



ブラジル経済事情：インフレ懸念も力強い内需が底堅い成長を牽引

～インフレ懸念を生む力強い内需により、1-3月期の実質GDP成長率は前年比5.8%と底堅さが続く～

発表日：2008年6月12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日に公表された1-3月期の実質GDPは、対前年同期比+5.8%と前期（同+6.2%）から鈍化したものの底堅い成長が確認された。インフレ圧力の高まりで内需に下押し圧力はあるものの、依然として底堅く推移したことで、税関検査官のストに伴う輸出の急減を下支えする格好となった。
- 国際的な商品市況の高騰と内外金利差を背景に、同国には外国からの投資資金が流入しており、さらに、格付機関が「投資適格」としたことで、その流れは加速を強めている。足元では経常収支の赤字幅拡大にも拘らず、資本収支の大幅黒字で外貨準備が積み上がり純債権国になる等、国際的信用を高めており、さらに海外からの投資資金をが集まる状況となっている。
- 国内では、海外からの投資資金による国内の過剰流動性が内需を押し上げる形で需要インフレ懸念が強まっている上、国際的な商品市況の高騰によるコストプッシュ型インフレ圧力も強まっており、金融当局は金融引き締め姿勢をさらに強めている。インフレ圧力の高まりによる景気下押し懸念はあるものの、先行きにおいても商品市況の騰勢と内外金利差を背景に海外からの投資資金の流入は続くとみられ、景気の下支えが期待されよう。
- 投資資金の流入による過剰流動性により景気過熱懸念が生ずる恐れがあるものの、その結果、金融当局の緊縮姿勢は先行き強まるものとみられ、通貨レアルの対米ドル為替相場は他の新興国通貨と比べ相対的に増価基調を歩むと見込まれる。

《力強い内需が牽引役となり底堅い成長を持続、需要インフレ圧力の高まりもあり金利引き上げも継続》

- ブラジル地理統計院は10日、1-3月期の実質GDP成長率が対前年同期比+5.8%と前期（同+6.2%）から鈍化したものの、依然として底堅い成長を持続している旨を公表した（図1）。要素別では、足元でインフレ圧力が高まっている影響から、個人消費が対前年比+6.6%と前期（同+8.6%）から鈍化したほか、資本投資も対前年比+15.2%と前期（同+20.0%）から鈍化する等、家計及び企業部門の購買力の下押しが懸念されるものの、政府消費の拡大が下支えし、内需全体で輸出の減速（同▲2.1%）による純輸出の低下をカバーする格好となった。なお、輸出の減速は、3月中旬に税関検査官が全国一斉ストに突入したことによる通関手続遅延によるものと考えられる。なお、同ストは6月1日に一時中止措置が取られており、4-6月期への影響は必至であるものの、先行きは解消されるものとみられる。
- 足元の国際的な商品市況の高騰の影響から、それらの産出国である同国には海外からの直接投資や証券投資といった投資資金の流入が続いている。さらに、ここ数年の高成長を背景とする底堅い内需が続いている影響から、貿易収支の黒字幅が急速に縮小しており、足元では経常収支の赤字幅が拡大しているものの（図2）、大幅な資本収支黒字が経常収支赤字をファイナンス状況が続いている（図3）。その結果、外貨準備高は5月末時点で1,979億ドルに達している（図4）。一方で、昨年末時点での対外債務残高は1,932億ドルとなっており（図5）、実質的な純債権国入りを果たしていることで国際的な信認が高まっている。さらに、今年4月にはS&P社、5月にはフィッチ社がそれぞれソブリン格付を所謂「投資適格」に格上げしたことで（図6）、海外の機関投資家を中心とする証券投資の流入がさら

に活発化している（図7）。

- 海外からの投資資金の流入により発生した過剰流動性により内需が押し上げられたほか、投資流入により雇用環境が改善（図8）、その結果、労働者の平均賃金が上昇しており（図9）、需要インフレ懸念が高まっている。その上、世界的な原油及び穀物価格の上昇によるコストプッシュ型インフレによるインフレ圧力も高まっており、4月の消費者物価は対前年同月比+5.0%と（図10）、昨年12月以来5ヶ月連続で金融当局が定めたインフレターゲット（4.5%）を超える状況が続いている。そのため、今月4日に金融当局が開催した金融政策委員会においては、政策金利（Selic）を50bp引き上げて12.25%とする決定がなされている（図11）。同国では、過去のハイパーインフレが収束した2005年後半から3年以上に亘り金融緩和政策を採ってきたものの、今年に入って2度目の引き上げとなった。

