



## ブラジル経済事情：S & P社が外貨建長期債格付を引き上げ

～「投資適格国」入りで投資資金の流入活発に期待も、景気過熱とインフレに警戒感が強まる～

発表日：2008年5月1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)

- 30日、米格付会社のスタンダード&プアーズ社（S & P社）は、ブラジル政府が発行する外貨建長期債の格付を1ノッチ引き上げ、「BBB-」とする決定を行った。これにより、同国は主要格付機関から初めて「投資適格級」の格付が付与されることとなった。
- 足元の同国経済は、国際的な資源価格の高騰を背景に海外からの投資資金が流入することで、資本投資が堅調な推移を見せる上、底堅い個人消費を含む内需を主導とした経済成長が継続している。10-12月期の実質GDPも前年同期比+6.2%、2007年通年でも前年比+5.4%という高い伸びが続いている。
- 海外からの投資資金流入による外貨準備の積み上がりにより同国は純債権国化し、国際的な信任は大きく高まっている。ただし、経済が安定する中で拡大した内外金利差を狙う投機資金も流入し、国内には過剰流動性が生じている。国際的な商品価格の上昇を背景に雇用環境が改善したが、その上、過剰流動性による内需押し上げで需要インフレ圧力が高まる懸念がある。また、投機資金が資産市場に流入することで資産インフレが生じる懸念も高まっている。さらに、国際的な商品価格の上昇はコストプッシュインフレ要因となることから、多くのインフレの火種を抱える状態が続いていると言える。
- 16日、ブラジル中央銀行は、国内のインフレ圧力への対応策として政策金利を50bp引き上げて11.75%とした。過去の財政危機及びハイパーインフレを乗り越えた後、金融当局は金融緩和を続けてきたことで、現在の内需主導による好景気を生んできたものの、インフレ圧力の高まりを受ける中で3年ぶりに政策姿勢の転換を行うに至っている。
- 今回の格上げは、投資家間の同国への信認をさらに高めることとなろう。また、30日の米FOMC決定により、米国との政策金利差は9.75%に拡大したことで、先行きも引き続きドル借り取引やユーロ借り取引による投機資金の流入が続くことが予想され、景気の過熱への警戒が強まることになろう。その結果、外部要因による過剰流動性が引き起こす国内インフレ圧力が残存することで、金融政策はさらなる引き締め姿勢を強めることが見込まれる。さらに、通貨レアルの対米ドル為替相場も増価基調を強めるものと見込まれる。

### 《S & P社は外貨建長期債務の格上げを実施、「投資適格国」へ》

- 4月30日、米格付機関のスタンダード&プアーズ社（S & P社）は、ブラジル政府が発行する外貨建長期債務に対する格付を1ノッチ引き上げ「BBB-」とする旨を発表（図1）。これにより、同国は主要格付機関により初めて「投資適格級」が付与されることとなった。同発表においてS & P社は、公的部門の財政の硬直性、依然として高い債務比率が財政に悪影響を及ぼす懸念、そして、構造改革が道半ばであることを課題としている。その一方で、金融当局の独立性が担保されていることで生まれたマクロ経済政策の一貫性、ネットでの公的対外債務の低さ、そして、債務処理により公的債務の対外依存度を大きく低下させたことを評価している（図2）。

図1 主要格付機関の格付推移(外貨建長期債)

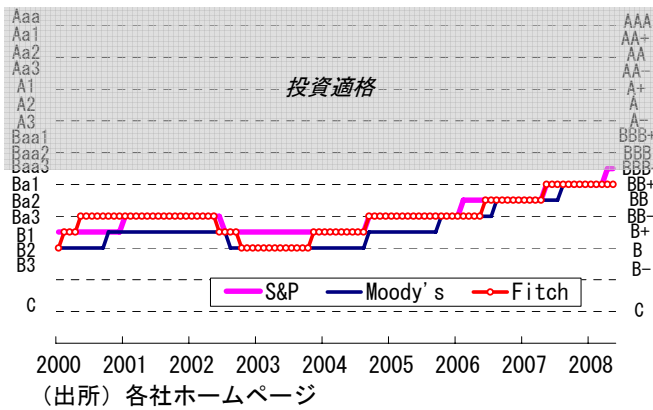
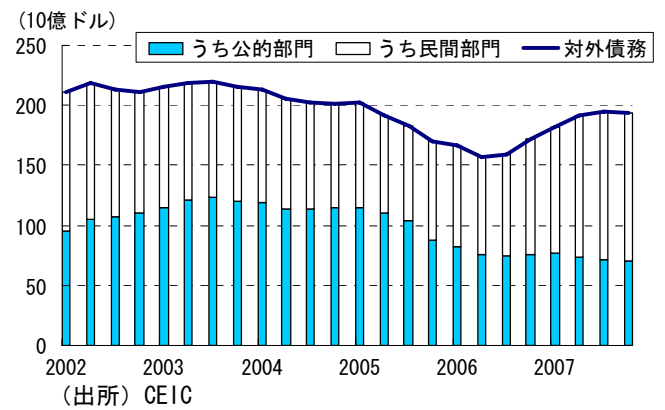


