



ブラジル経済事情：レアル高を懸念して政策金利を据え置く

～物価上昇圧力が燃る中、当局の政策判断は一段と難しさを増す～

発表日：2010年10月21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）

- 20日、ブラジル中央銀行は定例の金融政策決定会合で、政策金利を2回連続で10.75%に据え置いた。足元のインフレ率は当局の定める目標の中央値近傍にあり、物価上昇圧力が徐々に高まる中、レアル高による輸入物価下落で抑えられている。海外資金の流入でレアル高圧力が強まる中、当局は為替介入や金融取引税（IOF）導入でレアル高を抑えてきたが、今月IOFの税率を2回引き上げ、資本流入規制を強化している。今回の政策金利据え置きは、利上げによる内外金利差拡大がレアル高をもたらすことを嫌ったこと、大統領選を控え景気に配慮したことが要因と言える。しかし、国内市場に過剰流動性が燃る中、堅調な景気拡大が続くことで今後は物価上昇圧力が高まる可能性がある。今後も海外資金や国内景気とのバランスの中で、難しい対応が続くと予想される。
- 景気対策の一巡で消費の減速が懸念されてきたが、輸出の堅調による雇用環境の改善やインフレ率の低下によって個人消費は底堅く推移している。また、歴史的な低金利状態が続いており、個人の住宅投資も盛り上がるなど、引き続き内需が景気をけん引している。中国景気の減速が懸念されているが、先進国向けが頭打ちする中でも中国向けは依然拡大しており、輸出を下支えしている。内・外需の堅調が生産や雇用を支え、さらに内需を押し上げる循環が生まれている。急速なレアル高による輸出産業への悪影響が懸念され、海外経済の不透明感も高まっているが、鉱業部門を中心とする交易条件の改善もあり、内需が景気を支える状況が見込まれる。
- 一方、好調な内需を背景に輸入が拡大して貿易黒字は縮小。慢性的な経常赤字体質でもある。しかし、海外資金の流入などでファイナンスされ、為替介入による外貨準備の積み上がりもあり、純債権国であることから対外信用力は高い。ただし、IOF強化によって成長資金の流入が阻害されれば、将来的な潜在成長率の向上を阻害することになりかねない。また、ルラ政権下で財政規律の緩みが窺え、来年から予定される巨額のインフラ投資が過度に膨張すれば、景気過熱をもたらすのみならず、これまで築き上げた対外信用力を損なう可能性もある。政府には海外資金や国内景気などの動向を注視しつつ、財政・金融ともに柔軟な政策対応が求められる。
- 9月以降は海外資金の流入圧力が高まり、株式相場は急上昇してきたが、IOF強化を機に一時的な調整の可能性も考えられる。ただし、一連のIOF強化では株式投資は対象外であり、堅調な企業業績も見込まれることから、世界的な過剰流動性相場の中で底堅い動きが期待される。他方、通貨レアル及び長期金利についても、IOF強化の影響はあるものの、ファンダメンタルズの強さや内外金利差を背景に底堅い展開が予想される。

《海外資金流入によるレアル高を警戒して政策金利は据え置かれるものの、物価上昇圧力は燃っている》

- 20日、ブラジル中央銀行は定例の金融政策決定会合を開催し、政策金利（Selic）を10.75%に据え置く決定を行った（[図1](#)）。今回の据え置きは9月の前回会合から2回連続となり、前回に続いて全会一致での据え置き決定となっている。同行は元来よりインフレタカ派姿勢が強いことで知られるが、9月の消費者物価は前年同月比+4.70%と前月（同+4.49%）から上昇したものの（[図2](#)）、当局の定めるインフレターゲット（4.5±2.0%）の中央値近傍に留まっている。食料品価格の上昇や商品市況の高止まりを受け、前月比では+0.4%と4ヶ月ぶりに上昇に転じるなど物価上昇圧力は高まっているが、足元における通貨レアル高によって輸入物価が抑えられ、物価上昇圧力が相殺されている。

