

## ブラジル中銀、緩和サイクルの段階的終了を示唆

～追加緩和余地は限られるが、すべての鍵は政権の構造改革姿勢に～

発表日：2017年9月7日(木)

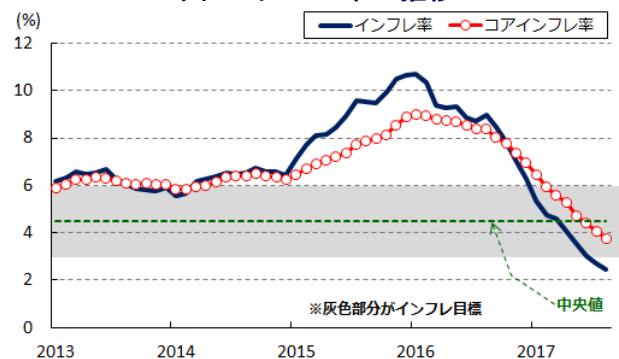
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 2年連続のマイナス成長など「100年ぶりの景気低迷」に喘いだブラジルだが、年明け以降底入れしている。ただし、景気拡大を主導する個人消費は一時的要因が押し上げた側面が大きい。一方、足下のインフレ率は18年ぶりの低水準となるなど実質購買力の押し上げによる下支えは期待出来る。政府は緊縮財政の緩和に動いているが、必ずしも歳出拡大に繋がるものではない。手厚い社会保障は歳出の硬直化を招くなか、政権が構造改革路線を堅持出来るか否かは財政動向、ひいては金融市場の評価にも影響を与えよう。
- 6～7日の定例会合で中銀は100bpの利下げを決定した。外部環境の改善が続くなかで先行きのインフレ率は低下基調が続くとしており、年末まで一段の利下げが可能との見方を示した。ただし、年末までの利下げ幅が縮小しており、昨年10月以降断続的に展開された緩和サイクルの段階的終了を示唆している。一方、今後の金融政策余地は政権の構造改革路線の有無が鍵を握る状況は変わらず、底堅いリアル相場や最高値を窺う株価指数の動きをみても、今後のブラジル経済はテメル政権の動向に掛かっていると見える。
- 2年連続のマイナス成長となるなど「100年ぶりの景気低迷」に喘いできたブラジル経済だが、年明け以降はその様相が一変している。今年は1-3月期に続き、4-6月期の実質GDP成長率もプラス成長を維持しており、足下では経済成長のけん引役である個人消費に底入れの動きがみられるなど改善の動きが鮮明になっている（詳細は4日付レポート「[ブラジル、ようやく「本領発揮」となるか](#)」をご参照下さい）。なお、足下の個人消費の底入れについては、今年3月から7月までの時限措置として行われた勤続期間保障基金（FGTS）の休眠口座の引き出し解禁により家計の一時所得が大きく押し上げられたことが影響しており、一過性のものである可能性はある。また、先月末には年金受給開始年齢を迎える高齢層を対象に社会統合基金/公務員財形計画（PIS/PASEP）の資金引き出し条件を緩和する発表を行っており、この措置が実施される10月以降は対象者を中心に家計所得の押し上げに繋がることが期待される。一方、雇用環境は過去2年に亘る景気低迷の動きを反映する形で急速に調整圧力が掛かり、今年初めには失業率が一時14%近くに上昇するなど、カルドゾ政権末期の2000年代初頭以来の水準に達したものの、その後は景気底入れに歩を併せる形で改善の兆しが出るなど最悪期を過ぎつつある。直近の雇用者数は前年比ベースでプラスに転じるなど改善に向けて大きく動き出している一方、雇用者数の増加の大半は非正規雇用であり、所得や待遇面などで安定していない上、失業率も依然として10%を大きく上回る水準にあるなど、家計部門を取り巻く環境は厳しい状況が続いている。このように、足下における個人消費拡大の動きは一時所得頼みという側面はあるものの、直近8月のインフレ率は前年同月比+2.46%、コアインフレ率も同+3.16%とともに18年ぶりの低い伸びとなり、いずれも中銀の定めるインフレ目標（4.5±1.5%）の中

