

ブラジル経済事情：急進的な利上げ姿勢は変わらず

～先行きは鈍化が予想されるも、景気過熱懸念は燻る～

発表日：2010年6月10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)

- 1-3月期の実質GDP成長率は、個人消費や企業の設備投資、公共投資などの内需が牽引して前年比+9.0%、前期比年率も+11.4%と大幅に加速した。3月末で消費喚起策は終了したものの、4月以降も消費や投資は底堅い推移が期待され、輸出もアジア向けを中心に拡大している。こうした内・外需の堅調を背景に生産はリーマンショック前の水準に回復し、世界金融危機を克服している。欧州経済の不透明感は、輸出の2割を欧州に依存することから少なからず影響する可能性はあるが、アジア向けの拡大が下支えすると予想され、雇用・所得環境の改善で引き続き内需は堅調に推移すると考えられる。
- 景気拡大に加え、低所得者給付などの政策効果で需要が喚起され、インフレ圧力が高まっている。大幅な金融緩和や海外資金の流入により資金供給量は大幅に拡大しており、一部で資産バブルの懸念も生じている。5月の消費者物価上昇率は前年比+5.22%と国際商品市況下落を受けて伸びが鈍化したが、コア物価は加速するなどインフレ圧力は燻っている。9日の金融政策決定会合では2回連続で75bpの利上げを決定し、政策金利は10.25%となった。政府・金融当局ともに物価上昇への警戒感を強めており、今後も利上げ基調が続くと予想される。なお、政府は景気過熱を懸念して今年度予算の歳出削減計画を発表しており、GDP比1%程度を削る見通しである。金融・財政政策ともに、景気過熱や物価上昇リスクへの対応姿勢が強まるであろう。
- 貿易黒字拡大の一方で経常赤字が続いており、これを海外資金で賄う構造を抱えることから、国際金融市場の不透明感はリスク要因となっているが、既に純債権国であることなどから、大幅な悪影響は免れよう。財政面では、昨年度は技術的な数字合わせでプライマリーバランス黒字の政府目標を確保していたが、足元では景気過熱リスクへの対応で歳出削減が話題となる状況にあることから、財政状況の好転が期待される。ただし、公的部門の肥大化など効率性低下を招く動きもみられ、財政規律には引き続き注意が必要である。歳出削減などもあり、年後半にかけて景気の拡大ペースは鈍化すると予想されるが、今年はPAC（成長加速化戦略）最終年度であり、10月の大統領選挙を意識した財政運営が見込まれることから、通年の成長率は6.5%程度まで上昇する可能性が高まっている。
- 国際金融市場で投資家のリスク回避姿勢が強まったため、4月下旬を境に株式相場は急速に調整している。同様に通貨レアルも、対ユーロでは高値圏で推移しているが、対米ドルでは4月末以降急速に調整している。政府及び金融当局は、先行きも金融引き締め姿勢を強めると考えられ、内外金利差はさらに拡大すると予想されるが、国際金融市場の動向は引き続き相場のリスク要因となろう。

《1-3月期は前期比年率二桁増の高成長。景気対策による内需拡大で景気の加速が続いている》

- 昨年前半を底に急速な景気回復を進めているブラジル経済は、その勢いを一段と強めている。1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+9.0%と前期（同+4.3%）から加速し、前期比（季調済）も+2.7%と前期（同+2.3%）を上回る勢いで景気が拡大している（[図1](#)）。個人消費は前期比+1.5%と前期（同+2.1%）からペースが鈍化したが、公共投資の促進や企業の設備投資拡大で、資本投資は前期比+7.4%と3四半期連続の大幅拡大となるなど、旺盛な内需が景気を牽引している。なお、内需拡大に伴い輸入は2四半期連続で前期比二桁%の伸びとなるなど、輸出を上回る増加が続いており、純輸出の成長率寄与度はマイナス幅が拡大している。
- 3月末まで実施された工業製品税（IPI）減税に加え、今年度予算では公務員の最低給与の引き上げや、