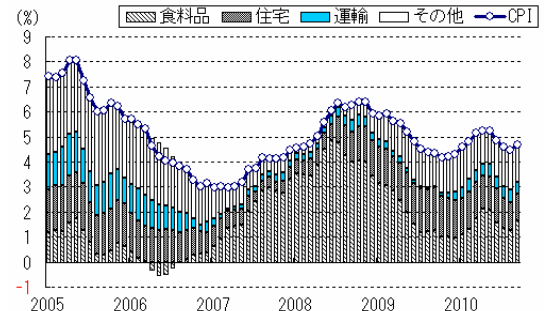
- 先進国を中心とするさらなる金融緩和観測により国際金融市場は過剰流動性相場の様相を呈しており、内外金利差に加えて潜在成長率が高い同国に海外資金の流入圧力が高まっている。昨年後半以降海外からの短期資金流入が続いており（図3）、これがレアル高圧力をもたらした物価上昇を抑制してきた（図4）。他方、急激なレアル高により産業界からは輸出競争力低下を危ぶむ声が高まり、昨年10月には外国人投資家による株式・債券取引に対する「トービン税」である金融取引税（IOF）を復活させた。その後は政府系ファンドなどを通じた為替介入が行われてきたが、海外資金の流入によるレアル高圧力は収まらず、今月4日に債券投資向けのIOFの税率引き上げ（2%→4%）を発表。しかし、その後もレアル高圧力は続き、18日には債券投資向けのIOFの税率再引き上げ（4%→6%）に加え、通貨デリバティブ取引に対する税率の大幅引き上げ（0.38%→6%）を決定した。
- 今回の政策金利据え置き背景について、当局は利上げ実施による内外金利差拡大がさらなる資金流入やレアル高圧力となることを懸念した結果としている。他方、海外資金の流入に加えて自国通貨売りの為替介入によって市中の資金供給量が拡大し（図5）、過剰流動性懸念により物価上昇圧力は熾っている。今月末に決選投票が実施される大統領選挙を意識して今年度は拡張型予算としていたが、政府は景気回復による物価上昇懸念の高まりを受けて歳出削減を打ち出す方針を示したものの、歳出増圧力は依然強く、これまでの国際的評価を高めてきた財政規律に緩みが生じている。景気を冷やすリスクがある利上げに踏み切るのは難しいものの、物価上昇懸念を背景に金利の先高感が残るであろう。結果、内外金利差拡大による海外資金の流入圧力は続き、当面の金融政策はIOFなど短期的な資金抑制策に依存するものと考えられる。今後も、海外資金や物価動向などに配慮した難しい政策対応が続くであろう。

図1 政策金利の推移



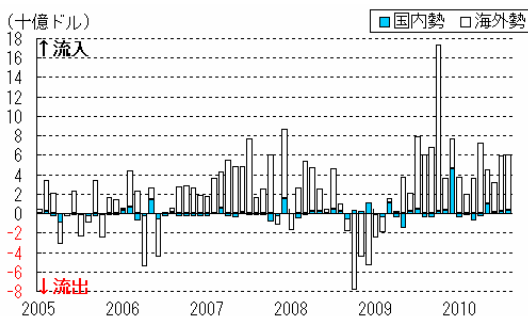
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 消費者物価の推移(前年同月比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 海外証券投資流出入額の推移



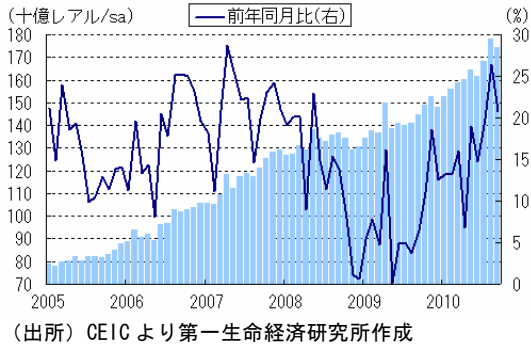
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 為替相場の推移(対米ドル)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

