

「内憂外患」に見舞われるブラジル

～短期的に好材料は見当たらず。中長期を見据えた関係構築に期待～

発表日：2015年7月30日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 国際金融市場では中国経済の不透明感が商品市況の調整圧力となるなか、資源国であるブラジルを取り巻く環境は極めて厳しい。ファンダメンタルズの悪さに加え、財政を巡る不透明感から主要格付機関は先行きの格下げを示唆したことで資金流出圧力が強まっている。国営石油公社の汚職問題をきっかけに政権支持率も急落するなど政治リスクも高まり、ブラジル経済は文字通り「内憂外患」に直面している。
- こうしたなか中銀はインフレ抑制に向けて一段の金融引き締めを決定するも、利上げ局面の終了を示唆した。ただし、当面はインフレの高止まりが続くと見込まれ、一段の景気悪化は避けられないであろう。景気悪化が続く一方で急速に中国との関係強化が進んでいるが、今年はわが国との国交120周年であるなど中長期を見据えた関係強化を図りやすい環境にある。一筋縄ではいかない難しい国ではあるが、中南米随一の消費市場へのアクセスは、中長期的な観点からわが国にとっても重要な位置付けにあると言える。

《短期的には好材料は見出しにくいのは事実。他方、中長期的に回復軌道に復帰した後を見据えた対応には期待も》

- 足下の国際金融市場においては中国経済を巡る不透明感が意識されており、中国経済の減速による需要鈍化観測を反映して原油をはじめとする国際商品市況に調整圧力が高まっているほか、それらを輸出する「資源国」では資金流出圧力が強まる事態が続いている。世界金融危機前後の資源高に加え、中国経済の高成長を追い風にここ数年中国への依存度を高めてきたブラジルではその勢いが顕著になっており、通貨レアルの対米ドル為替レートは足下で12年ぶりの低水準となるなど厳しい情況に直面している。同国は、2013年に当時の米国F R B（連邦準備制度理事会）のバーナンキ前議長による量的金融緩和縮小を示唆する発言をきっかけとする国際金融市場の動揺（いわゆる“Taper Tantrum”）に伴い、海外資金の流出圧力が急速に高まった「フラジャイル・ファイブ」の一角であった。その際は経常赤字と財政赤字の

図1 レアルの対ドル為替レートの推移

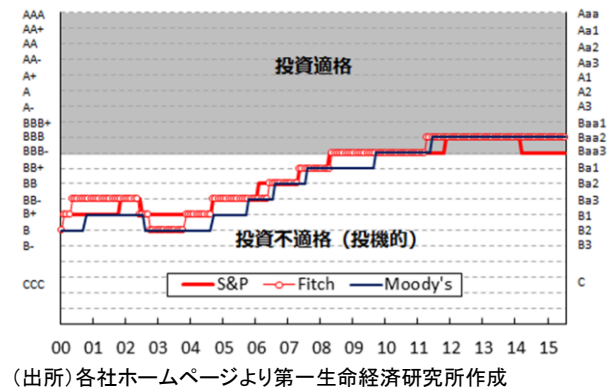


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

「双子の赤字」を抱えている上、慢性的なインフレに直面するなどファンダメンタルズの脆弱さが資金流出を招く要因とされたが、昨年後半以降の原油をはじめとする商品市況の調整により足下では経常赤字幅は拡大基調を強めている。さらに、商品市況の調整による交易条件の悪化は景気の足かせとなり、昨年はプライマリー収支が赤字に転じるなど急激な財政悪化が懸念されている。そして、通貨レアル安による輸入物価の昂進などを背景に足下のインフレ率は前年同月比+8.89%と中銀の定めるインフレ目標（4.5±2%）の上限を大きく上回るなど、インフレを収束出来ない状況も続いている。こうしたことに加え、足下では年内にもF R Bが利上げを実施するとの見通しが強まっていることも重なって海外資金の流出圧力が高まり、通貨レアル安圧力が収束しにくい展開となっている。また、ここに来てブラジルにとってはさらなる悪材料が重なる事態が続いている。金融市場では、同国の今年の経済成長率は6年ぶりのマイナスになるとの見方が強いなか（当研究所は