低所得者層向け給付である「ボルサ・ファミリア」の拡充が図られたこともあり、個人消費は裾野の広い盛り上がりを見せている（**図2**）。さらに、かつて同国は高インフレ体質による高金利状態にあったが、足元ではインフレ率は一桁台で落ち着いており、金融当局も大幅利下げなどによる金融緩和を進めてきたことから、3月の自動車販売台数は過去最高となるなど、耐久消費財消費も拡大している（**図3**）。4月以降は減税効果の剥落や、金利の先高感から自動車販売台数に頭打ち感がみられるが、直接投資の堅調な流入もあり（**図4**）、内需主導による底堅い景気が続いている。

- 昨年前半の景気回復の牽引役となった中国向け輸出は、年後半にかけて中国政府の資源調達政策の変更などの影響で大きく減速したものの、年明け以降は再び増加基調を強めており（**図5**）、輸出を大きく押し上げている。一方、内需拡大や昨年来の国際商品市況の高騰による輸入拡大で貿易黒字は大きく縮小してきたが、中国向け輸出の回復に伴い貿易黒字が拡大している（**図6**）。昨年以降、中国向け輸出の構成比が大きく高まっており（**図7**）、今後も中国での資源需要の拡大が景気の下支えとなることが期待されている。
- 旺盛な内需に加え、世界経済の回復で資源輸出が拡大していることを受け、鉱工業生産は昨年春を底に急回復しており、3月にはリーマンショック直前のピーク水準に達している（**図8**）。4月以降は反動も予想されるが、足元の雇用環境は大きく改善しており（**図9**）、引き続き個人消費が景気を牽引すると期待される。欧州経済の不透明感は、輸出の約2割が欧州向けであることから、少なからずの悪影響が懸念されるものの、中国などアジアの旺盛な需要が下支えすると思われる。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前期比)

