



ブラジル経済事情:本格的な金融緩和の見直しに舵を切る

～インフレ懸念の高まりから、市場予想を上回る利上げに踏み切る～

発表日：2010年4月30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)

- 世界経済の回復で国際商品市況が高騰しており、資源国である同国経済では輸出の回復が景気を牽引している。特に中国向け輸出が回復を主導してきたが、足元では主要貿易国である欧州向けも回復がみられる。なお、同国は資源輸出国ながら内需依存度が高く、輸出産業の雇用改善は消費や投資にも波及している。一方、内需の強さを反映してインフレのほか、資産バブルへの懸念も高まっており、金融当局は2月に預金準備率を引き上げるなど、金融緩和の見直しに動きつつあった。
- 28日の金融政策決定会合で市場予想を上回る75bpの利上げを決定した。金融緩和と海外資金の流入で過剰流動性が発生しており、資産バブルの発生懸念が高まったことに対応した形だ。また、今年度予算では低所得者給付の拡充や公務員給与の引き上げが行われ、国際商品市況高騰と相俟って物価上昇圧力が警戒されており、今後も引き締めが強まると予想される。ただし、世界金融危機後に実施された景気対策が3月末で終了していること、国内の生産は依然リーマンショック前を下回っており、景気に配慮した対応になることは避けられないと思われる。
- 対外面では実質債権国となるなど、経常赤字体質ながら改善が続いている。一方、政府は大規模投資計画のほか、資源産業への介入を強めるなど公的部門の肥大化に繋がる動きが進んでいる。硬直的な歳出構造は長年の課題であり、非効率な歳出増を生むことも懸念される。中長期的な潜在成長率の向上のためにも構造改革は不可欠であろう。
- 高成長期待や内外金利差から海外資金の流入が強まった結果、リアル高基調が続いている。一方で輸出企業への悪影響が懸念されることから、トービン税強化など資金流入抑制策に動く可能性もあろう。好業績期待から株式相場は高止まりしており、通貨高は海外からの債券投資を促しており、金融引き締めにも拘らず通貨・株式・債券は強含みの展開が期待される。

《資源輸出や旺盛な内需が景気を牽引。年明け以降も景気拡大を示す指標が続く》

- 世界経済の回復が鮮明になる中、国際商品市況の高騰が続いており、資源国である同国経済にとって交易条件の改善に繋がる輸出回復が続いている。昨年前半は中国の旺盛な資源需要が輸出を牽引してきたが（[図1](#)）、足元では最大の輸出先である欧州向けも回復している（[図2](#)）。輸出額はリーマンショック前の水準に及ばないが、旺盛な内需を背景に輸入は輸出以上に拡大しており、貿易黒字は急激に縮小している（[図3](#)）。なお、同国の輸出はGDP比2割弱に過ぎず、外需がGDPに与えるインパクトは必ずしも大きくない。
- 一方、輸出増は雇用増加を通じて個人消費を押し上げており（[図4](#)）、政府の景気対策効果もあり、小売売上高は増加基調が続いている（[図5](#)）。また、金融緩和の結果、家計部門がローンを組み易くなったため、自動車や不動産といった高額消費も拡大しており（[図6](#)）、個人消費を押し上げている。こうした環境を受けて企業は設備投資を積極化させており、さらに鉱物資源関連を中心とする直接投資も堅調に推移している（[図7](#)）。
- 10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率（季調済）+8.4%となり、3四半期連続で拡大してきたが（[図8](#)）、年明け以降も内・外需ともに力強い経済統計が続いている。一方、相対的に力強い景気や、内外金利差の大きさから、海外投資家による資金流入が起り易い状況にある。金融危機以降の金融緩和もあり、市中の資金供給量は大幅に拡大しており、過剰流動性による株価上昇が内需を押し上げている側面も大きい。こうしたことから物価上昇懸念が高まっており、不動産市場などでは資産バブル懸念も出ていることから、2月には

