

## 新興国レポート

# ブラジル景気と企業業績の動向（レッジメイソンからの出張報告②より）

レッジ・メイソン・アセット・マネジメントでは、2019年3月下旬にブラジルでの現地調査を行いました。現地調査の主な目的は、ボルソナロ政権の誕生によって今後のブラジルの政治、経済、金融市場がどう変わるのかを確かめることにありました。ニッセイアセットマネジメントではその現地調査結果につき、レッジメイソンより情報連携を受けましたので、以下ご紹介いたします。

- 足元のブラジル景気は、2015～2016年の景気後退からは抜け出したものの、回復力は依然として弱い状態にある。
- 市場予想では、2019年の実質GDP（国内総生産）は+1.5%と限定的な成長に留まる見込み。失業率も12%近辺で高止まり傾向。
- 政府は目先の景気支援策よりも年金改革による財政再建を最優先。年金改革が成立すれば、景気支援策の余地も。
- 低調なブラジル景気の中でも、ブラジル企業の業績は過去最高益を更新。リストラ効果により利益率が大幅に改善。
- 上場企業が主なビジネス・ターゲットとする高所得層の雇用環境が堅調なことも、企業収益の押し上げ要因。
- ボルソナロ政権の民営化政策も民間企業の事業拡大の追い風に。銀行部門では民間銀行による貸出が堅調に拡大。

### ブラジル景気の回復力は依然弱い状態が続く

ブラジル出張報告②では、現地の市場関係者や訪問先企業などとの議論を踏まえた、ブラジル景気と企業収益の現状についてご紹介します。

足元のブラジル景気は、2015～2016年の景気後退からは抜け出したものの、回復力は依然として弱い状態にあります（図1）。ブラジルの実質GDP成長率は2017年と2018年はともに+1.1%の小幅な伸びに留まり、市場コンセンサス（5月10日時点）では2019年も+1.5%と限定的な成長に留まるとみられています。

失業率に関しても、景気後退を脱した足元でも12%近辺での高止まり傾向が続いています。

### 政権は景気支援よりも年金改革を最優先

足元のブラジル景気の低迷の背景には、景気減速の度に減税や補助金などのバラマキを繰り返した過去の左派政権の政策ミスを踏まえて、ボルソナロ政権が年金改革による財政再建を最優先していることが挙げられます。

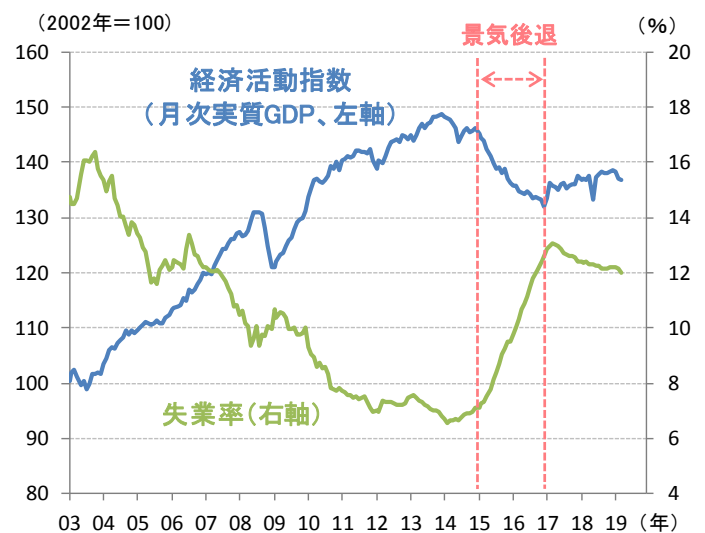
もっとも、今後、年金改革が成立に向かえば、財政政策や金融政策の面からの景気支援の余地が生まれ、先行きのブラジル景気回復を後押しすると期待されます。

