

2026. 10 No.174

三井住友信託銀行

調査月報



時論

ドイツの地方選挙が映す、右派ポピュリズムの行方.....1

経済の動き

インフレ局面で個人消費を支えた資産効果

～先行きは所得効果の発現が鍵～.....3

3つの長期景気回復にみる企業行動の変化

～利益拡大の背景と財務・投資スタンスの変遷～.....10

中南米の右傾化とブラジルの大統領選挙.....16

訪日外国人の訪問地・宿泊地の動向

～インバウンド需要の地方分散は進んでいるのか？～.....24

時論

ドイツの地方選挙が映す、右派ポピュリズムの行方

9月6日にドイツの小さな州で行われた州議会選挙が、広く注目を集めている。旧東独に属するザクセン＝アンハルト州で、極右かつポピュリズム政党とされる「ドイツのための選択肢 (Alternative für Deutschland、以下 AfD)」が4割を超える票と半数近くの議席を得たからである。AfD のザクセン＝アンハルト州支部は、同州の憲法擁護庁から「gesichert rechtsextremistisch」、すなわち極右的な活動が確認された団体と位置づけられている。このような政党が初めて州首相を輩出する可能性が、センセーショナルに報道されている。

旧東独地域では、もともと AfD のような住民の現状に対する不満をポピュリズム的な支持に変え、移民に排外的な姿勢を打ち出す政党に支持が集まる土壤があるとされる。一つは経済面での格差と、それに起因する一種の疎外感である。ザクセン＝アンハルト州の一人当たり名目 GDP はドイツ平均の7割強に過ぎない。この比率は、統一直後に4割弱だったところから改善はしているものの、まだ明確な差として残っている。こうした経済条件下で人口減も続いており、2025年のドイツ全体の人口が1990年と比べて4.7%増える中で、この州では26%も減少している。そして若年層の流出で高齢化率も高く、2025年時点の65歳以上比率はドイツ全体が23.1%であるのに対して当地では28.9%となっている。こうした数字だけでなく、統一後に生まれた言葉にもこのような意識と、それに基づく感情が窺えるものがある。例えば“Besserwessi”という単語、「Besserwisser (知ったかぶり・知識をひけらかす人)」と「Wessi (西ドイツ人)」を掛け合わせた造語で、西側出身者の東独に対する上から目線を揶揄して呼んだ言葉である。更に、俗語の領域ではなく公式な文脈でも、旧西独に属する州を「alte Bundesländer (古い州)」、旧東独は「neue Bundesländer (新しい州)」と称するとのこと。統一の際に、旧東独が旧西独側に吸収された経緯を踏まえると事実に基づく表現ではあるが、こうした言葉の存在も、一部の国民には複雑な思いを抱かせているのではないか。

そしてもう一つは、旧東独で受け入れていた外国人が西独と比べて少なかったことである。言い換えると住民が外国人と接触する機会が少なかったということで、統一後10年ほど経った2000年のドイツ全体の外国人比率が8.8%であったのに対してこの州ではわずか1.7%であった。2025年時点ではドイツ全体で14.9%、州の中にはベルリンやブレーメン州など20%を超えるところもある中で、ザクセン＝アンハルト州は7.9%と最も低い部類にあるにもかかわらず、移民に対する強い反発につながった。

今回の選挙では、事前の世論調査で4割超の有権者がAfDに投票する意思を持っていたことは明らかだったため、同党が第一党になったことは驚きではない。しかし、事前の世論調査で2割を超えていたキリスト教民主同盟(CDU)の得票率が実際には2割を下回り、同じく1割を超えていた左翼党(Linke)の得票率が一桁に留まったことは、既存政党の弱さを浮き彫りにするサプライズであった。そして今回の選挙結果の影響を複雑にするのは、ザーラ・ワゲンクネヒト同盟(以下BSW)が議席を確保し、AfDと組めば議会の過半数を超える状態になったことだと思っている。BSWは2024年に左翼党(Linke)を割る形で独立した政党で、AfDが右のポピュリズムならBSWは左のポピュリズム政党とされる。両党は左右の政治的立場を異にするものの、移民政策、親ロシア的なスタンス、エネルギー政策、公共放送制度などいくつ

かの点で意見が近い。BSW は AfD との正式な連立や AfD 候補の州首相選出への支持には距離を置く一方、個別政策での協力には前向きな姿勢を示している。まだ帰趨は不明ながら、これらの政党が既存政党と明確に異なる価値観を持っていることは間違いなく、それ故にこの 2 政党間で何らかの協力が成立した場合は更に不透明感が高まるだろう。

中には、今回の結果をさほど懸念する必要はないとする向きもある。AfD が強く訴えた移民政策や外交など主要政策の多くは連邦レベルで決まることから州政府の影響力は限られているというのがその根拠で、それ自体は間違いではないが、先のことも考えるとこれで片付けられる問題でもないと思う。

これまでは、州レベルでも連邦レベルでも単独過半数を占める政党がなく連立政権が前提になっていた中、既存政党は AfD を政権に関わらせないことを前提に連立を組んできた。2025 年 2 月の連邦選挙でも、AfD が 152 議席、全 630 議席のうち 24% を占める中で、中道とはいえ左右の CDU/CSU (208 議席) と社会民主党 (SPD、120 議席) が連立を組んでからうじて過半数を確保している。ザクセン＝アンハルト州での同党支持率の 4 割超が突出して高いのは確かだが、旧西独州でも決して低くはなく、連邦全体で 27～30% に及び、この水準は CDU/CSU や SPD それぞれを既に上回っている。勿論、現状でも連立を前提とすれば AfD を外して過半数を確保し、政権を樹立することは可能であり、それができなくなるまでにはまだ距離がある。しかし支持率がここまで上がってくると、これだけの支持を集める政党をこの先も無条件に政権から外して政権運営ができるのか、また民意を尊重する観点からそれが許されるのかという議論が徐々に出てくる可能性がある。実際に、ザクセン＝アンハルト州で住民の支持の強さを目の当たりにしている州議会議員の中からは AfD との何らかの連携の可能性に言及する動きが出始めており、あくまで政権からの除外を前提とする連邦レベルの政治家との温度差を指摘する向きも増えている。CDU は 2018 年の党大会で、AfD との連立や似た形での協力 (Koalitionen und ähnliche Formen der Zusammenarbeit) を正式に拒否し、これが防火壁 (Brandmauer) と呼ばれているが、この扱いをどう考えるのかがいよいよ問題になる可能性を示唆したのが今回の選挙結果だったといえよう。支持率が上がっているのに政権から疎外されているという AfD の訴えが更に支持を高めることにもなりかねず、その場合ますます AfD 抜きの政権樹立・運営が難しくなり、政治的膠着が生まれやすくなっていく。

この後、ドイツ国内では全体として AfD への警戒感が高まって既存政党への支持が集まるのか、それとも更に勢いを増すのかがポイントだろうが、他国にとっても対岸の火事では済まされまい。グローバル化が進んで外国人割合が上昇する中、国内の経済格差拡大に加えてここ数年のインフレで多くの国民の不満が強まることで右のポピュリズムへの支持が高まった。こう考えると、ロシアによるウクライナ侵攻は、直接的に地政学的リスクや不安のレベルを引き上げただけでなく、インフレを通じて国民の不満を高め、主に西側諸国の政治を不安定化させたというのは、なかなか空恐ろしいことだと感じる。同じことはイギリスやフランスで見られていて、程度の差はあれ日本も例外ではない。こうした点で、今回の選挙は有権者の数こそ少ないが、大きな問題にどう対処するかという問いを世界中に突きつける先行事例と見なすべきではないか。

(本稿は 9 月 17 日時点で利用可能な情報で執筆しています)

(調査部長 花田 普)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等は chosainfo@smtbjp.com までご連絡ください。

インフレ局面で個人消費を支えた資産効果

～先行きは所得効果の発現が鍵～

<要旨>

2022 年以降、物価上昇が賃金上昇を上回り実質所得が低迷するなか、非耐久財が弱含む一方、サービス消費は回復基調を維持し、個人消費の落ち込みは限定的であった。本稿では、その背景として家計金融資産の増加による資産効果を検証した。

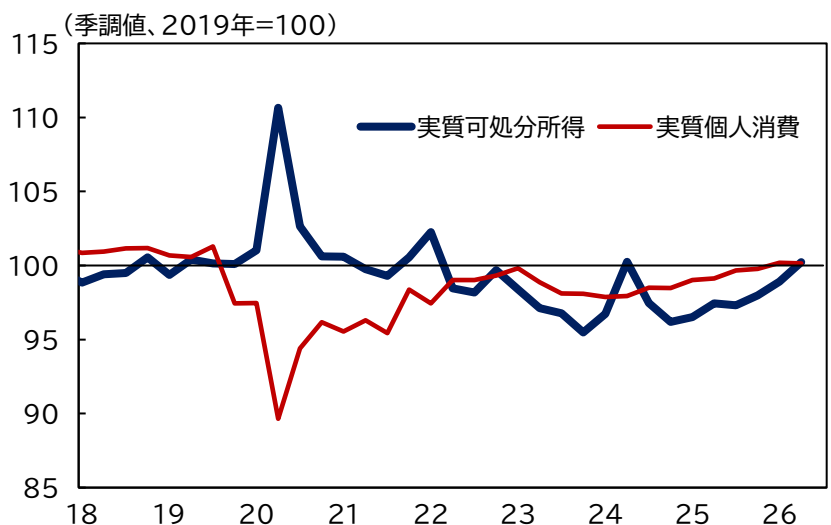
時系列分析では、株式・投資信託残高の増加が個人消費を押し上げ、その反応は消費全体に占める割合の大きいサービス消費で表れやすいことが示唆された。家計調査でも、サービス消費は、貯蓄上位世帯ほど支出割合が高く、その回復への寄与も大きい一方、非耐久財消費は全貯蓄階層で弱い。インフレ局面に至り、家計の節約志向が貯蓄階層を問わず非耐久財消費に顕在化した一方、貯蓄上位世帯のサービス消費が資産効果を通じて個人消費を支えたとみられる。

足元では実質所得が改善基調にある一方、個人消費の反応はなお鈍い。金利上昇を背景に株価の上値は重く、資産効果による追加的な押し上げは従来ほど見込みにくい。先行き、家計の節約志向が変わらず所得効果が顕在化しなければ、個人消費の伸びは鈍化する可能性がある。

1. 実質所得が低迷するなかでも底堅かった個人消費

コロナ禍後の世界的な需要回復とロシアによるウクライナ侵攻を契機に、2022 年以降、国内の物価環境は大きく変化した。コストプッシュ型のインフレによって物価上昇率が名目賃金上昇率を上回り、家計の実質可処分所得(実質所得)は 2023 年頃まで減少基調で推移した(図表 1)。その後、実質所得は持ち直しに転じたものの、2024 年 4～6 月期を除いてコロナ禍前の水準を下回る状況が続き、実質個人消費の足かせとなってきた。

図表 1 実質可処分所得と実質個人消費



(注) 実質個人消費は家計最終消費支出(26 年 4～6 月期 2 次速報値)。

実質可処分所得の 26 年 4～6 月期は筆者推計。

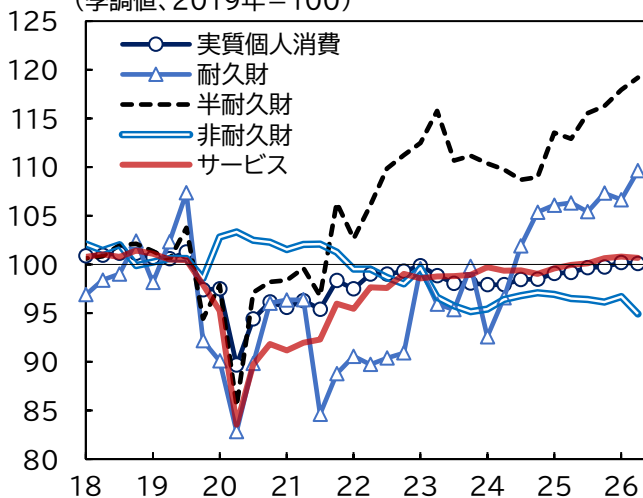
(資料) 内閣府

もっとも、2023 年頃までの実質可処分所得の減少幅に比べ、実質個人消費の落ち込みは限定的であった。形態別にみると、ウェイトの大きい非耐久財は実質所得の弱さと整合的に減少している一方、サービスは緩やかな回復基調を維持し、個人消費全体の底堅さを支えている(図表 2, 図表 3)。この点、所得環境だけでは、サービスを中心とする個人消費の底堅さを十分に説明できない。他方、金融市場では、株価上昇と円安に伴う外貨建て資産の円換算額増加を背景に、家計の金融資産残高は大きく増加してきた。

そこで本稿では、第一に時系列モデルによってリスク性金融資産の増加が個人消費に及ぼす影響(資産効果)を検証し、第二に消費形態別および貯蓄階層別の分析を通じて資産効果がどの消費分野・世帯層に表れているかを確認する。

図表 2 形態別の実質個人消費

(季調値、2019年=100)



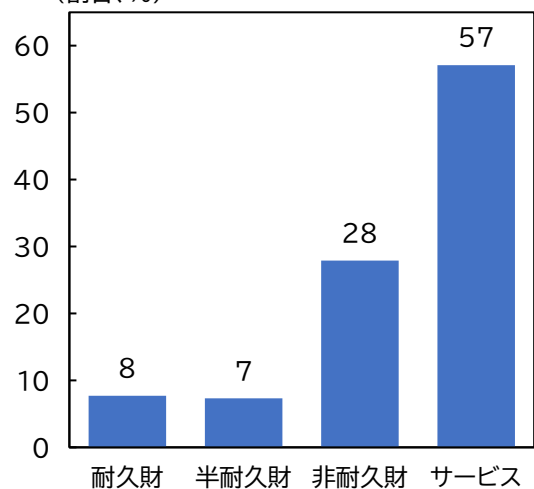
(注)実質個人消費は家計最終消費支出。

形態別はインバウンド消費含む。

(資料)内閣府

図表 3 形態別消費の割合(2025 年度)

(割合、%)