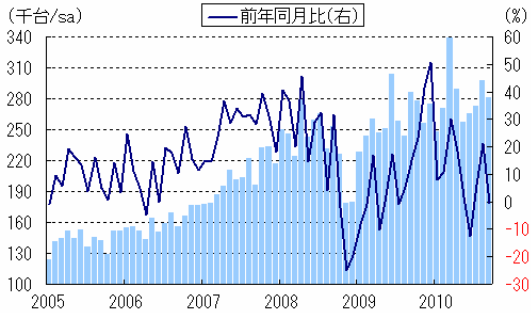
図5 ベースマネーの推移



《内・外需の堅調を背景に生産や雇用は底堅さ続く。景気は減速しつつも緩やかに拡大する見通し》

- 景気対策として行われてきた工業製品税（I P I）減税は今年3月末に終了したため、耐久財消費への悪影響が懸念されてきたが、足元の自動車販売台数は底堅く推移している（[図6](#)）。また、足元では物価上昇率が比較的低位で安定的に推移していることに加え、国家地理統計院が雇用統計の採取を始めた2002年以降失業率は最低となるなど雇用環境の改善が続いていることを反映し（[図7](#)）、個人消費は堅調に推移している（[図8](#)）。さらに、年明け以降累計200bpもの利上げが行われたものの、歴史的にみれば依然として足元の金利水準は低く、旺盛な住宅需要を反映して住宅ローン残高は前年比50%超の大幅な伸びをみせている（[図9](#)）。政府は資産バブルを懸念して、8月に外国人の土地購入に対する制限を強化させており、一部で懸念される不動産価格の上昇圧力は緩和すると見込まれるが、堅調な雇用と低金利によって住宅需要は引き続き拡大基調が続くと予想される。
- 同国は近年内需主導による経済成長を遂げてきたが、昨年以降は資源需要の拡大が続く中国向けを中心に輸出が拡大し、外需も景気のけん引役となっている。足元においても、引き続き中国及び香港向け輸出は拡大が続いており（[図10](#)）、先進国向けを中心に減速が懸念されているにも拘らず、輸出額は底堅さが続いている（[図11](#)）。中国向け輸出は鉱物資源をはじめとする一次産品が中心であり、輸出品に占める一次産品比率が徐々に高まっていることは、足元の資源価格の高止まりと相俟って輸出額を下支えしている。資源価格の上昇による輸出価格の高止まりで交易条件は改善しているが（[図12](#)）、足元のレアル高により製造業部門を中心に交易条件の悪化が懸念されている。政府は政府系ファンドを通じたドル買い介入のほか、資金流入規制を課すことでレアル高の抑制を図っているが、今後もレアル高が続く場合は輸出企業の業績下押しによる悪影響が懸念されよう。
- 足元では内・外需とも堅調に推移していることから、鉱工業生産は頭打ち感が出ているものの底堅さが続いている（[図13](#)）。これを受けて雇用環境の改善が続いているものの、最大の雇用吸収先である製造業ではレアル高による悪影響が懸念される。ただし、当面は金利が現行水準で据え置かれることに加え、資産価格の上昇が（[図14](#)）個人消費などを押し上げられることも期待され、内需は緩やかな拡大が続くと見込まれる。他方、先進国での不透明感の高まりから輸出が下押しする可能性はあるものの、中国をはじめとする新興国は緩やかに景気拡大を続けると見込まれ、外需を下支えするであろう。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+5.1%と前期（同+11.3%）から減速しており（[図15](#)）、当面は減速感が強まると見込まれるが、景気失速に陥る可能性は低いと言えよう。

図6 新車登録台数の推移



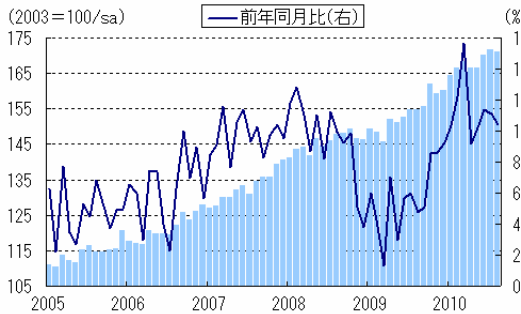
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 雇用環境の推移



