



ブラジル経済事情：4-6月期GDPは市場予想を覆して加速へ

～需要インフレ懸念から金融当局は引き締めを加速、先行きは姿勢軟化の可能性も出てきた～

発表日：2008年9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、ブラジル銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利（Selic）を75bp引き上げて13.75%とする決定を行った。同行では年明け以降、世界的なコストプッシュ型インフレ圧力によるインフレ高進に対応し、4回連続で利上げを実施しており、利上げ幅は計250bpと急激に引き締め姿勢を強めている。今回は直前に公表された4-6月期GDPが市場予想以上に強かったことで、先行きの需要インフレが高まる懸念から前回と同じ利上げ幅になったと考えられる。しかし、票決に際して初めて票が割れたことから、今後のスタンスは急進的な利上げからのスピードダウンが期待される。
- 同日に公表された4-6月期の実質GDPは対前年比+6.1%と前期（同+5.9%）から加速した。特に、インフレと金利高が共存する状況にも拘らず、個人消費や資本投資を中心とする内需は底堅さを見せていることが示された。外需を巡る環境悪化により製造業は鈍化したものの、農林漁業が前期から大幅に回復しているほか、底堅い内需に牽引される形でサービス業は好調さを維持している。ただし、7月以降の内需を巡る指標には鈍化の兆しが見え始めるなど、先行きは厳しさが増す可能性が高まっている。
- 先行きのブラジル経済は、全体的には足元で調整局面を迎えている原油価格の動向に左右されるとみられる。ただし、これまで堅調さを保ってきた内需が足元で減速の可能性が高まっている一方、「資源国」としての魅力から投資資金の流入が引き続き期待されるほか、特殊要因による外需減速のボトルネック解消で景気の下支えが期待される。同国の主要な鉱物は鉄鉱石や石炭など、市場外で価格決定がなされるものであり、原油価格の調整が進んだ場合でも景気を下支えする可能性が高いと言える。

《インフレ圧力が高止まりする中2ヶ月連続で75bpの急激な利上げ断行、先行きは軟化の可能性も》

- 10日、ブラジル銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利である Selic を 75bp 引き上げて 13.75%とする決定を行った（図1）。今回の利上げにより、年明け以降は3月に実施された同委員会から4回連続での利上げとなり、利上げ幅は合計250bpと金融当局が急激な引き締め姿勢に入っていることが分かる。7月に開催された前回の同委員会では、インフレ期待が依然として高く、当局の目標の上限近傍で推移する見通しが強まったことで、利上げ幅をそれまでの50bpから75bpに拡大させて引き締めの強化を図った。今回の会合に際して、市場ではさらに引き締めを強めるとの観測が強まっていたが、同日に公表された4-6月期実質GDPが予想以上に強かったことで、引き締め姿勢の強化が後押しされたと考えられる。なお、委員会後の声明において、計8名の委員による票決が前回までは全会一致での利上げ幅の決定であったのに対して、今回は75bpの利上げが5名、50bpの利上げが3名と票が分かれたことで、次回同委員会ではタカ派姿勢が若干軟化する可能性が出てきたと言える。
- ブラジルも世界的な原油及び穀物価格の高止まりによるコストプッシュ型インフレ圧力の影響を受けており、直近の8月の消費者物価は、対前年同月比+6.2%と3年ぶりの高水準で推移している。ただし、前月（同+6.4%）からは若干減速しており（図2）、食料品価格の伸びが同+13.7%と前年のウラが出るなど、先行きに鈍化の兆しも見え始めている。なお、金融当局は1999年の金融危機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制を採用し、今年のターゲットは4.5±2.0%（2.5～6.5%）としている。その意味では、足元のインフレ率はターゲット内に納まっているものの、金融当局はターゲットの中心により

近づけることを目標に掲げているほか、同行のメイレス総裁も 2009 年のインフレ目標として 4.5%を念頭に置く旨の発言を繰り返している。こうしたことから、先行きのインフレにも注意を向けていることを考えると、今後も金融政策は引き続き緊縮姿勢が持続すると予想される。