図1 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

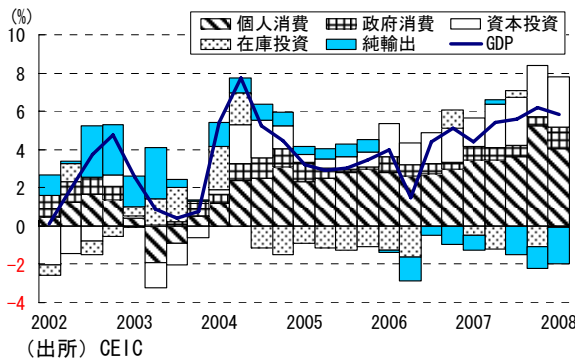


図2 経常収支の推移

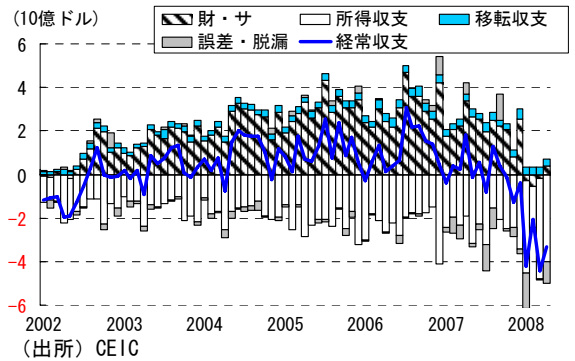


図3 国際収支の推移

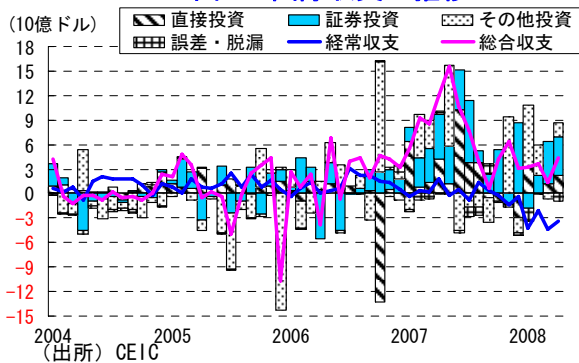


図4 外貨準備高の推移

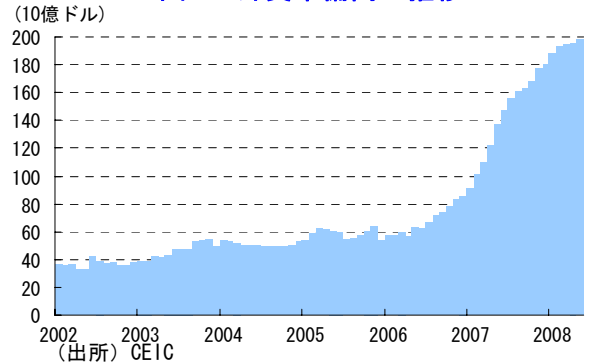


図5 対外債務の推移

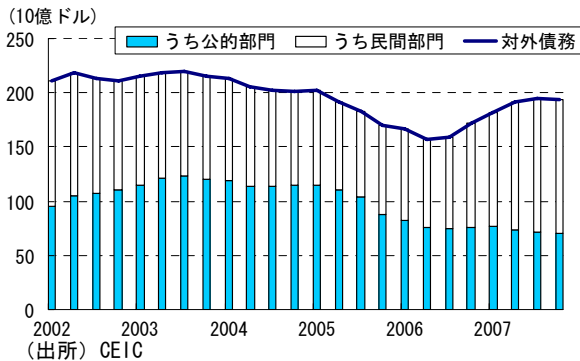


