



ブラジル経済事情：インフレ懸念から3年ぶりの大幅利上げを実施 ～先行きも内外金利差に着目した投機資金の流入は続き、金融政策はさらに緊縮色を強める～

発表日：2008年4月17日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

（要旨）

- 16日、ブラジル中央銀行は、国内のインフレ圧力の高まりに対応する形で政策金利を50bp引き上げ、11.75%とする決定を行った。同国ではここ数年、利下げ基調が続いてきたものの、堅調な内需による需要インフレ懸念に加えて、このところの国際的な商品価格の上昇に伴うコストインフレ懸念も強まる中、3年ぶりの金利引き上げによりインフレ抑制に対する姿勢を強めた。
- 足元の同国経済は、国際的な資源価格の高騰を背景とした海外からの投資資金流入による資本投資の堅調さと、底堅い個人消費による内需を主導とする経済成長が継続、10-12月期の実質GDPは前年同期比+6.2%、2007年通年でも対前年比+5.4%の高い伸びが続いている。
- 高成長を牽引する海外からの投資資金の流入は、足元の経常収支赤字を相殺して外貨準備を積み上げ続けて純債権国となる等、同国の国際的な信任を高めている。さらに、内外金利差による投機資金も流入し、国内に発生した過剰流動性による内需の押し上げによる需要インフレ、資産インフレ、さらには国際的な商品市況の高止まりによるコストインフレ懸念が高まっている。
- 今回の金利引き上げにより、内外の政策金利差は米国との間で9.50%に拡大したことで、先行きもドル借り取引による投機資金の流入が続くものとみられ、過剰流動性が引き起こす国内インフレ圧力は当面残存し、金融政策は引き続き緊縮色を強めていくものと見込まれる。また、新油田の発見等の好材料もあり、先行きは投資資金に加えて投機資金の同国への流入も続くものと見られ、通貨レアルの対米ドル為替相場も引き続き増価基調が続いていくものと見込まれる。

《中央銀行による約3年ぶりの政策金利引き上げ実施》

- ブラジル中央銀行は、4月16日に開催した金融政策委員会において、政策金利（Selic）を50bp引き上げ、11.75%とする決定を行った（図1）。同国では1999年の通貨危機後、緊縮的な金融及び財政政策を採用することにより、その要因となった対外債務の整理・縮小に取り組み、ハイパーインフレを克服した。そうしたことから、2005年後半からは3年近くに亘り金融緩和スタンスを継続しており、さらに、ここ数年の国際的な資源価格の上昇を背景として同国経済は好景気が続いている。しかし、足元では堅調な内需主導による好景気による需要インフレに対する懸念が高まりつつあることに加えて、国際的な商品価格の上昇によるコストインフレ圧力も高まりを背景に、10日に公表された3月の消費者物価は対前年同月比+4.7%と、同行が掲げるターゲット（4.5%）を上回る状況が続いたこともあり（図2）、金利の引き上げ姿勢に転じることとなった。

図1 金融政策の推移

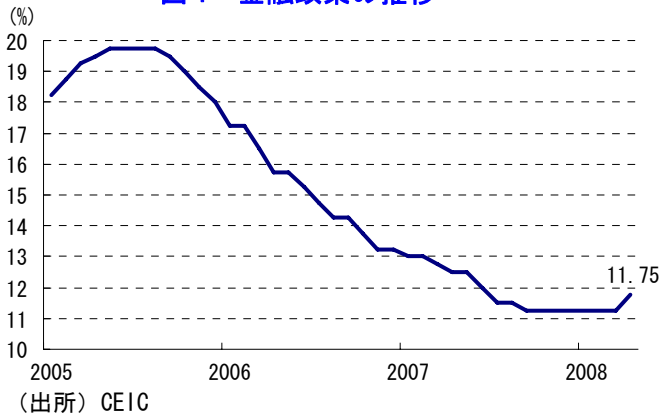
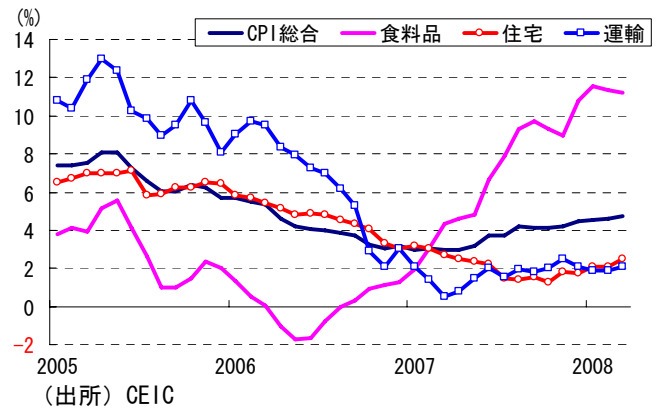