預金準備率を引き上げるなど、金融引き締めに向けて舵を切り始めている。

図1 中国・香港向け輸出額の推移

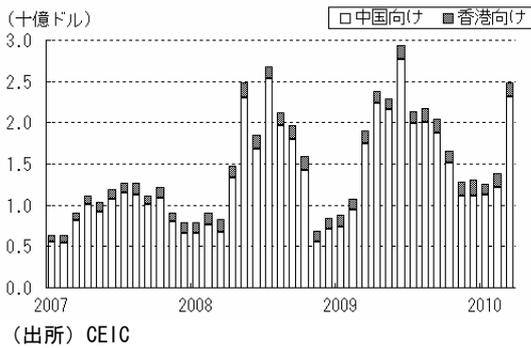


図2 EU向け輸出額の推移

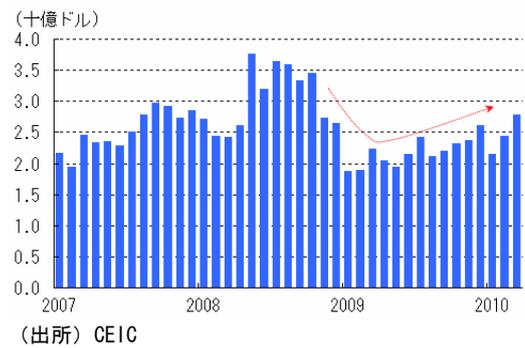


図3 輸出入の推移(前年比)

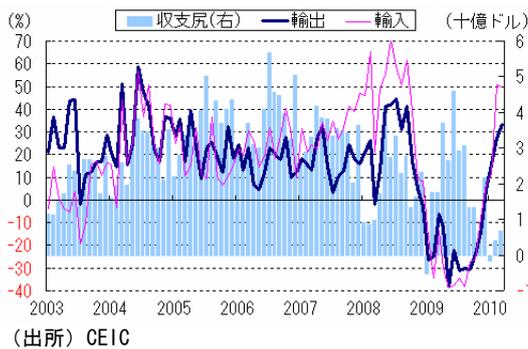


図4 雇用環境の推移



図5 実質小売売上の推移

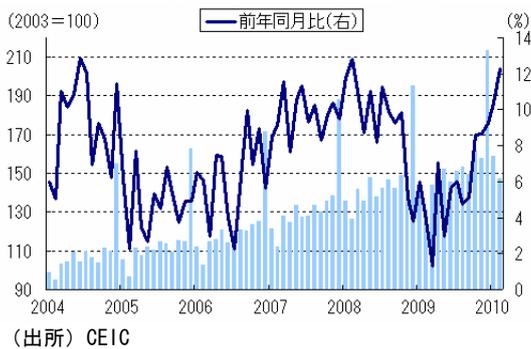


図6 自動車販売台数の推移



図7 直接投資流入額の推移

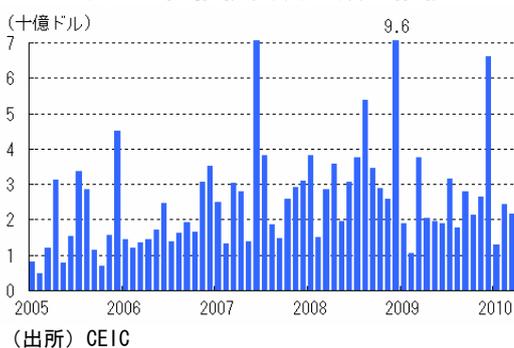
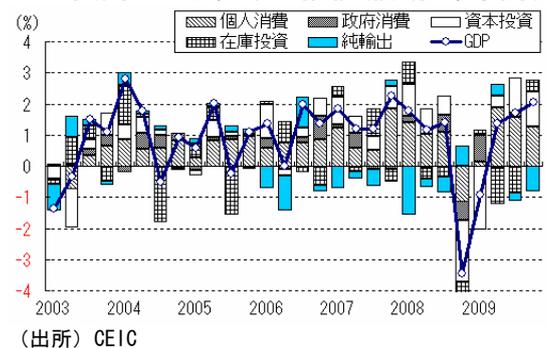


図8 実質 GDP 成長率の推移(前期比/季調済)



《インフレリスクの顕在化により金融当局は引き締めを図る。今後も利上げが進む公算》

- 金融当局は、流動性不安の解消と景気対策の観点から大胆な金融緩和を行ってきた。さらに、世界的な金融緩和によるカネ余りで海外からの資金流入圧力が強まり（図9）、国内の資金供給量は大幅に拡大している。こうした過剰流動性は個人消費の活性化に繋がり、株式や不動産価格の上昇をもたらしたが、需要インフレや資産バブルの懸念も高まっている。かつて同国はハイパーインフレに苦しんだ歴史があり、金融当局はイ

ンフレタカ派的な姿勢を採っていることから、市場では早期に金融引き締め政策に転換される可能性が指摘されてきた。3月の消費者物価は前年同月比+5.17%と当局の定めるインフレ目標(4.5%±2.0%)に収まっているが(図10)、目標の中央値を上回ると引き締めを図る傾向があることから、市場では利上げは近いとの観測が高まっていた。