- 同国を巡っては、ここ数年の高成長期待と金利高に伴う内外金利差の大きさという妙味に加えて、今年春には S&P 社とフィッチ社が相次いで長期の外貨建ソブリン格付を投資適格級に格上げしたことで（図 3）、海外の機関投資家のみならず、個人投資家のファンドなどを通じた投資資金の流入が旺盛な状況が続いている（図 4）。こうした投資資金の流入により発生する過剰流動性による内需の押し上げ効果、さらに、高成長を背景に国内の雇用環境の大幅な改善が進んでいることで（図 5）、インフレが高進する中でも実質ベースの平均所得は依然として伸び続けており（図 6）、需要インフレに対する懸念が強まっている。こうしたことから、金融当局は引き締め姿勢を前倒しで強めてきたものと考えられる。

図 1 政策金利の推移

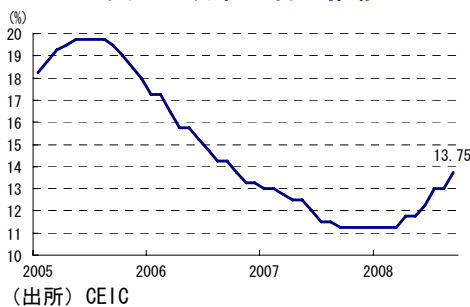


図 2 消費者物価の推移(前年比)

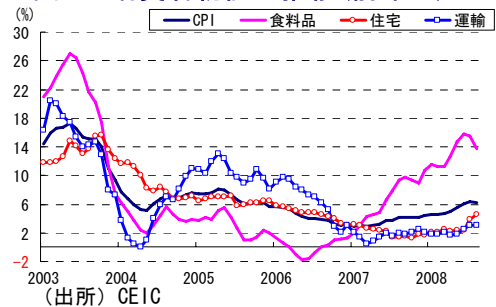


図 3 ソブリン格付の推移

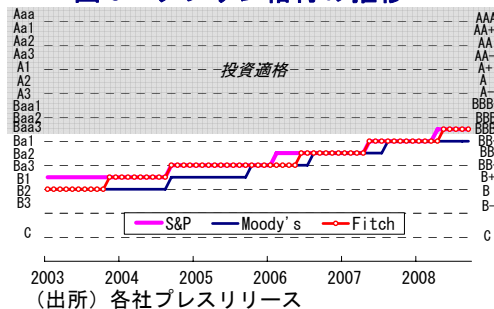


図 4 証券投資純流入額の推移

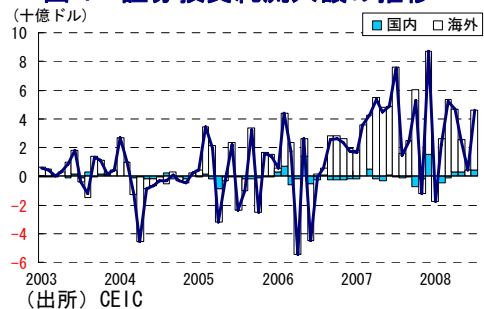


図 5 雇用動向の推移

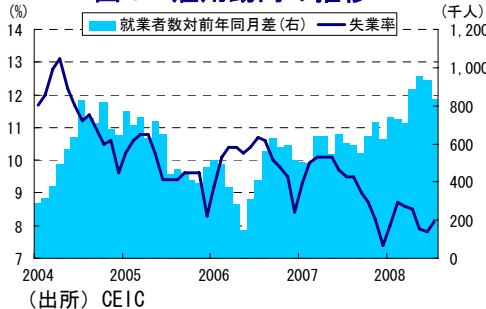
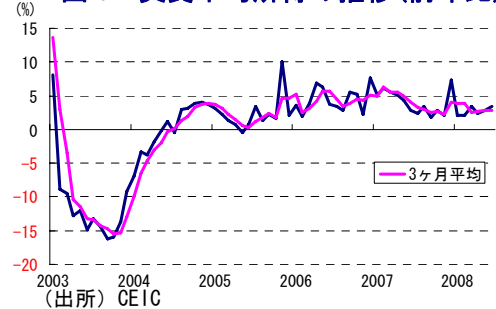


図 6 実質平均所得の推移(前年比)