図2 消費者物価の推移(前年比)



《足元のブラジル経済は、堅調な内需主導により高い成長モメンタムを持続》

- ブラジルの10-12月期の実質GDPは、対前年同期比+6.2%と高い伸びを持続している（図3）。その要因としては、堅調な個人消費に加えて、このところの国際的な商品価格の上昇により、同国の豊富な資源埋蔵量、そして、同国が原油価格の上昇と環境配慮の観点から注目を集めるバイオエタノールの一大生産国であることから、海外からの投資資金流入を背景とした資本投資の伸びが挙げられる。さらに、ここ数年は堅調な内需により輸入が押し上げられ、輸出との差し引きである純輸出はマイナスに転化する等、内需主導の傾向がますます強まっている。
- 同国では、かつてのハイパーインフレを教訓に、1999年以降インフレターゲットを導入している。現在のターゲットは4.5%（±2%）としているが、10日に公表された3月の消費者物価は対前年同月比+4.7%と前月（同+4.6%）から若干加速した。足元では、海外からの投資資金の流入による資産インフレ懸念に加えて、通貨レアル高による輸出へのマイナスの影響から（図4）、金融当局が大幅な為替介入を実施したことで国内のマネー市場に過剰流動性が発生した。その結果、同国では内需が押し上げられたことによる旺盛な資金需要が続いており（図5）、需要インフレ懸念も高まっている。さらに、国際的な食料品価格の上昇によりコストインフレ懸念も高まっている中、昨年12月以降4ヶ月連続でターゲットを上回るレベルで推移したことで、今回のSelicの引き上げが行われた。

図3 実質GDPの推移(前年比)

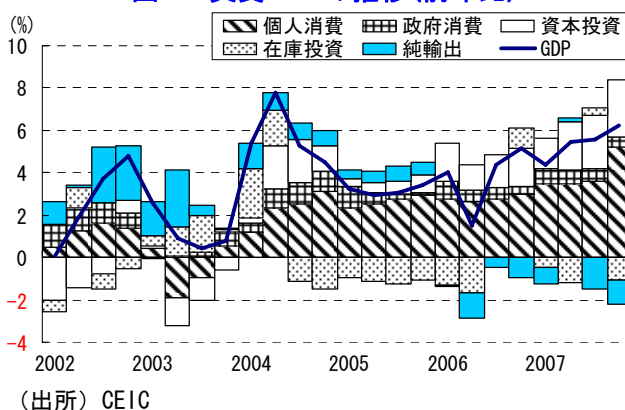
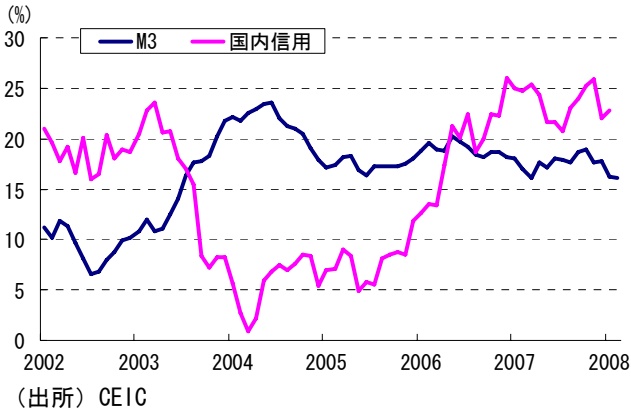


図4 通貨レアルの対米ドル為替相場推移



図5 M3と国内信用の推移(前年比)



