

ブラジルは一段と窮地に

～政治的混乱が通貨レアルの新たな混乱要因に～

発表日：2015年3月5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)

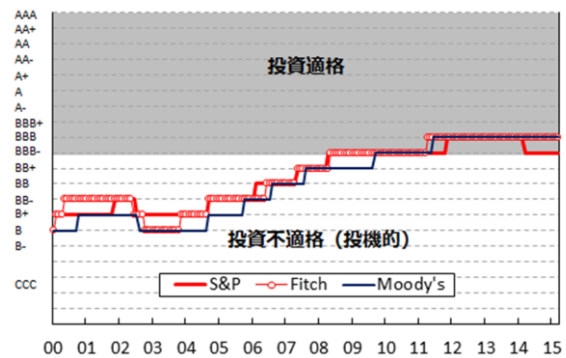
(要旨)

- 数多くの難局に直面しているブラジル経済だが、ルセフ政権による財政健全化への取り組みは困難を迎えている。ファンダメンタルズの悪化による格下げ懸念に対応し、ルセフ政権は緊縮財政を進める姿勢をみせているが、政府と議会の対立が表面化する事態となっている。結果、金融市場は格下げを意識し始めており、通貨レアルは10年ぶりの安値に達するなど「狼狽売り」の様相を呈し始めている。
- こうしたなか、4日に中銀は定例会合で50bpの利上げを決定し、政策金利は約6年ぶりの高水準となった。同行が急激な利上げを実施する背景にはインフレ抑制が急務との認識があるが、足下では通貨レアル安による輸入インフレ阻止といった側面も考えられる。高インフレと金利高に加え、外部環境の悪化で実体経済が疲弊している同国経済だが、今後は一段と下振れリスクが意識される展開になるであろう。

《政治混乱が格下げリスクを高める可能性を誘発するなか、外部環境は一段と厳しさを増すことが懸念される》

- ブラジル経済は難局を迎えるなか、国際金融市場では同国通貨レアルの動向が喧しさを増している。足下の同国経済は「○重苦」とも呼べる様々な困難に直面しており（詳細は2月25日付レポート「ブラジルを取り巻く「○重苦」」をご参照ください）、今年の経済成長率はマイナス入りが避けられない様相となっている。その一方、国際金融市場においては高インフレと慢性的な経常赤字、そして、拡張的予算の影響で財政悪化が進むなどファンダメンタルズの悪化が顕在化するなか、主要格付機関は昨年来、格下げや見通しの引き下げに動いている。現時点において同国の長期信用格付は3社ともに『投資適格』級にあるが、うち1社はその最低水準となっているほか、同社に比べて1ノッチ上の水準としている残り2社のうちの1社は、将来的な格下げを示唆する「見通し」の引き下げを行っている。こうしたことから、昨年の大統領選を経て再選を果たしたルセフ政権は、発足前後から格下げによる『ジャンク（投資不適格）』入りを避けるべく、財政健全化や経常赤字の圧縮に取り組む姿勢を前面に打ち出してきた。しかし、財政健全化に向けた緊縮財政の実施は、只でさえ昨年来の資源安などによって足下の景気が冷え込むなか、一段の景気悪化を招くことに繋がることから、議会内では反対の声がくすぶっていた。昨年10月に大統領選挙（第1回投票）と同時に実施された国民議会選挙においては、最大与党労働党（PT）を中心とする与党連立が上下院双方で多数派となるなど数的優位を確保し、そのことが決選投票でのルセフ氏再選に繋がった。しかし、与党連立を形成する党は議会選挙において議席数を大きく減らすなかで連立内でのPTの存在感は相対的に低下しており、連立を組む第2党であるブラジル民主運動党（PMDB）の存在感が増すなか、政策運営方針を巡る対立も表面化しつつある。こうしたなか、ルセフ政権は2期目の経済運営を司る財務相や企画予算管理相に財政緊縮派を配置するなど内外にその姿勢を示し、歳出削減や歳入拡大に向けた増税や減税措置の終了、政府に抛る統制価格の引

