



ブラジル中銀、利下げ局面の終了を示唆

～中銀と政府の間で政策認識の差が拡大する可能性～

発表日：2012年10月11日(木)

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)

- ブラジル中銀は9～10日に開催した金融政策委員会で10回連続の利下げを決定し、政策金利は過去最低の7.25%となった。今回は利下げ幅が25bpに縮小され、表決も割れるなど利下げ局面が終了する可能性が高まっている。中銀は先行きのインフレに対する警戒感を示したものの、政府はレアル高や金利負担の高さによる景気への影響を懸念しており、今回の利下げは政府の姿勢に中銀が押し切られた可能性もある。
- 足下ではベースマネーの伸びが底打ちする一方、国際金融市場の混乱の影響で資金流出懸念が残る中、マネーサプライの伸びは低迷している。信用拡大が消費や投資を押し上げて内需をけん引役とする景気拡大を達成したことを鑑みれば、先行きも内需の勢いに乏しい展開が続くと予想される。さらに、資源価格の低迷による交易条件の悪化も、国民所得を下押しして内需の足かせになるであろう。足下の生産には底打ちの兆しが窺われるが、先行きの景気については緩やかな底離れに留まると予想される。
- 公務員給与や年金支給額の引き上げなどの影響もあり、足下のインフレ率は徐々に加速しつつある。先行きは穀物価格の急騰による影響が懸念される中、インフレ率は一段と加速して、中銀は来年年明け以降に利上げを意識する可能性が高まると予想する。他方、政府はレアル高を懸念して積極的な為替介入を志向するなど実質的な金融緩和を推進している。今後は中銀と政府の間で物価や景気に対する認識及び対応策の差が一段と拡大していくことが懸念される。

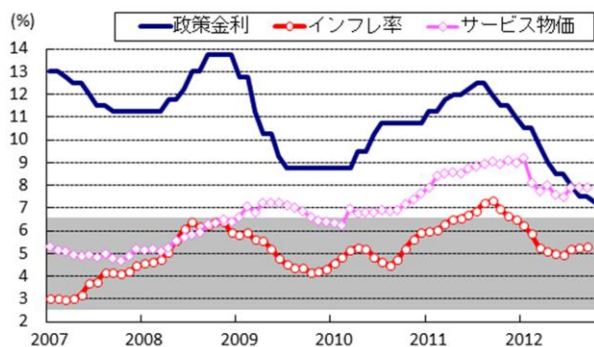
《中銀は利下げ局面の終了を示唆。中銀と政府の間で政策認識の差が拡大する可能性も懸念される》

- ブラジル中央銀行は9～10日にかけて開催した定例の金融政策委員会において、政策金利を10回連続で引き下げる決定を行った。ただし、利下げ幅は25bpと前回(50bp)から縮小しており、表決に際しても5人が利下げを支持した一方、3人は金利の据え置きを支持するなど意見が割れており、昨年9月以降1年以上に亘り続いてきた利下げ局面は終了する可能性が高まっている。なお、今回の利下げにより政策金利は過去最低の7.25%となり、世界経済の減速や国際金融市場の混乱による景気下振れリスクが燦る中、同行は金融緩和による景気下支えを一段と推し進める姿勢を示した。他方、先月以降の欧米や日本による追加的な金融緩和による世界的な資金供給量拡大によって、同国政府は「通貨戦争」という表現を用いて自国通貨高圧力が高まることを懸念しており、今回の利下げ実施もこうした政府の姿勢に中銀が押し切られた可能性もある。
- 委員会後に発表された声明文において同行は、「インフレと国内経済の回復、海外経済要因といったリスクを勘案した結果、長期に亘って金融市場の安定を図ることが物価安定に資する最適な戦略になる」としており、足下で底打ちの動きが出ている物価動向に配慮する姿勢を示している。さらに、同行のトンビーニ総裁はこのところ、同国議会などで利下げ局面の終了を示唆する動きもみせていた。他方、政府は景気の足踏み状態が続く中、高金利が長期に亘ったことによる金利負担の高さが足下の景気鈍化の一因であるとして、利下げによる金利負担軽減を通じて景気回復に繋げることを優先事項に掲げている。同国政府は内需を喚起させるべく、昨年以降減税や政府系金融機関による低利融資の拡充を図っており、足下でもこれらの措置を延長することにより、財政・金融政策の両面から景気を押し上げる姿勢を強化させている。さらに、世界経済の減速や通貨レアル高により輸出産業を中心に厳しい環境に直面していることに配慮して、輸入関税の引き上げなどを通じて国内産業の保護を前面に押し出す政策に踏み切るなど、対外的な強硬姿勢も辞さない動きに出ている。
- 足下では、これまでの金融緩和や政府による強硬な景気刺激策などにより、ベースマネーの伸びには底打ちの

