



## ブラジル経済事情：金融危機の中でも足元では力強さが残る…

～先行きには、世界経済の減速とインフレ・金利高で内需・外需の勢いを押し下げる要因が揃う～

発表日：2008年10月30日（金）

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）

- 29日、ブラジル中央銀行は、足元の世界金融不安を契機とする同国金融市場への混乱の波及を防ぐ観点から、今年4月から引き締め姿勢を強めてきた金融政策姿勢を一旦転換し、政策金利を13.75%で据え置く決定を行った。9月のリーマンショック以降、同国金融市場でも外国人投資家を中心とするポジション縮小による売り圧力が強まり流動性の逼迫感が高まったことから、金融当局は様々な策を講じて国内金融機関による流動性の確保に努めてきた。米国の利下げの影響もあり一旦は収束の兆しが見えつつあるものの、根本的な金融不安の解消には至っておらず、不安定な状況は当面続くことが予想される。
- 同国経済は、足元では依然として力強い内需が主導する高成長が続いている。しかしながら、為替減価という新たなインフレ懸念が出ている上、思い切った金融緩和にも踏み切り辛い金融当局の立場を考えると、先行きの需要には下押しの影響は避けられない。また、供給サイドでも金利高が生産の鈍化をもたらしているほか、世界経済の減速は輸出の押し下げ懸念を強めるなど過去最高水準の雇用環境にも陰りが見え始めており、翻って需要への悪影響に繋がろう。成長を下支えしてきた投資資金の太宗が、米国やEUを出自とすることも、これら地域の景気減速によって下押しが避けられない材料となろう。
- 対外的には、資源のみならず輸送機器を中心とする製造業など輸出財の多様性もあって好調な輸出の伸びが続いているが、力強い内需が輸入の伸びを促したことで貿易黒字が縮小している。足元では経常赤字が拡大するなど、資源国にも拘らずファンダメンタルズの脆弱さを抱える。そこに世界経済の減速懸念による資源価格のピークアウト、リーマンショックによる世界金融不安が加わり外国人投資家の売り圧力が加速された。その結果、ここ数年増価基調を続けてきた通貨レアルが一気に減価する事態となっている。さらに、内外金利差によるキャリー取引による民間対外債務の増加という懸念材料はあるものの、外貨準備の高さを考えると直ちに問題が起こる状況には陥らないと考えられる。
- 先行きもインフレ圧力の残存懸念から当面は金融緩和に踏み切る可能性は低く、世界金融不安に端を発する世界経済の減速という外部環境の悪化もあり、力強く推移した内需の鈍化は避けられない。同国政府は依然として経済に対する強気の見方を変えておらず、今年中は底堅さを維持する可能性が残るものの、来年以降の減速は避けられないとみられる。

### ＜世界的な金融不安に対応するために金利を据え置いたものの、インフレへの懸念は依然払拭出来ず＞

- 29日、ブラジル中央銀行は金融政策委員会を開催し、4月以降引き上げ続けてきた政策金利である Selic を据え置いて 13.75%とする決定を行った（図 1）。金融当局は、年明け以降の原油や穀物価格の急騰を背景とするインフレ懸念の高まりから引き締め姿勢を急激に強めてきたものの、足元ではインフレは依然として高止まりが続く一方で原油などの商品価格がピークアウトを迎えるなど、先行きに鈍化の兆しが見え始めていることに加えて、金利高によってこれまで堅調に推移してきた個人消費をはじめとする内需の伸びが頭打ち感が強まってきた。さらに、9月の米国大手証券の破綻をきっかけとする世界的な金融不安が強まる中で、同国経済との関係を深めてきた EU 経済の減速基調が鮮明になるなど、先行きの不透明感が強まっていることも利上げを思い留まらせる材料に至ったものと考えられる。
- 先月来の世界的な金融不安によって外国人投資家のセンチメントが急激に悪化する中、力強い成長を続けてきた同国の金融市場においても投資資金の逆流が起こり始め、資金の逼迫感が強まるなど、金融機関の経営

