

2019. 3 No.83

三井住友信託銀行

# 調査月報



## 時論

米国FRBの「利上げ停止」がもたらす出口戦略の困難.....1

## 経済の動き

2019年度までの経済見通し

～海外経済減速で下振れリスクに晒される日本経済～.....3

ブラジル財政への懸念が招く新興国不安.....12

## 時論

## 米国FRBの「利上げ停止」がもたらす出口戦略の困難

1月初頭、米国FRBパウエル議長が利上げ停止を示唆するような発言(以下「利上げ停止発言」)を行ったことを機に、日本の長期金利(10年国債利回り)は再びマイナス%圏まで低下した。日銀は、その公式表明はともかく、実態としては出口戦略へ歩を進める政策へ転換し、国債買い入れの減額(ステルステーパリング)に続き、昨年7月の「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」以降は0.1%への長期金利誘導目標の引き上げを図ったと見られるが、ここにきて目論見通りに事は運ばなくなった。

日銀の出口戦略は、①長期金利誘導目標の段階的引き上げ→②国債買い入れの更なる減額によるバランスシート拡大停止→③マイナス金利解除→④利上げ(日銀当座預金付利金利の引き上げ)→⑤日銀の当座預金残高の法定準備額前後までの圧縮—というシナリオで進むと見られる(弊社「調査月報」2017年7月号『[日銀の出口戦略のシナリオと直面する困難](#)』ご参照)。ゴールまでどの程度の年月を要するのか全く見当もつかないが、世界経済の減速、米中貿易摩擦の長期化など「利上げ停止発言」の背景となった諸要因は容易かつ短期には解消しそうもなく、景気減速が見込まれる日本経済も為替円高は回避したいことを勘案すると、出口戦略はその序盤戦で早くも停滞ないし後退を余儀なくされると見るのが自然であろう。

だがその影響は、出口戦略のゴールまでの工程がその分長くなるという単純なことに止まらない。

出口戦略は、①フェイズが進むに連れて長期金利の上昇圧力ひいては急騰リスクが高まるため、日銀は長期金利誘導目標の引き上げや国債買い入れの減額をより慎重に行うようになる(あるいは指値オペによって強引に長期金利上振れを抑え込む)、②それによって、日銀の資産サイドの運用利回りは低位に止まる一方、負債サイドの日銀当座預金残高は増加し続ける、③その結果、利上げ＝日銀当座預金付利金利の引き上げ段階において、日銀が逆ザヤに陥り、収益と財務体質が大幅に悪化する蓋然性が高まる、④さらに最終フェイズの「日銀当座預金残高の法定準備額前後への圧縮」に要する時間はますます長くなる—という具合に、その進捗はフェイズが進むほど遅れやすくなり、進捗が遅れるほどゴールまでの難度もリスクの発生確率も高まり、リスク発生時のマグニチュードも膨れ上がるという厄介な性格を有している。

「利上げ停止発言」から波及した出口戦略の停頓は、事態としては上記②に相当するものであり、まさに「出口戦略を遅らせ、今後の出口戦略の難度とリスクを高めた」と言える。

ただ、今回の出口戦略の停頓は、長期金利誘導目標の引き上げ慎重化に起因するものではなく、先行き長期金利の上昇観測が後退し、誘導目標を下回るまで低下したことによるものであった。

出口戦略と景気との関係については、「景気が過熱して物価・金利上昇圧力が急速に高まると、出口戦略は困難に直面する」ことは当然かつ既知のことであるが、今回の事態は「景気が減速ないし後退しても出口戦略は進まなくなる」こと、「出口戦略にとっては、景気の良し悪しが判然としない状況が好ましい(あるいはそのような状況の下でしか順調に進めることができない)」ことを我々に知らしめたと言えよう。

加えて指摘したいのは、「利上げ停止発言」とそれによる出口戦略の停頓が、財政規律の弛緩が一段と進行しているタイミングで起こったことにより、「財政と金融の負のスパイラル」が強まることである。

「財政と金融の負のスパイラル」とは、出口戦略のシナリオに内在しているものであるが、①日銀が長期金利を低位に抑え込むため、金融市場のアラーム機能が作動せず、財政規律が弛緩し続ける→②財政健全化が遅れ、財政の持続可能性が損なわれ、長期金利が急騰する蓋然性が高まる(との見方が市場で支配的となる)→③日銀は長期金利誘導目標の引き上げに一段と慎重になる→④財政規律の弛緩が続き、財政健全化がさらに遅れる—というものである。

言わば、悪いシナリオに向かう財政政策と金融政策の組み合わせであり、日銀にしてみれば自縄自縛に陥るものでもある。

「財政と金融の負のスパイラル」は、長期金利の超低位安定に頼った財政見通しを示した「中長期の経済財政に関する試算(1月30日、内閣府)」に如実に表れている。

この「財政試算」のベースラインケースを見ると(成長実現ケースは非現実的なので、検討対象としない)、基礎的財政収支は2028年度に至っても名目GDP比▲0.9%となお赤字が続くが、財政の持続可能性を判断する上で最も重視される指標である「国・地方の公債等残高の対名目GDP比率」は、2018年度の192.0%をピークに、2028年度の181.7%へと緩やかに低下する姿となっている。

これは、長期金利を2021年度:0.1%→2022年度:0.2%と低く抑え、2024年度まで名目成長率が長期金利を上回ると想定し、基礎的財政収支赤字のマイナス効果を打ち消しているためである。このやり方は昨年の「財政試算」から表れたが、今年の「財政試算」でも同様のものとなった。

日銀の金融政策を反映した現実的な想定と言われればそれまでだが、基礎的財政収支黒字化を先送りしつつ、日銀の長期金利抑制に頼った財政健全化指標が示され、それが通例としてまかり通るようになり、それでも日銀は2%物価上昇目標に拘り長期金利を抑制するという図式は、「財政と金融の負のスパイラル」そのものであろう。

以上のように考えると、出口戦略が無事ゴールに辿り着くこと、すなわち、日銀が首尾よく長期金利を誘導でき、国債利払い費が急増して財政事情を圧迫することはなく、日銀の収益も財務もさほど痛むことなく、大きな経済金融ショックに見舞われることなく、日銀当座預金残高が順調に減っていく—というあらまほしき展開は、ますますナローパスとなった。

このような袋小路のような局面を打開するにはどうすればよいのだろうか。

上述のような現状分析に鑑みると、「政府・日銀共同声明(2013年1月)」における「日銀は2%物価上昇目標をできるだけ早期に実現する」とのコミットが、かえって政府の「持続可能な財政構造を確立する」インセンティブを弱めているように見える。

「物価・賃金さがり続ける」という意味でのデフレからは脱却したと宣言し、2%物価上昇目標は「できるだけ早期」ではなく長期的に目指すものとし、政府は財政健全化を、日銀は金融正常化を目指して両者が連携して取り組む旨を謳った新たな共同宣言が必要ではないか。

この「財政と金融の一体健全化・正常化」宣言が、日銀の出口戦略の進捗を後押しすることになる。

今回の「利上げ停止発言」は、現在の政府・日銀の政策スタンスに警鐘を鳴らし、その限界を我々に知らしめる契機になったようにも思う。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公: Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

# 2019 年度までの経済見通し

## ～海外経済減速で下振れリスクに晒される日本経済～

### <要旨>

2018年10-12月期のGDP成長率は、災害の影響でマイナス成長に陥った7-9月期からプラスに戻ったが、輸出の戻り方が弱かった点では、海外景気減速の影響が日本経済にも現れた結果だったと言える。この先も国内景気の拡大は続くが、海外景気減速の影響で輸出や設備投資の伸びは鈍化し、家計部門の慎重なスタンスから個人消費の伸びも高まらず、2019年度は+0.5%前後の低い成長率になるというのが基本的なシナリオである。ただし、英国のEU離脱交渉が「合意なき離脱」に終わる可能性をはじめとして、海外での政治リスクが拡大している。このため、海外とともに国内景気も後退局面に入るリスクシナリオの蓋然性は、従来よりも高まっている。

### 1. 2018年10-12月期 GDP ～ プラスには戻ったが拡大ペースは鈍化

日本の2018年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.4%となり、7-9月期の同▲2.6%からプラスに戻った。需要項目別の内訳を見ると、内需の柱である個人消費と設備投資に加えて、輸出も前期比マイナスからプラスに転じている(図表1)。[前回の経済見通し](#)で示した、「7-9月期の成長率が前期比マイナスになった理由としては台風や地震といった自然災害の影響が大きく、景気の拡大基調は止まっていない」という当部見解を確認する結果であった。同時に、まだ政府の確定的な判断はなされていないものの、2012年11月を谷とした日本の景気拡張期間が、2019年1月に戦後最長を更新したという見方と整合的な結果である。

図表1 過去1年のGDPと需要項目別伸び率

(前期比年率、%ポイント)

