

コロナ禍で再び岐路に立たされるブラジル

<要旨>

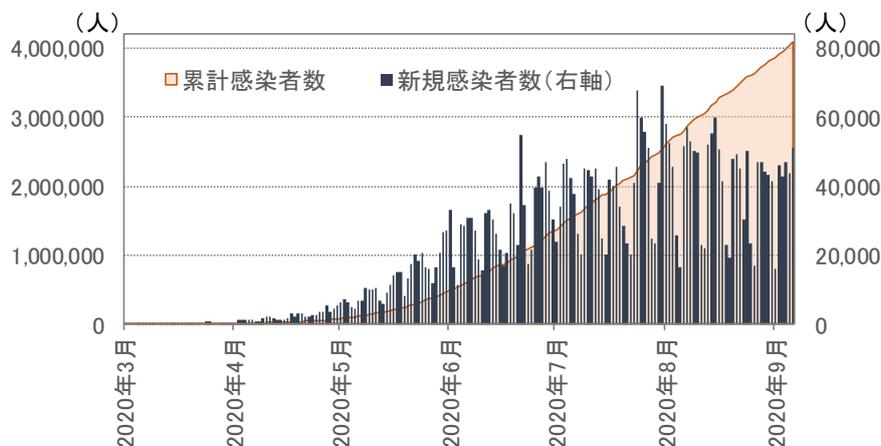
ブラジルでは新型コロナウイルスの感染急拡大が続いており、当局の感染症対策は殆ど機能していない。直近4～6月期の経済成長率は前年比で▲11.4%の大幅落ち込みを記録した。経済に大きな打撃を与えたコロナ禍はまた、財政問題やいわゆる「ブラジルコスト」といった同国固有の構造問題の再浮上にもつながっている。

ボルソナーロ大統領は、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ー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ーロ大統領の下で、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



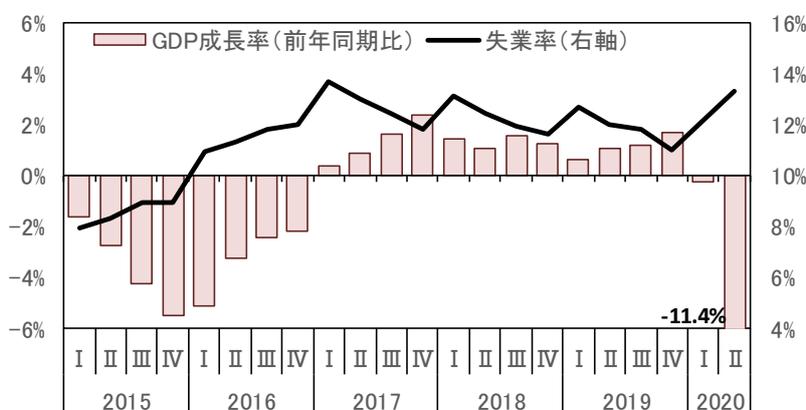
(資料)CEIC データ

¹ ボルソナーロ大統領は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

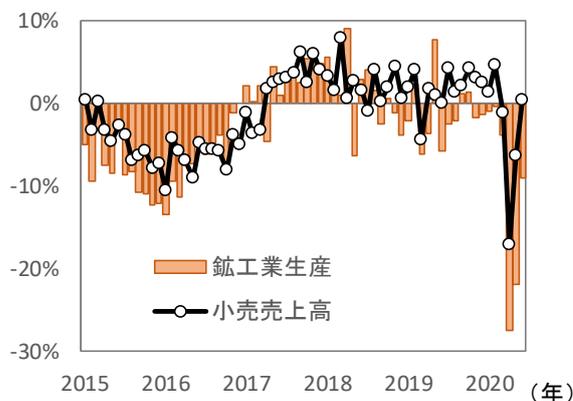


(資料)CEIC データ

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)。

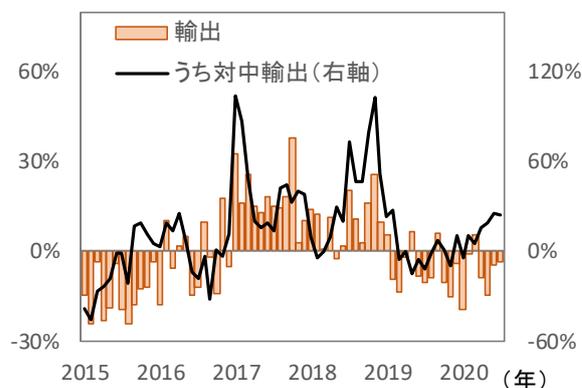
コロナ禍によるグローバル景気後退はあるものの、全体の約3割を占める対中輸出が堅調な伸びを維持し、輸出全体の下支えとなっている他、ロックダウン措置の緩和などを背景に、小売売上高は6月に前年比プラス成長に転じるなど一部指標の改善が見られている(図表3と図表4)。但し、この動きが広がって、経済全体が持続的な改善基調に戻ることは望みにくい。

