

## ブラジル W杯の勢いに乗れない経済と政治

～利上げは一旦休止。W杯による休日増加は景気下押しとなる可能性あり～

発表日：2014年5月29日(木)

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)

- 来月からのサッカーW杯で注目を集めるブラジルだが、インフレや外需鈍化が景気の足かせとなるなか、国民からの不満も重石になっている。政府への不満は10月に予定される大統領選にも影響を与えつつあり、現職のルセフ大統領の再選の可能性も徐々に低下している。W杯に対する不満を勘案すれば、ブラジル代表の善戦が必ずしもルセフ政権の追い風になることはなく、選挙戦は一段と難しくなるであろう。
- 政治同様に経済も厳しい状況に直面し、インフレ率は目標域にあるが、インデクセーションの影響でコア物価は大きく高止まりするなどインフレ圧力はくすぶる。所得増や雇用改善で個人消費は依然底堅いが、金利高は企業の設備投資意欲や家計のローン需要の重石となっており、内需を取り巻く環境は厳しさを増している。足下では景況感も急速に悪化しており、先行きの景気に対する不透明感が高まりつつある。
- ブラジル中銀は利上げ局面を一旦休止させる決定を行った。インフレ率は依然高水準だが、金融市場の混乱一服でリアル相場は上昇に転じており、外的要因によるインフレ圧力緩和が期待される。さらに、W杯開催中の休日増加で景気に不透明感があることも休止を促したと思われる。「ブラジルコスト」が経済の重石になり相対的な魅力が低下するなか、大統領選後の政策は同国経済の今後を大きく左右するであろう。

- 6月から始まるサッカーW杯に対する注目が集まるブラジルだが、経済については長引くインフレと金融引き締め、世界経済の不調に伴う外需鈍化などが重石となって勢いを欠く展開が続いており、このことは国民のW杯に対する不満を増幅させる一因になっている。W杯に対する反発は元々、バス運賃など公共料金の引き上げに反対する反政府デモが昨年開催されたサッカー・コンフェデレーションズ杯に併せて行われたことがきっかけとなり、その後に教育や保健・医療関連予算の拡充を求める動きに発展したことが影響している。同国政府はスタジアムをはじめとする関連インフラの整備などに対して総額約258億レアル(約1.2兆円)もの予算を計上しているが、これは年間の教育関連予算(約2800億レアル)の約9%、保健関連予算(約2060億レアル)の約13%もの水準に達しており、都市部を中心に十分な教育や保健・医療サービスを受けることが出来ない人々の不満に繋がっている。さらに、W杯関連予算は前ルラ政権下から行われてきた低所得者向け給付政策である「ボルサ・ファミリア」の予算(2014年は約240億レアル)を上回っており、同施策は人口の約2割に上る低所得者の所得底上げを通じて労働党政権に対する支持向上を促してきたが、こうした傾向にも懸念が生まれつつある。また、巨額の予算を継ぎ込んで準備を行ってきたはずのスタジアムをはじめとする関連インフラの工期が当初予定から大幅に遅れた結果、開催間際にも拘らず突貫工事が行われるなど同国政府のマネジメント能力に対する疑念が高まり、こうした事実が世界に晒されたことも多くの国民の政府に対する信認低下を招く一因になっている。さらに、W杯開催に当たってはスタジアムの建設遅延のみならず、最大都市サンパウロ周辺で水不足が深刻化していることも運営上のリスクとして懸念されており、悪影響を招く可能性に留意が必要であろう。10月5日に実施される大統領選挙において、与党労働党からは現職のルセフ大統領の出馬が予定されているが、足下では一連の政府に対する反発などが影響して支持率に陰りが出ている一方、対抗馬と