基盤を揺るがしかねない事態となった。金融当局は今年に入って以降、金融機関の経営基盤の強化策として国営銀行のブラジル銀行及び連邦貯蓄銀行に対して、他の金融機関に対する出資行為を認可したほか、特に、流動性確保に苦しんでいる中小金融機関の預金準備率を引き下げるなどの対応を行ってきた。さらに、大手金融機関には、預金準備の一部で中小金融機関のローン債権の買い取りを認めたほか、金融当局がローン債権の直接買い取りを行う暫定措置の実施も国会承認を得た。その上で、米国 Fed との間で最大 300 億ドルに及ぶ通貨スワップ協定を締結するなど、国内金融市場における流動性の確保に努めてきた。

- 世界的な景気減速懸念が強まる中、同国金融市場でのドルスワップ金利が先月以来上昇するなど（図 2）、ドル資金の調達には難しくなっていた。金融当局による一連の流動性の拡大措置に加えて、米 Fed が利下げを発表したことにより一時的に状況は好転している。しかし、世界的な金融不安がこれまでの措置で完全に払拭出来たと考えるのは早計であり、今後は実体経済への波及により世界経済の減速基調が強まる懸念も残っており、先行きは厳しい状況が続くものと予想される。さらに、インフレの発端となった原油をはじめとする原材料価格はピークアウトを迎えているものの、足元では雇用環境が改善し続けていることから（図 3）、賃金の伸びの高止まりが続いていることで（図 4）、金融当局が急激に引き締め姿勢を強めたにも拘らず、インフレの高止まりが続いている。したがって、先行きについても金融市場の安定化を図る観点から、金利が据え置かれる可能性は高まったものの、他の新興国のように金融緩和に踏み切る可能性は当面のところ低い状況が続くとみられる。

図 1 政策金利の推移

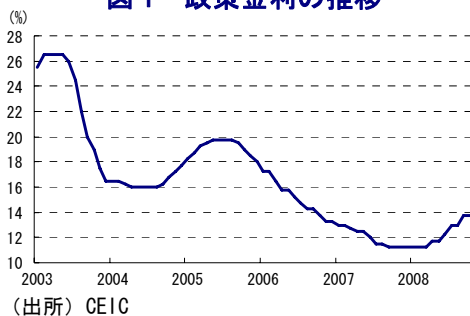


図 2 ドルスワップ金利(30 日物)の推移

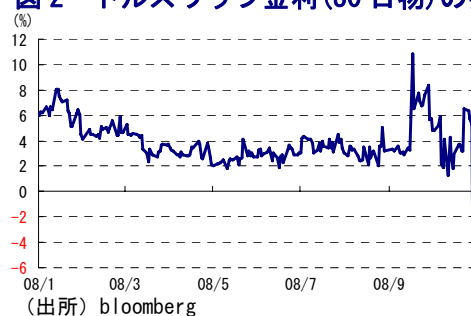


図 3 雇用統計の推移

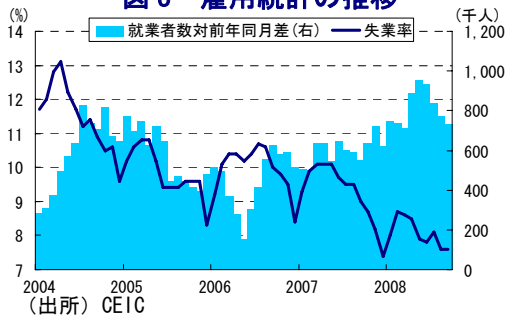
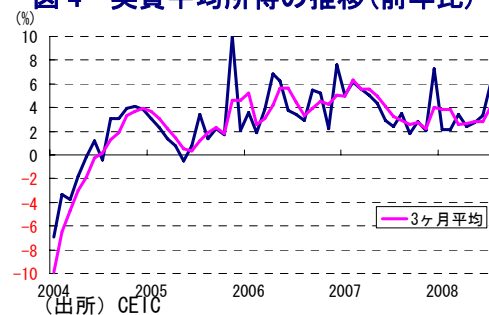


図 4 実質平均所得の推移(前年比)



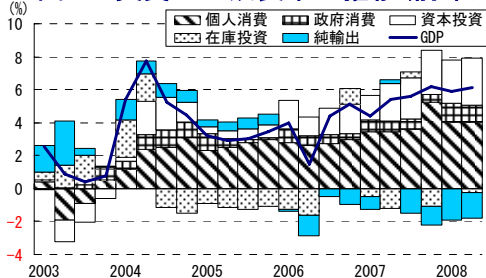
### 《力強い内需による成長が見られる一方、足元では供給サイドを中心に景気鈍化の兆しが見え始めている…》

