



ブラジル中銀はインフレに対する視点を変えたか

～足下の景気維持に注力も、中長期的な構造改革の必要性は変わらず～

発表日：2012年4月24日(火)

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)

- ブラジル中央銀行は6回連続で利下げを実施し、政策金利は過去最低に近付いている。同行は先月末に利下げの終了を示唆していたが、会合後の声明では追加利下げを滲ませている。同行は元々インフレに対して「タカ派」姿勢であったが、レアル高による景気への悪影響を懸念して一層の金融緩和に踏み込んでいる。足下のインフレ率は減速しているが、景気刺激策の影響は小さくないことから、旺盛な内需を背景に再び加速する可能性も燦る。景気と物価、財政のバランスがこれまで以上に求められよう。
- 政府は過去数年に亘る慢性的なレアル高圧力を警戒し、昨年後半以降国内産業保護策を強化している。しかし、これによる財政負担は歳出削減など物価抑制を目指した施策の効果を相殺し、財政的な負荷を高めることも予想される。さらに、一連の対策による政策の透明性低下は国際的な信任を失わせる可能性もある。慢性的な経常赤字に加えて、インフラ不足解消や生産性向上のためにも海外資金の取り込みが必要であり、短期的な景気のみならず中長期的な持続可能な成長への構造改革も求められる。
- 一連の景気刺激策の効果により先行きも個人消費は堅調が続こうが、政策の不透明さを背景に投資の流入は先細りも見込まれ、これは景気の足かせになろう。金融セクターは公的金融の比率が高く、不良債権比率も比較的高いことから、政府系金融機関主導の資金供給はその非効率性ととも収益悪化を招く可能性もあろう。公共投資の拡大は景気を下支えしようが、外需の回復は鈍いと見込まれることから、景気のパフォーマンスは一段と緩やかになり、今年通年の経済成長率は3%を下回る可能性もあろう。

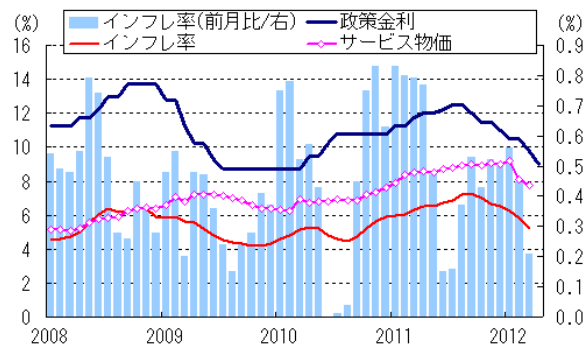
【政策による物価抑制の効果もあり、金融当局はこれまで以上に利下げ志向の姿勢を強めている】

- ブラジル中央銀行は今年 18～19 日の日程で定例の金融政策委員会を開催し、政策金利を6回連続で引き下げる決定を行った。引き下げ幅は前回と同じ75bpであり、政策金利は9.00%と過去最低(8.75%)に近付いている。同行が3月末に発表した『インフレレポート』においては、「当面の物価は低下するものの、来年以降は緩やかな加速が見込まれる。インフレ見通しと世界経済を取り巻くリスクを鑑みれば、政策金利は過去最低をわずかに上回る水準で維持する」として、利下げ局面の打ち止めが近いことを示唆していた。しかし、同行は会合後の声明文において「インフレリスクは限定的であり、世界経済の脆弱さを鑑みれば、海外経済による物価への影響は『デフインフレ』方向にある」との見方を示しており、追加利下げの可能性を滲ませた。政府は過去数年に亘る慢性的なレアル高圧力に対する警戒感を強めており、金融当局もこれに同調する姿勢を強めた格好だ。
- 同国では1990年代のハイパーインフレを教訓にインフレターゲット制を採用しており、中銀は伝統的にインフレに対して「タカ派」的な姿勢を示してきた。現在、中銀はインフレ目標を(4.5±2.0%)に設定しており、2004年以降は年間のインフレ率を目標域に抑える慎重な金融政策を志向してきた。3月の消費者物価(IPCA)は前年同月比+5.24%と昨年9月(同+7.31%)をピークに減速しており、家電製品や服飾品の価格下落などを背景に前月比も+0.21%の上昇に留まるなど、物価上昇圧力は後退している。ただし、これは昨年8月に政府が発表した「ブラジル拡大政策(PBM)」に基づく白物家電や服飾品、家財類などへの工業製品税(IPI)引き下げが影響している。さらに、政府は今月初めにPBMの「第2弾」として、IPI減税の延長や国家社会経済開発銀行(BNDES)による低利融資の期間延長など国内産業保護策を強めている。政府は今年度のプライマリー黒字達成とインフレ抑制のため、今年度予算から国防や保健・医