図2 対外債務の推移



### 《足元のブラジル経済は内需主導とした強い成長のモメンタムを継続》

- 足元のブラジル経済は、国際的な商品価格の上昇を背景として、鉱物資源の埋蔵量や穀物資源のある同国には海外から多額の投資資金が流入しており（図3）、資本投資が大幅な伸びを示している。さらに、そうした投資は雇用環境を改善したことで、個人消費も堅調に推移しており、堅調な内需が同国経済を牽引する状況が続いている。10-12月期の実質GDPも対前年同期比+6.2%と高い伸びが続いており、2007年通期でも対前年比+5.4%と堅調な伸びを示している（図4）。

図3 国際収支の推移

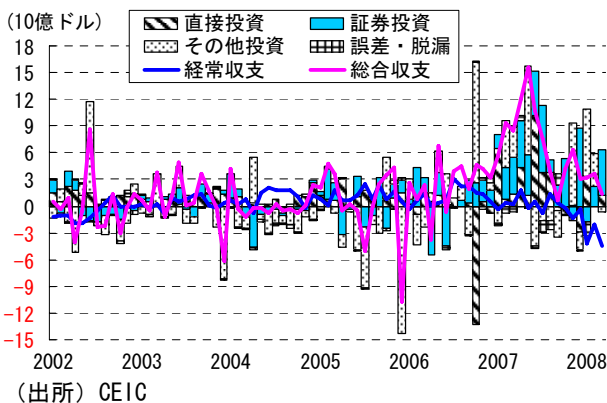
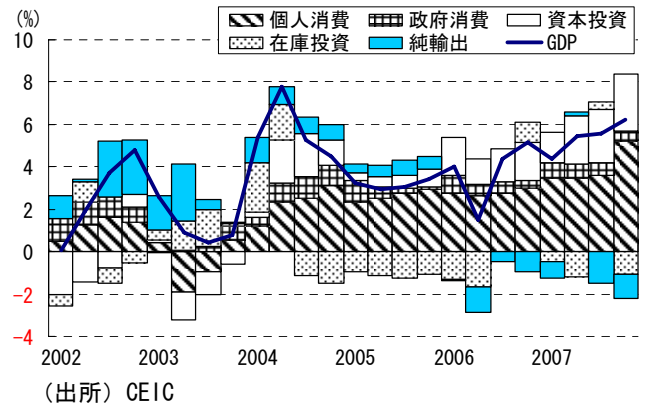


図4 実質GDPの推移(前年比)



- 国際収支は、足元の好景気を背景に輸入が伸びている影響から、貿易収支の黒字幅は急速に縮小している（図5）。さらに、資源関連の投資資金の太宗は海外からの投資資金に依存していることで、それらのプロジェクトに関連した利子・配当支払いである所得収支は赤字基調にあり、経常収支は足元で赤字に転化している（図6）。ただし、国際的な商品価格の高騰が続く中、世界的には金融市場における信用不安にも拘らず、同国は原油をはじめとする鉱物資源や穀物の主要供給元であることから、依然として海外からの投資資金の流入が続いており（図7）、外貨準備高も3月末時点で1,952億ドルとなっており、国際的な信任の高まりに繋がっている（図8）。
- こうした海外から流入した資金の一部は、同国経済が安定している中で、依然として高金利であることから生ずる内外金利差を狙った投機資金であると見られており、国内に過剰流動性を生じさせる要因となっている。さらに、足元における同国経済の好景気の影響から、同国の雇用環境はこの数年で大きく改善（図9）、堅調な個人消費を醸成してきた。しかし、過剰流動性は個人消費をはじめとする内需を押し上げ、国内のマネーの伸びが高止まりしており（図10）、需要インフレ懸念が高まるに至っている。さらに、足元の国際的な商品価格の上昇は、同国にもコストプッシュインフレ懸念を生じさせており、3月の消費者物価は食料品価格の上昇が牽引する形で対前年同月比+4.7%と、金融当局が

