

ブラジル ボルソナール政権を取り巻く環境と課題

村田 俊典

はじめに ー至近の政治・経済情勢ー

新型コロナウイルス（COVID-19）がもたらすものは何か。コロナ以前から芽吹き始めていた事象が加速し、一気に新しい世界秩序の時代（ニューノーマル）に突入するのだと、世の中の多くの識者が予測している。ブラジルでは足元政治と経済が大きく混迷している中、大統領が選択した中道勢力との融和策は短期的には一定の効果を見せている。一時(5月12日)5.9台を付けたリアル市場は、世界的な金融緩和で市場がリスクオンモードになったため、6月12日現在5.05と2割近く反騰しているが、ボルソナール政権が本質的に抱える問題点は多く今後も注視が必要である。特に、政権の統治能力や一般国民の支持率動向、さらには外交政策に、ブラジルの市場や経済は大きく左右されることになる。

低金利時代の到来 (Before COVID-19)

ブラジル金融市場は「良い意味で」大きな転換点を迎えている。1994年のリアルプラン導入によるハイパーインフレの終焉。99年の変動為替相場導入。2001年以降12年まで続いた「リアルの切り上げ」。そして、昨今の「低金利の安定」は、この様な過去の大きな金融市場の変化に匹敵する。金利の低下と、インフレの低下を両立させることは長年ブラジルの大きな課題であった。足元の金利引き下げは、インフレの進行を想起し、結果先物金利の上昇を招くという、いたちごっこが繰り返されて来ただけでなく、その様なメカニズムが市場や投資家にビルトインされていた。しかし、テメル政権、ボルソナール政権と続く市場原理主義への移行により、ブラジル中央銀行は低金利、低インフレを実現してきた。

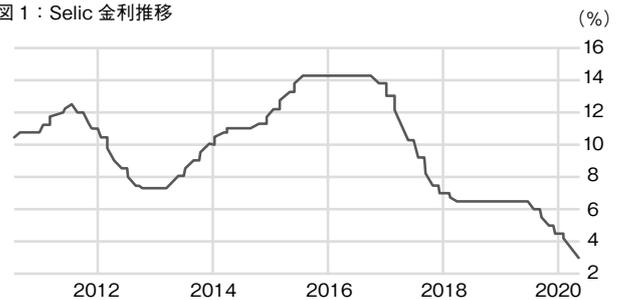
現在リアルのSelic（政策金利）は3.0%に引き下げられ、歴史的に最低水準となった。さらに次回のCOPOM(金融政策決定会合)ではさらに0.75%のカットが予想されている。(今回の切り下げを最後に年末まで維持することを中央銀行は表明している)

主な背景としては、2015年ごろから続いているブラジル景気減速の波を大きくとらえながら、17年から金利を大胆に低下させてきた中銀の手腕であろう

(図1)。そもそも、金利に絶対値は存在しないという考えである(むしろそもそも、絶対値が高いと考えていた)。Spending Limit(財政均衡法)により、大きな財政赤字の懸念が抹消。そして2019年の年金改革法案の可決も市場に大きな安心感を与えた。財政規律を守ることは、悪いインフレを封じ込める骨格となる政策である。

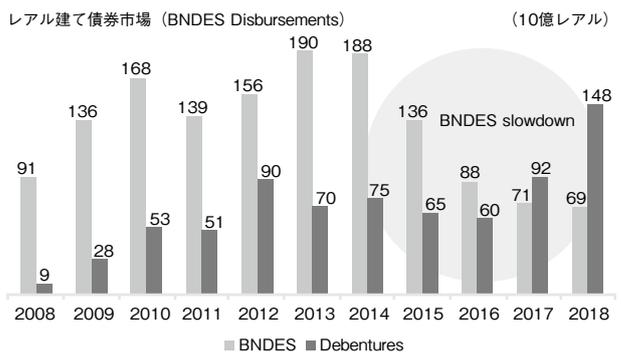
それでは、低金利が「安定する」仕組みはどこから来るのか?金利低下により、投資家はそのダイナミクスを大きく変更せざるを得なくなった。簡単に目に付くのは株式市場への個人投資家資金の流入であるが、長期安定運用を狙い長期国債やブラジル企業の債券市場も活性化した。さらに、左翼政権時代ブラジルにおけるインフラ投資案件等を考える場合の唯一無二の存在であったBNDES(国立経済社会開発銀行)が低利の長期ファイナンスから手を引いてきたことで、民間金融機関がBNDESの代替として長期ファイナンスを担い始めたことにある。結果として低金利が安定してきた(図2)。

図1: Selic 金利推移



出所: TRADINGECONOMICS.COM | BANCO CENTRAL DO BRASIL

図2: BNDESのアセット縮小と活気を呼ぶリアル建て債券市場



出所: BNDES and Anbima. Prepared by MUFG.

