



ブラジル経済事情：利上げ実施も投資流入で引き締め効果は不透明 ～インフレが残存する懸念から、先行きも引き締め姿勢は堅持し続ける可能性が高い～

発表日：2008年7月24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)

- 23日、ブラジル中央銀行は金融政策委員会において、足元のインフレ圧力への対応から政策金利を75bp引き上げて13.00%とする決定を行った。今回の利上げは今年に入ってから3回目となる。
- 利上げの背景として、世界的な原油及び穀物価格の高騰によるコストプッシュ型インフレに加え、同国の好景気及び国際的な信任の高まりから投資資金が流入したことで需要インフレ懸念も生じるなど、消費者物価は直近で前年比+6.1%と亢進しており、当局が掲げるインフレターゲット水準を超えている。
- 同国経済は、インフレによる内需の下押し懸念があるものの、資源価格の高騰を背景に底堅い成長を継続している。また、金融引き締め姿勢を堅持することで投資資金を惹き付けるなど、投資の流入が景気の下支え効果を生んでいる。先行きにおいてもこうした投資環境に大きな変化はないものとみられる。
- 当面はコストプッシュ型インフレと需要インフレ懸念の共存によるインフレ圧力が残存するものとみられ、金融当局は引き締め姿勢を堅持し続けるものとみられる。結果として、通貨レアルの対米ドル為替相場は増価基調が持続するものとみられる。

《コストプッシュ、ディマンドプル双方のインフレ懸念の高まりを受け、今年3度目の金利引き上げ実施》

- 23日、ブラジル中央銀行は金融政策委員会を開催し、足元のインフレ圧力の抑制を図ることを目的に政策金利である Selic 金利を市場予想（50bp）を超えて 75bp 引き上げ、13.00%とする決定を行った（図1）。同国では、今年4月に約3年ぶりに金融政策を引き締め姿勢に転じて以降、先月の同委員会でも50bpの引き上げがなされており、今回の利上げにより今年に入ってから3度目、計175bpの引き上げとなる。今回の利上げ幅が予想外に大きくなったことで、金融当局の引き締め姿勢は、先行きさらに強硬さが増すものと考えられる。
- 足元では、同国においても世界的な原油及び穀物価格の高騰の影響を受ける形でインフレの圧力が高まっており、6月の消費者物価は対前年同月比+6.1%と前月（同+5.6%）から亢進しており（図2）、3年ぶりの高い水準に達している。なお、同国では1999年の通貨危機の後にはインフレターゲット制を敷いており、金融当局が定める今年のターゲットは4.5%となっているものの、昨年12月以来7ヶ月連続で同水準を上回るなど、引き締め姿勢を強める素地が出来上がっていた。
- 同国では利上げに伴う内外金利差の拡大に加えて、S&P社及びフィッチ社が相次いで長期外債建ズブリン格付を投資適格である「BBB-」に格上げしたことで（図3）、海外の機関投資家を中心とする証券投資資金の流入が活発化している。そうした投資資金により発生した過剰流動性は、国内の需要を押し上げることとなったほか、投資資金の流入により雇用環境が改善したことで（図4）、平均所得も伸び続けるなど（図5）、需要インフレ圧力に対する懸念も高まっている。

図1 政策金利の推移

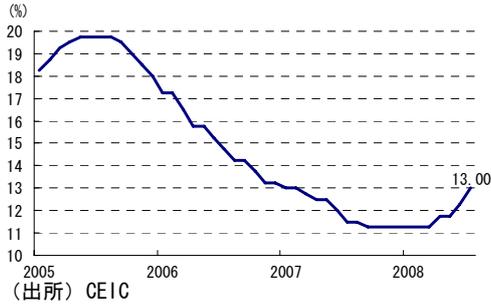


図2 消費者物価の推移(前年比)