前年比▲1.5%と予想)、景気減速に伴う税収減などを背景に財政状況が一段と悪化すると観測がくすぶっている。こうしたことから、同国政府は歳出削減による財政規律を重視する姿勢を打ち出してきたものの、今月に入って今年のプライマリー収支の黒字目標を大幅に引き下げる決定を行い(GDP比で+1.1%→+0.15%)、この決定を受けて主要格付機関の米S&P社は格付見通しを「ネガティブ」に引き下げることを発表。同社のブラジル向け長期信用格付は現在「投資適格級」のなかで最低水準の「BBBマイナス」であり、1ノッチでも格下げが実施されれば「投機的水準」に転落する。同社は見通し引き下げの理由について「国営石油公社の汚職事件を受けて政権支持率が急落するなど政治的リスクが高まる」なか、レヴィ財務相主導による緊縮財政措置に一定の評価をみせる一方、「一連の対応が政治的、経済的リスクを一段と高め、政策是正が遅延する確率が高まることで成長軌道への回復に時間を要する」との見方を示している。折しも来年にはリオデジャネイロで夏季五輪の開催が予定されるなど、関連インフラの投資拡大が見込まれる一方、財政状況を勘案すれば投資拡大機運は生まれにくいなか、足下では国営石油公社の汚職問題が関係する建設部門のみならず、その他のインフラ関連にも飛び火する事態となるなど依然収拾の見通しは立っていない。結果、同国内では様々な分野で投資計画が大きく見直される可能性が出ており、景気にさらなる冷や水を浴びせる事態も予想されるなど、先行きの景気に対する見通しが立ちにくくなっている。このように、足下のブラジル金融市場においては中国をはじめとする外的要因のみならず、国内要因も重なって資金流出圧力が高まる悪循環に陥っていると言えよう。

図2 主要格付機関の長期信用格付の推移



- こうしたなかで中銀は 28～29 日の日程で定例の金融政策委員会を開催し、政策金利 (S e l i c) を 50bp 引き上げて 14.25%とする決定を行った。同行による利上げ実施は7会合連続であり、うち直近6回の利上げ幅は 50bp と性急な金融引き締めが行われている。今回の利上げ決定により政策金利は9年ぶりの高水準となる。なお、会合後に発表された声明文では「来年終盤にかけてインフレ率が目標に収斂するためには、金利を十分に長期間に亘って現行水準に維持する必要がある」との認識が示されており、2013 年4月以降断続的に行われてきた利上げ局面の終了を示唆する考えが示された。同行が性急な利上げを繰り返して実施している背景には、上述のように通貨リアル安圧力がなかなか収まらない状況が続くなか、リアル安自体が輸入物価などを通じてインフレ圧力を増幅させる悪循環に陥っており、その流れを断ちたいとの考えがうかがえる。なお、直近の6月のインフレ率は前年同月比+8.89%と同行が定めるインフレ目標を大きく上回っている一方、食料品

図3 政策金利とインフレ率の推移

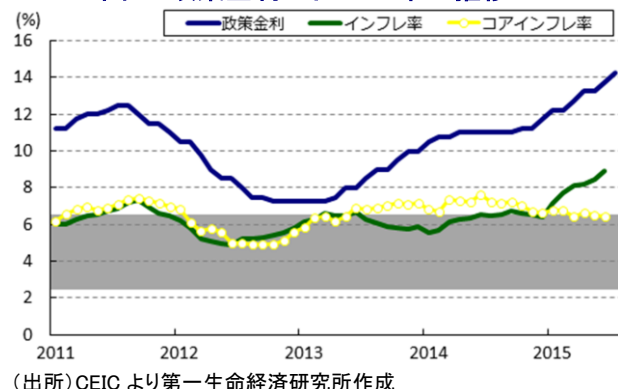
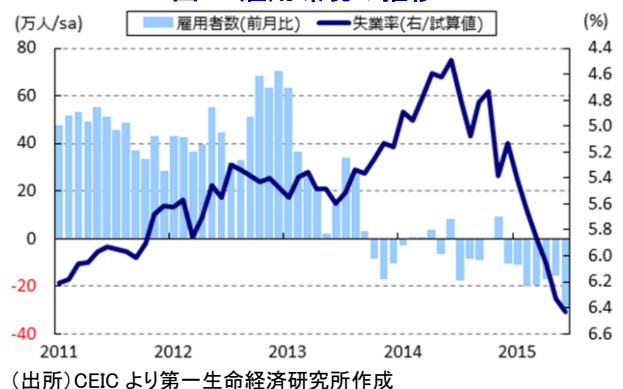


