



## ブラジル経済事情：景気は堅調だが、先行き不安要素も燻る

～緩やかな金融引き締めは年内いっぱい続けられよう～

発表日：2011年6月9日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+5.4%と2四半期連続で加速した。物価上昇や金利高の影響は懸念されたが、交易条件の改善による国民所得の増加などにより個人消費は底堅く、設備投資需要も堅調に推移している。世界経済の拡大一服により輸出は減速したが、急速なレアル高による生産抑制の影響で部材輸入は減少してGDP成長率への影響は緩和された。
- 生活必需品を中心に物価は上昇しており、雇用改善も物価の上昇要因となっているが、足元ではエタノール価格の下落により変化の兆しもみられる。しかし、インフレ率は当局の目標を2ヶ月連続で上回っており、8日の定例会合で当局は4回連続で利上げを決定した。当局は前回から引き締め姿勢をやや緩めているが、年内はこうした引き締め姿勢が続く可能性は高いと予想する。
- 足元では輸出は回復感を強め、貿易黒字は拡大しているが、経常収支は赤字基調が続いている。一方、同国の貯蓄過小は海外資金によって賄われており、外貨準備高も順調に積み上がるなど対外信用力は高い。過去の経済危機を教訓に对外債務の圧縮も進んでおり、対外純債権国となっている。財政健全化も進んでいるが、これは景気拡大による税収増による要因が大きく、歳出改革の取り組みは今後も引き続き課題となろう。
- インフレと金利高は景気の先行きに重石となると見込まれるが、インフレ率は早晚ピークアウトして景気は底堅く推移すると予想する。政府の慎重なマクロ経済運営に対する評価は高まっており、しばらく堅調な経済成長は期待出来るものの、潜在成長率の向上は中長期的課題となろう。

### 《1-3月期は景気加速が続くも外需は減速。先行きはインフレと金利高の影響が懸念される》

- 1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.2%となり、前期(同+5.0%)から鈍化した。しかし、前期比年率では+5.4%と前期(同+3.2%)から2四半期連続で加速しており、景気の堅調が確認された(図1)。国際商品市況の高騰による物価上昇や、昨年以降の金融引き締めによる景気への悪影響が懸念されているが、原油など資源価格の高騰を背景に足元の交易条件指数は過去最高水準で推移しており(図2)、国民所得の増加をもたらしている。金利高によって個人向けを中心に銀行貸出に頭打ちの兆しが出ているものの、足元では企業向けの伸びは加速している。近年の不動産投資の拡大を背景に不動産向けも高い伸びで推移しており、民間部門の資金需要は旺盛が続いている(図3)。
- 年明け以降は新車登録台数など耐久財需要の鈍化が懸念されてきたが、雇用の改善を背景に賃金上昇圧力が高まっており(図4)、個人消費は底堅く推移している。さらに、鉱業部門などの設備投資は拡大が続いており、政府によるインフラ投資計画もこれらを後押ししている。一方、昨年景気拡大局面では中国の資源需要拡大による輸出増加が景気を大きく押し上げたが、春節休暇の影響や先進国の需要一巡などが影響して輸出は前期比マイナスに転じており、景気を下押しした。
- かつては輸出に占める完成品の割合が6割を上回り、同国は工業国としての色彩が強かったが、足元では鉄鉱石や石炭など一次産品の割合が高まっている。さらに、足元の急速なレアル高は輸出競争力の低下要因となっており(図5)、製造業を中心に生産の頭打ち感が強まっている(図6)。これに伴う資本財や部材調達の減少で1-3月期の輸入も前期比マイナスとなり、結果的にGDP成長率への下押し圧力を緩和した。先行きについては、インフレと利上げが内需を下押しする兆候は確認されているが、中国の旺盛な資源需要に

よる輸出の復調が期待され、緩やかな景気の拡大が続くと見込まれる。

図1 実質 GDP 成長率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 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3 民間向け銀行貸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 雇用環境の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 為替相場の推移(対米ドル、人民元)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 鉱工業生産の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

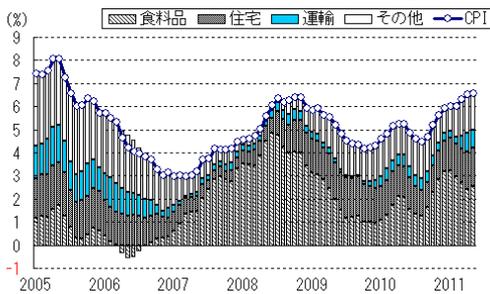
### 《所得拡大なども背景に先行きも物価上昇圧力は残るため、年内は漸進的な金融引き締めが続こう》

