World Trends

マクロ経済分析レポート

ブラジル　中銀の悩みは尽きない

～政府が目指す「べき」道は一目瞭然だが、一歩が極めて重い～

発表日：2014年７月17日(木)

第一生命経済研究所　経済調査部

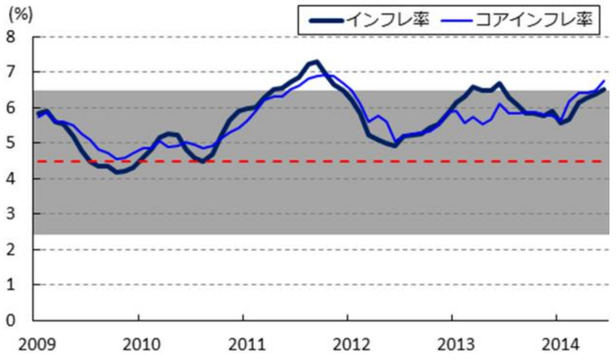
担当 主任エコノミスト 西濵　徹(03-5221-4522)

（要旨）

- ブラジル中銀は５月末の金融政策委員会に続き、２会合連続で政策金利を11.00%に据え置いた。委員会後の声明文は全く同じであり、景気と物価の両睨みを続ける苦悩がうかがえる。同国では物価は中銀目標を上回る一方、景気低迷が長期化する状況に見舞われている。W杯終了などにより景気改善が見込まれるが、勢いに乏しい展開が続くことで当研究所は今年の経済成長率を前年比＋0.8%に留まると予想する。
- 10月の大統領選では、W杯での予想外の成績も影響して現政権は逆風下の選挙戦に直面している。同国経済への期待は高いが、「ブラジルコスト」が期待を相殺する状況が続くなか、次期政権はこの克服への取り組みが不可欠だ。しかし、有力候補が打ち出す政権公約は不透明なところが多く、大胆な構造改革は期待しにくい。物価抑制へ金融政策にさらなる負荷が掛かる可能性もあり、中銀の悩みは尽きそうにない。

- ブラジル中央銀行は 16～17 日の日程で定例の金融政策委員会を開催し、政策金利（Ｓｅｌｉｃ）を２会合連続で 11.00%に据え置く決定を行った。５月末の前回会合では 10 会合ぶりに利上げを見送る決定を行っており、その前には利上げの打ち止めを示唆する姿勢を示してきたため、金融市場においては利上げモードの『一休み』は織り込まれていた。事実、前回会合後に発表された声明文では「***『現時点では』金利を据え置く***」との表現が示されており、今回の会合後に発表された声明文も前回会合と一言一句同じであることから、当面は「***マクロ経済とインフレの見通しを考慮しつつ***」判断する方向感は変わらないと見込まれる。というのも、足下の同国経済は景気減速とインフレが同居するスタグフレーションに見舞われつつあり、政策の舵取りが極めて難しくなっていることが挙げられる。直近６月のインフレ率は前年同月比＋6.52%と中銀が設定するインフレ目標（4.5±２%）の上限を上回る水準にあり、レンジの中央値を上回ると金融引き締め姿勢が強まる通常における同行のインフレに対する姿勢を勘案すれば、追加利上げが行われても不思議ではない水準にある。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がインフレ率と連動して決定される「インデクゼーション（物価スライド）」が採用されており、物価高が給与などの増加を誘発することでさらなる物価上昇を招く悪循環に陥りやすい特徴がある。結果、サービス物価は前年同月比＋9.20%とインフレ率を大きく上回る水準で推移しており、食料品やエネルギーなど物価動向に影響を与えやすい日用品を除いたコア物価も同＋6.75%とインフレ率を上回っている。このようにインフレが意識されやすい環境が続いていると考えられる。他方、１－３月期の実質ＧＤＰ成長率は前期比年率＋0.7%と前期（同＋1.8%）から一段と減速しており、昨年半ばに一時的に景気が加速する局面はみられたものの、過去３年近くに亘り潜在成長率を下回る伸びに留まるなど同国経済は厳しい状況に直面している。さらに、４－６月期については６月中旬か