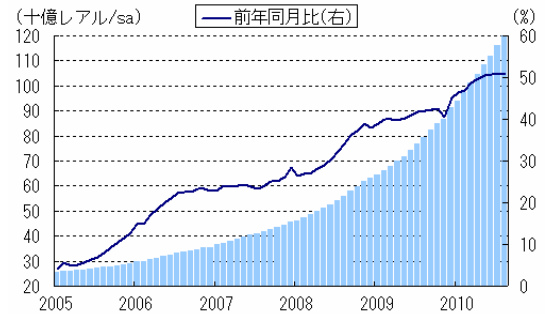
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 小売売上高の推移



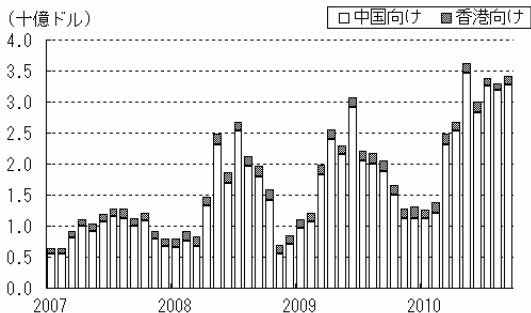
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 家計部門の住宅ローン残高の推移



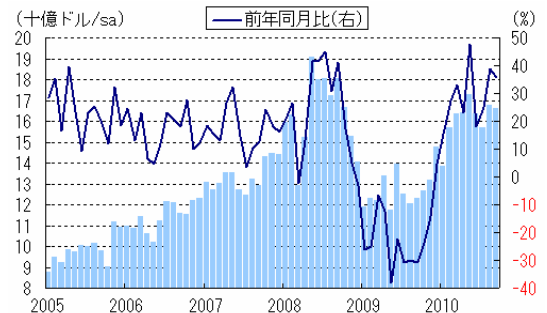
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 中国・香港向け輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図11 輸出額の推移



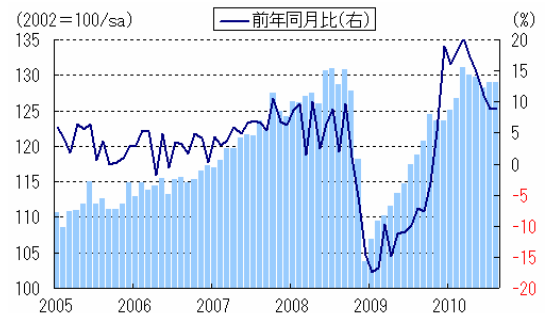
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図12 交易条件指数の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図13 鉱工業生産の推移



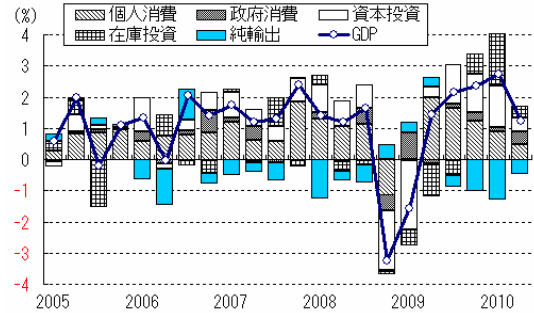
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 14 株式相場の推移(ボベスパ指数)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 15 実質 GDP 成長率の推移(前期比)

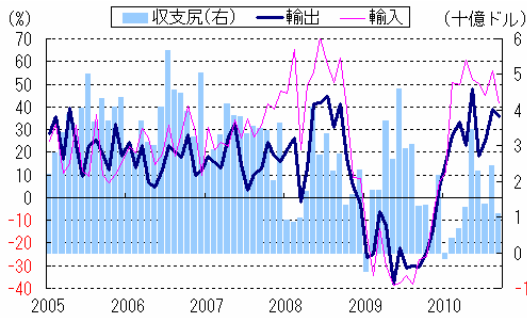


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《対外信用力は高いが財政規律に懸念。成長維持と物価上昇抑制に向けてバランスある対応が求められる》