図6 ソブリン価格付の推移

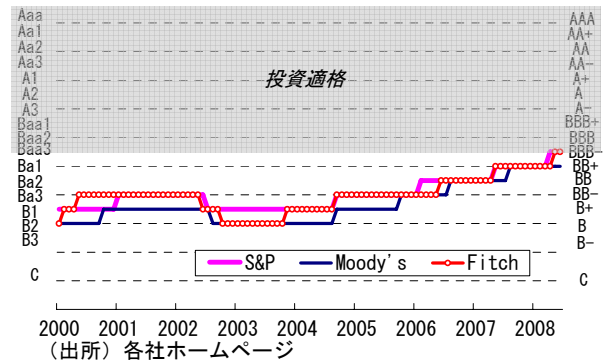


図7 証券投資の推移

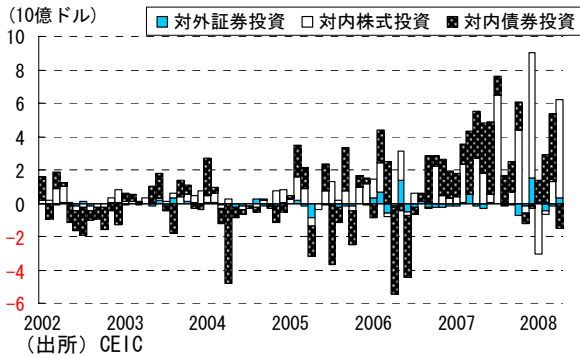


図8 雇用環境の推移

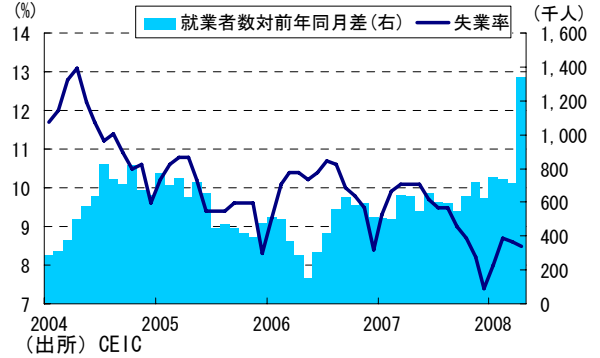


図9 平均賃金の推移(前年比)

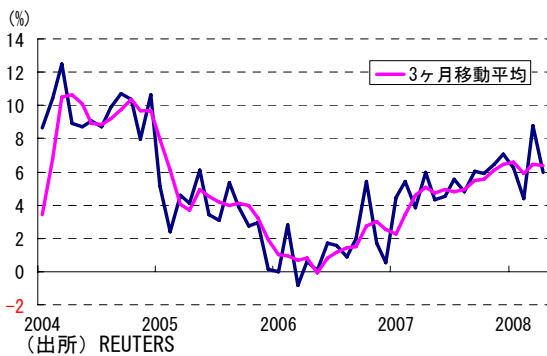


図10 消費者物価の推移(前年比)

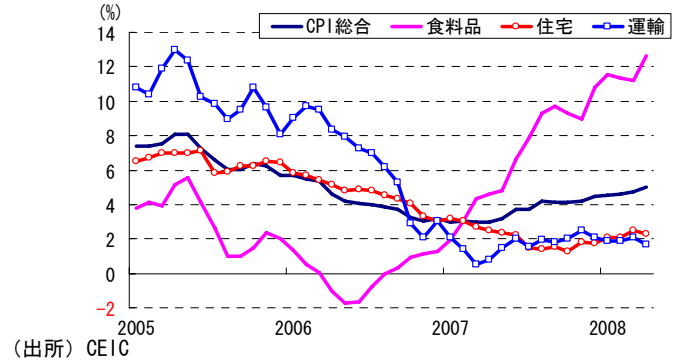
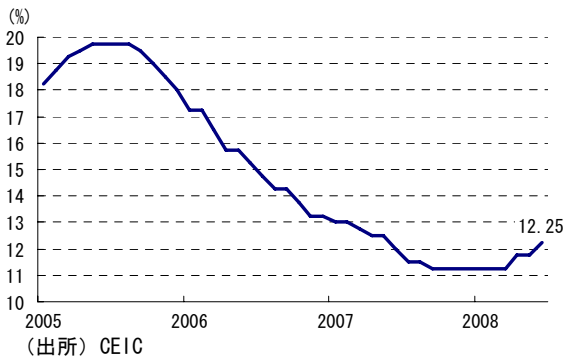