(注)名目国内家計最終消費支出に占める割合。インバウンド消費含む。

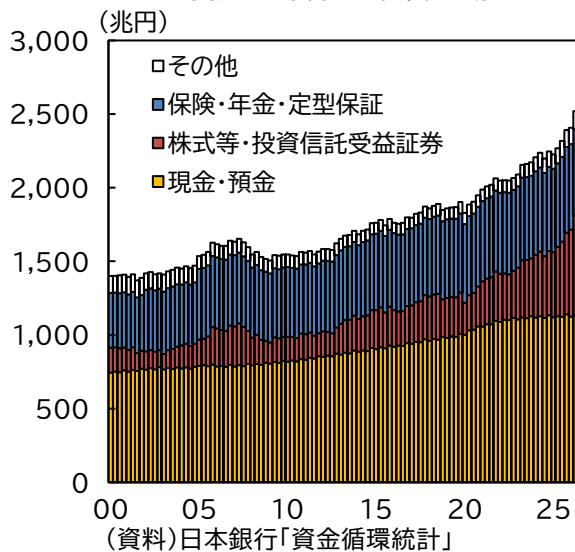
(資料)内閣府

2. リスク性金融資産の残高増加による個人消費への資産効果

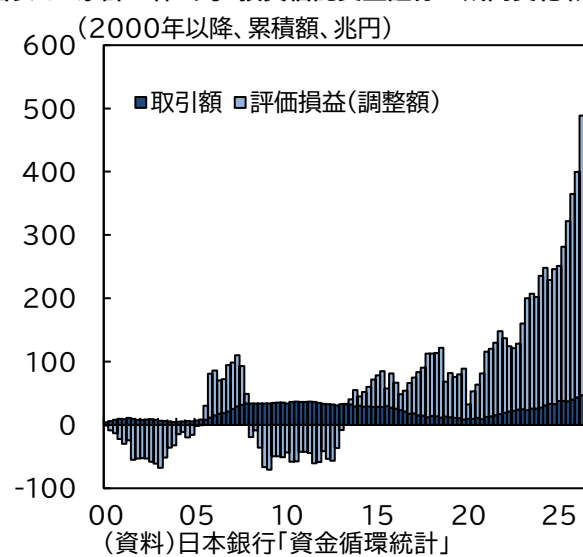
家計の金融資産残高は、リーマンショック後に縮小した後、アベノミクスが始まった 2013 年以降、振れを伴いながら増加基調を続けてきた(次頁図表 4)。コロナ禍では、世界的な金融緩和や政府の家計支援もあり、金融資産は一時的かつ僅かな減少に留まった。2022 年以降は、インフレ局面で現金・預金の増加ペースが鈍化した一方、株式等・投資信託受益証券(以下、株式・投資信託)が全体の増加を牽引している。

株式・投資信託の顕著な残高の伸びは、新規の買い入れである取引額の緩やかな増加が続くことに加えて、評価益が大幅に拡大したことが背景にある(次頁図表 5)。インフレ局面の 2021 年末から 2026 年 6 月末までをみると、TOPIX は+101%、S&P500 は+57%の上昇、ドル円レートは+41%の円安となっており、内外株価の上昇と外貨建て資産の為替差益が残高の押し上げに寄与しているとみられる。

図表 4 家計の金融資産残高

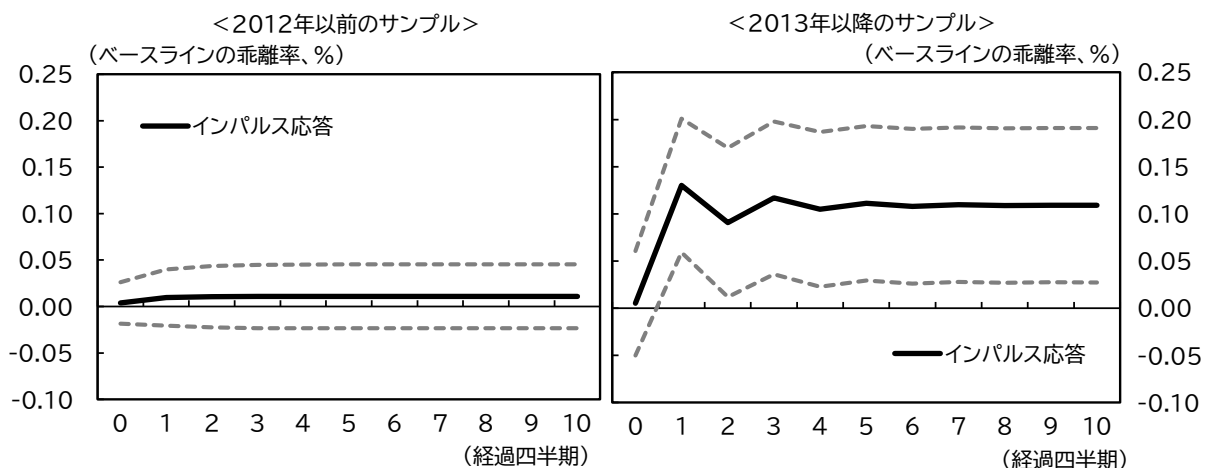


図表 5 家計の株式等・投資信託受益証券の残高変化(累積)



これらを踏まえ、家計の株式・投資信託の残高増加が個人消費に与える影響を検証するため、①実質株式・投資信託残高、②実質可処分所得、③実質個人消費の 3 変数からなる構造型 VAR モデル (Vector Autoregressive Model) を推定した（詳細は補論参照）。図表 6 は、株式・投資信託残高に 1% の正のショックが生じた場合に、個人消費がベースラインからどの程度乖離するかを示している。ここでは、大規模金融緩和の開始により株価上昇と円安が顕著となった 2013 年を境にサンプル期間を分けて推定している。2013 年以降のサンプルによるインパルス応答では、個人消費が 4 四半期後に +0.1% 増加し、その反応は統計的に有意となった。一方、2012 年以前のサンプルでは反応は小さく、有意ではなかった。推計期間による差は、2013 年以降に資産残高の増加に対する消費の感応度が高まった可能性を示す¹。

図表 6 株式・投資信託残高へのショック (+1%) に対する個人消費の累積インパルス応答



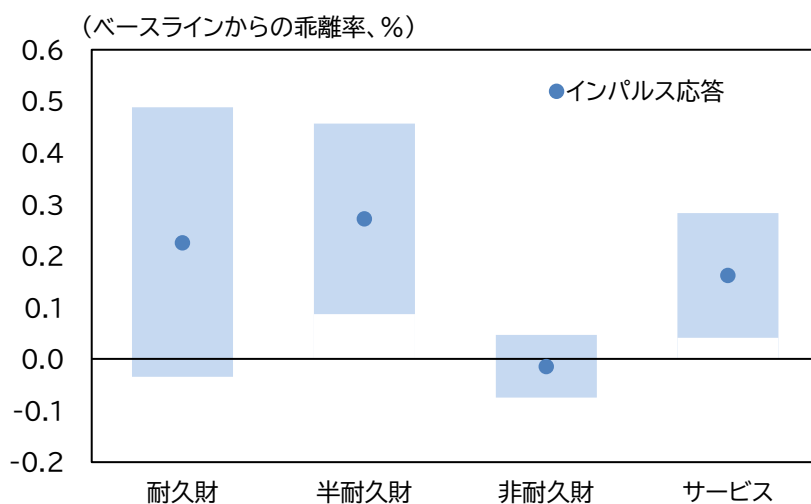
(注) ①実質株式・投資信託残高、②実質可処分所得、③実質個人消費の 3 変数からなる構造型 VAR モデルを推定。ショックの識別は上記順のコレスキー分解。1 期ラグ。各変数は実質値。破線は 95% 信頼区間。
(資料)三井住友信託銀行調査部作成

¹ 期間分割後の標本数や、変数間の因果関係に関する識別上の仮定によって結果が左右される可能性があるため、因果効果の大きさは幅をもってみる必要がある。

次に、個人消費を各形態別消費に置き換えて同様の推定を行った。図表 7 は、株式・投資信託残高に 1%の正のショックが生じた場合の、4 四半期後の反応を示している。半耐久財とサービスは有意な増加反応を示した。耐久財も増加方向に反応したが、統計的に有意ではなく、非耐久財の反応は小さかった。以上から、リスク性資産残高の増加による個人消費の押し上げは、非耐久財よりも、半耐久財やサービスに表れやすいことが示唆される。特に、サービスは個人消費に占めるウェイトが大きく、資産効果が個人消費全体へ波及する主要な経路と考えられる。

以上の分析結果をまとめると、実質所得が個人消費の下押し要因となった局面で、家計金融資産の増加が主としてサービスを通じて個人消費を下支えした可能性を示している。

図表 7 株式・投資信託残高へのショック(+1%)に対する形態別消費の累積インパルス応答(4 四半期後)



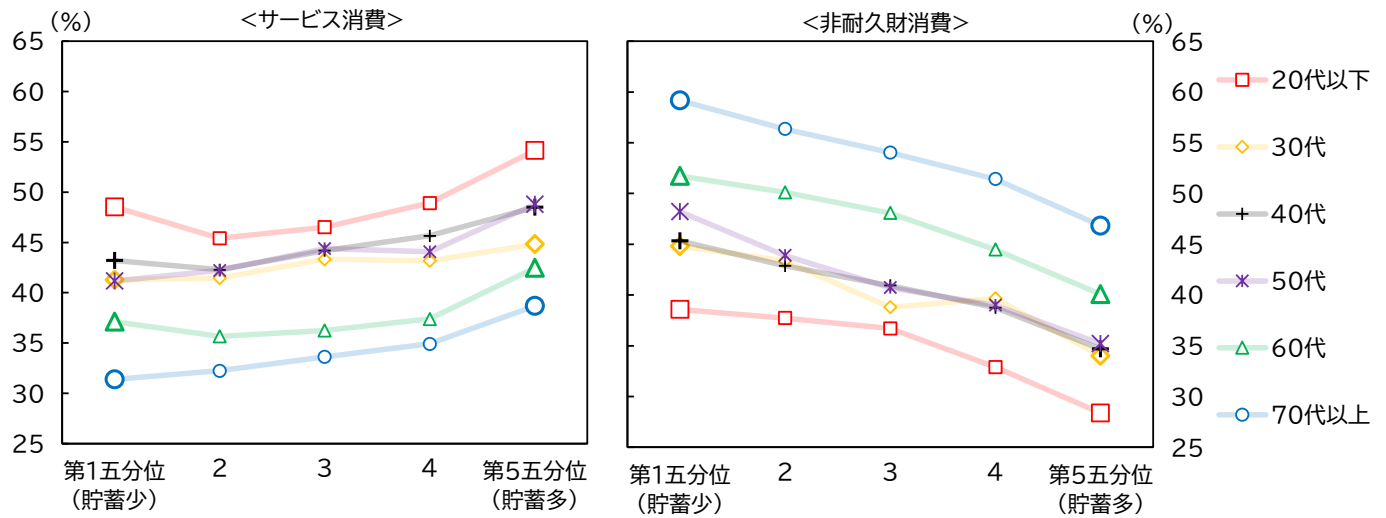
(注)ボックスは 95%信頼区間。2013 年以降のサンプル。

(資料)三井住友信託銀行調査部作成

3. 資産効果の波及先としてのサービス消費

資産効果の波及先をより具体的に確認するため、サービス消費を伸ばした家計の属性を確認する。次頁図表 8 は、家計調査(貯蓄・負債編)を用いて、各世帯主年齢階級の内部で世帯を貯蓄現在高の低い順に 5 等分し、2023～2025 年平均の消費構成を比較したものである。ここでは形態別消費のウェイトが大きく、かつ資産効果の違いが明確なサービスと非耐久財を取り上げている(前掲図表 3、図表 7)。例えば、70 代以上の第 5 五分位に属する世帯は、消費支出のうちサービス消費の占める割合が 39%、非耐久財消費が 47%となっている。全年齢階級で第 5 五分位のサービス消費割合が第 1 五分位を上回る一方、非耐久財消費割合はその逆の関係となっている。したがって、同世代の中で相対的に貯蓄の多い世帯ほど、消費支出をサービスへ振り向ける傾向がある。ただし、20 代以下は各貯蓄五分位の集計世帯数が少なく、少数サンプルに結果が左右されるため、幅をもってみる必要がある。また、貯蓄階層は所得や世帯属性とも相関するため、図表 8 は資産効果の因果的な説明ではなく、サービス消費と非耐久財消費の主な担い手を示したものである。

図表 8 貯蓄階層別×世帯主年齢別にみた消費構成(23～25 年平均)

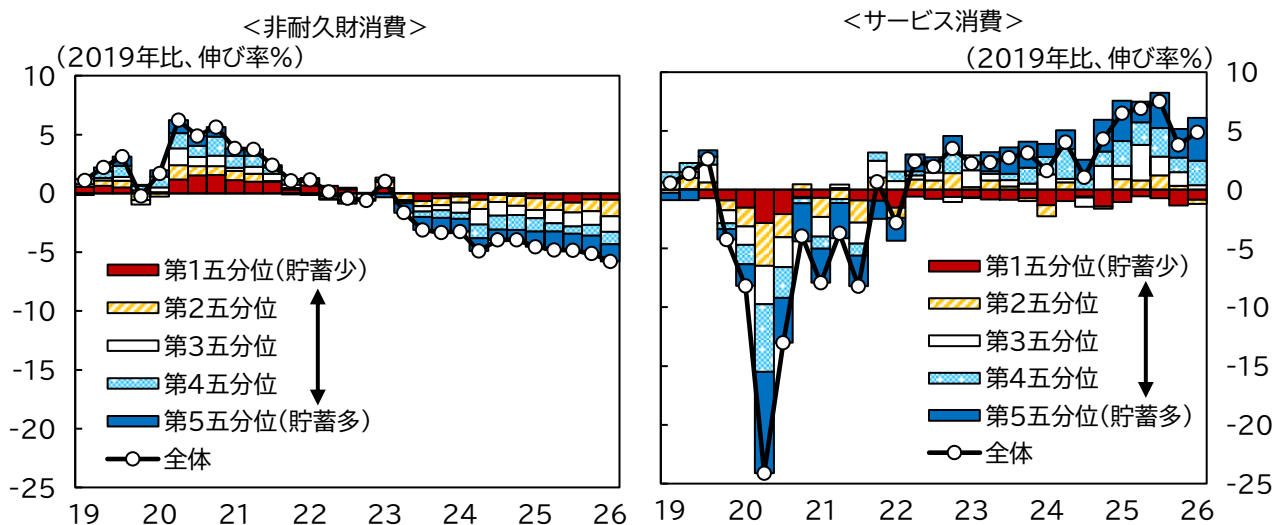


(注)貯蓄階層別×世帯主年齢階級別の値。家計調査の財・サービス区分に従い、個別品目を形態別に集計。
(資料)総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」

さらに、貯蓄階層別に形態別実質消費の 2019 年比累積伸び率を寄与度分解したものが図表 9 である。非耐久財は、コロナ禍初期に増加した後、2023 年以降はすべての貯蓄階層が概ねマイナスに寄与しており、その弱さは低貯蓄層に限られない。一方、サービス消費は、第 1 五分位の寄与が弱いのにに対し、第 4・第 5 五分位のプラス寄与が相対的に大きく、2019 年水準を上回る回復を支えている。

前掲図表 8 と併せると、家計は貯蓄階層を問わず非耐久財消費を抑制する一方、貯蓄上位世帯ほどサービスへの支出割合を高め、サービス消費全体の回復にも寄与している。こうした形態別の明暗からも、近年の個人消費が一様に強いのではなく、高貯蓄世帯のサービス消費が支えてきたことが分かる。

図表 9 貯蓄階層別×形態別の実質消費(2019 年比)