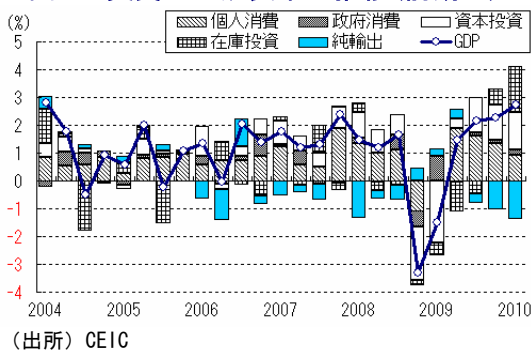


図2 小売売上高の推移

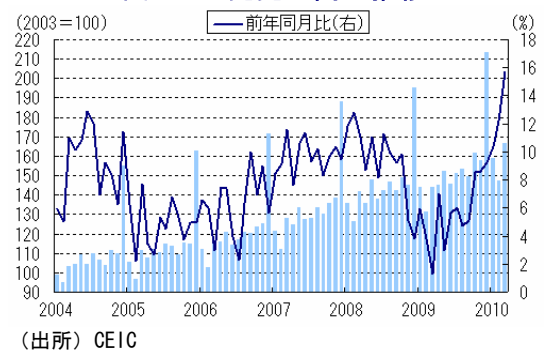


図3 自動車販売台数の推移

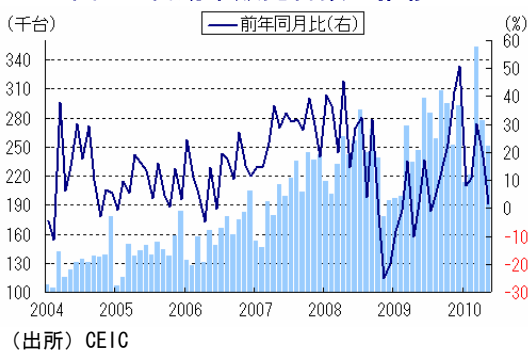


図4 直接投資流入額の推移

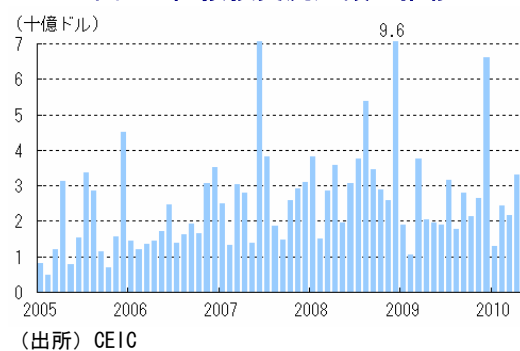


図5 中国・香港向け輸出額の推移

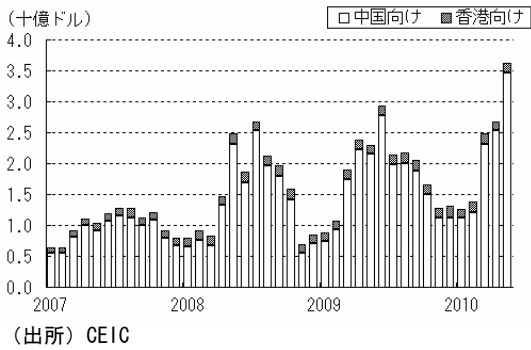


図6 輸出入の推移(前年比)

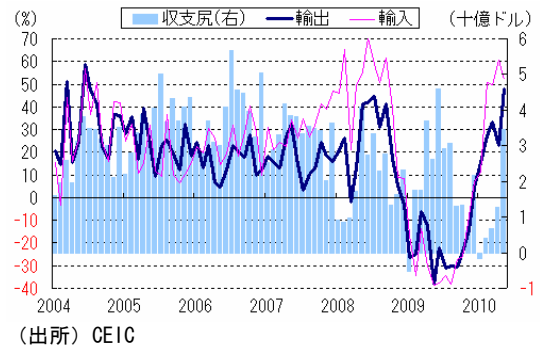


図7 仕向地別輸出比率(2010年(1~4月))

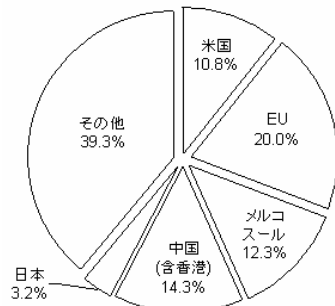


図8 鉱工業生産の推移

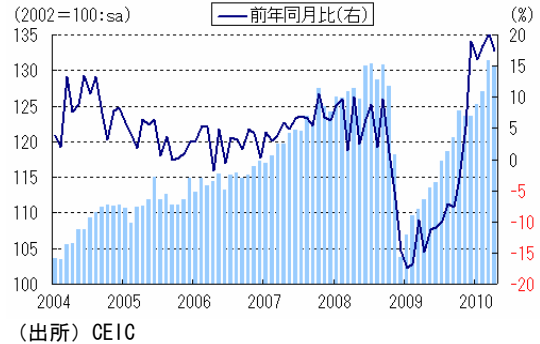
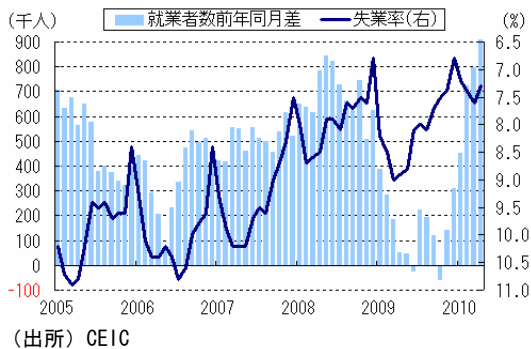


図9 雇用環境の推移



《急速な景気拡大でインフレ圧力高まる。2回連続の大幅利上げ後も引き締め姿勢は続く見通し》

- 急速な景気拡大に伴う雇用・所得環境の改善に加え、公務員の最低給与の引き上げや低所得者給付の充実などを通じて幅広い需要が喚起されており、同国ではディマンドプル型のインフレ圧力が強まっている。また、世界金融危機以降、金融当局は累計 500bp もの大幅利下げなど大胆な金融緩和を行い、流動性の供給を図ったことに加え、リスクマネーの活発化で海外資金が流入したため、市中の資金供給量は大幅な拡大が続いている（[図 10](#)）。このような状況が消費や投資を促しており、4月の消費者物価は前年同月比+5.26%と昨年秋を底に徐々に上昇している。5月は国際商品市況の下落が影響して前年同月比+5.22%に鈍化した。コア物価は加速するなど物価上昇圧力は徐々に高まっている（[図 11](#)）。さらに、過剰流動性の一部は株式市場に流入して昨年の株価上昇要因となっており（[図 12](#)）、歴史的な低金利が続いたために家計部門の住宅ローンも急増するなど（[図 13](#)）、資産価格の上昇をもたらしていた。
- 同国の金融当局はインフレ「タカ派」的な傾向が強く、物価上昇率が当局の掲げるターゲット（今年は 4.5% ±200bp）の中央値を上回った今年2月には預金準備率の引き上げを決定し、4月には市場予想を上回る 75bp もの利上げを行うなど金融政策の舵取りを変えている。8～9日に開催された金融政策決定会合においても、2回連続で 75bp の利上げを決定し、政策金利は 10.25%と他国と比べて一段と高水準となっている（[図 14](#)）。