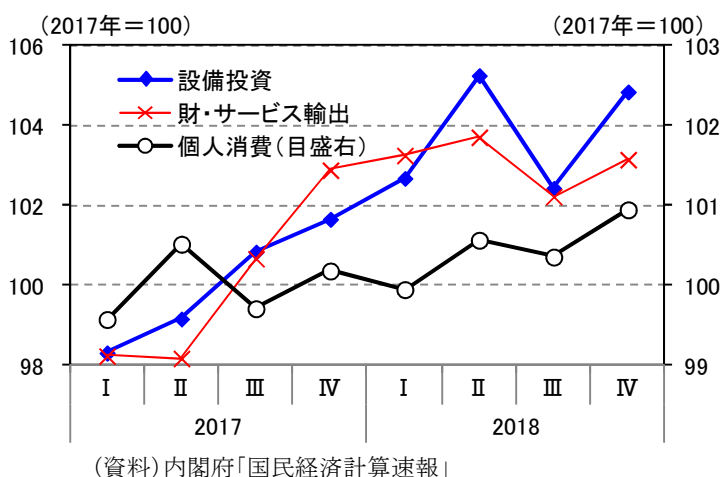
|        | 2017   | 2018  |        |        |        |     | 2018/4Q |
|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-----|---------|
|        | IV     | I     | II     | III    | IV     | 寄与度 |         |
| 実質GDP  | + 2.0  | ▲ 0.9 | + 2.2  | ▲ 2.6  | + 1.4  |     | + 1.4   |
| 個人消費   | + 1.9  | ▲ 0.9 | + 2.5  | ▲ 0.8  | + 2.4  |     | + 1.3   |
| 民間住宅投資 | ▲ 12.1 | ▲ 7.8 | ▲ 7.8  | + 2.2  | + 4.7  |     | + 0.1   |
| 設備投資   | + 3.3  | + 4.1 | + 10.4 | ▲ 10.3 | + 9.8  |     | + 1.5   |
| 民間在庫増減 | —      | —     | —      | —      | —      |     | ▲ 0.8   |
| 政府消費   | + 0.1  | + 0.9 | + 0.5  | + 0.9  | + 3.2  |     | + 0.6   |
| 公共投資   | ▲ 1.3  | ▲ 2.6 | ▲ 2.4  | ▲ 8.3  | ▲ 4.6  |     | ▲ 0.2   |
| 輸出     | + 9.1  | + 1.4 | + 1.8  | ▲ 5.6  | + 3.7  |     | + 0.7   |
| (▲輸入)  | + 9.4  | + 0.2 | + 5.3  | ▲ 2.6  | + 11.3 |     | ▲ 1.9   |
| 内需     | + 2.0  | ▲ 1.2 | + 2.8  | ▲ 2.1  | + 2.6  |     | + 2.6   |
| 外需     | —      | —     | —      | —      | —      |     | ▲ 1.2   |

(資料)内閣府「国民経済計算速報」

但し、7-9月期と10-12月期の前期比年率を比較して見ると、7-9月期からの戻り方には、主な需要項目間で差が大きい(次頁図表2)。個人消費は▲0.8%→+2.4%と回復して7-9月期の落込みを補い更に伸びたが、設備投資は▲10.3%→+9.8%で7-9月期の落込みを辛うじて回復

した程度である。それでも寄与度の高い個人消費が伸びたので、内需全体では▲2.1%→+2.6%とマイナス分をしっかりと取り戻している。一方で輸出は▲5.6%→+3.7%で落ち込みを十分には取り戻せず、輸入の伸び率が高かったこともあって、外需の寄与度は▲1.2%ポイントと回復の足枷となり、10-12月期の GDP 成長率は7-9月期のマイナス幅▲2.6%をカバーできず+1.4%の伸びに留まった。過去2年の輸出の動きを見ても、伸び率鈍化が明確である。今回の GDP は、外需の伸びが鈍化する中で、日本の景気拡大ペースも鈍化してきた現状を示している。

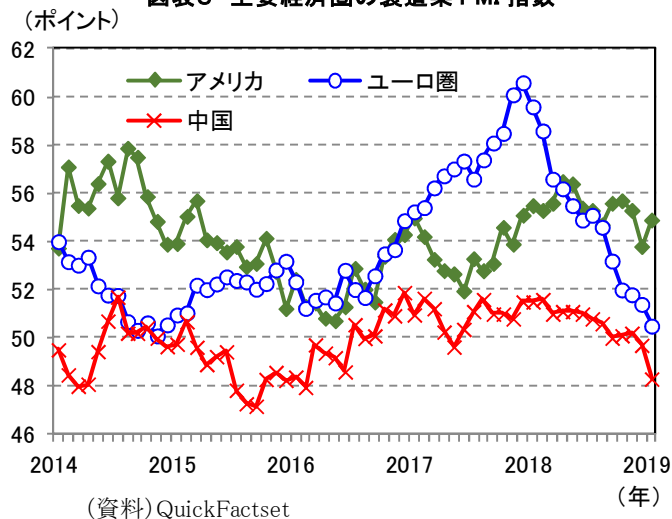
図表2 個人消費・設備投資・輸出の動き



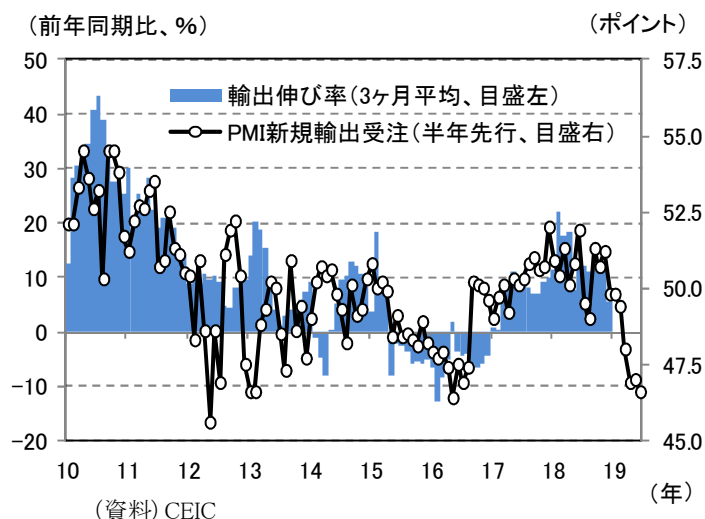
## 2. 外需環境の現状と見通し

輸出の伸び率鈍化の背景を見る観点から海外経済に目を向けると、米国の製造業 PMI 指数はなお 50 を明確に上回っているものの、中国では 50 を下回った上に、2018 年 10-12 月期の実質経済成長率は前年同期比+6.4%と、6%台前半に入った(図表3)。従来から、過剰設備や過剰債務を解消するとともに、成長の牽引役を固定資産投資から消費にシフトしていく構造改革路線を採っているため、成長率が低下するのは自然な動きだが、ここに米中貿易摩擦問題の拡大によって輸出が伸び悩み、企業マインドが悪化する等景況感の弱さに拍車がかかっている(図表4)。

図表3 主要経済圏の製造業 PMI 指数



図表4 中国の新規輸出受注 PMI と輸出伸び率





加えて、製造業 PMI 指数を見ると、ユーロ圏の景気減速も目立ってきた。その要因として、IMF はイタリアの財政問題や、ドイツでの自動車製造業における新しい環境規制への対応の遅れを挙げているが、ドイツの中国向け輸出依存度が比較的高いことを踏まえると、中国景気減速の影響が出始めたとしている。

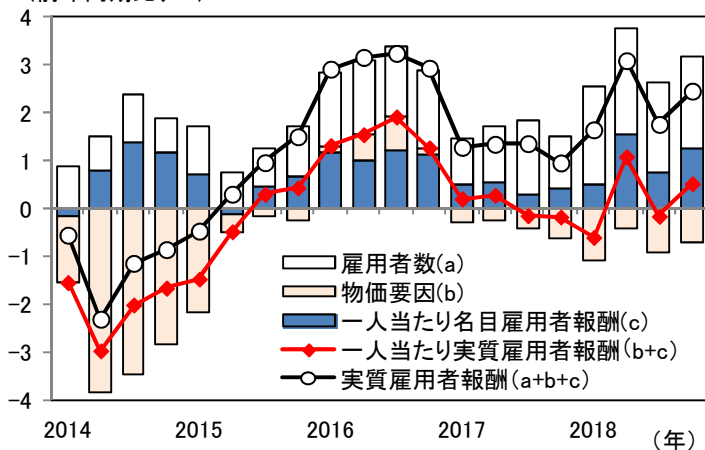
この先の海外経済環境については、中国政府が構造改革路線を完全に転換しない以上、中国の成長率は引き続き低下していく。今は堅調を維持している米国も、過去1年の成長率平均が3%と、潜在成長率とされる2%前後を大きく上回っている現状に鑑みれば、これまでの利上げの影響もあって成長率は低下していくと考えられる。米国景気が現状程度の堅調を維持することと、中国で景気が急速に悪化した場合には政府がある程度の規模の財政支出や政策金利引き下げといった下支え策を打ち出すことを想定し、2019年度までの世界景気の後退局面入りは回避できると見るが、成長ペースの鈍化は不可避である。日本からの輸出も伸びにくくなり、2017年度の前年比+6.4%から2018年度は同+1.9%まで低下し、2019年度は同+1.6%と更に低下すると見込んでいる。