- 上述の通り、ブラジルでは他国同様に年明け以降はインフレ圧力が急激に強まり、金融当局はかつてハイパーインフレに苦しんだ教訓を元に急激な金融引き締め姿勢を強めたため、インフレと金利高が共存する状況が続いている。しかしながら、足元のブラジル経済は依然として力強さを保っており、4-6 月期の実質 GDP は対前年同期比+6.1%と前期（同+5.9%）から加速が続いている（図 5）。実質可処分所得の伸びが続いていることで実質小売上の伸びは足元でも高止まりするなど（図 6）、ここ数年の成長の源泉とされる個人消費の底堅さが続いている。また、過去のハイパーインフレに苦しんだ時代に比べると金利は低位にあることで、ローンによる耐久消費財消費などが消費や投資を押し上げてきた。しかし、ここに来て自動車登録

台数などには、その勢いに鈍化の兆しが見え始めている（図 7）。当面は伸びが依然高水準にあることで成長の牽引が期待される一方、金融引き締め姿勢が継続される場合、先行きの鈍化は避けられず、成長が息切れする懸念が高まっている。

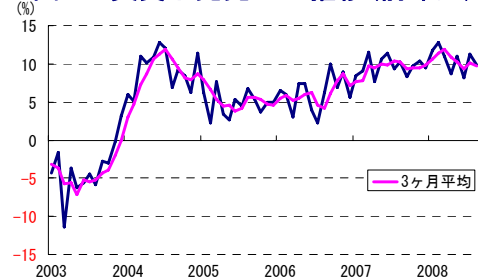
- 一方の供給サイドでは、直近の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は対前年同期比+5.7%と前期（同+5.3%）から加速している（図 8）。内訳別では、収穫期にぶつかったことで農林漁業で同+7.1%と前期（同+3.0%）から大きく伸びが加速している上、政権が景気下支えのために公共事業を拡大したことで建設が同+9.9%と前期（同+7.7%）から伸びたことが景気全体を押し上げたとみられる。その一方で、金利高や原材料価格の高騰、米国を中心とする海外経済の減速懸念から製造業が同+4.8%と前期（同+7.8%）と大きく減速している。製造業では、同国最大の雇用吸収先である自動車産業において売上の伸びが鈍化していることに加えて、世界経済の減速懸念から輸出が頭打ちになる観測から生産調整の動きが始まるなど、先行きの弱含みが避けられないとみられる（図 9）。また、昨年末からの海外の投資資金の流入により勢いが高まった金融・保険も、同+12.7%と前期（同+15.2%）からの鈍化が続く。足元では、世界的な金融不安から海外からの投資資金が逆流しており、減速基調が強まっていくと予想される。
- 年明け以降の原油や穀物価格の急騰に端を発するインフレの高進は、こうした底堅さが続く内需によって押し上げられているとみられる。直近 9 月の消費者物価は対前年同月比+6.3%と前月（同+6.2%）から加速が続くなど、高止まりが続いている（図 10）。原油や穀物価格については既にピークアウトを迎えているものの、足元では金融引き締めにも拘らず所得の伸びが高止まっていることで需要インフレを招いていると考えられる。また、投資資金の流入に従って増価基調を強めてきた通貨レアルは、原油価格がピークアウトを迎えたことに加えて、世界的な金融不安によって資金流出が加速されたこともあり、足元では一転して減価基調を強めている（図 11）。同国経済は、輸入の対 GDP 比が 4 割程度と新興国の中では比較的低水準にはあるが、為替の急激な減価は輸入物価の押し上げを通じた輸入インフレをもたらす懸念がある。先行きは需要が弱含む可能性が高まることで需要インフレ懸念の解消が期待される一方、需要喚起のために利下げを伴う金融緩和を行うことは通貨減価の要因を招く恐れもあり、米国をはじめとする周辺国の金融政策動向を見ながら慎重な対応を行っていく必要がある。

