



ブラジル経済事情：今回は金利を据え置くも、利上げは間近に

～10-12月期は2年ぶりの高成長。5%成長を窺う中、利上げのタイミングが焦点～

発表日：2010年3月19日（金）

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）

- 10-12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+8.4%と前期を上回って3四半期連続のプラス成長を達成した。景気対策は一部期限切れとなったが、歴史的な低金利を背景に個人消費は旺盛に推移し、さらに内需拡大が設備投資を促す好循環となっている。また、EU向けをはじめ輸出も緩やかな回復が続いているが、内需の好調を反映して輸入が大幅に拡大しており、純輸出の成長率寄与はマイナスとなっている。なお、2009年通年の成長率は前年比▲0.2%とわずかにマイナスとなったが、国際イベント開催に向けてのインフラ投資が活発化するほか、中長期的な人口拡大も背景に、景気拡大が続くと見込まれる。
- 世界金融危機後に金融当局は大胆な金融緩和を実施し、さらに海外資金の流入圧力が強まったことから市中の資金供給量は急拡大し、過剰流動性が発生している。過剰流動性は資産市場に流入し、資産効果による消費押し上げが景気回復に寄与した一方、資産バブルが懸念されている。また、足元では国際商品市況の高止まりや雇用環境の改善により物価上昇圧力が掛かり易い状況にあることから、当局は先月、中国やインドに続いて預金準備率引き上げを決定した。一方、17日の金融政策委員会では政策金利が据え置かれたが、票が割れた上に今後の金融政策を再検討する方針が明らかになり、4月末の次回会合で利上げ行われる可能性が高まっている。
- 政府は成長加速化戦略（PAC）に次ぐ新成長戦略を検討中だが、その発表に先駆けて今年の成長率の見通しを前年比+5.7%に引き上げるなど意欲的な見方を示した。拡張予算の継続やインフラ投資などの材料もあり堅調な景気拡大が期待されるが、それだけの高成長を実現した場合は景気過熱によるインフレ圧力の高まりも懸念される。なお、一連の対策により5%成長は射程内に入っていると思われる。
- 先月の預金準備率引き上げ発表後、金融引き締め観測の高まりを反映して一時的に株価は調整したが、その後は見直し買いが続いている。今後も利上げ観測が上値を抑える要因となろうが、資源価格の高止まりや企業業績の拡大期待により、緩やかな上昇が続くと思われる。また、通貨レアルもファンダメンタルズを反映してレアル高が続いている。先行きも株式、通貨、債券ともに強い基調が続くであろう。

《旺盛な内需が景気を牽引して3四半期連続で景気が拡大。中長期的にも高成長が期待される》

- 同国の10-12月期の実質GDP成長率は、前期比年率（季調済）+8.4%と前期（同+7.0%）を上回る拡大をみせ（[図1](#)）、前年同期比も+4.3%と前期（同▲1.2%）から大幅に回復した。景気対策として実施された自動車など耐久消費財に対する工業製品税（IPI）減税が昨年9月末で終了したにも拘らず（フレックス車向けは今年3月末まで延長）、政策金利が史上最低水準に引き下げられていることで新車登録台数は高止まりしており（[図2](#)）、個人消費は4四半期連続で前期比プラス推移となるなど、GDPの6割強を占める個人消費が景気を牽引している。また、旺盛な内需を背景に海外からの直接投資も流入しており（[図3](#)）、個人消費などの拡大が設備投資を促す好循環が起こっている。さらに、総輸出額の4分の1を占めるEU主要国向け輸出が堅調に回復しているほか（[図4](#)）、昨年前半の急増から大きく減少していた中国向け輸出も底堅く（[図5](#)）、輸出も順調に回復している。
- 旺盛な内需と輸出の回復により、生産は鉱業部門を中心に急速に回復しており、その水準は世界金融危機前のピークを捉えようとしている（[図6](#)）。一方、力強い内需を背景に輸入は輸出を上回る回復をみせており、貿易黒字幅は急速に縮小している（[図7](#)）。結果、前期比及び前年比ともに純輸出（輸出－輸入）の成長率寄

