

米中合意による「しわ寄せ」懸念はリアル相場の重石に

～政府は一定程度の通貨安容認の姿勢をみせるなか、今後も改革進捗が試される展開は不変～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

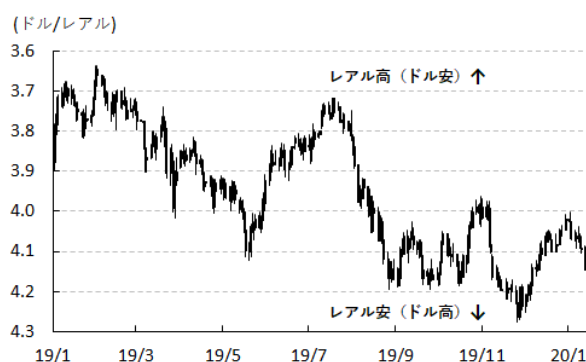
- 昨年末以降の国際金融市場は活況を呈しており、新興国への資金流入が活発化する動きもみられるが、ブラジルの通貨リアル相場は頭打ちする対照的な展開をみせる。これは同国が米中摩擦の背後で中国向け輸出を拡大させる「漁夫の利」を得た結果、米中合意に伴う中国の米国産農産物輸入拡大の「しわ寄せ」が嫌気されたものと考えられる。その意味では、ブラジル経済も米中関係の動向とは無関係では居られない。
- 昨秋には景気の弱さや政治不安懸念なども通貨安圧力に拍車を掛け、中銀は為替介入を迫られた。しかし、昨年末にかけての国際金融市場の活況でリアル相場は底入れした。他方、インフレ率も底入れして追加緩和余地は限られる一方、政府は通貨安を容認する姿勢を示すなど相場の上値は重い。今年の経済成長率は昨年を上回る見通しだが、力強さを欠く状況は変わらず、構造改革の進捗が引き続き試されるであろう。

昨年末以降の国際金融市場においては、昨年の米F R B（連邦準備制度理事会）による「予防的利下げ」実施に加え、米F R BやE C B（欧州中央銀行）が再び量的金融政策に動くとの見方が強まるなかで『カネ余り』が続くと期待が高まっている。さらに、先日の米中による「第一段階の合意」に関する文書署名を経て米中摩擦の一段の激化が回避されたことも重なり、世界的に株価は最高値を更新する動きをみせるなど活況を呈する展開が続いている。

また、上述のような先進国を中心とする低金利環境が長期化すると期待を背景に、より高い収益を求めるマネーの動きが活発化しており、新興国への資金流入が拡大して新興国通貨が押し上げられるなどの動きもみられる。こうした状況にも拘らず、昨年は先進國中銀による緩和姿勢への転換を受けて新興国への資金回帰の動きがみられる一方、ブラジル景気の弱さや政治情勢を巡る不透明さなどが重石になるなど一進一退の展開が続いた通貨リアル相場だが、年明け以降も上値の重い動きをみせるなど他の新興国とは対照的な状況にある。

これには一昨年以降の米中摩擦が激化の様相を強める背後で、同国が中国にとっての米国に代わる農産物の供給元として中国向け輸出を拡大させるなど、『漁夫の利』を得る展開をみせてきたことも少なからず影響している。ここ数年は中国の高い経済成長も追い風にブラジルの中国向け輸出は輸出全体を上回る高い伸びで推移してきたことに加え、足下では世界経済の減速懸念や中国の景気減速に伴い下押し圧力が掛かる動きをみせているものの、農産物輸出の拡大が中国向け輸出を下支えする展開

