



ブラジルでは早々の景気刺激策で一部に景気底打ちの兆しも

～景気と物価、財政を巡る難しい政策の舵取りは続く～

発表日：2012年1月20日(金)

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)

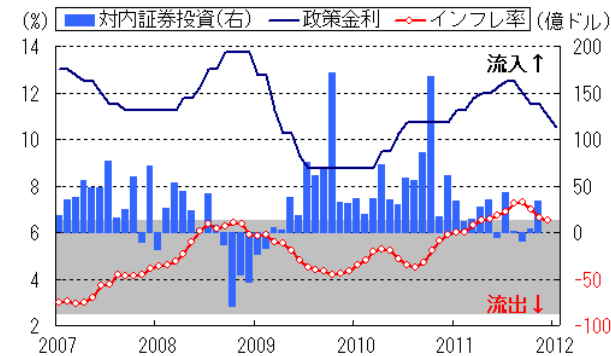
- 世界経済の減速による景気への悪影響が懸念される中、中銀は新興国の中でも早く利下げによる景気刺激策を実施してきた。今回、中銀は4回連続の利下げを決定し国内景気に配慮する姿勢を示した。足下のインフレ率は減速しており、今後も金融緩和余地は拡大しようが、海外資金に回帰の動きがみられる中、物価上昇圧力が高まるリスクもあることから、政府・中銀には慎重な政策対応が求められよう。
- 昨年7-9月期は約2年半ぶりのマイナス成長となるなど景気減速は顕著であったが、その後の景気刺激策によって一部に底打ちの兆しもみられる。今後も景気刺激策の効果により景気は底離れしようが、引き続き海外経済の不透明感が景気の重石になる可能性がある。政府が物価と財政健全化を意識して歳出抑制を図る可能性もある中、より金融政策の重要性が高まるものと思われる。
- 輸出の減速による貿易黒字の縮小によって、足下の経常赤字は拡大しているが、海外資金の流入によってこれをファイナンスしている構図にある。欧州系金融機関による与信規模が大きいため、一部で海外資金の流出リスクが懸念されているが、対外債権国であることから危機的状況を回避する耐性は充分にある。足下では国際金融市場が小康状態にあるため、株価や為替相場は反発している。

《インフレ率の低下で4回連続の利下げ。追加利下げの可能性は残るが、今後も慎重な対応が求められる》

- 欧州債務問題の深刻化による世界経済の減速や国際金融市場の混乱がブラジル経済にも悪影響を与えることが懸念されている。同国でも世界経済の減速で輸出が低迷しており、短期資金を中心とする海外資金の流出が信用収縮をもたらした。折からの物価や金利の上昇もあり、これまで景気をけん引してきた個人消費の勢いは弱まった。そのため金融当局は昨年8月末に約2年半ぶりの利下げを実施し、その後も利下げを繰り返すなど景気刺激を図る姿勢を明確にしてきた。足下では国際商品市況の一服や足下の景気減速、ベース効果などにより物価上昇率は低下しており、12月のインフレ率は前年同月比+6.50%と9ヶ月ぶりに金融当局のインフレ目標(2.5~6.5%)に収まり、物価上昇圧力は後退している。年前半についてはインフレ率の低下傾向が続くと見込まれることから、金融緩和余地のさらなる拡大も期待されよう。
- 中央銀行は17~18日に開催した定例の金融政策委員会で追加利下げを決定して追加的な景気刺激を図った。委員会後の声明においても「世界経済の悪影響を適切に緩和すべく政策金利を緩やかに調整しても、インフレ率は目標に収斂する」としており、国内の景気動向に配慮する姿勢を示している。足下では海外資金にも回帰の動きがみられるなど小康状態を取り戻しており、利下げ効果もありマネーサプライの伸びも底打ちするなど最悪期を脱する兆候はみられる。しかし、欧州債務問題の根本的解決にはしばらく時間を要すると思われる、引き続き潜在的に海外資金の流出圧力は熾っている。金融当局にとっては国際金融市場や国内景気、国内物価の動向を睨みつつ、難しい政策の舵取りを迫られる状況が続くであろう。
- 今後もインフレ率の低下は見込まれるものの、法定最低賃金の大幅引き上げ、昨年秋以降のリアル安による輸入物価の上昇リスク、干ばつや豪雨被害による食料品価格の上昇リスクなどにより、年半ば以降インフレ率が再加速する可能性はある。同国政府は昨年末に海外資金の流出による悪影響を懸念して金融取引税(I OF)の税率を引き下げており、これは足下の海外資金の流入を促していると思われるが、I OFの運営を巡る市場介入については、その日和見的政策運営に対して国際金融市場の一部で批判の声もある。一連の景気刺激策によって個人消費に底入れの兆候もみられる中、海外資金の流入圧力が今後も高まれば、これが

インフレ率を再加速させる可能性もある。インフレ率が目標を上回る状況下で利下げを決断するなど、中銀の「インフレタカ派」色は後退しており、現時点では海外経済の不透明感から追加利下げを実施する可能性が高いとみているが、今後も物価に配慮した慎重な対応が求められよう。

