



## ブラジル経済事情：金融当局のインフレへの恐怖心が鮮明に

～景気は金融危機直前まで底堅さ残るも足元は急速に悪化、インフレ高止まりが利下げのネックに～

発表日：2008年12月11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)

- 10日、ブラジル中央銀行は金融政策委員会において政策金利を2ヶ月連続で13.75%に据え置く決定を行った。9月のリーマンショック以降の世界金融危機は、海外からの投資資金の逃避による株式や通貨の急落を通じて同国経済に影響を及ぼし、輸出環境の悪化も実体経済の下押し材料となる懸念が強まっている。その一方、インフレ率は直近11月も金融当局が定めるインフレターゲット（2.5～6.5%）の上限近傍を推移するなど、インフレ懸念が払拭出来ない状態が続いている。10月以降の小売や投資などの急減速で外部からの利下げ圧力が強かったとみられるものの、今回の据え置きが決定されたことで、当局のインフレ警戒姿勢が改めて認識される結果となった。
- 7-9月の実質GDP成長率は前年比+6.8%とリーマンショック前という環境の違いもあり底堅い成長が示された。世界経済の減速懸念が高まる中で内需が伸び続けるなど過剰流動性による勢いが続いた一方、輸出などの外需は勢いを無くすなど海外経済の影響は及びつつあったとみられる。ただし、10月以降は金融環境の悪化によるマインド下押しで底堅かった内需も頭打ちするなど、10-12月期以降は高成長を続けてきたブラジル経済にも目に見える形で減速の影響が出るとみられる。
- リーマンショックによる投資家マインドの悪化は、同国に流入した投資資金の逆流を引き起こし、底堅い内需を下支えした過剰流動性が剥落する懸念が生じている。また、資金流出は株式や通貨の売り圧力となって急激な減価を招いており、とりわけ通貨レアルの急減は輸入の伸びが輸出を上回る中では輸入物価の押し上げを通じた新たなインフレ圧力の懸念を残す。先行きはインフレ圧力は徐々に後退するとみられるものの、金融当局によるインフレへの恐怖心を考えると利下げに踏み切るには暫く時間を要するとみられる上に利下げ幅も小幅に留まるだろう。景気減速懸念が強まる中で財政拡大の余地が小さくなる懸念を考慮すれば、急速な景気の後退局面に至る可能性が高まり、舵取りは難しさを増すだろう。

### 《金融危機の波が寄る中でもインフレの高止まりに注視、金融引き締め姿勢に些かの変化のない姿勢を示す》

- 10日、ブラジル中央銀行は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利である Selic を2回連続で据え置き、13.75%とする決定を行った（図1）。金融当局は、1999年の経済危機後に発生したハイパーインフレに苦しんだ経験から、年明け以降の資源及び穀物価格の急騰に端を発するインフレの高進に対して引き締め姿勢を強めることで対応してきた。足元では、原油をはじめとする商品市況はピークアウトから大きく下落しているものの、依然として食料品価格の高止まりが続いていることでインフレ率は金融当局が掲げるターゲット（2.5～6.5%）の上限近くに張り付いている（図2）。その要因としては、ここ数年の底堅い内需を主導とする高成長により輸入の伸びが輸出の伸びを上回っていることで、リーマンショック以降は通貨レアルに減価圧力が掛かっていることも相俟って輸入物価の押し上げが影響していると考えられる。
- 直近11月の消費者物価は対前年同月比+6.39%と前月（同+6.41%）とほぼ変わらず、依然として高止まりが続いている（図3）。なお、対前月比では+0.36%と前月（同+0.45%）から伸び幅は縮小しているものの、商品市況が大幅に下落している中にも拘らず、依然として伸び続ける状況にある。とりわけ、食料品価格は足元においても前年比+10%超の高い水準で伸びが続くなど、11月は対前月比で+0.61%と前月（同+0.69%）から伸びは鈍化したものの、依然として上昇が続いていることで物価全体の押し上げ材料となっている。リーマンショック以降は外国人投資家のリスク許容度が大きく低下し、景気減速懸念が高まっ