- 2月には中国やインドに次いで預金準備率を緊急で引き上げるなど金融緩和の見直しに動いていたが、28日の金融政策決定会合で1年半ぶりとなる75bpの利上げを決定した(図11)。一方、市中の資金供給量は足元でも前年比二桁台の高い伸びが続いている(図12)。さらに、今年度予算では低所得者給付の増額や公務員の最低賃金の引き上げなどが盛り込まれており、国際商品市況の上昇もあって物価上昇が加速する可能性がある。一方で、鉱工業生産は依然リーマンショック前の水準を下回るなど不安要素もあり、産業界では急速な利上げに対する懸念もみられ、景気動向に配慮した対応になると思われる。
- 政策金利が史上最低の8.75%で推移した結果、民間部門は銀行借入を急速に拡大させており、特に住宅ローンは前年比50%近くの大規模な伸びを示している(図13)。金融当局は景気過熱によるインフレ高進への警戒を強めており、さらに大幅な引き締めを図る可能性も高まっている。年末時点における政策金利は、現状の景気動向を鑑みれば、11~12%程度と考えられる。

図9 証券投資資金の流出入額の推移

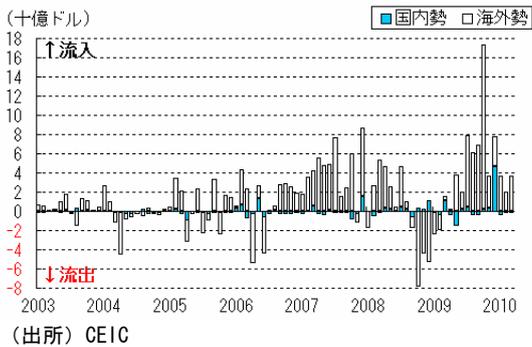


図11 政策金利の推移

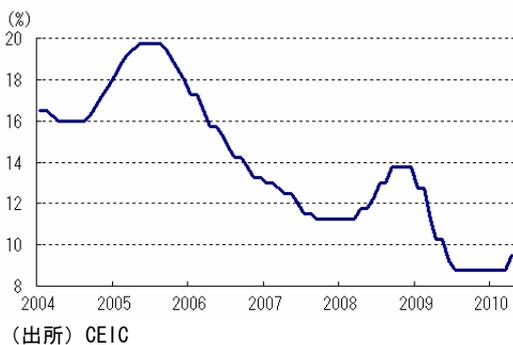


図13 民間部門向け銀行融資の推移



図10 消費者物価の推移(前年比)

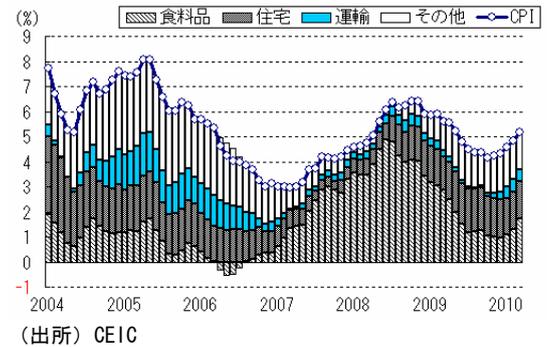


図12 マネーストック(M3)の推移



《対外収支は依然良好。投資プロジェクトで成長期待高まるも、政府による関与拡大は新たな懸念》

- 年明け以降、輸入の回復が輸出を上回っており、貿易黒字の縮小で経常赤字は拡大しており（[図 14](#)）、これは対外的な信用力の低下が懸念される。ただし、海外資金の流入によって経常赤字が賄われており、3月末時点の外貨準備高は約 2438 億ドルに達している（[図 15](#)）。同国はかつて、過大な対外債務をきっかけに経済危機に陥った経験を持つが、近年の高成長で財政状況は大きく好転して実質債権国となっており（[図 16](#)）、対外収支の状況は大きく改善している。
- 財政面では今年度予算の歳出規模は前年比+10%の拡張型予算であり、低所得者給付の拡充や公務員の最低給与引き上げなどは、恒常的な歳出負担となる可能性が高い。さらに先月には 10 月の大統領選挙を意識し、2007 年から実施されている「成長加速化プログラム（PAC）」の第 2 弾として、2011~14 年までに 9589 億レアルのインフラ投資計画を明らかにしている。今回の PAC2 は、2015 年以降分を含めると総額 1.6 兆レアルと GDP 比 50%超の巨額投資となる。PAC2 ではエネルギー関連投資が約半分を占めるが（[図 17](#)）、政府はこのところ国営石油公社ペトロブラスに対する関与を強めるなど、公的部門の肥大化に繋がる動きをみせていることから、非効率性の拡大が懸念される。硬直的な歳出構造が経済の足を引っ張る可能性が残る中、中長期的な潜在成長率向上には思い切った歳出構造の改革が求められる。
- PAC2 を通じて、政府は向こう 5 ヶ年の成長率目標を 5.5%とするなど強気の経済運営を進めている。2010 年の経済成長率について、政府は前年比+5.7%、金融当局も同+5.8%と、それぞれ 6%近くとなる見通しを置いている。一方、金融機関の中には 7%を上回る予想も出ているが、同国でそれだけ景気が過熱した場合、再びインフレの台頭を免れない。当研究所では、2014 年のサッカーW杯や 2016 年のリオ夏季五輪に向けたインフラ投資もあり、6%近くの成長は十分達成可能と予想する。

