

## 「三兎」を追うも「一兎」も得られないブラジル

～政治不安の表面化や商品市況の調整など、リアル相場の不安要因は多い～

発表日：2015年12月16日(水)

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)

- ブラジルでは国際商品市況の低迷が交易条件の悪化を招くなか、国際金融市場のマネーの動揺も景気に悪影響を与えている。伝統的に「タカ派」の中銀は引き締め姿勢を強めてきたが物価抑制に効果は得られず、景気低迷と物価高が共存するスタグフレーションに見舞われている。財政状況も悪化するなか、ルセフ政権は景気浮揚と物価抑制、ファンダメンタルズ改善を目指しているが、現時点で成果は挙がっていない。
- 足下の景気は物価高と金利高が内需全般の足かせとなるなか、外需の低迷も景気を下押ししてリセッション状態に陥っている。直近のインフレ率は高水準で推移するなど物価抑制は喫緊の課題である一方、主要格付機関が格下げを示唆するなど財政健全化も急務となるなか、緊縮財政の影響で物価高がしばらく続くことは避けられない。緊縮財政には議会のほか連立与党内の反対が根強い上、国民からの政権支持立も低迷する事態となっているが、政権にとっては財政健全化を着実に進めることは不可避と見込まれる。
- 国際商品市況を巡る不透明感が増すなか、政権には歳出削減のみならず、歳出合理化や税制改正をはじめとする構造改革を通じて中長期的に持続可能な経済成長を目指す体質改善への取り組みが必要である。ただし、足下では政治不安が表面化しており、この行方が当面のリアル相場の方向感を左右しよう。

### 《景気浮揚、物価抑制、ファンダメンタルズ改善の「三兎」を追うも成果は挙がらず、政治不安の表面化など新たな課題も》

- ブラジル経済を巡っては、原油をはじめとする国際商品市況の低迷による輸出の低迷や交易条件の悪化に加え、米国による金融政策正常化に伴い世界的なマネーの動きが大きく変化するとの見方が強まるなか、そうした動きを反映した国際金融市場の動揺に揺さぶられる形で厳しい状況に直面している。ここ数年のブラジルでは個人消費をはじめとする旺盛な内需が景気のけん引役になってきたものの、交易条件の悪化による国民所得の減少のほか、世界的な信用収縮を懸念した海外資金の流出圧力の高まりを受け、同国金融市場においても信用の伸びは急速に鈍化している。ブラジルでは以前、通貨危機をきっかけにハイパーインフレに陥り国民生活が大きく混乱した経験があり、特に中銀はインフレ動向に対して機敏な政策対応に出る傾向があるなど伝統的に「インフレタカ派」的な政策志向を有する。こうしたなか、同国では過去数年に亘りインフレ率は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する展開が続いており、中銀はインフレ抑制を図るべく金融引き締めを進めてきたことも信用鈍化を招く一因となっている。また、国際金融市場の混乱による海外資金の流出は通貨リアル相場の下落に繋がるなか、リアル安の進展は輸入物価を通じてインフレ圧力を一段と高める可能性がある上、過度なリアル安は対外債務を巡る債務負担の増大を通じて景気の足かせとなる懸念を惹起させる。こうしたことから、中銀にとっては通貨防衛の観点からも金融引き締めに動かざるを得なくなったことも景気の足を一段と引っ張っている。結果、景気の減速感が強まっているなかで