た同国の資産はリスクが高いと見做されたことで株式や通貨レアルに売り圧力が強まっている。その結果、通貨レアルは年明け以降も続いた増価基調から一転して足元では減価圧力を強めている（図 4）。このことが輸入物価の押し上げに繋がって新たな物価押し上げ要因となっており、当面は新たなインフレ圧力として残存するであろう。ただし、10 月以降の需要を巡る環境が悪化していることを考えると、需要インフレに対する懸念は先行き後退していくとみられるほか、足元における商品価格の調整が次第に価格に反映されると考えられ、インフレ率も次第に低下するものと予想される。

- 今回の金融政策委員会では「8-0」の全会一致で金利据え置きが決定されており、金融当局がインフレの高止まりを危惧する姿勢が示されたと言える。ただし、同会後の声明文においては、マクロ経済環境の不確実性が高い中で利下げの可能性についても検討がなされたとの指摘がなされているほか、インフレの状況をみながら金融政策で取り組むべき方策を検討するとしており、景気の減速懸念が高まる中で金融緩和に姿勢を転換する可能性は少なからずあると言えるであろう。

図 1 政策金利の推移



図 2 消費者物価の推移(前年比)



図 3 消費者物価の推移(前年比)

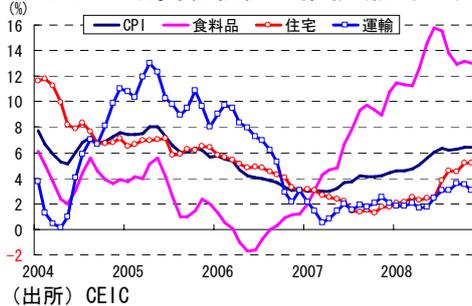


図 4 為替相場の推移



### 《リーマンショック前は力強さを維持も、その後の環境激変で弱含む指標が足元に忍び寄っている》

- 9 日に公表された 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、対前年同期比+6.8%と前期（同+6.2%）から加速し、リーマンショックが起こる直前まで堅調な成長が続いていることが示された（図 5）。インフレの高止まりと金融引き締めに伴う金利高が共存する厳しい環境下にも拘らず、個人消費は前年比+7.4%、資本投資も同+19.7%と、それぞれ前期（同+5.9%、同+19.7%）から伸びが加速するなど、内需の底堅さが続いたことで成長が牽引されてきた。その要因として、同期間はリーマンショック直前ということで原油価格は既にピークアウトを迎えていたものの、鉄鉱石や石炭などといった価格が 1 年間固定された資源といった下支え材料を背景に海外からの投資資金の流入が続いていたとみられる。また、国内金利が高止まりしたことで、低金利のドルやユーロなどによるキャリー取引を通じた資金調達が行われ、国内に過剰流動性が生まれる状況が続いていたと考えられる（図 6）。ただし、輸出は対前年比+2.0%と前期（同+4.9%）から伸びが大きく鈍化するなど、世界経済が減速懸念を強める余波は少なからず受けていたものと考えられる。
- しかし、こうした経済の好調さもリーマンショックの影響が实体经济にも及び始めたとみられる 10 月以降は様相が一変する。ここ数年に亘り国内金利が低下したことによって、個人消費を中心とする内需の底堅さ

を象徴するとされてきた自動車売上高も、金融環境の悪化によって10月には前年比で約2年ぶりのマイナスに陥った上、11月にはマイナス幅を拡大させるなど大きく勢いを失っている(図7)。さらに、10月以降は欧米をはじめとする先進国のみならず、中国やインドをはじめとする新興国経済においても減速基調が鮮明になっていることで輸出も大きく減速している。その結果、鉱工業生産も足元で急激に伸びが鈍化するなど、企業が生産抑制に動いていることを如実に示す結果となっている(図8)。10月までは雇用環境は依然として失業率が過去最低水準で推移するなど良好さを保ってきたものの(図9)、自動車産業における生産台数削減計画の公表のほか、鉱業関連でも減産に向けた取り組みが進められるのに併せて雇用削減の方針を打ち出すなどの動きも出ている。先行きの雇用環境については悪化が避けられず、結果として個人消費などの内需にも下押しの影響が避けられなくなっている。