なお、会合後の声明では前回と同様「インフレ率を目標域内に収束させるため、先行きの景気の見通しに合わせる形で金融政策の調整を継続する」とし、8人の政策委員が全会一致となったことが示された。4月の任期満了後、政界進出のため退任が噂されていたメイレス総裁はその後も任期を続けており、ルラ大統領も最近の演説で「インフレ阻止のためにあらゆる手を尽くす」と発言していることから、金融政策は今後も引き締め傾向が続くと予想される。

- 政府は景気が過熱気味であることもあり、3月に今年度予算から215億レアル規模の歳出削減を打ち出しているが、5月にも追加的に100億レアル規模の歳出削減計画を発表している。結果、今年度予算は当初は歳出規模を前年比+10%増の8300億レアルとする拡張型予算であったが、一連の見直しでGDP比約1%相当の総額315億レアルが削減されることとなる。「2010年の経済成長率が前年比7%を上回るため、物価上昇率は当局の定める目標を大きく上回る可能性がある」との一部観測に対して、政府は同国の経済成長率が7%に達することを「容認しない」とする考えを示唆している。一連の景気対策が3月末で終了したため、4月以降に反動が出ると予想されていたが、1-3月期は内需が予想外に強く、4-6月期以降も底堅く推移する可能性が高まっていることから、景気の動向によってはさらに財政支出の抑制を図る可能性もある。

図10 マネーサプライ(M4)の推移

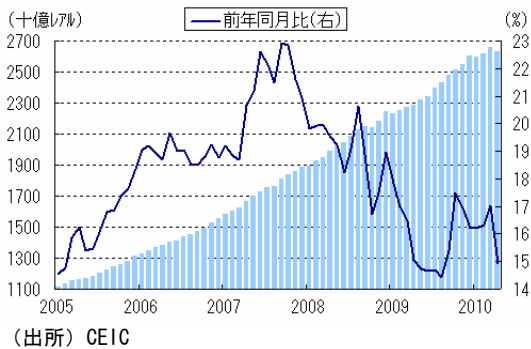


図11 消費者物価の推移(前年比)

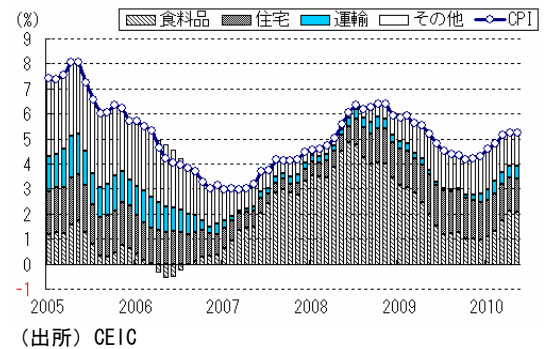


図12 株式相場の推移(ボベスパ指数)



図13 家計の住宅ローン残高の推移

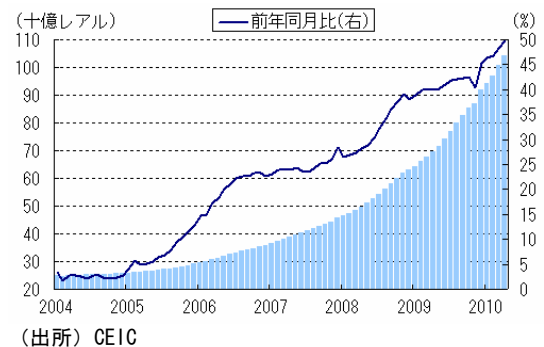
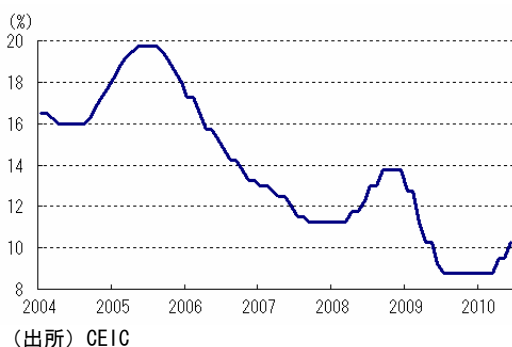