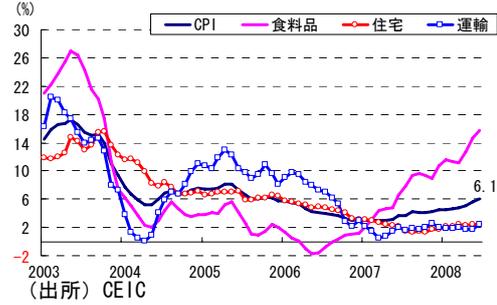


図3 外貨建ソブリン格付の推移

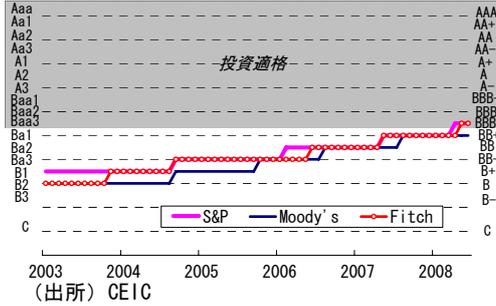


図4 雇用動向の推移

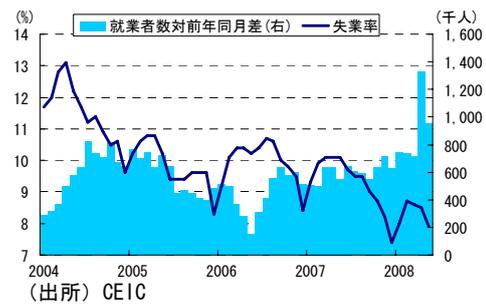
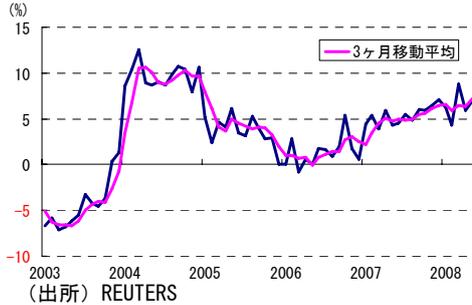


図5 平均所得の推移(前年比)



《インフレによる消費・投資への下押し圧力あるものの、資源高を背景に底堅い成長を継続》

- 同国の1-3月期の実質GDPは、対前年同期比+5.8%と前期(同+6.2%)から若干鈍化はしたものの、依然として底堅い成長が持続していることが示されている(図6)。足元でのインフレ圧力の高まりから、個人消費は対前年比+6.6%と前期(同+8.6%)から減速した上、資本投資も同+15.2%と前期(同+20.0%)から鈍化するなど、家計・企業の両部門の購買力に押し下げ圧力が懸念されるものの、社会保障の拡大などによる政府消費が下支えする形となっている。なお、同時期には、税関検査官の全国一斉ストの影響により輸出が同▲2.1%と大幅に減速したものの、6月1日には一時中止措置が取られたことから、4-6月期に影響は残存するものの、先行きには影響の解消が見込まれる。
- 国際的な商品価格高騰を背景に、同国には海外からの直接投資や証券投資を通じた投資資金の流入が続いている。一方、ここ数年の高成長を牽引してきた底堅い内需を背景とする輸入の増大は貿易黒字幅を縮小させ(図7)、その結果、経常収支は足元で赤字に転落するに至っているものの(図8)、外国からの投資流入に伴う資本収支黒字が経常収支をファイナンスしている(図9)。外国からの投資資金が国際収支を下支えしていることで、外貨準備は6月末時点で2,008億ドルに達している(図10)。なお、同国では公的部門の対外債務は圧縮が進んでいる一方、世界的な低金利に伴って資金調達が容易になったことで民間対外債務が増大傾向にある(図11)。とはいえ、実質的な債権国入りが近い状況から、国際的な信任は高まっており、このことも投資資金を増やす要因となっている。

- 海外からの投資資金の一部は、同国経済が底堅い安定成長を享受する中で通貨レアルの対米ドル為替相場の増価基調を強める中（図 12）、金融政策の引き締め強化に伴う高金利によって生じた内外金利差を狙った投機資金とみられ、国内に過剰流動性を生む一要因となっている。過剰流動性は内需の押し上げに寄与するほか、国内のマネーの伸びを高止まりさせるなど（図 13）、需要インフレに対する懸念を高めている。米国景気が本格的な自律的回復を迎え、Fed が利上げを実施する環境に至るには依然として相当の時間を要するとみられることから、当面の間は内外金利差は縮小せず、資源国という強みと内外金利差に着目した投資資金の流入は持続するとみられる。