《インフレと金利高の共存にも拘らず底堅い内需が続き、4-6 月期 GDP は前年比+6.1%に加速》

- 10 日に公表された 4-6 月期の実質 GDP は、対前年同期比+6.1%と前期（同+5.9%（改定値））から若干加速し、依然として底堅い成長が示された（図 7）。インフレ圧力が高まる中、金融当局は引き締め姿勢を急激に強めたことで金利高も共存する状況にも拘らず、個人消費は前年比+6.7%、資本投資も同+16.2%と、前期（各、同+6.6%、同+15.2%）からの伸びるなど、内需が依然として堅調に推移していることが示された。また、供給側では、米国や EU 経済の減速といった輸出環境の悪化に伴って製造業において鈍化した

一方、農林漁業で同+7.1%と前期（同+3.0%）から大幅に加速したほか、内需の底堅さを背景にサービス業も堅調な伸びをみせている。金融当局が引き締め姿勢を強めた後にも拘らず、市場予想以上の内需の底堅さが示されたことで、当局には先行きの需要インフレ懸念を想起させたと推測され、今回の大幅利上げに向かわせる決定打になったとみられる。

- 足元では原油及び穀物の国際価格は調整局面を迎えているものの、依然として高止まりが続いていること、また、同国の主要鉱物が鉄鉱石や石炭などの市場での価格決定メカニズムの働かないものであることから、同国の輸出は原油価格の動向にあまり左右されないとみられる。さらに、人口1億9千万人という巨大な市場に加えて、人口成長率は+1.4%、労働人口成長率は+1.8%と先行きの潜在成長性の高さに着目する形で直接投資の流入が盛んに行われており（図8）、こうした投資流入によって雇用環境が改善しているほか、足元における所得の伸びに繋がっているものと考えられる。
- その一方、インフレ圧力が高まっているにも拘らず、実質所得の伸びが依然プラスで推移していることから、小売売上は高い伸びを維持してきたものの、足元では鈍化基調を見せている（図9）。また、金融引き締めによる金利高によって、これまで順調な伸びが続いてきた自動車登録台数が足元で鈍化するなどの影響を見せ始めているほか（図10）、住宅販売件数も減速するなど（図11）、ここ数年の金利低下によって増加傾向にあった耐久消費財消費に急速な陰りが見えつつある。企業部門においては、特に資源分野を中心に特に中国を中心とする新興国の旺盛な需要を背景に設備稼働率は高止まりしており（図12）、足元では鉱工業生産も底堅く推移している（図13）。しかし、金利高と資材価格の高騰が設備投資を下押しすることで、結果として先行きの生産が鈍化する懸念が高まる可能性が出てこよう。

図7 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

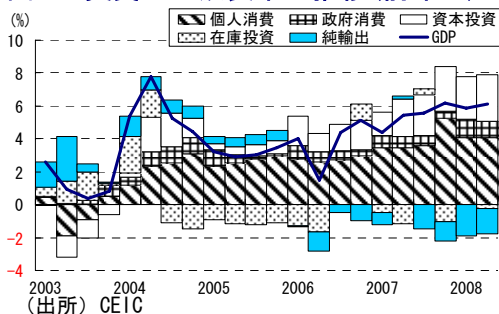


図8 直接投資流入額の推移

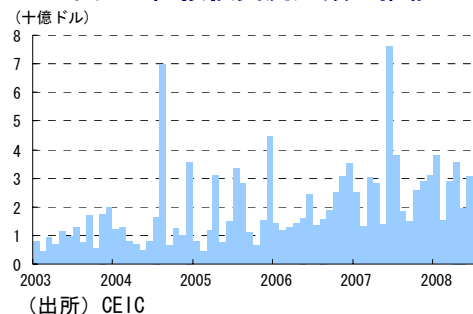


図9 小売売上の推移(前年比)

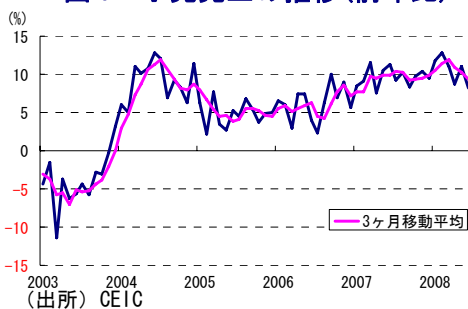


図10 自動車登録台数の推移(前年比)

