

ブラジル経済事情：物価上昇が続く中、当局は引き締めを強化

～政府は歳出削減を発表、物価抑制効果は未知数だが財政健全化に道筋～ 発表日：2011年3月8日（火）

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)

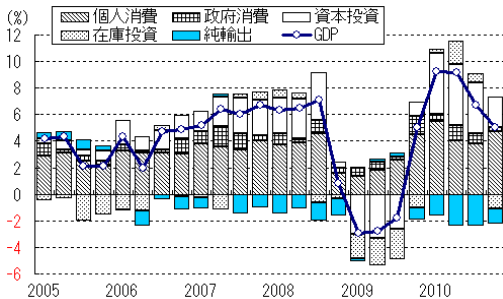
- 10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.0%に加速し、通年の経済成長率は24年ぶりの高水準となった。資源価格高騰による交易条件の改善や、雇用の改善、海外資金の流入による資産価格の上昇を背景に個人消費は旺盛に推移し、輸出も底堅さが続いている。足元のレアル高は製造業の重石となり、景気先行指数は先行きの調整を示唆するが、旺盛な内需をけん引役に景気拡大は続くと予想する。
- 資本流入抑制策にも拘らず海外資金の流入は続くなど過剰流動性は燻っている。国際商品市況の高騰もあって物価上昇圧力は高まっており、2月のインフレ率は前年比+6.01%と当局のインフレ目標の上限に近付いている。そのため、金融当局は2日の定例会合において2回連続の利上げ実施を決定し、金融引き締め姿勢を強めた。さらに、政府は物価抑制のため、今年度予算から追加的に500億ドルの歳出削減を決定した。インフラ投資や低所得者給付は満額実施されるため、物価抑制についての効果は未知数だが、これは歳出改革により財政健全化に資すると見込まれる。
- 資源高で貿易黒字は続くものの、海外への利子・配当支払い拡大で経常赤字は拡大している。しかし、海外資金の流入で外貨準備高は増加し、対外債権国となるなど信用力は向上している。他方、政府は過度な短期資金の変動を抑えるため短期資金の流入抑制策を強化しているが、貯蓄過小にある中で持続的成長を達成するために海外資金の受け入れは不可欠であり、慎重な取り組みが望まれる。さらに、物価抑制のためにはレアル高の容認なども選択肢とすべきであろう。

《旺盛な個人消費が景気をけん引して景気は加速。昨年の経済成長率は24年ぶりの高水準を達成》

- 10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.0%と、前期（同+6.7%）から伸びが鈍化した（[図1](#)）。しかし、前期比年率は+3.0%と前期（同+1.6%）から加速しており、同国経済は堅調に拡大している。分野別では、南部の穀倉地帯での洪水被害により農林漁業が2四半期連続で前期比マイナスとなったほか、足元のレアル高による輸出競争力の低下や中国製品の輸入圧力が外需に悪影響を与え（[図2](#)）、製造業をはじめ第2次産業も2四半期連続で前期比マイナスとなった。他方、海外資金の流入により株価が上昇するなど金融取引は活発に推移しており（[図3](#)）、さらに旺盛な個人消費や不動産需要も反映してサービス業が8四半期連続で前期比プラス成長となり、景気をけん引している。
- 新興国の旺盛な需要や主要穀物生産国における異常気象、投機資金の流入などで国際商品市況が高騰しており、鉱物資源や穀物の主要産出国である同国は輸出価格の上昇を通じて交易条件が改善し、足元の交易条件指数は統計開始以来の高水準となっている（[図4](#)）。結果、国民所得の増加を背景に雇用環境は改善しており、賃金の上昇圧力が高まっている（[図5](#)）。さらに、株価上昇などによる資産効果は個人消費を押し上げ、生活必需品の価格上昇にも拘らず小売売上高は拡大基調が続いている（[図6](#)）。他方、堅調な対内直接投資にも拘らず、資本投資の伸びは鈍化しており、レアル高による輸出競争力の低下が影響している。
- 中国など新興国の旺盛な資源需要を背景に輸出は前期比で増加している。前期は旺盛な内需が輸入を大きく押し上げたため、純輸出（輸出－輸入）の成長率寄与度におけるマイナス幅は拡大したが、今期は輸出の伸びが鈍化したためマイナス幅が縮小した。結果、足元では前年同期に比べて貿易黒字幅は拡大している（[図7](#)）。先行きも新興国の旺盛な資源需要は期待されるが、レアル高による購買力の向上は旺盛な内需と相俟って輸入を押し上げよう。