### 3. 個人消費を巡る環境と見通し

消費を巡る環境は、総じて良好である。家計所得環境を見る観点から、実質雇用者報酬の内訳を見ると(図表5)、2017年以降は物価上昇が実質所得押し下げ要因になっている(図表5中のb)ために、一人当たり実質賃金の伸びは安定しない(b+c)が、雇用者数が伸びている(a)ために、実質雇用者報酬総額では前年比+2~3%の安定した伸びが続いている。帰属家賃を除く家計消費と雇用者報酬の比率で見る消費性向は、水準は低いものの下げ止まっており、企業収益から家計所得、家計所得から消費へという前向きの循環が続いていることが窺える(図表6)。

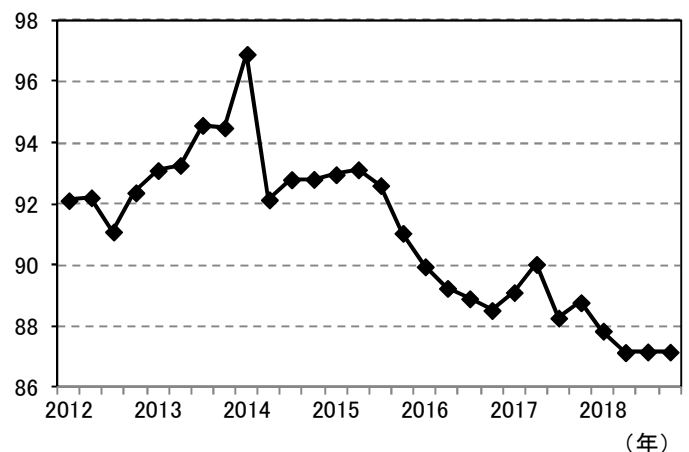
図表5 実質雇用者報酬伸び率の内訳

(前年同期比、%)



(資料)内閣府、総務省

図表6 消費性向の推移  
(帰属家賃除く消費額÷雇用者報酬)



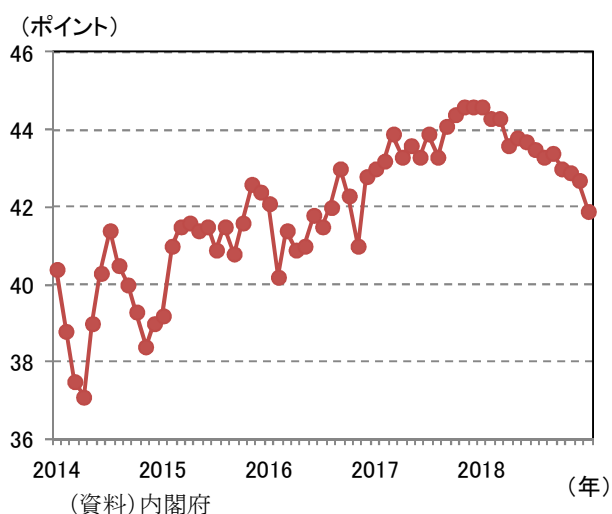
(資料)内閣府「国民経済計算速報」

この先 2019 年度までの期間も、失業率が2%半ばで労働需給がタイトな状況は変わらず、家計所得が一人当たり賃金と雇用者数双方の要因で増加し、それが消費を増やす流れは続くとしている。2019年10月の消費税率引き上げを挟んで駆け込み需要とその反動減は発生するが、2019年度までの期間を通じて個人消費の増加基調は続くだろう。

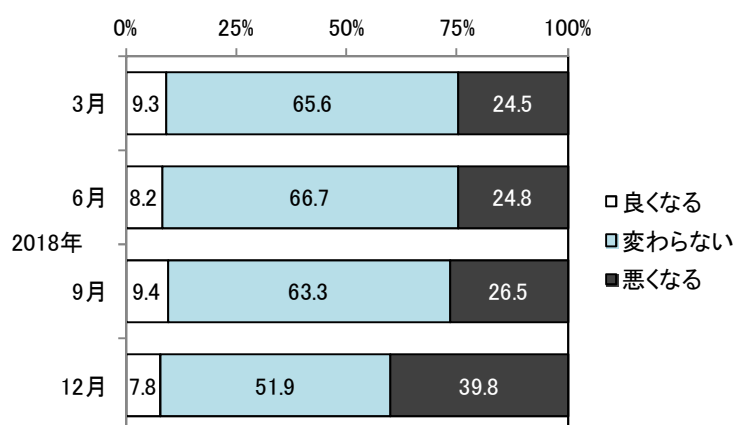
但し、消費者マインドが慎重になっているため、伸び率は鈍化すると見る。消費者態度指数は、

2018年に入る頃から緩やかに低下している(図表7)。過去の当部経済見通しでは、労働需給が逼迫していて雇用情勢に懸念のない期間が続くにつれて消費者マインドも下げ止まると見ていたが、今なお下げ止まっていない。理由としては、米中貿易摩擦拡大など海外の政治情勢悪化に加えて、国内で相次いだ自然災害やそれに伴う生鮮食品の価格高騰、2018年11月頃から国際金融市場が荒れて日本でも株価が下落といったイベントが続いたことが挙げられる。前掲図表5に示したように一人当たりの実質雇用者報酬伸び率が安定してプラスにならないことが影響している他、日銀の「生活意識に関するアンケート調査」で、1年後の景気悪化を見込む割合が12月に増えたことを見ると、2019年10月の消費税率引き上げという将来の材料も視野に入れて、現状と先行きに対する認識を慎重にしている可能性もあろう(図表8)。

図表7 消費者態度指数



図表8 消費者の1年後の景気に対する見方



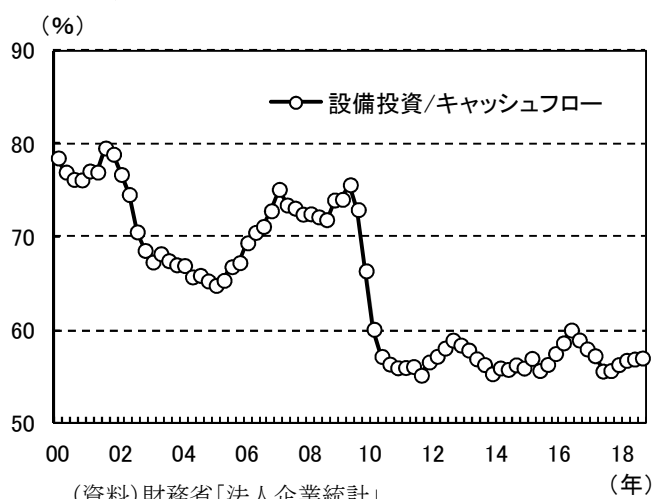
(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

2019年10月の消費税率引き上げは、さほど大きなマイナスインパクトをもたらさないと見ている。主な理由は、前回に比べると税率引き上げ幅が2%と小さいことや、税率引き上げの間隔が短いこと、軽減税率も導入される見通しであることである。加えて、2014年4月の消費税率引き上げ時は、前年に始まった日銀の量的・質的金融緩和開始を挟んだ大幅な円安が輸入関連製品の価格を押し上げ、これが実質所得と消費の低迷を長期化させたが、今回はそういった追加のマイナス要因が少なくとも今の時点では見込めないためである。とはいえ、複合要因での消費者マインド慎重化は、家計消費の増加トレンドを減少に転じさせるほどのインパクトはなくても、伸び率を抑える要因になる。年度単位で見た個人消費伸び率は、2018年度の+0.7%に続いて、2019年度も+0.8%と同程度を見込むものの、2018年度内の消費増加で2019年初めの水準が高くなることによる伸び率の押し上げ幅、いわゆる「ゲタ」を除けば、+0.2~0.3%程度の弱い伸びに留まると見る。

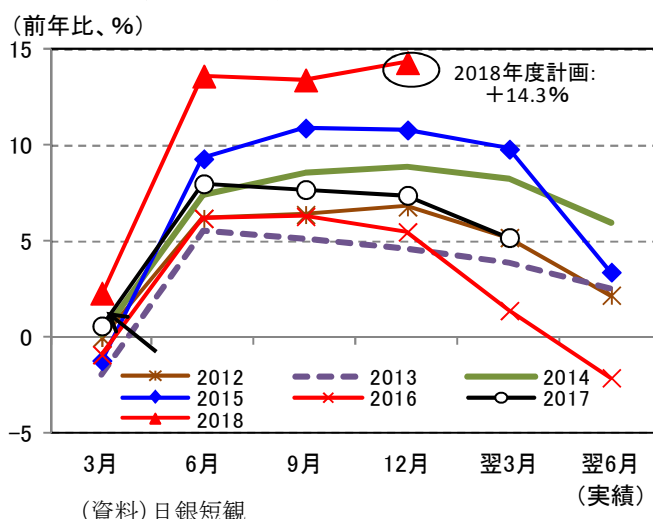
#### 4. 設備投資を巡る環境と見通し

設備投資を巡る環境も、現時点では良好である。企業収益が高水準を維持する中で、キャッシュフローに占める設備投資の比率が低い点からは、国内企業が投資に対して慎重な姿勢を崩していないことが窺えるが、2018年12月時点での日銀短観における大企業の設備投資計画は前年比+14.3%と、ここ数年で最も高い伸び率になっている(図表9、10)。

