



## ブラジル経済事情：金融当局はインフレへの意識を強める

～大統領選に向けて財政支出拡大。景気対策とインフレ抑制の間で難しい政策の舵取りは必至～

発表日：2010年2月10日（水）

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）

- ブラジル経済は国際イベントの招致に相次いで成功したこともあり、引き続き高い経済成長が期待されている。7-9月期の経済成長率は前期比+1.3%と景気は底入れを果たしており、堅調な内需主導で景気の底離れが確認されている。物価の安定に加えて、金融危機後の大胆な金融緩和による銀行融資が内需の押し上げに寄与しており、結果として生産回復や雇用環境の改善などの循環が生まれるなど、景気は自律的回復を遂げている。
- 金融緩和に加えて海外資金の流入により資金供給量が拡大しており、雇用環境の改善や今年度予算での給与引き上げもあり、インフレが懸念されつつある。1月のインフレ率は前年比+4.6%と当局の目標（2.5～6.5%）の範囲内にあるが、当局のインフレタカ派姿勢や、先月の金融政策委員会におけるコメントのスタンスに変化が窺えることなどを考慮すると、早ければ次回の政策委員会での利上げの可能性もあろう。ただし、その場合でも漸進的な利上げに留まるであろう。
- 中国の資源需要は昨年前半の景気を大きく牽引したが、年後半には急速に鈍化した。ただし、米国や周辺国の景気底打ちにより輸出は復調しており、貿易収支も改善している。慢性的な経常赤字を抱えるなど対外信用面で脆弱性が残るものの、直近では純債権国となっており短期的な懸念は低い。一方、10月の大統領選を控え、今年度も拡張的な財政支出を続ける方針であり、予算時点ではプライマリー黒字を維持する方針を掲げているが、財政が急速に悪化する懸念が燃えている。
- 海外からの資金流入により株式相場は昨年1年で80%以上も上昇したが、年明け以降は投資家心理の悪化により調整している。金融当局による引き締め懸念が高まっていることも、今後の株価の圧迫要因になると予想される。

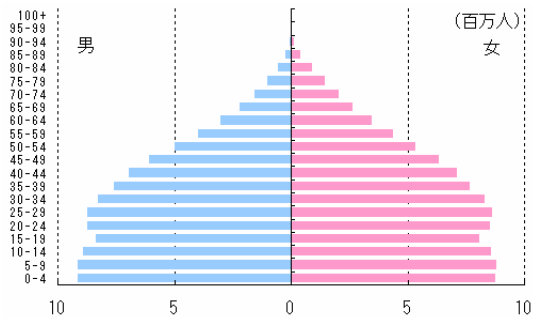
### 《旺盛な個人消費のみならず、海外からの投資やインフラ開発に支えられ、景気は底離れが続く》

- ブラジル経済はBRICS諸国の中で最も内需依存度が高く、約2億人という巨大な人口を抱え、その平均年齢は29歳と若いことから（図1）、中長期的に高い経済成長が期待されている。さらに、2014年のサッカーW杯や2016年のリオ五輪など国際イベントの招致に相次いで成功したことから、今後はインフラ投資の拡大も見込まれ、新興国の中でも注目を集めている。
- 7-9月期の実質GDP成長率は前期比（季調済）+1.3%と2四半期連続プラス成長となり景気の底打ちを果たしているが（図2）、その後も小売売上高は復調するなど個人消費は底堅く推移している（図3）。1月の自動車販売台数は前年同月比+8.0%と、記録的な伸びを示した前月（同+50.7%）から大きく鈍化しているが（図4）、景気対策による工業製品税（IPI）引き下げの効果もあり、2009年の販売台数は314万台余りと過去最高を記録した。2010年度予算では公務員の最低賃金が9.7%引き上げられ、10月の大統領選挙を見据えて貧困対策給付（ボルサ・ファミリア）も15%程度引き上げられるなど、引き続き家計の所得増加が見込まれることから、個人消費の造成は続くと考えられる。
- また、資源関連を中心に海外からの直接投資が活発化しているほか（図5）、年明け後にはサッカーW杯関連のインフラ投資を増額する方針を打ち出すなど、建設投資や設備投資も活発化しており、景気の押し上げが期待されている。こうした堅調な内需を背景に生産も大幅な回復をみせており（図6）、生産水準は世界金融危機前には僅かに及ばないものの、ボトムである昨年初めと比較して2割近く伸びている。さらに、生産の

