



ブラジルの予想外の利下げ、その背景と影響

～物価上昇圧力が残る中での金融緩和は時期尚早～

発表日：2011年9月3日(土)

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)

- 31日、ブラジル中央銀行は約2年ぶりに利下げを実施した。当局は足下のインフレ率は目標を上回っているが、世界経済の二番底懸念で外需が悪化し、先行きの国内景気に悪影響を及ぼすことを懸念している。なお、政府は来年度予算案を発表しており、拡張型予算の前提に楽観的な経済見通しを置いている。同国の利下げは他の新興国の利下げを促し、インフレ懸念がより高まる可能性もある。同国のインフレ率は高止まりする可能性が高く、早晚金融政策は見直しを迫られる可能性もあろう。
- 4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.2%に減速した。物価や金利の上昇による下押しが懸念されていたが、内需や輸出は拡大しており、輸入の拡大による外需の成長率寄与度低下が影響した。リアル高や賃金上昇による輸出競争力低下で生産は頭打ちしている中、利下げは海外資金の流入抑制も目的としようが、これによる物価上昇や投資抑制は潜在成長率の低下を招く可能性もあり、財政・金融当局にはこれまで以上に慎重な対応が求められよう。
- 4-6月期のGDP発表にあたり、政府は今年の経済成長率は4%を上回るとの見通しを示した。しかし、内需が旺盛な中での金融緩和によるインフレリスクの高まりは避けられない。来年は物価上昇が景気の下押し要因になると見込まれ、政府目標(5%)の達成は難しいと予想される。

《世界経済の二番底懸念に対応して当局は利下げに踏み切ったが、先行きもインフレリスクは熾ろう》

- ブラジル中央銀行は、31日の定例の金融政策委員会において政策金利を50bp引き下げて12.00%とする決定を行った(図1)。同行が利下げを実施するのは、2009年7月以来約2年ぶりとなる。7月の消費者物価は前年同月比+6.9%と、当局が定めるインフレ目標(2.5~6.5%)を上回っているが(図2)、前月比は+0.16%と食料品価格の下落を背景に落ち着きを取り戻しつつあった。欧米の財政問題による世界的な金融市場の混乱で商品市況は調整し、世界経済の二番底懸念を背景に同国の景気回復をけん引してきた輸出に下押し懸念も高まっていた。さらに、今年の経済成長率は昨年(前年比+7.5%)の反動もあり景気減速は避けられない一方、政府は物価抑制の観点から歳出削減に取り組んでおり、財政による景気刺激は難しいことも、政府による利下げ要求の要因であった。
- 当面のインフレ率は当局目標を上回る水準で推移する見通しである。引き締めスタンスを続ければ年末にもインフレ率は大きく低下する可能性があったが、今回の利下げは先行きの物価上昇圧力を高める要因となる。さらに、先進国ではさらなる金融緩和期待もある中、仮に足下の金融市場の混乱が収まれば、余剰資金は再び同国のような新興国や商品市場に流入する可能性が高い。多くの新興国では、景気が減速しつつもインフレ懸念のために利下げは行ってこなかったが、同国の利下げを契機に今後は他の新興国でも利下げが検討される可能性がある。仮にそうなれば、新興国におけるインフレリスクはさらに高まることもあり得よう。
- なお、同日に政府は議会に対して2012年度予算案を提出しており、歳出規模は前年比+10%とし、政府の財政目標であるプライマリー黒字については、来年度1140億リアル(GDP比2.5%)と今年度見通し(1280億リアル(同3.0%))から縮小する計画となっている。これは物価抑制のために大胆な歳出削減を行ってきた今年度予算とはスタンスが異なる。歳出の大半を占める年金支払いについては公務員の最低給与引き上げに伴い増加し(+13.6%)、保健医療費(+15%)や教育費(+33%)も二桁%の伸びとなっている。他にも、サッカーW杯やリオ五輪向けの競技場建設に18億リアル、ルセフ大統領肝煎りの貧困対策に260億レ

ルを計上。公債費も除いた裁量予算は総予算の11%に留まる硬直的な予算となっている。さらに、税収増加の観点から前提となる来年の経済成長率を前年比+5%と楽観的にみており、財政政策による景気下支えが難しくなっていることも、政府の中銀への利下げ要請に繋がってきた。

