

## ブラジル経済の天気は再び「雨」に戻るのか

～「棚ぼた」的に景気低迷を脱出するも、政治不安をきっかけに再び「暗雲」～

発表日：2017年6月2日(金)

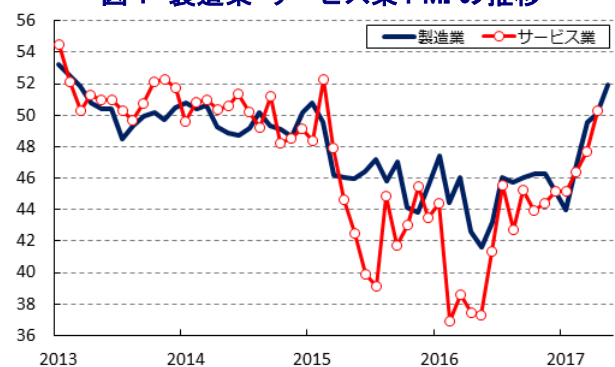
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 昨年のルセフ前大統領への弾劾で誕生したテメル政権は経済政策の転換を謳い、同国は国際金融市場から評価を高めた。足下では実体経済の底入れを示唆する動きも出るなど景気は復調している。インフレ率の低下に伴い、中銀は昨年秋以降大胆な金融緩和に動いており、政府が構造改革を前進させたこともこれを後押しする。中銀は先月の定例会合でも100bpの利下げを実施したが、政治不安が構造改革の進捗に悪影響を与える可能性を懸念する姿勢をみせるなど、先行きの金融政策に対する不透明感が高まりつつある。
- ブラジルは過去2年マイナス成長となったが、1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.25%と徐々に景気低迷を脱した。ただし、その内容は農業生産の拡大や輸出拡大など外部要因に拠るなど、自律回復にはほど遠い。金融緩和や海外資金の流入などで国内金融市場は「カネ余り」の状況だが、企業部門を中心に資金需要は弱く景気の重石になっている。自律回復への回帰には民間部門による資金需要喚起が不可欠であり、それにはさらなる金融緩和拡大に向けた環境整備、つまり政治が鍵を握ると言えよう。
- テメル政権を巡っては先月来、テメル大統領自身の汚職隠蔽疑惑が取り沙汰される厳しい状況にある。金融市場は構造改革の進捗を依然楽観している様子だが、来週の高等選挙裁判所による前回大統領選の選挙資金を巡る不正に対する判決の行方が注目される。足下では直接投資やIPOの動きも活発化するなど環境は改善しているが、国民の政治不信が極まるなかで不人気の改革の行方は不透明である。仮に構造改革が前進しても、潜在成長率を上回る成長回帰には時間を要するなど「長い目」でみる根気が必要である。
- 昨年のルセフ前大統領に対する弾劾決定を経て誕生したテメル政権は、出身母体の中道政党ブラジル民主運動党(PMDB)や連立を組む中道右派政党ブラジル社会民主党(PSDB)が主導して、長期に亘る左派政権での「バラ撒き」に依存した経済政策からの転換を打ち出している。こうした経済政策の転換や構造改革への期待は、ここ数年の景気低迷や前政権による政策の影響で経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)が急激に悪化し、国際金融市場からの評価が急落した状況を好転させている。主要格付機関によるブラジルの外貨建長期信用格付は3社ともに「投機的水準」に据え置かれており、依然として海外から安心してブラジルに投資可能な状況にはなっていない。しかし、テメル政権の発足に前後して、外国人投資家は政権交代を好感して新たな投資を積極化させており、ルセフ前政権下で大幅に下落して一時最安値を更新した通貨リアル相場は一転して上昇し、株式指数(ボベスパ指数)も上昇基調を強めるなど、金融市場を取り巻く環境は改善している。国際金融市場からの期待は高まる一方、実体経済は一昨年以降8四半期連続でマイナス成長が続くなど厳しい状況が続いたが、昨年後半以降は企業マインドに改善の動きが出ており、4月以降は製造業及びサービス業ともにPMI(購買担当者景況感)が好不況の分か

