

ブラジル、リアル相場は最安値を更新も先行きは不透明

～景気は力強さを欠き利下げ観測が高まる一方、新型肺炎の影響も未知数の状況～

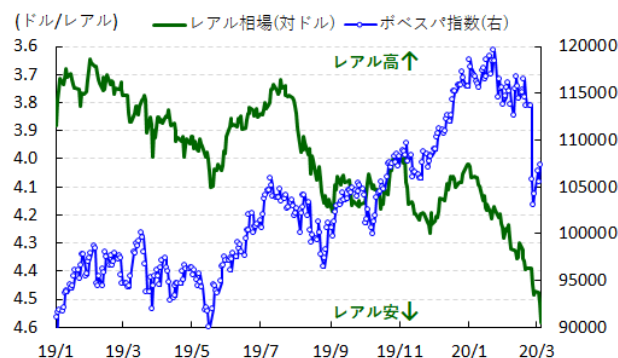
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年末にかけての世界経済では米中合意への期待が底打ちを促す一方、米中摩擦の「漁夫の利」を得たブラジルでは効果剥落が嫌気されて通貨リアル安が進んだ。また、足下では中国で発生した新型肺炎の世界的流行による懸念が高まり、リアルは最安値を更新する展開が続く。これは昨年以降中銀が断続的に金融緩和を進めてきたが、金融市場ではさらなる金融緩和に動くともみられていることも影響している模様である。
- 他方、足下のブラジル経済は2年連続のマイナス成長という「最悪期」を乗り越えたが、去年の経済成長率は+1.1%と3年連続で1%台前半に留まるなど BRICS の一角としての存在感は低下している。世界経済の底打ち期待は外需を押し上げたほか、一時所得の増加は家計消費を下支えする一方、企業の設備投資の弱さは景気の重石となった。雇用環境も依然厳しい展開が続くなど、経済の自律回復は道半ばの状況にある。
- 足下の商品市況の頭打ちは対外収支の悪化を通じて脆弱性拡大に繋がる懸念はあるが、外貨準備高の規模などを勘案すれば危機的状況にはほど遠い。ただし、短期的な景気下振れも懸念されるなか、足下ではリアル相場が最安値を更新する展開が続いているなど、同国経済は正念場に直面していると言えよう。

昨年末にかけての世界経済においては、最大の不透明要因となってきた米中摩擦が「第一段階の合意」を通じて一段の激化が避けられるとの期待が高まり、頭打ちの様相をみせてきた世界的な製造業の企業マインドが底打ちする動きがみられた。さらに、こうした動きに加えて米FRB（連邦準備制度理事会）の「予防的利下げ」などを背景とする世界的な『カネ余り』を受けて、国際金融市場は活況を呈する展開がみられた。ただし、米中合意の動きは米中摩擦による『漁夫の利』を受けた国々にとって『しわ寄せ』に繋がるとみられ、米国に代わる農産品の調達先として対中輸出を拡大させたブラジルでは、その反動が出る懸念されて通貨リアル相場に下押し圧力が掛かる展開となった（詳細は1月21日付レポート「[米中合意による「しわ寄せ」懸念はリアル相場の重石に](#)」をご参照下さい）。他方、足下では昨年末に中国で発生した新型コロナウイルス（COVID-19）の流行が中国の景気減速に繋がるほか、その後は中国以外での患者数の拡大による様々な経済活動の萎縮が景気に悪影響を与えることが懸念されている。こうした状況を受けて、国際金融市場では米FRBによる緊急利下げのほか、様々な国が利下げする『利下げドミノ』が広がりを見せるなど政策対応を強化させる動きをみせてい