図14 政策金利(Selic)の推移



《国際金融市場の混乱が同国経済に影響する懸念はあるが、急激な悪化には至らないと予想》

- 貿易黒字が大幅に回復している一方、資源産業など外資企業の利子・配当支払いによる所得収支の大幅赤字により、経常収支は慢性的な赤字が続いている（[図 15](#)）。しかし、堅調な直接投資のほか、証券投資など短期資金の大量流入が経常赤字を賄う状況が続いており（[図 16](#)）、外貨準備高は4月末時点で2473億ドルまで順調に積み上がっている（[図 17](#)）。なお、欧州経済の不透明感を背景に国際金融市場は大きく揺れており、直接投資の6割が欧州圏からであるなど欧州経済との関係が深い同国にとって、経常赤字を海外資金の流入で賄う構造は同国の対外信用力におけるリスク要因である。ただし、かつて過大な対外債務により危機に見舞われた歴史はあるが、3月末時点の対外債務残高は2065億ドルに留まり（[図 18](#)）、対外的には純債権国となっていることから、直ちに問題が生じる可能性は低下している。
- また、今年度予算は当初段階で拡張予算が生まれ、3月には10月に予定される大統領選挙を意識して「成長加速化プログラム（PAC）」の第2弾目を発表するなど歳出拡大色が強まり、財政規律の緩みが懸念されていた。昨年度はプライマリー黒字の目標であるGDP比2.5%を達成させるべく、PACを歳出から除外する技術的な数字合わせが用いられたが、今年は当初予算段階からプライマリー黒字の目標をGDP比3.3%としており、さらに追加的に歳出削減が計画され、前提となる経済成長率の上振れにより歳入増加も期待されることから、財政状況は大きく好転すると見込まれる（[図 19](#)）。なお、最近政府は国営石油公社（ペトロブラス）に対する関与を強めるなど、公的部門の肥大化も懸念されており、財政面への影響や様々な弊害も懸念されよう。
- PAC2の発表当初、政府は向こう5カ年の経済成長率を5.5%に引き上げることを目標としていた。しかし、1-3月期の経済成長率が予想以上の伸びとなったことで、2010年はこの目標を大幅に上回る可能性が高まっている。政府及び金融当局は2010年の経済成長率の見通しを6%近傍としているが、IMFは上限として7%成長の可能性を示唆し、OECDも6.5%とこれまでの見通しを上方修正している。当研究所では、1-3月期の経済成長率が前期比年率+11.4%と大きく加速したことから、先行きは歳出削減などにより拡大ペースは鈍化する可能性はあるが、通年の経済成長率は6.5%近傍に上方修正する。