図 5 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



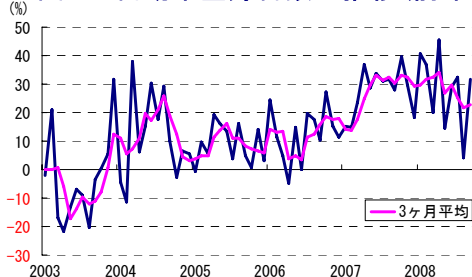
(出所) 国家地理統計院

図 6 実質小売上の推移(前年比)



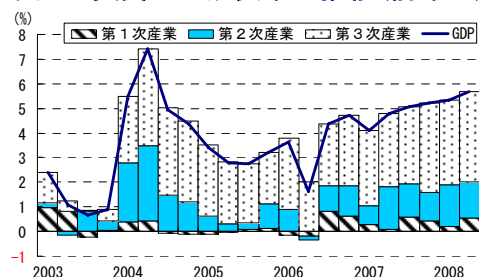
(出所) CEIC

図 7 自動車登録台数の推移(前年比)



(出所) CEIC

図 8 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



(出所) 国家地理統計院



図 9 鉱工業生産の推移(前年比)

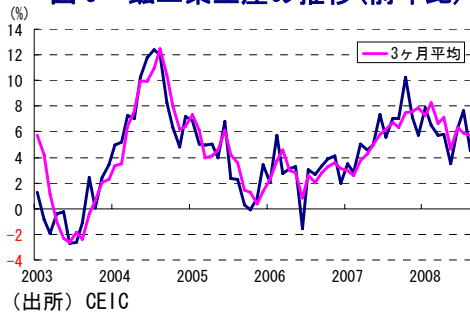


図 10 消費者物価の推移(前年比)

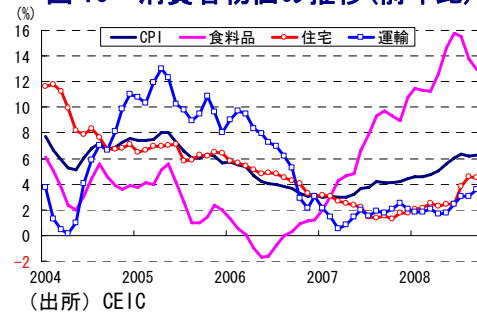


図 11 為替相場の推移



### 《世界経済の減速により力強いとされたブラジルの輸出構成にも先行きに影をもたらし懸念が高まっている》

- 対外面では、ここ数年は原油や鉄鉱石、石炭といった鉱物資源の価格が上昇したことを背景に、同国は輸出を順調に拡大させており、貿易収支の黒字幅を順調に拡大させてきた。その一方で、足元では個人消費を中心とする力強い内需に伴って輸入が輸出の伸びを上回る状況が続いており、貿易黒字幅は少しずつ縮小基調を強めている（図 12）。輸出財については、ブラジルは世界一の鉄鉱石の産出国というのみならず、石炭や穀物も取れることから「資源国」としての存在感が際立っているが、以前から自動車や航空機などの輸送機器を中心とする機械産業も発達しており、製造業関連の輸出財が全体の 5 割程度を占めている（図 13）。したがって、足元で原油価格がピークアウトしている影響を先行きにおいて受ける可能性はあるものの、原油については依然として純輸入国であることを考えると、他の産油国ほどの影響は受けにくいと考えられる。その一方、完成品輸出については輸送機器などを中心に、ここ数年は輸出先を米国依存から EU やメルコスールなどに分散させる動きを進めてきた（図 14）。しかしながら、世界的な金融不安から世界経済の減速懸念が強まっており、中でも EU 経済の深刻度が高まっていることを考えると、先行きの輸出環境の悪化は避けられないであろう。
- 貿易黒字が縮小していることに加えて、同国にはここ数年に亘って海外からの投資資金が流入したことによる利子・配当支払が増大しており、足元では経常収支は赤字基調を強めている（図 15）。さらに、世界的な金融不安の煽りで外国人投資家のリスク許容度が低下したことは、高成長に加えて高金利国として投資家の人気を集めてきた同国への投資資金を大きく逆流させており、とりわけ証券投資は足元で流出超の状況に陥るなどこれまでの勢いが大きく陰っており（図 16）、外貨準備の増減を示す総合収支も大きく黒字幅を縮小させている（図 17）。しかしながら、依然として総合収支は黒字を保っていることで、9 月末時点における外貨準備高は約 2,065 億ドルと大きく積み上がっている（図 18）。このように外貨準備を順調に積み上げてきたことは、今春にソブリン格付が「投資適格」に引き上げられる材料になったと考えられる。
- 国内金利が高止まりした一方で、米国をはじめとする先進諸国は、米国のサブプライムローン問題の発覚以降に金融緩和を進めてきたことで、内外の金利差が大きく拡大することとなった。こうした状況から、ブラジル国内でも、金利の低いドルやユーロによるキャリー取引が拡大していたとみられ、対外債務残高に占め

