

経済レビュー

ブラジルを巡る内外のマネーフロー動向

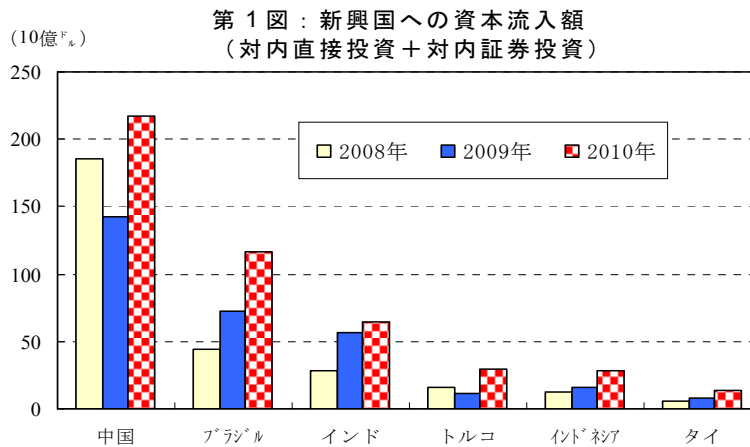
【要旨】

- ◇ ブラジルへの資本流入が拡大している。2010 年の対ブラジル証券投資と直接投資はいずれも過去最高額となり、2011 年に入っても海外投資家のブラジル投資意欲は衰えていない。
- ◇ ブラジルの国内貸出は、政府の資本増強を受けた政府系金融機関が牽引役となり高い伸びが続いてきたが、足元では民間金融機関貸出も回復傾向にある。貸出の高い伸びは企業向け貸出の伸びの寄与が大きい。個人向け貸出も前年比+20%近い伸びを維持している。中間所得層の拡大や良好な雇用環境を背景に個人消費が好調に推移しており、貸出拡大を押し上げる一因となっている。
- ◇ 資本流入拡大を受けてレアル高が進行しているため、ブラジル中銀は為替介入に加え、金融取引税 (IOF) を中心とする資本流入規制を 2010 年 10 月以降、強化している。また、インフレ率が上昇していることから、ブラジル中銀は利上げに加え、信用抑制策として預金準備率の引き上げや消費者信用に係わる IOF 税率引き上げを実施している。
- ◇ 2011 年 4 月以降、一段とレアル高が進んでいるが、中銀の為替介入額は減少傾向にある。これまで当局はレアル高への警戒姿勢を強めていたが、インフレ抑制が最優先課題であるため、ある程度のレアル高を容認せざるを得なくなった模様。
- ◇ 中銀の金融引き締め姿勢は継続し、内外金利差を背景とした資本流入によりレアル高基調が続くと見込まれる。レアル高を受けた輸出競争力低下による成長下振れリスクにも留意する必要がある。

はじめに

2008年のグローバル金融危機後の先進国の金融緩和に伴う過剰流動性を背景に、新興国の良好な経済パフォーマンスと相対的に高い金利水準、今後の成長期待などが投資家へのインセンティブとなって、新興国への資本流入が2010年後半以降拡大している。資本流入拡大が顕著なのは、アジアではASEANとインド、中南米ではブラジルである。特にブラジルは、金利水準がアジアよりも高いこと、資源大国であること、成長期待の高さ等により、資本流入額は新興国の中で中国に次いで大きい（第1図）。一方、こうしたブラジルへの巨額資本流入の拡大を警戒する声も強まっている。