(資料)総務省「家計調査(貯蓄・負債編)」

4. まとめ ～先行きへの示唆

本稿の分析からは、2013 年以降、株式・投資信託を中心とする家計金融資産の増加に対して、個人消費がより大きく反応するようになった可能性が示唆される。コロナ禍後の物価上昇によって実質可処分所得が低迷し、非耐久財消費が弱含むなか、リスク性金融資産の増加が所得環境の悪化を部分的に補い、個人消費を下支えしたと考えられる。

その主な波及先として注目されるのがサービス消費である。家計調査では、世帯主年齢階級を問わず、同年代内の貯蓄上位世帯ほどサービス消費比率が高く、2022 年以降のサービス消費の回復に対する第 4・第 5 五分位の寄与も相対的に大きい。一方、非耐久財は全貯蓄階層で弱い。これらの結果は、資産余力のある高貯蓄世帯のサービス消費に対して資産効果が顕在化した可能性を示している。

もともと、資産効果に支えられた個人消費には限界がある。第一に、資産価格の変動に左右されるため、株価下落や円高による外貨建て資産の評価額減少が生じることで、サービス消費への押し上げ効果が縮小または反転するリスクがある。第二に、低貯蓄世帯まで消費回復が波及しにくい。このため、資産効果による下支えは、消費全体の持続的かつ裾野の広い回復にはつながりにくい。したがって、中期的に持続可能で裾野の広い消費回復を実現するには、やはり物価上昇を上回る賃金上昇を通じた実質可処分所得の改善が不可欠である。

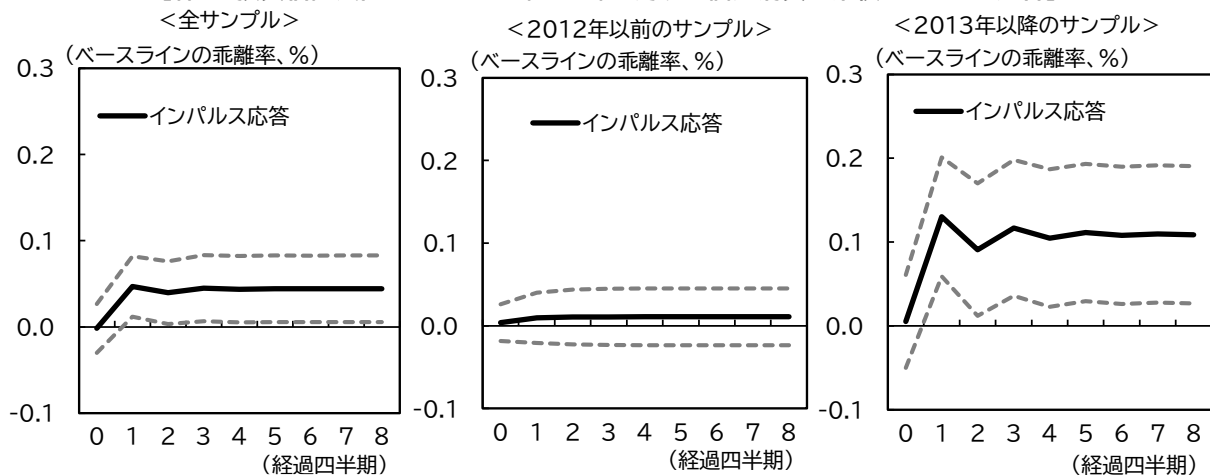
足元では実質所得が改善基調にある一方、個人消費の反応はなお鈍い。2026 年に入ってからの中東情勢の悪化に伴う原油価格高騰が先行きの値上げ懸念を高めた可能性が考えられる。また金利上昇などを背景に株価の上値が重くなっており、資産効果による追加的な個人消費の押し上げは期待しにくい状況である。先行き、家計の節約志向が変わらず所得効果が顕在化しなければ、個人消費の伸びは鈍化する可能性がある。

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹)

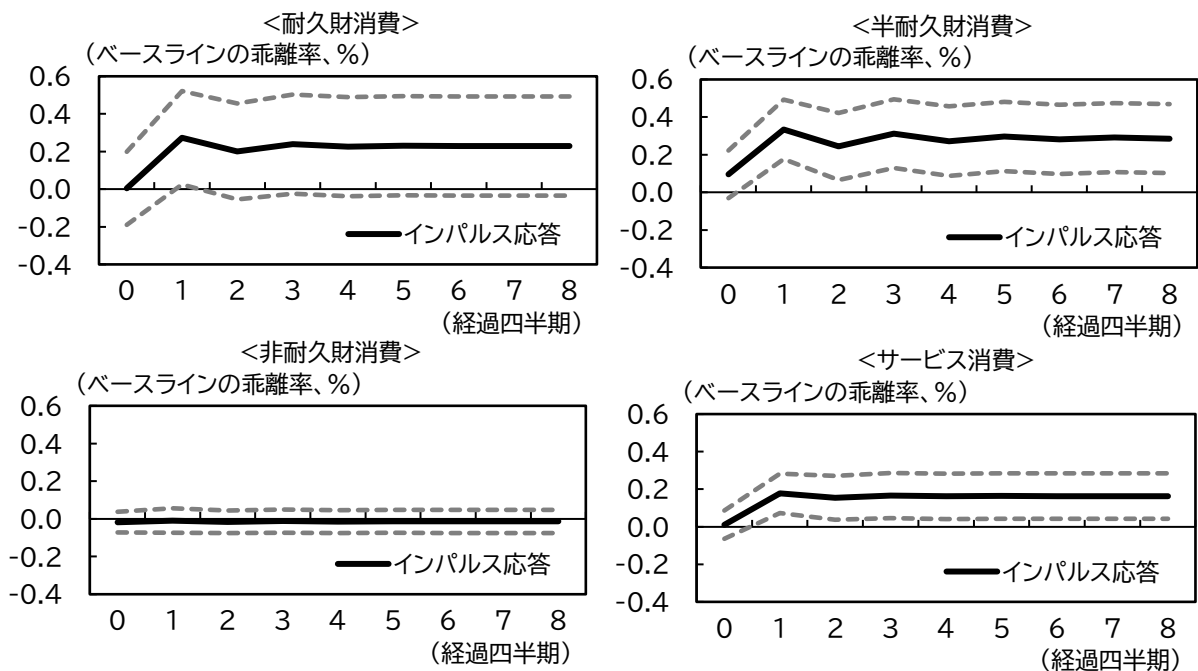
<補論：構造型 VAR モデルによる資産効果の推計>

推定方法			
①実質株式・投資信託残高、②実質可処分所得、③実質個人消費の3変数(四半期データ)からなる構造型VARモデルを推定。ショックの識別は上記順のコレスキー分解(再帰的構造の仮定)。サンプル期間は1997年第4四半期から2026年第1四半期。ラグはAICに従い1期(1四半期)。アベノミクス開始前後の資産効果の変化を推計するため、サンプルを2012年以前と2013年以降に分けて推計。また2013年以降のサンプルにて、実質個人消費を各形態別消費に入れ替えて推定。			
使用データ	加工・処理		出所
① 実質株式・投資信託残高 (株式等・投資信託受益証券)	対数階差	家計最終消費支出デフレーターにて実質化	日銀「資金循環統計」
② 実質可処分所得	対数階差	-	内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」
③ 実質個人消費 (家計最終消費支出)	対数階差	-	内閣府「四半期別GDP速報」

【株式・投資信託残高へのショック(+1%)に対する個人消費の累積インパルス応答】



【株式・投資信託残高へのショック(+1%)に対する形態別消費の累積インパルス応答】



(注)破線は95%信頼区間。

(資料)三井住友信託銀行調査部作成

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

3つの長期景気回復にみる企業行動の変化

～ 利益拡大の背景と財務・投資スタンスの変遷～

<要旨>

2020 年 5 月から続く景気拡張局面は 2026 年 7 月時点で 74 か月となり、戦後最長となった。近年の長期景気回復局面であるいざなぎ景気、アベノミクス景気、今回を比較すると、いずれも企業収益の大幅な改善を伴ったが、その背景には違いがみられる。いざなぎ景気ではコスト削減、アベノミクス期は原価率改善、今回は価格環境の変化を伴う売上拡大が企業収益を押し上げた。特に今回は、価格設定行動には明確な変化がみられた。

一方、賃上げ率は上昇したものの、労働分配率の低下傾向を踏まえると、雇用・賃金をめぐる企業スタンスの変化はなお限定的とみられる。また、企業収益の使途については、いざなぎ景気に見られた債務削減とある程度の成長期待を前提とした投資スタンスが、アベノミクス景気では、企業の期待成長率が低下する中で、対外投資や維持・補修を重視する方向へ変化した。今回もその傾向は続いており、財務・投資スタンスはなおアベノミクス期の延長線上にある。

今後、こうした国内企業のスタンスが変わるかどうかは、日本経済の潜在成長率にも影響するポイントとして注目されよう。

1. はじめに

中東情勢の緊迫化や米国の通商政策を巡る不透明感など世界経済の不確実性が高まる中でも、景気動向指数の改善が持続し、2020 年 5 月から続く景気拡張局面は 2026 年 7 月時点で 74 か月¹と戦後最長となった。次いで長いのがいざなぎ景気の 73 か月、アベノミクス景気の 71 か月であり、近年の景気回復局面は長期化する傾向がみられる(図表 1)。

図表1 1980年以降の景気拡張局面

	通称	谷	山	継続期間	景気回復のきっかけ	景気後退入りのきっかけ
第10循環	ハイテク景気	1983年2月	1985年6月	28ヶ月	対米輸出の増加	プラザ合意による急激な円高
第11循環	バブル景気	1986年11月	1991年2月	51ヶ月	金利引下げ、公共投資拡大	不動産融資総量規制、金融引き締め
第12循環	さざなみ景気	1993年10月	1997年5月	43ヶ月	大型景気対策、円高是正	消費税率引上げ(3%→5%)、金融システム不安
第13循環	ITブーム	1999年1月	2000年11月	22ヶ月	IT投資拡大	ITバブル崩壊
第14循環	いざなぎ景気	2002年1月	2008年2月	73ヶ月	金融緩和、中国WTI加盟(中国特需)	サブプライムショック
第15循環		2009年3月	2012年3月	36ヶ月	リーマンショック後の世界的金融・財政政策	欧州債務危機と歴史的円高
第16循環	アベノミクス景気	2012年11月	2018年10月	71ヶ月	異次元金融緩和、円安	米中貿易戦争(第1次トランプ政権)
第17循環		2020年5月	?	74ヶ月 (26/7まで)	コロナ禍後の経済活動再開、財政金融支援	—

(資料)内閣府「景気動向指数」、「景気基準日付」等

¹ 正式な景気の山の決定ではないため、現時点での暫定であり今後変わりうる。

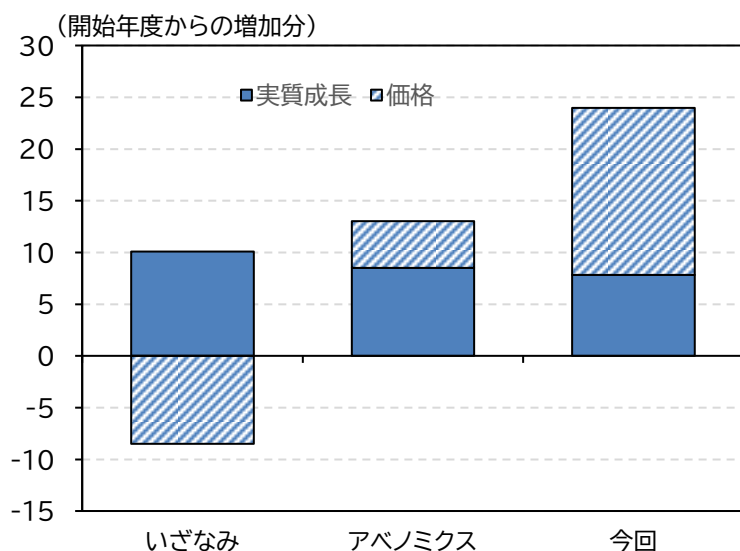
いざなみ景気、アベノミクス景気、今回の景気拡張はいずれも、その長さのみならず、企業収益も過去最高水準を更新するなど、企業収益の好調さが目立つ。本稿では、3 つの長期景気回復局面における企業収益改善の背景に加え、財務・投資スタンスにどのような違いがあるのかについて考察した。

2. 利益拡大の背景の違い

図表 2 は 3 つの長期景気回復局面における名目 GDP 成長率を実質成長要因と価格要因に分解したものである。いざなみ景気では価格要因がマイナスであった一方、実質成長が景気回復を支えた。アベノミクス期でも成長の中心は実質成長であった。他方、今回の景気回復局面では価格要因の寄与が大きく、過去 2 局面とは異なりインフレを伴う回復となっている。こうしたマクロ環境の違いは売上高や利益率の動きにも反映されている。

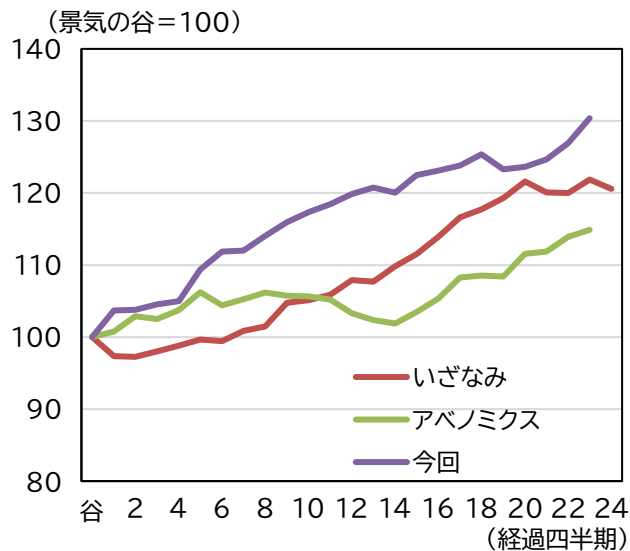
各回復期間の景気の谷を 100 として売上高の推移をみると(図表 3)、いずれの局面でも景気回復に伴い売上高は増加しているが、その伸びには違いがみられる。いざなみ景気では回復初期にいったん弱含む場面がみられたものの、その後は着実な増加基調を辿り約 2 割増加した。アベノミクス景気では回復初期の伸びは緩やかで、売上高の増加が明確となるのは景気拡張開始から 4 年程度経過した後であった。最終的には約 15%増加したものの、売上高の伸びは 3 局面の中で最も小幅にとどまった。今回は回復初期から売上高が堅調に増加し、約 25%増加と過去 2 局面を上回る伸びとなっている。

図表 2 景気拡張局面別にみた名目 GDP 成長の要因分解



(注)今回はコロナ禍の影響を加味して谷を 1 四半期後ずれさせた
(資料)内閣府「四半期 GDP 統計」

図表 3 売上高の推移(季節調整値)