- 国際商品市況の高騰を背景に、同国においても食料品やエネルギーなど生活必需品の物価が上昇しており、足元では雇用改善による賃上げも物価の上昇圧力となっている。5月の消費者物価は前年同月比+6.55%と前月(同+6.51%)から加速し、2ヶ月連続で金融当局の掲げるインフレ目標(2.5~6.5%)を上回っている(図7)。なお、原油市況の上昇一服によるエタノール価格の調整などは物価上昇圧力を緩和しており、前月比は+0.47%と前月(同+0.77%)から減速したが、コア物価は加速している。今後も穀物市況は高止まりが予想され、先行きもインフレ率は高水準で推移する可能性は高いであろう。
- このように物価上昇圧力が高まる中、金融当局は昨年春以降今年4月までに累計325bpの利上げを実施して金融引き締めを進めてきた。ただし、4月の定例会合では、国内外の景気の先行き不透明感と国内のインフレリスクを勘案して「十分に長期間に亘り引き締めプロセスを進めることが望ましい」との見解を示し、引き締め姿勢を緩和させた。8日に開催された定例会合においても当局はこの方針を堅持しており、政策金利は前回同様25bp引き上げられ12.25%となった(図8)。しかし、依然としてコア物価を中心に上昇圧力は熾っていることから、金融当局は年内いっぱい引き締め姿勢を続けると予想する。
- 一方、同国では金融引き締めによる内外金利差の拡大を背景に海外資金が流入しており、これまでの利上げにも拘らずマネーサプライが加速的に拡大しており(図9)、物価の上昇圧力に繋がっている。同国政府は

急速なレアル高に対抗するため、一昨年秋に債券投資に対してトービン税である金融取引税（IOF）を復活させ、その後も税率引き上げなどを進めてきたが、依然資金の流入超が続いている（[図10](#)）。

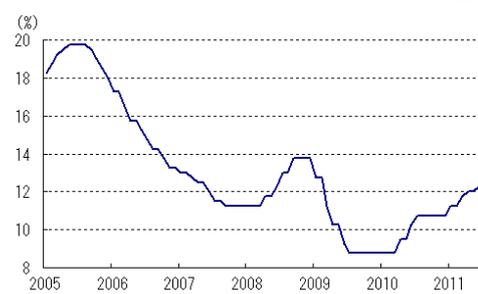
- 同国政府は、足元の物価上昇と金利高、そして内外金利差がもたらすレアル高が景気に悪影響を及ぼすことを懸念しており、物価上昇圧力を緩和させるべく今年度予算から 507 億レアルの歳出削減を実施した。しかし、サッカーW杯やリオ五輪に向けたインフラ投資や、低所得者給付、公務員の最低給与引き上げなどの施策は予定通り実施されており、物価上昇の抑制効果は限定的となっている。政府は4月末、2007～09年に承認されながらまったく進捗していない総額 100 億レアル分の公共事業を追加削減する方針を決定したが、7日に政権内で経済政策を司ってきたパロシ官房長官が辞職したため、これらの円滑な遂行に不透明感が高まっている。

**図7 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8 政策金利(Selic)誘導目標の推移**



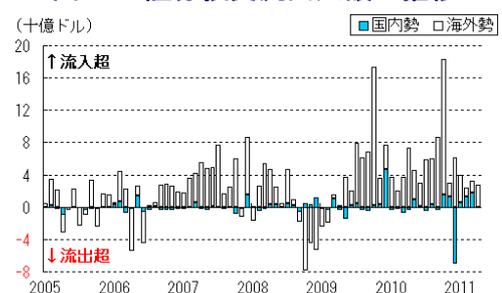
(出所) ブラジル中央銀行より第一生命経済研究所作成

**図9 マネーサプライ(M3)の推移**



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図10 証券投資流出入額の推移**



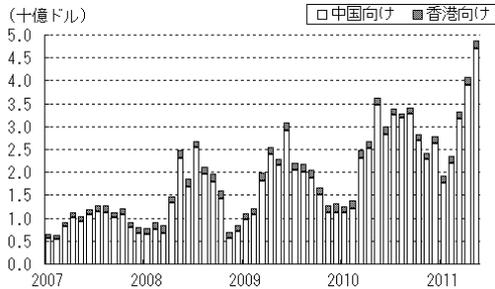
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《先行きに不透明要因はあるも、景気回復を背景に財政状況は大きく改善が進んでいる》

