

「乖離」が進むブラジルの実体経済と金融市場

～中銀は景気下支えに一段の金融緩和、今後は改革の動向次第の様相～

発表日：2017年2月27日(月)

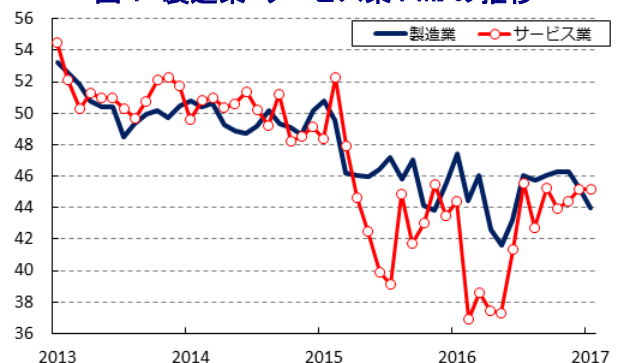
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 世界経済は改善基調を強めるなか、国際金融市場では新興国への資金回帰の動きが広がっている。ブラジルでも株価や為替は堅調な推移をみせる一方、実体経済は依然勢いを取り戻せていない。インフレ率はピークアウトし金融緩和も進んでいるが、企業や公的部門による資金需要の弱さが内需の足かせになっている。内需を取り巻く環境が依然不透明ななか、商品市況の底入れなどを背景にブラジル経済は最悪期を脱しつつあるものの、先行きも景気回復に向けた勢いに乏しい展開が続く可能性は高いと見込まれる。
 - 他方、インフレ率は急速に低下するなかで中銀は大胆な金融緩和に動いている。中銀は先行きのインフレ見通しについて構造改革の進展を前提に一段の低下を予想しており、そうなれば緩和ペースの加速も可能になる。金融市場の安定に伴う資金流入を受けて通貨リアル相場も上昇基調を強めており、インフレ率の低下が見込まれるなか、金融市場では中銀の政策スタンスに注目が一段と集まることが予想される。
 - ただし、中銀のスタンスについては引き続き政府の構造改革の行方が鍵を握る状況は変わらない。昨年末に歳出上限法が議会を通過し、現在は改革の「本丸」である年金改革を前進させる姿勢をみせる。金融市場からの評価は高いテメル政権だが、緊縮政策は国民からの不人気であり先行きは不透明である。テメル政権には改革の前進とそれに伴う国民の「痛み」緩和、景気回復への道筋を付ける取り組みも必要になろう
- 足下の世界経済を巡っては、先進国を中心に堅調な景気拡大が続くなか、世界経済のけん引役ながら景気減速が懸念されてきた中国が景気刺激策の効果発現を背景に落ち着きを取り戻していることもあり、製造業を中心に景況感の改善が進む動きがみられる。さらに、昨年の中東（石油輸出国機構）による減産合意を受けて原油相場が底入れするなか、中国による資源需要の拡大も追い風に国際商品市況は上昇基調を強めており、長期に亘る市況低迷に喘いできた資源国経済にも回復の兆しが出ている。このように全世界的な景気の底入れが進んでいることも追い風に、国際金融市場においては米国トランプ政権による経済政策を期待した「トランプラリー」とも称される活況が続くなか、足下ではその勢いが新興国にも及ぶなどマインド改善に伴う動きが広がりをみせている。足下の動きが上述のように実体経済の改善を伴うものであることに鑑みれば、国際金融市場の活況が必ずしも「空騒ぎ」の類ではないと捉えることが出来よう。このように世界的に景気回復基調が強まるなか、ブラジルでは昨年8月末のルセフ大統領の失職に伴うテメル政権の正式発足を受け、海外投資家を中心に左派政権崩壊に伴う構造改革への期待を背景に資金流入が活発化するなどの動きがみられる。こうした動きを反映して通貨リアルの対ドル為替レートは上昇基調を強めているほか、主要株式指数（ボベスパ）も約5年ぶりの高値圏での推移が続くなど金融市場は活況を呈している。こうした状況にも拘らず、足下における企業の景況感は一時に比べて改善しているも

図1 製造業・サービス業 PMI の推移



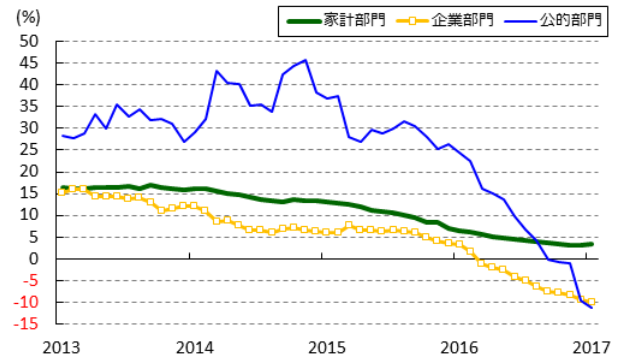
(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