図 6 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

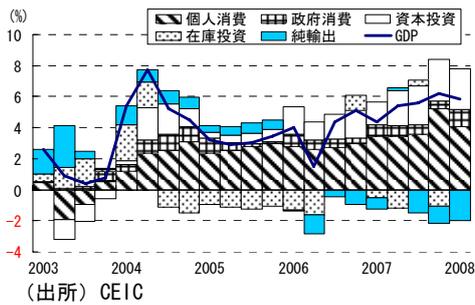


図 7 輸出入の推移(前年比)

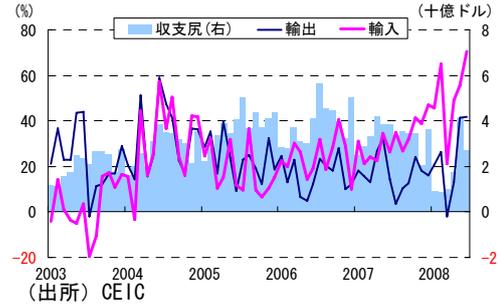


図 8 経常収支の推移

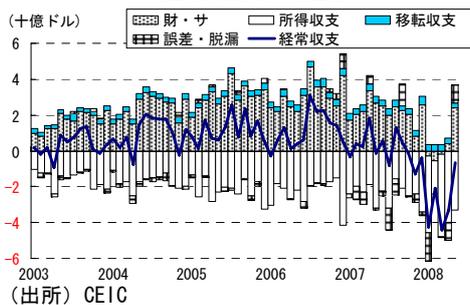


図 9 国際収支の推移

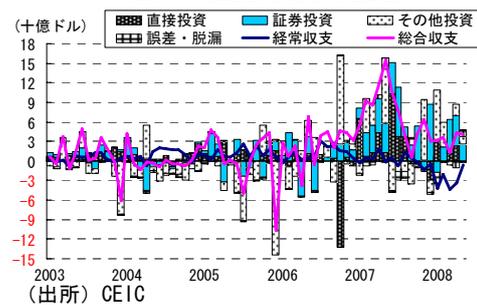


図 10 外貨準備高の推移

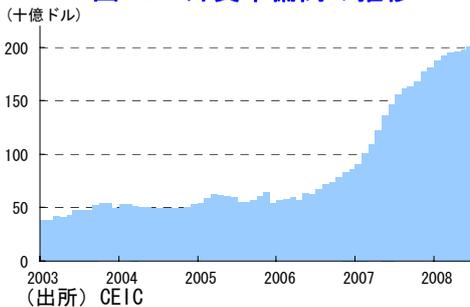


図 11 対外債務残高の推移

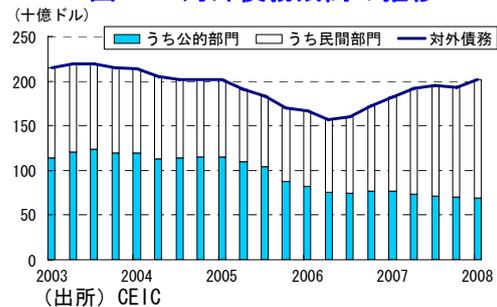
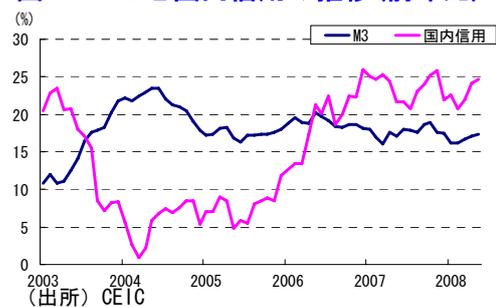


