

## ブラジル経済、不透明感は残るが「薄日」も

～中銀は景気重視へ舵、改革の動向で薄日が一段と広がる可能性も～

発表日：2017年4月14日(金)

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)

- 世界経済の循環的な回復に伴う国際商品市況の底入れは、輸出に占める一次産品の割合が高いブラジル経済の追い風になっている。米国 Fed の慎重な利上げで国際金融市場も落ち着くなか、政権交代による経済政策の転換期待は同国への資金回帰を促している。企業マインドも改善しており、年明け以降は個人消費にも底打ち感が出るなど、ブラジル経済は長いトンネルからの「出口」に差し掛かりつつある。
  - 個人消費の底入れには物価安定と利下げが寄与しており、中銀は12日の定例会合で5会合連続の追加利下げを決定した。利下げ幅も拡大させるなど一段の緩和強化に動いており、追加利下げに含みを持たせた。景気動向によってはさらなる利下げ幅の拡大も期待される。ただし、足下の雇用環境は悪化に歯止めが掛からない上、早々に好転する可能性も低いことから、金融政策は景気を重視する姿勢を強めよう。
  - 中銀による追加緩和の実現には、政府の改革の動向も鍵を握る。歳出削減法は昨年末に成立したが、年金改革や労働法改正には国民の反発も多いなど難航している。政治家の汚職を巡る問題も再燃しており、政府は早期採決を重視して修正を行う方針をみせている。修正が「骨抜き」になれば問題外だが、改革姿勢の堅持により物価安定が実現すれば、成長の原動力である個人消費の拡大が促される期待はある。
- 昨年半ば以降の世界経済は、堅調な景気拡大を続ける先進国が主導して底打ちを果たしている。さらに、中国ではインフラや不動産などの投資拡充による景気下支えで景気減速懸念は後退してきた。多くの新興国や資源国は近年、中国の高成長を背景に中国経済との連動性を高めており、中国景気の持ち直しはプラスに作用している。したがって、足下の世界経済は全体として循環的な景気回復期を迎えている。資源需要が旺盛な新興国経済の底入れは世界的な資源需要の回復期待を高め、中国による投資拡充の動きも国際商品市況の底打ちに繋がった。さらに、OPEC（石油輸出機構）加盟国などによる減産合意に伴い、世界的な原油需給がタイト化すると期待され、その後に減産履行の動きが確認されたことも商品市況の底入れを促した。ここ数年の国際商品市況の低迷長期化により、ブラジルの輸出全体に占める一次産品の割合は低下したものの、依然として4割強を維持しており、完成品輸出の割合を上回る。こうしたことから、国際商品市況の底入れはブラジルにとって交易条件の改善を促しており、直近の交易条件指数は前年同月比で20%も高水準となるなど、国民所得の押し上げに寄与している。国際金融市場においては、一昨年末に米国 Fed（連邦準備制度理事会）が9年半ぶりの利上げを実施して以降、世界的なマネーの動揺に伴う新興国などからの資金流出が懸念されてきた。しかしながら、Fed はこれまで計3回利上げを実施しているものの、極めて緩やかなペースを維持している上、折からの世界経済の循環的な回復も相俟って国際金融市場は落ち着いている。また、ブラジルでは昨年、ルセフ前大統領（左派）の弾劾に伴いテメル大統領

図1 交易条件指数の推移



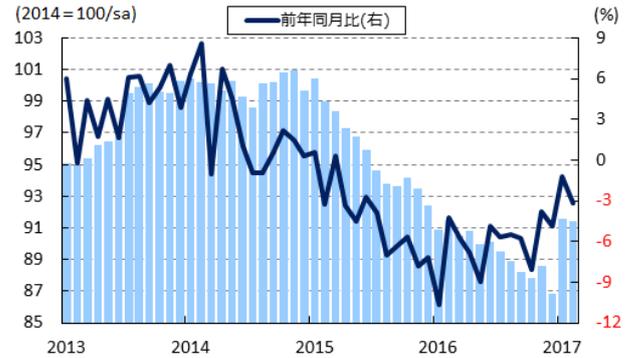
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

