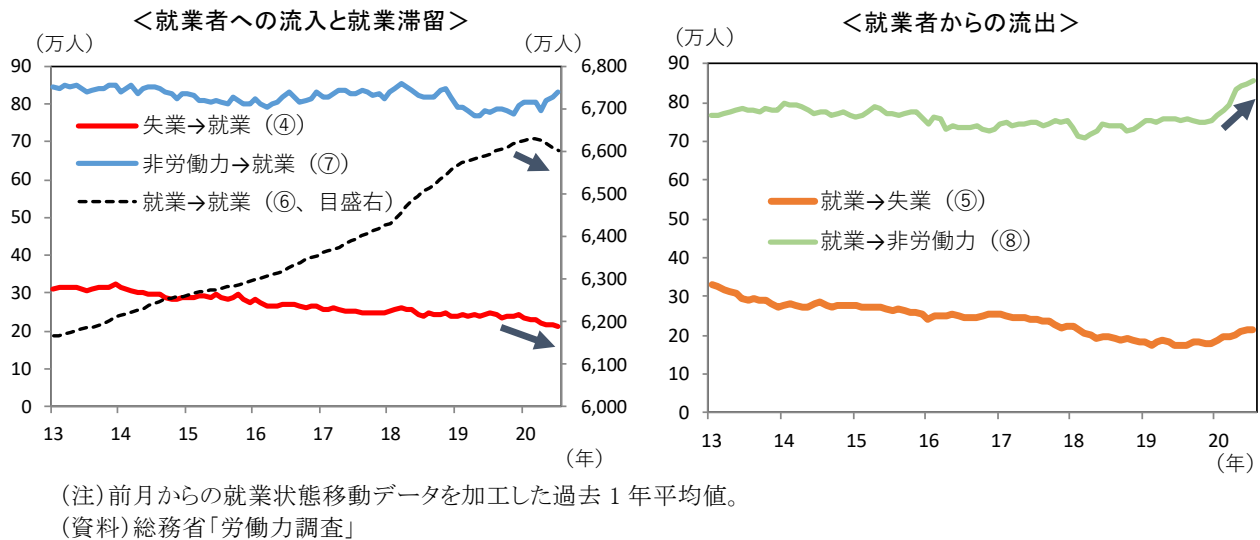
図表2 労働フローデータ

<概念図>



¹ 「就業者→失業者」フロー(同⑤)の増加も一部は積極的な職探しを反映しているとみられるが、過去の動向からは、不況期に増加する傾向があることから、企業の雇用意欲減退を示すと考えられる。

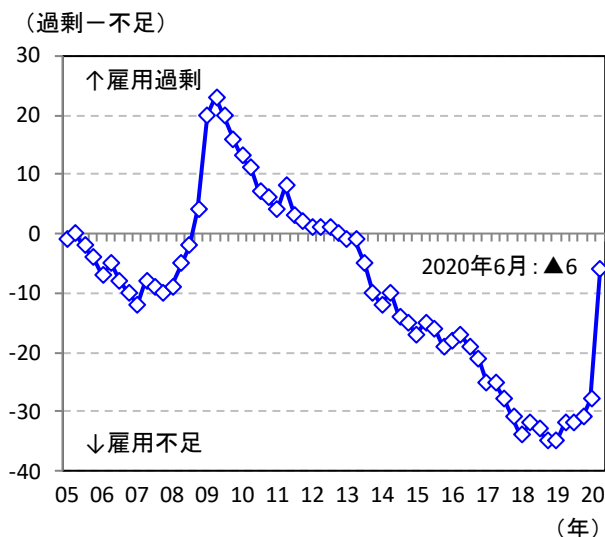
² フローデータはサンプルサイズが小さいため各労働力状態の合計がストックデータと一致しない。そのため本稿では「1985年版労働経済白書」の手法に基づき、フローデータの合計がストックに一致するよう調整を実施している。



このようにフローデータの動向から判断すると、経済活動の回復が進む中でも、7月までの雇用情勢は、企業の採用意欲の減退などを映じて悪化の方向で推移しているといえる。

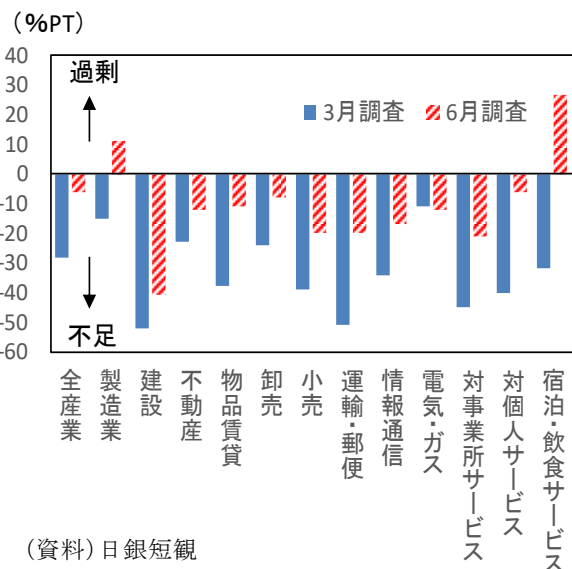
短観の雇用判断DIからも、企業の雇用意欲の冷え込みがみてとれる。6月の雇用判断DIは全規模・全産業で▲6ポイントと、雇用不足超ながらもそのマイナス幅は大きく縮小した(図表3)。業種別では、宿泊・飲食サービスで3月より+59ポイント上昇し大幅な過剰超となったほか、自動車を中心に製造業でも過剰超に転じた。その他、運輸・郵便、対個人サービスで3月比+30ポイント以上の上昇となった(図表4)。先行きは概ね改善が見込まれているが、製造業、宿泊・飲食サービスでは過剰超が続くと見込まれている。

図表3 日銀短観の雇用判断DI(全規模・全産業)