図表9 キャッシュフローに占める設備投資の比率

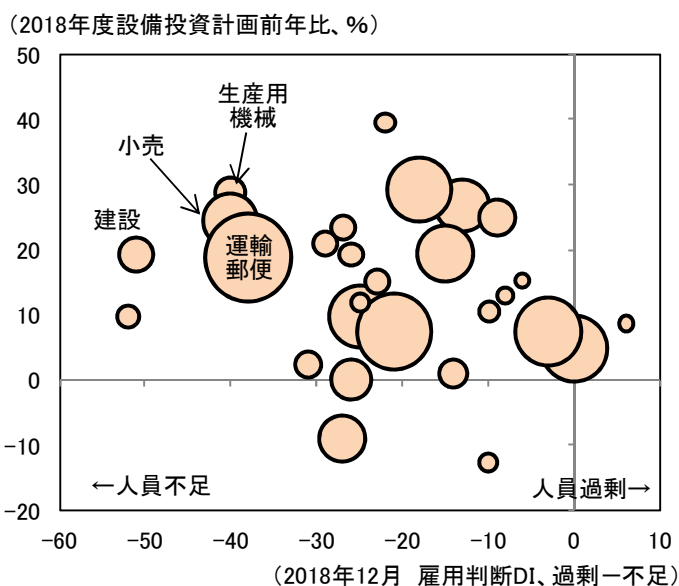


図表10 日銀短観の設備投資計画(大企業)



大企業の設備投資計画を、業種別に、かつ雇用判断DIと合わせて見ると、運輸・郵便や小売などを筆頭に、人手不足の度合いが強い部門で設備投資を増やす動きが見られる(図表11)。キャッシュフローが潤沢な中で、設備投資に対する慎重なスタンスは大きく変えてはいないものの人手不足への対応などで設備投資を増やしている姿が見て取れる。この先も労働需給のタイトな状態が変わらないことを前提として、設備投資の伸びも2019年度まで続くとする。

図表11 業種別に見た人手不足感と設備投資伸び率の関係(大企業)



(注) バブルの大きさは設備投資の額を示す。

(資料)日銀短観



但しそのペースは、徐々に鈍化していく。そのように考える理由は主に二つある。一つ目は、資本ストック循環に沿った伸び率の鈍化で、過去の設備投資伸び率を振り返ると、2017年度は+4.6%と高い伸び率になり、その後もプラス基調が続いており2018年度は+3.2%になると見込んでいる。比較的高めの伸び率が続けば、資本ストック循環の観点からは伸び率を維持するのは難しくなる。

二つ目は、既に述べた海外経済の減速である。輸出の伸び鈍化は、主に製造業部門の稼働率低下を通じて設備投資のニーズを減退させる他、国際金融市場の緊張が高まった場合は、投資に対する姿勢を慎重にさせる。これら二つの理由によって、2019年度の設備投資伸び率は+1.7%と、2018年度から更に低下していくと予想している。

## 5. 経済見通しのまとめ、物価・金利の見通し

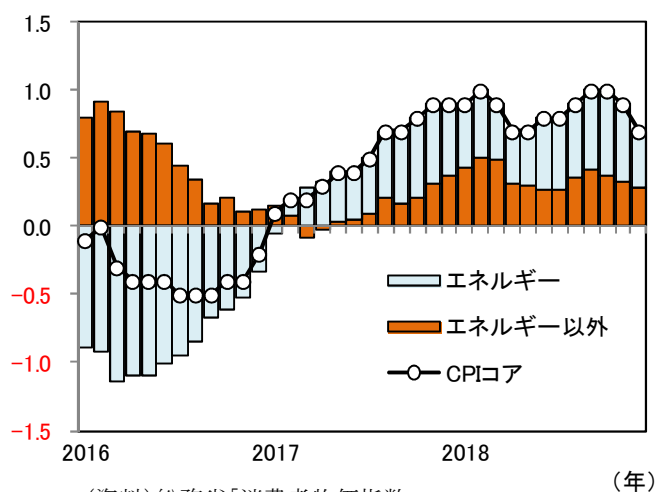
以上をまとめると、2019年度までの国内景気は海外とともに後退局面入りは回避できるが、輸出の伸びが鈍化することに加えて、設備投資と個人消費の伸びも共に鈍化し、力強さを欠く状態になるだろう。経済全体の成長率は、2018年度が+0.5%、2019年度は+0.6%とプラスではあるものの潜在成長率とされる範囲の下限に近い低成長になると言うのが当部の基本的な見方である。

この経済情勢を前提にすると、物価上昇圧力は高まらない。足元の物価情勢を見ると、消費者物価指数(生鮮食品除く総合)の前年比上昇率は+1%を下回っており、エネルギーを除いたベースでは0.5%にも満たない(図表12)。更には、消費者物価指数を構成する品目のうち前年比プラスになっているものの割合は、多少の振れはあるものの基調として低下している(図表13)。

どちらの観点から見ても、足元の物価の動きは弱いままである。この先は、労働需給逼迫で賃金の伸び率が高まることは物価を下支える要因になるものの、そのインパクトはこれまでと同様に極めて弱いもので、生鮮食品を除く消費者物価の前年比上昇率は2019年まで+1%を超えずに推移するだろう。

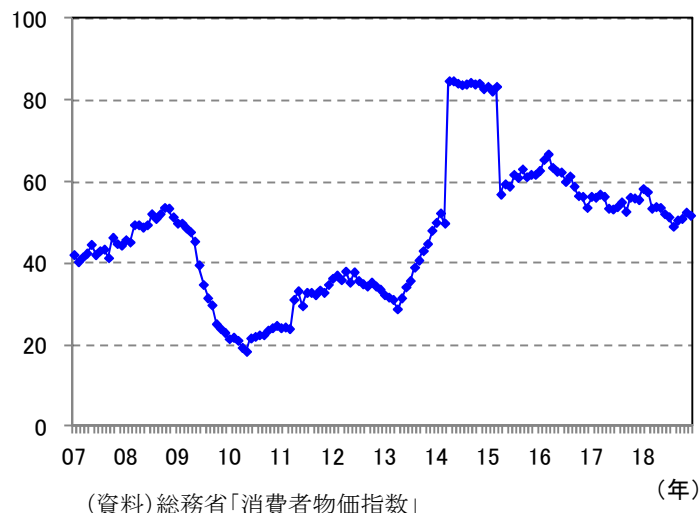
図表12 消費者物価(生鮮食品除く総合)上昇率の内訳

(前年同月比、%)



図表13 消費者物価指数構成品目のうち前年比プラス品目の割合

(%)



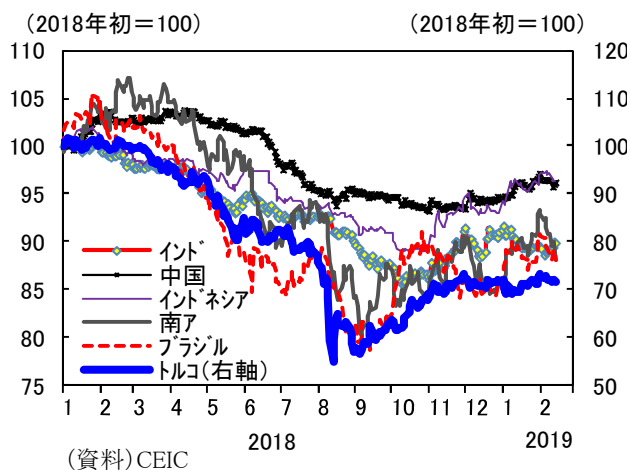
この物価情勢では日銀の金融政策が正常化の方向にシフトされることもなく、現状のマイナス金利政策は維持されよう。また、海外でも景気減速で金利上昇幅は限られるため、日本の長期金利に対する上昇圧力もさほど強まらない。結果として、10年国債利回りのゼロ%程度という誘導水準と、±0.2%という変動許容幅も2019年度末まで変わらないと予想する。

## 6. 基本的なシナリオから外れるリスク要因

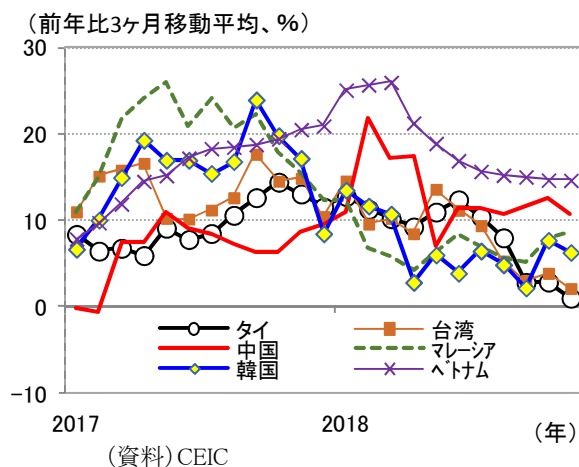
以上、示してきた基本的なシナリオから外れるリスク要因として重要なのは、従来と同じく海外経済政治情勢の悪化である。

