

## ブラジルは景気後退脱却への道筋を描けるか

～中銀は緩和スタンスに舵を切るなか、今後は年金改革案の行方が鍵に～

発表日：2017年1月12日(木)

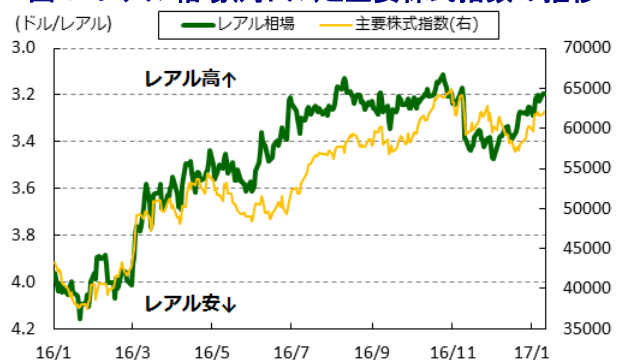
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 足下の世界経済は先進国での景気拡大に加え、中国の景気減速懸念の後退も追い風に底打ちしている。OPECの減産合意も相俟って国際商品市況も底入れするなか、ブラジルでは前大統領の失職に拠る政権交代に伴う改革期待も追い風に金融市場は活況を呈している。一方、実体経済は内外需の低迷を受けて依然景気後退局面を脱せない状況が続く。インフレ率の低下を受けて中銀は利下げに動くなど外部環境には好転の兆しが出るも現時点ではその効果発現に至っておらず、金融市場と実体経済の乖離が続いている。
- こうしたなか、中銀は11日迄開催した定例会合で3会合連続の利下げを決定した。ただし、利下げ幅は過去2回に比べて拡大しており、ディスインフレ圧力が広範に及ぶ一方で景気低迷が続いていることを受け、より大胆な金融緩和に舵を切る方針を明らかにしている。利下げによる経済押し上げが期待される一方、引き続き国際金融市場の動向に左右されやすい体質は残る。その意味では最も「不透明な要因」となり得る米国のトランプ次期政権による政策運営とそれに伴う金融市場の動きには注意が必要と言える。
- テメル政権は発足直後から構造改革の「一丁目一番地」に歳出削減を掲げるなか、先月には歳出の上限を定める憲法改正案の議会上院可決に漕ぎ着けた。他方、政権内外での汚職問題の噴出などで国民の不満は極めて高く政権支持率も低迷するなか、年金改革法案の先行きには不透明感が多い。仮に年金改革法が早期成立すれば利下げペースの加速などで景気後退局面脱却への道筋が描きやすくなるが、政局混乱で頓挫するリスクも残る。当面は年金改革法案の行方が同国経済の先行きを占う試金石になると判断出来よう。
- 足下の世界経済を巡っては、米国を中心とする先進国主導による緩やかな景気拡大が続いていることに加え、減速基調が続いてきた中国経済もインフラなどの公共投資拡充策による下支えを受けて落ち着きを取り戻すなか、全世界的に製造業の景況感が改善するなど底打ちを示唆する動きも出ている。こうした動きが続くなか、昨年末のOPEC（石油輸出国機構）による減産合意も相俟って原油をはじめとする国際商品市況の底入れが進んでおり、長期に亘る商品市況低迷で苦境に立たされた資源国にとっては景気減速懸念の後退に繋がっている。ブラジルにおいては、昨年5月のルセフ前大統領に対する停職決定に伴うテメル暫定政権の成立、8月末のルセフ前大統領の失職によるテメル政権の正式発足を受け、海外投資家を中心に長年の左派政権によるバラ撒き政策からの脱却と構造改革の進展を期待する向きが強まった。こうした動きは昨年前半、先進国を中心とする量的金融緩和政策などを理由に全世界的に金利低下傾向が強まる一方、「カネ余り」が続いたなかでより高い利回りを求める動きが活発化したことも追い風に通貨レアルが「世界最強通貨」となるなど、実体経済が回復感に乏しいなかでも金融市場が活況を呈する動きに繋がってきた。昨年11月の米大統領選によるトランプ氏の勝利を受けて国際金融市場では米ドル高