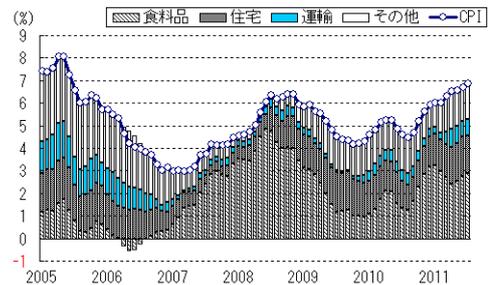
- 今回の票決は5（50bpの利下げ）対2（据え置き）で分かれたが、利下げの根拠として、世界的に「デフレーション」リスクが高まっているとの見方を示唆。さらに、海外経済の減速が貿易縮小や投資流出、信用収縮などを通じて国内経済に悪影響を及ぼす可能性があり、政府が拡張的な財政政策に軌道修正したこともこうした見方に対応したものとする認識を示した。先行きのインフレについては好ましい方向に向かい、インフレ目標の中央値（4.5%）に近付くとみている。しかし、実際には上述のようにインフレリスクはむしろ高まると見込まれるため、金融政策は早晩見直しを迫られる可能性があるだろう。

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(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《4-6月期の景気は減速したものの、内需拡大による輸入増加が主因》

- 2日に発表された4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+3.1%となり、前期（同+4.2%）から減速した。前期比年率も+3.2%と前期（同+5.0%）から減速しており、政府や金融当局が懸念する景気減速が現実化したようにみえる（[図3](#)）。しかし、商品市況の高騰を背景に交易条件は過去最高水準で推移しており（[図4](#)）、中国の旺盛な資源需要などを背景に輸出は前期比プラスに転じている。さらに、これらを背景に足下の雇用・所得環境は改善が進んでおり（[図5](#)）、物価や金利の上昇にも拘らず個人消費は前期比で加速しており、資本投資も加速している。一方、内需の堅調を反映して輸入が輸出を上回る伸びとなったため、外需の成長率寄与度が低下してGDPが押し下げられたものであり、政府や金融当局が懸念するような景気減速とは性格が異なる。
- 足下のインフレ率は当局の目標を上回る水準で推移し、政策金利は世界の主要国で最も高いことから、景気への悪影響が懸念されているが、主要輸出財の資源価格高騰で国民所得は増加しており、雇用・所得環境の改善も重なり小売売上高は拡大している（[図6](#)）。さらに、金利高にも拘らず家計部門を中心に資金需要は旺盛であり、不動産投資ブームもあって住宅ローン残高は前年比+50%近くの伸びが続いており、民間部門向け融資残高は拡大している（[図7](#)）。また、物価抑制のために政府は今年度予算で歳出削減を行ったが、世界的イベントを控えてインフラ投資はほぼ予算通りに執行されており、公務員給与の大幅引き上げなども政府消費を押し上げている。世界経済の減速懸念はあるが、中国を中心とする新興国の資源需要の旺盛で輸出は拡大しており（[図8](#)）、8月の輸出額は単月ベースで過去最高となった。一方、旺盛な内需を反映して輸入も順調に拡大しており、外需の成長率寄与度は下押しされている。
- 世界的なカネ余りの中、同国には高いリターンを求めて海外資金の流入が続いてきた（[図9](#)）。これによる過剰流動性は景気を押し上げてきたが、急速なリアル高も引き起こし、労働需給の逼迫による賃金上昇圧力により輸出競争力の低下が懸念されており、足下の鉱工業生産は頭打ちしつつある（[図10](#)）。家計部門の資金需要は旺盛な一方、企業部門の融資残高の伸びは減速するなど勢いに一服感が出ており、先行きの雇用などに悪影響が出る可能性はある。また、海外からの直接投資は順調に流入しているが（[図11](#)）、一方でイン

フラ不足や、政府部門の手の煩雑さや制度の複雑さなど「ブラジル・リスク」は解消されていない。さらに、内需が旺盛な中での利下げ実施は同国経済における最大のリスクと見做されている物価上昇を加速しかねないため、これまで政府が目指してきた投資を通じた潜在成長率の向上という流れを阻害する。政府や金融当局にはこれまで以上に慎重な政策対応が望まれる。

図3 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5 雇用環境の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 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7 民間部門向け融資残高の推移



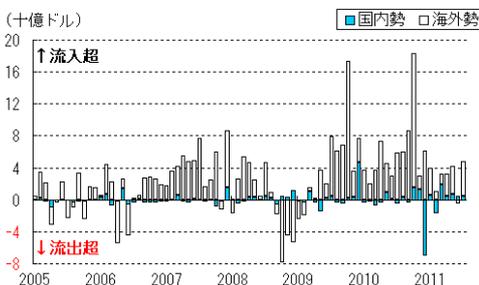
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 証券投資の流出入動向の推移