- 旺盛な内・外需を背景に鉱工業生産は底堅く推移しているが（**図8**）、鉱業部門が堅調な一方、レアル高が重石となり製造業は輸出産業を中心に頭打ちしており、政府がレアル高の抑制を図る要因となっている。OECD景気先行指数によると、先行きの調整は懸念されるが、旺盛な内需や海外経済の回復が生産をけん引し、景気は底堅さが続くと思込まれる。なお、昨年の経済成長率は前年比+7.5%と24年ぶりの高水準となったため、今年はその反動が懸念されるものの、通年で4%程度の堅調な景気拡大が続くと予想される。

図1 実質GDP成長率(前年比)の推移



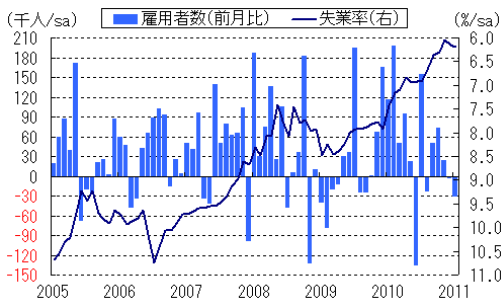
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 株式相場(ボブスバ指数)の推移



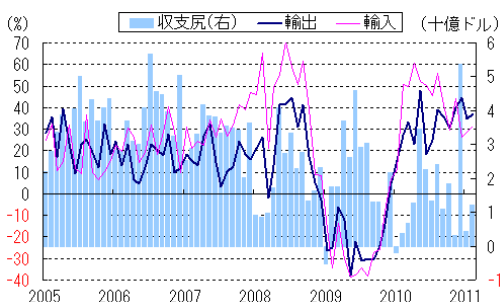
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 雇用環境(失業率、雇用者数)の推移



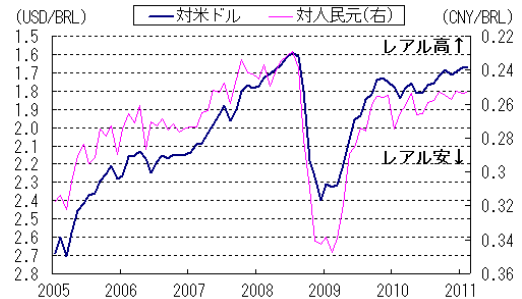
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

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2 為替相場(対米ドル、人民元)の推移



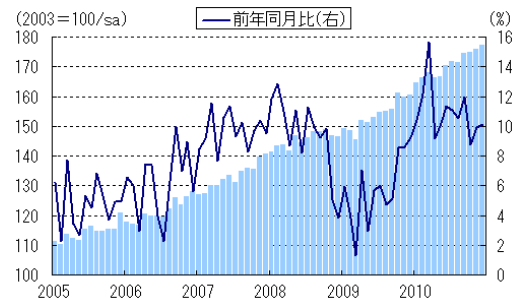
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 交易条件指数の推移



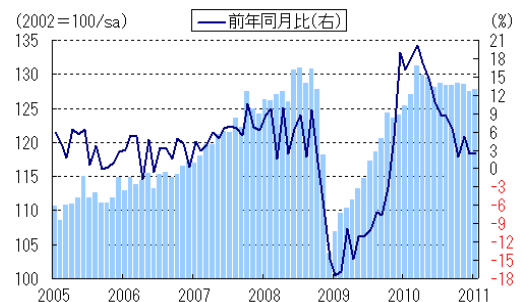
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 実質小売上の推移



(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

「インフレ圧力が高まる中、当局は金融引き締めを強化。政府はインフレ抑制へ歳出削減策を公表」

- 世界的なカネ余りの中、高い経済成長が期待される同国に海外資金の流入が続いてきたが、通貨レアル高に

よる国内産業への悪影響が懸念されたため、金融当局は一昨年 10 月にトービン税である金融取引税（I O F）を復活させ、昨年 10 月には税率を 2 度に亘り引き上げるなど資本流入抑制策を強化している。I O F の再導入により債券への投資妙味は低下しているが、その後も海外からの証券投資は流入超が続いている（[図 9](#)）。そして、足元ではマネーサプライの伸びが再加速するなど過剰流動性懸念は熾っている（[図 10](#)）。また、リアル高は輸入物価を抑制するものの、国際商品市況の高騰などに伴い国内価格は上昇しており、物価上昇圧力は高まっている。2 月の消費者物価は前年同月比+6.01%と 27 ヶ月ぶりに 6%台となり（[図 11](#)）、当局のインフレ目標（2.5~6.5%）の上限に近付いており、前月比も+0.80%と公務員賃金の引き上げなどによって加速している。