図1 交易条件指数の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

物価高が並存するスタグフレーションに陥る事態となっているものの、ルセフ政権はこの「負のスパイラル」を抜け出す有効打を打ち出せない状況が続いている。ブラジルの対外収支は慢性的な経常赤字であるなど経済活動に必要な資金需要を国内で賄えない環境にあり、経済成長の実現には海外資金の流入が不可欠である。他方、長期に亘る景気低迷により財政状況は急速に悪化しており、昨年は1998～99年に発生した通貨危機後一貫して黒字基調が続いてきたプライマリー収支も初めて赤字に転じるなど、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）は脆弱さを増している。2013年のいわゆる“Taper Tantrum”では、このファンダメンタルズの脆弱さが金融市場で嫌気された結果、急激な資金流出に見舞われた国々を称する「フラジャイル・ファイブ」の一員に数えられた。一昨年の大統領選で再選を果たしたルセフ政権にとって政権2期目は物価抑制と景気浮揚を図ることに加え、財政健全化を含めたファンダメンタルズの強化という「三兎を追う」難しい政策の舵取りが迫られているが、現時点においては「一兎も得ず」の状況となっている。

- 7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比▲4.45%と6四半期連続でマイナス成長となるなど、景気の減速感が一段と強まる事態となっている。前期比年率ベースでは▲6.66%と前期（同▲7.99%）からマイナス幅こそ縮小しているものの、3四半期連続でマイナス成長となるなど本格的なリセッションに陥っている上、過去10四半期中6四半期がマイナス成長となる異常事態に突入していると言っても過言ではないであろう。というのも、同国では来年リオデジャネイロにおいてオリンピック・パラリンピックの開催が予定されており、通常こうした世界的イベントが開催された後に景気低迷に直面する国

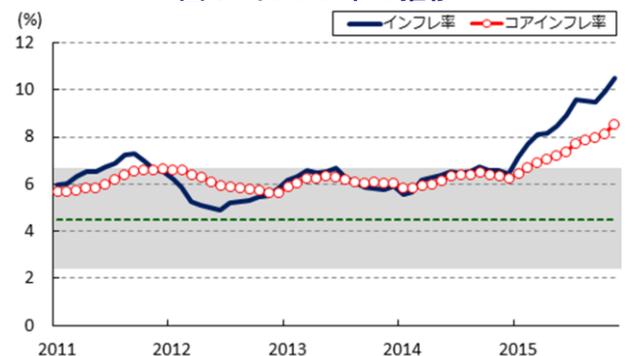
は数多存在するものの、その前段階から景気減速に陥っている例はほぼなく、同国経済は厳しい状況に直面していると判断出来る。物価高と金融引き締めによる金利高の共存により家計部門の実質購買力は大きく低下するなか、個人消費の勢いはすっかり影を潜めている上、長期に亘る景気減速や資源価格の低迷なども重なり企業の設備投資意欲も後退が続くなど、全般的に内需を取り巻く環境は厳しさを増している。さらに、中国経済が「新常态」を迎えるなかで以前のような資源需要の拡大が難しくなっている上、足下では新興国経済全体も以前の勢いを失うなか、輸出に下押し圧力が掛かる一方、内需低迷や政府による様々な輸入規制措置を受けて輸入は輸出を上回るペースで減速しており、純輸出の成長率に対する寄与度は年明け以降プラス基調で推移している。ただし、内外需ともに低迷が続くなかで製造業や鉱業部門を中心に減産などを通じて在庫調整圧力が一段と強まっており、こうした動きも景気の下押し圧力となっている模様である。なお、直近のインフレ率は食料品価格など生活必需品を中心とする物価上昇などを受けて+10%を上回る伸びが続いている上、賃金上昇や通貨レアル安による輸入物価上昇なども影響してコアインフレ率も上昇基調を強めており、こうした展開が早々に落ち着く見通しは立ちにくい。今年に入って以降のインフレ昂進は政府による補助金削減の影響で公共料金が大幅に引き上げられたことがあり、年明けにはその影響が剥落することでイン

図2 実質GDP成長率(前期比年率/寄与度)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図3 インフレ率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