- 同国の国際収支は、ここ数年の好景気を背景とする輸入の伸びにより、足元では貿易収支の黒字幅は縮小している（図 6）。さらに、資源関連での投資資金の多くを海外資金に依存する同国にとっては、その利子・配当所得に伴う所得収支は大幅な赤字基調にある中、経常収支は足元で赤字に転化している（図 7）。ただし、国際的な商品価格の上昇基調が続く中、世界的な金融不安にも拘らず、原油及び食料品の一大供給地である同国には、依然として海外からの投資資金の流入が続き、総合収支はプラスで推移（図 8）、外貨準備高は 3 月末時点で 1,952 億ドルとなっている（図 9）。
- さらに、現ルラ政権下では緊縮的な財政政策が志向され、かつ、以前の通貨危機の教訓もあり、公的対外債務の前倒しでの償還を進めてきた。足元では旺盛な内需に押される形で民間部門の対外債務が拡大傾向にあるものの、公的・民間双方を併せた対外債務は、2007 年末時点で 1,936 億ドルに落ち着いている（図 10）。同国が対外的に純債権国となったことで同国の国際的な信任はさらに高まっている。
- こうした同国の国際的な信任に加え、同国の政策金利が先進国等に比べて高いことから、内外金利差に着目した投機資金の流入も相次いでおり、足元の同国通貨レアルの対米ドル相場は増価基調が続いている（図 11）。金融当局は、為替増価に伴う輸出へのマイナス影響から大幅な為替介入を実施し、国内のマネー市場に過剰流動性が発生し、内需を押し上げてきた。今回の金利引き上げにより米国との政策金利の差は 9.50%に拡大することで、ドル借り取引による資金流入は加速するものと見込まれ、過剰流動性による内需のさらなる押し上げによる需要インフレ懸念は当面続くものと見込まれる。

図6 輸出入の推移(前年比)