その筆頭が、中国の景気が急激に悪化するリスクである。既に述べたように、当部の基本的なシナリオは、中国で経済情勢の急激な悪化の兆しが見えた場合には、政府が財政金融政策で下支えし、成長率の急低下は回避されることを前提としている。これに反して中国政府が経済政策の発動タイミングや規模を読み誤った場合や、逆に大規模な経済政策を発動した際に、国際金融市場が中国の構造問題先送りを嫌気して中国株や人民元への売り圧力が強まった場合などは、景気の急激な悪化を防げなくなる。新興国の経済金融環境は、昨年半ばまでは米国の金利上昇による資金流出懸念や、原油価格上昇で厳しい目を向けられていたが、年末頃から、世界経済減速への懸念が高まったことなどで金融市場がリスクオフに傾き、米国金利や原油価格が下がったことで、通貨レートの下落に歯止めがかかっている(図表14)。言い換えれば、グローバル経済の減速が新興国経済に自動安定装置として働いた結果として安定しているともいえるべき状況だが、中国景気の減速が急激なものになれば、輸出減少をはじめとするマイナスインパクトが大きくなってしまふ(図表15)。

図表14 主要新興国通貨の対ドルレート



図表15 アジア新興国の輸出伸び率



英国のEU離脱交渉は3月末の交渉期限が迫る中でも英国内の合意が成立せず「合意なき離脱」に至るリスクは日増しに高まっている。そして米国では2018年末から2019年にかけて、トランプ大統領と民主党の対立が原因で政府機関閉鎖に至った。政府機関閉鎖そのものが米国経済に与えた影響は小さいが、昨年の中間選挙で下院の過半数を民主党に握られて国内政治を思うように動かせない中で、他国に通商・安全保障の両面で強硬姿勢をとる可能性を示唆した点で、やはりこの先の内外経済のリスク要因としては拡大したと考えざるを得ない。

こうしたリスク要因が顕在化してグローバル景気が後退局面に入れば、日本には輸出減少とともに円高が生じて、国内企業の収益減少と行動萎縮が、日本における前向きな循環を逆転させることになる。成長率が低下するというモメンタムそのものが、国際金融市場の緊張を招きやすい。その中で、欧米を中心とする政治面でのリスクがあることで、常に内外経済の下振れリスクを意識させられる時期となろう。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada\_Hiroshi2@smtb.jp)

---

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

## 総括表 2018・2019年度の経済見通し

(作成日: 2019年2月22日)

|                 | 2018年度 |          | 2019年度 |         | 2018上  | 2018下  | 2019上  | 2019下  |
|-----------------|--------|----------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 実額     | 前年度比%    | 実額     | 前年度比%   |        |        |        |        |
| <実質・2011年基準>    |        |          |        |         |        |        |        |        |
| 国内総支出           | 534.4  | 0.5      | 537.7  | 0.6     | 0.1    | 0.2    | 0.8    | -0.6   |
|                 |        |          |        |         | 0.8    | 0.2    | 1.0    | 0.2    |
| 民間最終消費          | 301.0  | 0.7      | 303.4  | 0.8     | 0.4    | 0.7    | 1.4    | -1.8   |
|                 |        |          |        |         | 0.4    | 1.0    | 2.1    | -0.5   |
| 民間住宅投資          | 15.4   | -4.3     | 15.7   | 2.4     | -2.7   | 1.9    | 4.8    | -6.4   |
|                 |        |          |        |         | -7.6   | -1.0   | 6.9    | -1.9   |
| 民間設備投資          | 87.2   | 3.2      | 88.7   | 1.7     | 1.6    | 1.2    | 1.3    | -0.3   |
|                 |        |          |        |         | 3.8    | 2.7    | 2.6    | 1.0    |
| 民間在庫品増加(実額)     | 0.6    | 寄与度 -0.0 | 0.5    | 寄与度 0.0 | 1.0    | 0.2    | -0.7   | 1.4    |
| 政府最終消費          | 107.4  | 1.0      | 108.4  | 0.9     | 0.3    | 0.9    | 0.3    | 0.4    |
|                 |        |          |        |         | 0.6    | 1.3    | 1.2    | 0.7    |
| 公的固定資本形成        | 25.0   | -3.9     | 25.0   | 0.3     | -2.0   | -2.1   | 0.7    | 1.1    |
|                 |        |          |        |         | -3.4   | -4.3   | -1.0   | 1.4    |
| 財貨・サービス輸出       | 93.1   | 1.9      | 94.7   | 1.6     | -0.1   | 0.5    | 1.0    | 0.8    |
|                 |        |          |        |         | 3.5    | 0.4    | 1.5    | 1.8    |
| 財貨・サービス輸入       | 95.8   | 3.3      | 98.7   | 3.1     | 1.0    | 2.6    | 1.8    | 0.0    |
|                 |        |          |        |         | 2.9    | 3.7    | 4.3    | 1.9    |
| 内需寄与度           | 0.7    | 民需 0.7   | 0.9    | 民需 0.7  |        |        |        |        |
| 外需寄与度           | -0.2   | 公需 -0.0  | -0.3   | 公需 0.2  |        |        |        |        |
| <名目>            |        |          |        |         |        |        |        |        |
| 国内総支出           | 549.2  | 0.3      | 558.3  | 1.6     | 0.0    | 0.2    | 1.8    | -0.5   |
|                 |        |          |        |         | 0.6    | 0.1    | 2.0    | 1.3    |
| GDPデフレーター       | 102.8  | -0.2     | 103.8  | 1.0     | -0.2   | -0.1   | 0.9    | 1.1    |
| 企業物価*(15年=100)  | 101.3  | 2.0      | 100.3  | -1.0    | 2.7    | 1.2    | -1.3   | -0.8   |
| 輸出物価*(15年=100)  | 96.3   | 0.7      | 94.4   | -2.0    | 2.5    | -1.0   | -2.9   | -1.0   |
| 輸入物価*(15年=100)  | 99.3   | 6.1      | 93.2   | -6.1    | 9.6    | 2.7    | -7.3   | -4.9   |
| 消費者物価*(15年=100) | 101.2  | 0.8      | 101.7  | 0.5     | 0.8    | 0.7    | 0.3    | 0.7    |
| 鉱工業生産*(15年=100) | 104.4  | 0.9      | 105.9  | 1.4     | 0.5    | 1.2    | 1.7    | 1.1    |
| 失業率(%)          | 2.4    | -0.3     | 2.4    | 0.0     | 2.4    | 2.4    | 2.4    | 2.5    |
| 雇用者数*(万人)       | 5,956  | 1.9      | 6,023  | 1.1     | 2.0    | 1.7    | 1.2    | 1.0    |
| 1人当雇用者報酬伸び率(%)  | 1.1    | —        | 0.7    | —       | 1.2    | 1.0    | 0.7    | 0.7    |
| 新設住宅着工戸数(万戸)    | 96.3   | 1.7      | 91.1   | -5.4    | 95.8   | 97.1   | 95.8   | 86.5   |
| 貿易収支(10億円)      | 70     | —        | 2,430  | —       | 1,128  | -1,057 | 2,325  | 106    |
| 輸出*(10億円)       | 80,805 | 3.2      | 81,134 | 0.4     | 6.5    | 0.1    | 0.7    | 0.1    |
| 輸入*(10億円)       | 80,734 | 9.5      | 78,704 | -2.5    | 11.6   | 7.6    | -2.4   | -2.6   |
| 第一次所得収支(10億円)   | 21,177 | —        | 21,852 | —       | 11,312 | 9,865  | 11,559 | 10,294 |
| 経常収支(10億円)      | 17,892 | —        | 21,471 | —       | 10,691 | 7,201  | 12,401 | 9,070  |
| マネーサプライ*(M2、兆円) | 1008.3 | 2.7      | 1031.4 | 2.3     | 3.0    | 2.4    | 2.3    | 2.3    |
| ドル/円レート(円、期中平均) | 110.8  | —        | 110.3  | —       | 110.2  | 111.3  | 110.1  | 110.5  |
| 輸入原油価格(ドル/バレル)  | 71.7   | —        | 67.3   | —       | 73.5   | 69.8   | 66.5   | 68.0   |
| 米国実質GDP(10億ドル)  | 18,570 | 2.9      | 19,017 | 2.4     | 2.7    | 3.3    | 2.1    | 2.0    |

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

\*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。2019年10月に消費増税を見込む。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

(期間平均値)

|                | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 2019/1-3 | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 2020/1-3 |
|----------------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|----------|
| コールレート(無担保・翌日) | -0.06 | -0.06 | -0.06 | -0.06    | -0.06 | -0.06 | -0.06 | -0.05    |
| 10年国債利回り       | 0.05  | 0.09  | 0.10  | 0.00     | 0.03  | 0.07  | 0.09  | 0.11     |
| ドル/円レート        | 109.1 | 111.4 | 112.9 | 109.8    | 110.0 | 110.2 | 110.4 | 110.6    |