目されているアエシオ・ネベス氏（社会民主党（PSDB））やエドアルド・カンポス氏（ブラジル社会党（PSB））が追い上げる動きもみられ、1次投票でルセフ大統領が再選を決める可能性は低下している。なお、決選投票にもつれ込んだ場合、現時点では依然ルセフ大統領が優位である状況は変わっていないものの、過去数ヶ月のうちに形勢は徐々に変化していることに加え、W杯を巡る状況によってはルセフ氏の優勢が大きく変化することも予想される。ルセフ大統領は2010年の就任当初以降、閣内で発覚した汚職問題などに対して毅然とした態度を示すことで支持を集めてきたが、W杯の開催が近づくにつれて関連事業が汚職の温床になっているとの見方が強まっていることも大会開催への関心を低下させていると考えられる。こうしたことを勘案すれば、W杯におけるブラジル代表の成績がルセフ大統領にとって選挙の追い風になるとは考えにくく、難しい選挙戦を余儀なくされる展開が続くと予想される。

- このようにブラジル政治については先行き不透明な状況が出ているが、経済を巡っても政治以上に前方の視界がみえにくい環境に突入している。近年の同国の輸出構造については一次製品の比率が高まるなど「資源国」化が進んでおり、それに伴って国際的な資源価格の動向に左右されやすい体質になるなか、足下では中国をはじめとする資源消費国の景気の勢いが乏しいことが輸出の重石になっている。このことは交易条件の悪化を通じて国民所得の下押し圧力を招いているほか、資源価格の低迷に伴って他の産油国に比べて極めてコストが高い原油採掘関連の投資鈍化に繋がっており、景気の足かせになる展開が続いている。さらに、足下ではインフレ率が再び上昇基調を強めており、人件費の動向などを最も反映するサービス物価上昇率はインフレ率を大きく上回る伸びをみせるなど、インフレ圧力が高まりやすい環境にある。昨年以降の国際金融市場が混乱に際して、慢性的な経常赤字を抱えるなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な同国では海外資金の流出圧力が強まり、こうした動きが通貨レアルの大幅下落を招く状況が続いてきた。結果、貿易赤字を抱える同国経済にとってレアル安は輸入物価を通じてインフレ圧力を増幅させており、インフレ率が低下しにくい状況が続く一因となってきた。さらに、同国では公務員給与の最低水準や年金支給額などをインフレ率と連動させる「インデクセーション（物価スライド）」が採用されており、インフレ率の上昇は賃金上昇を通じて一段と増幅される状況にあることも、同国のインフレ率が低下しにくい要因になっている。なお、中銀は1980～90年代にかけてハイパーインフレに悩まされたことを教訓にインフレターゲット制（2.5～6.5%）を採用しているが、同行はインフレ率が中央値（4.5%）を上回ると引き締め姿勢を強める「タカ派」的なスタンスを取る傾向が強く、昨年4月以降は断続的に利上げを繰り返し実施するなど金融引き締めを強化している。このように高インフレと金融引き締めに伴う高金利が共存する状況であるにも拘らず個人消費は比較的底堅い動きをみせているが、これにはインデクセーションによる所得向上がインフレの影響を相殺していることが大きいと考えられる。こうした状況に加え、直近の失業率は5%を下回る水

図1 インフレ率の推移



図2 経常収支の推移



準に低下するなど雇用環境の改善が続いていることも、金利上昇に伴い民間向けローン残高の伸びは徐々に鈍化しているものの、依然前年比で二桁%を上回る伸びが続く一因になっており、底堅い個人消費を促している。一方、金利高の長期化は企業の設備投資意欲の低下を招いているほか、近年における景気のけん引役となってきた家計部門の住宅投資意欲も減退させており、投資の鈍化がそのまま景気の下押しに繋がる悪循環となっている。足下では消費者信頼感も急速に低下するなど個人消費を取り巻く環境にも変化の兆候が出ていることから、先行きのブラジル景気を巡っては一段と不透明感が増していると考えることが出来よう。