図1 製造業・サービス業 PMI の推移



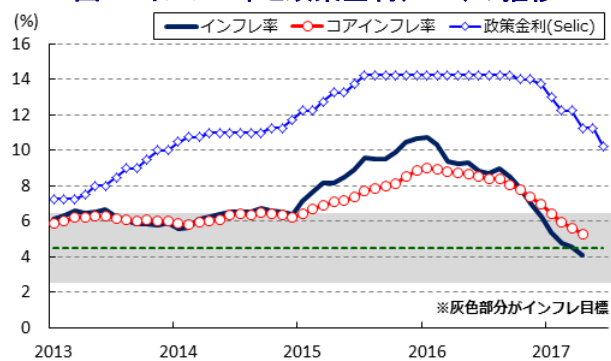
(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

れ目となる 50 を上回るなど景気の復調が鮮明になっている。ブラジルの経済成長の源泉は個人消費を中心とする内需だが、一昨年以降の国際金融市場の動揺を受けた通貨レアル安による輸入インフレも影響してインフレ率が大きく上振れしたため、それを抑えるべく中銀は大幅利上げに踏み切らざるを得なくなり、物価高と金利高の共存により個人消費に下押し圧力が掛かった。さらに、中国経済の減速などで国際商品市況の調整が進み、ブラジルの輸出には価格及び数量の両面で下押し圧力が掛かり、国際商品市況の低迷による交易条件の急低下は国民所得の低迷を通じて個人消費を一段と下押しした。ただし、昨年来の国際金融市場におけるブラジルへの高い期待を背景に通貨レアル相場は落ち着きを取り戻しており、その動きに歩を併せる形でインフレ率は昨年初めをピークに減速に転じ、直近では中銀の定めるインフレ目標（ $4.5 \pm 2.0\%$ ）の中央値を下回る水準に低下している。インフレ率のピークアウトを受けて、

中銀は昨年 10 月に約 4 年ぶりの利下げに踏み切り、その後も利下げ幅を拡大させるなど（25bp→75bp→100bp）、断続的に利下げを実施してきた。また、テメル政権は昨年末に向こう 20 年に亘って政府の歳出に上限を設けることを目的とする「歳出削減法」を成立させ、その後も年金支給年齢の引き上げなどを盛り込む年金改革案や労働法の改正案を議会に上程するなど、ブラジル経済のボトルネックとなってきた課題解決の

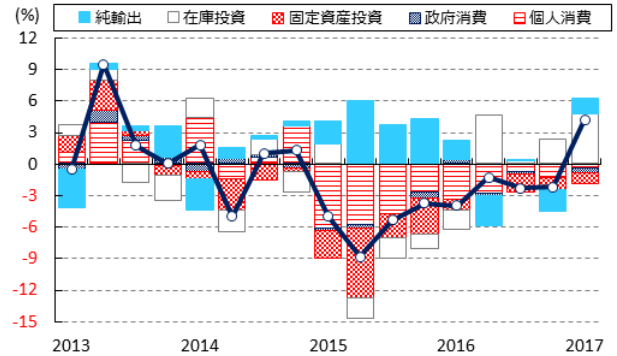
ため、構造改革を着実に前進させる取り組みをみせてきた。これも中銀による利下げペースの加速を後押ししたとみられるが、先月末以降はテメル大統領による汚職隠蔽疑惑が取り沙汰されており、テメル政権による構造改革に対する推進力が失われるとの懸念が高まっている（詳細は 5 月 22 日付レポート「[薄日](#)」が出たブラジルに再び「暗雲」」をご参照下さい）。ブラジルを巡る不透明感が再び意識されるなか、中銀は先月 31 日に開催した定例の金融政策委員会（COPOM）において 6 会合連続の利下げを決定し、利下げ幅も前回同様 100bp として政策金利（Selic）は 10.25% と約 3 年半ぶりの低水準となった。会合後に発表された声明文では、国内外の経済環境は「改善が続いている」としたほか、物価動向も「望ましい状況にある」とし、先行きの物価見通しを「2017 年は +4.0%、2018 年も +4.6% 近傍になる」としつつ「このシナリオに基づけば今年及び来年末の政策金利は 8.0% になると仮定出来る」との見方を示した。一方、「政治混乱によって構造改革の実現性が後退すれば、景気及び物価に対する見通しに対する不透明要因になる」との見解を示している。今後の金融政策の行方については「物価に中立な構造的金利水準が決定要因になる」とし、その動向に応じて利下げ幅が縮小される可能性を排除しない様子を見せている。今回提示されたメインシナリオでは、4 月の前回会合時に比べて物価が下振れする可能性に言及する一方、政治混乱が不透明要因となることを嫌気する姿勢をみせており、今後の大幅利下げ実施にはこれまでに比べてハードルが挙がったと言えよう。

