



ブラジル経済事情：物価上昇を懸念して金融引き締めを再開

～内需の旺盛と世界的なカネ余りが続く中、物価安定と成長維持のバランスは困難に～

発表日：2011年1月20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)

- 国際商品市況の高騰で交易条件は改善、海外資金の流入による過剰流動性や歴史的な低金利は消費や投資を押し上げ、内需をけん引役に景気は拡大している。世界経済の回復による資源需要拡大で輸出も増加し、外需も底堅い。生産拡大による雇用改善が、内需を下支えする好循環も生じている。7-9月期の実質GDP成長率は内需の旺盛が輸入を押し上げて減速したが、10-12月期も好調が見込まれる。
- 旺盛な内需や、海外資金流入による過剰流動性、商品市況高騰による物価上昇が重なり、足元の物価は当局の目標を大きく上回る。当局は、19日の定例会合で4回ぶりに利上げを決定、追加的な金融引き締めに動いた。他方、政府は高金利が経済成長の阻害要因となる懸念から、歳出削減を通じた利下げの可能性を模索するが、財政規律に不安もあり、成長持続に向けて難しい対応が迫られよう。
- 同国は慢性的な経常赤字を抱える貯蓄過小体質にあり、潜在成長率向上には海外資金の受け入れが必要であり、海外資金流入により対外信用力は向上している。資金流入抑制策の強化で一時的に海外資金流出の動きも出たが、資源価格の高騰で足元では流入の動きもみられる。金融市場は今後も海外資金の動向に左右される展開が続こう。

《内需の堅調に加え、外需も底堅く推移。足元の成長のモメンタムは依然崩れていない》

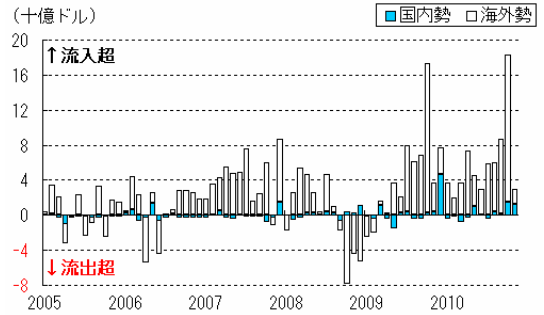
- 国際商品市況の高騰による輸出価格上昇は交易条件を改善させ（[図1](#)）、国民所得は増加している。高金利による内外金利差を背景に海外資金の流入が続き、当局は昨年10月に金融取引税（IOF）の税率引き上げで資金流入抑制を強化したが、流入基調は続いてきた（[図2](#)）。また、昨年4月以降の漸進的な金融引き締めにも拘らず、資金供給量が拡大して過剰流動性をもたらした（[図3](#)）、株式相場の資産効果もあって内需を押し上げている。個人消費は堅調に推移しており（[図4](#)）、昨年の自動車販売台数はドイツを抜いて世界第4位となった。歴史的な低金利が続いたことから家計部門の住宅需要が拡大し、住宅ローン残高は増加（[図5](#)）。建設投資も旺盛である。足元では企業の設備投資意欲も底打ちしており、内需の堅調は続いている。
- 一昨年以降の中国の資源需要拡大は、同国の資源輸出を押し上げ、昨年の輸出額は前年から32%拡大して過去最高額となった。月次ベースでも、12月の輸出額は原油価格が最高値を記録した2008年を上回り過去最高を記録（[図6](#)）。旺盛な資源需要の続く中国（含、香港）向け輸出構成比はEU向けに次ぐ2番目となり、また輸出額に占める一次産品の割合も拡大していることから、資源国の色合いが一段と強まっている。他方、内需の堅調で輸入も順調に拡大しているため、必ずしも貿易黒字幅は定着せず（[図7](#)）、純輸出の成長率寄与度は依然マイナス基調であることが多い。
- 内需の堅調により足元の鉱工業生産は底堅く推移し（[図8](#)）、鉱業部門や製造業での生産拡大は雇用環境を大きく改善させている。11月の失業率は5.7%と過去最低となり（[図9](#)）、これも個人消費を支えている。7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.7%と前期（同+9.2%）から伸びが鈍化、前期比年率も+2.1%と前期（同+7.2%）から減速したが（[図10](#)）、これは内需の旺盛を反映した輸入の増加や、海外景気の減速による在庫調整が影響しており、景気をけん引してきた内需の勢いは陰っていない。資金流入抑制策による海外資金の先細りや、物価上昇による悪影響は懸念されるが、足元では依然内需は堅調であり、輸出も順調に拡大していることから、10-12月期も拡大が見込まれる。