- 2 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、政策金利を 2 回連続で 50bp 引き上げて 11.75%とする決定を行った（[図 12](#)）。昨年春以降の金融引き締めにより、同国の金利は世界的に高水準にあるが、同国にとっては歴史的な低水準にある。これらも背景に民間向けの金融機関の与信は高い伸びが続いており（[図 13](#)）、特に住宅や自動車などの耐久消費財需要を促している。さらに、国際商品市況の高騰や公務員の最低賃金引き上げなどにより、先行きも物価上昇リスクが高まっていることから、追加利上げに踏み切ったと思われる。他方、内外金利差の拡大は海外資金の流入圧力をさらに高める可能性もあることから、金融当局はより資金流入抑制策を強化させる可能性もあろう。
- 一方、政府は、高い金利水準が中長期的な潜在成長率の下押し要因になることを懸念している。昨年末には今年度予算のうち成長加速化戦略（PAC）に基づくインフラ投資の一部（34 億レアル）を削減し、2 月初めには追加的に GDP 比 1.4%に相当する 500 億レアル分の予算を削減する方針を発表した。2 月末に発表された具体案では、義務的歳出を 157.6 億レアル、裁量的歳出を 362 億レアル削減するなど、総額 500.9 億レアルが削減されることとなった。軍事費や低所得者向け住宅補助のほか、公務員の新規採用の凍結などで歳出削減を図る一方、低所得者給付であるボルサ・ファミリアや 2014 年のサッカーW杯と 16 年のリオ五輪開催に向けたインフラ投資は削減対象から外された。一連の歳出削減策では、「特権的」と揶揄されてきた公務員の手当削減に踏み込むなど、ルセフ新政権の歳出改革への意気込みを窺わせる内容となっているが、乗数効果の大きいインフラ投資や低所得者給付は満額執行されることから、インフレ対策としての効果は未知数である。他方、一連の歳出削減は政府が志向してきた財政健全化の道筋に合致するものであり、プライマリーバランスの政府目標（GDP 比 3%）を達成する可能性は高まっている。

図 9 証券投資の流出入動向の推移

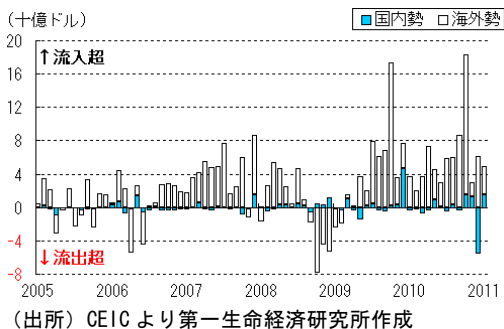


図 10 マネーサプライ (M3) の推移

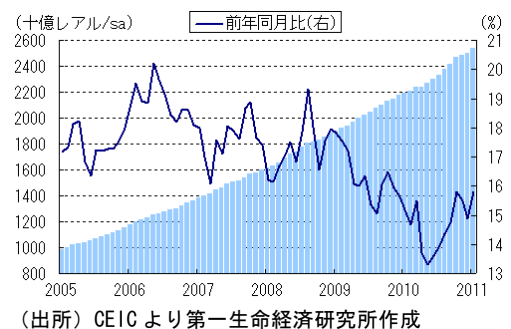
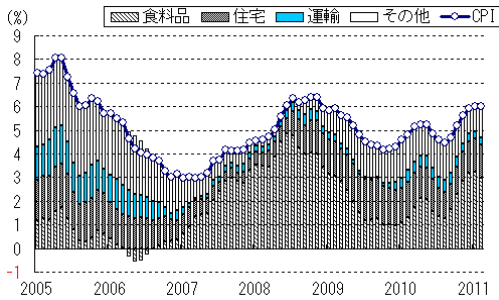
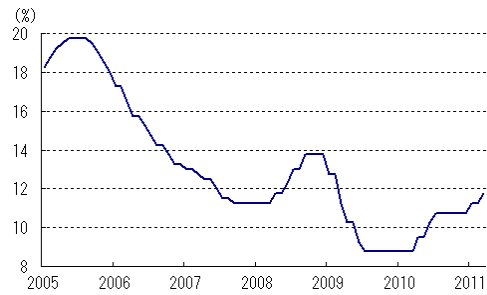


