



ブラジル、景気の踊り場入りを懸念して金融緩和を加速

～政府・中銀ともに政策の軸足を景気刺激に～

発表日：2012年3月9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)

- 10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.4%と2四半期ぶりにプラスに転じたが、景気のパネルは低下している。昨年後半の景気刺激策などは内需を下支えしたが、輸入の増加は成長率を下押ししており、供給制約の問題は根深い。政府はインフレ抑制を目指して歳出の一部凍結を決定しており、これが奏功すれば金融緩和余地の拡大を通じて民間需要をけん引役に景気拡大を促すと期待される。
- 昨年8月の利下げ後はインフレ加速が懸念されたが、金融市場の混乱の影響で景気が低迷するなかインフレ率は低下した。年明け以降はレアル高が再び景気の重石となったため、当局は金融緩和の加速を決定。政府は海外資金流入による悪影響を懸念しており、今後も資金流入抑制策は強化されるであろう。
- 先行きは景気刺激策の効果もあり、景気は個人消費をけん引役に加速感を強めようが、レアル高は設備投資の重石になると見込まれ、外需回復のパネルも緩やかなものに留まろう。経常赤字を抱える同国にとって海外資金は不可欠である。海外資金に対する度重なる政策変更は海外投資家からの信認に悪影響を与える可能性もあることから、慎重な対応が望まれる。

《景気刺激策で内需は堅調だがレアル高は生産の重石に。政府は歳出凍結により物価抑制を目指す》

- ブラジルでは、国際金融市場の混乱による経済への悪影響を懸念して、昨年8月に金融当局が予想外の金融緩和に踏み切り、その後も追加金融緩和による景気刺激が図られたことから、一時的に景気に持ち直しの動きがみられた。さらに、金融市場が落ち着いたことで海外資金に回帰の動きもみられ、足下のマネーサプライの伸びが再加速するなど信用収縮懸念は後退している。昨年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.4%と2四半期ぶりにプラスに転じたものの、景気のパネルは大幅に低下している。通年の経済成長率も前年比+2.7%となり、約25年ぶりの高成長となった前年(同+7.5%)から大きく減速した。分野別では、金融市場の混乱による悪影響が懸念されたサービス部門は期末にかけて勢いを取り戻している。一方、南東部で発生した大洪水の影響で農林漁業が減速し、近年のレアル高により製造業も3四半期連続で前期比マイナスとなるなど景気の足を引っ張っている。
- インフレ率の低下による実質購買力の向上、金融緩和の実施を背景に、足下では民間部門に対する信用の伸びは底離れして個人消費に持ち直しの動きが出ている。他方、輸出企業にとって近年のレアル高は業績の重石となり設備投資需要は低迷。代わりに公的部門に対する信用は急拡大しており、これはインフラ投資の拡充などにより固定資本投資を押し上げている。中国の景気減速懸念の影響を受けると懸念された輸出は資源需要の底堅さを反映して堅調であったが、景気刺激策による内需拡大を反映して輸入は拡大し、これはGDP成長率を下押しした。昨年末に政府は減税などを柱とする景気刺激策を打ち出しており、法定最低賃金の大幅引き上げなども内需を喚起すると期待される。政府は外需の減速を懸念して輸出関税を引き下げる一方、輸入制限を課すなど「保護主義」色の強い施策を打ち出しており、これも一時的に景気を下支えする可能性はあろう。
- 他方、政府はインフレの抑制や財政目標(1398億レアルのプライマリー黒字)達成のため、昨年に続いて今年度予算でも歳出を一部凍結する方針を明らかにしている。先月発表した計画では、政府は国防予算や保健・医療関連予算を中心に昨年度実績(500億レアル)を上回る550億レアル(当初予算の3.6%)を凍結する。政府は今年の経済成長率の目標について、昨年を上回る前年比+4.5%としており、歳出削減に取り組む

一方、経済成長を両立させるべく成長加速化戦略（PAC）によるインフラ投資や貧困層向け住宅建設補助など貧困対策予算を凍結の対象外としている。インフレ圧力が後退すれば、追加的な金融緩和余地の拡大も期待されることから、これは民間部門を中心とする景気拡大を促すであろう。