(注)今回はコロナ禍の影響を加味して谷を 1 四半期後ずれさせた
(資料)財務省「法人企業統計季報」

売上高の伸びの違いに加えて、利益率改善の度合いや費用構造にも局面ごとの特徴がみられる。景気回復局面ごとに企業の利益構造に関連する指標を比較すると(次頁図表 4)、いざなみ景気では、営業利益率が 2.4%から 3.1%へ 0.7%pt 上昇した。その背景には人件費率の▲1.5%pt、販管費率の▲2.1%pt という大幅なコスト削減があった。一方で売上原価率は+1.4%pt 上昇し

ており、利益拡大は主としてリストラや固定費圧縮によって実現されたと考えられる。アベノミクス景気では、営業利益率は 3.5% から 4.4% へ 1.0%pt 上昇した。売上高の伸びが比較的緩やかな中でも、人件費率や販管費率に大きな変化は見られなかった一方、売上原価率は▲1.3%pt 低下した。売上高、売上原価ともに回復初期には横ばい圏で推移したが、その後は売上高が緩やかに増加する中、売上原価率が低下したことが利益率改善につながった。今回は、営業利益率は 3.7% から 5.4% へ 1.7%pt 上昇し、過去 3 局面で最も高い水準に達している。人件費と販管費が増加し、人件費率は 12.0% とアベノミクス期と概ね同水準を維持、販管費率も 22.2% と過去 2 局面を上回ったものの、売上高の拡大がこれらのコスト増を吸収し、更には売上原価率も引き下げることで収益性の改善につながった。

図表4 景気回復局面別にみた利益構造の変化

	いざなぎ景気			アベノミクス景気			今回		
	開始時	終了時	変化幅	開始時	終了時	変化幅	開始時	直近	変化幅
営業利益率	2.4	3.1	0.7	3.5	4.4	1.0	3.7	5.4	1.7
営業外利益率	2.0	1.1	▲ 0.9	1.0	1.1	0.1	1.1	1.3	0.2
売上原価率	77.1	78.5	1.4	76.4	75.2	▲ 1.3	74.1	72.4	▲ 1.7
販管費率	20.5	18.4	▲ 2.1	20.1	20.4	0.3	22.2	22.2	▲ 0.0
人件費率	12.1	10.7	▲ 1.5	11.8	11.9	0.1	12.5	12.0	▲ 0.5

(注) いざなぎ景気は 2002～2007 年度、アベノミクス景気は 2013～2018 年度、今回はコロナ禍の影響を考慮して 2021～2025 年度とした。

(資料) 財務省「法人企業統計年報」

3. 価格設定と雇用・賃金スタンスの変化

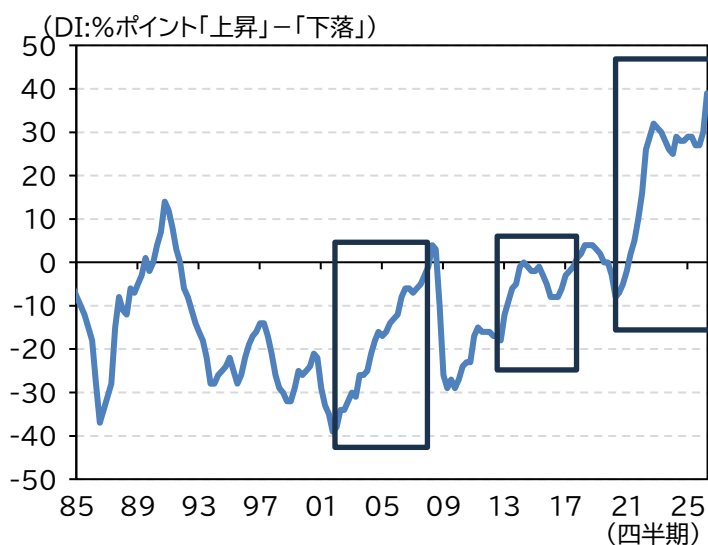
以上でみたように、3 つの長期景気回復局面では利益拡大の背景には違いがみられた。特に今回の景気回復局面では、売上高の大幅な増加によって販管費や人件費の増加を吸収する形で利益率が改善するなど、過去の 2 局面とは異なる特徴がみられる。以下では、こうした利益拡大の背景にある価格設定や雇用・賃金スタンスの変化を確認する。

まず価格設定についてみると、販売価格判断 DI は(図表 5)、いざなぎ景気やアベノミクス景気では上向く局面がみられたものの、販売価格の上昇超過は定着しなかった。一方、今回は 2022 年以降、大幅なプラス圏での推移が続いている。こうした状況は、バブル期のインフレ局面を含めてもみられなかったものであり、企業の価格設定行動に構造的な変化が生じている可能性が示唆される。

次に、雇用・賃金について確認する。雇用判断 DI をみると、いざなぎ期は雇用過剰感が強かったのに対し、アベノミクス期、今回は企業の人手不足感が強まっている(次頁図表 6)。特に足元では過去に例をみない水準まで不足感が高まっている。

そのため、春季労使交渉の賃上げ率は人手不足下にあったアベノミクス期においても 2% 前後で

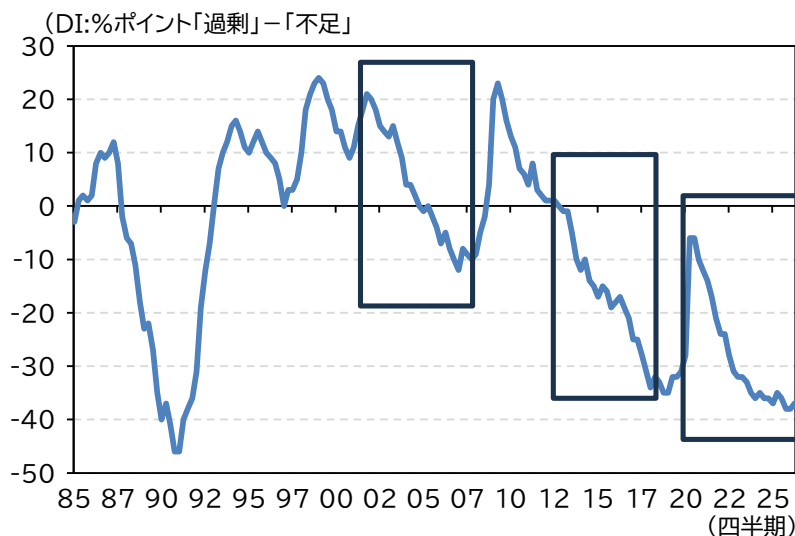
図表5 販売価格判断 DI の推移



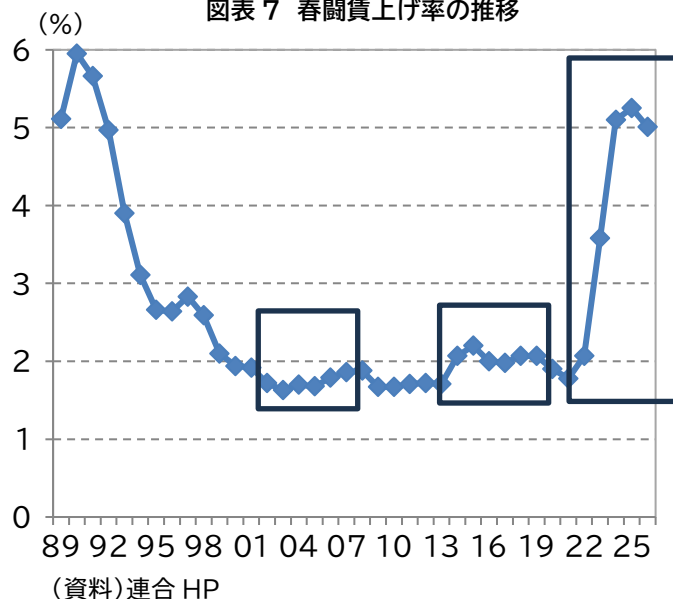
(資料) 日本銀行「短観」

張り付いていたのが 5% 台へ上昇している(図表 7)。

図表 6 雇用判断 DI の推移

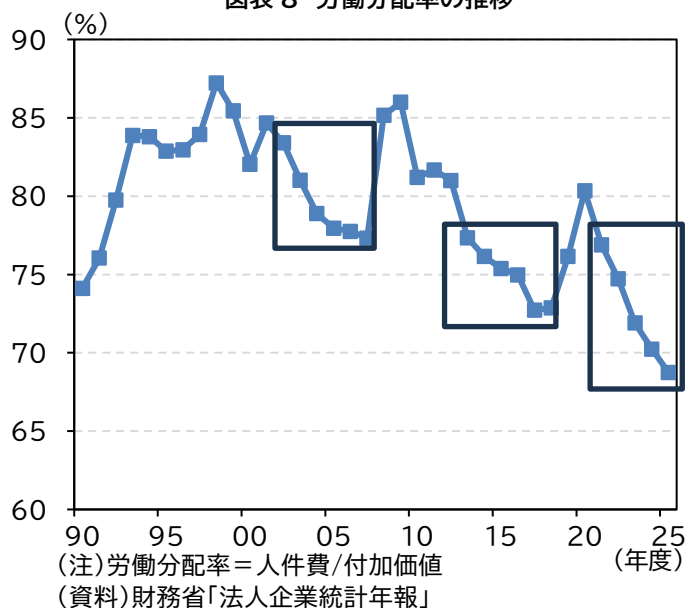


図表 7 春闘賃上げ率の推移



一方で、企業部門の労働分配率をみると、いざなみ景気やアベノミクス景気でも低下がみられたが、今回の景気回復局面ではその低下幅がより大きくなっている(図表 8)。賃上げ率は上昇したものの、営業利益率がいざなみ景気からアベノミクス景気、今回と局面を追うごとに高まってきたように、付加価値の増加が人件費の伸びを上回ってきたことが、労働分配率の水準の切り下がりとして表れているとみられる。日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」によれば、近年は賃上げを単なるコストではなく、人材確保や定着に向けた人的投資の一環として捉える企業も増えているものの²、労働分配率の動きをみる限り、目先の利益を多少犠牲にしても人件費を増やす動きが全体に広がっているとは言い難い。この点で、賃金伸び率は高まっているものの、雇用・賃金を巡る企業スタンスの変化は限定的といえる。

図表 8 労働分配率の推移



4. 利益の使途 ～財務・投資スタンスからみた変化～

次に拡大した企業収益の使途にどのような変化がみられるのかを確認する。以下では、企業の

² 日本政策投資銀行の全国設備投資計画調査によれば、企業(大企業)が人的投資と認識する内容は、2023 年度には①人材の確保、②研修など OFF-JT の強化、③賃金引上げの順に多かったが、2024 年度には①人材の確保、②賃金引上げ、③研修など OFF-JT の強化、2025 年度、2026 年度は①賃金引上げ、②人材の確保、③研修など OFF-JT の強化と賃上げが最も多くなっている。

財務・投資スタンスの変化として、各景気回復局面における有利子負債と現・預金と国内設備投資と投資有価証券の変化に着目した(図表 9)。まず有利子負債と現・預金の動きについてみると、いざなぎ景気では有利子負債が 65 兆円減少する一方、現・預金の増加は 4 兆円にとどまった。バブル崩壊後に積み上がった過剰債務の調整がなお重要な経営課題であったことから、企業は収益改善を主として債務圧縮に振り向けていたことがうかがえる。一方、アベノミクス期になると有利子負債は 82 兆円増となるなど増加に転じ、同時に現・預金の積み上がりも目立つようになった。今回の景気回復局面でも両建てで増やす動きが続いているものの、有利子負債の増加額は 104 兆円とアベノミクス期を上回っている。背景には、物価上昇に伴う運転資金需要の増加に加え、実質金利が低位にとどまる中で借入への抵抗感が低下したことなどが影響していると考えられる。

図表 9 景気回復期間を通じたバランスシートの変化

(年度末値、兆円)

	いざなぎ期			アベノミクス期			今回		
	開始時	終了時	変化幅	開始時	終了時	変化幅	開始時	直近	変化幅
現・預金	131	135	4	168	223	55	259	301	42
有利子負債	525	461	△ 65	482	564	82	653	757	104
設備投資関連資産	330	313	△ 17	272	322	50	333	371	38
投資有価証券	107	150	43	236	341	105	361	444	84
(参考)設備投資(フロー累積)	228			255			252		

(注)設備投資関連資産は、建設仮勘定+その他有形固定資産+無形資産とした。各景気回復期の開始終了時点は、いざなぎ景気は 2001～2007 年度末、アベノミクス景気は 2012～2018 年度末、今回は 2020～2025 年度末とした。

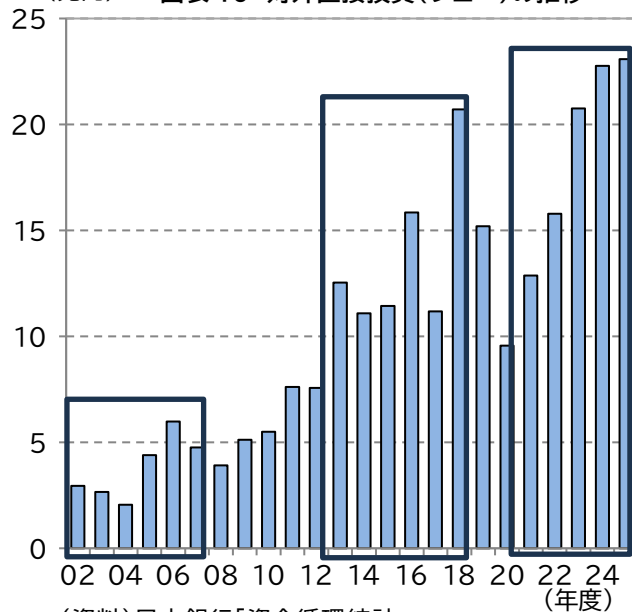
(資料)財務省「法人企業統計年報」

次に設備投資と投資有価証券についてみる。いざなぎ景気では設備投資関連資産残高は 17 兆円減少している。バブル崩壊後の過剰設備調整の影響が残る中で、新規投資も累積 228 兆円実施されたものの、それを上回る設備の除却や圧縮の影響もあってストックベースでは減少したものとみられる。アベノミクス期以降になると、フローの設備投資額が 250 兆円前後で推移するとともに、設備投資関連資産残高もそれぞれ 50 兆円、38 兆円増加している。

設備投資関連資産の増加以上に目立つのが投資有価証券の増加である。いざなぎ期には 43 兆円だったが、アベノミクス期には 105 兆円と大幅に増加し、今回も 84 兆円増加している。増加の中心は株式であり、企業の投資対象が国内設備投資以外にも広がっていることがう

かがえる。投資有価証券の増加には様々な要因が含まれるものの、対外直接投資の推移をみると(図表 10)、いざなぎ景気では年平均 4 兆円程度であったが、アベノミクス期には年平均 14 兆円と増加し、今回も年平均 19 兆円とさらに上回る水準で推移しており、企業が成長機会を海外市場にも求めるようになったことと整合的な動きといえる。