- リーマンショック以降の金融危機による景気減速懸念から、リスク許容度を低下させた外国人投資家を中心に同国資産から退避する動きが強まった。その結果、流動性の逼迫感が強まるなどの影響が出たことで金融機関に経営悪化懸念が強まったことから、金融当局は金融機関の経営強化策として国営銀行に対して民間金融機関に対する出資を許可したほか、中小機関の預金準備率引き下げにより流動性確保を支援したり、大手金融機関には預金準備を使った中小機関のローン債権の買取を促すのみならず、当局が直接ローン債権を買い取る仕組みも繰り出している。さらに、先月にも銀行による預金準備の対象に国債を含むことで流動性確保を支援する策が出されるなど、金融市場が機能不全に陥らないように流動性供給を最優先に取り組む姿勢を示してきた。また、外国人投資家による通貨リアルへの売り圧力で一時は国内でのドル資金の供給に懸念が生じたため、米国Fedとの間で最大300億ドルの通貨スワップ協定を締結するなどの取り組みも進めた。
- ただし、こうした策を講じた状況下においても、外国人投資家による売り圧力が当面止む可能性は低く、資金流入によって生じた過剰流動性が内需を押し上げて底堅さを演出する構図は完全に消失したと考えられる。したがって、10-12月期以降のブラジルの景気は急速な悪化が懸念され、その意味ではインフレへの警戒に固執して金融引き締め姿勢を採り続ける状況から、金融緩和で景気下支えを模索する段階に入っていると見え、今回の据え置き判断は今後の景気に禍根を残す判断になると考える。

図5 実質GDP成長率の推移(前年比)

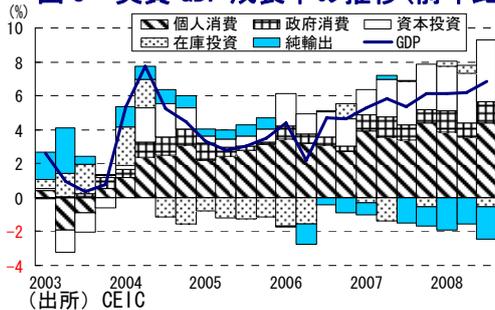


図6 M3と国内信用の推移(前年比)

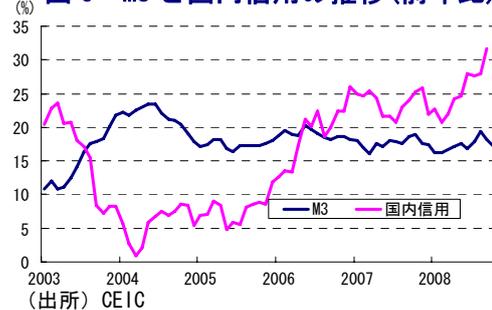


図7 自動車売上高の推移(前年比)

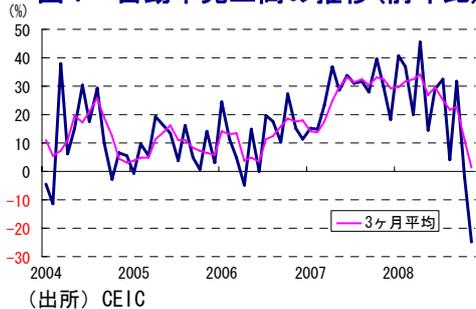


図8 鉱工業生産の推移(前年比)