図1 交易条件指数の推移



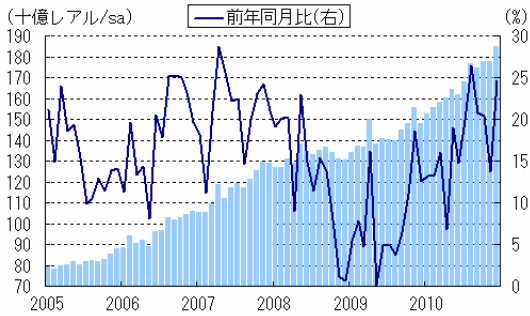
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 証券投資資金流出入額の推移



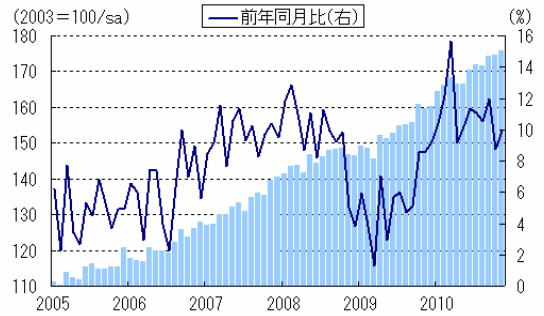
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 ベースマネーの推移



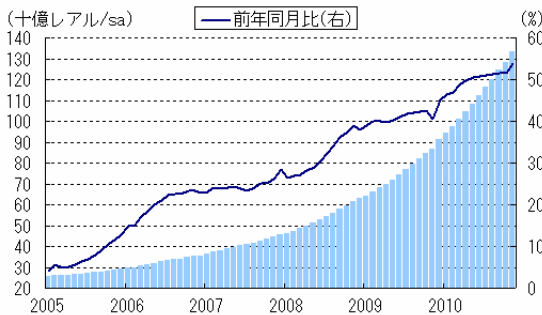
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 小売売上高の推移



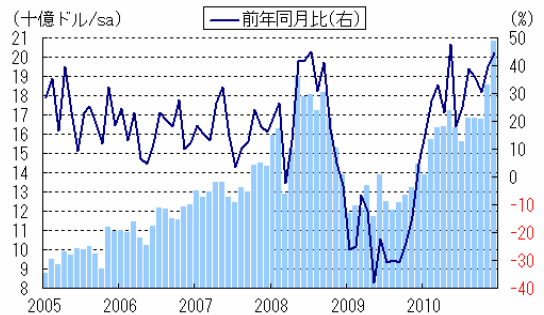
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 銀行の住宅ローン残高の推移



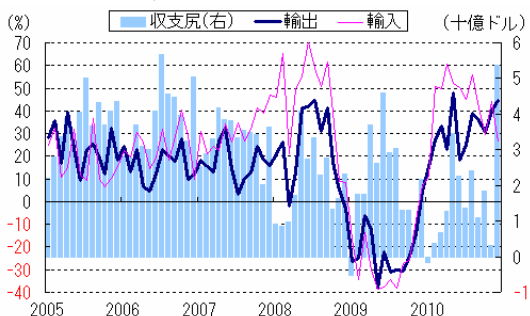
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 輸出額の推移



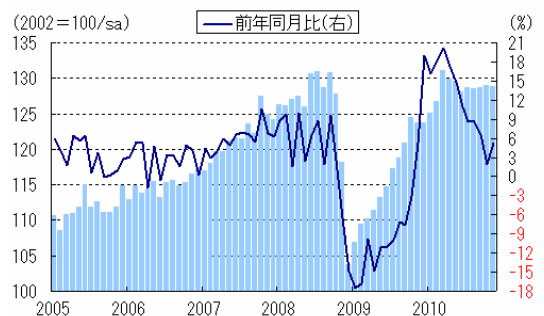
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 輸出入(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 鉱工業生産の推移