→予測

# ブラジル財政への懸念が招く新興国不安

## <要旨>

2015、16年に深刻な景気後退と財政悪化でグローバル経済を動揺させたブラジル経済が、2019年に再び新興国不安の発火点になる可能性が高まりつつある。

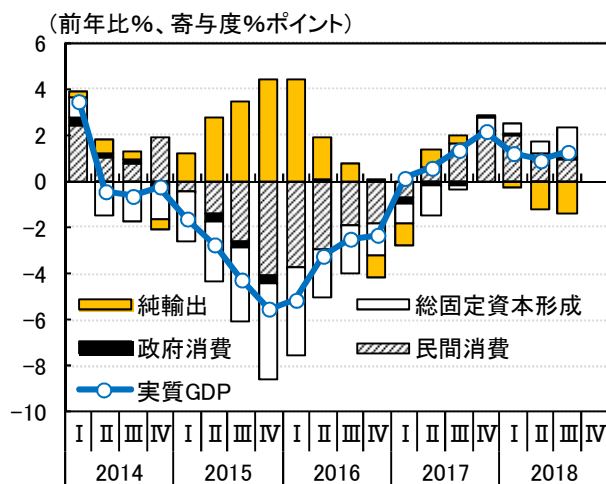
同国の実質 GDP 成長率はプラス圏に回復し、為替やインフレ率も安定的に推移するなど、主要な経済・金融指標は2015、16年当時より改善しているが、財政は依然として厳しい。①社会保障費の膨張によるプライマリー収支(利払い費を除いた収支)の構造的悪化、②不十分な利払い費の抑制、③構造改革を怠ってきた「ツケ」と高齢化による潜在成長率の低下、などの要因が重なり、財政の持続可能性には依然不透明感が残る。

1月に発足したボウソナロ新政権はこのような状況から、経済改革への強い意欲を表明しているが、ポピュリズム的土壌を有し、多党が乱立する政治環境下で、実効性の伴う改革をやり切ることは容易ではない。米中貿易摩擦や英国のEU離脱問題などで外部環境が不安定化する中で、新政権による改革への期待が剥落すれば、同国発の新興国ショックがグローバルに波及することが懸念される。今年の同国の政治・経済動向には注視が必要である。

## 1. ブラジル経済の現況～歴史的不況からの回復は緩慢で、財政への懸念も残存

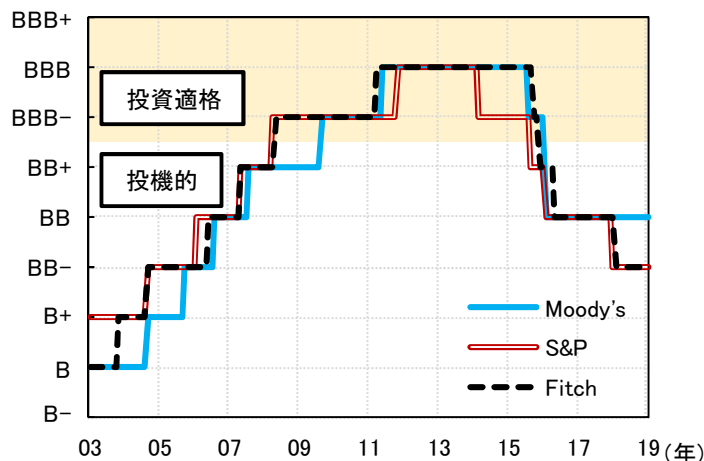
ブラジル経済は、「中国の高成長を原動力とした2000年代後半からのコモディティ・ブームが終焉したこと」や「国営石油会社ペトロbrasを巡る汚職問題による投資減少」、「干ばつによる電力価格の高騰」などの影響を受け、2015、16年に深刻な景気後退に陥った(図表1)。それに伴い以前より赤字の状態にあった財政収支は一段と悪化し、政府債務残高も急増したことで信用格付の引下げに繋がった。一時は「投資適格」にまで上昇した同国格付は、この時に再び「投機的」にまで落ち込み、現在に至っている(図表2)。

図表1 実質 GDP 成長率と寄与度



(資料)CEIC

図表2 外貨建て長期債の格付推移

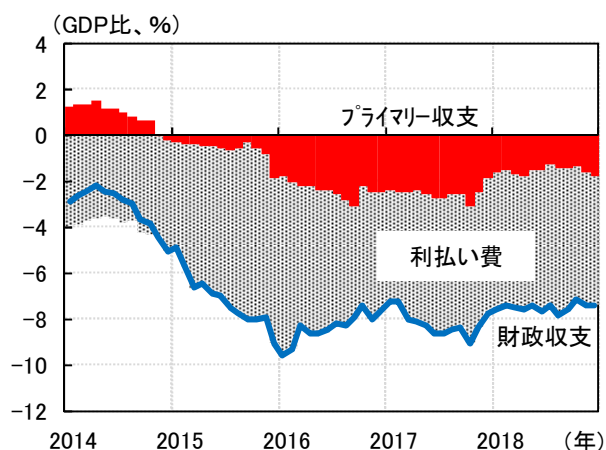


(資料)各社公表資料を基に三井住友信託銀行調査部作成。



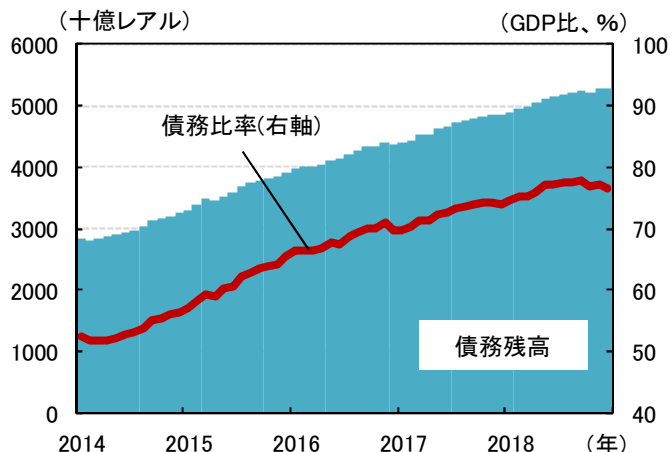
2017年には実質 GDP 成長率はプラスに回復したものの、その後も成長は緩慢である。同国に対する世間の厳しい見方は一旦和らぎ、信用格付も直近1年間は据え置かれているが、「財政の構造問題」は解決しておらず、同国財政の状況は依然として厳しい。フローでも中央政府の財政収支が対 GDP で▲7%超と大幅な赤字を続けており(図表3)、ストックでは中央政府債務に地方政府債務等も合算した「一般政府債務残高」の対 GDP 比が80%に迫る水準で高止まりしている(図表4)。財政面を勘案すると、同国の信用力低下に歯止めが掛かった、とは言い難いのが実状である。

図表3 中央政府の財政収支



(注)12か月後方移動合計  
(資料)CEIC

図表4 一般政府債務残高



(資料)CEIC

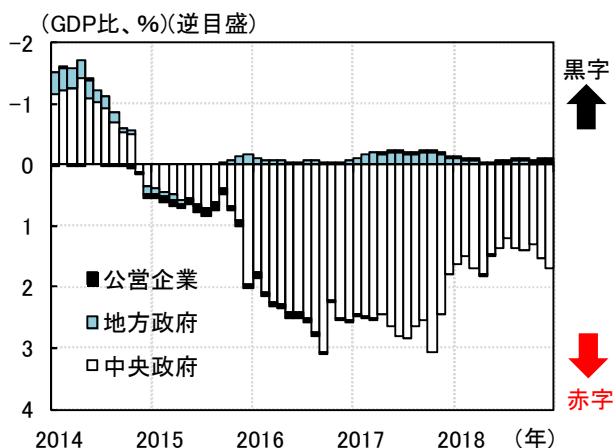
## 2. 厳しい財政状況が続く背景

深刻な景気後退局面から脱したにもかかわらず、同国の財政が依然として厳しい状況にある理由を「社会保障費の膨張によるプライマリー収支の構造的悪化」、「不十分な利払い費の抑制」、「潜在的な成長力の低下」の3つの側面から確認する。

### (1) 社会保障費の膨張によるプライマリー収支の構造的悪化

ブラジル財政は、中央政府・地方政府・公営企業の3つで構成される「公的部門」におけるプライマリー収支の黒字維持を目標に運営されている。暦年ベースでは2013年までプライマリー黒字を達成できていたが、2014年以降は赤字が続いている。図表3のプライマリー収支は中央政府に限った数値であるが、次頁図表5の通り公的部門のプライマリー赤字の大部分は中央政府が計上しており、構造問題は中央政府部門に潜んでいる。図表5の中央政府を構成主体別に更にブレークダウンしたものが次頁図表6である。社会保障院が対GDP比3%近い赤字を計上しており、社会保障費の膨張が同国のプライマリー赤字恒常化の最大の原因であることが確認できる。

図表5 公的部門借入必要額(プライマリー部分)