- こうしたなか、ブラジル中銀は 27～28 日に定例の金融政策委員会を開催し、政策金利（Selic）を 10 会合ぶりに 11.00%に据え置く決定を行っている。同行は過去数回に亘り近々に利上げ局面を終了させる考えを示唆してきたことを反映したが、今回の委員会後の声明では「景気動向及びインフレ見通しを勘案し、『現時点では』全会一致で据え置く」としており、あくまで一旦休止に留まると見込まれ、依然追加利上げの可能性はくすぶるであろう。直近のインフレ率は目標の上限を下回るが、同行が想定する望ましい水準には収まっておらず、コア物価はインフレ率を大きく上回る水準にあるなどインフレ圧力はくすぶっている。他方、足下では昨年来続いてきた国際金融市場の混乱が落ち着きを取り戻しており、世界的な「カネ余り」を背景に新興国には再び海外資金が回帰する動きがみられ、通貨リアルも上昇基調に転じている。結果、今後はリアル安による悪影響の後退が予想され、外的要因によるインフレ圧力の緩和に繋がるとの期待も利上げ局面の休止を促したと考えられる。さらに、中銀の声明にあるように、ブラジルの景気動向に依然不透明感がくすぶっていることも追加的な利上げ実施を渋らせた見込まれる。なお、先行きのブラジル経済については、W杯の開催に伴う観光客数の増加などに期待する向きがあるものの、同国では地方政府や企業などを中心に試合開催日を休日とすることを決定する動きが出ており、小売や外食など関連産業では期待ほどの効果を挙げることは難しいとの見方が強まっている。さらに、W杯開催を前提に計画されていた交通インフラなどの建設計画はほとんどが予定通り進まず、先延ばしにされていることから、観光産業全般に対する波及効果が乏しいとみられていることも影響している。さらに、休日となることで製造業などを中心に生産ラインが止まることも懸念され、経済全体に対するマイナスの影響は幅広い産業に下押し圧力をもたらすことが予想される。W杯自体は1ヶ月程度のイベントだが、開催時期が直撃する4-6月期や7-9月期の成長率には一連の下押しの影響が避けられないことに留意する必要がある。政府

図3 政策金利(Selic)の推移



図4 レアルの名目実効為替レートの推移



図5 外貨準備高と対外債務残高の推移



は景気浮揚を図るべく 56 業種を対象に給与税の減免措置を実施しているほか、経常赤字の縮小を図るべく輸入関税の引き上げを実施するなどの取り組みをみせているが、現時点においては十分な効果を挙げておらず、反って減税措置に伴う歳入減で財政状況は悪化するなどの問題も生じている。国際金融市場が平静を取り戻すなかで同国を巡る資金の動きには改善の動きが出ているが、脆弱なファンダメンタルズを抱える上、複雑な税制や硬直的な労働法制、慢性的なインフラ不足をはじめ「ブラジルコスト」と称される経済成長の阻害要因を多く抱える状況を勘案すれば、金融市場が再び動揺すれば資金流出圧力が強まる可能性は高い。一時、同国は他のファンダメンタルズの脆弱な新興国とともに「フラジャイル・ファイブ（脆弱な5ヶ国）」と呼ばれたが、同国は対外的には純債権国であり同国発で危機的状況が生じるリスクは極めて低い。しかしながら、アジアをはじめとする他の新興諸国が外資導入を通じて潜在成長率を高める姿勢を強めており、それに伴って経済成長率自体の向上を図ろうとするなか、同国は大きな人口規模とその旺盛な消費意欲を背景に市場としての魅力は高いものの、保護主義により経済成長の機会が損なわれる傾向が強まっていることは、その魅力を相対的に低下させている。インドをはじめ、新興国では選挙の動向が今後の経済運営の方向性を大きく左右しているが、同国も同じ境遇にある上、大統領選後に大胆な構造転換を促すことが出来るかが先行きのブラジル経済の行方を決めることになるだろう。

以 上