兆しが窺われるものの、欧州債務問題が国際金融市場のリスク要因となる中、欧州系金融機関のプレゼンスの高い同国は信用収縮懸念に晒されており、マネーサプライの伸びは低迷している。特に、家計を中心とする民間部門ではローンの拡大が消費や投資を喚起し、内需をけん引役とする同国の景気拡大を促してきたことから、しばらくはこうしたサイクルへの回帰が難しいことを鑑みれば、先行きも内需のけん引力は乏しい状況が続くと予想される。他方、足下ではリーマン・ショック後の輸出拡大をけん引してきた中国経済の不透明感が高まる中、資源価格の下落による交易条件の悪化も国民所得を下押ししており、内需の足かせになっている。足下の生産動向などからは、景気の底打ちが確認できる要因は増えつつあるが、内・外需ともに景気の推進力に乏しい状況が続くと思われ、景気の底離れは緩やかなペースに留まることは避けられないであろう。

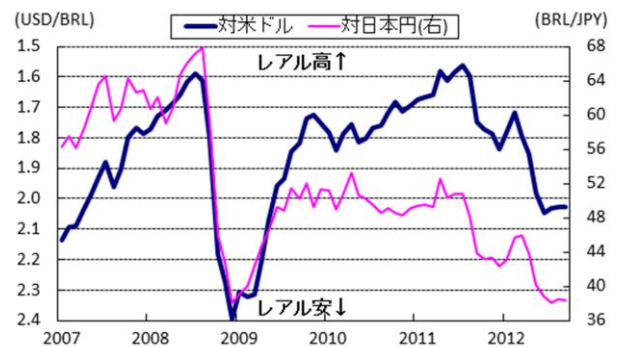
- 他方、足下では長期に亘る金融緩和に加え、大規模景気対策などの影響により物価上昇圧力が高まる懸念が出ている。9月の消費者物価上昇率は前年同月比+5.28%と依然として中銀の掲げるインフレ目標（4.5±2%）の範囲に収まっているものの、5月を底に徐々に上昇している。特に、今年は公務員の最低給与や年金支給額が引き上げられた影響もあり、サービス物価の上昇率はヘッドラインの伸びを上回る水準で推移しており、コア物価は高止まりしている。さらに、今年は北半球での異常気象の影響で穀物価格が急騰しており、食料品価格の上昇によって先行きのインフレ率は一段と押し上げられる可能性も燦々。同国中銀は伝統的に「インフレタカ派」姿勢が強く、インフレ率が目標の中央値を上回ると利上げも辞さない構えをみせてきたが、過去1年強の利下げ局面においてはこうした姿勢は影を潜めていた。しかし、足下ではインフレに対する警戒感を強めていることに加え、年明け以降はインフレ率が目標の上限を上回る可能性も出ており、利上げに踏み切ることも予想される。一方、政府はレアル高を警戒して積極的な為替介入を実施するなど実質的な金融緩和を推し進めており、今後は中銀と政府の間の政策の方向性のギャップが広がる可能性がある。

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

図2 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