回復は雇用・所得の改善をもたらしており、12月時点の失業率は6.8%と過去最低水準にまで回復していることも(図7)、個人消費の押し上げ要因となっている。

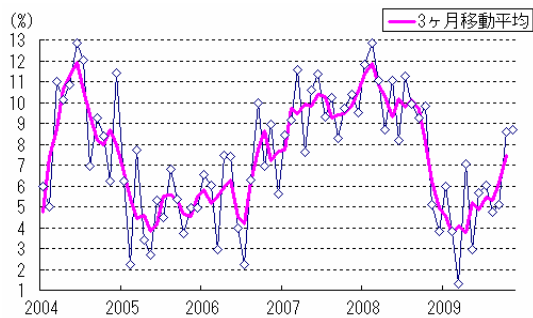
- かつてのブラジルは高インフレ体質による高金利が常態化してきたが、近年は物価が押しついたことで徐々に金利も引き下げられ、さらに世界金融危機による金融緩和で政策金利が昨年7月以降史上最低の8.75%に据え置かれてきたことも(図8)、消費を促す要因となっている。特に金利低下による銀行融資の増加は、元来消費性向が高いブラジル国民の消費を喚起した。銀行融資残高は金融危機を境に伸びは鈍化しているが(図9)、個人向けの住宅ローンや消費者ローンは堅調に伸びており、今後も個人消費が景気を牽引すると予想される。

図1 人口ピラミッド(2010年時点推計)



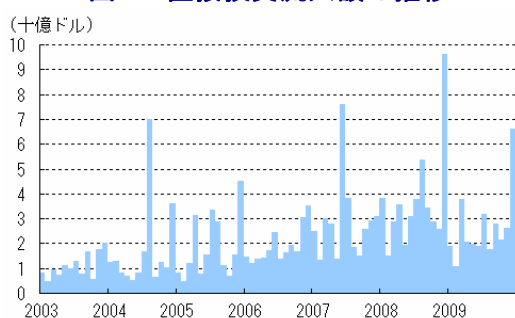
(出所) 米国国勢調査局

図3 実質小売売上高の推移(前年比)



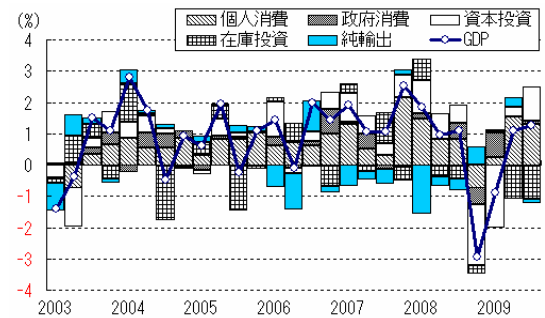
(出所) CEIC

図5 直接投資流入額の推移



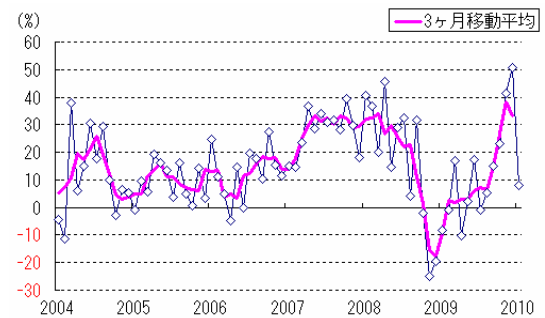
(出所) CEIC

図2 実質 GDP 成長率の推移(前期比/季調済)



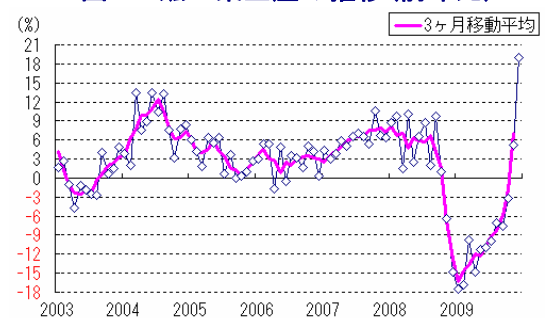
(出所) CEIC

図4 自動車販売台数の推移(前年比)