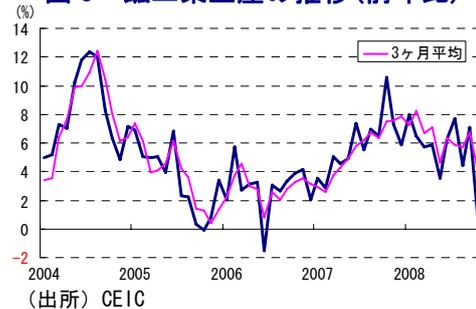
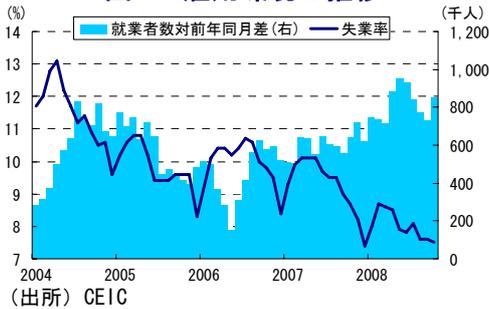


図9 雇用環境の推移



### 《資源国としての力強さが長く続いたことで、先行きの調整局面はオーバーシュートを伴い長引く懸念も》

- 対外面では、ここ数年の同国の輸出は原油や鉄鋼石、石炭などの鉱物資源価格が急激に上昇したことを背景に順調に拡大、貿易収支は黒字幅を大きく拡大させてきた。その一方で、海外からの投資資金が生んだ過剰流動性が押し上げる形で内需が底堅く推移したことから、足元では輸入の伸びが輸出の伸びを上回る状況に転じており、貿易収支の黒字幅も縮小基調を強めている（図 10）。「資源国」としての存在感の高まりが強調されてきたが、自動車や航空機などの輸送機器をはじめとする製造業も歴史が長く、輸出財に占める完成品の割合は 5 割弱と意外と高い（図 11）。このことから、7 月に資源価格がピークアウトを迎えた後も他の資源国に比べて底堅さが残ってきたものの、地域別の輸出先を見ると米国や EU といった先進国が 3 割以上を占めるほか、米国との経済関係の深いメルコスール諸国を併せると約半分を占めており、足元の世界経済の後退による輸出への影響は避けられなくなっている（図 12）。さらに、同国が 8 月に中国向け鉄鋼石の年度内での値上げ要請を却下されたことがバルチック海運指数の急激な低下を招いたことを考えると、先行きも下押しの影響はさらに拡大していくと予想される。
- 足元での貿易黒字縮小の一方、同国の資源産業への投資や、成長性の高さや金利の高さによる内外金利差に着目して海外から投資資金が流入したこともあり、利子・配当支払が急激に増大した。その結果、經常収支は足元で赤字となっていたものの（図 13）、投資資金の流入が起こっている間はファイナンスが可能であった。しかし、リーマンショック以降は外国人投資家のリスク許容度の低下で資金流出圧力が強まり、国際収支は急激に悪化することとなった（図 14）。資金流出は株式や通貨レアル売りを伴う形で実施されたことから、株式相場は年途中までの騰勢が一転して急激な下落に転じることとなったほか（図 15）、通貨レアルも年途中までの増価圧力が減価に転じることとなり（図 16）、足元では輸入物価の押し上げを通じた新たなインフレ圧力を生む懸念材料となっている。
- また、足元の外国人投資家による通貨売りを強めた要因の一つに、国内金利高から低金利のドルやユーロなどを通じたキャリー取引による資金調達が増大したことが挙げられる。これにより、同国の対外債務は特に民間部門で急増した一方（図 17）、資金流入と見做されることで通貨レアル高を招く要因になったと考えられる。しかし、リーマンショックにより外国人投資家が安全資産に対する選好を高めると、通貨レアルが適正水準に比べて高すぎるとの観測が高まっていたことから、ポジション解消を通じた売り圧力が強まった。その結果、自国通貨安は対外債務負担の増大に繋がって債務返済能力への懸念を高め、売りが売りを呼ぶ展開に至ったと言える。ただし、同国はここ数年の国際収支の改善により外貨準備が順調に積み上げてきた。足元では、通貨レアルの急激な減価に対して為替安定化のためにレアル買い（ドル売り）介入を行っており、10 月末時点では約 1,972 億ドルと若干減少したものの、依然として極めて高い水準にあると言える。さらに、金融当局が米国 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、外貨不足に陥る可能性は低いとみられる。