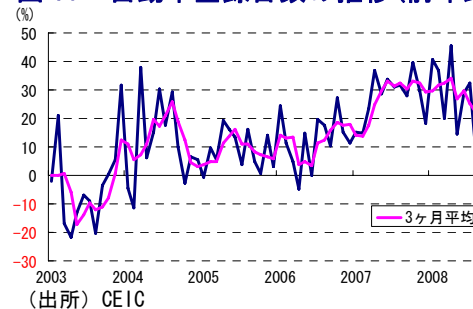


図 11 住宅販売件数の推移(前年比)

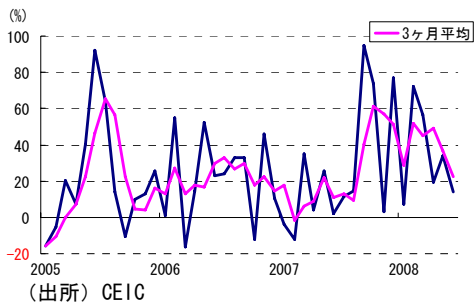


図 12 設備稼働率の推移(前年比)

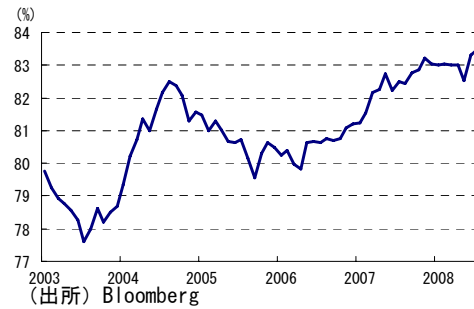
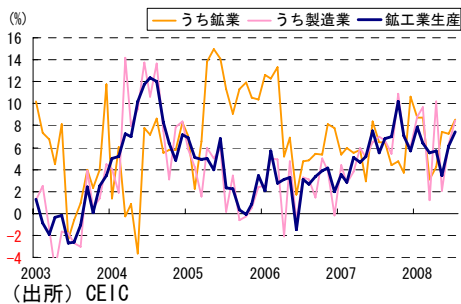


図 13 鉱工業生産の推移(前年比)



《輸出に底堅さ続くものの輸入増で貿易収支縮小、投資が流入するも原油価格調整から為替に売り圧力》

- 国際的に商品市況の高止まりが続いていることを背景に、鉄鉱石や石炭、原油などが採掘される同国は輸出を堅調に伸ばしてきた。さらに、同国は古くから自動車や航空機などの輸送機械を中心とする工業分野の輸出も盛んで、かつては米国への輸出依存度が高かったものの、足元では EU やメルコスール、アジア新興国などへの多様化を進めてきた（図 14）。ただし、ここ数年の高成長を引っ張ってきた旺盛な内需により、足元では輸入が輸出の伸びを上回る状態が続いており、貿易収支は黒字幅の縮小基調が強まっている（図 15）。こうしたことから、経常収支は昨年後半以降、赤字傾向が続いているものの（図 16）、依然として旺盛な流入が続く海外からの投資資金によってファイナンスされる状況が続いており（図 17）、その結果外貨準備高は 7 月末時点で 2,036 億ドルまで積み上がっている（図 18）。
- 外貨準備が積み上がったことで国際的な信頼が高まっていることに加えて、ソブリン格付の「投資適格」への格上げは同国の対外借入コストの圧縮に寄与している。公的部門ではかつての財政危機をきっかけに緊縮財政に舵を切るなど公的債務の圧縮を図った一方、民間部門の対外債務は拡大基調が続いている（図 19）。しかしながら、外貨準備高との比較で実質的な債権国入りが間近な状況にあることで国際的な信頼を高め、こうしたことも投資資金の流入を促す要因になってきたとみられる。
- しかし、今年 7 月半ばに史上最高値を付けた原油先物価格が足元で調整局面に入ってから以降（図 20）、原油取引の決済通貨である米ドルに買いが戻る過程で同国を含む「資源国」に売り圧力が掛かっており、通貨レアルや株式相場は弱含む状況となっている（図 21, 22）。ただし、投資資金の流入の勢いは大きく減じられておらず、金融当局による引き締め強化によりマネーの伸びは徐々に抑えられている一方で、国内信用は海外からの借入や投資資金の流入によって押し上げられる状況が続いているとみられ（図 23）、需要インフレ懸念を高めて来たと考えられる。先行きの原油価格の動向に左右される状況が当面続くとみられるものの、同国は依然として原油については純輸入国であり、価格調整が続くことは同国にとって必ずしもマイナスとは言いきれない。その一方、同国が輸出するの主要鉱物資源は市場価格決定メカニズムの働きにくい鉄鉱石や石炭などであり、先行きも世界的な需要が大きく減少する可能性が低いことを勘案すれば、中長期的には同国経済を押し上げる可能性は高いと考えられる。