- 1-3月期の輸出は前期比マイナスとなったが、4月以降は中国の旺盛な資源需要を背景に増加しており（[図11](#)）、輸出を取り巻く環境は底堅い。そして、年明け以降は貿易収支の黒字幅は拡大しているが（[図12](#)）、サービス収支赤字や利子・配当支払いに伴う所得収支の赤字は大きく、経常収支は赤字基調にある（[図13](#)）。対外収支の構造は典型的な資源国型であり、貯蓄過小を海外資金の流入で賄う状況にあるが、5月末時点の外貨準備高は 3330 億ドルまで積み上がり（[図14](#)）、対外信用力は強固である。一方、1980年代初めや90年代末に同国で発生した経済危機は、対外債務に対して過大に政府保証を付与したことがきっかけとなったが、その後の財政再建により公的対外債務は圧縮されている。足元では海外資金の流入により民間対外債務は増加しているが、3月末時点で対外債務残高は 2767 億ドルに留まり、対外的には純債権国となっている（[図15](#)）。
- 二度の経済危機や通貨危機を経て同国政府は財政再建化を進めてきたが、今年1月に誕生したルセフ政権もこの姿勢を踏襲している。政府は今年度のプライマリー黒字を 1179 億レアルとする目標を掲げているが、4月までに公的部門のプライマリー黒字は 573 億レアルに達しており、実現可能性は高まっている。なお、足元の財政健全化は景気回復などによる税収増加が大きく寄与しており、当初計画された歳出改革などは十分

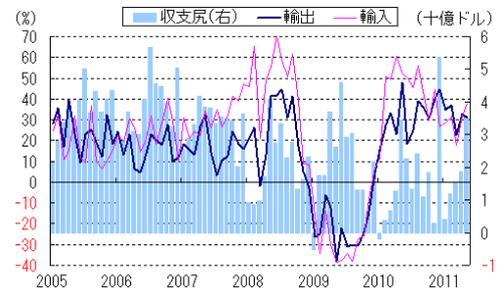
に進んでおらず、前ルラ政権と同じ課題に直面している。これまでの利上げによる国債費の増加のみならず、今後はインフラ投資など歳出増加要因の拡大が見込まれることから、歳出合理化の徹底が必要である。パロシ官房長官の辞任により経済政策が左派的な傾向を強める可能性が指摘されており、国営石油公社への政治介入も懸念されるが、大統領の強力なリーダーシップが望まれる。

図 11 中国・香港向け輸出額の推移



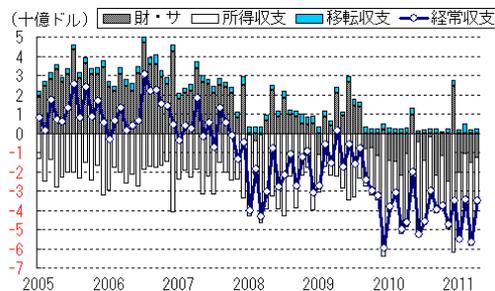
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 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 13 経常収支の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 14 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 15 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

《景気の先行きに減速懸念はあるが堅調な推移が見込まれる。中長期的な成長持続への課題は少なくない》

- しばらくインフレ圧力と金利高が国内景気に悪影響を与える懸念はあるが、資源価格は高止まりが見込まれ、中国の資源需要の旺盛が景気を下支えしよう。一方、急速なレアル高により製造業を中心に生産抑制の動きが強まっており、今後は海外資金の流入抑制に向けて I O F を一段と強化させる可能性はあろう。さらに、パロシ官房長官の辞任により長年の政治課題である税制改正などが停滞する可能性もあろう。なお、当研究所ではインフレ率は今年第 3 四半期をピークに減速すると予想しており、通年のインフレ見通しを前年比+6.4%と予想する。また経済成長率については、インフレなどで短期的に下押しされる懸念はあるが、年後半にかけて世界経済の回復も見込まれることから、通年の経済成長率を前年比+4.0%と予想する。
- 今年 4 月、英国の格付機関が同国の歳出削減を評価して、ソブリン格付を「BBB」に 1 ノッチ引き上げる決定を行ったが、先月には米国の格付機関も見通しを「ポジティブ」に引き上げて（格付は「BBB-」）、格上げの可能性を示唆している。なお、同社は近年の同国政府のマクロ経済の安定化政策により、同国経済

が対外的なショックの影響を受けにくくなったことを評価する一方、低い貯蓄率が中長期的な潜在成長率向上の妨げになっていると指摘している。足元では貯蓄過小を補う海外資金が成長原資となっているが、政府の短期資金抑制策は持続可能な経済成長を促す中長期資金の流入を阻害するリスクがあることには留意が必要だ。

- 株式相場は、当局の資本流入規制強化や金融引き締めが嫌気されて、年明け以降は調整基調が続いている（**図 16**）。足元では欧州債務問題の再燃や世界経済の先行き不透明感の高まりを受けて投資家のリスクマインドが悪化して物価上昇率に変化の兆しは出ているものの、金融当局は先行きも漸進的に金融引き締めを続けると見込まれ、当面は上値の重い展開が予想される。同国政府の資本流入規制は急速なレアル高へのけん制を意図しているが、利上げによる内外金利差の拡大により海外資金の流入は続いており、足元の対米ドル相場は過去 10 年で最高値圏に達している（**図 17**）。投資家のリスクマインド悪化により一時的に調整する可能性はあるが、今後もレアル高圧力は熾らう。

**図 16 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 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