以下、ブラジルへの資本流入の現状とブラジル国内の銀行貸出動向、今後の課題についてみてみる。



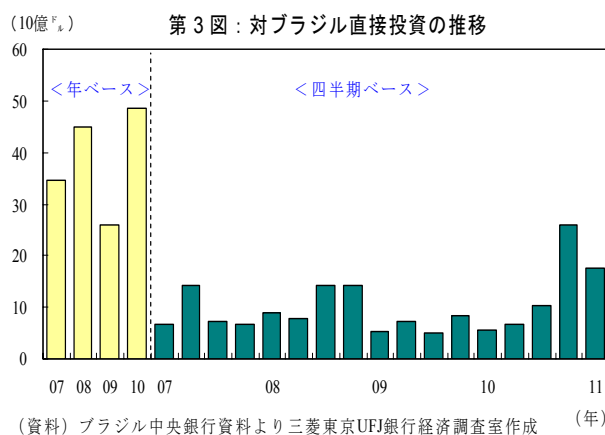
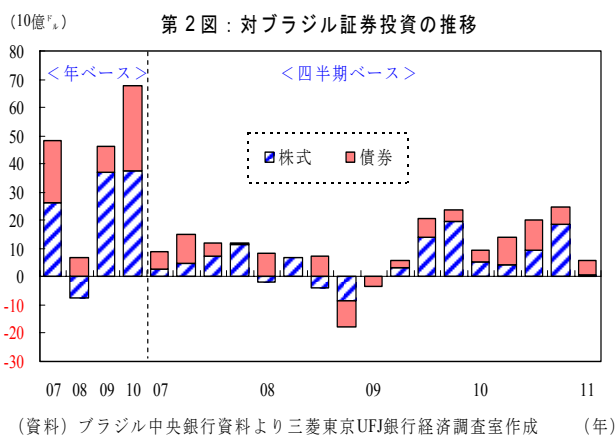
(資料) 各国中央銀行資料、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

1. 過去にない資本流入拡大が続くブラジル

海外投資家による対ブラジル証券投資額（ネット・ベース）は、グローバル金融危機後の2008年第4四半期から2009年第1四半期に売り越しとなった後は一貫して買い越しで推移しており、2009年通年では462億ドルと2007年の水準まで回復した（第2図）。2010年に入り、上半期こそ欧州ソブリン問題に伴う投資家のリスク回避の動きが強まって流入ペースは鈍化した。しかし、下半期は、2010年9月の大手石油会社の大型増資（約700億ドル）や大手鉄鋼会社の社債発行（計30億ドル）の影響もあり、証券投資の流入は再び増勢を強め、2010年通年では678億ドルと2009年からさらに拡大し過去最高となった。

2011年に入り、新興国のインフレ懸念や中東・北アフリカ情勢緊迫化を受けて投資家のリスク回避姿勢が強まり、第1四半期の株式投資の流入は鈍化した。しかし、債券投資は堅調を維持し、4月にはいずれも流入額は増加している。海外投資家のブラジル投資意欲は衰えていない。

一方、海外投資家による対ブラジル直接投資（ネット・ベース）についてみると、グローバル金融危機後には欧米諸国が投資を手控えたことから、2009年から2010年上期までは低調だったが、2010年第4四半期には中国大手石油会社によるスペイン大手石油会社のブラジル子会社への出資を受けて259億ドルと急増し、通年では484億ドルと前年の259億ドルを大きく上回り過去最高額となった（第3図）。2011年も第1四半期に欧州の通信会社によるブラジル電話会社の買収があり、対ブラジル直接投資額は175億ドルと高水準となっている。



2. 拡大する国内銀行貸出とブラジル向け国際与信

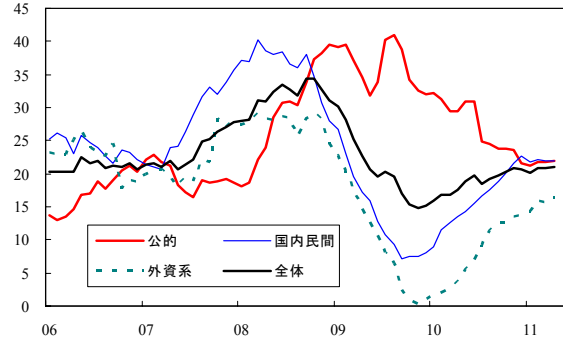
ブラジルの国内貸出は高い伸びが続いている。金融機関別にみると、2009年は国内金融機関の貸出が低迷するなか、政府系金融機関は前年比30～40%台と高い伸びが続いた（第4図）。その結果、政府系金融機関の貸出残高は2009年以降、国内民間金融機関の貸出残高を上回っており（第5図）、足元では国内貸出の4割を占める。