（資料）日銀短観

図表4 業種別雇用判断DI(全規模)



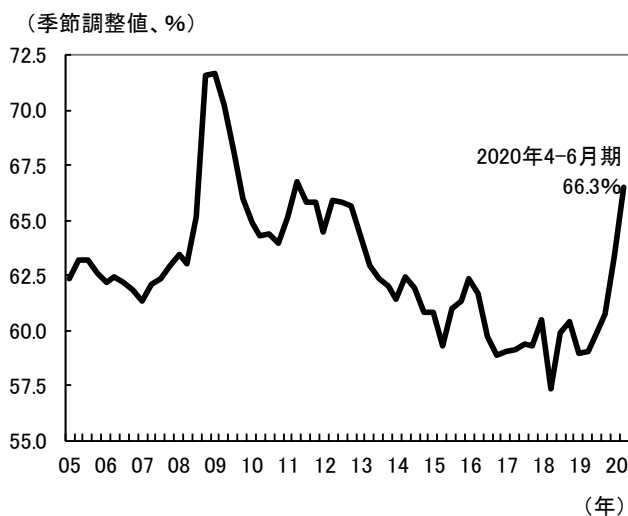
（資料）日銀短観

この背景として、企業収益の大幅な悪化によって、企業収益との兼ね合いで見た人件費負担感は強まっていることがある。財務省「法人企業統計季報」における企業の経常利益は、4～6月期に季節調整済で前期比▲29.7%と大幅に減少した。この結果、4～6月期の労働分配率は66.3%と、リーマンショック時よりは低いものの、2012年以来の水準まで急上昇した(図表5)。特に、

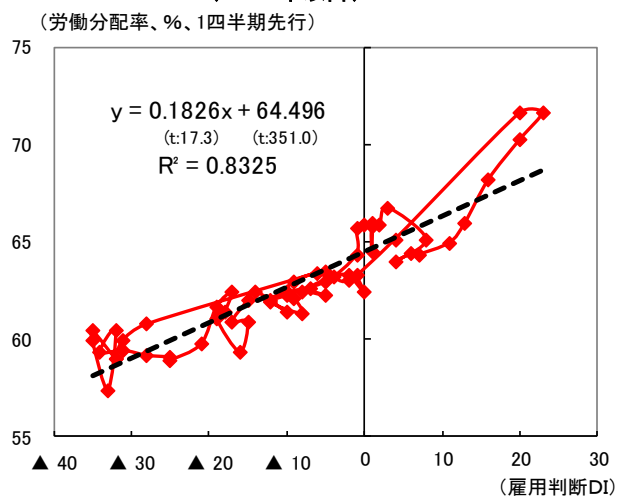
運輸・郵便、宿泊、飲食サービス、生活関連サービス、娯楽、教育・学習支援などで経常赤字に転じており、人件費の負担感はさらに大きい。

なお、過去における労働分配率と雇用判断DI(全産業計)の関係を見ると、労働分配率 65%程度が雇用判断DIゼロに対応する水準となる(図表6)。2020年4～6月期の労働分配率は66.3%と65%を上回っており、企業部門全体の収益と人件費負担の兼ね合いでは、既に過剰雇用の状態と同等であるとも判断できる。この先、企業収益が感染拡大前の水準に戻るまでには時間を要すると見られる。このため、企業にとっての人件費負担が重い期間も続き、賃金や雇用の調整につながる要因になると見込まれる。

図表5 労働分配率の動き



(資料)財務省「法人企業統計季報」

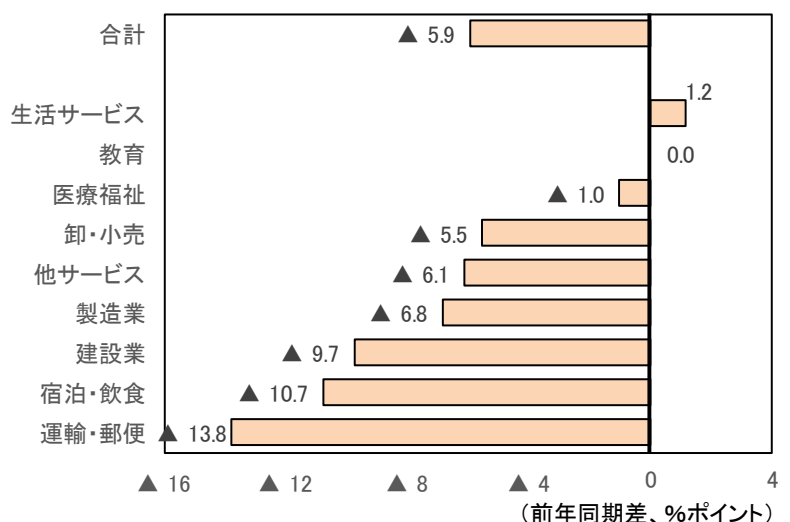
図表6 雇用判断DIと労働分配率の関係
(2005年以降)

(資料)日銀短観、財務省「法人企業統計季報」

こうした材料を踏まえると、7月の雇用者数が底を打ったとはいえ、国内の雇用情勢は依然として厳しい。今後も失業率の上昇傾向が続くなど、雇用環境の低迷が続くと見るのが妥当であろう。

