

ブラジル、景気も物価も新政権次第

～底打ちを示唆する兆候も、先行きに難題山積の状況は変わらず～

発表日：2016年9月1日(木)

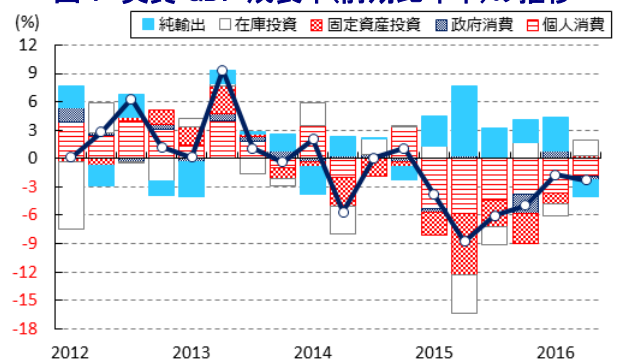
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 先月開催されたリオ五輪は無事に閉幕を迎えたが、ブラジル経済へのプラス効果は期待出来ない見通しだ。その直前の4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲2.26%と6四半期連続のマイナス成長となり、厳しい状況が続いている。個人消費や企業の設備投資意欲の底入れなど景気の底打ちを示唆する兆候は出ており、景況感にも改善の動きがみられるが、実態を伴った動きであるかは不透明である。金融市場の落ち着きによる資金流入が資金需給を改善させただけの可能性もあり、依然不透明な状況はくすぶる。
- 年明け以降の不透明要因であったルセフ前大統領への弾劾手続は、31日に採決が行われて同氏の失職が決定し、テメル氏が正式な大統領に就任した。左派政権から中道政権への揺り戻しに伴い、暫定政権下から構造改革への期待に繋がってきた。テメル政権には景気浮揚に加え、財政健全化に向けた取り組みが求められるなか、憲法改正を要する課題に取り組む姿勢をみせるが、先行きには課題も山積している。歳出削減は景気の足かせとなることも予想されるだけに、政府の過度な楽観姿勢には注意が必要と言えよう。
- こうしたなか、中銀は31日に開いた定例会合で政策金利を据え置く一方、先行きの政策姿勢について態度の軟化を示唆する動きをみせる。ただし、足下のインフレ率は依然高水準にあるなか、インフレ率の順調な低下には様々な課題をクリアする必要がある。金融市場は弾劾成立と中銀の姿勢軟化を材料に短期的に盛り上がる可能性はあるが、その実現のハードルは極めて高く、リスクがくすぶる可能性も残っている。
- 治安の問題などに加え、競技会場や周辺インフラを巡る建設の遅れなどから直前には開催そのものを危ぶむ声は少なくなかったリオ・デ・ジャネイロ五輪だが、先月21日に全競技を終えて無事に閉幕式を迎えるとともに、今月7日からはパラリンピックが開幕する。なお、わが国において今大会は史上最多のメダル数を獲得するなど期間前の予想を大きく覆す盛り上がりを見せたものの、現地においては折からの景気の悪さに加え、五輪招致がPT（労働者党）政権下で行われたことが影響し、ルセフ前大統領に対する弾劾手続が行われるなかで、多くの国民にとって五輪がPT政権が植えた「徒花」的な印象に繋がった面は否めず、盛り上がりを欠いていた模様である。そんななか、同国内において今大会唯一の盛り上がりを見せたのは、男子サッカー代表が五輪初となる金メダルを獲得したことであろう（過去はロス五輪（1984年）及びソウル五輪（1988年）の銀メダルが最高）。通常においてこうした世界的なイベントの開催は、開催国の景気にプラスの効果をもたらすことが期待されるものの、足下のブラジル経済は原油をはじめとする国際商品市況の低迷長期化に加え、ルセフ前大統領に対する弾劾手続に至った政府及び政治に対する不信感の増幅が景気の足かせとなる展開が続いており、国際的イベントの開催も「光」とはなっていない。4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比▲3.8%と9四半期でマイナス成長となったものの、前期（同▲5.4%）

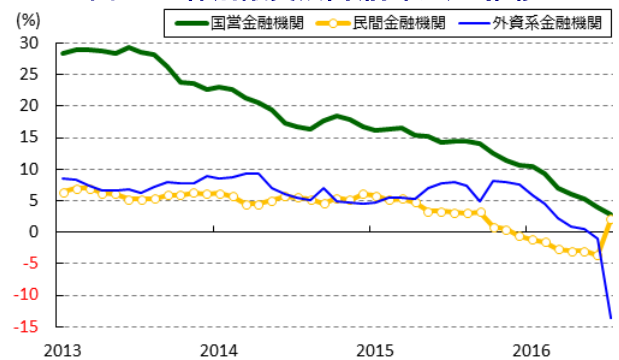
図1 実質GDP成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