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

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。

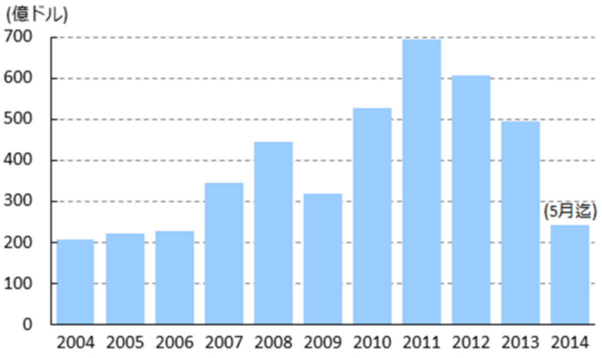
ら約１ヶ月に亘り開催されたＦＩＦＡワールドカップ（サッカーW杯）期間中に休日が増加した結果、製造業を中心に生産への悪影響が出ており、景気への下押しが懸念されている。また、折からのインフレや金融引き締めによる金利高に伴い自動車など耐久消費財の需要に下押し圧力が掛かっているほか、銀行の融資残高の伸びも鈍化しており、特に近年のローン拡大をけん引してきた不動産ローンの鈍化は裾野産業の大きさも重なり景気鈍化に繋がっている。中銀が先月末に発表した『物価レポート』では、現行の金利水準を維持した場合においても 2016 年にかけてインフレ率は目標の中央値（4.5％）に収束すると見込む一方、当面は現行水準近傍での高止まりは避けられないとの見方を示している。W杯終了による反動に加え、米国をはじめとする先進国の景気回復、近年は資源輸出を通じて依存度を高めている中国景気の底入れなどを背景に先行きの景気は持ち直しが期待されるが、勢いを欠く展開が続くことが予想される。当研究所は現時点において 2014 年通年の経済成長率は前年比＋0.8％と前年（同＋2.5％）から大幅に減速し、政府目標（同＋1.9％）や今月 14 日に中銀が発表した市場予想の中央値（同＋1.05％）をも下回るとみている。

図２　鉱工業生産の推移

（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

- 目下のところ、ブラジルを巡って金融市場で注目を集める材料となっているのは 10 月に予定される大統領選であろう。W杯イヤーに行われる大統領選としては、前回優勝した日韓W杯後に行われた 2002 年末の大統領選でルラ前大統領率いる労働者党（ＰＴ）がブラジル政治史上最高得票を獲得して政権交代を果たした記憶が鮮明に残っている。こうしたことから、政権１期目の任期中を通じて景気減速に直面してきたルセフ政権にとっては、今回のW杯におけるブラジル代表の成績（優勝）が『起死回生』に繋がるとの期待が高まっていた。事前に懸念された運営面の問題が生じることはなかったが、ブラジル代表は不運が重なったことも影響して予想外の結果（第４位）に終わり、ルセフ政権にとっては大統領選まで残された時間の中で困難な選挙戦を強いられる状況となっている。ただし、本当の意味でブラジル政府が戦わねばならないのは足下の景気低迷だけではなく、その要因となっているインフラ不足に起因する国内外の物流コストや定常的に上昇を続ける労働コスト、硬直的な労働法制、中央及び州の間で複雑に入り乱れる税制などを総じて「ブラジルコスト」と称される様々な障壁であり、同国の投資環境にも悪影響を及ぼしていると考えられる。事実、同国への対内直接投資の流入額は 2011 年をピークに減少基調が続いているが、今年は５月迄の累計ベースで昨年同期比＋44.3％も拡大しており、内訳をみると欧米からの流入が大幅に鈍化するなかで日本からの旺盛な流入が全体を押し上げている。これは同国が中南米諸国のなかでは珍しく、穀物から鉱物資源、工業製品まで多様な輸出財及び産業を有するなど、モノカルチャー国家の多い同地域では商品市況の動向に左右されにくい上、南米大陸の半分以上の人口を擁するなど消費市場として魅力が高いことに起因していると考えられる。さらに、同国の経済構造は実質ベースで個人消費がＧＤＰの 65.9％を占めるなど内需依存度が極めて高い上、第３次産業がＧＤＰの 69.5％を占めており、新興国ながら先進国並みに消費の割合が高く、産業のサービス

