

ブラジル中銀は「ハト派」姿勢崩さず

～政局不安の影響が限定的なことを好感も、過度な楽観は依然禁物～

発表日：2017年7月27日(木)

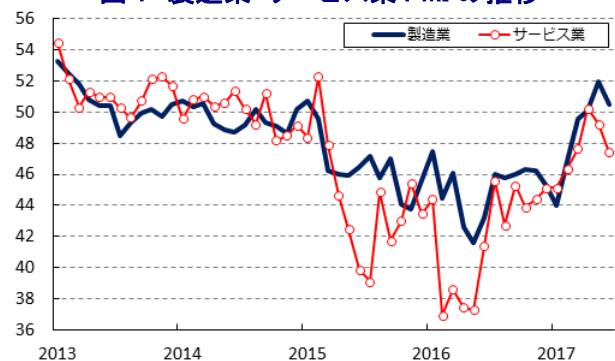
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- テメル政権は発足後から支持率の「低空飛行」が続いているが、経済政策の転換への期待は海外からの資金流入に繋がってきた。実体経済も昨年来の世界経済の自律回復に加え、インフレ低下や金融緩和などを追い風に底入れの兆しが出てきたが、足下では政局を巡る不安が重石になっている。テメル大統領への起訴は却下される見通しだが、政局の混乱が長引けば連立与党の結束が緩み改革が後退する可能性もある。足下で通貨リアルや株価は持ち直しているが、先行きも政局の行方に左右される不安定な展開が続こう。
- 中銀は26日の定例会合で7会合連続の利下げを決定し、政策金利は9.25%と約4年ぶりに一桁となった。利下げ幅は100bpを維持し、政局の混乱にも拘らず経済状況は変わらないなど悪影響が限定的であったことが緩和を後押ししたとみられる。中銀はインフレ見通しを一段と引き下げており、あらためて「ハト派」姿勢を強調した模様だ。政府は財政健全化を強調する一方で「本丸」の年金改革の議論は進まず、金融市場による期待が剥落する可能性もあることから、リアル相場は引き続き動揺しやすい展開が続くであろう。
- 昨年ルセフ前大統領に対する弾劾決定に伴い発足したテメル政権を巡っては、政権支持率が一貫して10%程度の「低空飛行」で推移するなど、政治的な不安定が懸念される展開が続いているものの、ルセフ前政権による「バラ撒き」中心の左派傾向が強い経済政策からの転換を進めている。テメル政権は国際金融市場からの期待を集めており、ブラジル経済は過去2年に亘りマイナス成長となるなど景気浮揚のきっかけを掴めない展開が続く、主要格付機関がいずれも格付を「投機的水準」にするなど厳しい評価に晒されているにも拘らず、海外資金の流入が続いてきた。さらに、昨年以降の先進国を中心とする世界経済の自律回復は外需を押し上げているほか、過去数年に亘り高止まりしてきたインフレ率は急速に低下しており、中銀は積極的な利下げに動くことが可能になっている。また、外需の底入れなどを背景に調整圧力が続いていた雇用を取り巻く環境にもようやく底打ちの兆候が出ており、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を取り巻く状況に改善の動きがみられる。こうした状況を反映して、長期に亘って低迷してきた製造業やサービス業の景況感には回復の動きが強まり、年明け以降は徐々に好不況の分かれ目となる50を上回る水準となるなど、ようやく景気浮揚に向けた足取りが強まる動きが確認されてきた。しかしながら、足下では回復の動きを強めてきた製造業及びサービス業ともに景況感に頭打ちの動きが出ており、景気回復が再び「腰折れ」するリスクに直面している。この背景には、国民からの不支持に直面しつつも構造改革を着実に前進させてきたテメル政権を巡る新たな疑惑が出ており、政策の先行きに対する不透明感が外国人投資家からの評価を再び曇らせる可能性が高まっていることが影響している。年明け以降に発覚したテメル大統領自身の収賄疑惑に加え、その後は捜査妨害などによる隠蔽疑惑も噴出しており、

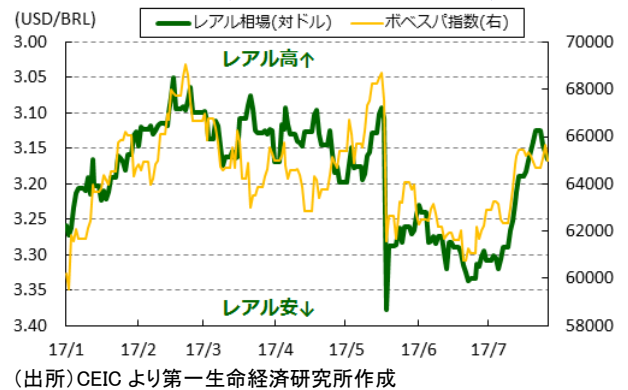
図1 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