政府系金融機関の融資拡大は、政府系金融機関のうち、インフラ関連を中心に長期融資を行なう国立経済社会開発銀行（BNDES）が中心で、政府が資本増強を実施し、融資拡大を促した。その規模は2009年1,050億レアル（GDP比3.3%）、2010年も同水準に達した。しかし、ブラジル政府債務が増加していることや民業圧迫が懸念されていることで、2011年の資本増強額は550億レアルと過去2年から一転半減している。

資本増強額の減少もあり、足元政府系金融機関の貸出の伸びは鈍化しているが、一方で民間金融機関貸出の伸びは回復傾向にあり、貸出全体では前年比+20%台と高めの伸びを維持している。この伸びは、企業向け貸出がグローバル金融危機後の落ち込みから回復していることが大きいですが、個人向け貸出も同+20%近い伸びを維持している（第6図）。中間所得層の拡大や良好な雇用環境を背景に個人消費が好調に推移しており、貸出拡大を押し上げる一因となっている。

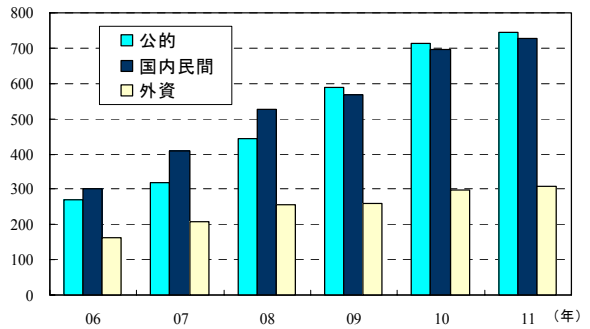
また、ブラジル向け国際与信残高をみると、2009年以降拡大傾向にあり、メキシコを上回り中南米諸国で最大となった（第7図）。最大の貸し手であるスペインは、ブラジルで積極的に業務展開している。

(前年比、%) 第4図：金融機関種類別与信残高の伸び



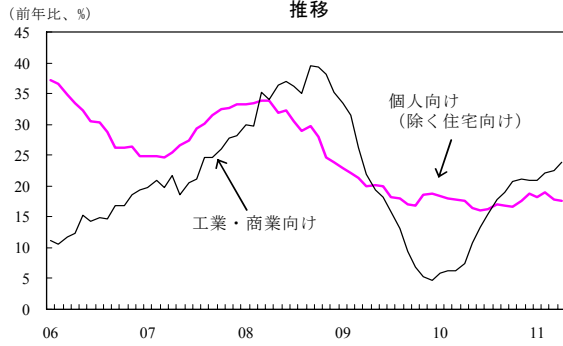
(資料) ブラジル中央銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

(10億レアル) 第5図：金融機関種類別与信残高の推移



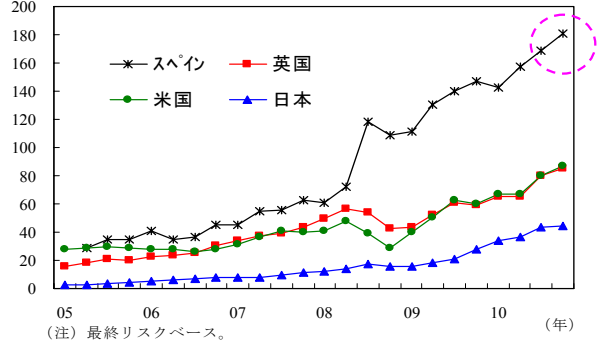
(注) 2011年は4月時点。
(資料) ブラジル中央銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：金融機関全体の貸出部門別与信残高の推移



(資料) ブラジル中央銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

(10億%) 第7図：主要国銀行のブラジル向け国際与信残高

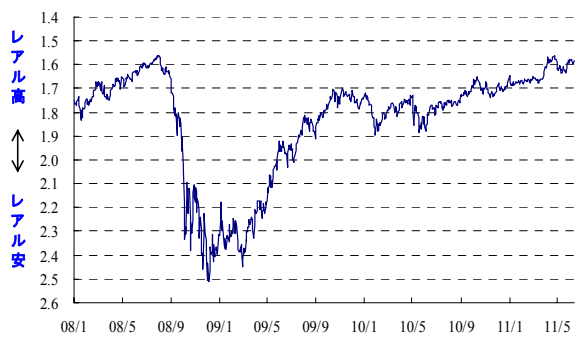


(注) 最終リスクベース。
(資料) BIS資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 資本流入拡大に伴うレアル高対策