図 10 輸出入の推移(前年比)

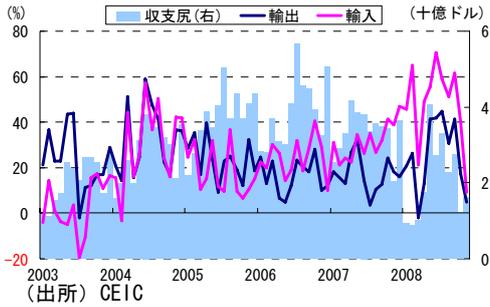


図 11 種類別輸出財比率(2008年)

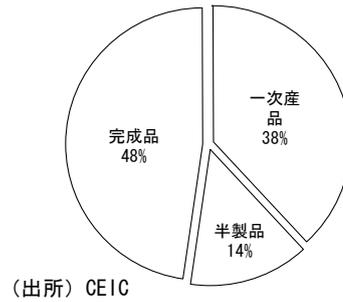


図 12 仕向先別輸出比率(2008年)

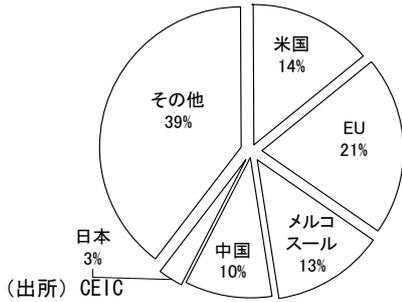


図 13 経常収支の推移

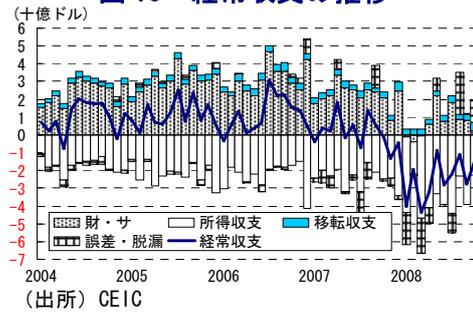


図 14 国際収支の推移

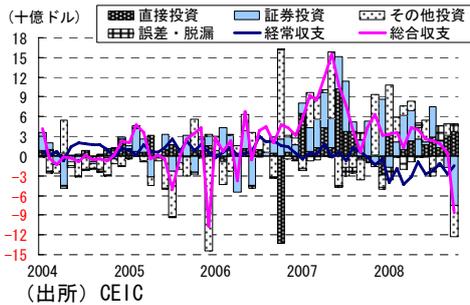


図 15 株式相場の推移(ボブスパ指数)

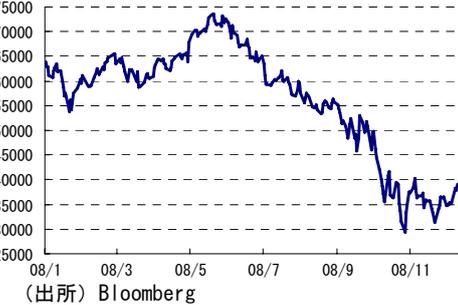


図 16 為替相場の推移



図 17 対外債務残高の推移



図 18 外貨準備高の推移



## 《リーマンショックで環境が急変、先行きのブラジル経済は底堅く推移した内需に底割れの可能性も高まる》

- 足元における景気減速が明らかとなる中、今回の金融政策委員会においてインフレの高止まりを材料に政策金利据え置きが決定されたことで、先行きのブラジル経済にとっての課題はインフレ動向一点に絞られたと言える。7-9月の実質GDPをみる限り、同期間はリーマンショックという環境が激変する以前という違いがあるものの、個人消費や資本投資が依然として伸び続けていたことが示されている。しかし、10月以降は世界経済の後退が鮮明になることで、好調さを誇ってきた鉱業関連でも急速に減速懸念が強まっており、雇用や所得環境の悪化により力強かった内需にも頭打ち感が出るとみられる。