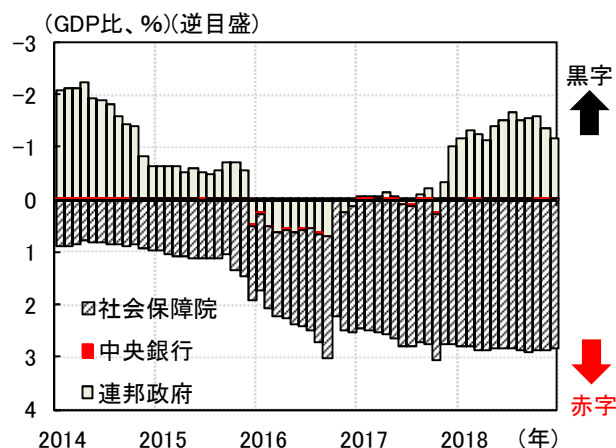


(注)12か月後方移動合計

公的部門借入必要額は、歳出入の収支尻ではなく期首から期末にかけての債務残高増減に基づいて算出される。プラスが収支の赤字を意味する。

(資料)CEIC

図表6 中央政府の借入必要額(プライマリー部分)

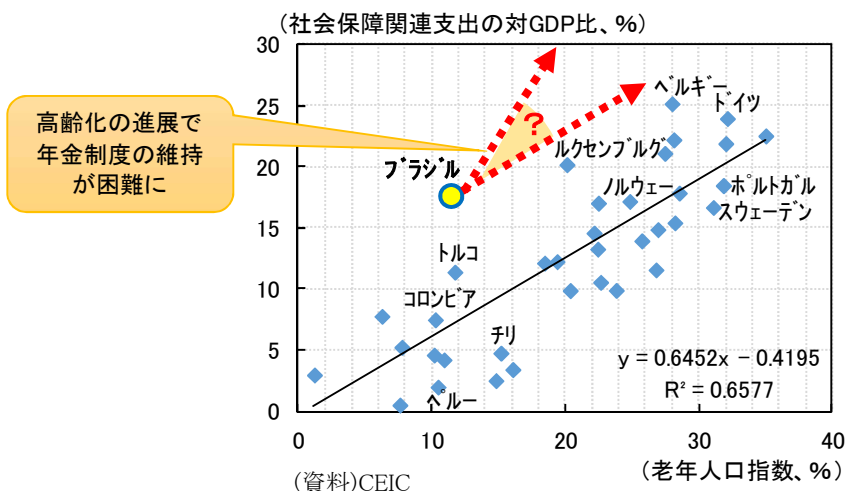


(注)12か月後方移動合計

(資料)CEIC

同国の年金制度は、支給開始年齢が55歳(20歳で労働市場に参入した場合)と低く、老後給付のフローの価値を一生涯にわたって合計したものである「年金総価額」は、2016年時点で男性の平均的所得者において年収の18.3倍と、メキシコの同4.7倍、先進国である日本の同6.6倍と比較して手厚い。そのため同国は老年人口指数(=65歳以上人口÷15~64歳人口×100)が10%強と現状低いにもかかわらず、社会保障関連支出は、所得水準が遥かに高く高齢化も進展している欧州先進国並みに膨れている(図表7)。国連は同国の老年人口指数が2030年に19.8%、2040年に26.8%(共に中位推計)へ上昇すると予想しており、現行の年金制度を維持した場合、財政破綻は不可避である。これが同国の年金改革の成否に注目が集まる所以である。

図表7 社会保障関連支出の対GDP比(2017年)と老年人口指数(2015年)

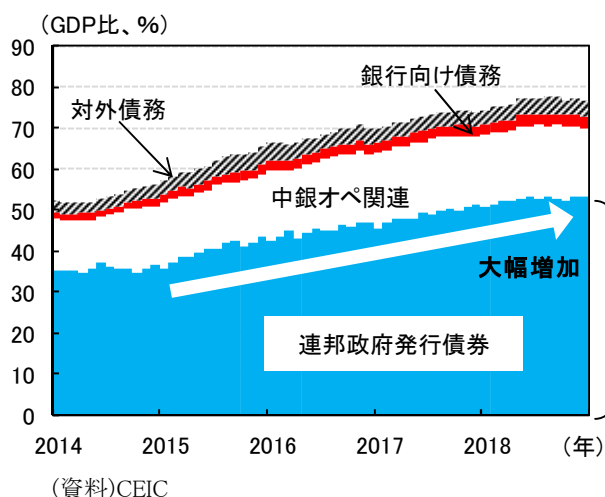


## (2) 不十分な利払い費の抑制

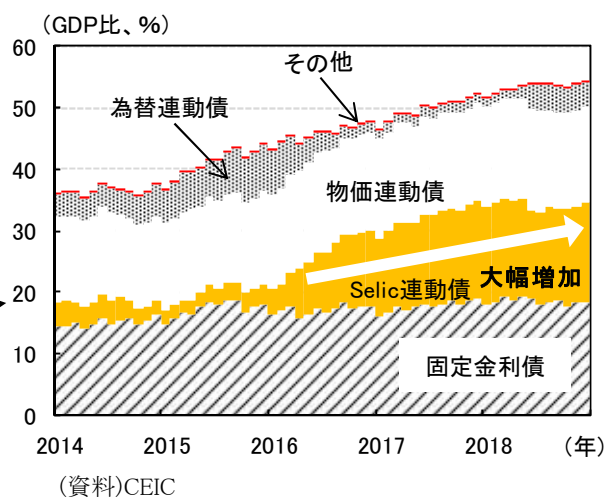
プライマリー収支の赤字以上に財政を圧迫しているのが膨大な「利払い費」である。対 GDP 比で5～6%にも達する利払い費は世界的に見ても突出している。同国の利払い費が巨額である原因は、①同国が「高金利体質」であること、②政府債務の多くが政策金利である Selic (短期金利) や物価に連動して利息が調整される「インデックス債」で構成されていること、の2つにある。

①の高金利体質には、「国内貯蓄率の低さ」や「高水準かつ変動の大きいインフレ実績」等の構造要因が影響しているため、短期間での是正は困難である。そうすると、②のインデックス債を減らすことが重要になるが、近年の動向はそれに逆行している。2014 年後半から急上昇している一般政府債務の対 GDP 比(前掲図表4の線グラフ)の上昇分の大半は連邦政府債であり(図表8)、また、連邦政府債の増加分の大半は Selic 連動債である(図表9)。現在の Selic の誘導目標が過去最低の 6.5%であり、2019 年の名目 GDP 成長率(IMF 予想)が+7.4%である点を踏まえると、実質ベースで過大な利払い負担が直ちに生じるわけではないが、将来の金利上昇リスクは確実に高まっている。なお、連邦政府債の大半は自国通貨建てであり、為替連動債の比率も低いため、為替下落が財政に及ぼす悪影響は限定的である。注視すべきはあくまで金利と物価の水準である。

図表8 一般政府債務残高の内訳



図表9 連邦政府発行債券残高の内訳



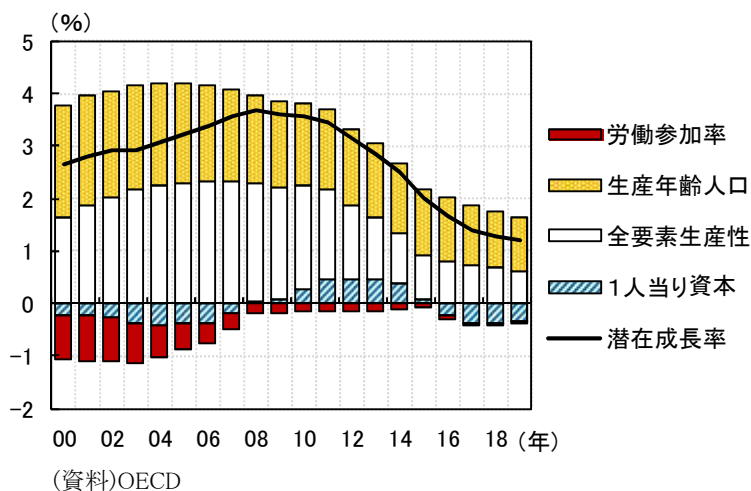
## (3) 潜在的な成長力の低下

高成長が「七難を隠す」というわけではないが、新興国では往々にして高成長時に覆い隠されていた構造問題が、成長率が低下した途端に噴出する。ブラジルもその例に漏れず、2000 年代後半のコモディティ・ブーム時に+6～7%を記録した実質 GDP 成長率は、2015、16 年に大幅なマイナスに沈み、財政が抱える構造問題が顕在化した。ブラジルが高成長に回帰すれば財政も改善に向かう可能性はあるが、現実的には難しい。中国経済の成長率の構造的低下によってコモディティ・ブームの再来が期待し難いことに加え、ブラジル自身の潜在成長率も低下している。

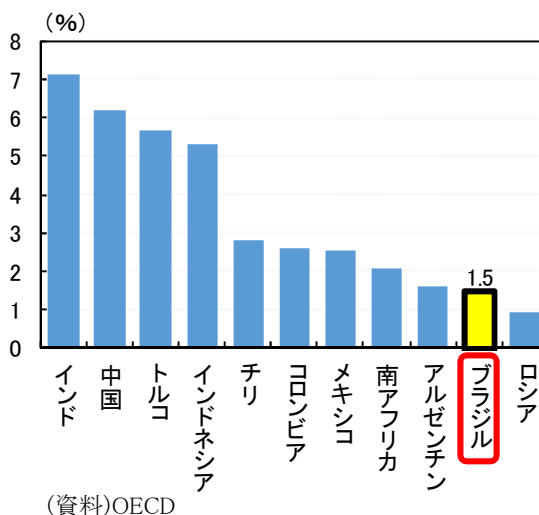
ブラジルは貯蓄率の低さを背景に投資率も低く、総固定資本形成の対 GDP 比(2010-17 年平均)は 19%と、4割強の中国の半分以下にとどまる。OECD の推計では、労働者一人当たり資本の潜在成長率への寄与度は 2016 年にマイナスに転じた(次頁図表 10)。また、高い税率、複雑な税

