

## ブラジル景気の底は近づきつつあるが、政策は一貫性を欠く

～「ブラジル・コスト」解消への課題は山積～

発表日：2012年7月24日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 資源高騰や旺盛な個人消費を背景に景気拡大を続けてきたブラジルだが、足下では経済成長モデルが行き詰りつつある。欧州問題による世界的な信用収縮は、同国内の信用縮小を引き起こし、景気をけん引してきた消費や投資の減速に繋がっている。政府・中銀は景気刺激姿勢を強めており、年後半にも刺激効果は期待されるが、海外資金の流入が見込みにくいことから、景気の勢いは緩やかなものに留まるであろう。硬直的な制度や公的部門の肥大化、政策予見性の低下は投資家からの信認低下を招いており、先行きは投資先としての魅力が相対的に低下する可能性もある。
- 減税やエネルギー価格の低下などを背景にインフレ率は低下しているが、人件費上昇によりサービス物価は高止まりするなど物価上昇圧力は燻る。インフレ率の低下を理由に中銀は8回連続で利下げした結果、政策金利は過去最低水準にあり、内需回復を理由に利下げサイクルの終了が近づいていることを示唆するなど変化の兆しも窺われる。金融市場の不透明感から追加利下げがあるとしても、その回数は残り1～2回と予想する。中銀は利下げによる金融緩和を実施する一方、海外資金の流出によるレアル安阻止に向けて為替介入を実施するなど足下の政策は一貫性を欠く。こうした政策の日和見姿勢も投資家の信認低下に繋がることから、構造改革による「ブラジル・コスト」解消の取り組みが望まれる。

### 《金融市場の混乱は景気をけん引してきた内需を直撃。積極的な対策で景気の底打ちは近いが、課題は山積》

- 資源価格の高騰や、堅調な雇用を背景とする旺盛な個人消費を背景に景気拡大を遂げてきたブラジルだが、欧州問題による世界的な信用収縮懸念はこうした経済成長モデルが行き詰まりつつある。同国の個人消費は近年の金融機関による信用拡大が押し上げてきたところが大きい中、欧州問題の発生以降は外資系金融機関の同国向け与信の大半が欧州系であり、特にスペイン籍の割合が高いことから、海外資金の流出懸念に繋がっている。同国は慢性的な経常赤字状態にあることから、国内投資を国内貯蓄で賄うことが出来ておらず、この点でも海外資金に依存せざるを得ない構造的な問題を抱えている。同国金融市場は国営銀行のプレゼンスが高い一方、近年は外資系金融機関を中心とする与信拡大が家計や企業の消費や投資を押し上げる効果を生み出してきたことから、外資系金融機関による資金流出は信用収縮に直結しやすく、ひいては経済活動の減退に繋がる悪循環を生んでいる。こうした結果、足下の雇用環境は依然として堅調に推移しているにも拘らず個人消費は頭打ちしており、自動車や不動産など耐久消費財に対する需要低迷に繋がっている。
- 信用収縮による内需の減速に加え、世界経済の低迷や過去数年に亘って通貨レアル高基調が続いてきたことによる輸出競争力の低下も重なり外需も急速に鈍化しており、生産の重石になっている。中銀は内需喚起の観点から昨年秋以降繰り返し利下げを実施しており、足下の金利は過去最低を更新しているほか、政府も昨年末に「ブラジル拡大戦略（BPM）」と称して国内製の白物家電や家財類などに対する鉱業製品税（IPI）引き下げや、国家経済社会開発銀行（BNDES）による低利融資の拡充を図っている。一連の対策は半年間の暫定措置であったが、6月末には延長が決定したほか、IPIの引き下げ対象が国内産の自動車にも拡充されるなど財政に依存した景気対策が行われている。さらに、国内産業を保護する観点から、近年拡大しているメキシコからの自動車輸入を阻止すべく、同国との自動車協定を一方的に改定するなど保護主義的な政策に舵を切っている。一方、今年度から公務員の最低給与が大幅に引き上げられているほか、年金給付額も引き上げられている上、政府は追加景気対策として所得税減税を打ち出しており、先行きにおいては一連の対策効果の発現

も期待されることから、景気は底打ちを果たすと予想される。

- 昨年後半以降の度重なる金融緩和に加え、年明け直後は国際金融市場の混乱も一服して海外資金の動きも落ち着いたことから、マネーサプライの伸びに底打ちの兆しが窺われる局面もみられた。しかし、欧州問題は依然として国際金融市場の不確定要素になっており、海外資金が以前のように勢いよく流入するとは考えにくく、資金需給の改善に結びつきにくい展開が予想される。政府は景気刺激策の一環としてBNDESによる低利融資実施のほか、政府系金融機関に対しても貸付金利の抑制を要請しており、市中金利の低下に繋がると見込まれる一方、金融市場における公的部門のさらなる肥大化や各金融機関の収益基盤の低下のほか、効率性の低い貸出増加によって将来的な不良債権の増加を引き起こすリスクを高める。同国の金融セクターは元々不良債権比率が比較的高い中、一連の近視眼的な対応は将来的な生産性低下を招く可能性もある。
- 同国は複雑な税制のほか、厳格な労働法制など硬直化した制度が所謂「ブラジル・コスト」として参入障壁となり、生産性向上を阻む一因になってきた。しかし、近年の個人消費をけん引役とする経済成長は市場としての魅力を高めており、対内直接投資の流入は技術の流入を伴う形で生産拡大を促してきたが、ここ数年、政府は石油公社（ペトロbras）に対する発言権拡大などによる公的部門の肥大化や、足下では露骨な保護主義姿勢に傾倒するなど、先行きの政策に対する予見性は著しく低下している。こうしたことは海外投資家からの信認低下に繋がっており、折からの世界経済の低迷による影響も重なり、5月までの累計ベースで対内直接投資額は前年比で約2割減少している。海外資金の流出入動向に応じてトービン税である金融取引税（IOF）を変更することも、投資家の信認低下を引き起こす一因になっていると考えられる。中南米諸国では、メキシコで今月初めの大統領選の結果、新自由主義的な経済政策を志向する政権が誕生することが決定しており、鉱物資源を巡る政府の関わり方に対するスタンスが変更される期待が高まっている。これまで中南米において注目度が高まる傾向が続いてきたブラジルに代わって、相対的にメキシコの優位性がクローズアップされる可能性もある。