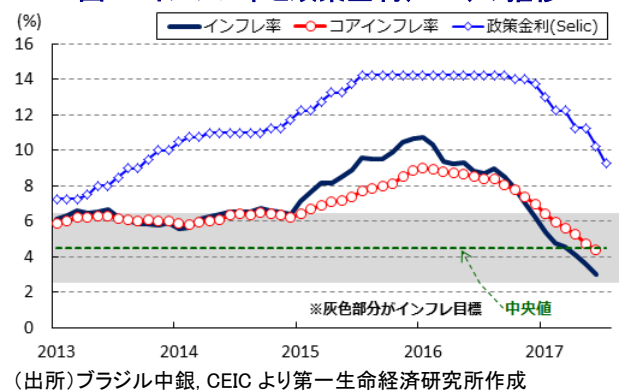
先月末には検察当局が収賄罪でテメル大統領を最高裁に起訴する事態となった（詳細は6月27日付レポート「[ブラジルの政治は再び経済の足を引っ張るか](#)」をご参照下さい）。現行憲法では、現職大統領を対象とする裁判開始には議会下院の承認が必要である上、承認には議会下院（定数513議席）の3分の2以上の賛成が必要となるなか、今月13日にその「前哨戦」となる下院議会委員会で公判開始の是非を問う採決が行われ、反対多数で否決されている。議会下院の本会議における採決は来月2日に予定されているが、現時点では議会委員会での決定などを勘案すれば否決される可能性が高いと見込まれる。ただし、今回の収賄罪での立件が困難となった場合、検察当局はそれ以外の汚職の容疑（現状で最低2件はある模様）でテメル大統領に対する起訴を行う方針を示しており、今後もテメル大統領を巡る疑惑が政治状況を大きく揺さぶる展開が続く可能性は高まっている。テメル大統領は副大統領として長きに亘り議会対策を経験しており、その手練手管の議会対応を通じて国民の間からは不人気とされる構造改革を前進させてきたものの、テメル大統領自身を巡る疑惑波及の動きが長期化すれば、連立与党内の結束が弱まることで構造改革の度合い及びペースの後退を余儀なくされることも予想される。ここ数ヶ月に亘って政治不安の再燃などを理由に調整模様が続いてきた通貨レアル相場は株式指数（ボベスパ）は、足下では国際商品市況の底堅い展開などを背景に持ち直す動きがみられるものの、先行きについては政治状況と同様に不安定な展開となる可能性は高い。その意味では、今後も政治ひいてはテメル大統領を取り巻く状況がブラジル市場を巡る動きを左右すると見込まれる。

図2 レアル相場(対ドル)及び株式相場の推移



- こうしたなか、25～26日の日程でブラジル中銀は定例の金融政策委員会（COPOM）を開催し、政策金利であるSelicを7会合連続で引き下げる決定を行った。同行は昨年10月以来、インフレ率がピークアウトしていることも追い風に断続的に利下げを実施している上、経済情勢を巡る動きを勘案する形で利下げ幅も徐々に拡大させるなど（25bp→75bp→100bp）緩和ペースを加速させてきた。ただし、昨年以降通貨レアル相場は上昇基調が続いてインフレ圧力の後退に繋がってきたものの、年明け以降は一転して下落基調となったことで物価動向への影響が懸念されたものの、足下でレアル相場が持ち直しの動きをみせていることから、利下げ幅は引き続き100bpとされた。なお、今回利下げ幅を維持した理由を同行は「政治的動揺などによる悪影響が懸念されたにも拘らず、経済状況が変わらなかったこと」を挙げている。結果としてSelicは9.25%となり、2013年11月以来となる約4年ぶりの一桁台にまで低下することとなった。会合後に発表された声明文では、「足下で構造改革及び構造調整の行方の実現性を巡る不透明感が高まり、様々な経済主体で信頼感に下押し圧力が掛かっているが、その影響は限定的なものに留まる」との見方を示している。その上で、海外経済について「先進国による金融政策の動向を除けば、緩やかな回復など望ましい展開が続いている」とし、「多くの新興国でリスク選好姿勢が続いている」と

図3 インフレ率と政策金利(Selic)の推移



した。また、世界的なディスインフレも追い風に直近のインフレ率は前年比+3.00%に低下しており、コアインフレ率も同+4.42%と中銀の定めるインフレ目標（4.5±2%）の中央値を下回る水準になっている。こうした動きを反映して金融市場のインフレ見通しも低下するなか、中銀は「今年のインフレ率を+3.6%、来年は同+4.3%」と見通しを一段と引き下げるとともに、Selicについても「今年末までに8.0%に引き下げて来年末まで据え置くことが仮定出来る」とした。5月末に行われた前回会合では、政治を巡る不透明感による悪影響を懸念してハト派姿勢が後退する可能性が示唆されたものの、今回の会合では改めてこれまで通りの姿勢を続けることを示したと言える。他方、ブラジル政府は財政健全化に向けて歳出凍結の拡大とエネルギー関連での課税強化による増税に踏み切ることと決定したほか、さらなる歳出削減に向けて公務員の早期退職制度導入や労働時間短縮に向けた方針を打ち出す姿勢をみせている。ただし、財政赤字の主因は巨額に上る年金支出をはじめとする社会保障の「大盤振る舞い」であり、この改革が急務になっているものの、上述したテメル大統領自身の汚職疑惑を巡る政局の混乱を受けて議会内における議論が大きく遅滞している。金融市場においては、年金改革のスケジュールの後ろ倒しを懸念しつつも着実な前進を期待している節があり、今回の中銀の判断もそうした見方に沿ったものと考えられる。他方、こうした見方が崩れれば一転して通貨リアル相場などの動きが大きく変化するリスクがあることを勘案すれば、過度な期待は禁物であり、動揺しやすい地合いが続くと予想される。

以 上