療関連を中心に 550 億レアルの凍結を発表しているものの、公務員の最低賃金の大幅引き上げや年金給付は増加しており、減税も需要を喚起すると見込まれる。先行きについては、新たな物価上昇圧力を引き起こす可能性があることに注意する必要がある。

- 中銀はこれまでインフレ率が目標の中央値を上回った場合、基本的に金融引き締めの可能性を示唆する傾向がみられたが、今回の声明ではこうしたスタンスはまったく消えている。さらに、財政政策による物価抑制の効果を評価している一方、海外資金の流入によるレアル高に対して負の側面を強調する姿勢が目立つ。これは同国の通関制度上、輸入に際して関税や I P I などの諸税を課すいわゆる「ブラジル・コスト」が高く、レアル高による輸入物価低減効果が生じにくいことも影響している。同国政府は先月、レアル高抑制のために海外からの融資受け入れに対する金融取引税（I O F）の課税対象を拡大し、レアル売り（ドル買い）の為替介入も実施しており、市中のレアル資金拡大を通じた金融緩和効果に繋がっている。金融緩和とともに政府は市中銀行に対して金利引き下げ圧力を強めており、市中の資金供給量の急拡大を招く可能性もあり、これは景気を押し上げると見込まれる一方、景気過熱を招くことも懸念される。なお、中銀は前述の『インフレレポート』において、「過去の構造転換によって中立的な金利水準は低下している」との認識を示しているが、これが足下の物価安定を指すのであれば、政策的な物価抑制効果を除いて考えるべきである。同国では前政権も構造改革には必ずしも前向きではなく、過去においては生産性も向上していない中でこうした判断をすることは早計であろう。足下の金融政策は景気刺激に偏りつつあるなか、景気動向と物価、財政などのバランスを採る姿勢がこれまで以上に求められる。

図1 政策金利とインフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

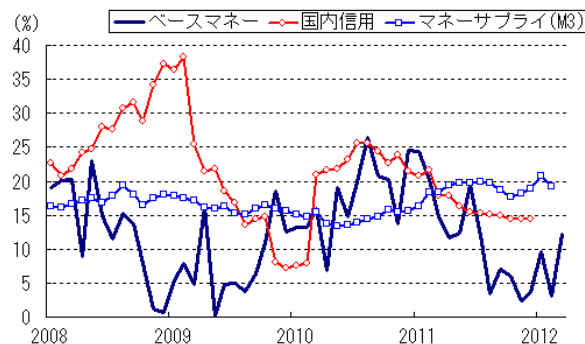
《短期的な問題解消のみならず、中長期的な視点による課題解決を模索する取り組みが求められる》

- 昨年後半の国際金融市場の混乱は、欧州系を中心とする外資系金融機関からの与信規模の大きい同国では信用収縮が進む懸念が高まった。したがって、金融当局はインフレ率が高止まりしていたにも拘らず大胆な利下げにより景気刺激に舵を切り、政府も近年のレアル高による製造業への悪影響を緩和すべく P B M を実施するなど、金融・財政政策の両面から景気の下支えを図っている。政府主導による所得拡大政策や減税策などの効果により、足下の個人消費は依然として底堅く推移している。さらに、鉱業部門などを中心とする雇用の底堅さを背景に失業率は過去最低水準近くで推移しており、これも消費の堅調に繋がっている。
- 他方、P B M の実施やこの拡充は輸入増加による国内産業への悪影響を回避する狙いも窺える。こうした動きに乗じて同国政府はメキシコとの自動車協定の見直し協議を実施し、同国からの完成車の輸入制限に踏み切るなど W T O 協定に抵触しかねない動きもみられる。さらに、自動車（完成車）の輸入に対する I P I 税率の引き上げ期間を 2017 年末まで延長するなど、国内産業に対する保護姿勢を一段と強めている。B N D E S を通じた低利による設備投資資金供与など実質的な利子補給による補助金政策も実施される。なお、P B M による減税策や企業の社会保障費納付率の引き下げ、B N D E S を通じた融資拡大などに伴う財政負担は