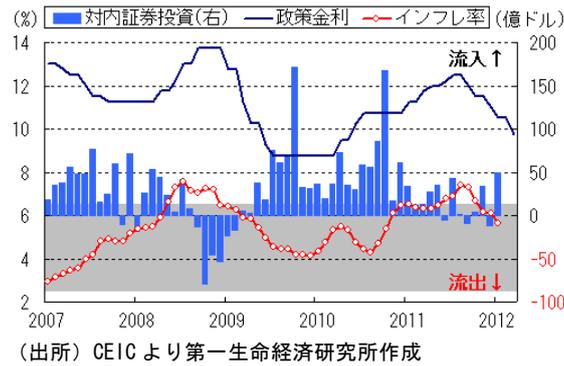
図1 実質 GDP 成長率(前期比)の推移



《金融の「ツナミ」が景気に悪影響を及ぼすなか、金融当局は金融緩和の加速により対抗》

- ブラジルでは 1990 年代のハイパーインフレを教訓に、金融政策は「インフレタカ派」的な姿勢を強める傾向があった。しかし、当局は昨年 8 月、インフレ率が当局の目標（2.5～6.5%）を上回り、内需が旺盛であるにも拘らず、金融市場の混乱による悪影響を懸念して利下げに踏み切った。しかし、その後は海外資金の流出で信用収縮懸念が高まり、景気をけん引してきた内需も減速するなど景気は冷え込み、インフレ率も低下した。結果、当局はその後も追加利下げにより景気刺激を図った。1 月の消費者物価は前年同月比+5.63%と 15 ヶ月ぶりの低水準となり、物価上昇圧力は後退している。他方、近年のリアル高にも拘らず、輸入抑制のための工業製品税（IIP）の引き上げなどの影響により輸入物価は必ずしも低下しておらず、重い税負担は物価抑制を阻む一因になっている。
- ブラジル中央銀行は今月 6～7 日の日程で定例の金融政策委員会を開催し、5 回連続での利下げ実施を決定した。利下げ幅は過去 4 回を上回る 75bp としており、昨年後半の景気刺激策により昨年末にかけて景気に持ち直しの動きがみられたものの、年明け以降は再びリアル高が重石となって景気の足踏みが懸念されており、利下げ幅の拡大によりさらなる景気刺激を促す姿勢を示した。政策委員の判断は 5（75bp の利下げ）対 2（50bp の利下げ）に分かれたものの、今回の声明文では先行きのインフレ見通しに対する言及はなされておらず、金融当局の関心はインフレ対策から景気刺激にシフトしている。新興国の中には利下げの打ち止めを示唆する動きもみられるなか、同行は利下げ幅の拡大によりさらなる景気刺激を模索していることから、今後もしばらく利下げを続ける可能性は高まっている。同国政府の高官を中心に海外資金の流入によるリアル高を「ツナミ」と称して先進国への非難姿勢を強めていることも、大胆な利下げを後押ししている。
- 同国政府はリアル高を抑制するため、今月初めに海外からの融資受け入れに対する金融取引税（IOF）の課税対象を 3 年未満の融資に拡大し（拡大前は 2 年未満）、海外資金の流入を抑制している。さらに、金融当局は定期的にリアル売り（ドル買い）の為替介入を実施しており、これも市中のリアル資金の増加を通じた実質的な金融緩和に繋がっている。足下では食料品の物価は落ち着きを取り戻しており、しばらくはベース効果によってインフレ率は当局のインフレ目標内で推移すると見込まれることから、今後も金融緩和の余地は拡大しよう。追加の資金流入抑制策により、海外資金は一時的に細る可能性はあるが、先進国の金融緩和による世界的なカネ余りは長期化が避けられなくなっていることから、相対的に金利や経済成長率の高い同国には資金流入が起りやすい状況は続くと思込まれる。

図2 政策金利、インフレ率、対内証券投資の流出入動向の推移



《景気刺激策によって個人消費は押し上げられようが、先行きは緩やかな景気拡大に留まろう》

- 先行きの景気は、積極的な景気刺激策の効果が見込まれることから、景気をけん引してきた個人消費は徐々に加速感を強めよう。一方、今後もリアル高懸念が燃えることを鑑みれば、民間部門の設備投資は期待しにくく、公共投資の拡大に固定資本形成を依存せざるを得ない状況は続くであろう。足下では製造業を中心に対内直接投資は堅調に流入しており、これは設備投資を活発化させようが、この半分以上を欧州資本が占めているため、今後も順調な流入が続くか不透明である。昨年末時点の対内直接投資残高は、昨年後半のユーロ安も影響して米ドルベースでは3年ぶりに減少しており、これは今年の景気減速の一因になっている。年後半にかけては、世界経済、特に中国をはじめとする新興国の景気拡大は期待されるが、景気のパラダイムは緩やかなものになると見込まれることから、今年の経済成長率は3%台半ばに留まると予想する。
- 同国では旺盛な内需を背景に経常赤字が拡大しているなか、中長期的な潜在成長率の向上に向けてはインフラ投資などを通じた資本整備が必要となる。貯蓄率が低いなかで資本投資を増強するには海外資金を活用していく必要があり、海外資金の影響は必ずしも同国政府が警戒する負の側面ばかりではない。ただし、足下で流入している海外資金は証券投資など「足の速い」資金が中心であるため、これらは必ずしも社会資本の構築には繋がっておらず、リアル高を誘発させる一因となっている。同国政府は「高金利」を解消すべく、歳出の一部凍結などで物価上昇圧力の緩和に動いている。しかし、同国の物価の下方硬直性は税負担の大きさに拠っており、これは長年課題となっている非効率的かつ硬直的な歳出構造にも関係している。リアル高阻止に向けた同国政府の諸施策は一時的に短期資金の流入を抑制しようが、政策の度重なる変更が海外投資家の信認を損なう可能性には注意する必要がある。
- 年明け以降、金融市場の落ち着きを背景に投資家のリスク許容度は改善しており、海外資金の流入は株価を押し上げている。景気減速懸念は一時的な調整圧力に繋がる可能性はあるが、追加的な金融緩和への期待は株価を下支えしよう。株式相場同様に海外資金の流入はリアル高をもたらしているが、足下では政府のリアル高阻止策強化や金融緩和期待の高まりを受けて調整している。今後もリアル高阻止に向けた動きは強化される可能性もあるためリアル高圧力は弱まろうが、依然高金利であることを鑑みれば、底堅い資金流入が続くと見込まれる。

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4 為替相場(対米ドル、日本円)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上