図 14 経常収支の推移

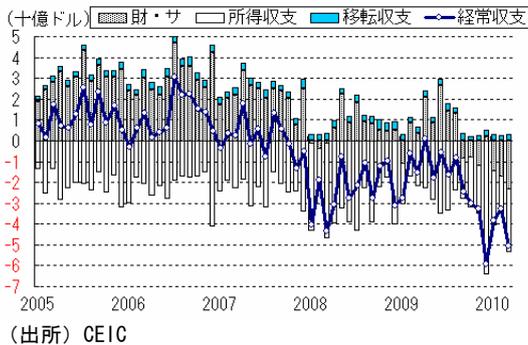


図 15 外貨準備高の推移

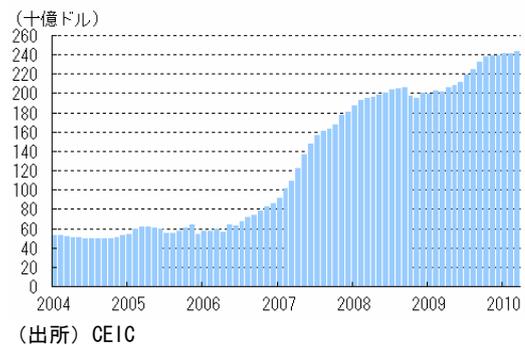


図 16 対外債務残高の推移

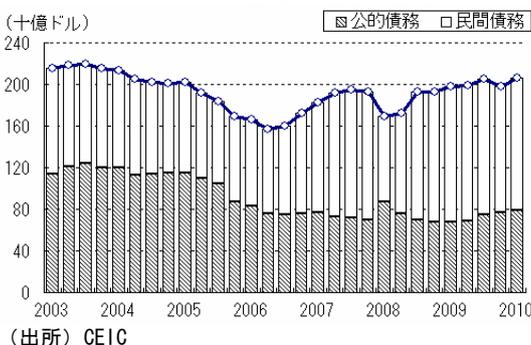
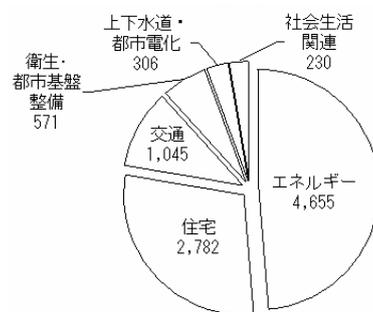


図 17 PAC2 の内訳 (2011~2014 年分)



《高成長期待から海外資金の流入が続いており、通貨・株式・債券は強含む可能性が高い》

- 高成長期待や内外金利差の大きさから、海外資金の流入圧力が強まっており、通貨レアルは高値圏で推移している（[図 18](#)）。結果、輸出企業の収益圧迫が懸念されることから、昨年秋に復活した金融取引税（トービン税）のように、海外資金の流入抑制を図る可能性もあろう。一方、国際商品市況の高騰で資源関連企業を

中心とする好業績期待が高く、金融引き締め懸念が高まっていた中でも株式相場は堅調に推移している（[図 19](#)）。今後も金融・為替政策への懸念は残るが、景気や企業業績への期待から強含みの展開が期待される。

- 海外からの債券投資により、金融引き締め観測が高まる中でも長期金利は低下が続いてきた（[図 20](#)）。今回の利上げを機に、今後も大幅利上げが行われる可能性は高まっているが、海外資金の流入によって金利上昇は抑えられると考えられよう。

図 18 為替相場の推移 (USD/BRL)



図 19 株式相場の推移 (ボベスパ指数)



図 20 長期金利の推移 (10年債利回り)



以上