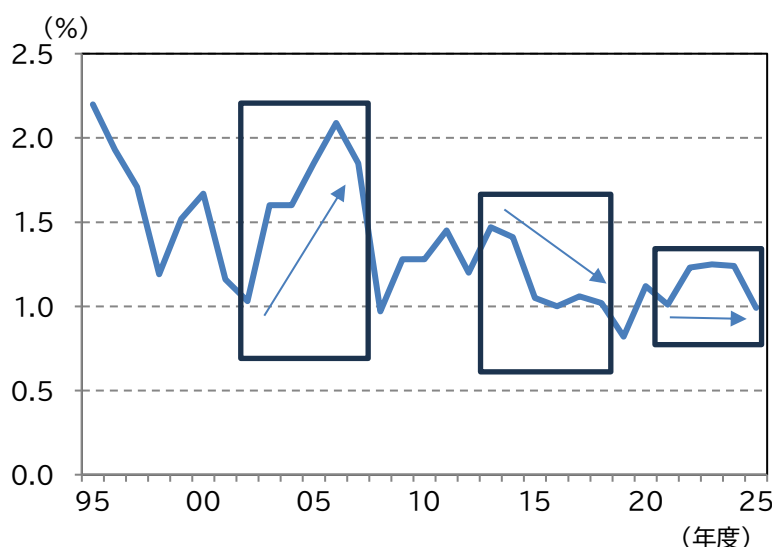
図表 10 対外直接投資(フロー)の推移



(資料)日本銀行「資金循環統計」

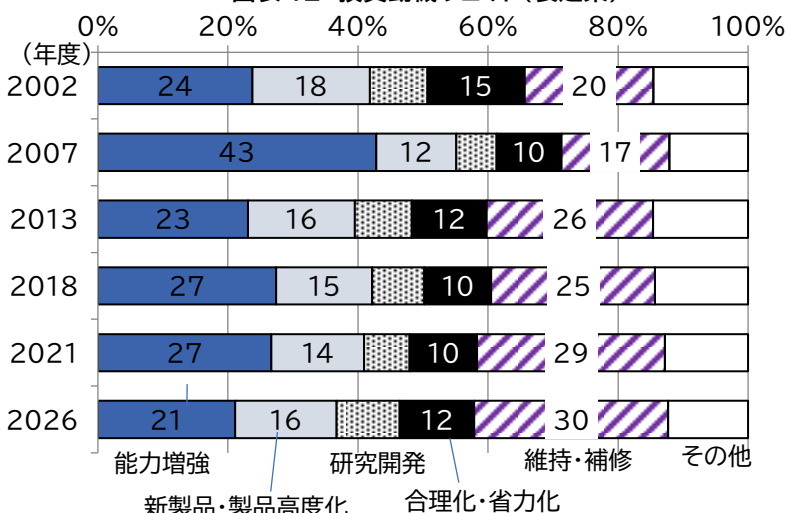
その要因の一つとして、国内経済に対する成長期待の低迷がある。企業の期待成長率をみると(図表 11)、いざなぎ景気では上昇がみられたのに対し、アベノミクス期には低下し、今回も依然として低い水準で推移している。また、期待成長率の違いは設備投資の投資動機にも表れている。いざなぎ景気では設備ストック全体は減少したものの、能力増強を目的とする投資の割合は上昇しており、過剰設備調整と並行して成長を見据えた投資も行われていたことがうかがえる(図表 12)。一方、アベノミクス期以降は、設備ストックは増加に転じたものの、維持・補修を目的とする投資の割合がいざなぎ景気に比べて高い状態で推移しており、国内市場の拡大を前提とした投資スタンスは弱い。特に今回は、能力増強投資の割合が低下する一方、維持・補修や省力化投資の割合が高まっており、人手不足や供給制約への対応、国内生産基盤の維持を優先する企業行動がうかがえる。こうした点を踏まえると、投資スタンスという面では今回の景気回復局面もアベノミクス期から大きく変化していないと考えられる。

図表 11 今後 5 年間の実質 GDP 見通し(期待成長率)



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

図表 12 投資動機ウェイト(製造業)



(資料)日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」

このように、3 つの長期景気回復期を比較すると、企業収益拡大の背景は、コスト削減、原価率改善、価格転嫁を伴う売上拡大へと変化してきた。特に、今回の景気回復期では、価格設定行動に明確な変化がみられた。一方、賃上げ率は上昇しているものの、労働分配率はなお低下傾向にあり、雇用・賃金をめぐる企業スタンスの変化は途上段階にあると考えられる。また、財務・投資スタンスについては、いざなぎ景気にみられた債務削減や国内成長を見据えた投資スタンスが、アベノミクス景気では、有利子負債と現・預金を両建てで増やすとともに、企業の期待成長率が低下する中で、対外投資や維持・補修を重視する方向へ変化した。今回もその傾向は続いており、財務・投資スタンスはなおアベノミクス期の延長線上にある。今後、こうした国内企業のスタンスが変わるかどうかは、日本経済の潜在成長率にも影響するポイントとして注目されよう。

(調査部 経済調査チーム 貞清 栄子)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

中南米の右傾化とブラジルの大統領選挙

<要旨>

中南米地域では、2020 年前後に左派政権が相次ぎ誕生する「第 2 次ピンクタイド」と呼ばれる潮流が生じたが、近年は右派勢力の巻き戻しが目立ち、一転して右傾化の流れが強まっている。第 2 次ピンクタイドは、コロナ禍を背景に公衆衛生対策や弱者救済を掲げる左派への支持拡大が主因だったものの、財政制約により大胆な再分配政策が打ち出せず、サプライチェーンの混乱や相次ぐ紛争勃発に伴う物価高騰も重なり、短命に終わった。「ドンロー主義」を掲げるトランプ政権 2.0 による中南米諸国への介入強化、短期間で成果を上げたアルゼンチンのミレイ改革も地域の右傾化に影響を及ぼしている。

その中で迎えるブラジル大統領選挙は、左派のルーラ大統領と右派で前大統領長男のフラビオ・ボルソナーロ氏による一騎打ちの情勢である。支持率の差は小さいため、同国でも右派への政権交代が起こりうる。その場合、構造改革や財政再建の前進が見込まれ、対米関係の改善でレアアース等新たな事業機会も創出されよう。もっとも、ルーラ政権に対する米国の圧力強化が逆効果となっているなど、現状はルーラ氏続投の可能性は高い。その場合、既存路線の継承で、構造改革の停滞・逆行、財政や対米関係の悪化が想定され、ビジネス環境の悪化で内外投資の抑制につながりかねない。

1. 中南米各国で右派政権への転換が相次ぎ

中南米地域では、2018～22 年頃にかけて左派政権が相次ぎ誕生し、「第 2 次ピンクタイド」と呼ばれる潮流が続いたが、2023 年以降は右派勢力による巻き戻しが見られる。とりわけ 2026 年には、チリ(3 月)、ペルー(7 月)、コロンビア(8 月)で右派政権が立て続けて発足し、地域全体で右傾化の流れが一段と鮮明になっている(図表 1)。

図表 1 近年左派政権からの政権交代があった中南米主要国



(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

本稿では、こうした中南米地域における政治動向を整理した上で、10 月に予定されている地域最大国・ブラジルの大統領選挙の見通しを考察する。

2. 第 2 次ピンクタイドはなぜ短命だったのか

(1) 第 1 次、2 次ピンクタイドとその背景

「米国の裏庭」とも呼ばれる中南米諸国は、米国の政治的・経済的影響を強く受けてきた。

米国は米ソ冷戦時代において、この地域に対する軍事介入や政権転覆など強権的な関与を行っていたため、中南米各国では米国に対して「力に依拠した支配」や「強権」といったイメージが根強く残る。冷戦後は地域に対する米国の関心が薄れる一方、2000 年代以降は急速な経済成長を遂げた中国がその空白を埋める形で接近し、経済分野を中心に地域諸国への影響力を強めた。貧富格差の拡大や既存政治への不満に加え、こうした外部環境の変化も米国一辺倒の関係を直す一つのきっかけとなり、中南米地域における左派政権の台頭を後押しした。その結果、第 1 次・第 2 次ピンクタイドと呼ばれる政治潮流が生じた(図表 2)。

図表 2 第 1 次、2 次ピンクタイドの主な代表政権

国	第1次ピンクタイド	第2次ピンクタイド
ブラジル	第1次、2次ルーラ政権(2003年発足)	第3次ルーラ政権(2023年発足)
メキシコ	-	ロペス・オブラドール(AMLO)政権(2018年発足)
チリ	ラゴス政権(2000年発足)	ボリッチ政権(2022年発足)
ペルー	-	カスティージョ政権(2021年発足)
コロンビア	-	ベトロ政権(2022年発足)
アルゼンチン	キルチネル政権(2003年発足)	フェルナンデス政権(2019年発足)
ベネズエラ	チャベス政権(1999年発足) ※チャベス氏の逝去後も、後継・マドゥロ政権が2026年まで続いた	

(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

第 1 次ピンクタイドは 2000 年前後から 2010 年代半ばにかけて続き、中国の資源需要に支えられた「コモディティ・スーパーサイクル」と一部重なる。ベネズエラのチャベス大統領やブラジルのルーラ大統領(第 1、2 次ルーラ政権)はその代表人物であり、資源ブームによる好景気を背景に、資源ナショナリズムやバラマキ型のポピュリズムが台頭した。また、ベネズエラをはじめ反米姿勢を強く打ち出す国も多かったことが特徴である。しかし、資源ブームの終息に伴う経済・財政状況の悪化を背景に、2010 年代中盤以降は左派政権への支持が低下し、第 1 次ピンクタイドは終焉を迎えた。

第 2 次ピンクタイドは 2018 年頃から 2023 年初頭にかけて続き、とりわけ、2019 年末に始まり 2022 年にかけて続いたコロナ禍の影響が大きかった。新型コロナの世界的大流行は地域諸国の経済や医療システムにも深刻な危機をもたらした。国民の間で既存政治への不満が台頭するなか、公衆衛生対策や公的セーフティネットの拡充、再分配政策の強化による貧困層・弱者への救済、反汚職などを前面に掲げる左派への支持が拡大した。

(2) 第 2 次ピンクタイドはなぜ短命だったのか

10 年以上続いた第 1 次ピンクタイドと比べ、第 2 次ピンクタイドは数年で失速し、短命に終わった。その要因としては、まず、第 1 次と異なり、第 2 次ピンクタイドでは既に資源ブームが終焉していたうえ、猛威を振るったコロナ禍による打撃や防疫措置等に伴う歳出拡大も重なり、多くの国で財政赤字や政府債務が膨らんだ。そのため、財政余力は大きく制約され、選挙時に掲げていた大胆な再分配政策を実行する余地が限られていたことが挙げられる(図表 3)。

図表 3 主要国の財政状況と物価、対中貿易の推移

財政収支対GDP比

	2000～2015 年平均	2019～2022 年平均	変化
ブラジル	-4.1%	-5.8%	▲ 1.7%
メキシコ	-2.6%	-3.7%	▲ 1.0%
コロンビア	-1.8%	-6.1%	▲ 4.2%
アルゼンチン	-1.4%	-5.3%	▲ 4.0%
ペルー	0.0%	-3.4%	▲ 3.4%
ベネズエラ	-3.9%	-7.2%	▲ 3.3%
チリ	1.0%	-4.0%	▲ 5.0%

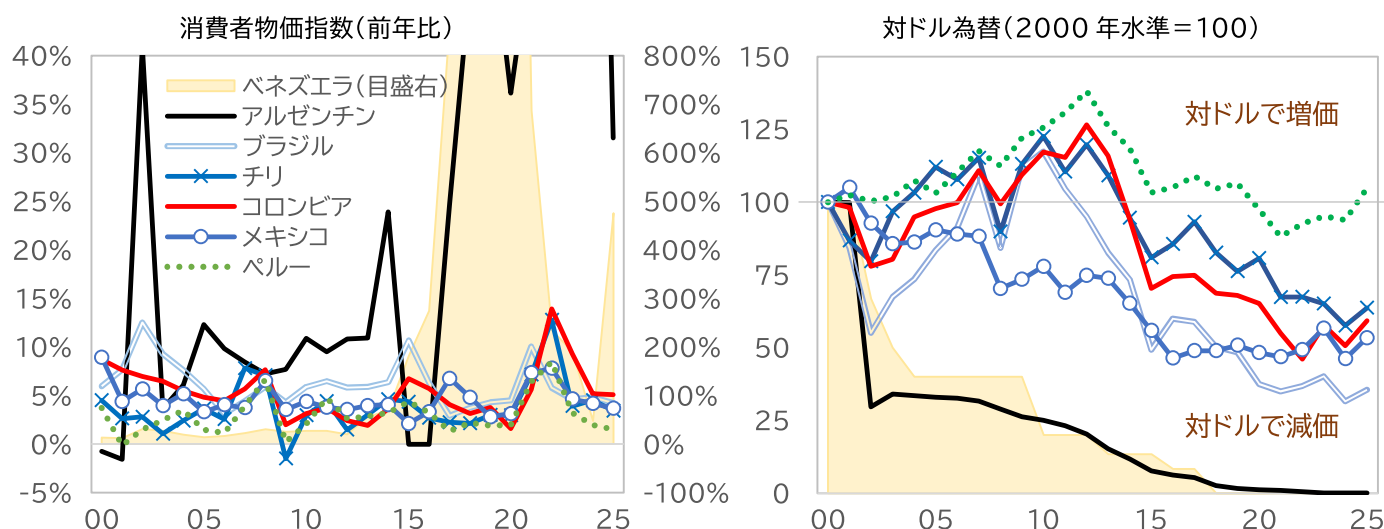
政府債務対GDP比

	2000～2015 年平均	2019～2022 年平均	変化
ブラジル	65.2%	89.0%	+ 23.8%
メキシコ	40.7%	55.2%	+ 14.5%
コロンビア	39.1%	60.5%	+ 21.4%
アルゼンチン	66.6%	89.8%	+ 23.2%
ペルー	32.9%	32.4%	▲ 0.5%
ベネズエラ	49.2%	240.3%	+ 191.1%
チリ	10.6%	33.8%	+ 23.2%

(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

物価の急騰も一般庶民の支持離れにつながった。コロナ禍に伴うグローバル・サプライチェーンの混乱によりインフレ圧力が世界中で高まり、2022 年以降、ウクライナや中東地域で相次ぎ発生した紛争を受けてエネルギー・食料価格も高騰した。物価対策としての先進国利上げを受けた新興国の通貨安も加わり、中南米各国ではインフレが高進した。厳しい財政事情の下で、政府が物価対策として補助金を拡充すれば、財政懸念が高まり、通貨安に拍車をかけ、輸入インフレを通じ物価を一段と押し上げるというジレンマに直面し、大胆な対策を打ち出せなかった(図表 4)。

図表 4 主要国の消費者物価指数、対ドル為替の推移



(注) アルゼンチンの 2015～16 年の消費者物価指数は、政府の「統計非常事態宣言」により発表されず、また 2022～23 年の物価上昇率は+100%超えを記録。ベネズエラの物価上昇率は 2018 年には+100000%を超えた。