### ミクロの構造改革が企業業績の押し上げに寄与

一方、低調なブラジル景気の中でも、ブラジルの主要上場企業の純利益は過去最高益を更新する堅調な見通しが維持されています（図2）。

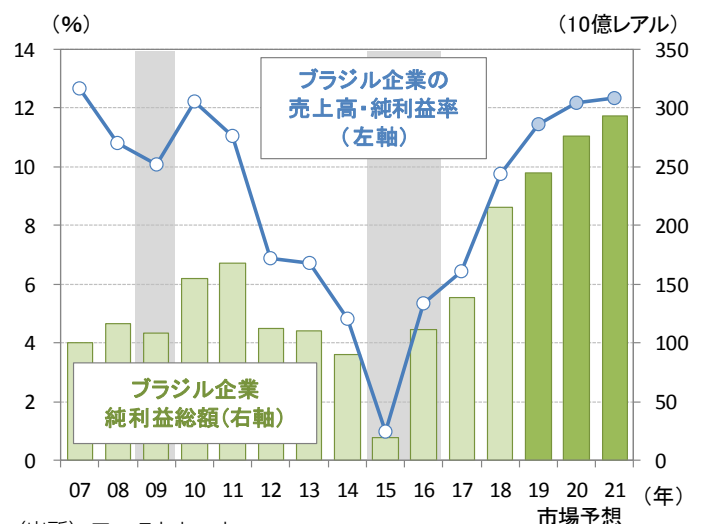
ブラジル企業が景気後退期に債務圧縮や不採算事業の整理などのリストラを進め、企業の利益率が大幅に改善していることが、景気低迷下でもブラジル企業が業績を伸ばしている要因と考えられています。

図1：ブラジルの実質GDPと失業率の推移



(出所) ブラジル中銀、ブラジル地理統計院 (IBGE)  
(期間) 2003年1月～2019年3月 (月次) (注) データは季節調整済。

図2：ブラジルの主要上場企業の純利益と利益率



(出所) ファクトセット  
(期間) 2007年～2021年 (年次)  
(注) ブラジル企業はボブスバ指数採用銘柄。市場予想は2019年5月14日時点。シャドーは景気後退期。

## 高所得層と低所得層の間で景気の二極化が進む

マクロの景気とミクロの企業業績の乖離が拡大しているもうひとつの背景として、ブラジルの高所得層と低所得層の間で景気の二極化が広がっていることが挙げられます。

ブラジルの所得階層別の失業率の推移を見ると、2015～2016年の景気後退期では、EクラスやDクラスなどの低所得層の失業率の上昇が特に顕著でした（図3）。一方、AクラスやBクラスなどの高所得層の失業率は景気後退期の後も低水準が維持されており、高所得層の雇用環境は足元でも堅調な状態が続いていると考えられます。

## 上場企業のビジネス・ターゲットは主に高所得層

こうしたA・Bクラスの高所得層は、約2億人のブラジルの総人口の約10%（約2,000万人）を占めています（図3表）。ブラジルの上場企業（内需系企業）の間では、高所得層を主なビジネス・ターゲットとする企業が少なくなく、高所得層による底堅い消費が企業収益の押し上げ要因となっているとみられています。

## 民営化政策は民間企業の事業拡大の追い風に

また、ボルソナロ政権の民営化政策も、ブラジルの民間企業の事業環境にとって追い風となっていると考えられます。その最も顕著な例が銀行セクターです。

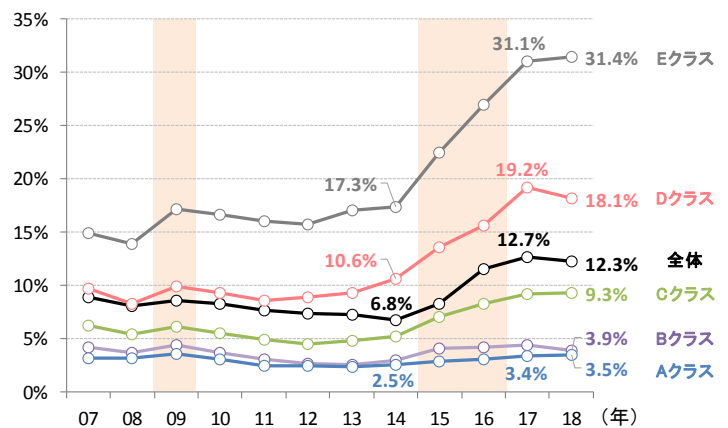
左派政権が続いた2016年までのブラジルの銀行セクターでは、政府からの財政支援を背景にして公的銀行が積極的に貸出を拡大させ、民業を圧迫する状況が続いてきました。しかし、こうした公的銀行への財政支援策は、財政赤字の拡大や汚職の温床となったことから、テメル政権の発足を契機に公的銀行への財政支援は打ち切れ、公的銀行の貸出は減少傾向に転じました（図4）。