領（中道右派）が誕生したことで、経済政策の方向性が修正されている。これを反映して、国際金市場ではそれまでブラジルから流出した資金が回帰する動きが強まり、今年2月には通貨レアルの対ドル為替レートが1年8ヶ月ぶりの水準に、株式指数（ボベスパ指数）も約5年ぶりの高値を記録した。このようにブラジルを取り巻く環境が大きく改善し、企業マインドも昨年半ばを底に好転する動きが出ており、昨年通年の経済成長率は前年比▲3.6%と前年（同▲3.8%）から2年連続でマイナス成長となったが、昨年には景気の底打ちを示唆する兆候も出ている。さらに、年明け以降には長期に亘って調整模様が続いてきた個人消費にも底入れの動きがうかがえるなど、ブラジルにとって経済成長の原動力となってきた内需も改善しつつある。こうした背景には、ブラジル経済の重石となってきた慢性的なインフレの問題が解消したことが大きい。インフレ率は昨年頭をピークに急速に低下しており、直近の3月には前年同月比+4.57%と中銀が定めるインフレ目標（4.5±2.0%）の中央値近くになっている。さらに、中銀はインフレ率の低下に対応して昨年10月に4年ぶりに利下げに踏み切り、その後も断続的に利下げを実施するなど金融緩和姿勢を強めている。この結果、金融機関による企業向け貸出残高は依然前年を大きく下回る伸びが続いているものの、家計部門向けは減速基調に歯止めが掛かるなど、底入れを示唆する動きもみられる。長期に亘ってマイナス成長という『暗く長いトンネル』を走り続けてきたブラジル経済だが、ここに来てようやく『出口』を感じさせる兆候が出つつある。

- 上述したように、インフレ率の低下と歩を併せる形で、中銀は昨年10月以降に利下げに踏み切ったが、当初の利下げ幅は25bpと慎重姿勢を維持していた。しかしながら、今年1月以降は利下げ幅を75bpに拡大するなど、積極的な金融緩和に転じている。こうしたなか、12日に中銀は定例の金融政策委員会を開催し、5会合連続となる利下げを「全会一致」で決定した上、利下げ幅を100bpに一段と拡大させた。これに伴い、昨年10月以降の利下げ幅は累計300bpとなり、政策金利（Selic）も2年5ヶ月ぶりの水準となる。会合後に発表された声明文では、世界経済の見通しや国際商品市況の動向について「不透明感がくすぶる」ものの、現時点では「米国など主要国の経済政策が同国経済に与える影響は緩和されている」とした。その上で、足下のインフレ動向について「望ましい水準にある」

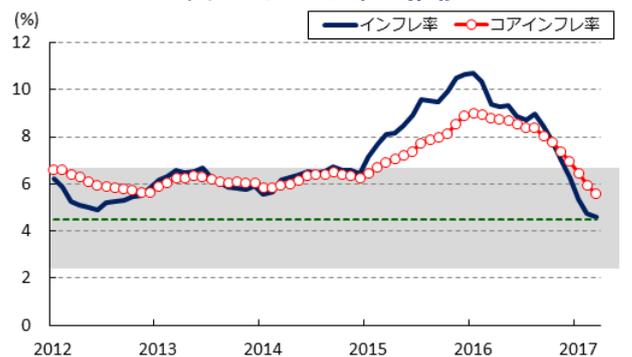
との認識を示しつつ、先行きの見通しについて「今年通年のインフレ率は+4.1%近傍に、来年も同+4.5%近傍で推移する」とし、このシナリオに基づけば「今年末までに政策金利を8.5%まで下げることが可能」とするなど、さらなる利下げに含みを持たせた。先行きの物価動向については、国際商品市況などの外部要因のほか、政府による改革の行方などに伴い上下双方に振れるリスクがあるとする一方、基本シナリオに基づけば「利下げペースの加速も選択し得る」など、利下げ幅拡大の可能性も示唆している。なお、利下げペースの判断については「経済状況を踏まえた上で、先行きの景気動向を左右する要因を見定める」とし、足下では景気

図2 小売売上高(実質ベース)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 インフレ率の推移



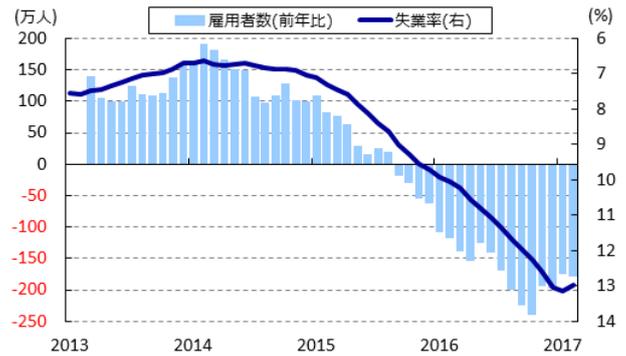
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