定めるインフレターゲット（+4.5%）を上回る状態が続いている（図11）。

図5 輸出入の推移(前年比)

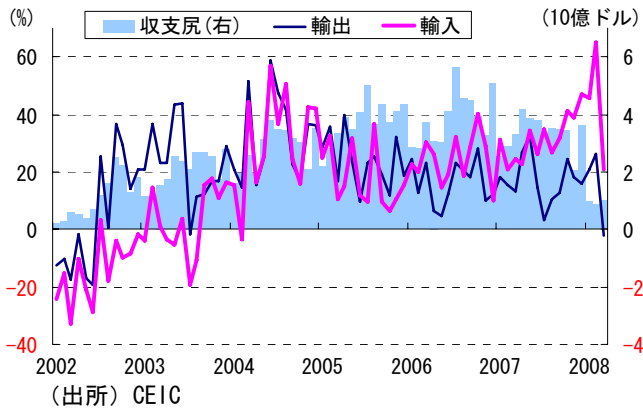


図6 経常収支の推移

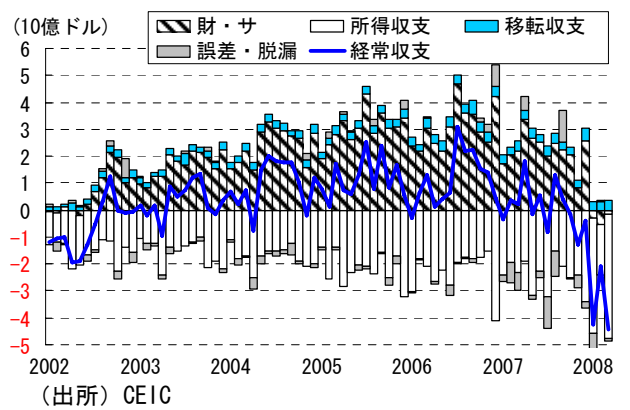


図7 資本収支の推移

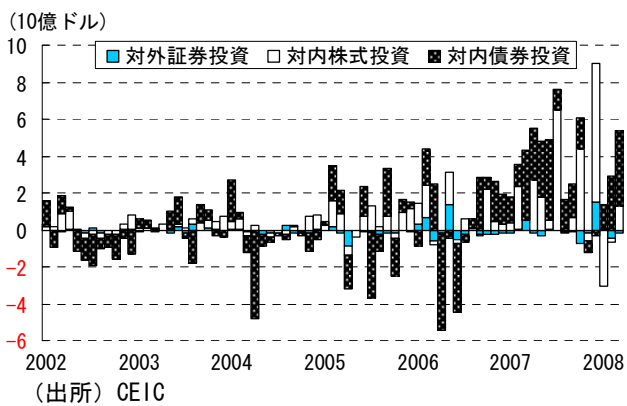


図8 外貨準備の推移

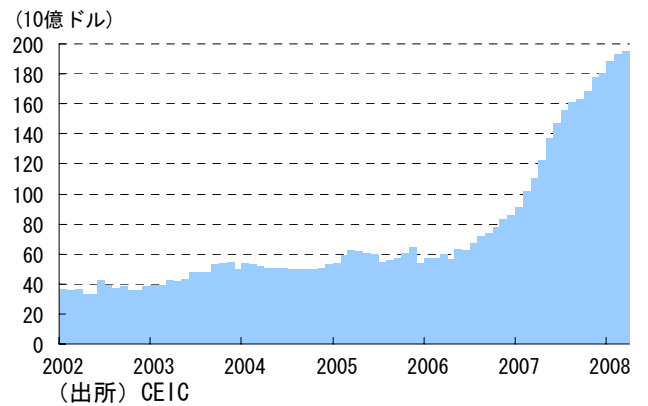


図9 雇用環境の推移

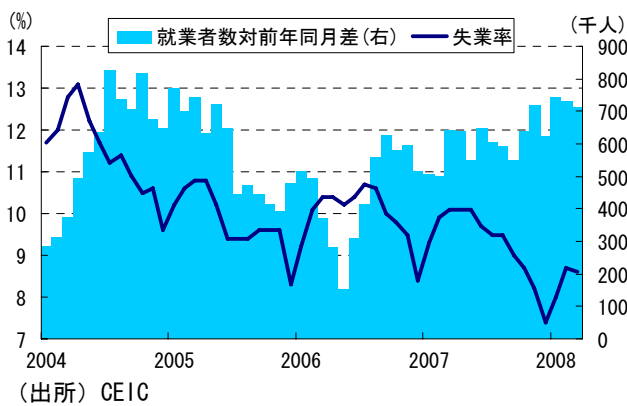


図10 M3と国内信用の推移(前年比)