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

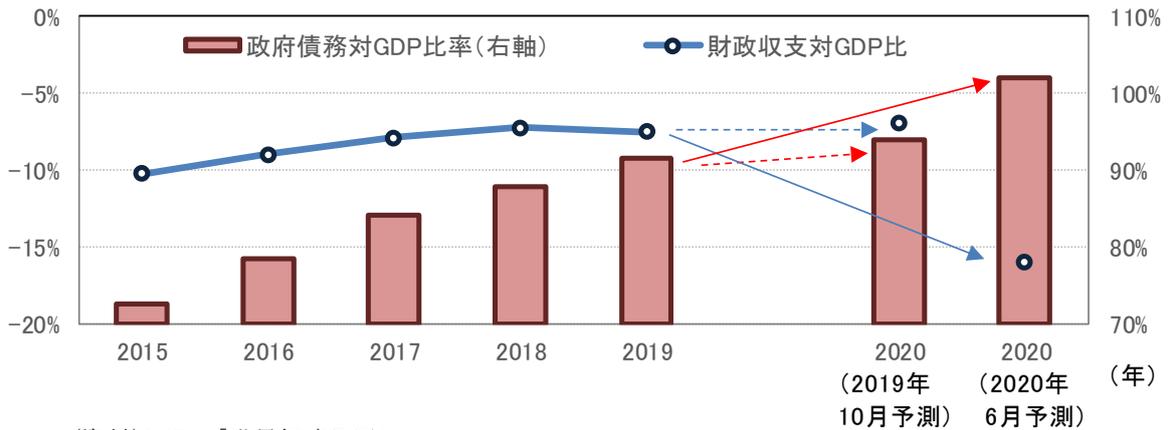
ブラジルは慢性的な財政赤字、新興国の立場に釣り合わない巨額な政府債務といった財政上の問題を抱えてきた。加えて、「ブラジルコスト」と揶揄される複雑な税制度、過剰な労働者保護、過重な企業負担、決められない政治、汚職の横行といったビジネスを行う上での障害も長らく残存している。ボルソナーロ大統領は、財政再建やブラジルコストの低減を目指す構造改革の敢行を掲げて大統領に選出された。大統領に就任以来、財政再建の一環として年金改革を成立させたほか、税制の簡素化、政府部門のスリム化、国有企業の民営化など一連の構造改革に取り組んでいる。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大やそれに伴う景気後退により、財政再建や構造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