3. 過剰雇用を抱えると見込まれる業種からの労働移動は進みにくい可能性

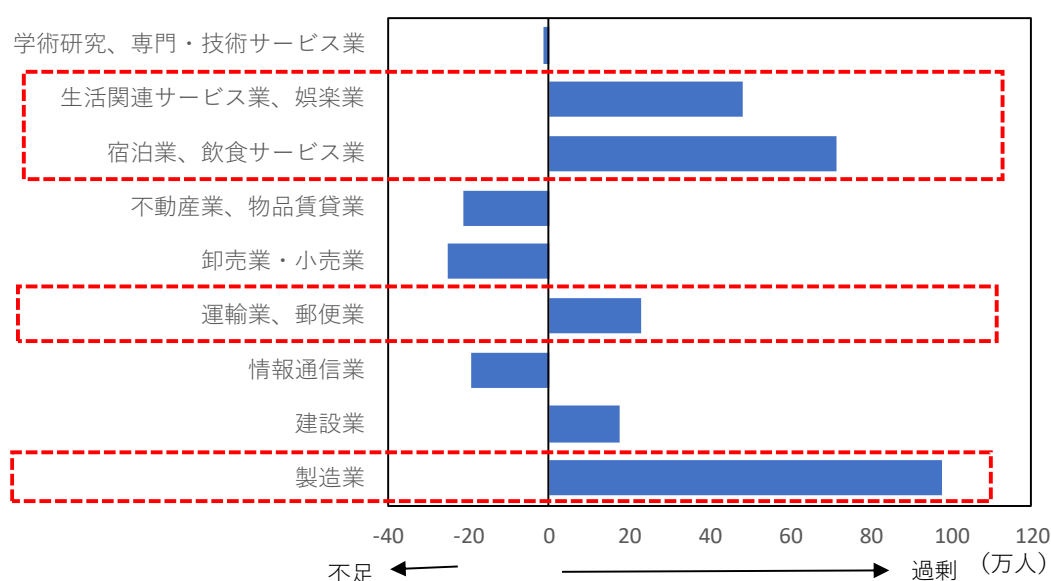
コロナ禍の雇用面への悪影響は、旅客輸送や対面サービス、観光関連など特定業種への偏りが大きく、かつそれらの業種での需要低迷が長期に亘る可能性が高いことが特徴である。労働力調査(詳細集計)のデータから、直近2020年4～6月時点で過去1年に離職した人のうち再就職している人の割合変化を見ると、長期低迷が見込まれる業種の運輸業や宿泊・飲食サービス業から離職した人の再就職率は、ここ1年で他業種よりも大幅に低下している(図表7)。一部で特に強く出ているコロナ禍の影響が、既に労働市場でも現れていることが示唆される。

図表7 過去1年間における離職者の再就職率変化
(業種別、2020年4～6月期)

(資料)総務省「労働力調査(詳細集計)」

離職していない雇用者についても、今後調整圧力が強まる可能性が高いと見ている。現時点での企業の 2020 年度売上見通し(7～9月期法人企業景気予測調査)を前提として、仮に7月時点の雇用者数・労働時間数を 2020 年度中維持したとすると、雇用の適正水準からの上振れ(過剰雇用)が宿泊・飲食サービス業で約 70 万人、生活関連サービス・娯楽業で約 50 万人、製造業で約 100 万人発生すると試算される(図表8)³。なお、雇用の適正水準は、各産業の日銀短観・雇用判断 DI が 2009 年以降で最もゼロに近い年度の売上高人件費比率を基準としている(試算詳細は図表8注)。この試算方法は機械的なもので、ある程度の幅を持って見る必要はあるものの、感染拡大前の水準に戻らなければ、ある程度の比率は潜在的な過剰雇用とならざるを得ないと考えられる。

図表8 産業別 過剰雇用試算結果(2020 年度)



(注)業種別の売上高人件費比率の 2020 年度試算値(※)と、短観雇用判断 DI が年度ベースで0に近い年の値に対する比率を 2020 年4～6月期の業種別雇用者数(季節調整値)に乗じて過剰・不足雇用者数を算出。

(※)2021 年度の売上高は法人企業景気予測調査予測値。2020 年度人件費は4～6月期実績および、7月～翌3月について、毎月勤労統計の常用雇用×総労働時間の前年比から推計した7月人件費前年比で横ばい推移すると仮定して試算した。ここでの人件費は従業員給与+従業員賞与+福利厚生費。

(資料)財務省「法人企業統計季報」、日銀短観、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」より調査部作成

そのため、経済活動の回復に加えて、こうした業種からの労働移動がスムーズに行われることも、今後の雇用情勢回復にとって重要となる。大きく変化した需要構造に労働市場がついていけなければ、ミスマッチによる失業者数が高止まりする恐れがあるためである。

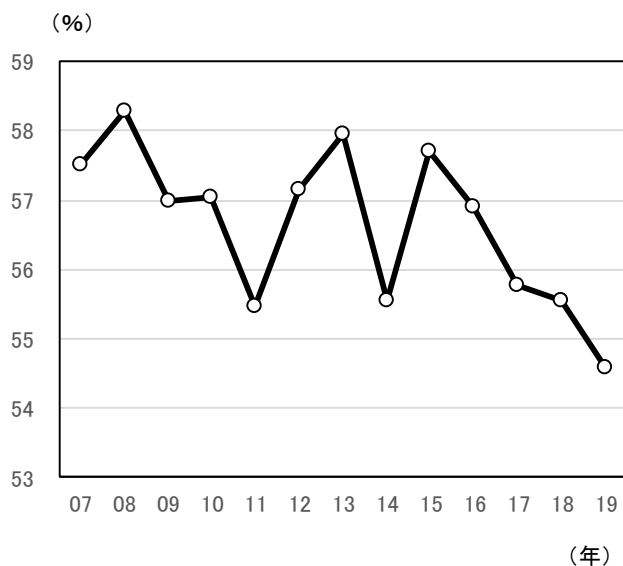
この観点から、過去数年の産業間移動の状況を見ると、ある産業で離職した際に別の産業に就く人の割合は低下基調にある(次頁図表9)。2019 年までは空前の人手不足の中で、業務経験のある同一産業内の労働者への需要が強まった影響もあるとみられるが、労働者の平均年齢上昇