図 15 経常収支の推移

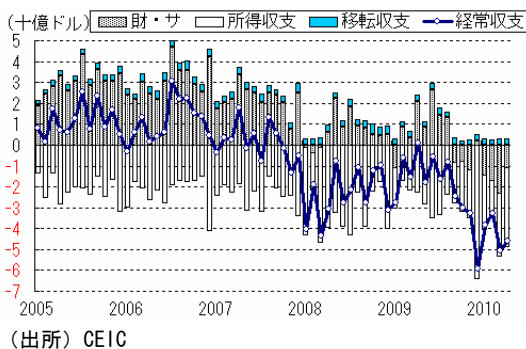


図 16 証券投資流出入額の推移

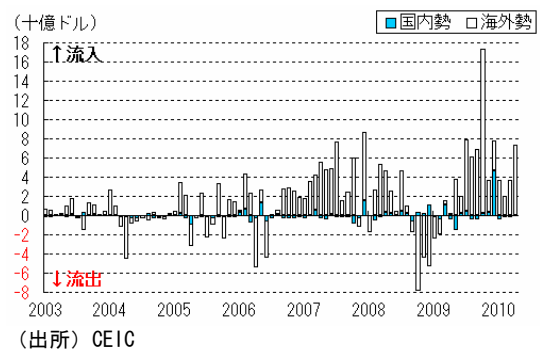


図 17 外貨準備高の推移

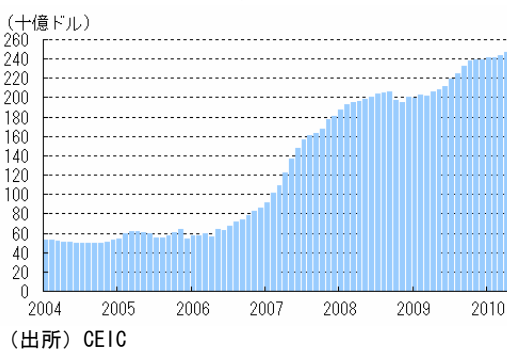


図 18 対外債務残高の推移

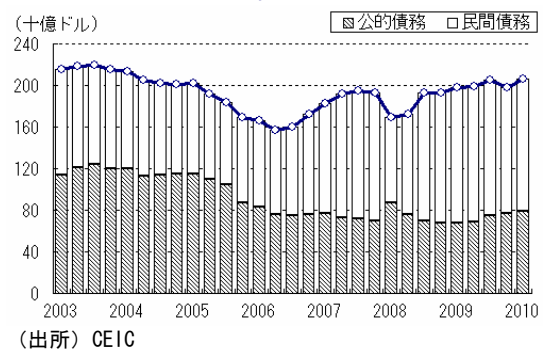
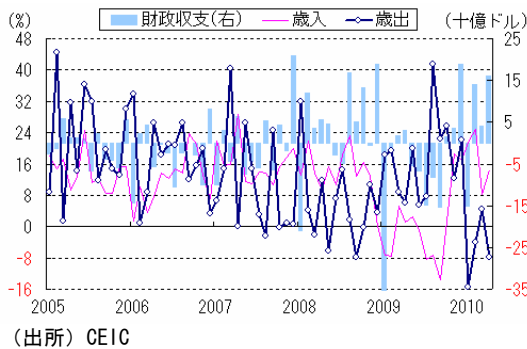


図 19 財政動向の推移



《国際金融市場の動揺で株式、通貨ともに急落。債券人気の高まりで長期金利は下落基調続く》

- 同国は資源価格上昇の恩恵や、内外金利差の大きさを背景に海外資金の流入が続いてきた。しかし、ユーロ問題を発端に国際金融市場で投資家のリスク回避姿勢が強まったことで、4月中旬から株式相場は急速に調整した(図 20)。その後は急激な調整の反動もあり、小康状態となっているが、景気過熱感の高まりにより金融引き締め観測が強まるとすれば株式相場の重石になると予想される。一方、このところのレアル安は企業業績の拡大要因でもあり、株価を下支えする可能性もある。
- 年明け以降ユーロの独歩安が進んだことで、通貨レアルの対ユーロレートは急上昇し、対米ドルでもレアル高基調が続いてきた。しかし、海外投資家のリスク許容度の低下を受けて、4月末以降は一転してレアル安圧力が強まっている(図 21)。さらに、3月の利上げは市場予想を上回るものであったが、投資家のリスク許容度低下で債券に資金が集まり、長期金利は下落基調が続いている(図 22)。年内は残り4回の金融政策決定会合が予定されているが、さらに 150bp 程度の利上げが行われる可能性も予想され、先行きの債券価格を抑える可能性も考えられる。

図 20 株式相場の推移(ボブスバ指数)



図 21 為替相場の推移(対米ドル・ユーロ)

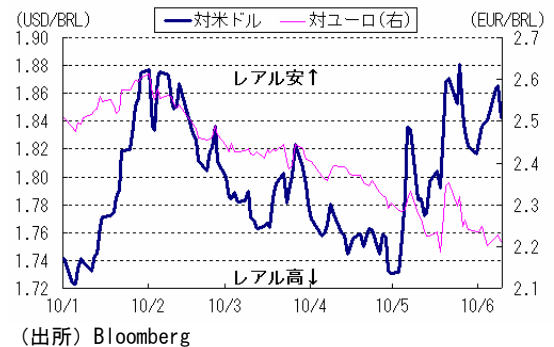


図 22 長期金利の推移(10年債利回り)



以上