図1 レアル相場と主要株式指数の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

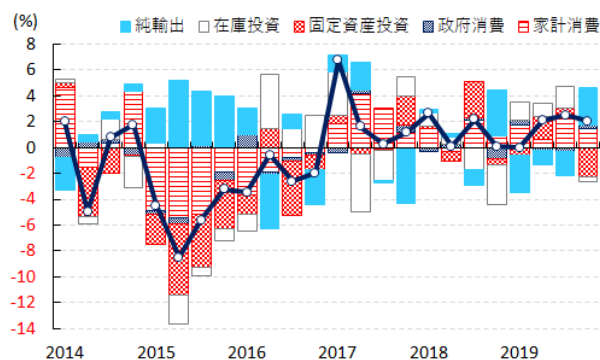
るが、新型コロナウイルスの動向を巡る不透明感が重石となる展開が続いている。さらに、世界経済の減速懸念を受けて年明け直後に底入れの動きを強めた国際原油市況はその後一転して頭打ちの様相を強めており、それに伴い『資源国』通貨に下押し圧力が掛かりやすい状況となっている。結果、レアルの対ドル相場は一段と下落傾向を強めて最安値を更新する展開となっているほか、比較的堅調な動きをみせてきた主要株式指数（ボブスパ指数）にも下押し圧力が強まって水準が大きく切り下がるなど同国金融市場を取り巻く環境は急速に厳しさを増している。この背景には、中銀が先月の定例会合でも追加利下げを実施して政策金利は4.25%と過去最低水準となるなど緩和姿勢を強める一方、足下の実質金利はゼロ近傍となるなど追加緩和余地の限界が意識されやすくなっていることがある（詳細は2月6日付レポート「[ブラジル中銀、政策金利は過去最低を更新、緩和局面は打ち止めか](#)」をご参照下さい）。さらに、足下では同国内でも新型コロナウイルスの感染者が確認されるなど影響が飛び火する可能性が高まっているほか、金融市場では中銀がさらなる利下げに動くとの観測が強まるなどレアル安が意識されやすくなっていることも影響している。

他方、同国経済は2015年（▲3.5%）及び翌16年（▲3.3%）と2年連続のマイナス成長となるなど『1世紀ぶり』とも称された景気低迷に見舞われたものの、2016年のルセフ（Rousseff）元大統領に対する弾劾決定で左派政権が倒れるとともに、中道のテメル（Temer）前政権の下での構造改革路線への転換を経て2017年以降はプラス成長に転じるなど最悪期を乗り越えた。さらに、昨年には右派ボウソナロ（Bolsonaro）が誕生し、構造改革を通じた『小さな政府』を志向する経済政策を推進するなど、長期に亘る左派政権の下で年金制度をはじめとする公的部門の膨張が進んだことからの巻き戻しが進められてきた。しかし、2017年以降の経済成長率は2017年（+1.3%）、2018年（+1.3%）と力強さを欠く展開が続いてきたことに加え、2019年も+1.1%と伸びが鈍化して3年連続で1%台前半に留まるなど、かつては『新興国の雄』であるBRICSの一角に

数えられた面影はすっかり消え失せている。10-12月の実質GDP成長率は前年比+1.67%と前期（同+1.20%）から伸びが加速するなど底入れが進んでいるものの、前期比年率ベースでは+2.05%と前期（同+2.52%）から拡大ペースが鈍化するなど、3四半期連続で2%台の成長は続くも持ち直しの動きは依然力強さに乏しい。分野別では、昨夏以降のアマゾンでの大火災の影響で農林

漁業関連の生産に下押し圧力が掛かったほか、財政健全化に向けた歳出削減の影響で公共投資の進捗が一巡したことを受けて建設関連の生産も鈍化した。一方、長期に亘って低迷が続いた製造業の生産に底打ち感が出たほか、国際商品市況の底入れの動きは鉱業部門の生産の押し上げに繋がった。さらに、家計消費の底堅さや国際金融市場の活況を追い風とする活発な資金流入を受けて幅広くサービス業の生産も押し上げられるなど、比較的底堅い動きもみられた。また、上述のように昨年末にかけては米中合意への期待の高まりなども背景に、世界経済の底打ちが意識されやすい環境にあったことで輸出は4四半期ぶりに前期比で拡大に転じるなど、外需には