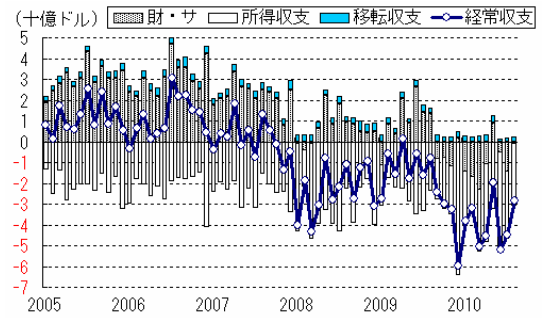
- 足元の輸出は堅調に推移しているが、旺盛な内需を反映して輸入の伸びは輸出を上回っており、貿易収支は黒字幅が徐々に縮小している（図 16）。資源関連に外資系企業が多いことから、かねて利益・配当送金が巨額であったが、近年の海外資金の流入に伴って利益・配当送金はさらに増えており、2008 年以降は経常収支が赤字基調にある（図 17）。ただし、同国においても他の資源国同様、海外からの直接投資が堅調に流入しているため（図 18）、経常赤字はファイナンスされている。さらに、政府によるドル買い為替介入が行われてきたことで、9 月末時点における外貨準備高は 2752 億ドルに積み上がっている（図 19）。一方、政府を含む公的部門における赤字のファイナンスは殆どが国内債務で行われているが、資金調達環境は改善しており、民間部門を中心に 6 月末時点の対外債務残高は 2286 億ドルに達しているが（図 20）、依然として純債権国であり対外信用力は高い。ただし、一連の I O F による資本流入規制強化は、成長資金の抑制により潜在成長率の下押し要因になる懸念もある。I O F による対応は短期的措置に留まるかなど、今後の対応に留意する必要がある。
- 大統領選挙を意識して積極財政が続いた結果、財政規律の緩みが懸念されてきたが、力強い景気拡大を背景に足元では歳入が増加しており、財政収支に改善の兆しが出ている（図 21）。なお、今年度予算では政府目標であるプライマリー黒字を GDP 比 3.3%としているが、1-8 月実績ベースのプライマリー黒字は同 2%程度に留まるため、今後の目標達成のハードルは極めて高い。今月 31 日に予定される大統領選挙の決選投票では、現時点では与党労働党（P T）候補のルセフ前官房長官が優勢とみられるが、これまで両者ともルラ現政権下で緩んだ財政規律の強化を謳っており、次期政権下では財政引き締めに動く可能性がある。8 月末に発表された来年度予算では、プライマリー黒字の目標を GDP 比約 3.2%程度（1255 億レアル）と今年度並みにしている。他方、3 月に発表した来年からのインフラ投資計画である「成長加速化戦略（P A C）」の第 2 弾目では、向こう 5 年で GDP 比 50%超の巨額投資を行うことを打ち上げている。潜在成長率を押し上げるためにはインフラ投資は不可欠であるが、経常赤字を抱え貯蓄過小の中で過大な投資を実施することは対外収支の悪化を招く懸念もある。投資による景気への影響やファイナンスの実現性に即したプロジェクト選定が求められよう。
- 足元では堅調な景気が続いており、次期政権下では財政引き締め動く可能性はあるものの、2014 年のサッカーW杯や 2016 年のリオ五輪開催に向けて巨額のインフラ投資が行われることを鑑みれば、当面は景気拡大基調が続くと見込まれる。今年通年の経済成長率は、政府内でも 7%超と 1986 年（7.5%）以来の高成長になる見方が高まっており、当研究所も先月に今年の経済成長率を前年比+7.1%と見通しの上方修正を行った。ただし、I O F の強化が中期的な成長を下押しする可能性もあり、今後は物価上昇圧力も高まる中、財政・金融双方によるバランスの取れた政策対応が求められよう。

図 16 輸出入の推移(前年比)