図 2 インフレ率と政策金利(Selic)の推移



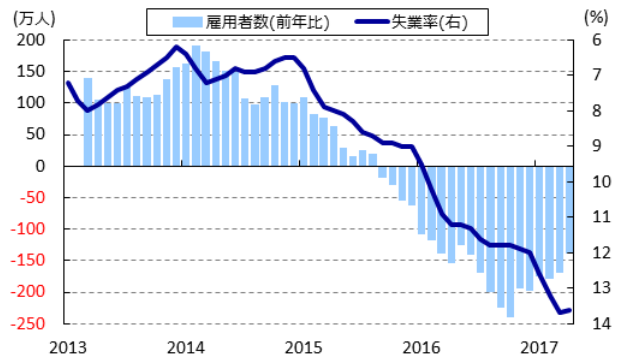
(出所) CEIC, ブラジル中銀より第一生命経済研究所作成

- 上述のように、過去2年以上に亘ってマイナス成長が続くなど苦境に喘いできたブラジル経済だが、昨年後半以降は景気の底打ちを示唆する動きが出ており、年明け以降にはそうした傾向が一段と鮮明になっている。こうした展開を反映するように、1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.25%と9四半期ぶりにプラス成長に転じて長期に亘るリセッション（景気後退期）を脱し、約4年ぶりとなる高い成長となるなど急速に勢いを取り戻している。分野別では、このところの天候不順の一巡に伴い主要穀物である大豆やトウモロコシが豊作となり、農業分野の生産が1996年以来20年強ぶりの高い伸びを記録したことが成長率の大幅な押し上げに繋がっている。その一方、過去2年に亘ってマイナス成長が続いてきたサービス産業の生産は徐々にプラスに転じたものの、そのペースはわずかなものに留まるなど依然本調子にはほど遠い状況にあるほか、製造業の生産も3四半期ぶりに拡大に転じたものの、こちらも小幅のプラスとなっている。今期の景気拡大はあくまで農業部門による生産拡大など、天候をはじめとする外部要因によって偶然もたらされたと考えられるが、製造業及びサービス業の景況感足下で50を上回るなど景気拡大を実感可能な状況になっていることから、先行きは裾野の広い景気回復に繋がることが期待される。また、内訳をみると、ブラジル経済は主要新興国のなかでも輸出依存度が低い特徴があるものの、当期は輸出が5四半期ぶりに前期比で拡大に転じており、世界経済の自律回復や中国経済の持ち直しなどの動きに伴い世界的な資源需要の底入れが進んだことが輸出を押し上げている。他方、元来経済成長のけん引役となってきた個人消費をはじめとする内需は軒並みマイナス基調が続いており、ブラジル経済は依然として自律回復には至っていないと判断出来る。これは、今期の成長率（+4.25%）の太宗を在庫投資の積み上がりで説明可能なことでも明らかである。足下ではようやく底入れの兆しが出ているものの、直近の失業率は10%を超える高水準で推移するなど雇用を取り巻く環境は依然厳しく、インフレ率の低下や金融緩和にも拘らず、銀行融資の伸びは前年を下回る伸びが続いており、資金需要にも回復感が出ていない。国内金融市場においては、金融緩和にも拘らず狭義のマネーサプライの伸びは小幅に留まる一方、国際金融市場の落ち着きなども追い風に海外資金の流入が活発化しており、結果として広義のマネーサプライの伸びは前者を大きく上回るなど「カネ余り」状態にあるが、必要などころに十分な資金が行き渡っていない様子もうかがえる。なお、銀行貸出が伸び悩んでいる背景には、テメル政権下での緊縮的な財政政策に伴い公的部門を中心に借入抑制の動