(資料) IMF

さらに、左派政権が進めた政府による経済への関与・介入強化が、結果的に汚職事件につながったことなども、国民の期待を裏切る形となった。

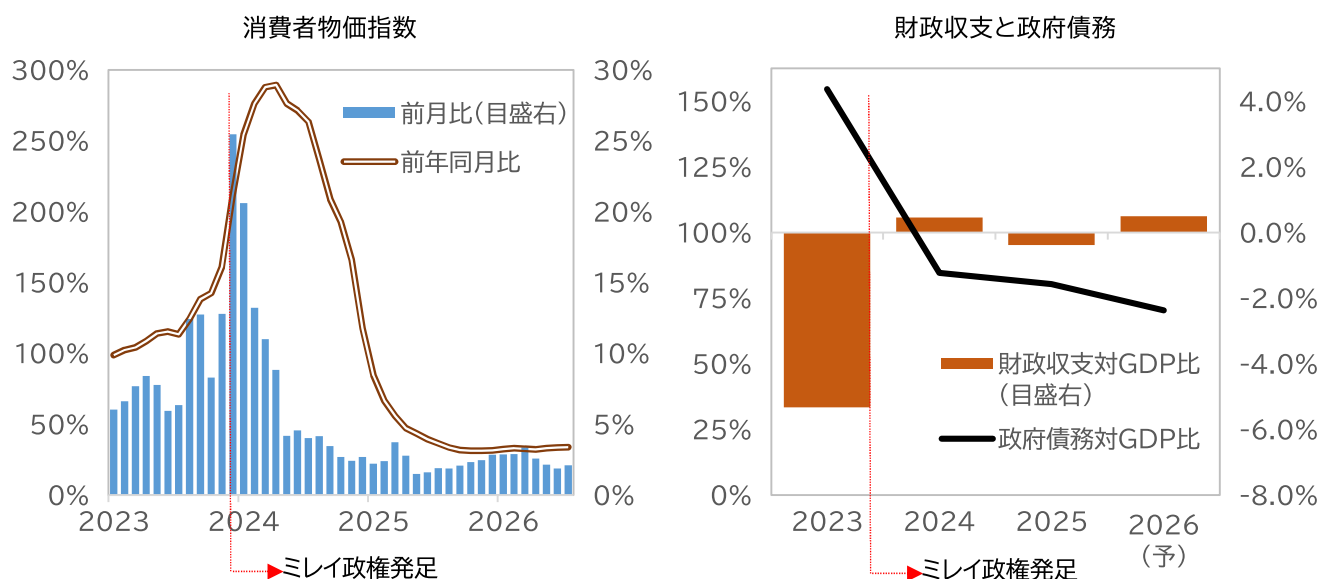
3. トランプ政権 2.0 やアルゼンチンのミレイ改革も地域の右傾化を後押し

2025 年 1 月にトランプ政権が再登板(トランプ政権 2.0)したことも、中南米地域の右傾化に拍車をかけた。トランプ政権 2.0 が発表した「国家安全戦略」では、いわゆる「ドンロー主義」が前面に打ち出され、南北アメリカ大陸中心の西半球において、域外勢力を排除した米国の支配的な勢力圏を確立する戦略が掲げられた。その方針の下で、米国はベネズエラ、キューバ、コロンビアといった米国への対抗姿勢が強い左派政権への経済的・軍事的圧力を強め、2026 年 1 月には反米姿勢が特に強いベネズエラに対する奇襲作戦を敢行し、同国のマドゥロ大統領夫妻を拘束し米国へ連行した。物価高騰や景気低迷といった国内要因に加え、こうしたトランプ政権による圧力強化も追い風となり、2026 年 6 月のコロンビア大統領選挙では右派候補が勝利し、左派からの政権交代が実現した。

米国は同時に、地域の右派政権に対する支援を強めており、その典型例が、トランプ大統領の盟友と自認するアルゼンチンのミレイ大統領に対する支援である。米国はミレイ大統領を支援するため、2025 年 10 月のアルゼンチン中間選挙を控えたタイミングで、同国と総額 200 億ドル規模の通貨スワップ協定を締結するなど、選挙における大統領派の勝利を後押しした。

もともと、ミレイ政権の成功は全て米国の支援によるものではなかった。アルゼンチンは長年、左派政権の下で高インフレや慢性的な財政赤字に陥り、国債のデフォルトを繰り返すなど、地域の「反面教師」ともいえる存在だった。2023 年末に発足したミレイ政権は、政府部門の大幅縮小、財政緊縮、規制緩和といった市場志向の大胆な改革を推し進めた。その結果、インフレ率が低下し、財政収支は黒字に転換、政府債務比率も大幅低下といった成果が見られた。こうしたアルゼンチンの変貌は、「市場志向の改革によって経済は立て直しできる」というメッセージとなり、いわゆる「ショーケース」効果を通じて、中南米地域の右傾化に寄与したと考える(図表 5)。

図表 5 アルゼンチンの物価、財政状況

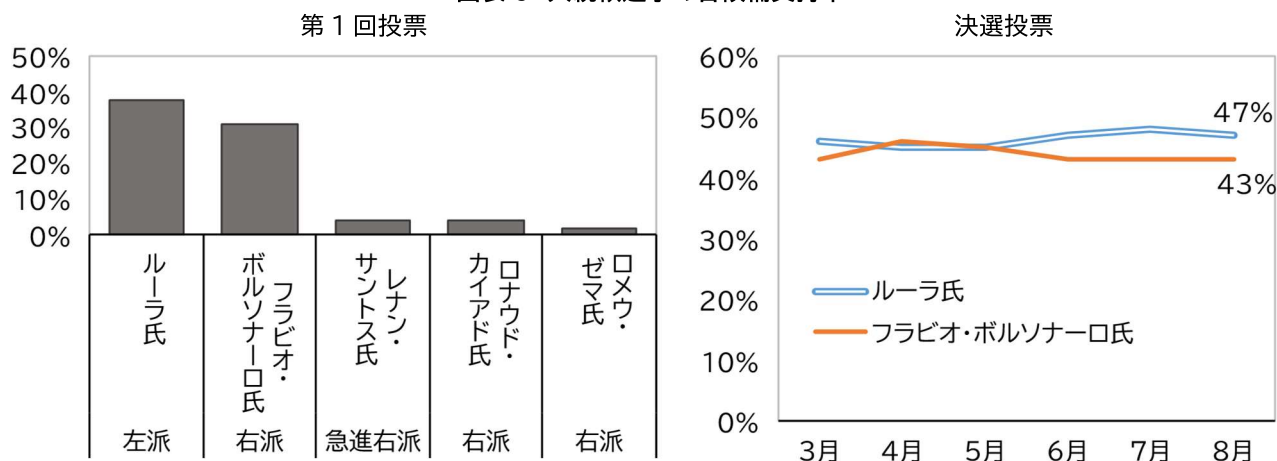


(資料) CEIC、IMF データ

4. ブラジル大統領選の展望

そうしたなか、地域最大国・ブラジルの大統領選挙が 2026 年 10 月に実施される予定である。ブラジルの大統領選挙は 2 回投票制で、第 1 回投票(2026 年 10 月 4 日予定)でいずれの候補者も有効票の過半数を獲得できなかった場合、上位 2 候補による決選投票(10 月 25 日予定)が行われる仕組みである。各種報道によれば、僅かにリードしている現職のルーラ大統領(左派)とボルソナロ前大統領の長男フラビオ・ボルソナロ氏(右派)による一騎打ちの構図で、第 1 回投票では決着が付き、両候補による決選投票に持ち込まれる見通しである(図表 6)。

図表 6 大統領選挙の各候補支持率



(注) 第 1 回投票の支持率は 2026 年 8 月時点のもの

(資料) 各種報道より三井住友信託銀行調査部作成

現職のルーラ大統領は、北東部の貧しい家庭に生まれ、労働組合運動のリーダーとして政界入りし、2002 年に初当選し、2010 年まで二期連続で大統領を務めた。その後、2022 年の大統領選挙に出馬し 3 度目の当選を果たし、今回は 4 度目の挑戦となる。「弱者の味方」というイメージが強く貧困層を中心に根強い人気を誇る一方、2017 年には国営石油会社ペトロブラスをめぐる大規模汚職事件で有罪判決を受けた経緯があるほか、近時でも大統領長男を取り巻く汚職疑惑が浮上しているなど、清廉潔白な政治家とは必ずしも言えない。

対するフラビオ・ボルソナロ氏は、父親であるボルソナロ前大統領が最高選挙裁判所による被選挙権剥奪処分やクーデター未遂事件をめぐる有罪判決により、今回の大統領選に出馬できなくなったことを受け、事実上の後継指名を受けて出馬した。2022 年の大統領選挙でルーラ氏に 1.8% の僅差で敗れた父親の支持基盤を継承する一方、コロナ対応等をめぐる過激な言動が目立った父親の負のイメージは重荷となっている。同氏は父親と一線を画す「穏健右派」というイメージ戦略を展開し、4 月に支持率で一時ルーラ氏を上回る局面もあったが、その後は金銭スキャンダル¹が報じられ失速し、足元は僅差でルーラ氏を追う展開となっている。

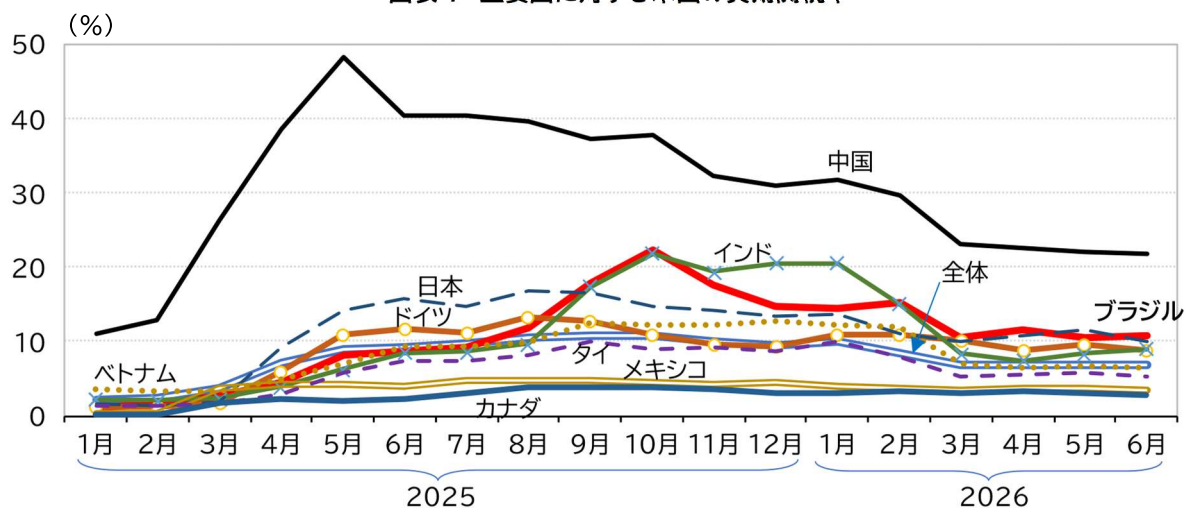
ブラジルの大統領選挙では、現職大統領が支持拡大を狙った政策を打ち出すことが可能であるため、現職に有利に働きやすい。実際、ルーラ大統領も 4 月にフラビオ・ボルソナロ氏に支持率で逆転された際、賃金削減なしで週法定労働時間の上限を現行の 44 時間から 40 時間へ短

¹ 金融詐欺事件に関わり収監中の銀行家から選挙資金を調達した疑いがある(2026 年 5 月)。

縮する法案を打ち出すなど、支持拡大につながるための政策を相次ぎ発表してきた。

また、米国による影響も大きい。ルーラ大統領は第 3 次政権発足後、親米路線を進めたボルソナロ前政権から一転、米国と距離をとりながら中国との関係強化に舵を切った。米国のトランプ大統領はこれまで同国に最高 50% の高い追加関税を課し、2026 年 2 月の米最高裁判断により一部関税が無効となった後も、別の名目で 37.5% という高水準の追加関税を 7 月に再導入し²、ルーラ政権への圧力をかけてきた(図表 7)。こうした動きに対し、ルーラ大統領は米国による選挙介入だと批判し、対決姿勢を前面に押し出している。米国から政治・安保面の影響を強く受けてきた伝統的な親米国で、経済規模もより小さいコロンビアと異なり、地域最大国で独自外交を掲げ BRICS や G20 にも参加するなど国際舞台での重要性・存在感が大きいブラジルでは、国民の自国に対する誇りが強い。こうした米国の圧力戦略は反米感情の高まりにつながり、ルーラ大統領に打撃を与えるどころか、同氏への支持を押し上げる形となった。

図表 7 主要国に対する米国の実効関税率



(資料) 米国国勢調査局

以上を踏まえると、中南米地域では右傾化が加速しているものの、ブラジル大統領選に関してはルーラ大統領の続投の可能性がより高いと考える。もっとも、現時点における支持率の差は小さいため、右派フラビオ・ボルソナロ氏が当選する可能性も残る。

5. 大統領選挙の結果別影響

中長期的には構造改革、短期的には財政再建や対米関係に大きな影響が想定される。

・ 構造改革

ブラジルでは、長年、「ブラジルコスト」と呼ばれる様々な構造的問題を抱え、それが同国の中長期的な潜在成長力を抑制し、いわゆる中所得国の罠から抜け出せない要因になっていると、しばしば指摘されている。ボルソナロ前政権は、こうしたブラジルコストの低減を目指した構造改革を推進したが、コロナ禍の発生を受けて政策優先度が下がり、改革は道半ばで停滞した。

² 不公平な貿易慣行や強制労働といった名目で 7 月に追加関税を適用。但し、米国への影響を考慮し牛肉やコーヒー、レアアース、エネルギー、航空機部品など 2000 超の品目は適用除外。

2023 年初に発足した第 3 次ルーラ政権も税金改革に継続的に取り組み、税制の簡素化に向けた対応も実施しているが、全体の政策方針としては、前政権の掲げた「小さな政府」や「市場原理の重視」から転換し、社会保障の拡充や労働者保護、政府による経済関与の強化を重視する左派色の強いものとなっている。

特に、国営企業改革や労働市場改革といった分野では、前政権が進めていた民営化や規制緩和の流れに逆行する動きも目立つ(図表 8)。その結果、世界銀行発表の世界ガバナンス指数においては、「国民の声と説明責任」を除く項目は軒並み前政権から悪化し、とりわけ企業活動に直接影響を与える「政府の有効性」、「規制の質」といった項目の悪化幅が大きい(図表 9)。