る民間部門の借入が足元では大きく増大していることが分かる（図 19）。ただし、過去に膨大な対外債務で苦しんで経験から、対外債務についてはほとんどが長期債務となっている上、民間債務と併せても 6 月末時点で約 2,055 億ドルと外貨準備とほぼ同じであり、直ちに問題になるとは考えにくい。さらに、金融当局による Fed との通貨スワップ協定を締結するなどドル資金の調達条件が急激に悪化するとは考えにくく、先行きにおいても大幅な悪化をもたらす懸念は低いと言える。

図 12 輸出入の推移(前年比)

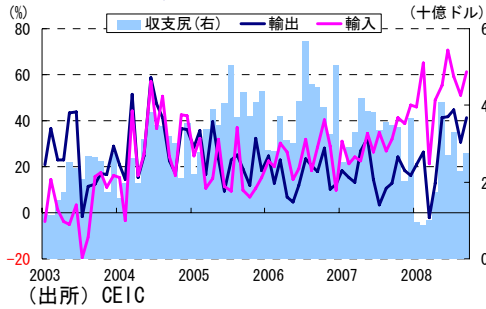


図 13 種類別輸出財の割合(2008 年)

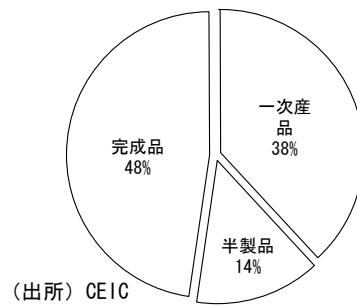


図 14 仕向地別輸出割合(2008 年)