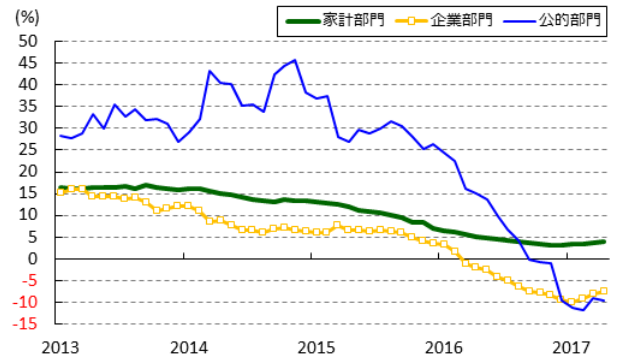
**図3 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移**


(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

候不順の一巡に伴い主要穀物である大豆やトウモロコシが豊作となり、農業分野の生産が1996年以来20年強ぶりの高い伸びを記録したことが成長率の大幅な押し上げに繋がっている。その一方、過去2年に亘ってマイナス成長が続いてきたサービス産業の生産は徐々にプラスに転じたものの、そのペースはわずかなものに留まるなど依然本調子にはほど遠い状況にあるほか、製造業の生産も3四半期ぶりに拡大に転じたものの、こちらも小幅のプラスとなっている。今期の景気拡大はあくまで農業部門による生産拡大など、天候をはじめとする外部要因によって偶然もたらされたと考えられるが、製造業及びサービス業の景況感足下で50を上回るなど景気拡大を実感可能な状況になっていることから、先行きは裾野の広い景気回復に繋がることが期待される。また、内訳をみると、ブラジル経済は主要新興国のなかでも輸出依存度が低い特徴があるものの、当期は輸出が5四半期ぶりに前期比で拡大に転じており、世界経済の自律回復や中国経済の持ち直しなどの動きに伴い世界的な資源需要の底入れが進んだことが輸出を押し上げている。他方、元来経済成長のけん引役となってきた個人消費をはじめとする内需は軒並みマイナス基調が続いており、ブラジル経済は依然として自律回復には至っていないと判断出来る。これは、今期の成長率（+4.25%）の太宗を在庫投資の積み上がりで説明可能なことでも明らかである。足下ではようやく底入れの兆しが出ているものの、直近の失業率は10%を超える高水準で推移するなど雇用を取り巻く環境は依然厳しく、インフレ率の低下や金融緩和にも拘らず、銀行融資の伸びは前年を下回る伸びが続いており、資金需要にも回復感が出ていない。国内金融市場においては、金融緩和にも拘らず狭義のマネーサプライの伸びは小幅に留まる一方、国際金融市場の落ち着きなども追い風に海外資金の流入が活発化しており、結果として広義のマネーサプライの伸びは前者を大きく上回るなど「カネ余り」状態にあるが、必要などころに十分な資金が行き渡っていない様子もうかがえる。なお、銀行貸出が伸び悩んでいる背景には、テメル政権下での緊縮的な財政政策に伴い公的部門を中心に借入抑制の動