(出所) CEIC

図6 鉱工業生産の推移(前年比)



(出所) CEIC

図7 雇用環境の推移

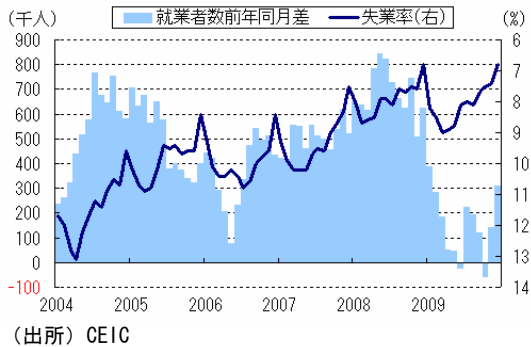


図8 政策金利の推移

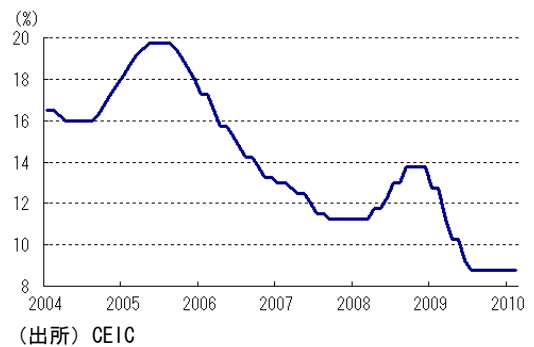
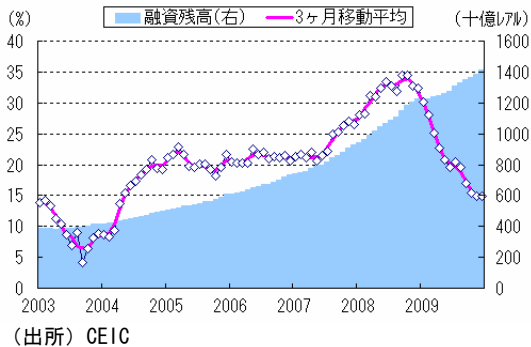


図9 銀行融資残高の推移(前年比)



### 《資金供給量の急拡大に加えて雇用・所得環境改善で物価上昇が進む。早期利上げの可能性が高まっている》

- 堅調な内需を背景に景気回復を続けるブラジルだが、早くも新たな懸念が出始めている。これまで金融当局は金融緩和に加えて、金融機関への直接的な資金支援を行ってきた。一方、累計 500bp に及ぶ利下げにも拘らず政策金利は 8.50% と世界的に高水準にあることから、内外金利差を背景に海外資金の流入が続いている（[図 10](#)）。政府は急速な通貨レアル高による輸出への悪影響を懸念して、昨年 10 月にトービン税である金融取引税（IOF）を導入した。しかしレアル他か能義町が続いたため（[図 11](#)）、金融当局はレアル売りの為替介入を行ってきた。これらの要因が重なった結果、市中の資金供給量は昨年初めを底に大きく拡大している（[図 12](#)）。
- 1 月の消費者物価は前年同月比 +4.6% と、昨年 10 月（同 +4.2%）を底に徐々に加速しており、前月比も +0.8% と前月（同 +0.4%）から伸びが拡大している（[図 13](#)）。1 月単月の物価上昇要因については、食料品価格（前月比 +1.1%）や運輸・通信費（同 +1.5%）など商品市況による上昇要因が大きく影響しているが、雇用・所得環境の改善を背景に人件費（同 +0.8%）も上昇圧力を強めており、今後は今年度予算で最低賃金が引き上げられた影響も出てくると予想される。先月 28 日の定例の金融政策委員会では、4 回連続で政策金利を据え置く決定がなされたものの、今後数ヶ月以内に利上げを行う可能性があることを示唆している。委員会後の声明文でも「今後の金融政策の方向性を決定するため、次回会合までにマクロ経済の動向を注視する」と、これまでのスタンスから変化している。
- 物価が現状のペースで上昇すると想定した場合、金融当局の定めるインフレターゲット（2.5～6.5%）を上回るのは、早くても今年半ばになると予想される。人件費の上昇圧力など、景気過熱は警戒されるものの、商品市況がこれまでのペースで上昇し続ける可能性は低いと考えられ、足元では海外投資家のセンチメント悪化により資金流入にも変化の兆しがみられる。ただし、同国の金融当局はインフレタカ派色が強く、過去の利上げ局面ではインフレターゲットの中央値を過ぎると利上げに踏み切る傾向があることから、3 月の次回の金融政策委員会で利上げを行う可能性も出てきている。