与度はマイナスとなっている。2009 年通年の経済成長率は前年比▲0.2%とわずかにマイナス成長となり、1998～99 年に発生した通貨危機以来の低成長となった。しかし、1-3 月期を底に 3 四半期連続で景気が拡大しているが、順調な生産拡大にも拘らず在庫復元による押し上げがみられないことから、今後も生産の拡大基調が続くと見込まれる。

- さらに、2014 年のサッカーW 杯や 2016 年の夏季五輪などの実施に向けて、インフラ開発投資が拡大すると見込まれ、これらの需要拡大が景気をさらに押し上げると期待される。人口が約 2 億人と中南米随一の市場規模を有する上に中位年齢は 28.6 歳と若く、中長期的に生産年齢人口の拡大が期待出来るなど、潜在成長力は高い。そこに、向こう数年の世界的イベントの招致に成功したことにより、世界経済における存在感は一段と高まると期待されよう。

図 1 実質 GDP 成長率の推移(前期比/季調済)

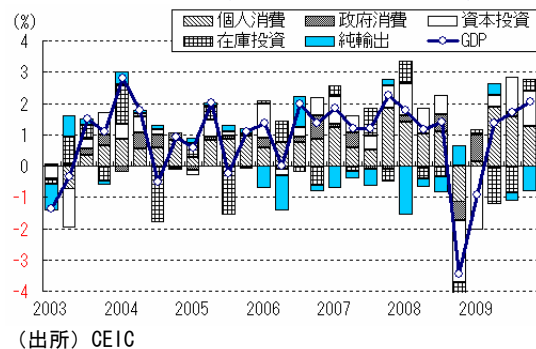


図 2 新車登録台数の推移

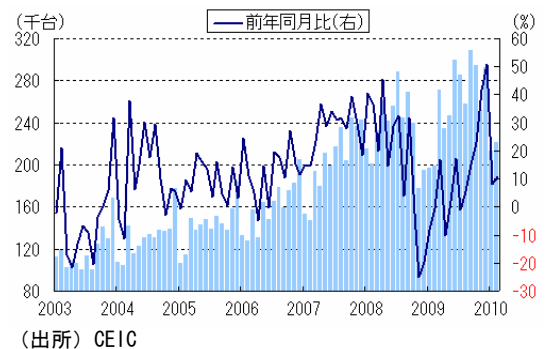


図 3 直接投資流入額の推移

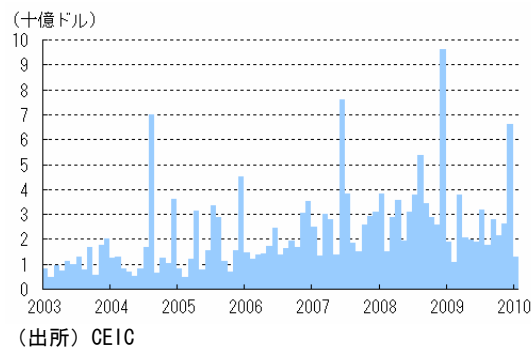


図 4 EU 主要国向け輸出額の推移

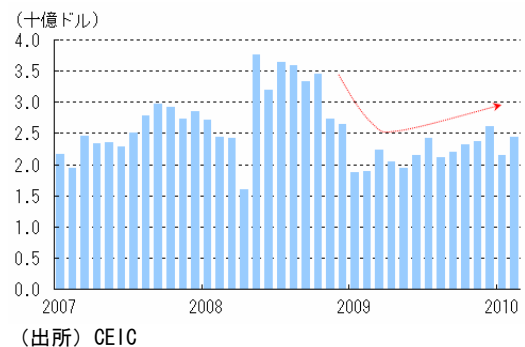


図 5 中国・香港向け輸出額の推移

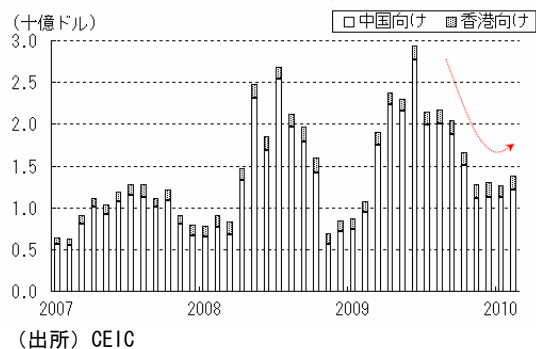


図 6 鉱工業生産の推移

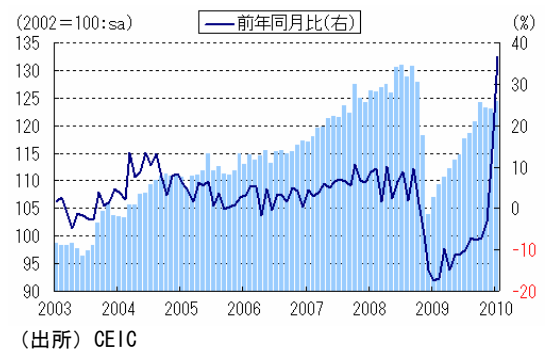
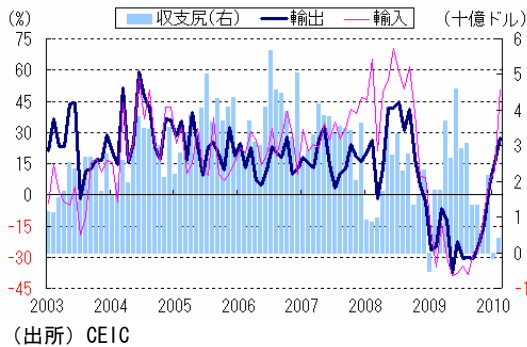


図7 輸出入の推移(前年比)



《政策金利は据え置かれたが利上げを求める票も。次回会合で金融政策の方向転換の可能性が高まる》