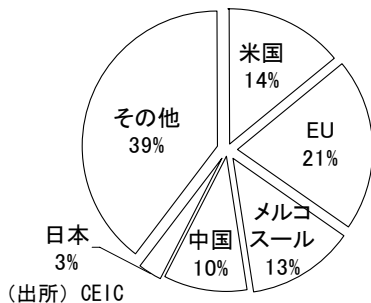


図 15 経常収支の推移

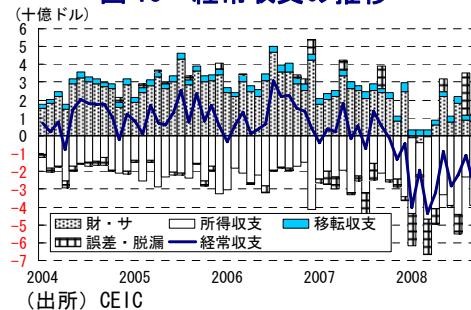


図 16 証券投資の推移

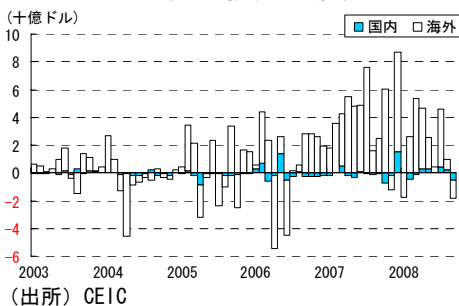


図 17 国際収支の推移

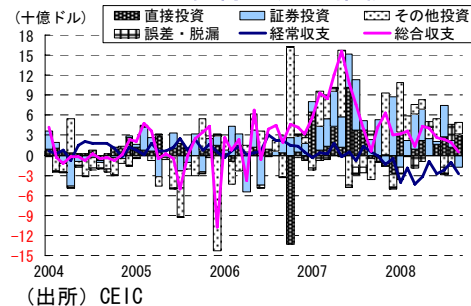


図 18 外貨準備高の推移

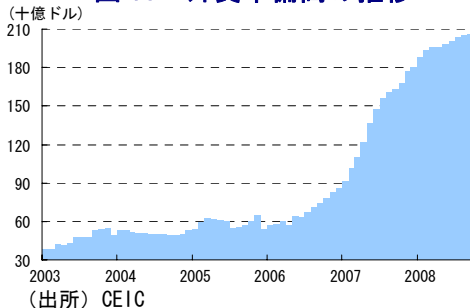
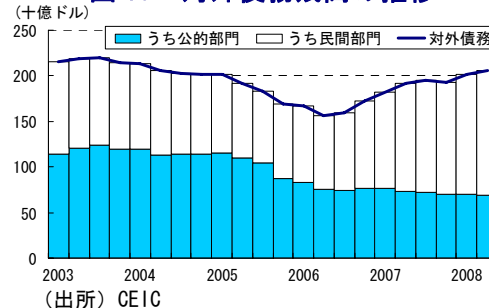


図 19 対外債務残高の推移



### 《インフレ懸念残存で先行きも引き締め堅持、外部環境の悪化で生産下押しによる景気に減速の兆し》

- 先行きのブラジル経済にとっての当面の課題はインフレの動向であろう。金融当局は、年明け以降に急激な金融引き締めを行っているにも拘らず、国内金融市場は海外からの投資資金の流入や借入によってマネーの伸びが押し上げられているほか、ローンによる耐久消費財消費が続いていることで信用も高い伸びが続いて

いる（図 20）。しかし、先行きを考えると、金利高によって力強いとされてきた個人消費などに下押し懸念が強まっていること、足元では依然として所得の伸びが続いているものの、世界経済の減速による輸出の下押しや原油をはじめとする資源価格がピークアウトを迎えていることで企業業績の悪化が懸念され、需要インフレ懸念は先行き鈍化基調を強めていくものとみられる。しかし、新たな課題として、世界的な金融不安によって通貨レアルに減価圧力が強まっていることで、輸入インフレがもたらされる懸念が高まっており、その意味では金融当局は一転して金融緩和に踏み切ることも難しい状況にある。当面の金融政策は、金利据え置き姿勢が持続すると予想されるものの、依然としてマネーの伸びが高止まりする状況からインフレの加速が懸念される事態に陥った場合、小幅利上げを試す局面は残っているとみられる。

- このようにインフレ懸念と金利高が共存する状態は暫く続く可能性が高まっており、これまで力強いとされてきた内需には、先行きにおいて下押し圧力が強まっていくものと考えられ、結果として景気は減速基調を強める可能性が高まっていると考えられる。一方の供給サイドにおいても、主要産業である資源関連では、既に原油をはじめとする資源価格がピークアウトを迎えている上、底堅く推移してきた鉄鉱石や石炭についても、最大の需要元である中国の需要が足元で鈍っていることで、価格の安定的な高止まりを期待することが難しくなっている。さらに、輸送機器を中心とする製造業についても世界経済の減速懸念から輸出環境の悪化は避けられず、多くの企業で生産調整の計画が発表されるなど、これまでの勢いに陰りが生ずる可能性が高まっている。さらに、ここ数年の経済成長を下支えしてきたものに海外からの直接投資があるが、直接投資の半分以上が EU 諸国からのものである（図 21）。米国と併せると 7 割以上に上っており、米国や EU 経済の減速が避けられない中ではこうした流れに先細り感が強まることが懸念される。同国が積極的な投資を進めている原油関連は、殆どが深海油田であることから、採掘には海外からの技術移転が不可欠であるものの、既にリグが不足するなどの事態が生じるなど開発の進捗が遅延する恐れも高まっている。こうしたことも先行きの懸念材料となるであろう。
- 世界的な金融不安による懸念もあり、ルラ政権はこれまで進めてきた社会保障制度の充実を図る「家族基金（ボルサ・ファミリア）」を通じた充実を図るほか、経済活性化計画（PAC）に基づく公共投資の拡大によって景気の下支えを行っている。このところ実施されている統一地方選挙では与党派候補が善戦しているものの、肝心の地域で敗戦するなど、これまで同国への投資資金の拠り所となってきた政権の安定性についても雲行きに怪しさが増しつつある。今のところ、ルラ大統領をはじめとする政府は経済の先行きに対する楽観姿勢を変えてはいない。しかしながら、足元では景気減速による歳入減を気にし始めるなど世界金融不安による同国経済への悪影響を認めつつあり、予算の削減を示唆する動きも見せつつある。とはいえ、現政権は国民からの人気に拠る状況を考えると、公共投資をはじめ政府支出増大による景気下支えを志向し続けるとみられる。ただ、これまでは原油価格の高騰で歳入が大幅に上振れした結果、財政収支が一見改善したようにみられたことを考えると、先行きは財政悪化によりこれまで高めてきた同国の対外的信任が失われる懸念が高まることになろう（図 22）。こうした点は、主要格付機関による格上げの際にも懸念材料として示されており、景気押し上げ効果に配慮しつつも、過度な財政負担にならぬよう注意が必要である。
- 世界的な金融不安が深刻さを増す中で、外国人投資家のマインドが悪化したことは、これまで内外金利差などに着目した短期投資をはじめ、外国からの投資流入により上昇基調を強めてきた同国の資本市場を大きく冷え込ませている。特に、主要株式指数のボベスパ指数については、9 月の売買に占める外国人投資家の割合が 5 割弱に達しており、足元の急激な下落を主導したと考えられる（図 23）。さらに、国債についても 9 月のリーマンショック以降は外国人による換金売りの影響から急激に利回りが上昇するなど（図 24）、ある意味で異常とも言える事態に陥った。こうした影響は通貨レアルにも及んでおり、輸入物価の押し上げに