図1 政策金利とインフレ率、対内証券投資の流入動向の推移

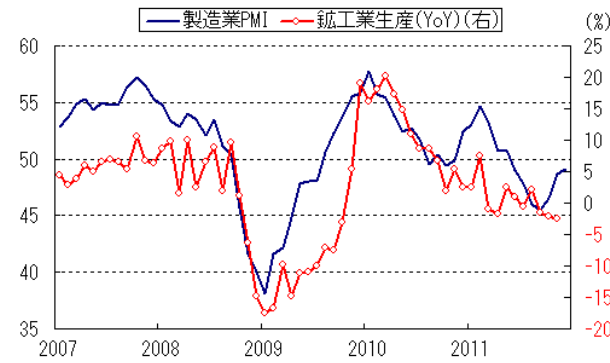


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成 (対内証券投資は昨年11月まで)

《景気刺激策によって一部に景気底打ちの兆候も。今後も緩やかに景気拡大基調が強まろう》

- 同国経済はBRICS諸国の中でも内需依存度が高く、個人消費の拡大が景気をけん引してきたが、物価上昇による実質購買力の低下や、金融引き締めによる市中金利の上昇は個人消費を下押ししてきた。さらに、昨年後半には国際金融市場の混乱により金融機関の貸出態度が悪化して家計部門の借入は減速し、個人消費の頭打ち感が強まった。レアル高により輸出競争力が低下していた輸出産業などでは設備投資を鈍らせ、物価対策のために政府が公共投資を抑制したこともあって固定資本投資も低迷した。結果、昨年7-9月期の実質GDP成長率は10四半期ぶりに前期比年率マイナス成長となり、景気減速が鮮明になった。分野別でも、レアル高や世界経済の減速による資源需要の低迷を反映して第2次産業が減速し、金融市場の混乱や個人消費の低迷などで第3次産業も減速。景気の減速感が鮮明になったことで、政府は景気刺激策に舵を切った。
- 中銀による大幅利下げや、政府による景気刺激策の結果、足下では個人消費をはじめとする内需に変化の兆しが出始めている。小売売上高の伸びは底を打ち、自動車や家電などの需要に底堅さがみられ、企業の設備投資需要にも回復の動きが確認されている。年明け以降は景気刺激策の効果発現が期待される中、金融機関に対する自己資本比率規制の緩和によって貸出態度が改善し、マネーサプライの伸びも底打ちしつつある。足下の失業率は最低水準であるなど雇用・所得環境も底堅い。輸出の減速懸念はあるものの、足下のレアル安は下支え要因となっている。ただし、足下の生産は依然として減速模様が続いており、PMI（購買担当者景況感）も利下げが実施された9月を底に改善しているが、製造業は中立水準を下回るなど全体的な景気回復は道半ばである。
- 今後も財政・金融政策による景気刺激策の効果の発現が期待されるため、景気は底離れに向かおうが、引き続き世界経済の減速や国際金融市場の混乱が景気の重石になる可能性がある。同国経済は歴史的に欧州経済との結びつきが深く、欧州債務問題が深刻化すれば投資に悪影響があると懸念されるが、日本や中国のみならず欧州からの直接投資は拡大している。政府は今年度当初予算において、歳出拡大によって景気を下支える姿勢を示したが、物価上昇や財政健全化に対する懸念から昨年同様に歳出の抑制志向も持っている。昨年の歳出削減もあって主要格付機関による信用格付は過去最高となっており、国際的信認は向上している。しばらく国際金融市場は不安定な状況が続くと見込まれるが、市場からの信認獲得は、投資資金の安定流入を通じて潜在成長率の向上に資するであろう。

図2 製造業PMIと鉱工業生産(前年比)の推移



(出所) CEIC、Markit より第一生命経済研究所作成

《欧州からの与信規模は大きいいため、欧州債務問題の行方には引き続き注意が必要となろう》

- 輸出が頭打ちする一方、一部で底打ちの兆しが出ている内需を反映して輸入は底堅く、貿易黒字幅は縮小。対内投資への利子・配当の増加による所得収支の赤字幅拡大もあり、経常赤字は拡大している。経常赤字は海外資金の流入で賄われており、近年は外貨準備高が増加してきたが、国際金融市場の混乱による証券投資の流出はこれまでの状況を一変させている。金融市場の動向は不透明であり、対外収支構造の脆弱性を理由に資金流出が起こるリスクは熾ろう。同国では1999年の通貨危機後に緊縮的な財政政策を通じて公的債務の拡大を抑えてきたが、民間部門を中心に対外借入は拡大してきた。外資系金融機関による与信の7割以上は欧州系金融機関によるものであり、うち半分以上はスペイン籍の機関であることから、債務問題による悪影響が懸念されている。足下では混乱は一服しているものの、仮に金融環境が再び悪化した場合は一時的に悪影響が生じる可能性はあろう。なお、昨年末にかけて外貨準備高はわずかに減少したが、依然として対外純債権国であることから対外的なショックへの耐性は充分である。
- 株式市場においては、投資家のリスクマインド悪化により急落し、その後も欧州債務問題の不透明感から一進一退の状況が続いてきたが、足下では投資家心理に改善の動きもみられ反発している。現状は昨年からの最安値から約3割上昇しており、夏場に欧州債務問題が強く意識される前の水準にまで戻している。先行きは景気刺激策による景気拡大が見込まれる中、金融市場が落ち着きを取り戻せば、景気回復を意識した買いが戻る可能性はあろう。株式相場同様にリアル相場も昨年後半に急落したが、足下では上昇に転じつつあるが、今後も欧州債務問題の動向が左右する状況が続こう。

図3 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4 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