- 金融当局は昨年1月以降政策金利を累計500bp引き下げて史上最低水準の8.75%としたほか、預金準備率の引き下げなどにより市場の資金供給量を拡大させ、流動性懸念の解消に努めてきた。一方、大規模な利下げにも拘らず金利水準は世界的に高く、同国の景気拡大期待と相俟って海外資金が流入し（[図8](#)）、マネーサプライが押し上げられて過剰流動性が発生している（[図9](#)）。こうした資金の一部は株式や不動産などの資産市場に流入し、株式相場は昨年1年間で8割以上も上昇しており（[図10](#)）、資産効果による消費の押し上げ効果はあったものの、銀行の不動産融資残高も急増していることから（[図11](#)）、資産バブルの発生も懸念され始めている。
- さらに、景気の順調な回復に伴い雇用環境も大きく改善し（[図12](#)）、個人消費が堅調に拡大していることから（[図13](#)）、徐々に物価上昇圧力が高まっている。2月の消費者物価は前年同月比+4.83%と金融当局が定める目標域（4.5%±200bp）に留まっているが（[図14](#)）、前月比は+0.8%と前月と同じ伸びで上昇している。足元では国際商品市況の影響による食料品やエネルギー価格の上昇に加えて、今年度予算では低所得者向け給付であるボルサ・ファミリアの増額のほか、公務員の最低給与引き上げなども行われることから、さらに物価の上昇圧力が掛かり易い状況となっている。
- 先月24日に金融当局は緊急の金融政策委員会を開催し、新興国では中国、インドに続いて預金準備率の引き上げを決定し、金融緩和の見直しに舵を切っている。定期預金向けの預金準備率は4月9日に、要求払い預金及び定期預金に対する追加準備金は今月22日に引き上げられる。こうした状況下で17日に開催された定例の金融政策委員会では、5回連続で政策金利を8.75%に据え置く決定が行われた（[図15](#)）。ただし、前回の据え置き決定までは4回連続で全会一致であったが、今回は据え置き5票に対して50bpの利上げに3票と票が割れた。さらに、委員会後の声明文に「当局は次回会合までにマクロ経済の動向を注視しつつ、今後の金融政策の戦略を練る」と明記するなど、金融緩和見直しの本格化が近いことを示唆している。なお、メイ・レレス現総裁の任期は来月2日に満了となるが、10月に予定される大統領選挙に向けて政界進出が取り沙汰されており、再任されない可能性が高い。現地ではトンビーニ副総裁が就任する可能性が報じられているが、その場合はインフレ・タカ派姿勢が継承されることから、4月28日の次回金融政策委員会で利上げが行われる可能性が高い。