図 11 消費者物価(前年比)の推移



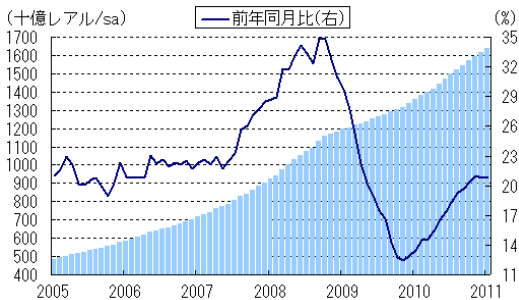
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 政策金利の推移



(出所) ブラジル中央銀行より第一生命経済研究所作成

図 13 民間向け融資残高の推移

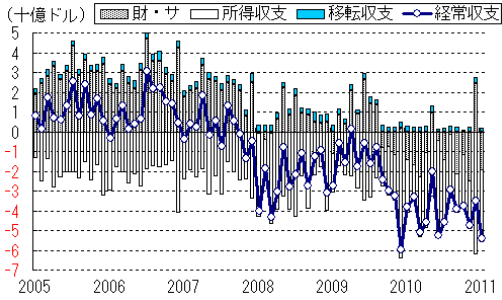


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《 I O Fによる悪影響は懸念されたが、金融引き締めはレアルの支援材料となっている》

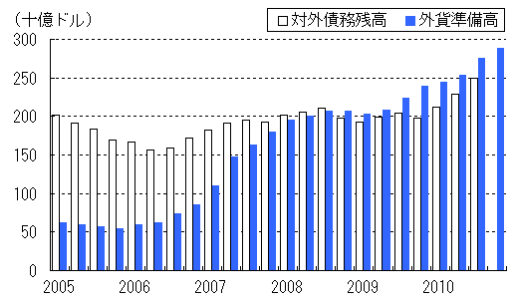
- 新興国の旺盛な資源需要や、足元の資源価格の高騰を背景に貿易収支は黒字基調が続いているが、資源関連企業の業績好調や、金融引き締めによる金利上昇で海外への利子・配当の支払い額が増加しており、経常赤字は拡大している（[図 14](#)）。ただし、海外資金の流入により経常赤字は賄われており、2月末時点の外貨準備高は 3075 億ドルに積み上がっている。さらに、昨年9月末時点の対外債務残高は 2490 億ドルに留まっており、対外的に純債権国となるなど信用力は向上している（[図 15](#)）。対内直接投資の受け入れは堅調に推移しているが、政府は短期資金である対内証券投資の動向を懸念して、I O F 導入などの資本流入規制を強めている。しかし、貯蓄過小な同国が持続可能な経済成長を達成するためには、安定的に対外資金を受け入れる必要があり、短期資金の抑制策が中長期資金を阻害する可能性には留意が必要である。足元では物価上昇圧力が高まっており、物価抑制のためにレアル高による輸入物価の抑制を図ることも求められよう。
- 当局は、昨年 10 月の I O F の強化策発表や、昨年 12 月の預金準備率引き上げ、1 月の政策金利引き上げなど金融引き締め姿勢を強めてきたこともあり、昨年後半以降の株式相場は上値の重い展開が続いている（[図 16](#)）。さらに、年明け以降は欧州問題の再燃や、中東・北アフリカ情勢の悪化で投資家のリスクマインドが悪化していることも悪材料となっているが、原油など資源価格の高騰を背景に企業業績の好調が期待され、株価を下支えしている。他方、海外投資家の債券投資に対する I O F 強化は投資妙味を損なう要因となっているものの、金融引き締めによる実質金利の拡大を受けてレアルの対米ドル相場は上昇が続いている（[図 17](#)）。政府の歳出削減策が発表されたことで、利上げ観測は一時的に後退する可能性はあるが、足元のコストプッシュ型インフレはしばらく続くと予想されるため、引き締め観測は燻りレアル高基調が続く可能性はあろう。

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 対外債務残高と外貨準備高の推移



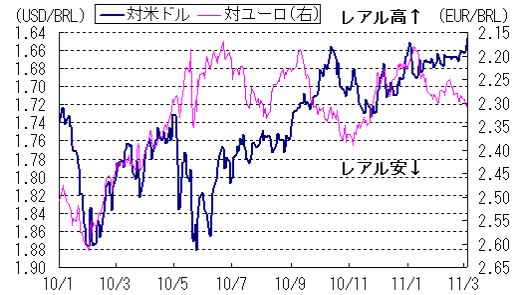
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図16 株式相場(ボベスパ指数)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図17 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