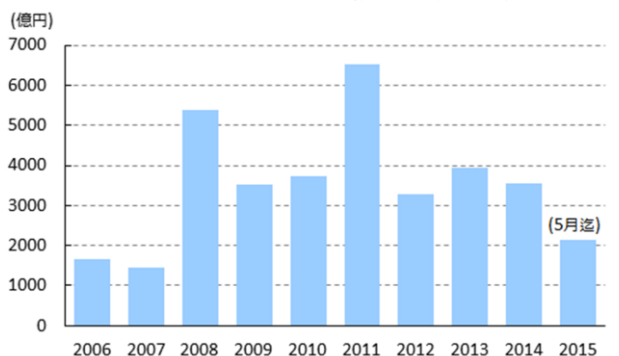
図4 雇用環境の推移



やエネルギーなど変動が大きく物価動向に影響を与えやすい日用品を除いたコアインフレ率は前年同月比＋6.47%と目標の上限を辛うじて下回っている。しかし、足下ではリアル安圧力が一段と強まったことで今後はその影響が発現することでインフレ圧力が高まると見込まれるなか、先々月には政府による緊縮財政法案が議会両院で可決されるなど歳出削減への期待はある一方、先月末には年金給付に対する物価スライドに関する法改正（最低賃金と同じ方法を年金給付にも適用、現時点では給付増要因となる）が可決されるなど、議会内では緊縮財政に対する反発の根強さが残る。こうしたことも、政府がプライマリー黒字目標の圧縮に動かざるを得なくなった背景にあると考えられる。同国においては過去数年インフレ率が高止まりする状況にも拘らず、労働者保護の色合いが極めて強い労働法制に加え、過去のインフレ動向に応じた最低賃金の引き上げを求める制度に伴い、多くの労働者にとっては手取りの収入増が消費意欲を押し上げることで旺盛な消費が続く状況が続いてきた。しかし、足下では景気減速の長期化に伴い雇用環境は確実に悪化しており、金融引き締めによる金利高も重なって個人消費意欲は急速に萎む事態となるなど、同国経済を取り巻く状況は一変している。こうした厳しい景気に直面するなか、今年5月には中国の李克強首相が同国を訪問して大規模インフラ投資に対する協力を表明したほか、汚職問題に揺れる国営石油公社の救済に向けて「助け舟」を出すなど、両国関係の急速な接近をうかがわせる動きがみられる。両国をはじめとするBRICS諸国は新開発銀行（BRICS開発銀行）の設立で合意しているにも拘らず、先月末に設立協定書の署名が行われたAIIB（アジアインフラ投資銀行）に同国が域外国であるにも拘らず参加表明を行った背景にも、両国関係の深化が影響していると考えられる。その一方、ブラジル国内では安価な中国製品の流入が自国の産業発展の妨げになっているとして中国に対する警戒感もくすぶっており、両国関係はそのまま「蜜月」となるかどうかは不透明なところが少ない。他方、わが国においては同国経済が減速感を強めている上、政策面では内向き姿勢を強めていることを理由に、相対的に対外開放路線を強めるメキシコへの視線が強まる状況が続いている。足下では米国経済が堅調さを取り戻すなか、米国向け輸出拠点として、さらに合意間近とされるTPP（環太平洋パートナーシップ協定）の観点からもメキシコの魅力が高まっていることは間違いない。しかしながら、

両国の経済規模を比較すればメキシコ（1.29億ドル/2014年）に対してブラジル（2.35億ドル/2014年）は2倍近い規模にある上、人口もメキシコ（1.2億人/同）に対してブラジル（2.0億人/同）と大きいなど消費市場としての魅力は依然ブラジルも高い。短期的には景気減速など悪材料が非常に多い上、進出企業にとっては「ブラジル・コスト」などと揶揄される複雑かつ硬直的な法制度や税制などの問題はあるなど課題の山積している国であることは間違いないが、中長期的にみれば経済が安定成長軌道に回復するなかで再び消費市場として魅力を高める余地は小さくない。わが国と同国は今年国交樹立120年の節目の年であり、年末にはルセフ大統領の来日も予定されるなど関係深化に向けた取り組みを行いやすい環境にある。進出企業にとってリアル安はコスト低下を通じて進出の好機になる一方、一筋縄ではいかない状況を理解した上で腹を据えた形で取り組む必要があると言えよう。

図5 わが国の対ブラジル直接投資実行額の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

以上