の、依然として製造業もサービス業も好不況の分か
れ目となる 50 を下回る水準で推移するなど改善にほど
遠い状況にある。こうした背景には、原油をはじめと
する国際商品市況の上昇を背景に交易条件は大幅に上
昇するなど国民所得の押し上げが期待されるなか、長
期に亘って低迷してきた輸出にも底打ちの兆候が出て
おり、製造業を中心に生産も底を脱する動きがみられ
るなど最悪期を抜けつつある動きがみられるにも拘ら
ず、雇用環境の悪化に歯止めが掛かっておらず経済成

長のけん引役である個人消費が伸び悩んでいることが挙げられる。また、足下ではインフレ率のピークアウト
を理由に昨年秋から中銀は断続的に利下げを実施するなど金融緩和を急いでいるにも拘らず、銀行セクターで
は貸出の伸びの減速基調に歯止めが掛からないなども景気の足を引っ張っている。主体別では家計部門におけ
る資金需要には底堅さがみられる一方、企業部門については依然減少基調に歯止めがかかっていないほか、公
的部門についても財政健全化の観点から資金需要が抑制されており、経済全体として資金需要に改善の道筋が
描きにくい状況が続いている。こうした事情も景気回復の足かせになっており、ブラジル経済は最悪期を脱し
ているにも拘らず、そこからの「推進力」を得られない展開が続いていると判断出来る。なお、米国トランプ
政権の誕生はその「保護主義」的な通商政策に注目が集まるなかで米国向け輸出への悪影響が懸念される状況
が続いているものの、ブラジル経済は元々輸出依存度が極めて低い上、輸出全体に占める米国向け比率が低い
ことに加え、輸出品の太宗を鉱物資源や木材などの一次産品が占めることを勘案すれば、直接的な影響を受け
にくいと捉えられる。したがって、外需面でブラジル経済の阻害要因となり得る事象は乏しいと見込まれる一
方、内需については上述のような要因が山積しており、これらを除去することは容易ではない。こうしたこと
から先行きについても景気は勢いの乏しい展開が続く可能性は小さくないものと予想される。

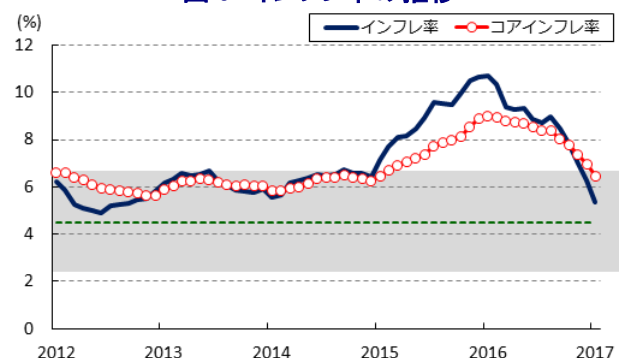
- 他方、先行きのブラジル経済にとって明るい材料となる要因が徐々に増えつつあるのも事実である。一昨年末
にかけて上昇基調が続いてきたインフレ率は一転して下落トレンドを強めており、直近のインフレ率は中銀が
定めるインフレ目標（ $4.5 \pm 2\%$ ）の上限を下回る水準
に低下するなど、インフレ懸念は大きく後退している。
こうした状況を反映して中銀は昨年 10 月に 4 年ぶり
となる利下げに踏み切り、その後も 12 月、今年 1 月と立
て続けに利下げを実施している上、1 月には利下げ幅
を 75bp に大きく拡大するなど、景気低迷が長期化する
なかでより大胆な金融緩和に舵を切る方針を明らかに
している。足下ではインフレ率が一段と低下するなか、
中銀は 23 日に開催した直近の定例会合において 1 月の
前回会合に引き続き「全会一致」で政策金利（S e l i c）を 75bp 引き下げて 12.25%とする決定を行った。
これに伴い S e l i c は約 2 年ぶりの水準になるとともに、インフレ率が低下基調を強めるなかで景気下支え
に向けて一段と緩和姿勢を強めている姿勢が示された。会合後に発表された声明文では、前回会合後に明らか
になった経済指標は「まちまちの内容」ではあるものの、「短期的には経済の安定を示唆する動きと一致」す

図 2 経済主体別ローン残高(前年比)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



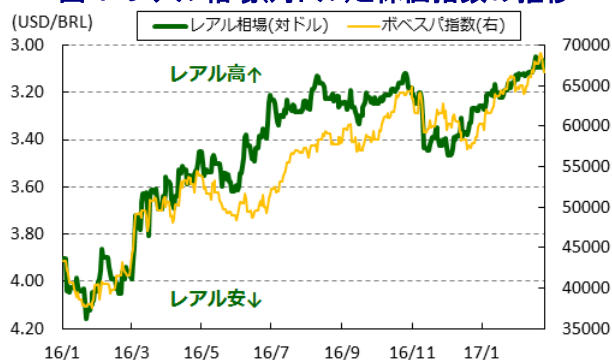
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