図 10 証券投資流出入額の推移

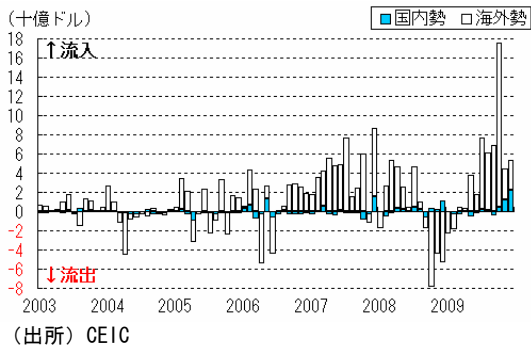


図 12 マネーサプライの推移(前年比)

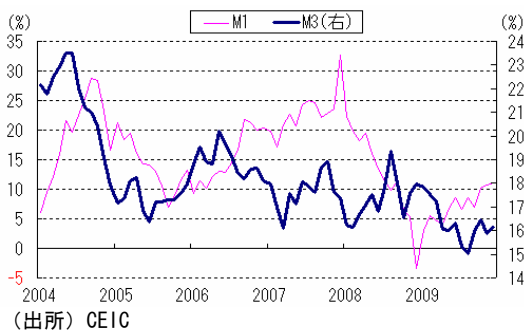
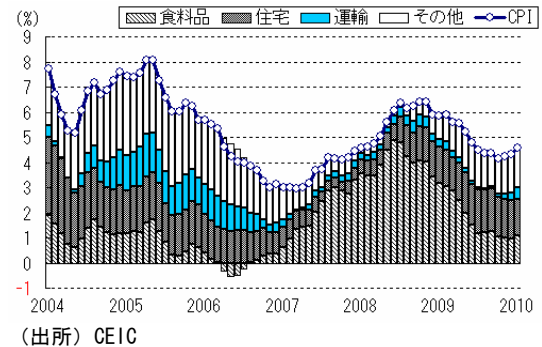


図 11 為替相場の推移(USD/BRL)



図 13 消費者物価の推移(前年比)



### 《純債権国ゆえと信上の懸念は少ない。歳出圧力が高まる中で選択と構造改革の進展が望まれる》

- 同国は鉄鉱石や原油など鉱物資源が豊富であることから「資源国」としても存在感を持ち、特に昨年前半は中国による資源需要の拡大が輸出を大きく押し上げ、景気回復を後押ししたが（図 14）、足元では中国向け輸出は急速に減速している。代わって米国やメルコスール諸国の景気の底打ちを背景に、世界金融危機前のピークには及ばないものの、足元の輸出は前年比プラスとなるまで復調しており（図 15）、外需も国内生産を盛り上げている。
- 資源国ゆえ貿易収支は黒字基調が続いているが、資源開発などは外資主導で行われてきたため、利子・配当送金により所得収支は大幅赤字を計上しており、近年は経常赤字が続いている（図 16）。このため経常赤字を海外資金によってファイナンスするなど、対外信用面では脆弱な構造を抱えており、また直接投資の 4 分の 3 が EU や米国など世界経済危機の打撃を受けた地域からの受け入れであることから（図 17）、金融危機の影響が間接的に及んだ。しかし、昨年春を境に直接投資・証券投資の流入額は拡大しており、1 月末時点の外貨準備高は 2405 億ドルに積み上がり（図 18）、昨年末時点の対外債務残高が 2025 億ドルであることから再び純債権国となっている（図 19）。したがって、直ちに対外信用面の脆弱性が問題になる可能性は低いと言える。
- 政府は昨年末に国会承認された今年度予算で、歳出規模を昨年から 10% 拡大させて 8300 億レアルとする方針を打ち出したが、プライマリーバランスは GDP 比 3.3% 程度の黒字を確保するとしている。一方、政府は昨年度のプライマリー黒字が目標（GDP 比 2.5%）を達成したとしているが、予算上 PAC（成長加速化戦略）に該当する投資を歳出から控除可能としていることを反映した措置であり、実際は度重なる景気対策に伴う歳出拡大や減税措置による歳入減少でプライマリー黒字は 645 億レアル（GDP 比 2.06%）に留まっている（図 20）。今年は景気回復により歳入拡大が期待されるものの、既に 1 月にはサッカーW杯関連のインフラ開発で追加歳出が決定されており、10 月の大統領選挙を控えて歳出拡大圧力が強まることが懸念される。歳出拡大による景気押し上げは期待されるものの、人件費の上昇などでインフレ圧力が高まることが懸念されるほか、昨年末時点の公的債務残高は GDP 比 7 割弱と比較的高い水準にあることから（図 21）、政府の掲げる投