図1 レアル相場(対ドル)と主要株式指数の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

圧力が強まるとともに、新興国からの資金流出が懸念されたことで同国においてもリアル安圧力が一時高まる動きがみられたものの、足下では再びリアル高基調に転じるなど落ち着きを取り戻している。この背景には、米国がトランプ次期政権の下で「保護主義」的な経済政策を志向するとの見方が強まっているものの、中南米諸国のなかでも輸出依存度が低い上に輸出に占める米国向け比率も低いブラジル経済にはその直接的な影響が限定的との見方が強いことも関係しているとみられる。また、リアル相場の上昇に歩を併せる形で主要株式指数であるボブスパ指数も上昇基調を強めており、足下では国際商品市況の底入れに伴う企業の業績回復期待もこの動きの追い風になっている。一方の実体経済については、今年は9月迄の時点で経済成長率が前年比▲4.0%と昨年同年（同▲3.8%）を一段と下回るマイナス成長となるなど厳しい状況を脱しきれない状況にあるなか、世界経済の底打ちを示唆する動きにも拘らず直近の景況感は製造業、サービス業ともに好不況の分かれ目となる50を下回る推移が続くなど苦境が続いている。世界経済の底打ち感が強まっているにも拘らず輸出は前年比の伸びこそ底入れしているものの、輸出額自体は底這いの展開が続くなど外需が弱含むなか、個人消費をはじめとする内需も底這いの状況が続くなど勢いを取り戻せていない。また、足下では雇用を取り巻く環境も一段と厳しさを増すなか、景気低迷の長期化を受けて銀行部門は融資を絞り込む動きを強めており、こうしたことも内需のけん引役となってきた個人消費の勢いに水を差す結果を招いている。こうした展開は足下の鉱工業生産においても、前年比の伸びこそ底入れを示唆する動きが続くものの、生産水準の底入れが進まない展開となっていることにも一致しており、実体経済の底入れが容易ではないことを現している。昨年来の通貨リアル高は輸出の足かせとなっている可能性がある一方、内需の重石となってきたインフレ率は昨年初めをピークに減速基調を強めており、このところの国際商品市況の底入れに伴う交易条件の改善を受けた国民所得の増加も相俟って実質購買力の向上を促している。また、インフレ率の減速基調が強まっていることを受けて中銀は昨年10月に丸4年ぶりの利下げに踏み切り、その後も漸進的な利下げにより景気を下支えする姿勢をみせているものの、足下においては依然としてその効果が発現するには至っていない。こうしたことも金融市場が活況を呈しているにも拘らず、実体経済は依然として芳しくない状態が続いているといった相反する動きを生む一因になっている。

- こうしたなか、中銀は10～11日の日程で開催した定例の金融政策委員会（COPOM）において3会合連続で政策金利（Selic）を13.00%に引き下げる決定を行った。今回の利下げ幅は「全会一致」で過去2回（25bp）に比べて拡大しており（75bp）、足下のインフレ率が同行の定めるインフレ目標（ $4.5 \pm 2.0\%$ ）の上限を下回る水準に低下するなどインフレ懸念が大きく後退するなかで緩和姿勢をこれまでに比べて一段引き上げたものと考えられる。会合後に発表された声明文では、足下の同国経済について「予想以上に弱含むなかで景気回復に予想以上に時間が掛かり、その足取りは緩やか」と