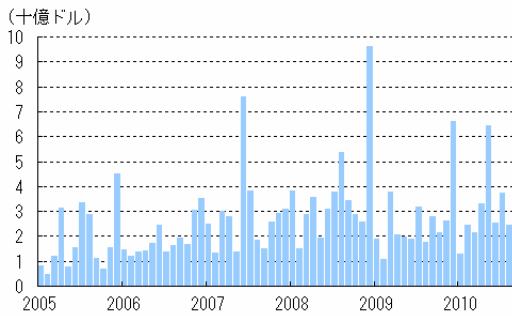
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 17 経常収支の推移



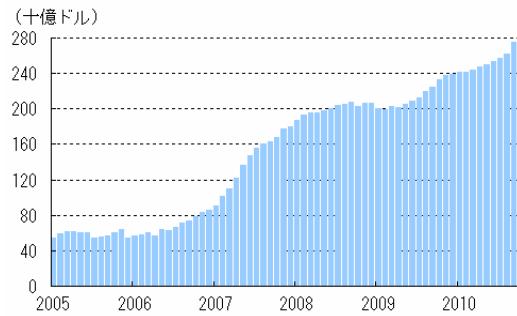
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 18 海外直接投資流入額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 19 外貨準備高の推移



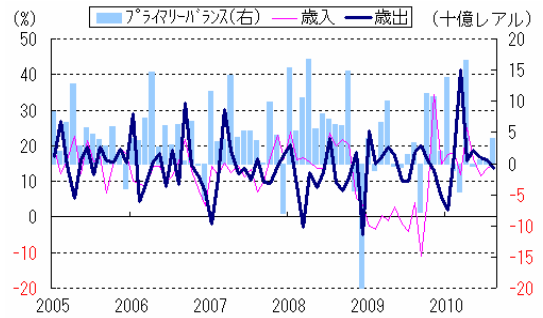
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 20 対外債務残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 21 財政収支の推移(前年比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《 I O F 税率引き上げの影響により、当面の為替や債券価格は弱含む可能性も》

- 株式相場は、世界的な過剰流動性相場により海外資金の流入圧力が高まったことを受け、9月以降急激な上昇局面が続いてきた(図 22)。今月初めの I O F 税率引き上げでも基調は変わらなかったが、18 日の再引き上げによる投資家へのインパクトは小さくないと思われる。政府は追加的な資金流入抑制策の可能性も示唆しており、資金流入が細ることで調整圧力が高まることが予想される。また、政府の国営企業に対する関与拡大により、引き続き同国市場のガバナンス・リスクが意識される可能性もあろう。ただし、当面は世界的に過剰流動性相場が続くと思われ、株式投資に対する I O F は依然税率が 2 %であることを鑑みれば、再び資金回帰が起こる可能性は小さくないと思われる。
- 6 月以降レアル高基調が続いてきた(図 23)。I O F 強化により一時的な調整の可能性はあるが、ファンダメンタルズや内外金利差を考えれば、追加的な資金流入抑制策の可能性が懸念されつつも、底堅い展開が続く可能性は高い。他方、投資家の安全資産志向の高まりや、海外からのレアル投資の急増を受けて、長期金利は下落基調が続いてきた(図 24)。債券投資に対する I O F 税率が 6 %となったことは少なからず影響を与えるものの、こちらも底堅い展開が予想される。

図 22 株式相場の推移(ボブスパ指数)



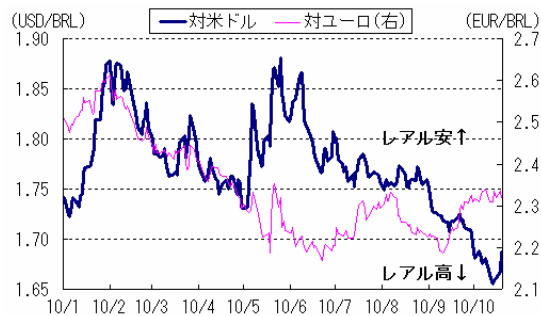
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 24 長期金利の推移(5 年債利回り)



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

図 23 為替相場の推移(対米ドル、ユーロ)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以 上