図 8 証券投資資金流出入額の推移

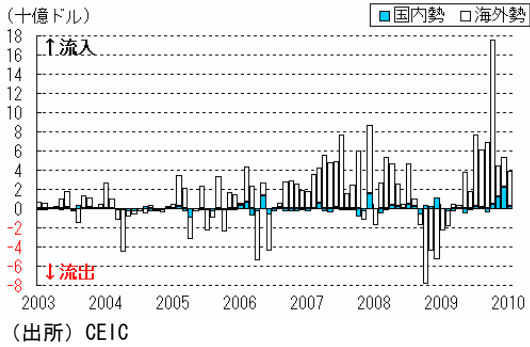


図 10 株式相場の推移(ボブスパ指数)



図 12 雇用環境の推移

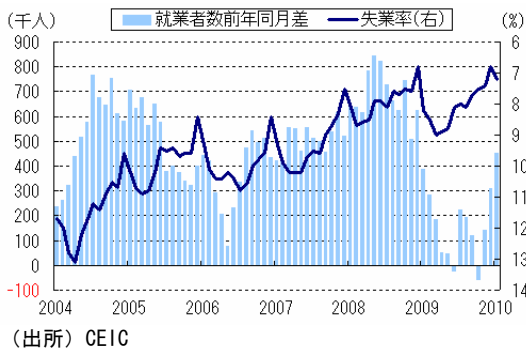


図 14 消費者物価の推移(前年比)