資促進による経済成長の加速を達成すべく、歳出の選別と構造改革が求められる。

図 14 中国・香港向け輸出額の推移

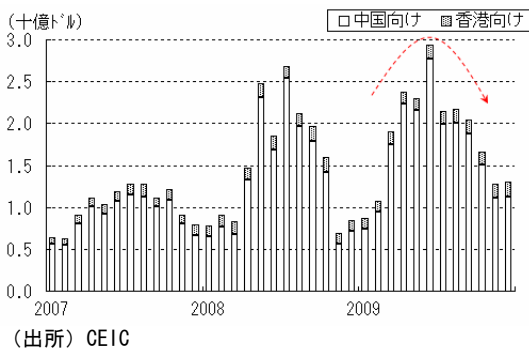


図 15 輸出入の推移(前年比)

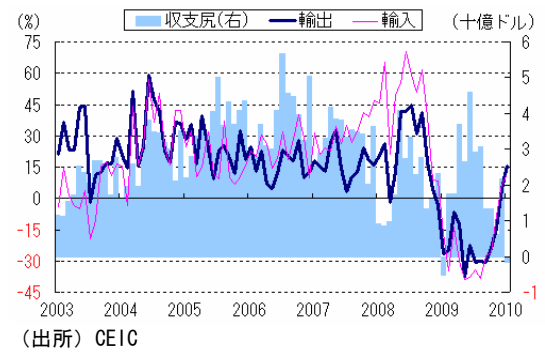


図 16 経常収支の推移

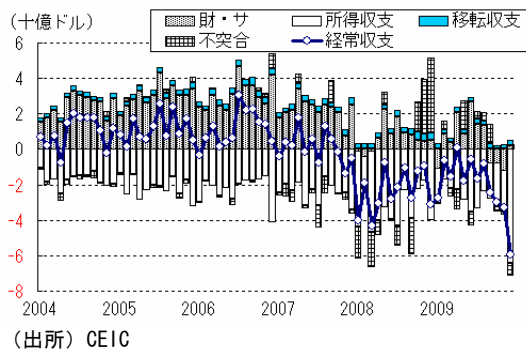


図 17 受入元別直接投資の割合(2009 年)

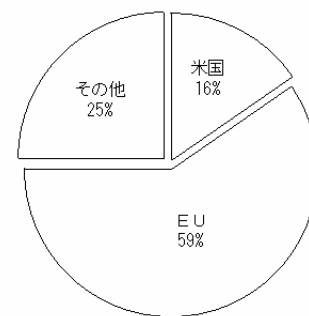


図 18 外貨準備高の推移

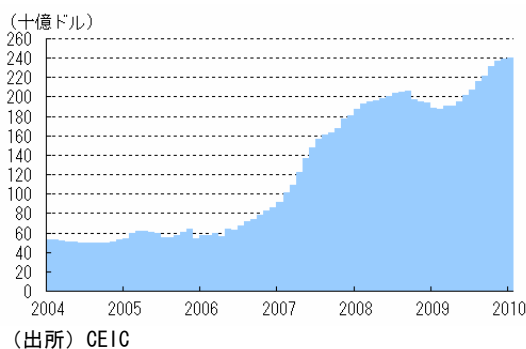


図 19 対外債務残高の推移

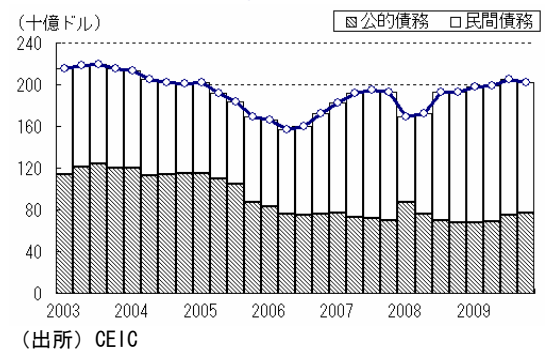


図 20 財政収支の推移(前年比)