からマイナス幅は縮小するなど最悪期を過ぎつつあるようにみえる。他方、前期比年率ベースでは▲2.26%と6四半期連続でマイナス成長となっている上、前期（同▲1.72%）から再びマイナス幅が拡大するなど景気に下押し圧力が掛かっている。しかしながら、高止まりしてきたインフレ率が年明け以降頭打ちしていることで家計部門の実質購買力への押し下げ圧力は後退しており、消費者信頼感にも底入れの動きが出ていることも反映して個人消費の減少ペースは鈍化するなど、底が近づきつつある様子がうかがえる。さらに、年明け以降の原油をはじめとする国際商品市況の底入れなどを追い風に輸出も前期比プラスを維持するなど底堅い動きをみせるなか、固定資本投資は11四半期ぶりに前期比でプラスに転じるなど、長期に亘って鈍化基調が続いてきた企業部門の設備投資の底打ちも確認された。ただし、こうした内需の底打ちを示唆する動きを反映して輸入は5四半期ぶりに前期比でプラスとなった結果、純輸出の成長率寄与度がマイナスに転じており、成長率の押し下げに繋がっている。なお、足下においては製造業及びサービス業ともに景況感が急速に回復する動きが確認されており、鉱工業生産などでも生産の底打ちを示唆する動きがみられるものの、当期においては在庫投資が成長率に対してプラス寄与となっていることを勘案すれば、来期以降の下振れ圧力となる可能性には注意が必要である。また、足下において家計及び企業部門はともに景況感を改善させる動きをみせているが、この背景には中銀の金融引き締めにも拘らず国際金融市場が落ち着きを取り戻すなかで海外資金の流入が活発化して資金需給を巡る環境が大きく改善していることも影響しているとみられる。ただし、足下における金融機関別の融資残高の伸び率を比較すると、過去数年の景気低迷のなかで

図2 主体別融資残高(前年比)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

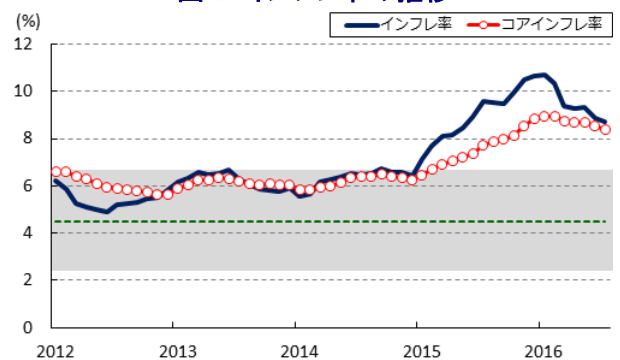
存在感を示してきた国営金融機関は鈍化基調が続き、外資系金融機関に至っては大きく絞り込む動きがみられる一方、民間金融機関が唯一加速に転じる動きがみられる。この動きは企業の資金調達環境の改善に繋がっている可能性がある一方、足下では雇用の悪化ペースに歯止めが掛からない状況が続いており、この動きは景況感の動きと必ずしも合致していない。その意味では、足下の動きが必ずしも景気の底入れに繋がるかは不透明な状況は変わっていないとも判断出来る。

- 年明け以降のブラジルを巡る不安要因のひとつとなってきたのが、ルセフ前大統領に対する弾劾手続の行方であったが、現地時間の31日に議会上院で行われた弾劾裁判において、罷免に必要とされる投票数（上院議員の3分の2：54票）を上回る61票が賛成に投じられることとなり、これによって同氏の失職が決定した。なお、当初はルセフ氏に対して大統領職の罷免措置と併せて向こう8年間に亘る公職追放が同時に採決される予定であったものの、これらの措置について各々投票が行われた結果、公職追放については免れる結果となっている（賛成は42票に留まった）。一連の手続に伴い大統領代行を務めてきたテメル氏がルセフ氏の任期満了までの2年間大統領に昇格するとともに、ルラ元政権から13年に亘って続いてきた左派政権も終了することとなる。テメル大統領は中道政党である民主運動党（PMDB）に所属するが、ルセフ前大統領率いる左派の労働者党（PT）と連立を組むことでルセフ前政権の副大統領として閣内入りしたものの、ルセフ氏の弾劾手続が進められるなかで連立を解消し、中道右派政党である社会民主党（PSDB）などと新たに連立を組み直すことで議会の多数派を形成し、暫定政権を発足させた経緯がある（詳細は5月12日付レポート「[ブラジル、ルセフ大統領停職決定](#)」をご参照ください）。暫定政権の発足に当たってテメル氏は、ルセフ前政権下で国際