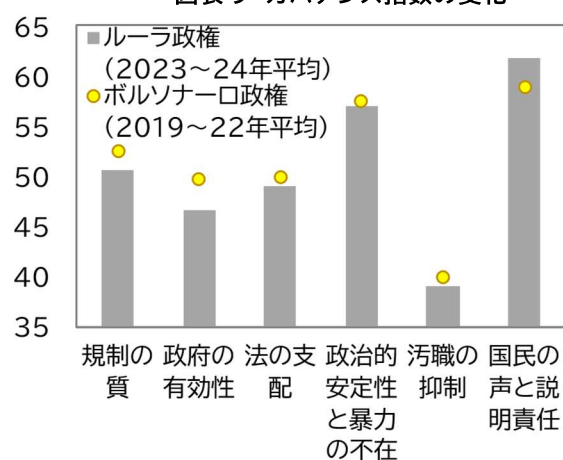
ルーラ政権が続投した場合、構造改革のさらなる停滞や逆行が見込まれ、ブラジルのビジネス環境は一段と悪化し、企業活動や内外からの投資を抑制する要因となりかねない。フラビオ・ボルソナーロ氏が勝利した場合、父親が推進した構造改革推進路線への回帰が見込まれ、ビジネス環境の改善で企業の投資活動も活発化し、中長期的には潜在成長率の押し上げに寄与しよう。

図表 8 前政権と現政権による主な構造改革に対する取り組み状況

	ボルソナーロ前政権での取り組みと進展状況		ルーラ現政権での取り組みと進展状況	
年金・社会保障改革	2019年に社会保障制度改革が成立。受給開始最低年齢を原則として男性65歳、女性62歳に設定し、10年間で約8,000億レアルの歳出削減効果	◎	年金給付抑制型の追加改革には慎重	×
税制改革	所得税や法人税改革など部分的な取り組みはあったが、利害調整が難航し、コロナ禍の発生でその対応を優先せざるをえず、成果は限定的	△	2023年に税制簡素化の憲法改正を実施、5種類の間接税が2つの付加価値税に集約されることが決定。2026年から導入、2033年までに段階移行する予定	◎
国営企業改革	エレトロプラス民営化法が成立し、電力大手エレトロプラスの民営化が進んだ	○	国営企業を戦略的資産と位置づけ、民営化の方針を転換。ペトロプラスや郵便公社コレイオスなどを民営化対象から外した	×
労働市場改革	企業負担軽減のための雇用契約柔軟化など部分的な取り組みはあったが、強い抵抗に直面し、コロナ禍への対応を優先せざるをえず、成果は限定的	△	前政権までに進められた労働規制の柔軟化に対し、部分的な再規制を導入し、法定労働時間のさらなる短縮など労働者保護を再強化	×
規制緩和、その他	「経済自由法」により、企業活動への政府介入を抑制する考え方を法制化。会社設立や許認可、労務管理等に関わる行政手続きの簡素化や規制緩和などを実施	○	政府による産業政策を重視する方針に転換。環境規制や労働者保護の強化など規制緩和路線の方向転換も見られた	×

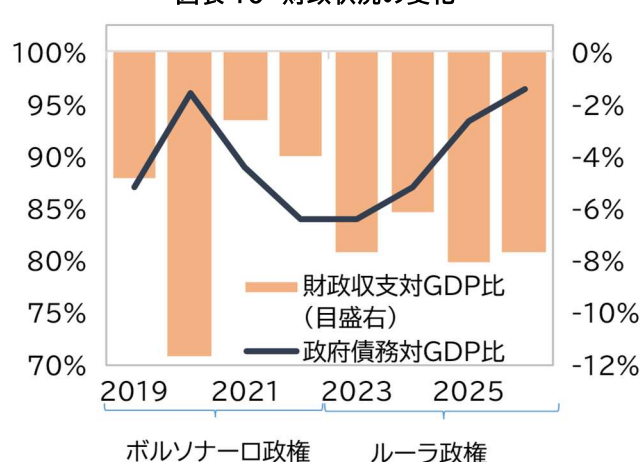
(資料) 各種報道より三井住友信託銀行調査部作成

図表 9 ガバナンス指数の変化



(資料) 世界銀行データ

図表 10 財政状況の変化



(資料) IMF データ

・ 財政再建

第 3 次ルーラ政権では、ボルサ・ファミリアの復活・拡充³、最低賃金の実質的な引き上げ、低所得層向けの教育支援や債務救済といった社会保障の拡充策が進められた。こうした取り組みは貧困の削減に役立つ一方、恒常的な財政支出を押し上げ、財政の悪化要因となった。ルーラ政権は財政に配慮する姿勢を示したものの、歳出抑制は十分機能せず、財政赤字は拡大し政府債務対 GDP 比率はコロナ禍当時に記録したピークを上回り、100%の節目に迫っている(前頁図表 10)。ルーラ政権続投の場合、財政のさらなる悪化も想定され、ソブリン格付の格下げにつながりかねない。ルーラ氏よりも、財政規律を重視し歳出の抑制や政府債務の安定化を掲げるフラビオ・ボルソナーロ氏が当選したほうが、ブラジルの財政再建が前進する可能性は高い。

・ 対米関係

ルーラ氏は第 1 次、第 2 次ピンクタイトの双方を代表する政治家であり、「BRICS」を政治・外交枠組みとして発展させた主要指導者の一人に数えられている。一貫して、中印露といった主要新興国との連携を通じ、米国主導の既存国際秩序から多極化した世界への移行を提唱してきた。第 3 次ルーラ政権でもこうした方針は貫かれ、「ドンロー主義」を掲げて米州地域における支配権の確立を目指すトランプ政権 2.0 とはしばしば対立してきた。同氏が続投した場合、対米関係の修復は難しく、両国間の対立が先鋭化する事態も想定される。追加関税のほか、最大の投資元(ストックベースで 1/3 を占める)である米国からの投資の先細りや引き揚げにもつながりうる。

他方で、フラビオ・ボルソナーロ氏が勝利した場合、米国との関係修復が見込まれる。米国企業による対ブラジル投資の拡大、エネルギー分野等における両国間協力の強化が想定される。例として、米国は対中競争の重要テーマに、米州域内におけるレアアースの供給体制の構築を掲げている。ブラジルは世界第 3 位、米州第 1 位のレアアース埋蔵量(2024 年時点)を有している。対米関係が修復された暁には、こうした新たなビジネス機会が生まれることも期待される。

(調査部 海外調査チーム長 盛 暁毅)

³ 第 1 次ルーラ政権が創設した低所得層向け現金給付制度で、第 3 次ルーラ政権に復活。1 世帯当たり最低で月額 600 レアルを支給し、乳幼児・児童・妊婦等がいる世帯には上乘せ給付を行う。

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

訪日外国人の訪問地・宿泊地の動向

～インバウンド需要の地方分散は進んでいるのか？～

<要旨>

日本政府は 2030 年に訪日外国人 6,000 万人を目指す一方で、所謂「オーバーツーリズム」を防止するために地方への需要分散を図り、三大都市圏以外（＝地方部）の外国人延べ宿泊者数を 2030 年に 1.3 億人泊と現状の 2 倍以上にする目標を掲げている。

訪日外国人の訪問地や宿泊地のシェアを確認すると、概ね三大都市圏が 2/3、地方部が 1/3 であり、地方部のシェアは長期的には緩やかに上昇しているが、両者のシェアに今のところ大きな変動はみられない。また都道府県別にみると、訪問率のシェアが高まっている山梨県や奈良県は延べ宿泊者数のシェアは上昇していないなど、訪問率のシェアと宿泊地のシェアで異なる動きもみられる。

政府の目標を達成するには、2030 年に延べ宿泊者数の地方部シェアを 51.4%へ引上げる必要があると試算されるが、そのためには地方部への訪問率が高い訪日リピーターを増やすことがカギとなる。なかでも東南アジアからの訪日客は、リピーター率の高さに比して地方部への訪問率が高くないため、地方への分散という点ではまだ拡大の余地があるのではないかと考えられる。これらアジア各国からの訪日リピーターを増やし、三大都市圏以外の地域へ誘客することが 2030 年の目標達成のために重要な課題と考える。

1. はじめに

2025 年に訪日外国人は過去最高の 4,268 万人となり、日本政府は 2030 年に 6,000 万人を目標としている。一方、特定の観光地に観光客が集中することで過度の混雑やマナー違反による地域住民の生活への影響、旅行者の満足度低下など所謂「オーバーツーリズム」も問題となっており、2026 年 3 月に閣議決定された「観光立国推進基本計画（第 5 次）」においても、「オーバーツーリズムの未然防止・抑制に向けた対策の強化が不可欠」とされている。

そのための施策の一つとして、「地方誘客の推進による需要分散」が挙げられており、三大都市圏（埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県）以外の地域を指す「地方部」における外国人延べ宿泊者数を、2025 年実績 6,056 万人泊から 2030 年に 1.3 億人泊へ拡大することが目標に掲げられている。

このように外国人旅行者を三大都市圏等から地方へ分散させる施策が採られるのは今回の計画が初めてではなく、たとえば 2012 年 3 月に閣議決定された第 2 次の同基本計画では、「訪日外国人のゴールデンルート以外の地域における延べ宿泊者数を 2016 年までに 2,400 万人程度」が目標に掲げられていた。「ゴールデンルート」とは、東京、箱根、富士山、名古屋、京都、大阪な

ど日本の代表的な都市・観光地を巡る観光ルートのことなので、この目標はほぼ第 5 次計画の「地方部」の延べ宿泊者数目標と同じ対象であり、2016 年の地方部の延べ宿泊者数は 2,753 万人泊だったので、第 2 次計画の目標は達成されたと言ってよいだろう。

ただし、訪日外国人全体が増加する中で地方部の延べ宿泊者数が増加するのは当然ともいえる。訪日外国人の訪問地や宿泊地として、三大都市圏以外の地方部のシェアが実際に高まり、分散化が進んでいるのか？本稿では観光庁の統計資料などから訪日外国人の地方分散の動きについて確認していく。

2. 都道府県別訪問率～シェアの変動は緩やかだが三大都市圏の中でも動きがある

最初に、観光庁の「インバウンド消費動向調査(旧訪日外国人消費動向調査)」から訪日外国人が日本のどこを訪れているのか、同調査の「都道府県別訪問率」をみていく。

この調査は、日本全国の空港・海港で出国(帰国)する外国人に聞き取り調査をしているものである。訪問率は基本的に回答者が訪問した場所の比率を表しているが、複数回答であるため訪問率の合計(延べ合計)は 100% 超となり、滞在日数が長いほど多くの場所を訪問可能なため訪問率の延べ合計が大きくなる傾向がある。したがって、訪問率そのものでは時系列や国籍別等の単純な比較ができないので、比較可能にするため訪問率の延べ合計に対する都道府県別訪問率のシェア(以下、「訪問率シェア」)を用いている。

＜訪問率シェアの考え方＞

訪問率: 東京都 40%、愛知県 20%、大阪府 30%、北海道 15%、宮城県 10%、福岡県 15%

訪問率の延べ合計(※): $130\% = 40\% + 20\% + 30\% + 15\% + 10\% + 15\%$

訪問率シェア: 東京都 $30.8\% = 40\% \div 130\%$ 、愛知県 $15.4\% = 20\% \div 130\%$

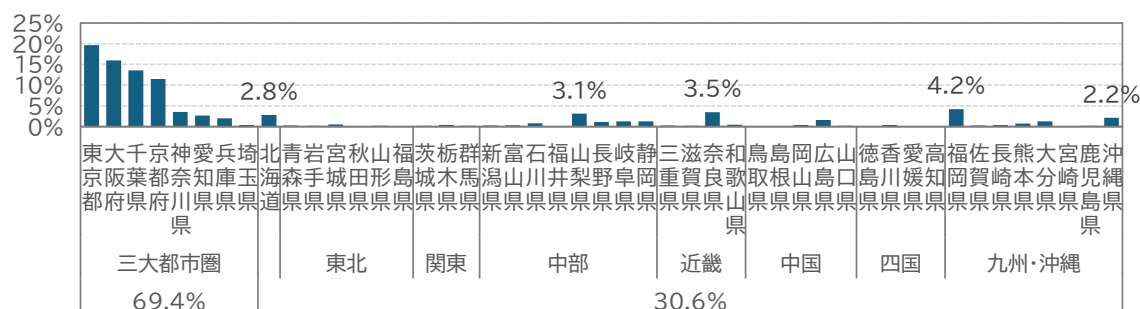
大阪府 $23.1\% = 30\% \div 130\%$ 、北海道 $11.5\% = 15\% \div 130\%$

宮城県 $7.7\% = 10\% \div 130\%$ 、福岡県 $11.5\% = 15\% \div 130\%$

(※) 実際の延べ合計は 47 都道府県の合計になる

2025 年の年間データを見ると、三大都市圏の訪問率シェアは 69.4% を占めており、東京都(19.6%)、大阪府(16.0%)、千葉県(13.6%)、京都府(11.5%) が 10% を超えている。対して地方部のシェアは 30.6% であり、福岡県(4.2%)、奈良県(3.5%)、山梨県(3.1%)、北海道(2.8%)、沖縄県(2.2%) のシェアは比較的高いが、大半の県は 1% 未満となっている(図表 1)。

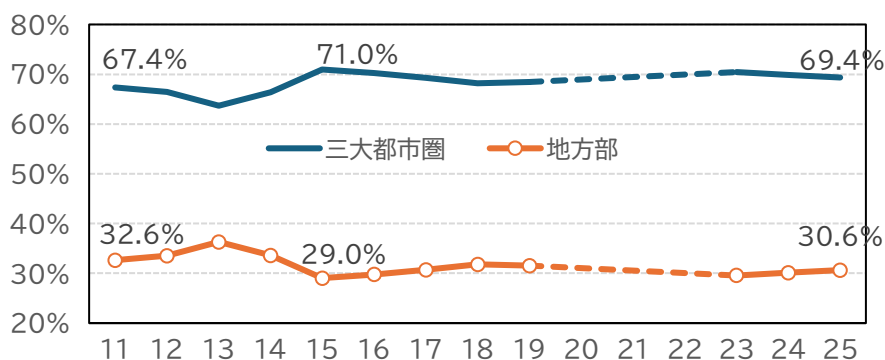
図表1 訪日外国人の都道府県別訪問率シェア(2025 年)



(資料) 観光庁「インバウンド消費動向調査」より三井住友信託銀行調査部作成

データのある 2011 年以降の動きをみると、三大都市圏の訪問率シェアは 2011 年 67.4%から 2025 年 69.4%へ上昇しており、むしろ集中化しているように見える。しかし訪問率シェアの推移を細かく見ると、2015 年に三大都市圏のシェアが 71.0%へ大きく上昇¹したと、データは無いもののコロナ禍(2020 年～2022 年)を挟み三大都市圏のシェアがやや上昇した影響がある。これらの時期を除くと三大都市圏のシェアは緩やかな低下傾向にあるが、2015 年以降でみると 2025 年の三大都市圏のシェアは▲1.6 ポイント低下にとどまっており、地方部への分散が大きく進展したとは言いがたい状況にある(図表 2)。