図2 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

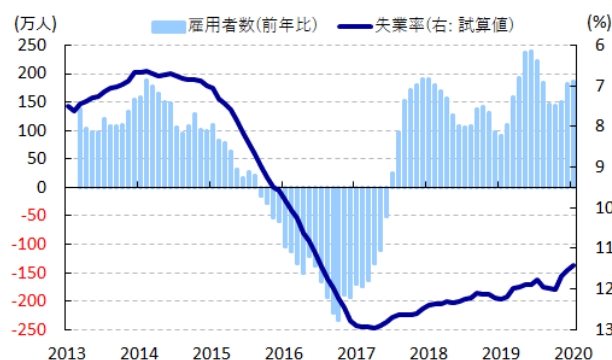
底打ち感がうかがえる動きもみられた。さらに、政府が緊急措置として実施した勤続年限保障基金（FTGS）の引き出し許可で家計部門にとっては一時所得が拡大するなか、インフレ率の鈍化による実質購買力の押し上げや中銀の利下げ実施などが家計消費を下支えした。その一方、昨年は対内直接投資額が2年ぶりに前年を上回るなど企業部門による設備投資を下支えする動きがみられたものの、足下では景気の弱さなども理由にそうした動きが一巡して下押し圧力が掛かるなど、自律回復は道半ばの状況にある。また、企業部門による設備投資意欲の弱さは足下の失業率が依然として10%超の高水準に留まる一因となっており、結果的に景気回復の足取りの弱さに繋がっていると考えられる。

なお、足下では新型コロナウイルスの世界的な流行を懸念して国際原油市況が頭打ちの様相を強めていることを受けて、輸出価格の低迷は交易条件の悪化を通じて国民所得の下押し圧力となりつつあるほか、輸出の大幅減を通じた貿易収支の悪化が経常赤字の拡大を招くなど、対外収支の脆弱性が再燃する可能性も高まっている。このところの通貨リアル相場が最安値を更新する動きをみせていることに加え、同国は対外収支構造の脆弱さを理由に国際金融市場が動揺する度に資金流出圧力が強まる新興国の一群（いわゆる『フラジャイル・ファイブ』）のひとつに数えられてきたことから、度々危機的状況が意識される傾向がみられる。ただし、1月末時点の外貨準備高は流動部分のみでも3424億ドルと極めて高水準にある上、IMF（国際通貨基金）は外貨準備高が輸出や広義のマネーサプライ（M2）、短期対外債務、その他債務の一定割合に対する比率（ARA）が100～150%に達していれば『適正水準』とする見方を示しているが、昨年以降の外貨準備高の減少に伴い比率は低下傾向を強めるも依然として適正水

準を上回るなど危機が意識される状況にはほど遠い。ただし、短期的には新型コロナウイルスの流行による景気への下押し圧力が懸念されるなど、今年の経済成長率も力強さを欠く展開となる可能性は高まっており、リアル相場にとっては引き続き正念場の状況が続くと予想される。

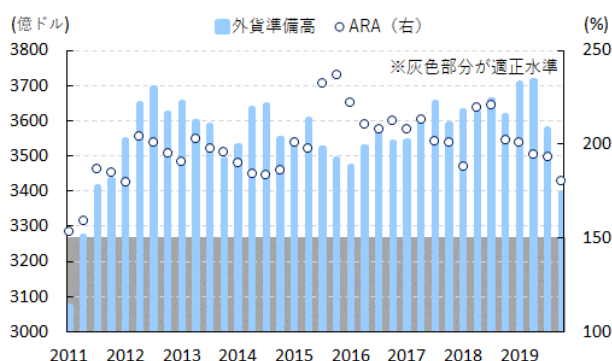
以上

図3 雇用環境の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

図4 外貨準備高とARAの推移



(出所)CEIC, IMF より第一生命経済研究所作成

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。見直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。