図2 鉱工業生産の推移

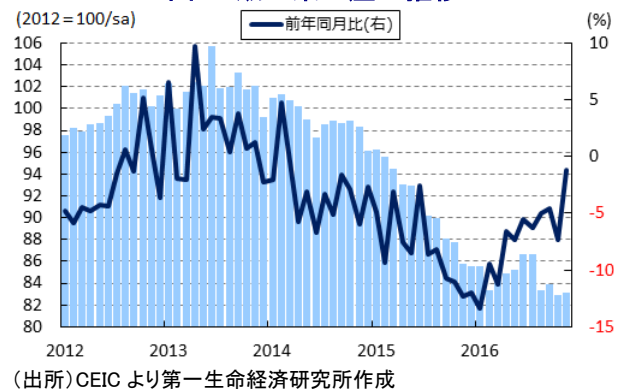
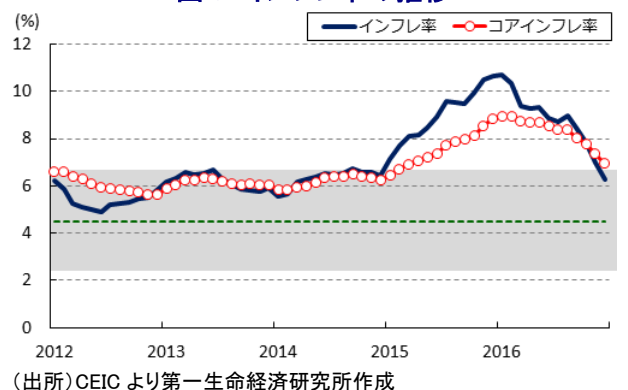


図3 インフレ率の推移



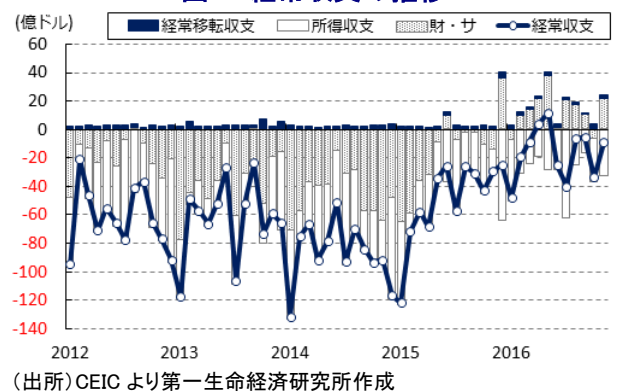
の認識を示す一方、海外経済については「不透明感は残るが改善の兆候がみられる」とした。物価動向については「期待以上に低下が進むなか、今後はより広範なデフレーション基調に展開するか否かが先行きの利下げ期間やペースを左右する」とした。その上で、先行きのインフレ見通しについて「2017年は+4.0%、2018年は+3.4%」に鈍化するとし、それぞれ引き下げている。また、足下で政府が進める税制改正に関する議論について「この行方はインフレ見通しにポジティブな影響を与える」とした。また、今回の声明文では「50bpの利下げ（13.25%）の可能性を検討したものの、足下の広範なデフレーション圧力や景気低迷を受け、より大胆な対応が求められているとの認識を共有し、積極的な緩和に動いた」との異例の言及もなされている。なお、上述のように足下の実体経済は活況が続く金融市場に比べて勢いの乏しい展開が続いているものの、国際商品市況の底入れに伴う交易条件の改善やインフレ率の低下、さらに金融緩和など景気底入れを後押しする材料が揃いつつあることから、徐々に回復軌道に向けた足場固めが進むと見込まれる。他方、国際商品市況の回復による輸出の底入れに加え、長期に亘る景気低迷による輸入減の影響により経常赤字幅は縮小傾向が強まるなど、対外収支を巡るファンダメンタルズ（基礎的条件）は改善しているものの、依然として赤字基調であること

に変わりがないなかで引き続き国際金融市場の動向に左右されやすい環境は残る。今月発足する米国のトランプ次期政権は巨額減税やインフラ投資などを経済政策の柱に据えるなど、短期的に米国景気を押し上げることが期待されるなか、仮にこれが現実に行われる事態となれば

米国のインフレ期待の上昇をもたらすとともに、これまでの想定以上のペースで利上げを行う必要性が高まるなど、米ドル高圧力に繋がることが予想される。さらに、トランプ次期政権は石炭やシェール関連での規制緩和に動くとの見方もあり、そうなれば足下で底入れが進んでいる国際商品市況も需給の緩みを背景に再び頭打ちすることも考えられるなど、ブラジル経済にとっては一転して「向かい風」となる可能性もある。トランプ次期政権の経済政策の動向が直接的にブラジル経済に与える影響は必ずしも大きくないと見込まれるものの、その副産物としての国際金融市場の反応はブラジル経済にとっても無視出来ないことを勘案すれば、先行きも国際金融市場の動きには敏感にならざるを得ない。