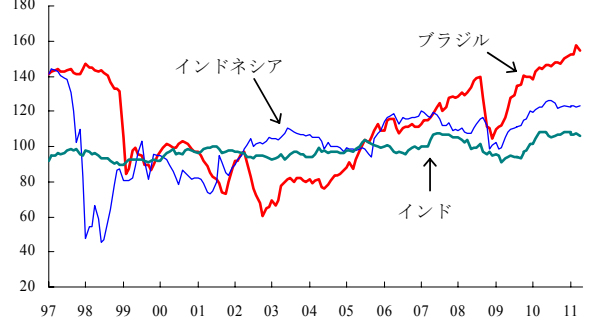
資本流入拡大を受けてレアル高が進行している。ブラジル・レアルの対米ドル相場は2009年を通じて上昇傾向をたどり、2010年後半には一段とレアル高となった(第8図)。実質実効相場でも、2010年9月以降は、1999年1月の変動相場移行以来の最高値を更新しており、同じく資本流入が拡大しているインドやインドネシアと比べても急激な上昇ペースとなっている(第9図)。

(V7%/%, 逆目盛) 第8図：ブラジル・レアルの対米ドル相場



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年/月)

(2005年=100) 第9図：ブラジル、インド、インドネシアの
実質実効為替相場



(資料) BIS資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

急激なレアル高を抑制するため、ブラジル中央銀行は2010年9月、大規模なレアル売り・ドル買い介入を実施したが、レアル高に歯止めがかからないことから、同年10月以降、資本流入規制を強化している（第1表）。

資本流入規制の中心は金融取引税（IOF）であり、具体的には、①非居住者の債券投資に係る IOF の税率引き上げ（2%→4%→6%）、②ブラジルの企業および銀行の外貨建て短期借りに係る IOF の税率引き上げ（5.38%→6.0%）と対象借入期間の拡大、が実施されている。しかしながら、非居住者の株式投資に係る IOF 税率は据え置かれていることから、①の資本流入規制の効果は限定的とみられている。

第1表：ブラジルの資本流入規制策

(発表年月日)		内容
2009年	10月19日	非居住者による証券投資に係る金融取引税（IOF）の再導入。株式取引、債券取引いずれも税率2%
2010年	10月4日	非居住者による債券取引に係るIOF税率引き上げ：2%→4%
	10月18日	非居住者による債券取引に係るIOF税率引き上げ：4%→6% 先物取引所におけるデリバティブ取引証拠金に係る税率引き上げ：0.38%→6.0%
2011年	1月6日	金融機関のドル売り持ち高規制を4月4日から導入
	3月29日	ブラジルの銀行や事業法人が海外からのドルなどの短期借りに係る場合のIOFを5.38%→6.0%に引き上げ。対象には、銀行ローンや短期証券の発行が含まれる。対象となる借入期間は90日から360日に拡大
	4月6日	ブラジルの銀行や事業法人が海外からのドルなどの短期借りに係る場合のIOFの課税対象の借入期間を360日から720日に拡大

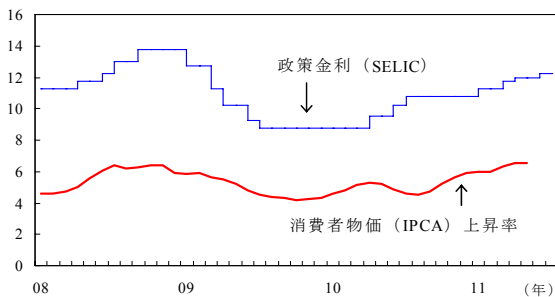
(注) IOFは2008年3月～10月に適用されていたが、当時の課税対象は債券のみで税率1.5%。
(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. 貸出拡大・インフレに伴う信用抑制策