よるインフレ懸念を想起させている。一連の動きには同国が「資源国」として高成長が期待された上、高金利で推移したことによる魅力から、新興国市場の中で投資資金が集まる最後の拠り所として集中したことで過去最高値圏で推移したことから一転して揺り戻しが起こっている反動減の側面もある。しかし、世界金融不安が完全に払拭されない中、今後は世界経済の減速懸念が高まる中で同国経済も下押し影響は避けられず、当面のところは株式、通貨、債券は一進一退の展開が続くと予想される。

- こうしたことから、「資源国」として注目を集めた同国においても、世界経済の減速懸念から資源価格がピークアウトを迎えていることに加えて、世界金融不安により投資資金が逆流していること、経済的に関係を深めてきた EU 経済の減速による外部環境の悪化という影響は避けられず、先行きは減速基調が強まっていくものと予想される。政府は依然として同国経済に対する強気の見方を変えておらず、2008 年の GDP 成長率を前年比+5.0%、2009 年は同+4.0~4.5%としているものの、特に、2009 年については大幅な見通しの引き下げが避けられなくなるものと予想する。

図 20 M3 と国内信用の推移(前年比)

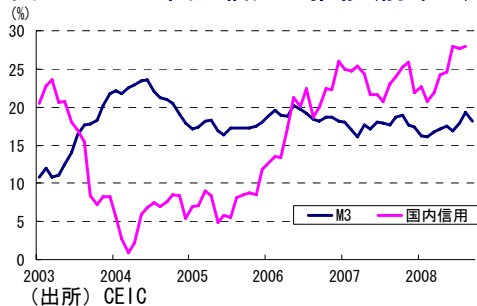


図 21 国別直接投資の割合(2008 年)

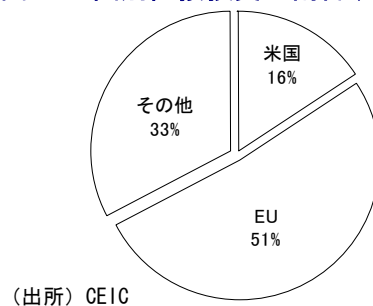


図 22 財政収支の推移(前年比)

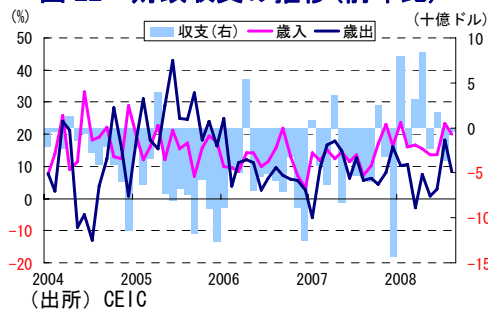


図 23 株式相場の推移(ボブスバ指数)



図 24 国債利回りの推移



以 上