- テメル政権を巡っては、構造改革の「一丁目一番地」に据える公的歳出の調整率に対する上限を定める憲法改正案の成立を目指すなか、昨年10月には議会下院において同法案が可決された後、議会上院において審議が行われてきた。先月初めには議会上院が同法案を承認する姿勢を示すも、その後に上院議長を巡るゴタゴタ（カリエイロス上院議長（与党民主運動党（PMDB）所属）の業務上横領容疑での起訴）を受けて議論がこう着状態となることが懸念されたほか、一連の問題をきっかけに労働組合をはじめとする左派グループが猛烈な抗議を展開する事態となった。また、憲法改正案と同時期に議論された「汚職防止法」の関連では、議会下院での修正協議において検察官や判事などに対する職権濫用での処罰を可能にするなど、捜査機関などへの実質的な締め付けを意味する内容が盛り込まれたことから、先月初めには汚職反対を目的とするデモが全土で展開されることとなった。このように国民からの反発が高まっている背景には、テメル政権は暫定政権の発足からわずか半年強の短期間にも拘らず閣僚辞任がすでに6名に達しているほか、上述の上院議長の起訴に加え、テメル大統領自身にも便宜供与疑惑が取り沙汰されるなど、テメル政権に代わっても汚職体質が抜けきらない

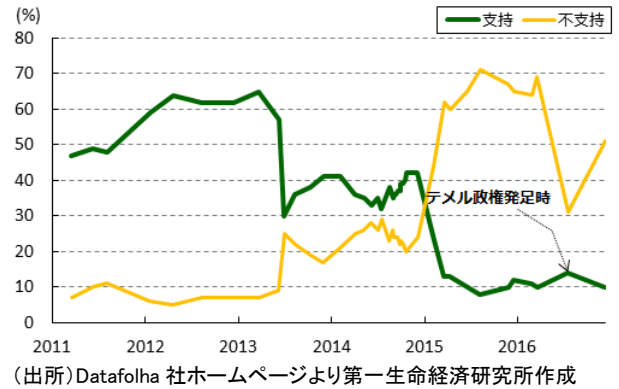
図4 経常収支の推移





ことへの国民の憤りも影響している。その後、先月 13 日に憲法改正案が議会上院を無事に通過出来たことを受け、テメル政権は国民から極めて不人気とされる年金制度改革に向けた法案を議会に提出するなど改革を一段と前進させる姿勢をみせている。しかしながら、直近の世論調査に拠ると国民の不満は憲法改正に伴う歳出削減の対象となる保健・衛生や教育関連のサービスの低さに集中するなど、ルセフ前政権下での課題とまったく変わっていないなか、政権支持率も 10% と低空飛行状態を脱

図 5 政権支持率及び不支持率の推移



せない状況が続いている。テメル政権は憲法改正案の議会上下両院通過を受けて景気下支え策を発表しているが、財政赤字を理由に助成金の支出や歳出拡大を伴う景気刺激策を打ち出すことが出来ないなか、長期に亘る景気低迷の余波を最も受けている中小・零細企業などを対象にした低利融資の拡充や様々な手続の簡素化など、歳出拡大を伴わない内容だけにその効果は不透明である。早々に年金改革法案が可決することで、歳出削減策と併せて経常歳出の抑制により財政状況が改善するとともにインフレ圧力が一段と後退することになれば、中銀にとっては先行きの利下げペースの加速が可能になることで早期の景気浮揚に向けた道筋を描くことが可能になるとみられるが、足下の政治状況をみる限りはそうした楽観的な見通しを置くことは依然として難しい。また、仮に現在進行中の汚職捜査（ラヴァ・ジャット作戦）により政権与党を含む有力政治家を巡る汚職疑惑が噴出する事態となれば、政治の混迷が長期化することで構造改革に向けた機運が急速に萎む事態も懸念される。その意味においては極めて見通しは立ちにくいものの、当面は年金改革法案の審議動向がブラジル経済の先行きを大きく左右することになると見込まれ、その行方如何によっては過去 2 年に亘る景気低迷期からの脱却に向けた希望を見出すことが可能になるが、その道のりは極めて細く険しいものになることは避けられないであろう。

以 上