金融市場からの信任が大きく失墜したことを踏まえ、財務相に元中銀総裁のメイレス氏を、中銀総裁には国内大手銀行の首席エコノミストを歴任したゴールドファイン氏を配するなど、金融市場からの評価を意識した人事配置がなされている。さらに、経済界を中心にPT政権下での国家統制的な経済政策は「反ビジネス」との不満が溜まっていたことに対して、左派政権による「分配重視」から中道寄りの「成長重視」に経済政策のベクトルを大きく転換を図る姿勢をみせるなど、金融市場や経済界を重視する姿勢を謳っている。上述のように足下の景気には底打ちを示唆する兆候が出つつある一方、同国経済を巡っては俗に「ブラジル・コスト」などと称される様々な障壁が横たわっている上、テメル政権にとっては景気浮揚とともに依然として悪化に歯止めが掛からない財政状況の建て直しも迫られるなど難題は山積している。なお、7月までの累計ベースでみた経常赤字及び財政赤字のGDP比はともに昨年の実績を下回るなど改善に向けた動きが出つつあるものの、例年においては年後半に赤字が拡大する傾向があるなか、今年度予算で規定されたプライマリー赤字幅（▲1705億レアル：GDP比▲2.75%）の実現にはさらなる歳出削減が不可欠である。テメル氏及び経済チームは歳出削減策に向けて憲法改正を前提とする向こう複数年の公共支出抑制を提案する動きをみせており、歳出の重石となっている年金制度の改革のほか、教育関連や医療費関連の義務的支出の緩和などに取り組む考えをみせている。ただし、教育及び医療関連についてはルセフ前政権時に予算拡充を求めて反政府デモが繰り広げられたテーマだけに事態がすんなりと前進するかは不透明である上、歳出肥大化を招いているPT政権下で導入された低所得者給付には手をつけられない方針を示している。そうなれば、最終的に歳出削減は手を付けやすいインフラをはじめとする公共投資に集中する可能性があり、景気の下振れ圧力となるのみならず、中長期的な潜在成長率の低下を招くことも懸念される。現段階で経済チームは同国経済が今年10-12月期にプラス成長に転換し、来年の成長率見通しを引き上げる動きをみせているが、そうした楽観姿勢が現実化するかは不透明と言える。

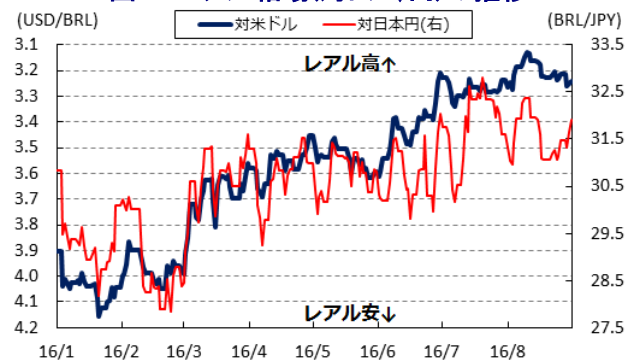
- こうしたなか、ブラジル中銀は31日に開催した定例の金融政策委員会において、政策金利であるSelicを9会合連続で14.25%に据え置く決定を行っており、会合後に発表された声明文において全会一致で決定されたことが示されている。年明け以降のインフレ率は頭打ち感を強める動きをみせてきたものの、直近7月も前年同月比+8.74%と依然として高水準での推移が続いており、伝統的にインフレ「タカ派」姿勢を有する同行としては引き締め姿勢を続けざるを得ない状況にある。なお、声明文からは従来示されていた「金融緩和の余地はない」との文言が削除されるなど、スタンスの変更を示唆する動きがみられる一方、依然として金融市場におけるインフレ見通しが同行の見通しに比べて上振れしているなか、金融緩和に踏み切る条件として来年のインフレ率がインフレ目標（4.5%）に収斂することを示唆する要因が生まれることとしている。さらに、金融政策の柔軟化に不可欠な要因として、政府の緊縮財政措置の議会承認のほか、足下でくすぶる食料品を中心とするインフレ圧力の

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

図4 レアル相場(対ドル、円)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

収束を挙げており、先行きについては景気低迷に伴うディスインフレ圧力の進展についても注視する考えを示している。テメル政権が掲げる歳出削減をはじめとする緊縮財政の方針は物価抑制、ひいては金融緩和に向けた道筋を照らす可能性が考えられるものの、議会内の状況をみると必ずしも緊縮財政を受け入れる状況とはなっておらず、今後は紆余曲折も予想される。テメル政権が無事に発足したことに加え、中銀の態度が幾分軟化したと受け止められる動きをみせたことは、短期的に金融市場にプラスの材料となる可能性はあるが、この動きが実体経済に反映されるには相当時間を要することは変わっておらず、シナリオが大きく崩れるリスクも残る。その意味では、年明け以降の金融市場が同国経済に対して抱く過度な楽観視には注意が必要という状況は変わっていないと言えよう。

以 上