図1 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

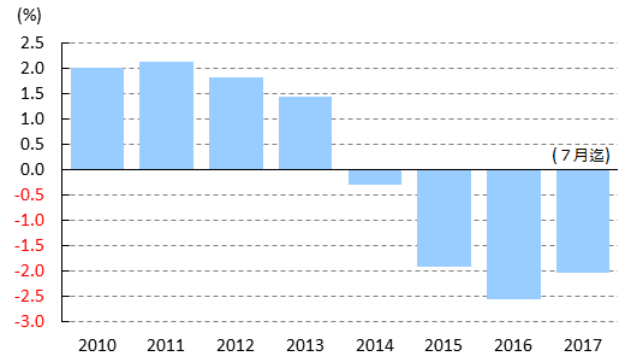
央値を下回っている。さらに、インフレ率についてはインフレ目標の下限も下回るなど、エネルギーを対象とする増税や電気料金引き上げの動きにも拘らず足下のインフレ圧力は大きく後退しており、家計部門にとっては実質購買力の一段の押し上げが期待される。よって、先行きについても経済成長のけん引役となってきた個人消費を取り巻く環境は緩やかな改善が見込まれ、これも景気を下支えすると見込まれる。なお、5日に国民議会は、政府が提出していた今年及び来年の基礎的財政収支の赤字額の目標を引き上げる案を承認する決定を

行い、緊縮財政の緩和に道が開けたものの、これは税収不足に伴う歳入減が大きく影響しており、必ずしも歳出拡大に繋がるものではない。一方、近年財政赤字が拡大の一途を辿る最大の要因は社会保障支出の膨張にあり、年金をはじめとする手厚すぎる社会保障制度がボトルネックとなるなか、テメル政権は自らが政権奪取を果たす後ろ盾となった経済界を意識する形で年金改革をはじめとする構造改革に取り組む姿勢をみせている。しかしながら、一連の構造改革は多くの国民

にとって「痛みを伴う」ものとなる一方、テメル大統領自身を巡っては年明け以降に収賄疑惑が発覚したほか、その後も捜査当局に対する妨害行為などの隠蔽疑惑が噴出したことで、政権支持率は歴代政権で過去最低を記録するなど極めて厳しい立場にある。テメル政権は先月、税収確保に向けて高額所得者を対象にした増税計画を決定したが、計画が明らかになった後に影響を直接受ける与党議員が反発を強めて撤回に追い込まれた。このように政府が議会に「弱腰」にならざるを得ない背景には、上述のようにテメル大統領自身に様々な疑惑が噴出するなか、現職大統領を対象とする起訴の最終決定権を議会（下院）が有することが影響しており（詳細は7月27日付レポート「[ブラジル中銀は「ハト派」姿勢崩さず](#)」をご参照下さい）、先月2日には捜査妨害の隠蔽疑惑についての公判開始は否決された。ただし、検察当局は今後もテメル大統領に対してその他の容疑での起訴を検討している模様であり、その度に議会はテメル大統領に対して一段と揺さぶりを掛けることが予想され、結果的に構造改革路線が後退する可能性もくすぶる。構造改革路線の存否は財政健全化に向けた取り組みにも直結し、ひいては国際金融市場からの評価にも影響を与えることを勘案すれば、今後もテメル政権及びテメル大統領自身の動向に注目が集まる状況は変わらないと言える。

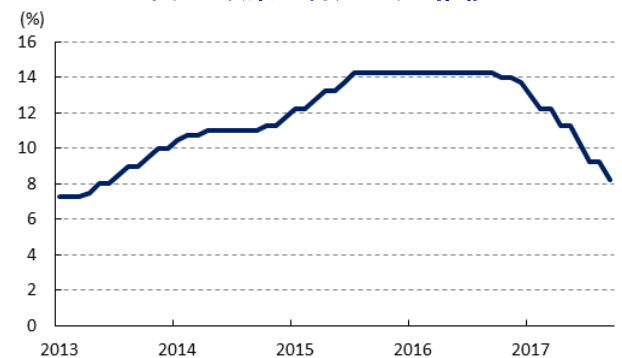
- こうしたなか、6～7日の日程で中銀は定例の金融政策委員会（COPOM）を開催し、政策金利である Selic を8会合連続で引き下げる決定を行い、利下げ幅も4会合連続で100bpとすることが全会一致で決定されるなど、一段の大胆な金融緩和に動いている。足下の同国経済を巡ってはプラス成長に転じるなど改善傾向を強めるなか、その勢いを後押しする姿勢を鮮明にしたものと捉えられる。なお、会合後に発表された声明文では、世界経済について「先進国の金融市場に圧力を与えることなく緩やかな拡大が続いており、それに伴う金融市場のリスク選好姿勢は新興国経済に良い影響を与えている」とした。その上で、同国の足下の物価動向についても「全般的に好調な環境が続いてお