図３　対内直接投資流入額の推移



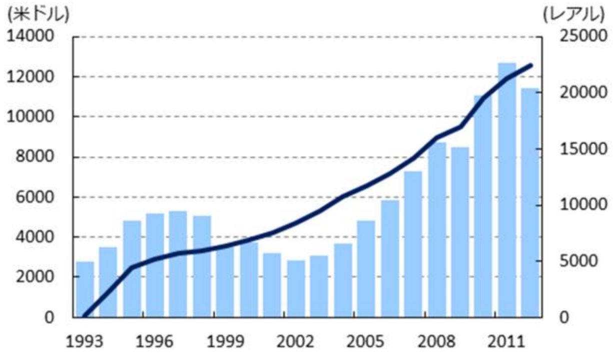
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

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。

化が進んでいるという特色を有する。また、１人当たりＧＤＰが１万ドルを超す水準にあるなど中所得国である同国が、その多くが低所得国であるアジアの新興国と同様の経路で経済成長を実現することのハードルが極めて高いことは当たり前であり、その意味では中南米諸国の中での同国の位置付けを如何に高めるかが重要である。中南米諸国ではメキシコにおいて 2011 年末の大統領選を経て誕生したペニャ・ニエト政権が大胆な構造改革を志向するなど、対外的にも拓かれた経済政策を進めており、昨年来主要格付機関が軒並み格上げを実施するなど急速に評価を高める動きがみられる。対照的にブラジルでは今年３月、米格付機関のＳ＆Ｐ社が金融政策と財政政策との間の矛盾を理由に格下げを実施し（ＢＢＢ→ＢＢＢマイナス）、投資適格級の最低水準とされたほか、他の主要格付機関も格付維持にはブラジル政府に政策の軌道修正が必要との見解を示しており、メキシコに比べて分の悪い状況にある。したがって、このような状況を一変させるには上述の「ブラジルコスト」の解消に向けた取り組みを着実に進めることが求められるが、既得権益層との軋轢を生む施策である上、歴代政権が着手を目指しつつも実現出来なかったことを勘案すれば一朝一夕に事が進むとは考えにくい。他方、短期的な景気好転を図るには上述の経済構造を利用して財政支出拡大によるバラ撒き政策を実施することが効果的だが、過去数年に亘り財政状況の悪化が続くなか、財政政策への過度な負荷が格下げを招く一因になってきたことから、こうした方策も採りにくい。直近の世論調査では与党ＰＴ候補で現職のルセフ大統領を、野党社会民主党（ＰＳＤＢ）のネベス候補とブラジル社会党（ＰＳＢ）のカンポス候補が追いかけており、依然ルセフ氏が優勢の状況には変わりないものの、第１回目の投票で単独過半数を獲得できる見通しは低く、上位２者による決選投票に持ち込まれる可能性が高まっている。しかし、各候補が示している政権公約は具体策に乏しく『空手形』の様相を呈するなか、すべての候補が最低給与の引き上げを公言するなど大胆な構造改革に後ろ向きの様子もうかがえる。そうなれば、次期政権下においてもインフレが常態化するのみならず、その政策対応を金融政策に大きく依存する状況が続くことも予想される。中銀にとっては悩みの尽きない状況が今後も続く可能性が懸念されよう。

以　上

図４　１人当たり GDP の推移



（出所）CEIC 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。