さらには、ボルソナーロ政権下、政府は Pro ビジネス、市場主義の大方針のもと、ビジネス環境整備を進めており、金利運用だけで胡坐をかいていた投資家が金利低下局面で新ビジネスを多く誕生させ、ひいては価格低下現象が起こっている。健全なデフレ圧力により、インフレ懸念がなく、結果金利上昇圧力もない。さらに、イノベーションやテクノロジーによるコストダウン。新しいビジネスモデルの台頭がより価格低下の波となっている。

このような市場の転換点では、消えて行くビジネス、成長するビジネスが大きく入れ替わっており、この「第四の転換点」で変わる可能性のあるビジネスについて、日本企業の観点から、私見を述べてみる。

一つ目は、長期インフラボンドによるインフラストラクチャー投資への選択肢が広がる点である。このボンドは 2012 年より制度発効したが、実質実績がなかったものの、2018 年から徐々に拡大してきた。資金用途は、電力、港湾、鉄道などインフラ省が認可するプロジェクトであることが条件。個人投資家は利息部分の免税特典があり、金利低下局面で投資家の需要加速。日本企業等、海外からのドルファンディング+スワップの必要性がなくなり、今後のインフラプロジェクトに対応する魅力のある金融スキームとなる。日本企業にとって、電力、ロジスティクス、上下水道、再生可能エネルギー等は、これまで困難であった日本企業のインフラ投資の選択肢が広がる。

二つ目は、ビジネスモデル自体がアセットヘビーで、高金利のため参入が難しく、寡占市場になっていたビジネスが金利低下により競争激化するであろう。ネットワークが必要なリテールビジネス、ロジスティクスサービス・ラストワンマイルなどはその例であり、海外の投資家の新ビジネスへの参入が加速すると考えられる。

コロナウイルス禍による政治の混乱

辞任したモーロ法務・治安相が指摘して公開された閣議のビデオは、公共性のあるメディアや海外のメディアでは詳細な論評はなされていないが、大統領や発言する閣僚の器に大きな疑問がつけられ、政権内の様々な問題を浮き彫りにした。コロナウイルス感染者数拡大後のアジェンダも見えない。また、環境大臣の環境政策に関する暴言や、過去中国批判

をしたことのある教育大臣の裁判所判事に対する暴言など、ポルトガル語の分かる人であれば驚愕する発言が相次いだ。保健省の新大臣は 5 月中旬に電撃辞任した（1 か月に満たない任期）。大統領が推すクロロキンという薬剤（有効性証明されず）についての見解の相違が主な原因だが、本日現在、後任は任命されておらず、軍出身の大臣代行が執務指揮している。また、足元では感染者数、死亡者数の累計数の公表を一時中断した際に、情報公開を求める議会、司法、州政府、メディアなどから批判を浴びている。ボルソナーロ大統領はトランプに追随して WHO からの脱退を表明するなどブラジルのコロナウイルス対策は迷走中。長期化すると、期待される 2021 年度の経済回復が遅れることにもなりかねない。

その一方で、大統領支持率はブラジル全体で 3 割程度を維持している。過去のデータから、議会が弾劾に持ち込むには支持率の低下（10～15%）が必要と見られており、中道勢力との合意からも現時点では大統領弾劾は遠い。したがって統治能力は低い、支持率は維持というねじれ現象が起きている。極右に対する一定の支持と、経済再開を早く望む企業や国民の意思表示が背景と見られている。この様な「ねじれ」は暫く続くと見られるが、国民が大統領賛成派と反対派に分かれて対立するデモが 6 月 1 日に発生した。この動きは支持率の動向に直結するものであり注視が必要。また、大統領とファミリーを巻き込んだスキャンダルについての司法の判断の結果如何でデモの規模は大きくなる可能性がある。

経済政策においてはゲデス大臣を中心とした「リベラル派市場原理主義」対 大統領の支持率維持を考える「財政支出拡大景気浮揚派」の構図が政権内の意思統一を阻害している。今回のコロナ対策による緊急財政支出により、政府債務の GDP 比率は 2019 年 75.8% から 90% 超へと上昇すると見られている。低金利の安定を成功させてきたゲデス経済大臣や中銀はこれ以上の財政出動は、インフレを再燃させる可能性があり、可能な限り財政規律を維持したい考えだ。成功させてきた低金利安定を継続させる絶対条件である。