るなかで「年内いっぱいはいは景気の緩やかな改善を示唆する動きが続く」との見方を示している。その上で、同行はインフレ見通しについて「今年は+4.2%前後、来年も+4.5%前後に収束する」との見方を示すなか、基本シナリオに基づく政策金利の動きについても「今年末時点には9.5%、来年末時点には9.0%にそれぞれ低下する」との見通しを示している。その一方、先行きのインフレ動向については上下双方にリスクがあるとし、①世界経済を巡る不透明感がデシインフレの道筋を難しくする可能性、②食料品価格の下落がインフレ率の一段の低下をもたらす可能性、③景気回復の道筋が見通しに比べて緩やかなし遅れる可能性、の3つを挙げている。その上で、政府が進めている税制改正や年金改革などをはじめとする構造改革については「財政健全化に加え、同国経済や物価の安定性向上、ひいては金利低下の可能性を高める」として評価する姿勢をみせている。先行きの金融政策の行方についても「金融緩和ペースが加速される可能性は、緩和サイクルの延長が見込まれることのみならず、経済活動の動向や他のリスク要因、インフレ見通しなどに左右される」として一段の金融緩和に動く可能性を滲ませている。足下では国際金融市場が活況を呈するなかで同国への資金流入が活発化する動きがみられるなか、通貨レアル相場は主要通貨に対して上昇基調を強める動きが続いており、こ

うした展開が先行きも継続する場合には輸入インフレ圧力の一段の後退がインフレ率の低下に繋がるとともに、中銀に対して一段の利下げペースの加速を促すことも期待される。インフレ率の低下にも拘らず政策金利が依然として高止まりするなかで実質金利の上昇に繋がり、このことが足下における内需回復の阻害要因になっているとみられるものの、先行きについては中銀がもう一段の大胆な金融緩和に動く可能性があることから、この動きが広がることによって足下で低迷が続く内需の底入れを促すことも期待される。その意味では、中銀の動きが先行きのブラジル経済の行方を大きく左右するものと捉えることが出来よう。

- なお、中銀が一段と金融緩和のペースを加速させることが出来るか否かについては、中銀自身も指摘しているように政府による構造改革の行方が鍵を握っている。テメル政権が構造改革の柱としている向こう 20 年間に亘って政府の歳出に上限を設ける「歳出上限法」については、議会内での議論に加え、上院議長人事などを巡るゴタゴタをきっかけに紆余曲折する場面がみられたものの、昨年 12 月に無事に議会上院を通過しており、金融市場における同国に対する評価向上に繋がっている。政府はさらなる歳出削減に向けて、年金の支給年齢の引き上げなどを盛り込んだ年金改革案を議会に上程しているが、同案については労働組合などが強硬な反対姿勢をみせるなど、与野党間で厳しい議論が繰り返されている。政府は年金改革案の審議に関連して国内外の報道機関などを通じて強い姿勢をみせているが、この背景には同国の手厚い社会保障制度が企業部門にとって「ブラジルコスト」と称される過大な参入障壁となってきたほか、毎年の年金支給額が物価動向に連動するインデクゼーションがインフレ圧力を招いてきたことに「メス」を入れる必要があるなか、国際金融市場の反応を意識している可能性が考えられる。テメル政権を巡っては、昨年 8 月末のルセフ前大統領の失職を受けて暫定政権が発足して以降も支持率が 10%前後で推移する「低空飛行」が続いており、そうした状況は足下においても一向に改善する兆しはみられないものの、テメル政権自身はそうした状況に関係なく構造改革の着実な前進を目指す姿勢を変えていない。こうした動きは足下の国際金融市場が落ち着きを取り戻すなかで同国

図 4 レアル相場(対ドル)と株価指数の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

への資金流入を促していると思われる一方、直近の世論調査においては来年に予定される次期大統領選を巡ってテメル大統領とルラ元大統領の支持率が逆転する事態となるなど、政権に対する国民の間からの反発が強いことを示唆する動きもみられる。金融市場の動きは明らかにテメル政権の姿勢を支持していると思われるものの、国内からの反発がテメル政権の屋台骨を揺るがす事態となれば、足下の評価が一変するリスクが表面化することも懸念されるだけに、先行きについても政治動向に対する慎重な見極めが必要になっていることは間違いない。テメル政権にとって今後は、構造改革の前進に加え、それに伴って表面化する国民への「痛み」を如何に和らげるとともに、その後の経済成長に向けた道筋を示すことが求められることになろう。

以 上