図表 2 三大都市圏と地方部の訪問率シェア推移

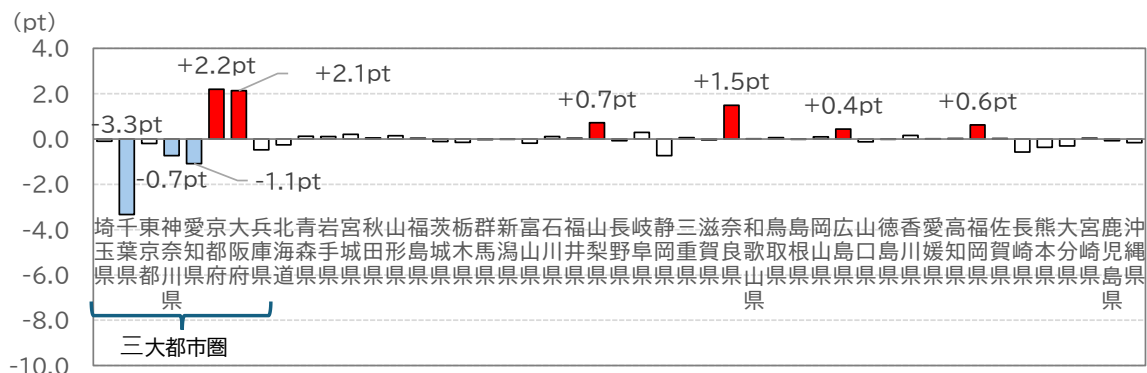


(注)2011 年は 4 月～12 月調査、2020 年～2022 年はコロナ禍のためデータなし
(資料)観光庁「インバウンド消費動向調査」より三井住友信託銀行調査部作成

2015 年から 2025 年にかけてのシェア変動を都道府県ごとにみると、地方部では奈良県(+1.5 ポイント)、山梨県(+0.7 ポイント)、福岡県(+0.6 ポイント)など前頁図表 1 で指摘した「比較的シェアの高い県」がシェアを高めていることがわかる(図表 3)。また、三大都市圏については千葉県が▲3.3 ポイントと大きく低下したほか、愛知県(▲1.1 ポイント)や神奈川県(▲0.7 ポイント)もシェアを落としているが、京都府(+2.2 ポイント)と大阪府(+2.1 ポイント)がシェアを伸ばしている。

このように「三大都市圏対地方部」でみた場合のシェア変動は大きくないものの、三大都市圏の中では首都圏から関西へシェアが移っており、地方部を含めた全体でも西日本のシェアが高まる傾向が見て取れ、首都圏への集中化は和らぐ傾向にある。

図表 3 都道府県別の訪問率シェア増減(2015 年⇒2025 年)



(資料)観光庁「インバウンド消費動向調査」より三井住友信託銀行調査部作成

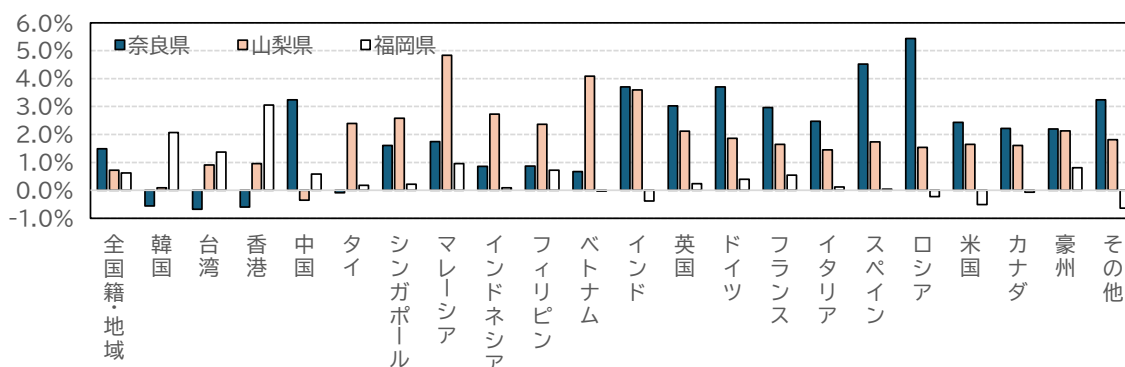
¹ 2015 年に三大都市圏のシェアが上昇したのは、千葉県のシェアが 16.9% (前年比+11.4 ポイント)と大きく上昇したためである。その理由は断定できないが、成田国際空港では 2015 年 4 月に LCC(格安航空会社)専用の第 3 ターミナルが開業しており、LCC を利用して成田国際空港から入出国する訪日外国人が増加した影響も考えられる。

こうした動きの背景を考えると、奈良県については「飛鳥・藤原の宮都」が世界遺産に指定されたのは 2026 年 7 月と最近だが、ほかにも法隆寺など多くの文化財があり、特に欧米各国での訪問率シェアの上昇がみられる(図表 4)。奈良県の人気を「オーバーツーリズムの京都を敬遠した観光客の受け皿」と見る向きもあるが、奈良県のシェアが上昇している国の多くが京都府や大阪府のシェアも上昇しており、「京都の代替」というよりは「関西エリアの周遊先として訪問率が高まっている」とみるべきであろう。

山梨県は富士山観光の人気によるものと考えられ、中国以外のすべての国籍・地域で訪問率シェアが上昇している。訪日外客数上位でリピーターの多い韓国・台湾・香港の上昇幅は小さくシェアの水準自体も高くないが、それ以外の国は初来日という人の比率が高く、初めて日本を訪れる外国人にとって富士山はやはり「キラーコンテンツ」なのであろう。

また韓国・台湾・香港が揃ってシェアを高めているのが福岡県である。福岡県はこれらの国・地域から地理的に近いという優位性に加え、LCC などによる福岡空港への国際線の就航・増便が寄与し、「手軽な海外旅行先」としてこれら近隣の国・地域からの訪問率シェアが上昇したと考えられる。実際に、福岡空港が日本入国時に利用される割合は、2025 年に韓国 23.9% (2015 年 17.2%)、台湾 9.3% (同 6.7%)、香港 15.0% (同 8.3%) と高まっている。

図表 4 国籍・地域別の訪問率シェアの変動(奈良県・山梨県・福岡県、2015 年⇒2025 年)



(資料)観光庁「インバウンド消費動向調査」より三井住友信託銀行調査部作成

3. 外国人延べ宿泊者数～訪問率シェアと延べ宿泊者数のシェアでは異なる動きもある

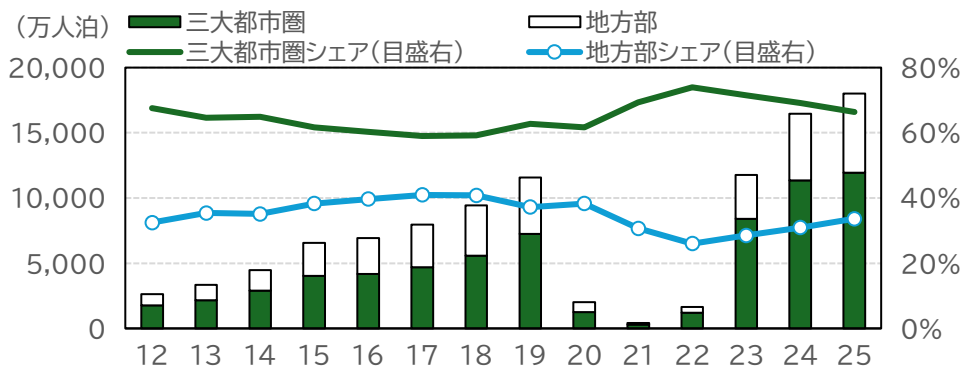
このような訪日外国人の訪問率の変化がホテル等の宿泊需要の変化に結びついているのか、観光庁の「宿泊旅行統計」から外国人延べ宿泊者数の動きを見ていく。

外国人延べ宿泊者数は 2012 年 2,631 万人泊から 2025 年には 1 億 7,992 万人泊へ 6.8 倍となった。三大都市圏と地方部に分けてみると、三大都市圏は 6.7 倍、地方部は 7.1 倍と地方部のほうが増加率は高く、外国人延べ宿泊者数全体に対するシェアは 2025 年に地方部 33.7% (2012 年比+1.2 ポイント)と緩やかに分散化しているが、地方への分散が大きく進展しているとは言い難い点は訪日外国人の訪問率シェアと同様である。

時期によりシェアの動きが異なっている点も訪問率シェアと同じである。すなわち、2012 年から 2018 年にかけては地方部のシェアが上昇傾向にあったが、2020 年から 2022 年のコロナ禍の時期には三大都市圏のシェアが上昇し、コロナ禍が落ち着いた 2023 年以降は再び地方部のシェア

が上昇という動きになっている(図表 5)。コロナ禍の時期に三大都市圏のシェアが上昇したのは、水際対策などの入国制限が実施されたことで観光目的の訪日外国人比率が低下し、東京都の訪問率が高い業務目的などの訪日外国人比率が高まった結果とみられる。

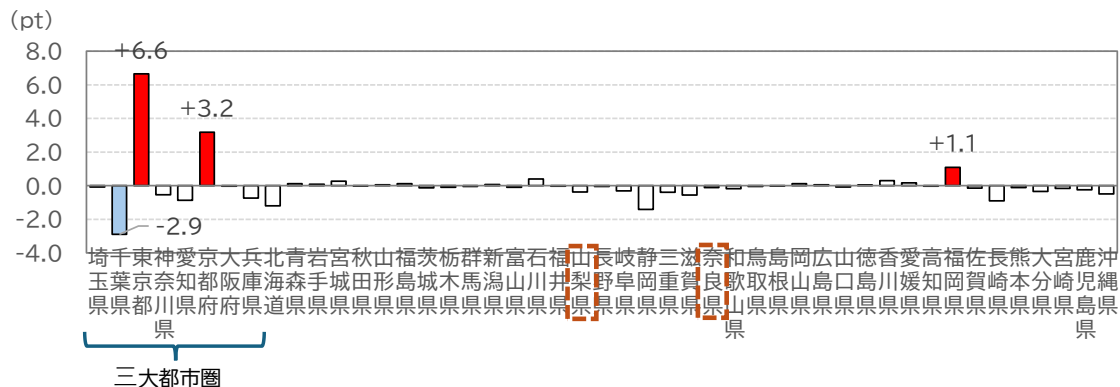
図表 5 外国人延べ宿泊者数とシェアの推移



(資料)観光庁「宿泊旅行統計調査」より三井住友信託銀行調査部作成

次に外国人延べ宿泊者数の都道府県別シェアを 2015 年と 2025 年で比較すると、京都府や福岡県のシェアが伸びているのは訪問率シェアと同様であり、千葉県シェアが落ちているのも訪問率シェアの動きが反映されている。一方、東京都については訪問率シェアが低下しているにもかかわらず延べ宿泊者数のシェアは高まっており、訪問率シェアが上昇していた山梨県や奈良県は延べ宿泊者数のシェアは高まっていないなど、訪問率シェアの動きと異なる点もある(図表 6)。

図表 6 都道府県別の外国人延べ宿泊者数シェア増減(2015 年⇒2025 年)



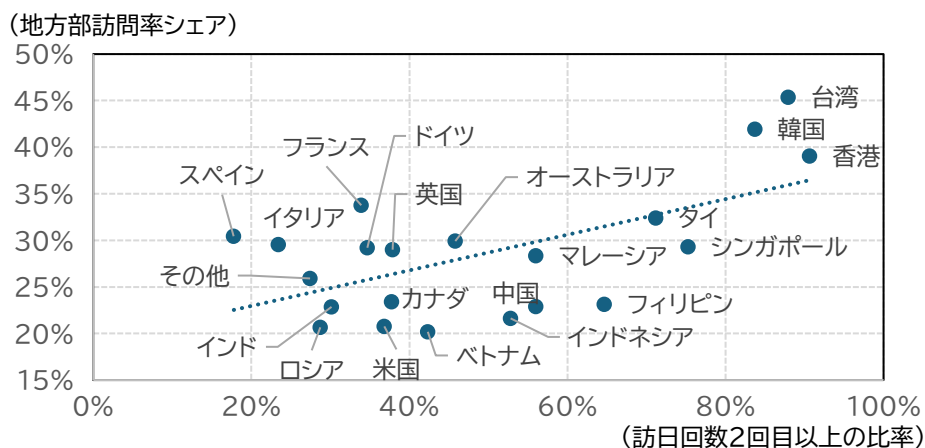
(資料)観光庁「宿泊旅行統計調査」より三井住友信託銀行調査部作成

ここで宿泊施設の客室数の推移を調べると、客室数は三大都市圏を中心に増加していることがわかった。厚生労働省の「衛生行政報告例」(2024 年が直近調査)によると、日本全国の旅館・ホテルの客室数は 2015 年 1,548 千室から 2024 年 1,782 千室へ 1.15 倍となった。ただし、増加率は都道府県により大きな差異があり、東京都(1.43 倍)、京都府(1.49 倍)、大阪府(1.65 倍)、沖縄県(1.67 倍)などが大きく増やしている一方で客室数が減少している県も少なくない。

山梨県(1.09 倍)や奈良県(1.15 倍)は増加しているが、増加率は東京都や京都府、大阪府に比べ低く、結果として 2015 年から 2024 年にかけて全国の客室数に対する都道府県別の客室数シェアが上昇したのは、沖縄県・福岡県・広島県以外では、東京都や大阪府をはじめとする三大

この試算結果を見ると、2030 年の目標達成はハードルが高いように感じるが、カギを握るのは訪日リピーターを増やすことにあるのではないだろうか。2025 年の「インバウンド消費動向調査」により国籍・地域別の訪日回数と地方部の訪問率シェアの関係をみると、両者には緩やかな相関関係があり、特に訪日回数 2 回目以上（＝リピーター）の比率が高い韓国・台湾・香港は地方部の訪問率シェアが高いことがわかる（図表 8）。つまり初めて日本を訪れる外国人は三大都市圏などゴールデンルートを中心に巡るが、訪日の回数を重ねるごとにゴールデンルート以外の様々なところを訪れるようになるということであろう。

図表 8 リピーター比率と地方部訪問率シェア(2025 年)



(資料)観光庁「宿泊旅行統計調査」「インバウンド消費動向調査」より三井住友信託銀行調査部作成

欧米各国については地理的に遠いこともあってか、訪日客の 7～8割が初めての来日であり、その比率は 10 年前よりも高まっている。フランスのように地方部の訪問率シェアが比較的高い国もあるが、地理的なことも考えると欧米各国についてはリピーターを増やし地方分散を図ることよりも、三大都市圏中心の訪問であっても初来日の人を増やし訪日客の裾野拡大を図るべきであろう。

注目したいのは韓国・台湾・香港以外のアジア各国である。これら東南アジア各国のリピーター比率は 4～8 割であり韓国・台湾・香港と欧米各国との中間に位置しているが、地方部の訪問率シェアは 20～30%と必ずしも高くない。リピーター比率自体は 10 年前より上昇しており確実にリピーターが増えているが、地方への分散という点ではまだ拡大の余地があるのではないか。これらアジア各国からの訪日リピーターを増やし、三大都市圏以外の地域へ誘客することが 2030 年の目標達成のために重要な課題と考える。

(調査部 上席調査役 上席研究員 小林 俊二)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。