³ 製造業の過剰雇用者数が最も大きく試算されているのは、雇用者数が他の業種に比べて多いためであり、過剰雇用率でみると製造業 9.8%、宿泊・飲食サービス業 22.2%、生活関連サービス・娯楽業 27.9%とサービス部門の深刻度の方が高い。

に伴い、産業間転職率が低下している可能性が示唆される。実際に、常用雇用で再就職を果たした人に限ると、平均産業間転職率は 59.6%であったが、20～44 歳の 62.4%に対して、45～64 歳では 55.6%にとどまる。とりわけ宿泊・飲食サービス業従事者（常用雇用）の業種をまたいだ転職率は、年齢が高くなるほど低くなる傾向が強い（図表 10）。

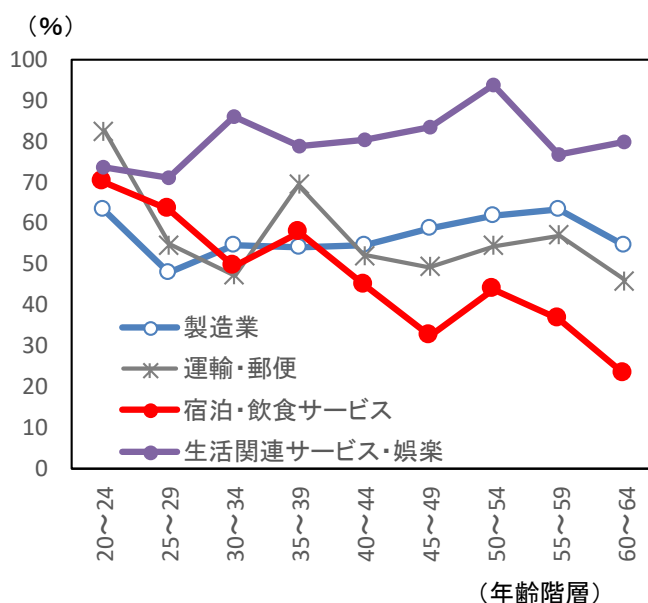
以上のようなこれまでの労働市場動向に鑑みると、この先産業間の労働移動が進むことに関して楽観視できる材料は見当たらない。

図表9 産業間転職率



（資料）総務省「労働力調査（詳細集計）」

図表10 年齢別、前職産業別の産業間転職率（2018 年）



（資料）厚生労働省「雇用動向調査」

コロナ前の日本経済は、労働需給ひっ迫下でのミスマッチ、言い換えれば雇う側が雇えないことが主な問題だったが、この先は「働きたいのに働けない」という労働者側の問題になる可能性が高く、家計所得そのものや、マインドに対する下押し圧力が残る恐れがある。コロナショック直後は雇用調整助成金の拡充など雇用を維持する政策が重要になり、実際に実行に移されているが、今後は労働移動の円滑化に向けた別の政策対応の重要性も増していくと考えられる。

（経済調査チーム チーフエコノミスト 花田 普：Hanada_Hiroshi2@smtb.jp）

（経済調査チーム シニアエコノミスト 大和 香織：Yamato_kaori@smtb.jp）

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

コロナ禍で再び岐路に立たされるブラジル

<要旨>

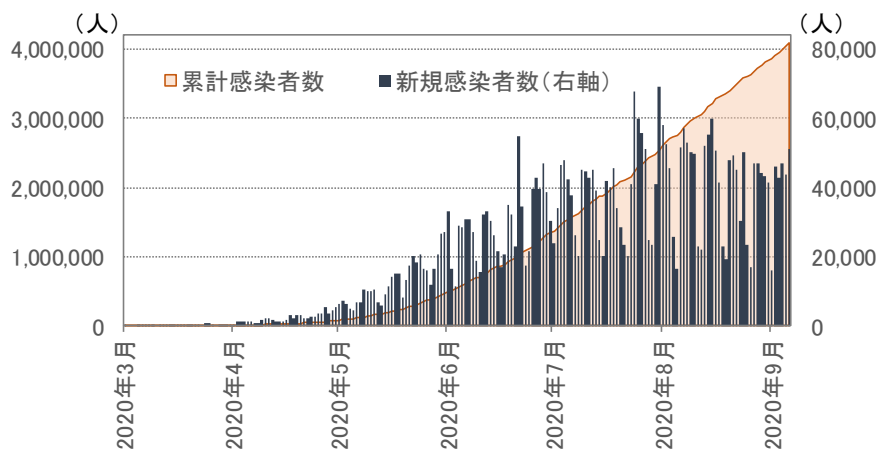
ブラジルでは新型コロナウイルスの感染急拡大が続いており、当局の感染症対策は殆ど機能していない。直近4～6月期の経済成長率は前年比で▲11.4%の大幅落ち込みを記録した。経済に大きな打撃を与えたコロナ禍はまた、財政問題やいわゆる「ブラジルコスト」といった同国固有の構造問題の再浮上にもつながっている。

ボルソナロ大統領は、2019年の就任以来これらの問題に取り組み、同年10月には年金改革を実現させるなど成果も挙げたが、コロナ禍への対応で財政状況の再悪化が避けられず、国民の支持率低下で構造改革の実現性にも懸念が高まっている。改革の頓挫はボルソナロ政権に大きな期待を寄せた投資家の失望を通じて、同国への投資萎縮を招き、通貨安とインフレの昂進、景気悪化、更なる財政悪化・通貨安の進行という負のスパイラルが再来するリスクがある。中南米最大の国であるブラジルの動揺は、同地域の新興国全般に対する投資家の信頼感を低下させ、資金逃避につながることも懸念される。当面、改革の行方をはじめ同国の情勢には注意が必要である。

1. ブラジルでの新型コロナウイルスの感染拡大が止まらない

ブラジルでは、新型コロナウイルスの感染者はおおよそ一日4万人超のペースで増加し、9月6日に累計感染者数は400万人を突破した(図表1)。ロックダウン(都市封鎖)など経済活動を妨げるような感染症対策に反対姿勢を示すボルソナロ大統領の下で、感染拡大には歯止めが掛からず、大統領自身¹を含め、国民の50人に1人が新型コロナウイルスに感染した状況にある。