今年単年度ベースで400億レアル程度になると見込まれることから、2月に発表した歳出削減策（550億レアル）の効果を一部相殺する可能性はある。政府は今年のプライマリー黒字の目標を1398億レアルとしており、昨年度実績（1287億レアル）を上回る水準にする姿勢を示しているが、今月初めにはPBMの第2弾を発表するなど財政負担のさらなる増加も予想される。また、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%と高く設定するなど歳入の見通しも甘く、プライマリー黒字の目標達成のハードルは極めて高い。今後は成長加速化戦略第2弾（PAC2）によるインフラ投資のほか、サッカーW杯やリオ五輪に向けた設備投資の拡充も歳出増加圧力になることから、目標の実現可能性は遠ざかっている。

- 政府・中銀によるなりふり構わぬ物価抑制策は足下の利下げ余地を生んでいるものの、これは物価に関わるリスクをすべて公的部門が背負っていることを意味しており、先行きにおいて過度な財政負担を招くことも懸念される。さらに、国内産業保護政策は企業の過当競争を抑制すると期待される一方、所謂「ブラジル・コスト」の問題で元来競争力が低いとされる同国産業の生産性が一段と低迷する可能性も懸念される。短期資金の流入抑制や国内産業保護など一連の対策の目的は理解できる部分もあるが、こうした目的のために国際的な協定をも無視した「場当たりの」な対応を打ち出すことは、同国の国際的な信認低下に繋がることも懸念される。同国は近年、慢性的に経常赤字を計上しており、このファイナンスのためには海外資金の受け入れが不可欠であることから、信認低下は海外資金の順調な流入を阻むことも予想される。外資企業の参入は製造業を中心とする同国企業の生産性向上に寄与してきたところは小さくない。したがって、今後の潜在成長率向上にはインフラ投資の充実を通じて外資の導入を図ることが必要になる。しかし、貯蓄過小はこの問題解消のボトルネックになる可能性もあることから、短期的な問題にも対応しつつ中長期的に持続可能な成長を目指して財政面のみならず、経済政策面でも改革の必要性は高まっている。

図2 資金供給量の伸び率(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《個人消費は堅調が予想されるが、政策の予見性低下は海外資金を阻害して成長の抑制要因になる可能性も》

- 先行きの景気を巡っては、一連の景気刺激策の効果が徐々に現れることから、個人消費は引き続き堅調が続くと見込まれる。ただし、同国の銀行セクターは資金調達を海外に依存していることから、国際金融市場の不透明感による資金調達環境の悪化によって調達金利は高止まりしている。他方、同国は金融機関の与信に占める公的金融機関の割合は約4割と高いなか、政府はBNDESによる低利融資実施のほか、政府系金融機関であるブラジル銀行や連邦貯蓄銀行に対して貸出金利の低下を求める動きを強めている。こうした動きは、民間銀行を含めて貸出金利の低下を促すと見込まれるが、同国の銀行セクターは不良債権比率が比較的高いことから（昨年末時点で3.6%）、公的部門の肥大化とともに銀行セクター全体の収益を圧迫することも懸念される。このところの急速な金融緩和によって足下のベースマネーの伸びは加速しているものの、昨年秋以降の急進的な金融緩和の実施やIOFの強化などによって金融政策の予見性は低下しており、海外資金の流入は縮小して信用収縮懸念を招く懸念は熾っている。さらに、一連の自国産業保護政策の強化などは政

府による政策の予見性も低下させており、外資系企業の投資態度に悪影響を及ぼす可能性も懸念される。これは過去数年に亘って堅調に流入してきた対内直接投資を下押しすることも予想される。公共投資によるインフラ拡充は景気を押し上げようが、輸出の回復が期待しにくいことを鑑みれば、景気のパラダイムは一段と緩やかなものに留まると見込まれ、今年通年の経済成長率は3%を下回る可能性もあろう。

以 上