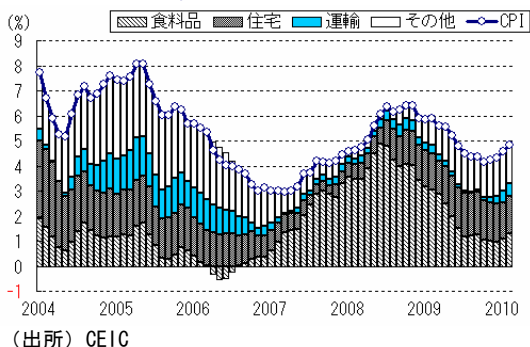


図 9 広義流動性(M4)の推移

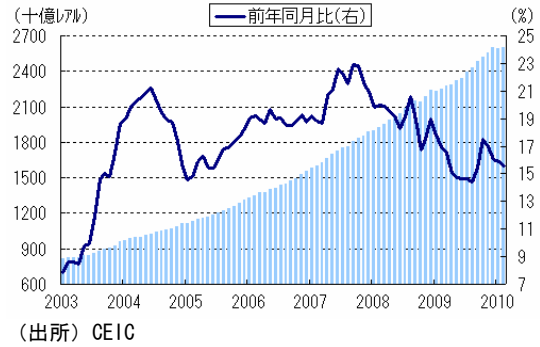


図 11 不動産融資残高の推移

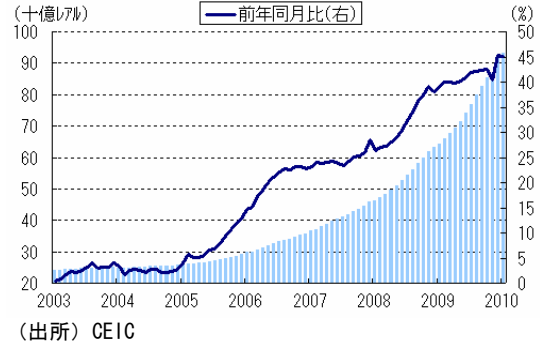


図 13 実質小売上高の推移

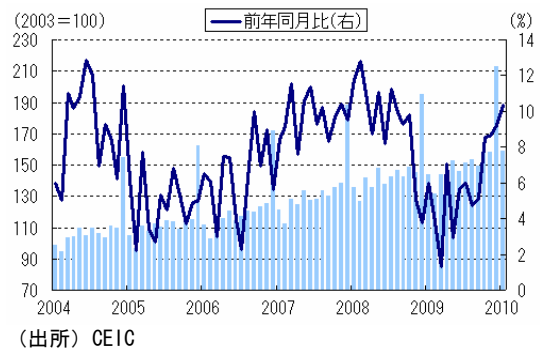


図 15 政策金利(Selic)の推移



《今年は5%台の高成長は射程圏とみる。当面は株式、通貨、債券ともに強含みの基調が続く見通し》

- 昨年の経済成長率はわずかにマイナス成長となったが、リーマンショック直後に予想されたほどの景気減速は免れ、足元では勢いを取り戻している。同国政府は 2007 年初めに発表した 4 年間の「成長加速化戦略 (PAC)」に次ぐ新成長戦略を発表する見通しであり、それに先駆けて 2010 年の経済成長率の見通しを前年比+5.2%から同+5.7%に引き上げている。今年度予算では、歳出規模が前年比+10%と拡張型予算となっており、国際的イベント開催に向けたインフラ投資などの押し上げ効果もあって成長率は大幅に加速するこ

とが期待される。一方、政府の掲げる 6%近い成長の実現に向けては、財政の硬直化が指摘される同国においては、さらなる財政悪化をもたらすことも懸念される。IMF は今年 1 月の「世界経済見通し」の改定版において、今年の成長率見通しを前年比+4.7%としているが、その後の景気の推移を鑑みれば 5%台の達成は射程圏と言えよう。

- 先月の預金準備率引き上げ発表後は、金融引き締め観測が強まったことで一時的に株価も調整したが、同国経済の順調な拡大期待や資源価格の高止まりにより値を戻している（[図 16](#)）。今回は政策金利が据え置かれたが、次回以降の利上げの可能性が高まっていることから、当面は上値を抑える展開が予想されるものの、堅調な景気拡大を背景に、緩やかな上昇が続くと考えられる。
- こうした環境は通貨レアルにも影響を与えており、インフレや資産バブルの懸念はあるものの、資金流入圧力によりレアル高が続いている（[図 17](#)）。国際金融市場には依然として不透明感があるものの、内外金利差や景気の堅調を背景に、今後もレアル強含み基調が続くと思われる。また、長期金利は足元でも大きく低下し（[図 18](#)）、利回りがインフレ率と近付いていることで国債に対する需要は鈍化することが予想されるが、当面は株式、通貨、債券ともに強い基調が続くと思われる。

図 16 株式相場の推移(ボベスパ指数)

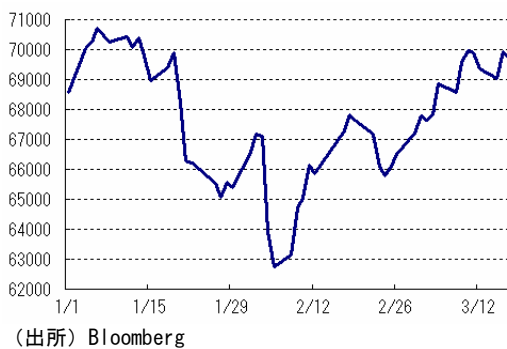


図 17 為替相場の推移(USD/BRL)



図 18 長期金利の推移(10 年債利回り)



以 上