図1 鉱工業生産、小売売上高、国内信用の推移(前年比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《利下げサイクルは最終局面に近付きつつある一方、政策の予見性はこれまで以上に低下している》

- 中央銀行は 1990 年代の経済危機によるハイパーインフレに見舞われた後、物価抑制を政策の柱に据えており、インフレ率を  $4.5 \pm 2.0\%$  の範囲内に収めるインフレ・ターゲット制を採用するなど、伝統的にインフレ『タカ派』的な金融政策を志向してきた。なお、欧州問題をきっかけとする国際金融市場の混乱や世界経済の減速が同国経済に影響を与えると懸念され始めた昨年秋以降、物価に対する見方を一転させるとともに大幅利下げを繰り返し実施しており、金融政策の軸足は物価抑制から景気刺激に転じている。6月の消費者物価（IPC A）上昇率は前年同月比+4.92%と21ヶ月ぶりの低水準に収まるなど、昨年秋をピークに減速基調が続いている。ただし、足下の物価下落は政府による家電などに対するIPI引き下げの影響や、原油市況の調整などによるエネルギー価格の下落などが影響しており、食料品価格は依然上昇圧力が燻っている。また、賃金引き上げなどに伴う人件費上昇は続いており、サービス物価の伸びは全体を大きく上回っている。このように物価

上昇圧力が熾る中にも拘らず中銀は積極的な金融緩和を実施しており、足下ではベースマネーの伸びに底打ちの動きもみられることから、インフレ率が底を打つ時期は遠くないと予想される。

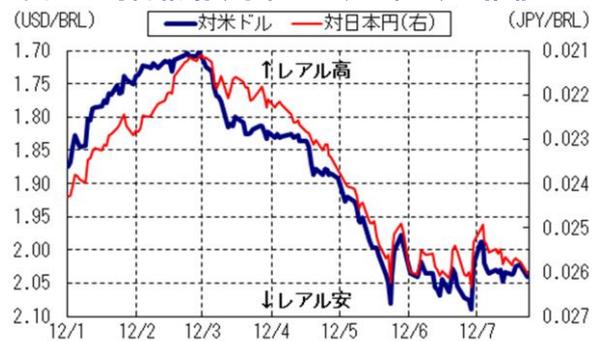
- 中銀は昨年9月に2年3ヶ月ぶりに利下げに踏み切り、それ以降も繰り返して利下げを実施している。今月10～11日に開催した定例の金融政策決定会合においても8回連続の利下げを決定しており、政策金利（Selic）は過去最低の8.00%になった。発表された会合の議事録では、先行きの物価動向について「年後半のインフレ率は引き続き抑制された状態が続く」との見通しを示す一方、景気については「刺激策の効果発現などの影響で成長の勢いが強まる」とし、利下げサイクルの終了が近づいている可能性を示した。欧州問題の動向如何によっては追加金融緩和の実施も辞さない姿勢も滲ませる一方、「今後の追加緩和は『慎重に』なされるべき」との見方を示しており、内需の活発化が物価上昇圧力に繋がる可能性を指摘するなど、過去の議事録に比べて追加緩和に対して抑制的な姿勢をみせている。国際金融市場を巡る不透明感と同国景気に影響を及ぼす状況は続くと思われ、中銀は先行きも景気刺激の観点から利下げを実施する可能性は高いと予想するが、その回数はあと1～2回になると思われ、年明け以降は引き締め姿勢に転じるとみている。
- 年明け以降、国際金融市場の混乱による海外資金の流出懸念が強まった結果、通貨レアルは主要通貨に対して急落して3年ぶりの低水準に下落した。同国政府は欧米先進国の金融緩和による通貨安戦略に対して「通貨戦争」と表現し、自国通貨安誘導に向けて為替介入を実施するなどの動きを進めてきた。自国通貨高は通常、輸入物価の抑制を通じて国内物価の安定をもたらすと期待されるが、同国では輸入品に対するIPIなど複雑な税構造が輸入物価の下落に繋がりにくい問題を抱える。一方、年明け以降のレアル安は同国政府が長年求めてきた輸出競争力の向上に資すると期待されるものの、海外資金の流出は国内の信用収縮を引き起こす懸念が高まっていることに加え、急激なレアル安が輸入物価の上昇を招く可能性が出ていることから、足下ではレアル買いによる為替安定を実施している。このように同国は利下げによる金融緩和を実施する一方で、自国通貨買いによる実質的な金融引き締めにも動くなど政策的の一貫性を欠いている。さらに、海外資金の動向に応じてIOFを「日和見的」に変更することは、同国の信認低下を招く一因になっている。構造改革を通じて所謂「ブラジル・コスト」の解消を図ることは、外資の流入を通じて潜在成長率を高める突破口になる可能性があることを鑑みれば、小手先の景気刺激策に留まらない抜本的な対応が求められる。

図2 インフレ率と政策金利(Selic)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 為替相場(対米ドル、日本円)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上