## 民間銀行セクターの貸出は堅調な拡大を継続

2017年から足元にかけては、公的銀行の貸出伸び率の減少が続く中で、民間銀行の貸出が急拡大しています。2019年3月時点の民間銀行の貸出伸び率は、前年比+13.3%と二桁増のペースに加速しました。

銀行貸出残高全体に占める民間銀行のシェアも2016年を底に上昇傾向に転じ、直近では公的銀行と民間銀行のシェアはほぼ拮抗している状態にあります。民営化政策による追い風もあって、大手民間銀行の業績は今後も堅調な拡大が期待されています。

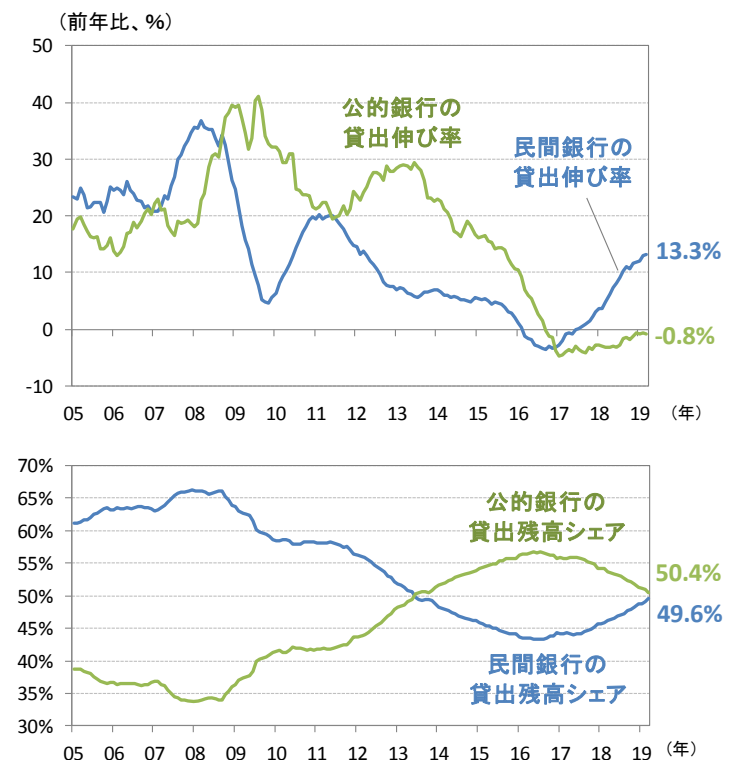
図3：ブラジルの所得階層別の失業率の推移



	家計月収 (2017年11月)	人口 (2017年)	
		万人	構成比
高所得	Aクラス 11,001レアル～	1,034	5.0%
	Bクラス 7,278～11,001レアル	1,099	5.3%
	Cクラス 1,819～7,278レアル	11,305	54.4%
	Dクラス 1,100～1,819レアル	3,472	16.7%
低所得	Eクラス ～1,100レアル	3,856	18.6%

(出所) IBGE、ブラデスコ銀行 (期間) 2007年～2018年 (年次)  
(注) 2018年の所得階層別失業率は推定値。シャドーは景気後退期。

図4：ブラジルの公的・民間銀行セクターの貸出伸び率（上段）とシェア（下段）



(出所) ブラジル中銀 (期間) 2005年1月～2019年3月 (月次)

## 【当資料に関する留意点】

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、レグ・メイソン・アセット・マネジメントの情報を基に、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

## &lt;設定・運用&gt;



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者

関東財務局長（金商）第369号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

ニッセイアセットマネジメント株式会社

コールセンター 0120-762-506（受付時間：営業日の午前9時～午後5時）

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>