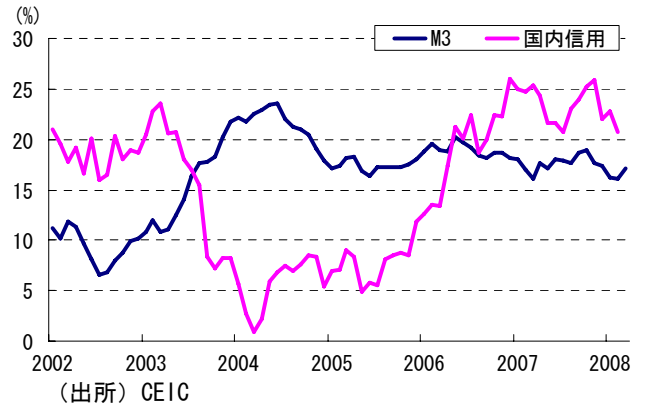
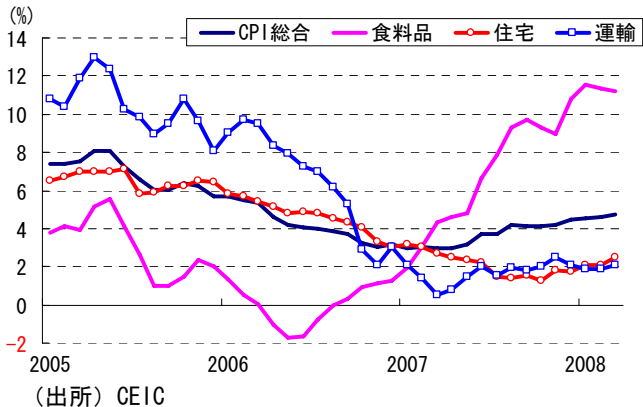
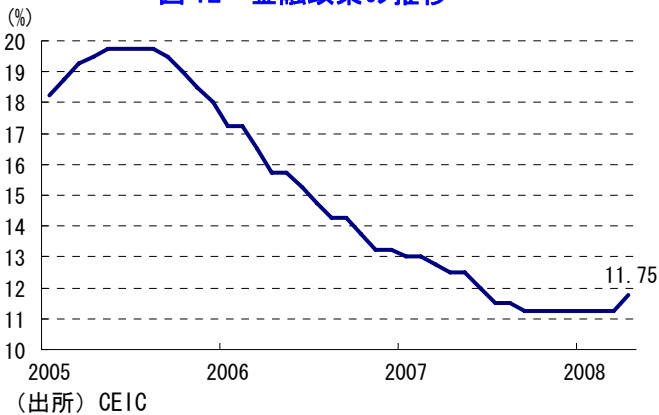


図11 消費者物価の推移(前年比)



- 足元におけるインフレ圧力の高まりへの警戒から、金融当局は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12）。同国は1999年の通貨危機後、インフレターゲットを採用したほか、緊縮的なマクロ経済政策による対外債務の整理・縮小に取り組み、ハイパーインフレを克服した。インフレが沈静した2005年後半からは金融緩和とスタンスを継続したことに加えて、国際的な資源価格の高騰を背景に同国経済は好景気が続いている。しかし、足元でのインフレ圧力の高まりにより、3年余りに亘り継続してきた金融緩和姿勢を一転させ、金利引き上げ姿勢に転じた。