図11 政策金利 (Selic) の推移



- 足元の貿易環境は、世界的な商品市況の高騰の影響に加えて、ここ数年の高成長により内需が底堅いことから輸入の伸びが輸出の伸びを上回る状況が続いており、貿易収支の黒字幅は、年明け以降に急速に縮小した（図 12）。同国は、原油関連での外国からの投資受入が多いことから、所得収支は大幅な赤字を計上しており、経常収支も赤字幅を拡大させているものの、外国からの投資資金の流入によってファイナンスされる状況が続いている。
- 海外から流入する投資資金の一部は、ブラジル経済が安定的な成長により通貨レアルが安定している中（図 13）、緊縮的な金融政策に伴う高金利により生ずる内外金利差を狙う投機資金であるとみられ、国内の過剰流動性を生じさせる一要因となっている。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 14）、需要インフレ圧力が高まっている。そのため、金融当局はさらなる金融引き締めにより需要インフレ圧力の抑制に取り組んでいる。米国 Fed を中心とする先進諸国の金融当局は国内インフレに対する懸念を表明する等、これまでの金融緩和から転換を図る姿勢を見せているものの、依然として景気減速が強まる見通しの中では、金利引き上げに反転するには相当の時間を要するものと考えられ、当面は内外金利差が縮小する展開に至らないも

のとみられる。先行きにおいても、同国の資源供給国という強みに加えて、内外金利差を要因とした海外からの資金流入は続くものと考えられる。

図 12 輸出入の推移(前年比)

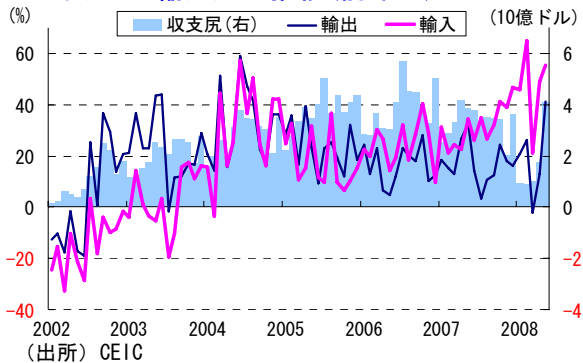
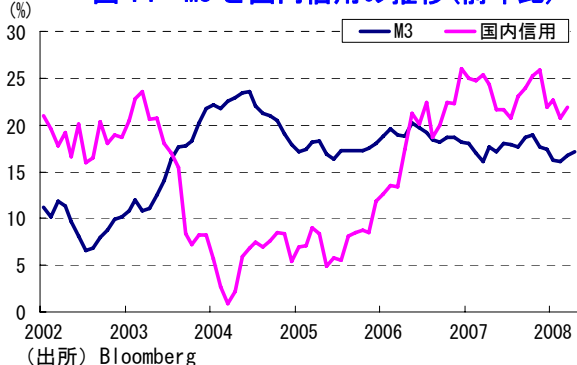


図 13 為替相場の推移



図 14 M3 と国内信用の推移(前年比)



《先行きのブラジル経済は投資流入による景気下支えが持続、ただし、インフレ亢進による景気過熱に懸念》

- 先行きのブラジル経済は、これまでに築かれた国際的な信任を背景とする投資資金の流入が続くものとみられ、通貨レアルの対米ドル為替レートは強含みの状況が当面続くものと見込まれる。米国では昨今、Fed のバーナンキ議長やポールソン財務長官により米ドル安の進行に伴う米国のインフレ懸念が呈されたものの、米国景気が自立的な回復を遂げるには未だ時間を要するものと見られ、金融政策の姿勢が急激に引き締めめに転じるとは考えにくい。一方で、ブラジルの金融当局はインフレ抑制に向けて、今後も金融引き締め姿勢を強める可能性が高く、内外金利差は当面のところ拡大圧力が高まるとみられ、そうした面でも投資流入圧力に大きな変化はないものと見られる。その結果、国内に過剰流動性が発生する状況は続くともみられ、インフレ圧力は残存するものと考えられる。
- 同国では、2005 年からの 3 年間に亘って金融緩和策が採られた影響から、市中ではローンを通じた信用創造が急速に拡大している。その結果、自動車等の耐久消費財消費は足元でも高い伸びを続けている(図 14)。過剰流動性が発生すれば、こうした流れをさらに加速させることになり、過剰消費による景気の過熱感が生じる懸念が出てくることになろう。ただし、金融当局は独立性を堅持している上、過去のハイパーインフレによる経済混乱の教訓から、インフレターゲットによるフォワードルッキングベースでの自立的な金融調整を志向する。したがって、投機資金の流入による景気過熱感が強まると判断した場合、金融当局は現象に先んじて金融引き締め姿勢を強化する可能性が高く、当面は緊縮姿勢が強まるものと見込まれる。
- 足元で進行する国際的な商品市況の高騰は、未だに米国サブプライムローン問題を発端とする世界の金融市場での信用不安が完全に払拭される状況に至っていないこと考えると、当面は投機資金を中心