制、劣悪な治安などの所謂「ブラジル・コスト」も潜在成長率の下押し要因である。ポピュリズム的風潮が強い同国は、長年「痛みを伴う改革」に真剣に取り組んで来なかったため、未だにそうした問題が残存し続けている。これらに高齢化の進展が相俟って、同国の潜在成長率は大きく低下した。現状では、アジアの高成長国のみならず他の中南米主要国をも下回る(図表 11)。

図表 10 ブラジルの潜在成長率



図表 11 新興国の潜在成長率(2018年)



### 3. 「ブラジル・ショック」発生時のグローバル経済への影響

以上のようにブラジル財政は厳しい状況にあり、今年1月に発足したボウソナロ新政権は年金改革を含む経済改革への強い意欲を示している。就任直後で新政権の支持率が比較的高いこと、また、与野党問わず議員の間でも財政への危機感が一定程度共有されていることなどを踏まえ、年金改革で一定の成果が挙がることをメインシナリオとして想定している。一方で、上下院で30もの小政党が乱立し、ポピュリズム的風潮も強い同国において、国民に痛みを強いる改革をやり遂げることが容易ではないことも事実である。特に年金改革は上下両院で5分の3の賛成を得て憲法改正を行う必要があり、ハードルは高い。そのため「年金改革の頓挫」というリスクシナリオにも身構えておく必要がある。

足元では、為替やCDSスプレッド等は新政権への期待を背景にいずれも堅調に推移しているが、先行き新政権への過度な期待が剥落していき、更には年金改革が頓挫する事態にまで陥れば、財政懸念が再燃し、通貨暴落などの「ブラジル・ショック」が発生しかねない。その際、当事者であるブラジルは言うまでもなく、グローバル経済にも悪影響が波及し得る。

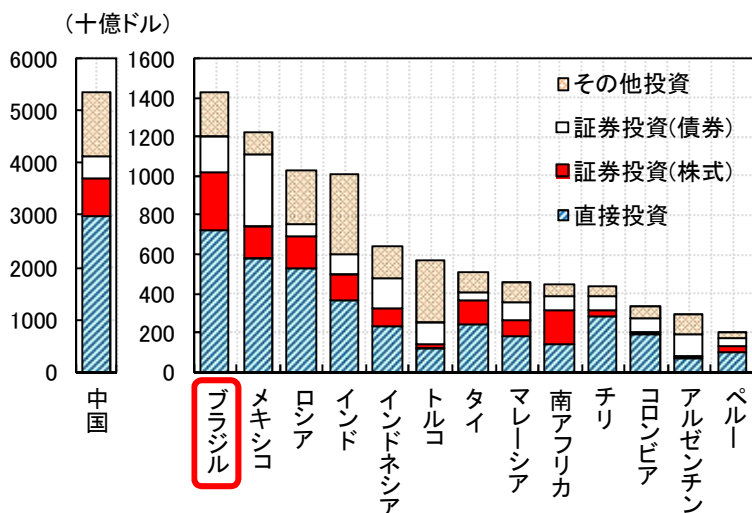
主に、国際貿易とマネーフローを通じた悪影響が想定されるが、前者はブラジル経済がその規模に比して輸出入が小さい「閉鎖的」な構造であるため、それ程深刻なものにはならないとみている。警戒すべきは后者であり、同国からの資金流出の規模次第では、投資家マインドの悪化等を通じて2015、16年の時以上に新興国全体に悪影響が波及する恐れがある。以下では、「対外資産負債残高」と「外国銀行のブラジル向けエクスポージャー」の点から先行きを展望する。



## (1) 対外資産負債残高

ブラジルから流出し得るマネーの規模を対外資産負債残高で確認する。同指標は直接投資、証券投資、その他投資などで構成される。各項目の「負債」でこれまで海外から同国に流入したマネーの残高を見る。ブラジルの負債残高は新興国の中では中国に次いで大きく、昨年8月に「トルコ・ショック」で世界を騒がせたトルコの2.5倍である(図表12)。ブラジルはグローバル・マネーフローに大きな影響を及ぼし得る。

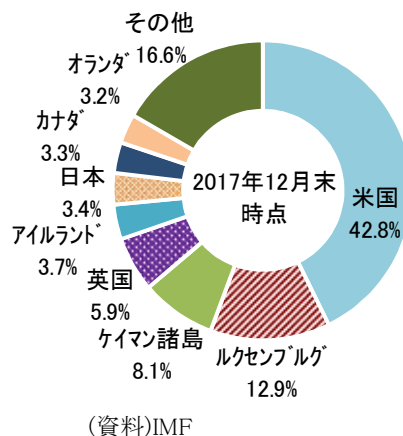
図表12 「対外資産負債残高」の負債(2018年9月末)



(注)マレーシアは2018年3月末、ペルーは2017年12月末時点

(資料)IMF

図表13 対内証券投資残高の国別内訳



(資料)IMF

その中で短期的な変動が最も激しいのが株式・債券への投資から成る証券投資である。2015年後半～17年前半にはフローで329億ドルの海外マネーが流出し、証券投資の負債残高は同期間に5,048億ドルから4,771億ドルに減少した。先行き年金改革の頓挫で財政不安が再燃すれば、同国の株式・債券・為替は大幅に下落し、同国証券を保有する投資家は多大な損害を被ることになる。海外投資家の投げ売りも相俟って、資産価格がスパイラル的に下落することもあり得る。

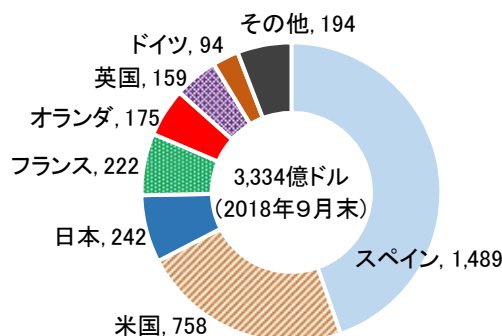
同国への証券投資残高を国別に見ると、米国が4割超と突出している(図表13)。ルクセンブルグやケイマン諸島の比率が高いのは、ルクセンブルグ籍、ケイマン諸島籍の投資信託を通じた資金流入が大きいことが影響していると推察される。ショック発生時には、米国や投資信託を通じたグローバル経済への悪影響拡散が懸念される。

## (2) 外国銀行のブラジル向けエクスポージャー

2018年9月末時点の外国銀行のブラジル向けエクスポージャー(最終リスクベース)は、歴史的に南米諸国と密接な関係を有するスペインが1,489億ドルと最大であり、米国、日本が続く(次頁図表14)。この数値には貸出の他に株式と債券も含まれており、(1)の対外資産負債残高の「その他投資+証券投資」と部分的に重複する。銀行エクスポージャーの観点では、ブラジルの財政危機は、欧米の銀行の業績悪化要因となり得る。



図表 14 国籍別与信残高



(注)貸出、債券、株式を含む。  
(資料)BIS「国際与信統計」

#### 4. まとめ

ブラジル経済は 2015、16 年の歴史的不況から脱したものの、その回復の足取りは重く、財政の構造問題も何ら解決していない。「社会保障費の抑制」、「利払い費の抑制」、「潜在成長率の引上げ」はいずれも難題であるが、ポピュリズムに流され、構造改革断行による問題解決を先送りし続ければ、ブラジル財政はいずれ破綻する。打ち手として、それぞれ「年金改革」、「インデックス債依存からの脱却」、「貯蓄率引上げやブラジル・コストの解消」などが想定されるが、財政の持続可能性を担保する上では、特に「年金改革」が重要である。

2019 年1月にボウソナロ新政権が発足し、市場はその経済改革への前向きな姿勢に大きな期待を抱いている。年金改革は支給開始年齢の引上げなど国民に痛みを強いるものであり、また、同国議会は多党乱立の構造を有するため、憲法改正を必要とする同改革は、本来相当ハードルが高い。にもかかわらず、市場が大きな期待を抱く背景には、「年金改革を行なわなければ確実に財政破綻するのだから、最終的に政治家は改革推進でまとまるはずだ」という見方があるように感じる。そうした見方は合理的である一方、必ずしも「合理性」がそのシナリオの実現を保証するわけではない。政治の機能不全によって誰もが望まない「EU からの無秩序離脱」に着実に近付いている英国の現状を見れば、合理性のみを頼りとした先行きの予想がいかに心許ないか理解できる。

足元でブラジルの為替や CDS スプレッド等は堅調に推移しているものの、同国の政治・経済の動向に注視し、「年金改革の頓挫」というリスクシナリオにしっかりと身構えておく必要がある。

(海外調査チーム 吉田 陽一 : Yoshida\_Youichi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。