図表1 ブラジルの感染者数推移



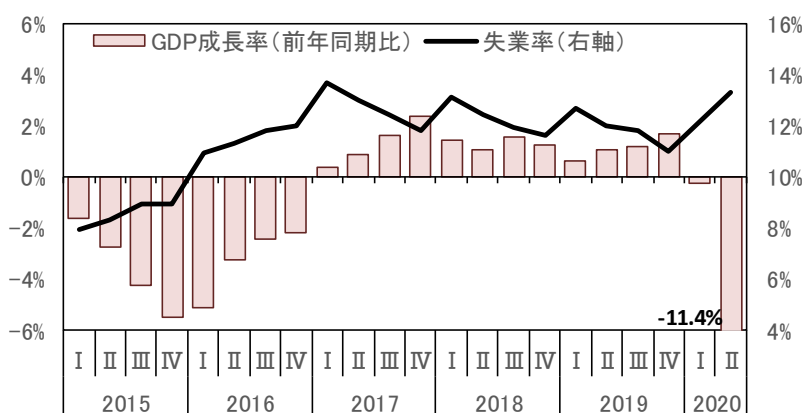
(資料)CEIC データ

¹ ボルソナロ大統領は7月初めに感染が確定され、8月に回復したものの、治療は1ヶ月以上に及んだ。

2. 経済への打撃は深刻

2019年1月に発足した改革志向のボルソナーロ政権の下で投資や消費が拡大し、ブラジル経済は2019年末にかけて緩やかな持ち直し傾向を辿った。しかし、2020年に入ると、新型コロナウイルスが世界的に大流行し、ブラジルでも3月から感染が急拡大した。大統領の反対で全国レベルのロックダウン措置は導入されなかったものの、サンパウロをはじめ多くの州では3月から6月にかけて自主的なロックダウン措置が採られた。経済活動への影響は深刻で、2020年第Ⅰ四半期(1～3月)の実質GDP成長率は前年同期比でマイナスに転落し、直近発表の第Ⅱ四半期(4～6月)は▲11.4%の大幅な落ち込みを記録した。2019年末にかけて改善傾向にあった雇用情勢も急変し、失業率は2019年12月の11.0%から2020年6月の13.3%に悪化している(図表2)。

図表2 経済成長率と失業率の推移

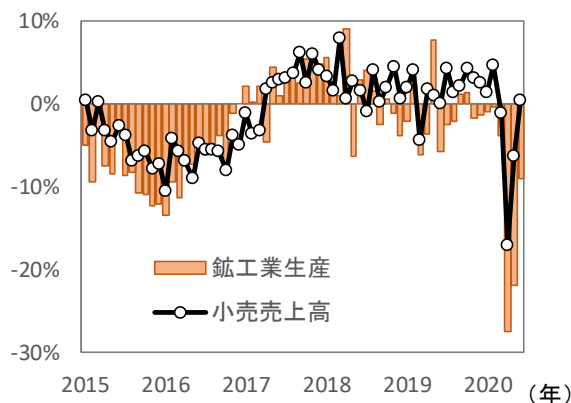


(資料)CEIC データ

鉱工業生産の伸び率は3月以降マイナスに転じ、4月と5月は前年比で▲20%を超える落ち込みとなった。当局による弱者層向け現金給付策の恩恵を受けた消費(GDPの6割超を占める)も、生産活動より落ち幅が小さかったとはいえ、4月には▲17%の縮小を記録した(図表3)。

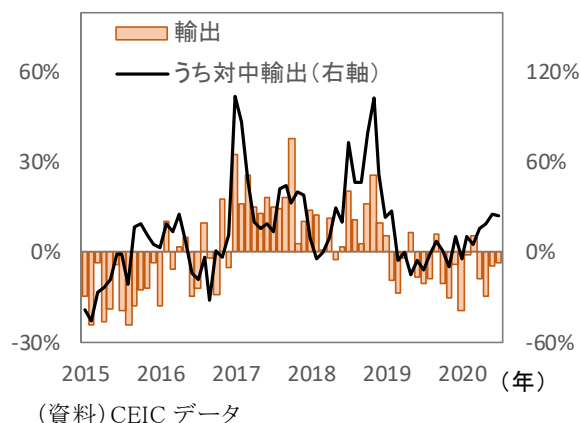
コロナ禍によるグローバル景気後退はあるものの、全体の約3割を占める対中輸出が堅調な伸びを維持し、輸出全体の下支えとなっている他、ロックダウン措置の緩和などを背景に、小売売上高は6月に前年比プラス成長に転じるなど一部指標の改善が見られている(図表3と図表4)。但し、この動きが広がって、経済全体が持続的な改善基調に戻ることは望みにくい。

図表3 鉱工業生産と小売売上高の前年同月比伸び率



(資料)CEIC データ

図表4 輸出と対中輸出の前年同月比伸び率



(資料)CEIC データ

その理由として第一に、感染拡大のペースは依然として衰えていないことは、今後も経済活動の抑制要因として働くことが挙げられる。次いで、政府による支援の縮小が挙げられる。当局による家計や企業向けの支援策の多くは9月末にて期限を迎える予定で、弱者層向け給付策は12月までに期限延長される見通しとなったが、給付額が半分に減らされる見込みである。今後は政策効果の息切れが予想され、企業倒産の増加、雇用情勢の悪化や個人消費の低迷が懸念されるほか、米中間の駆け引き次第で、堅調な伸びを保ってきた中国向け輸出に急ブレーキがかかる虞もある²。ブラジル経済は2020年を通して低迷するリスクが高く、IMFは6月の世界経済見通しで、2020年の実質GDP成長率を▲9.1%と予測した(1月には+2.2%の予測であった)。