の『底』がみえつつあるなかで、これまで以上に景気を重視する姿勢を明らかにしている。昨年来の通貨リアル相場の上昇に伴い、輸入インフレ懸念は大きく後退しており、足下の景気には底打ち感が出ているものの、依然として力強さを欠く展開が続いていることを勘案すれば、早々にインフレ圧力が昂進する事態は考えにくい。さらに、足下では雇用環境の悪化に歯止めが掛からない状況にあり、これまでの大幅利下げにも拘らず、金融機関による企業部門向け融資の伸びが大幅マイナスであることを

勘案すれば、雇用拡大に向けた動きが広がるとは見通しにくい。したがって、先行きの金融政策については緩和姿勢を一段と強めることにより、これまで以上に景気を重視した対応が採られる可能性が高まっている。

- なお、中銀が今後一段と緩和姿勢を強めるには、これまで同様に政府の構造改革に対する姿勢が鍵を握ることは変わらない。テメル政権が構造改革の柱の一つに据えた、向こう 20 年に亘る政府の歳出に上限を設ける「歳出上限法」は、昨年末に無事に議会を通過し、その後の国際金融市場からの評価に繋がった。また、テメル政権はさらなる改革の柱として、年金支給年齢の引き上げなどを盛り込んだ年金改革案のほか、労働法の改革案を議会上程したが、これらについては国民からの反発が強く、議会審議がなかなか進展しない状況が続いている。こうしたことから、年金改革の対象を一部除外するなどの対応で批判を和らげる姿勢をみせたが、反って新たな反発を生んでおり、審議が大きく遅れる懸念が出ていた。こうしたなか、最高裁判所は大手建設会社に絡んだ汚職事件に関連して、検察当局に対して 8 人の現職閣僚と上下院議長を含む、合計 98 人にも及ぶ国会議員や地方政府の首長に対する捜査を許可する方針を明らかにした。ブラジルではここ数年、国営石油公社を巡る汚職が社会問題化しており、検察当局による一連の捜査（ラヴァ・ジャット作戦）により多数の政治家が検挙されるなど、政治不信を生んできた。今回の捜査もその一環に当たり、現状において現職閣僚などの事件への関与は不透明ではあるものの、パディリャ官房長官やヌネス外相といった有力閣僚が捜査対象に名を連ねており、テメル政権への悪影響は必至である。一方、今回捜査対象となった国会議員は 15 政党にも及んでおり、テメル大統領が所属する与党ブラジル民主運動党（PMDB）や、連立を組むブラジル社会民主党（PSDB）のみならず、ルセフ前大統領が所属する労働者党（PT）など野党も多数含まれるなど、国民の政治不信が一段と深刻化することが予想される。議会も政府も混乱に見舞われるなか、テメル大統領は年金改革法案を巡る審議のさらなる遅延を阻止するべく、年金受給が可能になる勤続年数のほか、最低退職年齢などの変更も緩やかにする一段の修正に応じる考えをみせている。同国の手厚い社会保障制度は、外資系企業のみならず同国企業にとっても「ブラジルコスト」と称される過大な参入障壁となっている上、年金支給額が物価に連動するインデクゼーションは、インフレの元凶となってきた。テメル政権は大胆な改革を通じてこれらの問題解消を図る考えをみせており、それは国際金融市場では同政権への信認向上を通じて通貨高や株高を促してきた。しかしながら、改革案が一段と修正

図 4 雇用環境の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図 5 レアル相場と株式指数(ボベスパ)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

されることで実質的な「骨抜き」されれば、議会審議が円滑に前進しても、実態は意味のないものとなる可能性も懸念もある。また、2月以降の国際商品市況は原油相場や鉱物資源価格の調整などを理由に頭打ち感を強めており、交易条件の下押しが懸念されるものの、足下では地政学リスクの高まりなどを理由に再び底入れするなど、不透明な展開が続いている。しかし、現政権は資源に依存してきた経済構造の転換を目指す姿勢を崩しておらず、構造改革を通じてブラジル経済の転換を図る考えを変えないことは評価出来る。ブラジルの経済成長率（実質GDP成長率）は2年連続でマイナス成長となったが、名目ではいずれもプラス成長を維持しており、2016年（前年比+4.4%）は2015年（同+3.8%）を上回る伸びをみせている。先行きもインフレ率が低水準で安定的に推移すれば、家計部門の実質購買力の向上に繋がり、経済成長の原動力である個人消費を押し上げる期待は小さくない。ブラジル経済を取り巻く環境には不透明要因が山積しているものの、長い低迷状態からの出口に向けた「薄日」が差しつつあると評することが出来よう。

以 上