ボルソナーロ政権の経済外交

ボルソナーロ政権の外交政策については、残念ながら国家としての信念を感じない。国家のアイデン

ティティと国民の意思を反映させるべき外交政策だが、イデオロギー派と言われる親米派が現実派を押し切っているのが現状だ。特に、対中政策はブラジルの主要産業である農業部門と、インフラ振興という観点からのファイナンスに大きく影響を及ぼす。米中間に立たされたブラジルが単にイデオロギー（トランプに奉ずる）だけで親米同盟に与するならば、相当なリスクをとまなう事を理解すべきだ。また、米国大統領選挙の結果如何では、民主党政権はアマゾン環境問題などを盾に大きなコストと外交上の譲歩をブラジルに要求するであろう。

対EU政策も同様である。2019年に20年の年月を経て漸く合意したメルコスールとEU間のFTAも、現状批准は棚上げになると見られている。そもそも合意されたFTAはメルコスール側に不利な条件が多く、不平等条約と言われていた。急いだマクリにボルソナーロが乗った形のFTAはしばらく日の目を見ず横に置いておかれるのではないか。フランスをはじめアマゾン問題に不満を抱いているEU各国が、暴言を吐いた環境大臣のスタンスを許すはずがない。

大統領は三男であるエドゥアルド・ボルソナーロ下院議員、またフェリペ・マーティンス大統領特別補佐官（国際問題担当）を通じて、反中国（米・日・アジア・中南米）で同様の価値観を持つ国々と連携を深めている。この動き自体は自然な流れだと思う。特に、日本とも同盟を強化する動きがあり、我々にとっては追い風である。しかしながら、外交的に今後ブラジルがグローバルに孤立してゆく可能性があり、日本政府としても簡単に旗幟鮮明とはいかないのではなかろうか。

日本との経済関係

日本とブラジルの連携強化は、平時であれば我々日本企業にとっては追い風になるどころであり、安定する低金利によって数々の投資案件候補が出てくるだろう。しかし、この政権が長続きするかどうか分からない状況で民間による長期のコミットは現時点では難しい。インフラ部門への投資呼び込みがブラジル側の希望かも知れないが過去の経緯（ルセーフ政権時代の造船部門投資）もあり日本企業グループもブラジルの長期インフラ案件には慎重だ。理由や背景は別として、日・米・ブラジルというまたとない同盟の枠組みが出来上がる素地があるタイミン

グではやや残念な地合いである。

メキシコとの対比

ラテンアメリカの中で、メキシコとブラジルは政治面・経済面・外交面でそれぞれ対極にあり比較すると興味深い。夫々ほぼ同じころに政権がスタートし、メキシコは右から左へ、ブラジルは左から右へと舵を切った。コロナウイルス禍の前、ロペス・オブラドール（AMLO）政権は核となる経済アジェンダ見つけられず、2019年の成長率はマイナス0.1%であった。一方ボルソナーロ政権は、年金改革法案を可決させ、ゲデス経済大臣のリーダーシップで経済浮上の基礎を作った。そして2020年、両国はコロナ危機に見舞われ、それぞれマイナス8%程度の経済成長となる見込みだ。

しかしながら、外交政策面では明暗が分かれる。USMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）を纏め、発効を控えたメキシコは、コロナ危機で加速する米中の貿易戦争の中で、米国のサプライチェーンを担うという、シンプルな決断を取ることができる。一方、ブラジルは、親米同盟と最大の食料や資源の輸出先である中国とを、如何にバランスさせるか、極めて難しい選択を迫られる。地政学的にアドバンテージのあるメキシコ、外交的に孤立する可能性のあるブラジルが見えてくる。

終わりに

新型コロナウイルスの前のブラジルは、政権が進めるビジネス環境整備や金利低下と安定がもたらす、新しいビジネスの誕生、インフラ投資への期待、さらには税制改革を含む構造改革が進み新しい時代の到来を期待させた。

この危機はグローバルな危機であり、ブラジルだけの危機ではない。したがって、危機後の回復が重要である。しかしながら、ボルソナーロ政権が置かれている環境は、政治面、経済面、外交面のどれをとっても厳しい。ブラジルが元の成長軌道に戻れるか否か、足元の政治動向に注目していく必要がある。

（むらた としふみ ブラジル日本商工会議所会頭）