フレ率は鈍化するとの見方が一部にある。今月に入って以降ルセフ政権は今年のプライマリー収支目標をGDP比+1.1%とした財政責任法の修正で議会と合意し（政府見通しは7月に同+0.11%に引き下げられている）、今年も2年連続でのプライマリー収支の赤字化が決定的であり、来年の目標（現時点では+0.7%）についても引き下げられる可能性も高まっている。議会内では連立与党のなかからも増税や歳出削減などに反対する声が根強い上、一般市民のなかには長期の景気低迷に加え、国営石油公社（ペトロブラス）を巡る巨額汚職問題を理由にルセフ政権に対する不満は大きい。政権支持率は一ケタ台まで急速に低下する事態を招いた後、足下では緩やかに底入れする動きはみられるものの、依然として10%程度の低空飛行が続いており、以前に比べて規模は縮小しているとはいえ今月も全土で反政府デモが発生するなど政権に対する風当たりは厳しい（結果、今月初めに予定されていたルセフ大統領の来日は2013年6月に続いてキャンセルされた）。他方、主要格付機関であるS&P社は9月に長期信用格付を格下げして8年ぶりに「投資不適格」級に引き下げるなど財政健全化の道のりが遠のいたことを警戒する姿勢を示したほか、今月に入ってムーディーズ社も同様の懸念を表明しつつ格下げの可能性を示唆しており、政権にとっては財政緊縮の手綱を緩めることも難しい。レビ財務相を中心とする経済チームとしては、これまで同様に引き続き緊縮策を継続させることを通じて対外的な信認悪化を喰い止める姿勢を採らざるを得ないものと考えられる。

- 今月に入って以降、OPEC（石油輸出国機構）総会において機能不全が明らかになったことで原油市況は調整圧力を強めるなど、足下では国際商品市況の行方に不透明感が高まっており、当面のブラジル経済にとっては一段の下押し圧力となり得る可能性は否定出来ない。さらに、経済チームは短期的な景気減速より中長期的にみて持続可能な経済成長軌道に回復させることを重視しており、税制改正をはじめとする抜本的な構造改革に動く必要性を強調する考えをみせている。こうしたことから、来年度も緊縮財政が維持される可能性は高いと見込まれ、結果的に補助金のさらなる抑制を通じた公共料金の引き上げは避けられないと予想されるほか、それに伴いインフレ率は引き続き高水準での推移が続くとみられ、内需の足かせとなる展開は避けられないであろう。インフレ率の高止まりが続くことで、中銀の引き締め姿勢が続くことは避けられず、これも内需の重石となることでしばらくは景気浮揚に向かいにくい展開が続くと予想される。上述の主要格付機関による格下げの動きについては、財政悪化に歯止めを掛けられない政権運営に警鐘を鳴らしている一方、景気減速が長期化すること自体が同国経済への見方を悪化させていることを勘案すれば、社会保障やインフラ投資の削減といった策のほか、歳出の硬直化を招いている補助金支出の削減や公務員給与や年金支給のマクロスライドなどの制度改正に取り組む一方、中長期的な経済成長に資する歳出を確保することも必要である。さらに、同国を巡ってはいわゆる「ブラジル・コスト」と呼ばれる様々な法制度のあり方が問題視されているが、こうした課題の解決に着実に取り組んでいくことも不可欠である。足下では長期に亘る景気低迷などを嫌気する形で海外からの直接投資の流入額はドルベースでみて頭打ちしているものの、

ここ数年通貨レアル安が進行したことで外資系企業にとっては好条件の進出案件が見出しやすくなったことで欧米勢を中心にM&Aを活発化させる動きは続いており、当面の景気低迷を抜け出せるかが課題と言えよう。なお、証券投資の観点では通貨レアル相場の行方に注目が集まっているが、国営石油公社（ペトロブラス）を



巡る汚職問題では与党内でも疑惑が噴出しているほか、緊縮財政策を巡る政府と議会との対立、さらに、連立与党内でも意見対立が起こるなど政治対立が表面化しており、これが早期に収束出来るか否かが今後の方向感を左右するとみられる。他方、国際商品市況に対する不透明感は交易条件を通じて景気を左右することは避けられず、しばらくはこの低迷が続く見通しが強まっていることからリアル相場の上値を重くすることになるであろう。

以 上