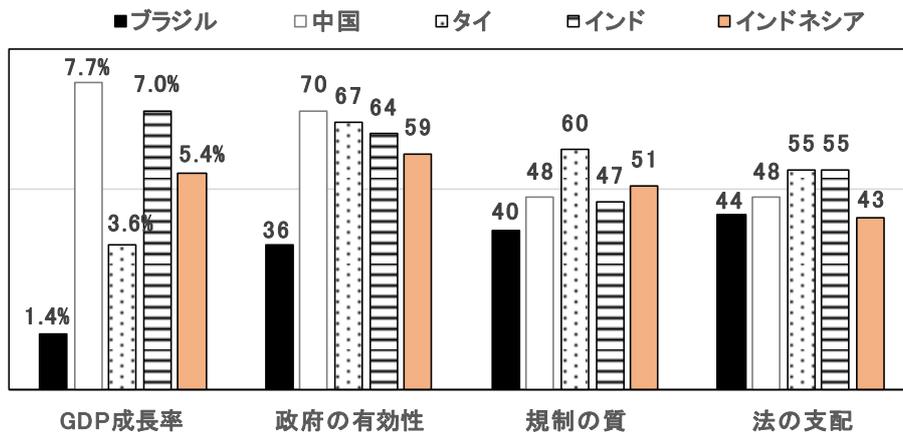
図5 財政収支・政府債務の推移



(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

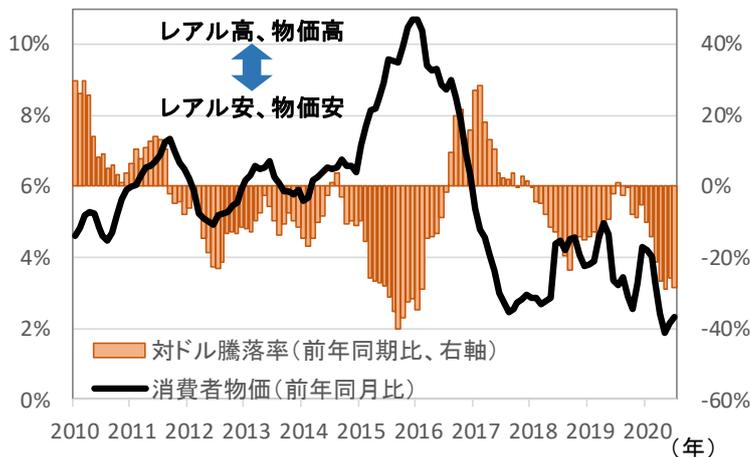
中南米の国として、ブラジルではポピュリズム的な風潮が根強く存在しており、痛みを伴う構造改革は長年、国民にとって不人気であった。ボルソナーロ大統領は、改革による生活の向上という国民の期待を背負って当選したが、コロナ禍による景気後退でポピュリズム的な風潮が蒸し返す虞があり、改革に反対する声が高まりかねない。また、コロナ感染の急拡大を背景に、大統領支持率は6月にかけて大きく低下した。その後、弱者層向け給付策の期限延長を発表し支持率の回復につなげたものの、感染状況や景気動向次第で国民の支持を再び失うリスクが残る。大統領支持率の急落は、これまで政権に協力してきた中道政党の離反につながる虞があり、少数与党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

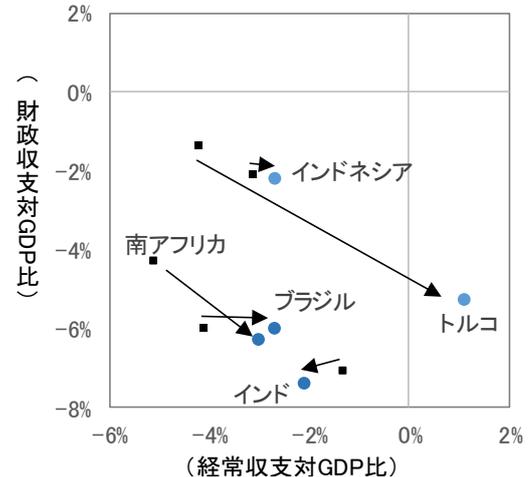
今回のコロナ禍による経済への打撃はチャイナショックよりもずっと深刻で、当時問題視された同国の双子の赤字も根本的な改善が見られない(図表8)。それでも、今回の為替減価幅が当時と比べ小幅に留まっている背景には、ボルソナーロ大統領の改革に対する投資家の期待が残っていることがある。

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

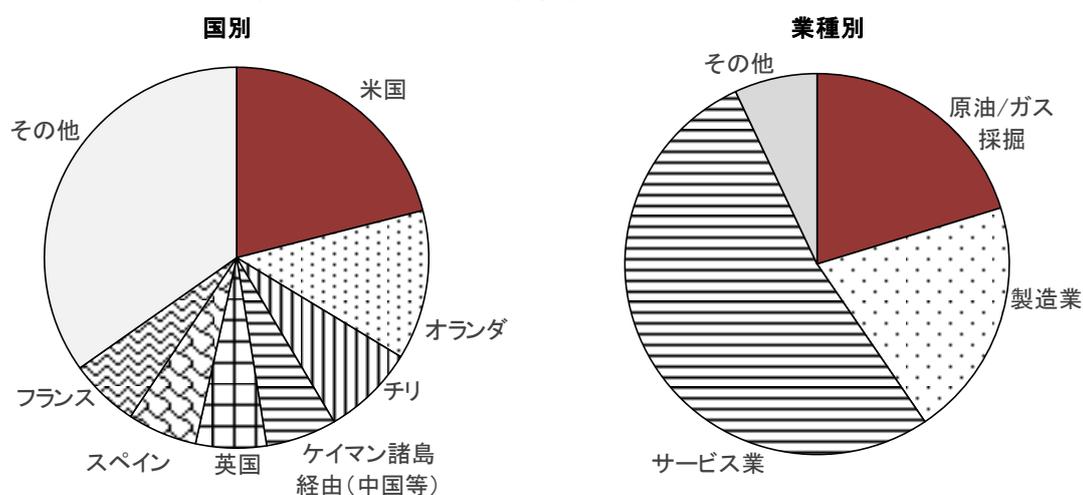
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 1～6月
経常収支	-54,472	-24,230	-15,015	-41,540	-49,452	-13,426
貿易収支	17,655	44,635	63,959	53,047	40,782	18,840
サービス収支	-36,915	-30,447	-37,927	-35,734	-35,139	-10,413
第一次所得収支	-37,963	-41,544	-43,170	-58,825	-56,059	-23,128
第二次所得収支	2,751	3,125	2,123	-28	964	1,276
資本移転等収支	461	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、ボルソナー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、ボルソナー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。