図 14 仕向先別輸出割合 (2008 年上期)

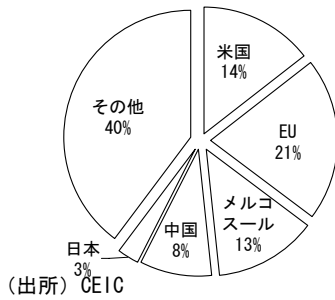


図 15 輸出入の推移 (前年比)

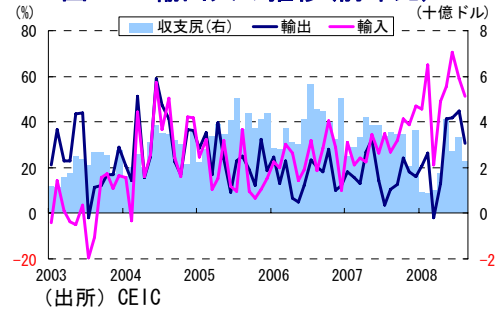


図 16 経常収支の推移

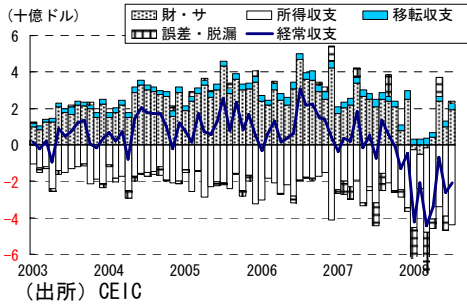


図 17 国際収支の推移

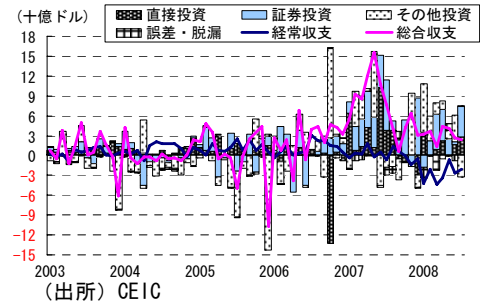


図 18 外貨準備高の推移

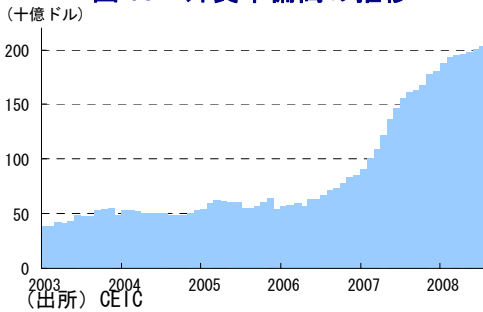


図 19 対外債務残高の推移

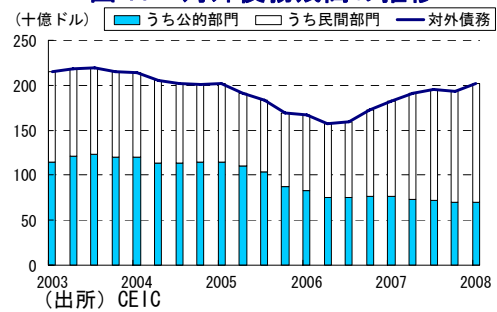


図 20 原油先物相場の推移 (WTI)