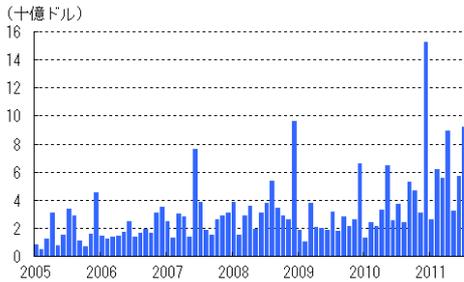
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 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 11 対内直接投資流入額の推移

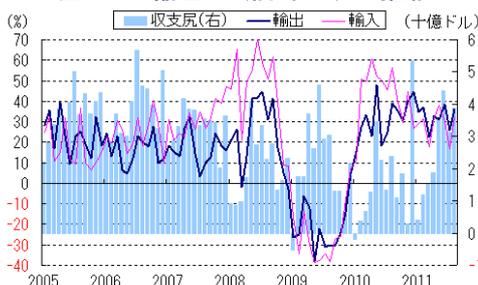


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《利下げは短期的に経済成長を押し上げようが、インフレによる副作用がより大きくなる可能性もあろう》

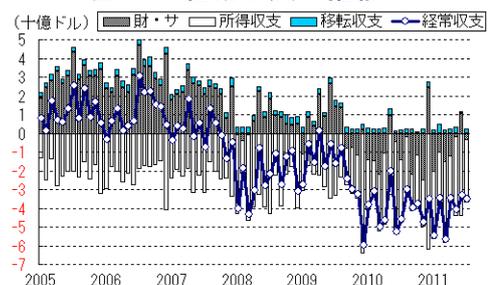
- 輸出の伸びを背景に貿易黒字は拡大基調にあるが (図 12)、海外からの投資資金への利子・配当支払いの増加により慢性的な経常赤字体質であり (図 13)、海外からの投資資金流入がこれをファイナンスする構造的な弱さを抱えている。足下では国際金融市場の混乱による投資家のリスクマインド悪化により海外資金は流出しているが、貯蓄過小状態にある同国にとって、潜在成長率を高めるためにも海外資金の取り込みは重要である。近年、海外資金の流入が続いてきた背景には、同国が物価抑制と高成長を果たしてきたことがあるが、足下の政策動向はこうした動きを損なう可能性がある。さらに、同国向けの投資の6割以上はEUからのものであり (図 14)、欧州の財政問題の動向によっては、資金が逆流するリスクにも留意する必要がある。なお、8月末時点の外貨準備高は3534億ドルに達しており、対外的には純債権国となっていることから (図 15)、外貨流動性に対する懸念は小さいものの、これら構造的な脆弱性は将来的な経済成長の足かせとなる可能性はある。
- 4-6月期のGDP発表にあたり、同国政府は今年の経済成長率は4%を上回るとの見通しを示し、来年についても予算の前提となる5%成長を達成する前提条件が整ったとしている。足下では世界経済の二番底が懸念されているが、近年は輸出に占める新興国向けの割合が高まっており、先行きも新興国を中心に底堅い輸出拡大が見込まれる。一方、金融緩和は政府の望むように景気の押し上げをもたらそうが、物価上昇圧力を高める可能性もあり、早晚追加的な物価抑制策が必要となろう。当研究所では、今年の経済成長率について4%近傍という政府見通しは達成可能とみているが、来年については物価上昇が重石となり、政府の掲げる目標(5%)の達成は困難とみている。
- 同国の株式相場は、資本流入規制の強化や断続的な利上げを嫌気して上値の重い展開が続いてきたが、金融市場の混乱で投資家のリスクマインドが冷え込んだことで急速に調整した (図 18)。その後は割安感が注目されて株価は戻しており、予想外の利下げ実施も株価の支援材料になろう。一方、投資家のリスクマインド悪化による海外資金の流出でリアルは急速に下落しており (図 19)、先日の利下げはその流れに拍車を掛ける要因になっている。

図 14 輸出入(前年比)の推移



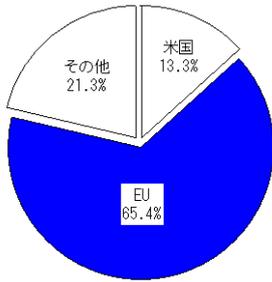
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 15 経常収支の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 16 国籍別株式投資比率(2011年)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 17 外貨準備と対外債務の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 18 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 19 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