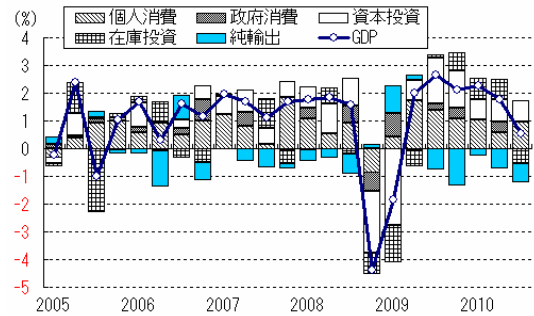
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 雇用環境の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 実質 GDP 成長率(前期比)の推移

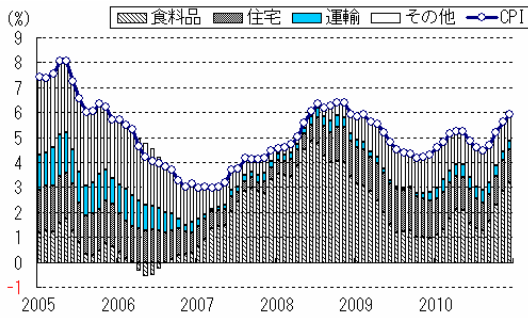


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《物価上昇圧力が高まり利上げを再開。政府は歳出削減で余地を探るが、財政規律に懸念は煽る》

- 同国経済はかつてハイパーインフレに見舞われた歴史を持つ。足元でも旺盛な内需に加え、市中の過剰流動性など物価の上昇要因は多い。12月の消費者物価は前年同月比+5.91%と前月(同+5.63%)から加速(図11)、前月比は+0.63%と前月(同+0.83%)から伸びが鈍化したが上昇基調にある。世界的なカネ余りに伴う国際商品市況の高騰で食料品やエネルギー価格が上昇し、雇用環境改善で人件費に上昇圧力が掛かりサービス物価も上昇している。足元のインフレ率は当局の定めるターゲット(4.5±2.0%)の中央値を大きく上回り、当局のインフレ警戒感は急速に高まっている。なお、一昨年以降の海外資金流入は過剰流動性をもたらす一方、急速なレアル高が輸入物価を抑制してきたが(図12)、足元では資金流入抑制策などでレアル上昇は一服しており、その効果は低下している。
- ブラジル中央銀行は19日、定例の金融政策決定会合を開催し、政策金利を4回ぶりに引き上げ11.25%とする決定を行った(図13)。当局は、先月の定例会合で足元の物価水準を「好ましくない状況」とし、追加的な金融引き締めの可能性を示唆した。他方、これまでに200bpの利上げを実施しており、さらなる利上げによる内外金利差拡大が海外資金の流入圧力を高めることを懸念し、昨年10月にはIOFの税率を2度引き上げ、先月には預金準備率の引き上げを決定して海外資金の流入と過剰流動性の抑制を図ってきた。しかし、12月も物価の上昇基調は変わらず、足元では商品市況の高騰でさらに加速しつつあることから、追加引き締めに動いた。また、トンビーニ新総裁は今月初めの就任会見において、銀行与信の急拡大が信用バブルを引き起こす懸念を指摘しており、今後は内需抑制に向けて、銀行貸出に対する窓口規制に動く可能性もあろう。
- 今年度予算については、当初予算から成長加速化戦略(PAC)によるインフラ投資支出を34億レアル削減し、昨年末に議会承認を経た。これは、今月誕生したルセフ大統領がかねて足元の高金利が持続的な経済成長の阻害要因になることを懸念しており、歳出削減余地の確保を示唆していたことに沿ったものである。今月初めには、マンテガ財務相が景気過熱を阻止すべく、さらなる歳出削減で金融当局の物価政策を側面支援する方針を確認した。しかし、今年の経済成長率を5%以上とする楽観的な前提を元に歳入を当初予算から255億レアル多く見積もるなど、財政規律の緩みについての懸念はある。公務員の最低給与引き上げ幅はインフレ率相当に抑えられるが、低所得者給付(ボルサ・ファミリア)の継続や、2014年のサッカーW杯及び16年のリオ五輪開催に向けたインフラ投資が歳出増加圧力となる中、同国の国際的な信認向上の要因となってきた財政規律の堅持には、さらなる歳出削減が必要になろう。また、2014年までの経済成長率の目標を平均5.9%と高水準にしており、今後は成長維持と財政規律の間で難しい舵取りが迫られよう。