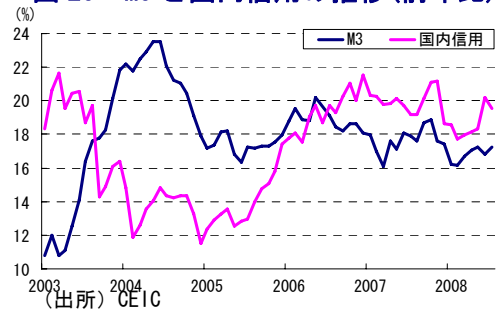
図 21 為替相場の推移



図 22 株式相場の推移 (ポベスパ指数)



図 23 M3 と国内信用の推移 (前年比)



《先行きは内需に減速の兆しが見え始めているものの、投資流入と外需の回復が景気を下支えする可能性》

- 先行きのブラジル経済は、依然として資源価格の高止まりが続く中、今後の価格動向に左右されるとみられる。ブラジル政府は過去のハイパーインフレの経験から、過度なほどにインフレタカ派姿勢を有しており、4-6 月期 GDP 統計において内需が依然として底堅く推移していたことで、先行きも引き締め姿勢を堅持する可能性は高まっている。しかしながら、7 月以降の内需関連指標では鈍化の兆しが見え始めているほか、今回の利上げによってさらなる下押し圧力が掛かるとみられることから、需要の過熱感が生ずる可能性は低くなると見込まれる。ただ、先行きも投資資金の流入が相次いだ場合には、結果として過剰流動性による需要インフレの上振れ懸念が高まることに警戒する必要が出て来よう。
- 金融当局による引き締め姿勢が強まっている影響で、足元では家計部門の耐久財消費が鈍化していく兆しが出始めており、さらにインフレの共存によって当面は個人消費への下押し圧力は避けられそうにない。また、企業部門は足元においても依然として底堅さを見せているものの、引き締め速度が速まっていることで借入を伴う設備投資のインセンティブが削がれることが懸念される。既に設備稼働率が 85% 近くと高レベルで推移しており、資本投資が減速することは先行きの生産鈍化に繋がる可能性を高めることになる。外需面では、米国に対する依存度を低下させてきた一方で、その代わりに関係が深まってきた EU 経済も足元では減速が鮮明になっており難しい状態にある上、資源需要が足元でも旺盛な中国にも変調の兆しが見え始めており、内外需双方が鈍化することで景気が全体的に減速する可能性が高まってくるとみられる。
- 同国は原油については依然として純輸入国であり、主な輸出財となる鉱物資源は鉄鉱石や石炭などの市場での価格決定メカニズムを持たない財が中心である。したがって、原油が先行きにおいて調整色を濃くするような状況に陥った場合においても、鉄鉱石や石炭がそれらに連られる形で価格が低下するかは不透明であり、これらの価格が高止まりすることで景気が下支えされることも期待出来る。なお、今月初めには同国の鉱山大手のヴァーレが鉄鉱石価格の上乗せを買い手に要求するなどの動きをみせており、今後の展開が注目される。また、小麦、サトウキビ、とうもろこし、バイオ燃料などへの輸出財を多様化させることも原油価格の調整によるショックを緩和する可能性を高めることに繋がるであろう。
- インフレ圧力が当面残存する上、足元で起こっている内需下押しの影響が先行きにおいて表面化するとみられるものの、海外からの投資資金の流入が景気の下支え要因となることで、景気は減速基調を強めつつも底堅い成長を持続するものと予測する。1-3 月期の GDP のうち、特に外需を大きく下押しした税関職員によるストライキは 6 月に収束を迎えたことで、7-9 月期には輸出環境の悪化による全体的な下押しの影響は懸念されるものの、鉄鉱石や石炭に対する世界的な需要が依然として堅く、外需の回復による景気の押し上げも期待される。
- 金融当局は引き続きインフレへの警戒姿勢を強めており、当面は金融引き締め姿勢を堅持し続けるものと予測される。ただし、今回の票決に際して票が割れる結果に至ったことは、先行きの引き締め度合いが緩和される可能性の現われであり、次回と同委員会でも利上げが行われる場合でも利上げ幅は縮小される公算が高まったと言える。原油相場の動きに左右されるものの、通貨レアルの為替相場は同国経済の底堅さを背景に再び増価に転じる可能性は残されている。

以 上