3. 厳しい財政状況、いわゆる「ブラジルコスト」といった構造問題が再び浮き彫りに

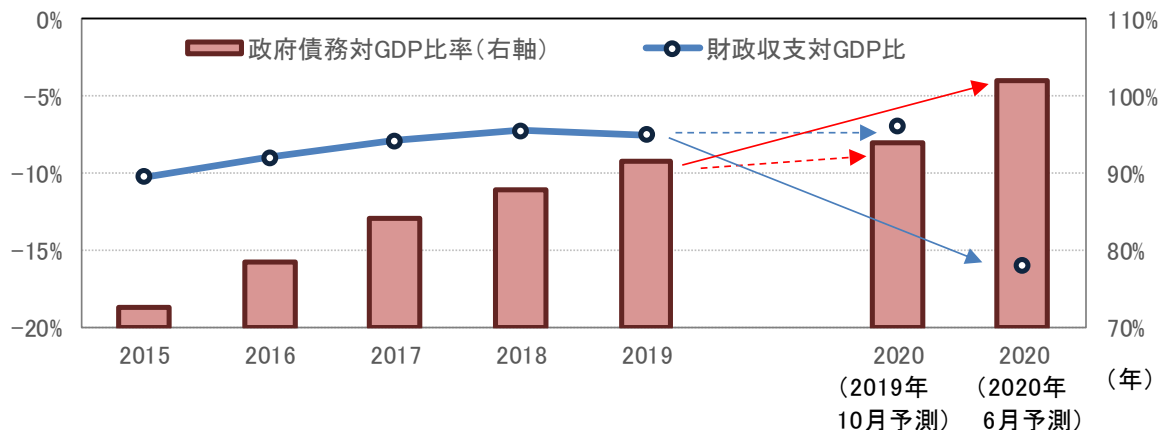
ブラジルは慢性的な財政赤字、新興国の立場に釣り合わない巨額な政府債務といった財政上の問題を抱えてきた。加えて、「ブラジルコスト」と揶揄される複雑な税制度、過剰な労働者保護、過重な企業負担、決められない政治、汚職の横行といったビジネスを行う上での障害も長らく残存している。ボルソナロ大統領は、財政再建やブラジルコストの低減を目指す構造改革の敢行を掲げて大統領に選出された。大統領に就任以来、財政再建の一環として年金改革を成立させたほか、税制の簡素化、政府部門のスリム化、国有企業の民営化など一連の構造改革に取り組んでいる。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大やそれに伴う景気後退により、財政再建や構造改革の先行きに不透明感が高まっている。

財政問題については、ボルソナロ政権は発足後、財政支出の大半を占める社会保障支出の削減を目指し、年金制度の改革を優先的に取り組んできた。少数与党という不利な立場にありながら、大統領による積極的な働きかけで一部の中道政党から協力を取り付け、2019年10月には年金改革案を成立させた。同改革により、この先10年間に渡り毎年GDPの1%程度の財政赤字圧縮効果が見込まれ、ブラジルは財政再建に向け大きく前進した。アマゾンの森林破壊を伴う経済活動を擁護する発言や新型コロナウイルスを軽視する姿勢など、風変わりな言動で物議が多いものの、積年の懸案であった年金改革に道筋をつけた通り、ボルソナロ大統領は独特な政治手腕をあわせ持っている。

しかし、コロナ禍の発生により、ボルソナロ政権の財政再建路線が揺るぎ始めている。4月以降、コロナ対策という大義名分の下で、経済弱者層向け現金給付といったポピュリズム色濃厚な政策を打ち出したほか、2020年における財政規律の順守義務の停止にも踏み切った。景気対策に伴う財政支出の増加に加え、景気悪化による財政収入の落ち込みで財政赤字が急拡大し、政府債務が大幅に増加することは避けられない。IMFの予測では、2020年の財政収支対GDP比は▲16%の大幅な赤字となり、政府債務対GDP比も102%と節目の100%を初めて上回ることが見込まれている(次頁図表5)。

² 8月中旬には、中国がブラジルからの大豆輸入を停止させ、米国産に切り替えるといった報道があった。2020年1月に成立した米中貿易合意を履行するための中国側の行動次第で、ブラジルの輸出に打撃を及ぼすリスクがある。

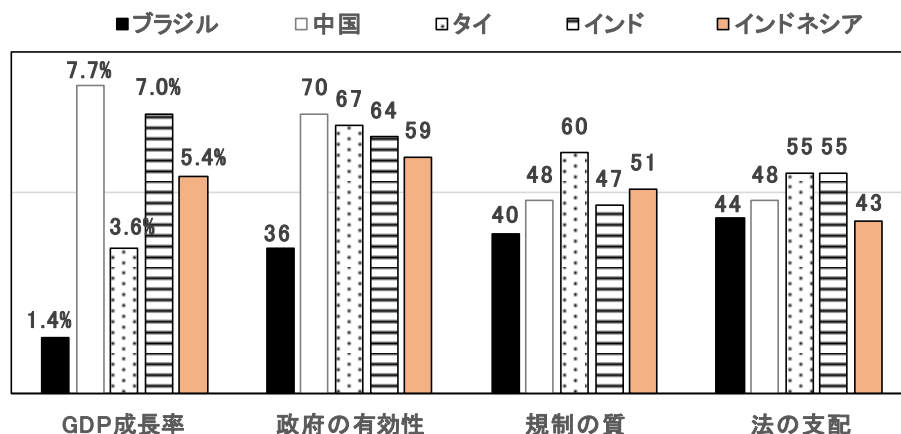
図5 財政収支・政府債務の推移



(資料)IMF の「世界経済見通し」

また、ブラジルコストの低減を目指した一連の構造改革にも暗雲が漂い始めている。2億の人口を擁し、鉄鉱石や石油など鉱物資源が豊富で、世界有数の耕作可能面積に恵まれるブラジルは大きな成長ポテンシャルを持つが、ブラジルコストの存在が成長力底上げを阻害してきた。図表6の通り、ブラジルは主要アジア新興国と比べ経済成長率が大きく劣後し、政府の有効性や規制の質といったビジネス環境を反映する指標も総じて後塵を拝している。