図1 レアル相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

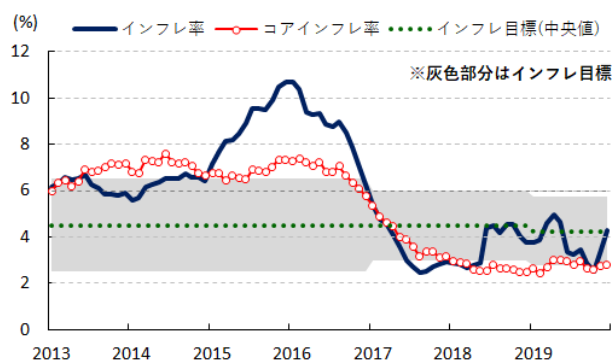
が続いてきた。しかし、米中の「第一段階の合意」に基づけば、中国は米国からの農産品の輸入額を向こう2年間で320億ドル増額させる見通しであり（詳細は17日付レポート「[米中「合意文書」署名で一服も、景気の緩やかな減速は続こう](#)」をご参照下さい）、仮にこれを実現すれば中国は2017年対比で1.5倍以上の米国産農産品の輸入を実施するため、ブラジルをはじめとする代替的な調達先に『しわ寄せ』が及ぶことが懸念される。なお、合意文書では市場環境に留意するなど付帯条件が記されていることに加え、中国国内の需要動向などを勘案すれば、中国が合意文書の条件を『満額回答』で履行する可能性は高くないと見込まれる。しかし、米中合意を受けて米中摩擦の『漁夫の利』を受けた中南米諸国などを中心に農産品の需給が緩む動きが出ており、結果的に市況の調整が交易条件の悪化を通じて国民所得の下押し圧力となるなど景気の行方に少なからず影響を与えることは避けられない。先行きのブラジル経済を取り巻く環境は米中関係の行方が鍵を握ると捉えることも出来よう。

昨秋にかけては実体経済面で自立回復の動きが道半ばの状況にあるなか、ルラ（Lula）元大統領の釈放を受けて所属する左派政党のPT（労働党）を軸に、ボウソナロ（Bolsonaro）政権への反対勢力を結集させる動きをみせるなど、国際金融市場では政治混乱が再燃するとのリスクが嫌気される動きもみられた。その後も、通貨レアル安の動きに対してトランプ米大統領が突如自身のSNSで同国産の鉄鋼及びアルミに制裁関税を課す考えを示したことで、通貨レアル相場は一時最安値を更新する事態となり、中銀はレアル相場の安定に向けて大規模な為替介入の実施を迫られた（詳細は昨年12月4日付レポート「[ブラジル、自律回復の道半ばで新たな「難敵」登場のリスク](#)」をご参照下さい）。なお、ブラジルの外貨準備高はIMF（国際通貨基金）が示す「適正水準」を上回る規模である上、為替介入の効果や昨年末にかけては国際金融市場が活況を呈する動きを強めたことに加え、中銀は一段の金融緩和を通じて景気及び政権の構造改革実現を後押しする姿勢を示したこともあり、レアル相場は底入れする動きをみせた（詳細は昨年12月12日付レポート「[ブラジル中銀、過去最低金利で景気や構造改革をさらに後押し](#)」をご参照下さい）。こうした状況にも拘らず、

上述のように外需を取り巻く環境変化の懸念は再びレアル相場にとって逆風となるなど、政府及び中銀にとっては難しい舵取りを迫られる局面が続いている。昨年末にかけてのレアル安の進展に伴う輸入物価への押し上げ圧力に加え、原油をはじめとする国際商品市況の底入れの動きも相俟って減速傾向が続いたインフレ率は底打ちしており、直近では前年比+4.31%と中銀が定めるインフレ目標（中央値）の4.25%をわずかに上回

る水準となるなど、追加的な利下げ実施の余地は限定的となっている。他方、政権は財政規律を維持する観点から歳出抑制を図る姿勢を崩しておらず、金融政策面では低金利の長期化を通じて景気を下支えする方針を示すなか、経済政策を担うゲジス（Guedes）経済相は足下の同国経済について「低金利と通貨安が共存する『ニューノーマル』に突入している」との認識を示すなど、一定程度の通貨安の進展を容認するような姿勢をみせたことも相場の重石になっている。なお、悪化が懸念された米トランプ政権

図2 インフレ率及びインフレ目標の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

との関係については制裁関税措置を課す考えが撤回された上、隣国アルゼンチンで左派政権が誕生したこともあり、同国が加盟に名乗りを上げているいわゆる『先進国クラブ』のOECD（経済協力開発機構）入りを支持する方針を表明するなど、ボウソナロ政権にとっては「追い風」が吹いている。足下の企業マインドの堅調さなどを勘案すれば、今年の経済成長率は昨年を上回る伸びとなる可能性は高いと見込まれるものの、以前に比べて物足りなさが残る状況は変わっておらず、政権には昨年の年金改革に次ぐさらなる構造改革の進捗が求められる状況は変わっていないと言える。

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

