

## ブラジル・ボウソナロ政権、年金改革で「大きな一歩」

～中銀は改革前進と新興国での「利下げドミノ」を好感し、政策金利を過去最低水準に引き下げ～

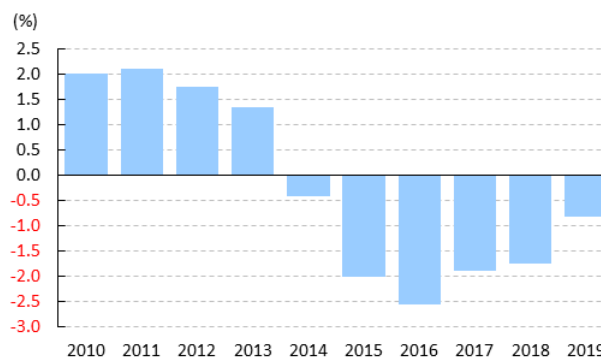
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL:03-5221-4522)

### (要旨)

- ブラジルではボウソナロ政権の誕生から丸7ヶ月経過した。期待された年金改革などの構造改革では、問題が政争化するなどの動きもみられたが、先月に年金改革法案が議会下院で予想以上の賛成を得るなど、前進が期待されている。修正協議の行方を待つ必要はあるが、早ければ今秋に議会上院で成立する可能性も高まっている。足下の同国景気は再び足踏みする一方、中銀は構造改革の行方が足かせとなる姿勢を示したが、改革前進に向けた期待が高まったことで、中銀にとっては利下げによる景気下支えが容易になるとみられた。
- 国際金融市場では、米FRBの「ハト派」転換も追い風に新興国への資金回帰の動きが出ており、新興国で「利下げドミノ」的な動きが広がっている。他方、同国では原油相場の頭打ちや通貨リアル相場の安定も追い風にインフレ率が鈍化するなど、利下げ実施に向けた環境が整っていた。こうしたなか、中銀は政策金利を50bp引き下げて過去最低となる6.00%とする決定を行った。中銀は物価安定と改革期待などを理由に追加利下げ実施に含みを持たせたが、米FRBのハト派姿勢は想定より弱く、今後は外部環境に揺さぶられる展開が続こう。

ブラジルでは、昨年の大統領選で勝利したボウソナロ氏が大統領に就任して丸7ヶ月が経過したが、同政権に対しては大統領自身の強烈なキャラクターに起因する形で国内・外において根強い反発がある一方、国際金融市場では経済政策を担うゲジス経済相を中心に『小さな政府』を志向する姿勢を前面に示してきたため、その手腕に対する期待は大きい。同政権が掲げる構造改革の『本丸』としてきたのは、元々世界的に見て極めて手厚いとされてきた年金制度をはじめとする社会保障制度改革であり、ルラ及びビルセフという2代続いた左派政権の下で膨張傾向に拍車が掛かったため、政権発足当初からこの難題に取り組む姿勢を示してきた。政府は政権発足からわずか2ヶ月弱となる2月末、議会下院に対して向こう10年間を対象に1兆2370億リアル規模の歳出削減を目標とする改革案を提出し、5月末を目途に成立を目指す方針を掲げた。しかし、その後の議会下院（代議院）に設置された年金改革問題特別委員会での協議に際しては、社会保障支出の削減に反対する一部の議員による猛烈な反対に晒されるとともに、政権が進める教育関連予算の削減に関連して大規模デモやストライキが発生したため、結果的に社会保障問題も『政争の具』と化す事態に見舞われた。そうした事態を受けて、年金改革案の成立は事実上後ろ倒しを余儀なくされる展開が続いたほか、協議を通じて歳出削減規

