World Trends

マクロ経済分析レポート

ブラジル、景気低迷とインフレの板ばさみ

～中銀はインフレを警戒して利上げ実施、インフレタカ派姿勢が強まる可能性～

発表日：2013年５月31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 西濵　徹（03-5221-4522）

（要旨）

- ２年近くに亘り潜在成長率を下回るなど景気低迷が続くブラジルだが、１－３月期の実質ＧＤＰ成長率も前期比年率＋2.2%に減速した。政府による公共投資は景気を押し上げる一方、所得環境や資金需給の悪化などが内需の重石になり、中国経済の足踏みなども外需の足かせになるなど、景気の足取りは重い。
- こうした状況にも拘らず、足下のインフレ率は中銀の目標の上限に達しており、中銀は先月１年９ヶ月ぶりの利上げを決定。今月も２ヶ月連続で利上げを決定し、利上げ幅も拡大するなど「タカ派」姿勢を強めている。今回の決定は、政府のバラ撒き政策がインフレ圧力に繋がることを警戒する様子も窺える。
- 先行きの金融政策については市場でも見方が分かれるが、前回の利上げ決定時に比べて前のめりに決定がなされたことを鑑みれば、追加利上げに動く可能性は小さくない。過去の利下げにより中銀の国際的な信任が低下していることから、これまで以上にインフレタカ派姿勢を強める可能性も予想される。

《景気低迷にも拘らず、バラ撒き政策や中間コストの高さがインフレ圧力になる中、中銀はタカ派姿勢を強化》

- ２年近くに亘り潜在成長率を下回るなど弱い景気が続いているブラジルだが、１－３月期の実質ＧＤＰ成長率は前年同期比＋1.9%と前期（同＋1.4%）から加速したものの、前期比年率は＋2.2%と前期（同＋2.6%）から減速しており、依然として景気回復が進んでいないことが確認された。中国経済の足踏みなど世界経済の不透明感を背景に商品市況は調整し、交易条件は悪化している上、外需の鈍化による輸出の低迷は景気の足かせになっている。近年の同国経済は旺盛な個人消費や住宅投資をはじめとする内需が景気のけん引役になってきたが、世界的な金融緩和などを背景に国際金融市場は流動性相場の様相を呈するなど、市場環境は改善しているにも拘らず足下のマネーサプライの伸びは鈍化している。これは、同国金融市場での存在感が高い欧州系金融機関の貸出姿勢が必ずしも好転していないことに加えて、足下ではインフレ率が再び上昇基調を強めるなど家計の実質購買力の足かせになっていることが影響している。年明け以降は雇用拡大も頭打ちして個人消費の重石になっており、景気の下押し圧力に繋がっている。一方、来年開催予定のサッカーW杯を控える中、政府は公共投資を通じて景気の下支えを図っており、固定資本投資の拡大を促して景気は押し上げられた。分野別では、穀物の良好な作柄を背景に農林漁業の生産は大幅に加速したものの、中国経済の足踏みなどによる外需低迷を受けて鉱業部門や製造業は低迷しており、内需鈍化を反映してサービス業も低調な推移が続いた。
- 景気は依然力強さを欠く展開が続いているにも拘らず、足下ではインフレ懸念が再燃しており、政策対応は一段と難しさを増している。４月の消費者物価は前年同月比＋6.49%と中銀が定めるインフレ目標（2.5～6.5%）の上限に達しており、中銀は先月の定例会合で１年９ヶ月ぶりの利上げを決定するなど、景気が低迷している状況下で金融引き締めに踏み切る決定を行っている。さらに、中銀は今月 29～30 日に開催した定例会合でも２回連続の利上げを決定し、利上げ幅を 50bp に拡大させるなど金融引き締め姿勢を一段と強めている。会合後に発表された声明文では、今回の決定が全会一致でなされるなど、同行が伝統的にインフレに対して「タカ派」的な姿勢をみせてきたことから、金融政策の方向性は一貫したものと評価出来る。足下の物価上昇は商品市況の一服によりエネルギー価格は下落している一方、食料品価格の上昇が続いていることに加えて、賃上げ

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

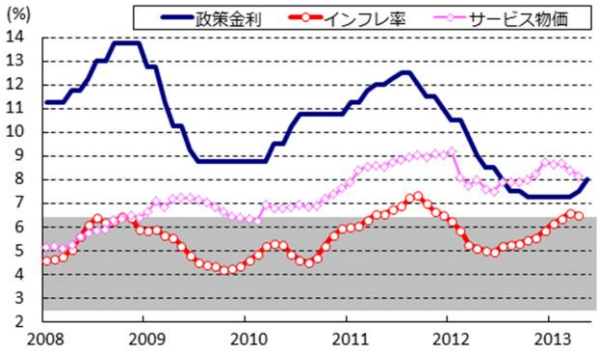
圧力などに伴うサービス価格の上昇も影響しており、大胆な利上げを通じてインフレ期待の抑制を図る考えも窺える。

- このように中銀が金融引き締めに動いている背景には、足下の物価上昇が政府主導による最低賃金や年金給付、低所得者給付を拡充させるなど国民福祉を重視する政策が影響している。加えて、政府は「ブラジル・コスト」と称される高い中間コストの解消に向けた構造改革に前向きではないことも影響している。同国では度々、金融政策の方向性を巡り政府と中銀が対立することがあったが、今回の決定を経て中銀は政府に構造改革の必要性を主張する可能性が高いと予想される。
- 先行きの金融政策については市場でも見方が分かれているが、前回の利上げ決定に際しては、将来の政策決定について「慎重に判断されるべき」とされた文言が今回は削除されている。さらに、前回の評決が「6（25bpの利上げ）対2（据え置き）」に分かれたものの、今回は全会一致の上に利上げ幅の拡大が決定されており、インフレの動向によっては追加的な利上げに含みを持たせたものと考えられる。先進諸国による追加的な金融緩和の結果、国際金融市場は流動性相場の様相を呈しており、資金流入が起こりやすい環境にあるものの、足下では通貨レアルの対米ドル為替レートは下落基調を強めており、輸入物価を通じてインフレ圧力が高まることも懸念される。こうしたことから、中銀は独立性を含む国際社会からの信認向上を図るべく、これまで以上にインフレタカ派的な政策を志向する可能性は高いと見込まれる。

図１　実質 GDP 成長率の推移

（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図２　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

以　上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。