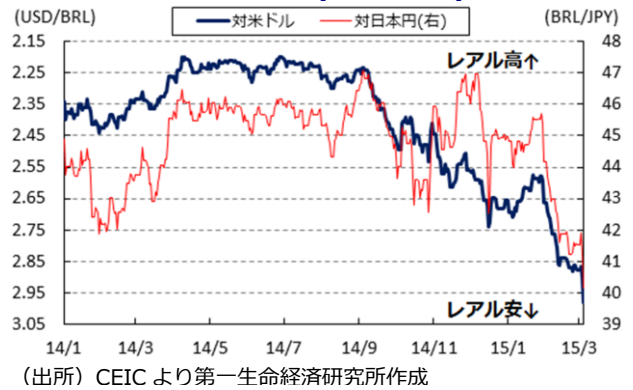
図1 主要格付機関の長期信用格付の推移



(出所) 各社ホームページなどより第一生命経済研究所作成

き上げなどに取り組む方針を掲げてきた。しかし、政府が掲げる一連の財政緊縮策に対しては議会内、とりわけ与党連立内からも反発が高まっており、政府が議会に提出した企業に対する優遇税制の廃止を巡る大統領令は上院において否決される事態に直面している。こうしたことから、金融市場においては政府の掲げる財政健全化策は円滑に進まないことで格下げ圧力が強まるとの見方が広がっており、一部で「パニック売り」の様相を呈しつつある。そうした動きは通貨リアル相場に顕著に現れており、足下の対米ドル相場は約10年ぶりの安値水準に達しており、日本円やその他の主要通貨に対しても大きく下落する動きに繋がっている。足下では国営石油公社を巡ってPTをはじめとする与党内を巻き込んだ汚職疑惑が問題となり、ルセフ政権に対する支持率が急落する動きもみられるなか、政治的な混乱により経済政策運営のゴタゴタが続く事態となれば、金融市場における同国の立場は一段と厳しいものになることは避けられない。ブラジルは実体経済面で困難に直面しているなか、その外部環境さえも厳しいものとなっていく可能性が高まっている。

図2 レアル相場(対ドル、円)の推移



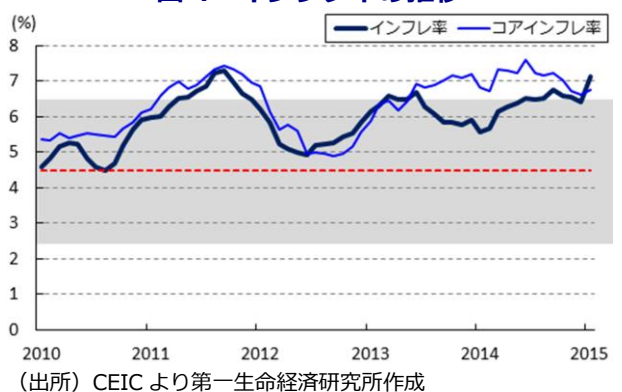
《中銀による「インフレファイター」の姿勢は一層強まり、景気の下振れリスクは一段と高まる可能性も》

- こうした環境のなか、同國中銀は政府の経済チームとともに『インフレファイター』としてファンダメンタルズの強化に取り組んでおり、昨年後半以降の原油安を背景に世界的に金融緩和の動きが広がるなかでも引き締め姿勢を強める動きをみせている。4日の定例会合においても全会一致で50bpの利上げを決定しており、政策金利（Selic）は12.75%と約6年ぶりの高水準となる。同行がこのような急激な金融引き締めを舵を切っている背景には、インフレ率が高止まりしており、中銀の定めるインフレ目標（ $4.5 \pm 2.0\%$ ）を大きく上回る水準で推移していることが挙げられる。昨年以降、同国では「80年ぶり」とも評される大干ばつが南部や北東部、中西部で相次いで発生するなかで水力発電の稼働率が低下しており、電力確保の観点から火力発電の稼働率向上に取り組むなか、そのために必要なコストが電力価格に転嫁されることで、エネルギー価格の上昇が避けられなくなっている。こうしたことから、1月のインフレ率は前年比+7.1%と目標を大きく上回る水準に加速しており、しばらくは状況が劇的に改善する見込みが低いといったことが影響している。一方、物価動向に最も影響を与えやすい食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率も前年同月比+6.8%とインフレ目標の上限を上回る水準にある。同国でインフレがなかなか収まら

図3 政策金利(Selic)の推移



図4 インフレ率の推移



ない背景には、公務員給与や年金支給額がインフレ動向に応じて調整されるインデクゼーションが採用されており、インフレが新たなインフレを呼ぶ構造になっていることが大きい。したがって、中銀及び政府にとっては足下のインフレを抑えることが云わば「至上命題」となっており、このことが昨年末以降の急激な利上げ局面に繋がっている。足下では高インフレと金融引き締めによる金利高の共存が景気の下押し圧力となることが避けられないなか、外部環境なども同国経済の足かせとなる状況が続いており、金融市場では利上げ局面の終了時期が近づくとの見方も出ている。しかし、今回の会合後に発表された声明文は前回会合後の声明文とまったく文面が同じであり、引き締めスタンスを変える可能性が低いことを示唆しているものと思われ、今後も追加的に大幅利上げを実施するものと予想される。また、足下では政治的混乱が通貨レアル安圧力となっており、これは輸入物価を通じて新たなインフレ圧力となる懸念があることを勘案すれば、通貨防衛の観点からも引き締め姿勢の堅持が避けられなくなるであろう。こうしたことから、今年のブラジル経済は当初想定された以上に下振れしていくリスクが高まっているものと考えられる。

以 上