特に、リーマンショック以降は金融当局が様々な形で流動性供給を増やしているにも拘らず、消費を裏打ちする指標の悪化が顕著になっていることで需要インフレ懸念は後退していくであろう。さらに、商品価格はピークから大幅に調整していることもあり、先行きは価格下落圧力となって反映されるであろう。その結果、足元では金融当局のターゲット上限にあるインフレ率も、足元での通貨レアル安に伴う輸入インフレという新たな圧力があるものの、次第に低下すると予想される。ただし、金融当局によるインフレ抵抗意識は今回の措置で際立って明らかとなったこともあり、利下げが行われても当面は小幅に留まると予想される。

- ただし、当面についてはインフレ懸念と金利高が共存する状態が続く状況が残ったことで、足元では既に消費や生産に頭打ち感が出ていることを示す指標が出ているが、この傾向は一層強まっていくことが懸念される。その結果、10-12月期以降のGDP統計はこれまでの成長からの大幅なシフトダウンは避けられないであろう。特に、生産サイドでは価格が1年間固定される鉄鉱石や石炭の輸出が下支え要因と考えられてきたが、今年8月に中国に対する値上げ交渉に失敗して以降、急速に世界的な需要が鈍化していることで、来年以降の価格交渉は極めて厳しい状況に追い込まれるとみられる。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後退による需要減は避けられず、輸出環境の急激な悪化による景気への下押しの影響は必至であり、経常収支の悪化を通じたファンダメンタルズの脆弱性がさらに高まろう。

経常赤字をファイナンスした投資流入についても、直接投資についてはその太宗がEUや米国からの流入であることから(図19)、これらの地域での景気後退は直接投資の先細りをもたらす懸念を高めるであろう。さらに、同国が積極的な開発投資を進めてきた原油関連についても、足元では価格が大幅に調整していることに加えて、その太宗が深海油田であるなど、採掘には海外からの技術移転が必要な上に採掘コストも高く(一説には1バレル当たり40ドル程度とも言われる)、投資資金の流入が細ることで開発の進捗が遅延する可能性も高い。生産性の向上が急務となっている同国には、先行きの懸念材料になるとみられる。

- 金融危機に対する不安から、ルラ政権はこれまで推進してきた「家族危機(ボルサ・ファミリア)」による社会保障制度の充実をさらに進める方針を明らかにしている。経済活性化計画(PAC)に基づく公共投資拡大による景気下支え策を表明した上に、景気減速懸念が高まる状況に対して国民を鼓舞する発言を繰り返しているものの、足元では力強かった消費にも翳りがみえ始めている。10月に実施された統一地方選挙では、ルラ政権を支持する与党派候補が善戦したことで政権基盤そのものは強固になっているとの見方が強い。とはいえ、ルラ政権は元々少数与党であることから、社会保障関連支出での歳出改革はほとんど進まず、このところの財政健全化は好調な経済に裏打ちされた歳入拡大でもたらされたと言える(図20)。

今後は景気減速による歳入減が避けられない中、政権が予算削減を示唆する動きを見せる一方、国民からの人気は拠り所となっていることを考えれば、歳出拡大によって景気の下支えを志向する姿勢が強まるとみられる。景気が減速する中で歳出拡大を行うことはそれ自体は有効であると考えられるが、ムダな歳出を温存する中での歳出拡大となれば、ここ数年の財政健全化により国際的信用を高めてきた背景が前提から崩れることも懸念される。歳出改革については、主要格付機関が今春にソブリン格付の格上げを行った際にも懸