図2 基礎的財政収支/GDP比の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

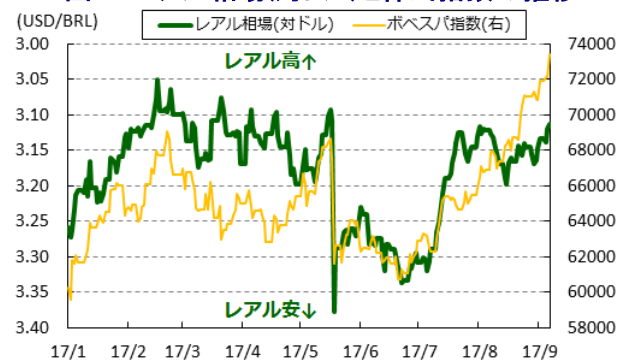
図3 政策金利(Selic)の推移



(出所)ブラジル中央銀行, CEIC より第一生命経済研究所作成

り、インフレ率に関する市場見通しは 2017 年が前年比+3.4%に減速し、2018 年は同+4.2%に上昇する」なか、その見通しの前提に併せた同行のシナリオでは「2017 年のインフレ率は前年比+3.3%、2018 年は同+4.4%と見通しに近くなる」との見方を示した。また、同行のインフレーションシナリオの前提となる先行きの政策金利については「2017 年末時点で 7.25%、その後 2018 年初めに 7.00%まで低下したのち、年末には 7.50%に引き上げられる」とした。なお、先行きのインフレ見通しには上下双方にリスクがあるとし、「①足下の食料品価格の下落や工業製品価格下落に伴う二次的影響、②ビジネスサイクルや金融政策など構造的なディスインフレーション圧力の増幅、他方で、③構造改革やブラジル経済の構造調整が頓挫する懸念に伴うリスクプレミアムの上昇、④足下のリスク選好の転換に伴う影響」などを挙げている。こうした中銀のインフレーションシナリオやリスクを勘案した上で、同行は「来年までインフレ率は目標の中央値（4.5%）に向けた動きが続く」ことを理由に一段の利下げに踏み切ったとしており、今後の動向については「構造的な金利水準に影響を与える構造改革の進捗動向を注視しつつ、適宜見通しの改訂を行う方針である」との考えを見せた。なお、今回の利下げ幅を引き続き 100bp とした理由については「足下の経済状況を勘案した」としつつ、次回以降については「インフレーションシナリオに基づけば、現状の緩和サイクルの段階を踏まえて緩和ペースを鈍化させることが適切」との認識を示しており、昨年 10 月以降断続的に展開された緩和サイクルの段階的な終了を示唆している。これは、今回の利下げ実施に伴い、上述した年末時点における S e l i c の想定（7.25%）まで 100bp に近付いており、先行きの金融政策については景気動向などを注視しつつ小刻みな調整を行う必要性に迫られていると考えられ、この動きそのものは自然な成り行きと言える。他方、中銀にとって一段の金融緩和を行う余地の有無は、テメル政権による構造改革路線の成否に掛かっており、この行方は国際金融市場からの評価も左右する状況は変わらない。主要株式指数（ボベスパ）は、先月テメル政権が決定した民営化案を好感する形で最高値圏での推移が続いており、通貨リアル相場も底堅い展開をみせるなど期待が十分に保たれていると考えられる一方、反転するリスクも抱えながらの状況は続くと思込まれる。

図 4 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