とした商品市場への資金流入は継続するものとみられる。既に商品内で選別が起こっているものの、同国を主要生産地とする原油や鉄鉱石をはじめとする鉱物資源や、小麦、さとうきび、とうもろこしを中心とする穀物価格は依然として高値圏で推移し続けており（図 15, 16）、当面はこの傾向が持続するものと考えられる。また、国際価格に引きずられる形で国内価格が上昇するコストプッシュ型インフレによるインフレ圧力も当面は残存するものと見込まれる。

- インフレ圧力が残存することによる内需の下押し懸念はあるものの、海外からの投資資金の流入が景気を下支えするものと見られ、結果として、同国経済は底堅い成長を持続するものと見込まれる。また、1-3 月期に輸出が急減速した要因となった税関検査官の全国一斉ストライキは、6 月 1 日付で一時中止措置が取られたため、先行きの輸出入手続は円滑に進められるものと見込まれる。資源価格が高止まりする中、原油や鉄鉱石のみならず、米国のもとは異なりクリーンエネルギーとして注目を集める同国のバイオ燃料等、引き続き資源を中心とする高い輸出ニーズが期待され、景気の下支えが期待される。

図 14 小売売上の推移(前年比)

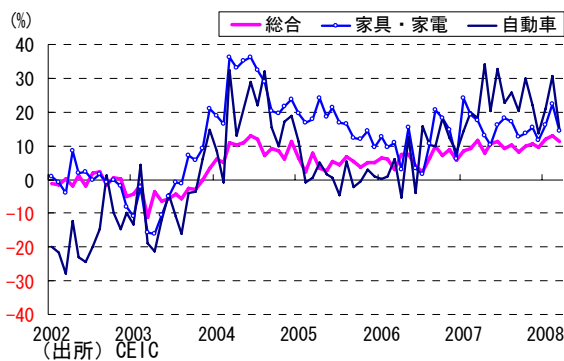


図 15 エネルギー財先物価格の推移

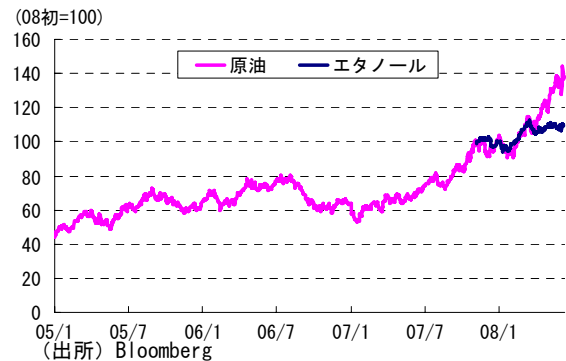
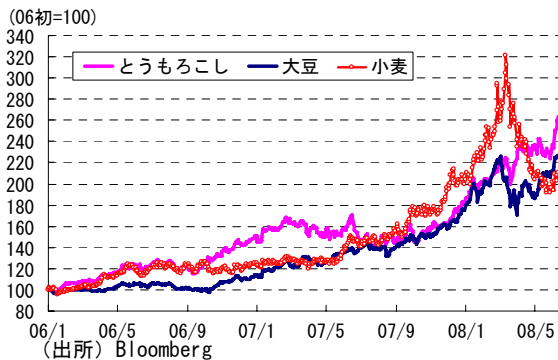


図 16 穀物先物価格の推移



- 国内インフレ圧力の残存に対する懸念や景気過熱感の発生に対する懸念もあり、金融政策は当面緊縮姿勢が継続されると見込まれる。その結果、年末に掛けて金利引き上げ姿勢も継続されると予想される。こうしたことから、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も、対米ドル為替相場の相対的な増価基調が持続するものと見込まれる。

以上