念材料として示した点であり、過度の財政負担増を招かない工夫が求められよう。

- 世界金融危機に端を発する外国人投資家のマインド悪化は、それまで内外金利差や内需の底堅さや資源高を背景とする堅調な成長を期待して流入した資金を一気に逆流させた（図 21）。株式相場や通貨レアルの為替相場が大きく下落したのみならず、国債についても外国人投資家による換金売りが進んだことで、一時は急激に利回りが上昇する影響が出るなどの異常な状況に陥っていたと考えられる。足元では国債利回りは収束しつつあるものの、依然としてリーマンショック前と比較すると高止まりが続いており、景気減速懸念が強まる中で金融市場では不安が払拭出来ていないことを示している。こうしたオーバーシュートに繋がった動きには、同国が資源国として期待が寄せられたこと、高金利で推移した上に底堅さが続いていたことで、他の新興国が景気減速懸念を強める中で投資資金が最後の拠り所をして集中し、実力以上の値が付いたことで一転して揺り戻しが起こっているとも言える。

さらに、キャリー取引などを通じて民間部門が対外債務を拡大させてきたことも不安心理を煽る材料になったとみられる。とはいえ、金融危機の影響が払拭されていない中であって、依然としてインフレ懸念から金融緩和を通じた景気刺激に臆する姿勢が示されたことで、世界経済の後退の中の影響を受ける上に内需にも厳しさが増すことで、景気減速の度合いは急速に進むとみられ、その結果、当面は株式や通貨、債券といった資本市場は一進一退の展開が続くであろう。

- 「資源国」として最後まで堅調さが続いてきたものの、リーマンショック後の急激な世界経済の変調の波には抗うことは難しい。資源価格は既にピークアウトから大幅に調整している上、世界経済の後退で資源需要そのものも頭打ちしており、輸出の伸びは期待出来なくなっている。さらに、金融危機による投資家マインドの悪化で資金流入が細り、内需を押し上げてきた過剰流動性が剥落する恐れが高まるなど、力強いとされてきた内需にも暗い影を落としている。OECD は先月末に公表した経済見通しにおいて同国のリセッション入りを予想しているほか、IMF や世界銀行などの国際機関も軒並み成長率の鈍化を予想している。これらの予想の前提を読み解く必要があるものの、これまで明らかになっている状況からみても、10-12 月期の景気の減速は避けられず、2009 年には大幅な下押しが待ち受けていると考えられる。

図 19 直接投資流入元比率(2008 年)

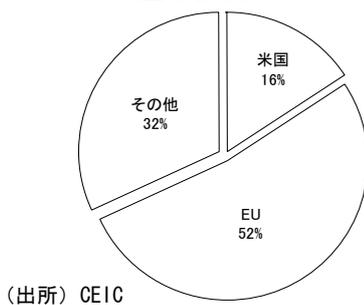


図 20 財政収支の推移(前年比)

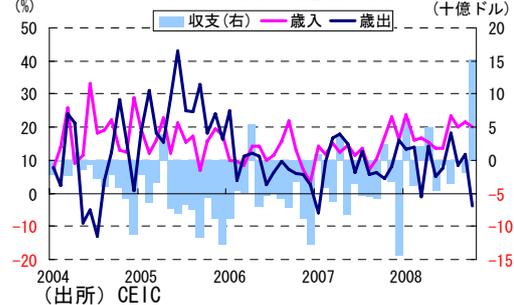


図 21 証券投資実施額の推移

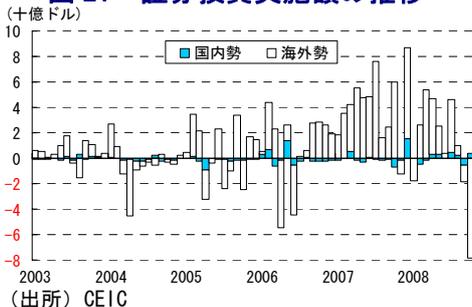


図 22 国債利回りの推移



以上