図 12 為替相場の推移



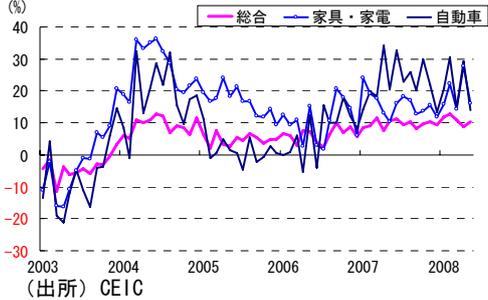
図 13 M3 と国内信用の推移(前年比)



《先行きのブラジル経済は投資流入が景気下支え要因に、一方でインフレ高止まりによる景気過熱に懸念も》

- 先行きのブラジル経済にとっては、足元の世界的な商品価格の騰勢の動向如何ではあるものの、当面は資源国という魅力と国際的信任の高まり、そして内外金利差の拡大を背景とする海外からの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も増価基調で推移するものとみられる。米国経済については、近々利上げが実施されるとの観測が市場で出始めるなどの動きがあるものの、景気が本格的な自律回復に至るには依然として相当の時間を要するものとみられ、当面はFF金利の引き上げ局面には至らないものと考えられる。一方、ブラジル金融当局は今回の利上げ幅が予想以上となったことで、先行きにおいてもインフレの抑制に向けた引き締め姿勢を強めていく可能性は高まったと言え、内外金利差は拡大圧力が強まるとみられる。外的要因による国内の過剰流動性が残存する可能性は高く、結果としてインフレ圧力も残存するものと考えられる。
- 同国の底堅い内需は、過去の金融緩和策による金利低下により、市中においてローンなどを用いた信用創造が急拡大したことが寄与しており、足元においても実質ベースの小売売上は依然として伸びが高止まりしている（図 14）。したがって、投資資金の流入により国内に過剰流動性が生ずれば、過剰消費を誘発することで景気過熱感を生む懸念が生じることになる。しかしながら、同国の金融当局は、1999年の金融危機、その後に発生したハイパーインフレを教訓に、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律的金融調整を志向するなど、その独立性は高い。よって、投機資金の流入が景気過熱感を強めると判断する場合、当局は金利引き上げ以外の方法を含めて金融引き締めの度合いをさらに加速させる可能性もあり、そうした点でも先行きは引き締め姿勢が強まっていくものと見込まれる。
- 世界的な原油及び穀物価格の騰勢は、足元では一進一退の展開を強めているものの、依然として金融市場における信用不安が残っていること、さらに新興国経済が依然として内需の底堅さを示していることを考えると、実需の伸びを背景とする商品市場への資金流入は当面続いていくものとみられる。同国を主要原産地とする石炭や鉄鋼石は市場で取引されておらず、相対交渉により価格決定されることを考えると、先行きも高値で取引する可能性は高い。さらに、原油や小麦、サトウキビ、とうもろこしなどについても、依然として様々な材料によって市場の値動きが左右される状況に変わりはないものとみられる。その結果、国際価格が国内価格を吊り上げる形でのコストプッシュ型インフレも当面は残存するとみられる。
- インフレ圧力の残存による内需下押しの懸念はあるものの、海外からの投資資金の流入が景気の下支え要因となり、同国経済は底堅い成長を持続すると見込まれる。さらに、1-3月期GDPの下押し要因となった外需の減速は、税関検査員の全国一斉ストライキによるところも大きく、4-6月期への影響は残存するとみられるものの、先行きは輸出入手続の円滑化により、世界的な資源需要の高さを背景とする外需の回復も期待されるよう。ただし、為替増価基調が強まると見られる中、輸出価格の抑制による交易条件の悪化を招く可能性があり、貿易収支の悪化に拍車がかかる可能性も高まろう。
- インフレ圧力への懸念、さらに、景気過熱に対する懸念もあることから、金融当局は引き締め姿勢を堅持し続けるとみられる。先行きにおいても利上げを含む対応が継続されると予想され、通貨レアルの対米ドル為替相場は、他の新興国や資源国通貨と比較しても増価基調が持続するものと見込まれる。

図 14 実質小売上の推移(前年比)



以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。