図11 消費者物価(前年比)の推移



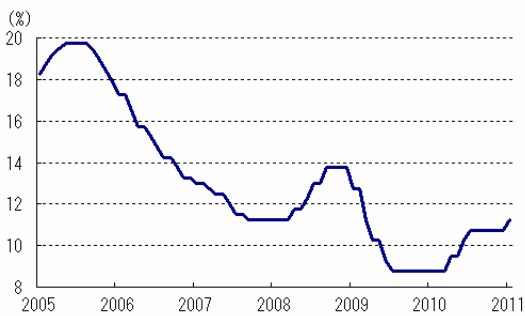
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図12 為替相場(対米ドル)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図13 政策金利の推移

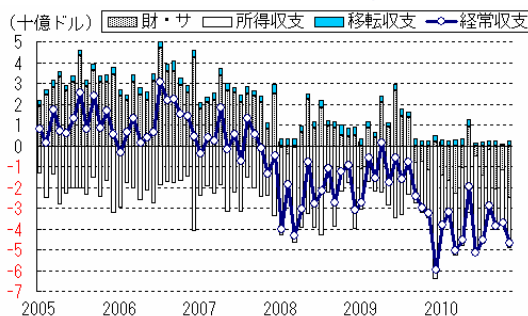


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《将来的な潜在成長率向上に海外資金は不可欠。金融市場は今後も海外資金の動向に影響を受けよう》

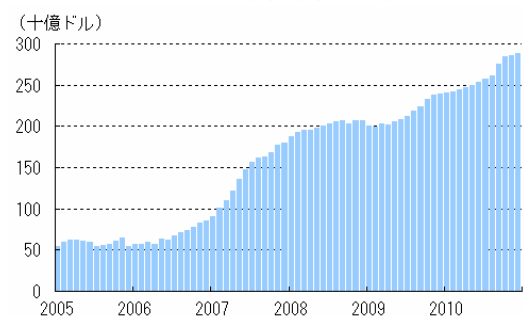
- 貿易収支は黒字だが、海外資金の受け入れに伴う利益・配当送金の規模は大きく、経常収支は慢性的な赤字である（[図14](#)）。政府は物価上昇要因となることを懸念して海外資金流入に対する規制強化を進めるが、貯蓄過小の中で持続的な経済成長のためには、投資資金の安定的な受け入れは必要である。また、経常赤字にも拘らず、海外資金の流入で昨年末の外貨準備高は2886億に積み上がっており（[図15](#)）、これは対外信用力の向上要因になっている。海外からの信認獲得のためにも、財政規律と物価安定は引き続き重要な政策課題になろう。
- 10月のIOF強化や、先月の預金準備率引き上げにより金融引き締め観測が高まった結果、株式相場は調整した（[図16](#)）。物価上昇圧力が高まる中、当面は金融引き締めの動きが強まると予想され、株価は上値の重い展開が予想される。他方、国際商品市況は高騰しており、同国市場は時価総額に占める資源関連銘柄のウェイトが高いことから、これが下支え要因となる可能性は小さい。他方、10月に実施された海外投資家の債券投資に対するIOF強化により、レアルの対米ドル相場はもみ合う展開が続いている（[図17](#)）。IOFの強化は海外からの投資妙味を損なうが、物価上昇圧力により利上げ観測が残ることから、底堅い動きが続こう。

図14 経常収支の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図15 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 16 株式相場(ボブスパ指数)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 15 為替相場(対米ドル、ユーロ)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上