**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 主体別ローン残高(前年比)の推移**


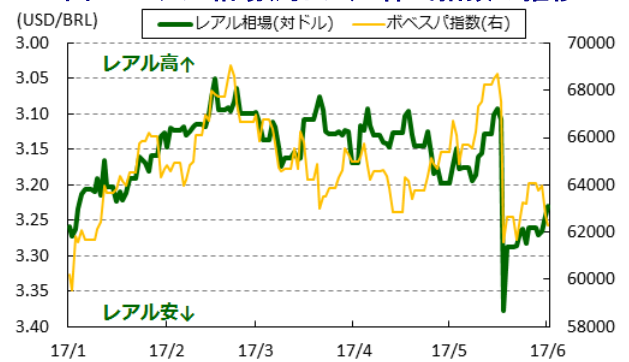
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成



きを強めていることが影響しているが、足下では企業部門の借入も縮小傾向を脱していないなど依然資金需要は弱い。家計部門向けのローン残高の伸びに底打ち感が出ていることは、これまでの利下げなどによる効果と捉えられるものの、先行きにおいて民間主導による自律的な景気回復の実現には、さらなる利下げ可能な環境を醸成し、企業部門による資金需要を喚起することが不可欠である。上述したように、中銀は先行きの金融政策の方向性について「構造改革の実現性」が重要な鍵を握るとの認識を示しており、その意味では足下の景気底入れが自律回復に繋がるか否かはテメル政権の動向が重要になると判断出来る。

- テメル政権を巡っては、先月以降テメル大統領自身の汚職隠蔽疑惑が取り沙汰されており、政権の存続が危ぶまれる厳しい状況に直面している。テメル大統領は自身の疑惑について度々否定しているほか、野党などによる大統領の辞任や弾劾を求める動きを断固拒否するなど、徹底抗戦の構えをみせている。高等選挙裁判所は来週（8～9日）、2014年に実施された大統領選挙におけるルセフ前大統領及び当時の副大統領候補のテメル大統領が選挙資金の獲得を巡り不正行為を行った否かに対する判決を下す予定であり、この行方はテメル大統領の去就に影響を与える可能性があるなど注目される。一方、すでに連立与党のなかではテメル大統領の辞任を見据えて暫定大統領を探る動きが本格化する兆しも出ており、現地報道などでは、連立与党を組むPSDBのタツ・ジェレイサッティ党首（上院議員）などが取り沙汰されている模様だ。他方、金融市場においてはテメル政権を取り巻く環境は極めて厳しいにも拘らず、年金改革や労働法改正といった構造改革はそのペースこそ後退するものの、着実に前進するとの見方が依然大勢を占めている。これは先月来の政治混乱に伴い、一時的に通貨レアル相場や株式相場に調整圧力が掛かったものの、その後も比較的底堅い動きが続いていることにも現われている。また、先行きの景気回復を見越す形で昨年の直接投資流入額は米ドルベースで前年を3割以上上回る536億ドルとなり、年明け以降も堅調な流入が続いている上、金融市場では資金調達に向けて企業によるIPO（新規株式公開）が活発化する動きもみられる。テメル大統領自身はその後強気の姿勢を続けており、先月末には投資環境の改善を図るべくOECD（経済協力開発機構）への加盟を正式に申請したほか、中国政府と共同で200億ドル規模のインフラ投資拡充に向けた基金の設立を行う方針を明らかにしている。テメル政権はその発足の経緯なども影響して支持率は常に10%程度の「低空飛行」が続いてきたものの、これまで国民の間から不人気の政策を着実に前進させるなど、手練手管の議会対策を駆使する対応をみせてきた。しかし、今回はそのテメル氏自身に疑惑の目が向かうなど、国民の政治不信が極めて深刻ななか、仮に次の大統領にバトンタッチされたとして構造改革が前進出来るかは極めて不透明である。ようやく「長いトンネル」から抜け出したブラジル経済が自律回復への軌道に回復出来るか否か、その行方は政治が鍵を握っていることは間違いない。他方、構造改革が進捗した場合においても、ブラジル経済が潜在成長率を上回る成長に回帰するには、足下の膨大なボトルネックの解消が前提となることを勘案すれば、年単位で時間を要することは間違いなく、長い目でみる「根気」が必要になると言えよう。

図6 レアル相場(対ドル)と株式指数の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

以上