図表6 主要アジア新興国との比較



(注) GDP 成長率は 2010 年～2019 年の実質 GDP 成長率の平均値。

その他指標は 2019 年版の世界銀行ワールドガバナンスインデックス。値が高いほど良い。

(資料)世界銀行、IMF データ

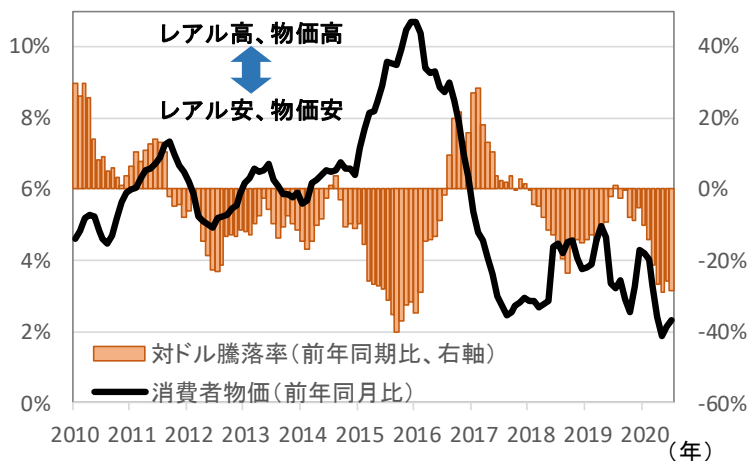
中南米の国として、ブラジルではポピュリズム的な風潮が根強く存在しており、痛みを伴う構造改革は長年、国民にとって不人気であった。ボルソナーロ大統領は、改革による生活の向上という国民の期待を背負って当選したが、コロナ禍による景気後退でポピュリズム的な風潮が蒸し返す虞があり、改革に反対する声が高まりかねない。また、コロナ感染の急拡大を背景に、大統領支持率は6月にかけて大きく低下した。その後、弱者層向け給付策の期限延長を発表し支持率の回復につなげたものの、感染状況や景気動向次第で国民の支持を再び失うリスクが残る。大統領支持率の急落は、これまで政権に協力してきた中道政党の離反につながる虞があり、少数与党のボルソナーロ政権が推し進める一連の構造改革が停滞し、頓挫してしまうことが懸念される。

4. 投資家の失望を招き、2015年から2016年に経験した危機の再来が懸念される

2000年代以降の中国の高成長を受けた資源ブームの恩恵で、ブラジルも高成長を謳歌する時代があったが、構造問題への対処が不十分のため、資源ブームの終焉により近年は再び低成長に悩まされている。特に、2015年のいわゆるチャイナショック³を受け、「双子の赤字」に代表される脆弱な財政・対外ポジションを抱えるブラジルは、フラジャイル5(脆弱な5カ国)の一つに数えられ、リスクの高い国と位置付けられた。2015年から2016年にかけて、同国から急激な資金流出とレアル安が発生し、インフレの昂進、国内景気の悪化、更なる通貨安の進行という負のスパイラルに見舞われた(図表7と図表8)。

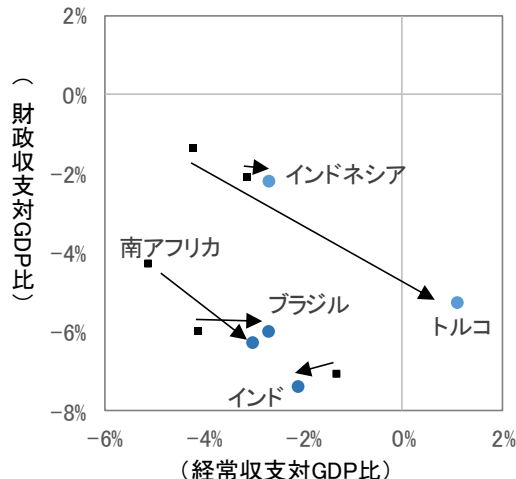
今回のコロナ禍による経済への打撃はチャイナショックよりもずっと深刻で、当時問題視された同国の双子の赤字も根本的な改善が見られない(図表8)。それでも、今回の為替減価幅が当時と比べ小幅に留まっている背景には、ボルソナーロ大統領の改革に対する投資家の期待が残っていることがある。

図表7 レアル為替とインフレ率の推移



(資料)CEIC データ

図表8 フラジャイル5の財政収支と経常収支変化



(注)チャイナショックとコロナ禍それぞれの前年実績として 2014 年から 2019 年の変化を示す。
(資料)IMF データ

こうした投資家の期待は、ブラジルを巡る資金の動きにとって重要な直接投資の継続的な流入を支える要因の一つになっている。次頁図表9は、ブラジルの国際収支表⁴である。同国の対外収支の特徴として、資源・農産物輸出に支えられ貿易収支が黒字基調にある一方、サービス収支や第一次所得収支⁵の大幅マイナスにより経常収支全体は赤字基調、つまり資金流出状態にある。

³ 中国が2015年8月に人民元為替レートの切り下げを突如発表したことを受け、中国経済に対する悲観的な見方が広がり、2016年初頭にかけて国際金融市場でのリスクオフでグローバル株式相場の連鎖安や、脆弱性が高いと見られた新興国からの大規模資金逃避が発生した。