需要面からのインフレ圧力の高まりと商品価格上昇を受けて、5月の消費者物価（IPCA）上昇率は前年比+6.55%と、2ヵ月連続で政府のインフレ・ターゲットの上限（+6.5%）を上回っている（第10図）。従って、ブラジル中銀は2011年に入り半年振りに利上げを再開、6月まで4会合連続で利上げを実施した。

さらに信用抑制策として、2010年12月に預金準備率の引き上げ、2011年4月に消費者信用に係る IOF 税率引き上げが実施された（第2表）。今後、信用抑制策の効果が注目されている。

第10図：ブラジルの政策金利と消費者物価上昇率



(資料) ブラジル中銀資料、Boomborgより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：ブラジルの主な信用抑制策および政策金利引き上げ

(発表年月日)		内容
2009年	2月24日	預金準備率引き上げ：定期預金13.5%→15%、要求払い預金4～5%→8%
2010年	12月3日	預金準備率引き上げ：定期預金15%→20%、要求払い預金8%→12%
2011年	1月19日	政策金利引き上げ：10.75%→11.25%
	3月2日	政策金利引き上げ：11.25%→11.75%
	4月7日	消費者信用に係るIOFの税率引き上げ：1.5%→3.0%
	4月20日	政策金利引き上げ：11.75%→12.00%
	6月8日	政策金利引き上げ：12.00%→12.25%

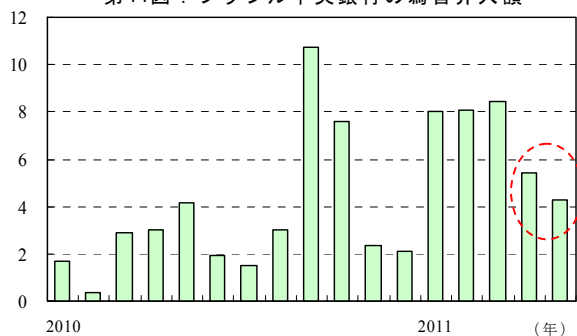
(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

5. ブラジル政府の政策転換の兆し～レアル高を容認か

これまで当局はレアル高への警戒姿勢を強めていたが、4月にはマンテガ財務相が「レアル高の長期的な上昇は避けられない」と発言し、レアル高容認を示唆したと市場では受け止められている。利上げすれば、内外金利差拡大からさらなる資本流入拡大が避けられないが、インフレ抑制が最優先課題であるため、利上げに伴うある程度のレアル高を容認せざるを得なくなった模様。

ブラジル中銀の為替介入にも変化がみられる。4月以降、レアル相場は1ドル=1.5レアル台と2008年8月以来の水準に上昇し、一段とレアル高が進んでいるが、中銀の介入額は4月54億ドル、5月43億ドルと、1～3月の平均80億ドルに比べて減少傾向にある（第11図）。また、2～4月は直物市場だけでなく先物市場でのレアル売り・ドル買い介入も実施されたが、5月は実施されていない。こうした介入規模の減少も、中銀がある程度のレアル高を容認していることを示唆するものとみられている。

（10億ドル） 第11図：ブラジル中央銀行の為替介入額



（注）直物市場のみ。
（資料）ブラジル中央銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

6. おわりに

ブラジルは、海外からの資本流入拡大と国内の銀行貸出増加という内外のマネーフローに伴う影響への対策を、積極的に打ち出している。現在はインフレ抑制が最優先課題であるため、中銀の金融引き締め姿勢は継続し、内外金利差を背景とした資本流入によりレアル高基調が続くと見込まれる。

当局はインフレ抑制のためにレアル高を容認しているとみられるが、一方でレアル高による輸出競争力低下が懸念されている。産業界から資本流入規制強化を求める声が強まっており、さらにレアル高が進行することとなれば、追加の資本流入規制が実施される可能性もある。また、レアル高継続が見込まれるなか、輸出競争力低下による成長下振れリスクにも留意する必要があるだろう。

以上

（H23.6.17 篠原 令子 reiko_shinohara@mufg.jp）

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。