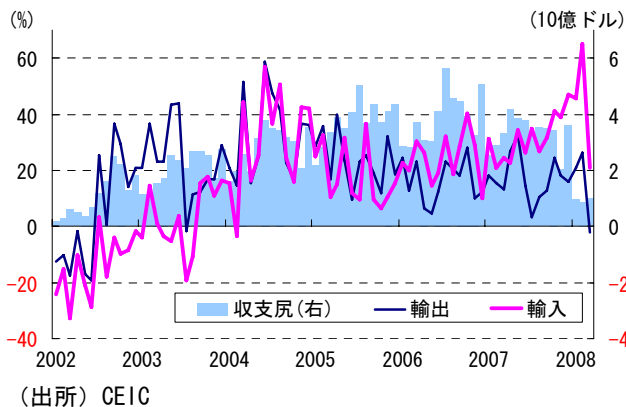


図7 経常収支の推移

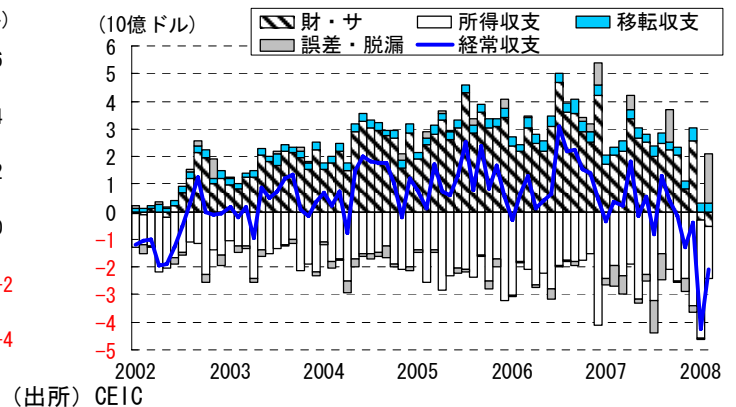


図 8 国際収支の推移

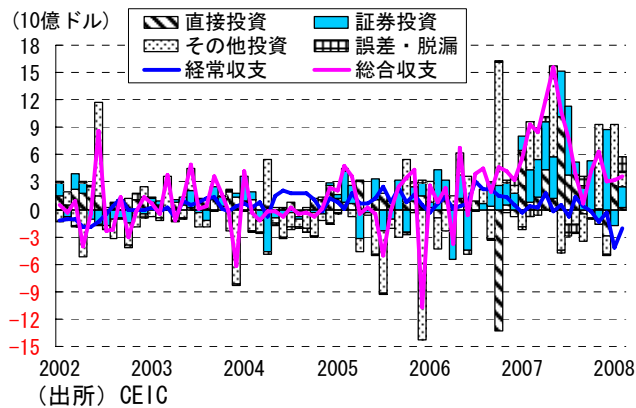


図 9 外貨準備の推移

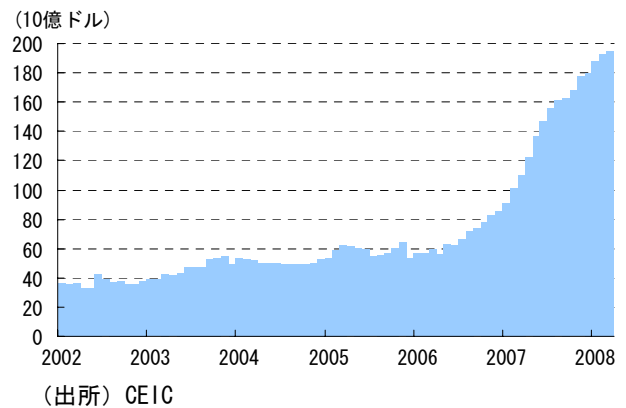


図 10 対外債務の推移

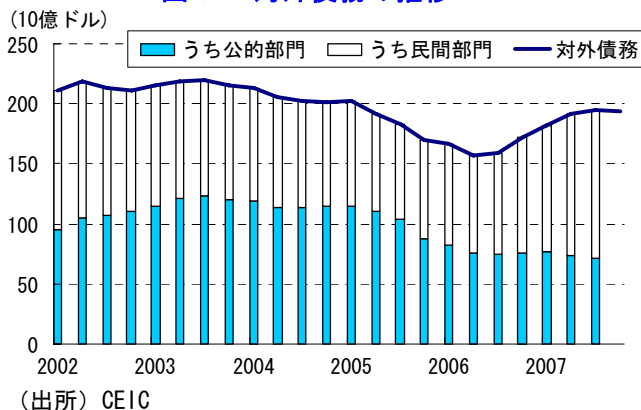
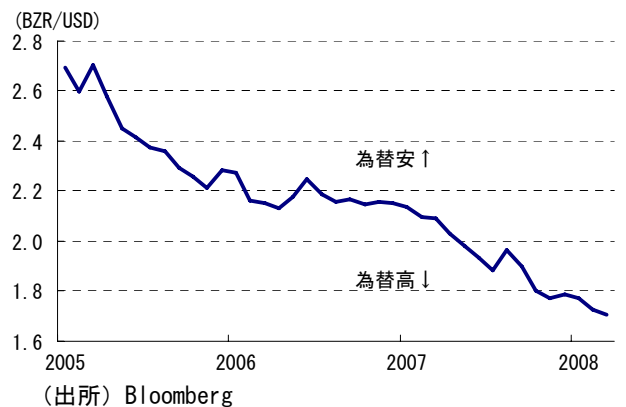


図 11 為替相場の推移



《先行きは投資資金の流入もあり、力強い成長が持続。ただし、通貨高基調に加えてインフレ圧力も残存》

- 足元の同国経済は、国際的な信任による海外からの投資資金の流入が増大し、通貨レアルの対米ドル為替相場を押し上げる状況が続くものと見込まれる。今回の利上げにより、先行きはそうした流れに内外金利差に着目したドル借り取引による投機資金の流入も加わることが見込まれる。その結果、同国内には当面の間は過剰流動性による内需の押し上げに伴う需要インフレ懸念が残ることになる。国内に発生した過剰流動性は、債券・株式市場や不動産市場に投機資金として流入する可能性があり、資産インフレを起こす懸念も高まるものと見込まれる。その上、国際的な商品市況の高騰が追い討ちを掛ける形でコストインフレ懸念も当面続くことになる。
- 同国に流入する投資資金の一部は、国際的な商品価格の高騰によるものと考えられる。先行きの商品市況は、米国経済の減速による信用不安を発端とした金融不安とも大きく関係するものと思われる。米国経済の減速が世界的な景気減速に波及する場合、世界的な資源及び食料品に対する需要が減少することにより、同国の輸出が減少し、その結果として投資の流入も減少するといった影響が考えられる。しかし、同国がここ数年、内需主導による堅調な成長を遂げてきたこと、さらに、GDP に占める外需依存が低い点を鑑みれば、そうした外的要因による景気への影響は限定的と考えられる。
- さらに、14 日には同国のカリオカ地区の近海で、推定埋蔵量は確認中ながらも大規模油田が発見された旨が公表され、昨年 11 月に発見されたトゥピ油田（可採埋蔵量 50～80 億バレル）に加えて、引き続き新たな投資資金の流入が期待される。こうしたことから、投資資金の流入は続くものとみられ、依然として成長のモメンタムは力強く推移するものと見込まれる。

- なお、国内インフレに対する懸念が残り続けると見られることから、金融政策は引き続き緊縮姿勢が継続されるものと見込まれ、年末にかけて金利引き上げ姿勢が継続されるものと予想される。その結果、通貨レアルについては当面、他の新興国通貨や資源国通貨と比較して、対米ドル為替相場の相対的な増価基調が継続するものと見込まれる。

以 上