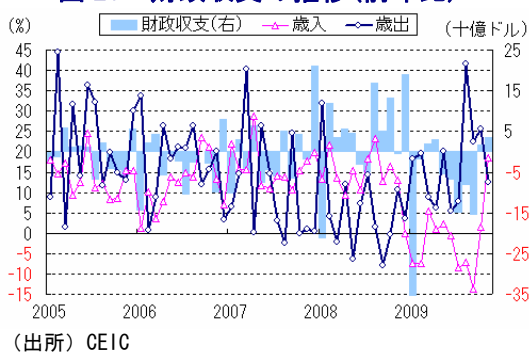
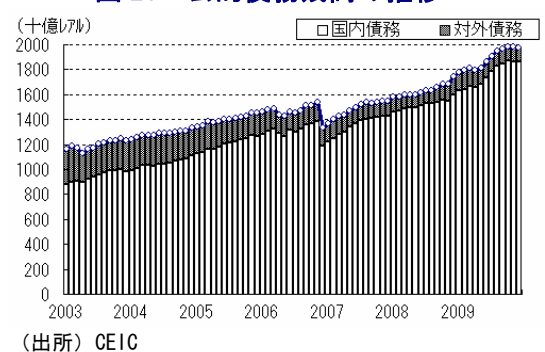


図 21 公的債務残高の推移



### 《海外資金流入による昨年の相場急騰の反動もあり、株式、為替、債券ともに下値圧力が強まっている》

- 中長期的な経済成長への期待に加えて、資源価格の上昇などで企業業績の改善が続いたこともあり、海外からの資金流入が続き主要株式指数のボヘスバは昨年 1 年間で 80%を上回る上昇をみせた。年明け直後も株式相場は高値圏で推移していたが、中国での金融引き締めによる輸出への悪影響が懸念されたほか、米国の金融規制改革案（いわゆるオバマ・ショック）やギリシャの債務問題などで投資家のリスク許容度が低下した

ため、急速に調整色を強めている（図 22）。先行きについても堅調な景気拡大が期待される一方、同国の金融引き締め懸念が燃えるほか、外国人投資家のセンチメント悪化の影響が株価の圧迫要因になると考えられる。

- また、昨年春以降、通貨高基調が続いてきたレアルは、海外投資家のリスク許容度の低下に伴い、足元では通貨安に転じている（図 23）。金融当局による引き締めが強く意識されていることから、今後は再び内外金利差に着目した資金流入が予想される一方、投資家心理が急速に悪化していることから、当面はレアル安基調が続く可能性が高いと思われる。また、金融緩和と急速な景気回復により債券市場にも海外投資家の資金流入圧力が強まった結果、長期金利は昨年後半にかけて下落してきたが、財政悪化リスクの高まりや金融引き締めが意識されたこと、そして、投資家心理の冷え込みを背景に長期金利は再び上昇に転じている（図 24）。10 月の IF0 導入により海外資金の流入圧力は幾分抑えられているが、当面は外国人投資家の動向に左右される状況が続くと予想される。

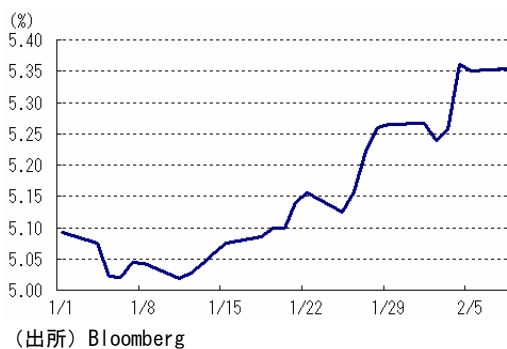
図 22 株式相場の推移(ボブスパ指数)



図 23 為替相場の推移(USD/BRL)



図 24 長期金利の推移(10 年債利回り)



以 上