図12 金融政策の推移



#### 《先行きは投資資金を引き寄せることで力強い成長が持続するも、景気過熱とインフレ圧力残存に懸念》

- 先行きの同国経済は、これまでの国際的な信任を背景とした投資資金の流入に加えて、今回の格上げにより同国の株式及び債券市場への海外からの資金流入が加速することが見込まれる。その結果、当面は通貨レアルの対米ドル為替相場は強含みの状況が続くものと見込まれる。さらに、30日に米FRBが開催したFOMCにおいて、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標が25bp引き下げられ2.00%となったことは、米国との政策金利差が9.75%に拡大したことを意味する。その結果、内外金利差に着目したドル借り取引やユーロ借り取引を引き寄せる可能性がさらに高まり、国内の過剰流動性による需要インフレ懸念が残ることが予想される。
- また、過去3年余りに亘り継続してきた金融緩和政策の影響から、ローンを通じた信用創造が急速に拡大しており、自動車等の耐久消費財消費が拡大基調を続けている。過剰流動性の存在はこうした流れを大きく加速させ、過剰消費による景気過熱が生じる懸念も出て来る可能性がある。ただし、金融当局は独立性を堅持している上、インフレターゲットに沿ったフォワードルッキングベースでの自律的な金融調整を志向しており、先日実施された金利引き上げはこうした流れに沿うものと言えよう。したがって、投機資金の流入により景気の過熱感が強まる事態に至ると考えられる場合、金融当局は現象に先んじて金融引き締め強化に動く可能性があり、当面は緊縮姿勢が強まることが予想される。
- ただし、足元の国際的な商品市場の高騰については、米国経済の減速を発端とした世界の金融市場における信用不安が完全に払拭されるに至らない状況を鑑みれば、投機資金を中心として投資選択における「単純さへの逃避」の観点から商品市場に流入する状況は当面続くものと見られる。足元では、商品間でも情報による選別が起こっているものの、同国が主要産出元となっている原油、鉄鉱石をはじめとする鉱物資源、そして小麦、さとうきび、とうもろこしを中心とした穀物は依然として高値圏

で推移しており、この傾向は当面続くものと見られる（図 13, 14）。国際的な米価格の上昇を契機として、同国は米の輸出停止措置を講ずる等、国内の食料費価格の上昇抑制に向けた取り組みに舵を切り始めている。しかし、国際的な商品市況の高騰に起因する輸出価格の上昇は、国内価格の押し上げ要因となり、さらに原油価格の上昇が農業部門での投入財価格の押し上げに影響を与えていることを鑑みれば、同国内においてもコストプッシュ型のインフレ圧力が残るものと見込まれる。

図 13 エネルギー先物価格の推移

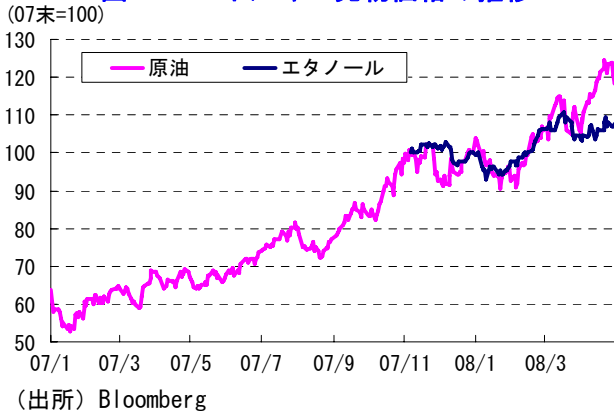
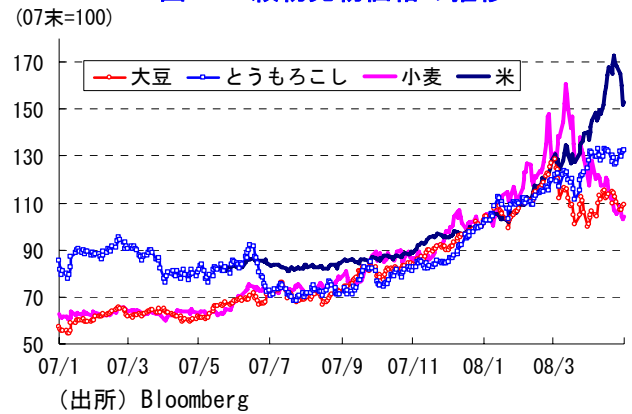


図 14 穀物先物価格の推移



- 上述のように、国内インフレに対する懸念や景気過熱に対する懸念があることから、金融政策は当面の間、緊縮姿勢が継続されるものと見込まれる。その結果、本年末にかけても金利引き上げ姿勢が継続されるものと予想される。こうしたことから、通貨レアルについても、当面は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。

図 15 通貨レアルの対米ドル為替相場の推移



以上