図1 プライマリー収支/GDP比の推移

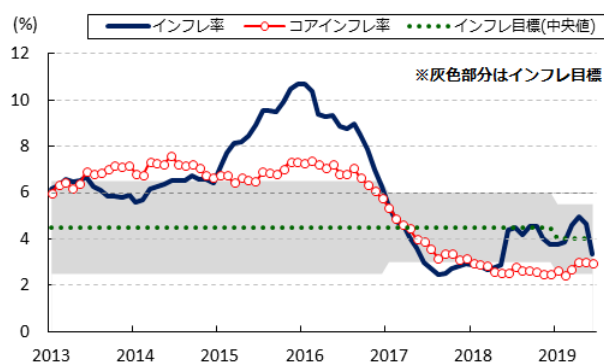


(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、2019年は上半期

模が当初案から大幅に縮小されることも懸念されたが、最終的に特別委員会では同法案は 9400 億リアル規模の歳出削減を目指すことでまとめ、先月 4 日に同委員会でも可決された。さらに、同 10 日には代議院本会議において年金制度改革法案が採決され、賛成票が 379 票に上る一方で反対票は 131 票となり、賛成に必要な 308 票を大きく上回る形で可決、承認されるなど構造改革を巡って大きな一歩を踏み出すことに成功した。なお、その後に行われた議会下院における修正協議については、先月末までの国会休会明けに持ち越しとなったものの、早ければ来月にも議会下院において最終案が採決され、今秋には議会上院（元老院）においても成立する可能性が高まっている。ここ数年のブラジルは、政府が掲げるプライマリー収支目標が実現不可能な状況が続くなど財政状況が悪化傾向を強めてきたが、年金制度改革に伴い向こう 10 年間に亘る歳出削減が可能になれば、悪化に歯止めを掛けることへの期待に繋がる。他方、足下の実体経済は 1-3 月の実質 GDP 成長率がマイナス成長となったほか、企業マインドも頭打ちの様相を呈するなど厳しい状況に直面している一方（詳細は 6 月 6 日付レポート「[ブラジル・ボウソナロ政権、期待と裏腹に実体経済はボロボロ](#)」をご参照下さい）、年明け以降の国際原油相場の底入れを背景にインフレ率が加速して中銀の定めるインフレ目標を上回った。結果、中銀は 6 月に開催した定例の金融政策委員会において政策金利を据え置くとともに、構造改革を巡る先行き不透明感を指摘したため、その動向が政策運営を左右するとの見方に繋がった。

なお、足下のインフレ率は国際原油市況が頭打ちの様相をみせたことに加え、米 F R B（連邦準備制度理事会）による『ハト派』姿勢への転換を背景に通貨レアルの対ドル相場が上昇基調を強めたことで輸入物価に下押し圧力が掛かり、結果として一転してインフレ目標を下回る水準に鈍化している。さらに、上述した米 F R B による姿勢転換に加え、国際金融市場においては米 F R B が『予防的利下げ』に動くとの観測が強まった結果、世界的に『カネ余り』が続くなかで一部のマネーがより高い収益を求めて新興国に回帰する動きもみられた。こうした市場環境の改善を追い風に、新興国の間では利下げ実施の動きが広がりを見せる『利下げドミノ』の様相を呈する状況がみられるなか（詳細は 7 月 17 日付レポート「[米 F R B の姿勢転換で新興国の「利下げドミノ」が始まるか](#)」をご参照下さい）、上述の年金改革法案を巡る前進を受けて中銀のカンポス・ネット総裁はこの動きを好感する姿勢を示したため、金融市場においてはブラジル中銀も利下げドミノに追随するとの見方が広がった。こうしたなか、中銀は先月 30~31 日にかけて開催した定例の金融政策委員会において、政策金利である S e l i c を 50bp 引き下げて過

図 2 インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図 3 レアル相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

去最低水準である 6.00%とする決定を行った。同行は 2016 年 10 月以降約 1 年半の間に累計 775bp もの利下げを実施する『利下げサイクル』を続ける一方、昨年 3 月以降は国際金融市場の動揺によるリアル安圧力を受け、一転して政策金利を据え置く姿勢を示してきた。しかし、上述のように足下の景気が厳しさを増すなかで構造改革の進展に目途が立ったことに加え、市場環境の変化による『追い風』も利下げ実施を後押ししたとみられる。会合後に公表された声明文では、同国経済について「足下の経済指標は緩やかな景気回復軌道に再び回帰する兆しが窺える」一方、物価について「基調インフレは心地よい水準にある」との見方を示した。その上で、先行きのインフレ見通しは「2019 年は+3.6%、2020 年は+3.9%」とした上で、先行きの政策金利について「今年末時点で 5.50%」とさらなる利下げの可能性を示唆する姿勢をみせた。他方、先行きは上下双方のリスクが存在するとし、下振れ要因に「高水準の余剰生産能力に伴う予想以上のインフレ下振れ」を挙げる一方、上振れ要因に「構造改革や必要な構造調整に対する期待の頓挫に伴うインフレ期待の昂進」を挙げるなど、構造改革の進捗及び継続に期待する姿勢を強調した。こうした外部環境の変化に加え、構造改革期待なども追い風に中銀は事前の市場予想を上回る利下げに踏み切った可能性がある一方、米 F R B は直近の F O M C（連邦公開市場委員会）において 25bp の利下げとバランスシートの縮小停止時期を 2 ヶ月前倒しすることを決定したものの、事前予想に比べて『ハト派』的な印象は乏しく、その要因として足下の米国経済が依然として堅調な拡大を続けていることが挙げられる。足下の新興国における『利下げドミノ』は米 F R B の『ハト派』化を前提に起きていたことを勘案すれば、想定ほどに『ハト派』ではなかったことが明らかになったことは新興国にとって一転して『逆風』となる可能性もある。中銀は政府による構造改革を好感して大幅利下げによる『援護射撃』を狙った可能性はあるものの、今後は外部環境の動向に揺さぶられながらの政策運営を余儀なくされることが予想される。

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