⁴ 国際収支表は、一定期間における一国の対外取引を記録する統計で、(1)モノやサービス、所得などの取引を表す経常収支、(2)対外金融資産・負債の増減に関する取引を表す金融収支、(3)政府間支援などを表す資本移転等収支、(4)統計に補足されない取引等を表す誤差脱漏に分けられる。「経常収支+資本移転等収支-金融収支+誤差脱漏=0」の恒等式が成り立つ。

⁵ 貿易収支はモノの取引に伴う受け払いを示すのに対し、サービス収支は海外観光などサービスの取引に伴う受け払い、第一次所得収支は利息や配当といった投資収益の受け払いを示す。

その資金流出を補っているのは金融収支、とりわけ企業進出など実業への投資がメインとなる直接投資である。

図表9 ブラジルの国際収支表の推移

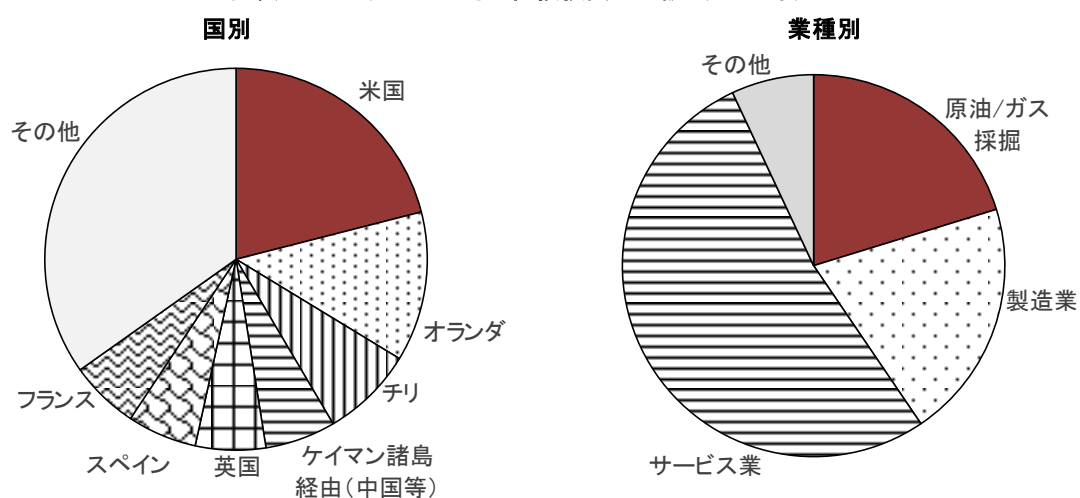
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 1～6月
経常収支	-54,472	-24,230	-15,015	-41,540	-49,452	-13,426
貿易収支	17,655	44,635	63,959	53,047	40,782	18,840
サービス収支	-36,915	-30,447	-37,927	-35,734	-35,139	-10,413
第一次所得収支	-37,963	-41,544	-43,170	-58,825	-56,059	-23,128
第二次所得収支	2,751	3,125	2,123	-28	964	1,276
資本移転等収支	461	274	379	440	369	190
金融収支	-56,152	-15,722	-9,931	-42,412	-51,511	-11,887
直接投資	-61,604	-59,601	-47,545	-76,138	-56,474	-43,021
証券投資	-17,839	20,033	17,724	6,861	22,247	31,501
金融派生商品	3,450	-969	705	2,753	1,673	5,677
その他投資	18,272	15,586	14,096	21,174	7,098	10,722
外貨準備の増減	+1,569	+9,228	+5,088	+2,937	-26,055	-16,766
誤差脱漏	-2,141	8,234	4,704	-1,312	-2,428	1,349

(注) 経常収支の部ではプラス値が資金流入、マイナス値が資金流出を表す。金融収支の部では、マイナス値が資金流入、プラス値が資金流出を表す。外貨準備の増減については、プラスは増加、マイナスは減少を表す。

(資料) CEIC データ

直接投資による資金流入(図表9の中、直接投資のマイナスは資金流入を表す)は近年、継続している。この基調は、チャイナショックの影響を受けた2015年から2016年、並びに2020年前半のコロナ禍による株式や債券といった証券投資に伴う資金流出が急拡大する中でも途切れていない。逃げ足の速い証券投資と比べ、安定性の高い直接投資による資金流入は対外収支バランスを維持し、ブラジル全体で海外への急激な資金流出を防ぐ防波堤の役割を果たしている。また、発展途上国のブラジルにとって、欧米中心に先進国からの対内直接投資は、大切な資本や技術を導入することを通じて、経済発展にも大いに貢献してきた(図表10左)。

図表10 ブラジルの対内直接投資の内訳(2019年)



(資料) CEIC データ

この先、財政状況の著しい悪化や構造改革の頓挫が現実になれば、ボルソナロ政権に大きな期待を寄せている海外投資家の失望を招きかねない。その際、資源開発を目的とする石油・ガス採掘関連の対内直接投資(全体の約 1/5)は維持されようが、それ以外のサービス業(同 1/2)や製造業(同 1/5)に関連する投資は縮小の虞がある(前頁図表 10 右)。証券投資に伴う資金流出が止まらず、中国向け輸出の失速で貿易収支の黒字縮小・赤字転換も懸念される中、これまでアンカーを担ってきた直接投資に伴う資金流入も細れば、同国の対外ポジションは大幅に悪化することが予想される。最悪の場合、レアル為替の急落、インフレの昂進、国内景気の悪化、更なる通貨安の進行という、2015 年から 2016 年に経験した危機の連鎖が再来しかねない。

中南米地域最大の国であるブラジルが大きく動揺する事態となれば、投資家による同地域新興国全般への信頼感低下につながり、同地域からの資金逃避を引き起こすリスクがある。当面、同国における新型コロナウイルスの感染状況や国内景気の推移、ボルソナロ政権の構造改革の行方を左右する政治の動向に注意する必要がある。

シェン ショウイー

(調査部 海外調査チーム 盛 暁毅 : Sheng_Xiaoyi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。