

ブラジル中銀、「時間的猶予」にも余裕なし

～米国のQE継続で時間に余裕が出来るも、当面は物価抑制が最重要課題～

発表日：2013年10月11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)

- 米国によるQE3継続決定で国際金融市場の動揺は一服しており、ファンダメンタルズの脆弱さを理由に動揺の余波を受けたブラジルにも「時間的猶予」が与えられている。市場の混乱直後は海外資金の流出圧力が強まり「トリプル安」に直面したが、外国人投資家に対する金融取引税撤廃などを受けて通貨及び株式相場は底入れの動きが出ており、先月のQE3継続は金融市場全般にプラスの効果を与えている。
- 足下では生活必需品の価格上昇の一服でインフレ率にピークアウトの動きが出ているが、「ブラジル・コスト」の問題に加えて、近年の給与・年金支給の大幅引き上げなどでサービス価格は高止まりするなどインフレ圧力は残る。さらに、リアル安による輸入物価の上昇も懸念されることから、中銀は性急な金融引き締めを通じてリアル安阻止を図っている。市場には利上げペースの減速を意識する動きもあったが、中銀は「タカ派」姿勢を強めており、今後も同じペースで利上げを継続する可能性は高いと見込まれる。
- インフレ同様に深刻なのが過去2年以上に亘り潜在成長率を下回る伸びに留まる景気である。インフレ率のピークアウトにも拘らず、金利の高止まりが内需の足かせになる一方、外需は比較的底堅いなど跛行色が一段と強まっている。国際金融市場の動揺一服で「時間的猶予」は与えられたが、中銀はあくまで物価抑制を最重要課題に据える姿勢を鮮明にしており、政府にはこれを後押しする政策対応が求められる。

《米国のQE継続で「時間的猶予」は出来たが、中銀は物価抑制を目標に、引き締め姿勢の手綱を緩めず》

- 先月の米国FRBが開催したFOMC（連邦公開市場委員会）における量的金融緩和第3弾（QE3）の継続決定を受けて、世界的な投資家マインドの改善によるリスクマネーの動揺一服により、それまで資金流出圧力が強まった主要な新興国の金融市場も落ち着きを取り戻している。ブラジルにおいては、慢性的な経常赤字を抱える対外収支の脆弱さのほか、足下におけるインフレ率の上昇といったファンダメンタルズ（基礎的条件）の悪化に加えて、近年高成長を続けてきた景気に不透明感が出ていることも理由に海外資金の流出圧力が強まっていた。同国の金融部門においては、貯蓄率の低さゆえに国内銀行セクターの機能が少数に集中している上、伝統的に外資系金融機関のうちスペイン籍など南欧系金融機関のプレゼンスが高いことから、南欧諸国の債務問題は銀行と信の急減を通じて国内信用の縮小を招くなど景気の足かせになってきた。さらに、国際金融市場の混乱により証券投資をはじめとする短期資金の流出圧力も強まったことで、一時は株式、為替、債券のすべての市場が下落基調を強める「トリプル安」に陥るなど厳しい状況に直面するに至った。ただし、通貨レアルの対米ドル相場が世界金融危機直後の安値水準に近付いた結果、政府は資金流出を食い止めるべく外国人投資家による債券投資や通貨デリバティブに対する金融取引税（IOF）の撤廃に動いたことなども重なり、株式相場では外需関連を中心に買い戻す動きが出ているほか、リアル

図1 レアル相場(対ドル、日本円)の推移

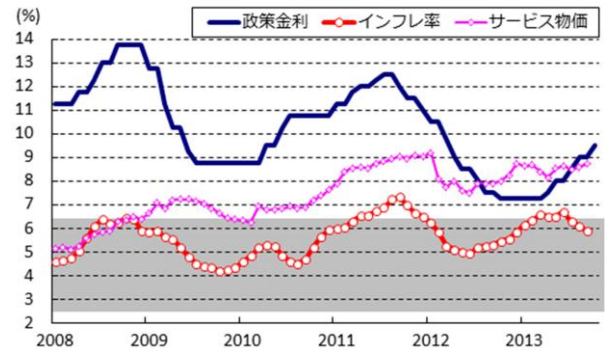


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

も主要通貨に対して緩やかな上昇に転じる動きもみられた。さらに、先月のFOMCを受けて外国人投資家のマインドに改善の動きが出たことは、同国金融市場にプラスの効果を与えている。

- 一方、昨年半ばを境に上昇基調が続いてきたインフレ率は、足下では食料品やエネルギーをはじめとする生活必需品を中心に上昇圧力が一服していることを背景にピークアウトする動きもみられ、9月の伸びは前年同月比+5.86%と中銀の定めるインフレ目標(4.5±2.0%)に収まるなど、インフレ圧力は後退しているように窺える。しかし、同国では過去数年に亘る高いインフレ率を元に公務員をはじめとする最低給与の引き上げが実施されており、これに伴ってサービス物価の伸びは全体の伸びを大きく上回る水準で推移している上、足下では再加速する兆候も出ている。通常は景気減速により物価上昇圧力は後退することが想定されるものの、同国においては煩雑な税制やインフラ不足などに起因するいわゆる「ブラジル・コスト」が物価上昇を招きやすいことに加えて、過去数年に亘るレアル安により輸入物価に上昇圧力が掛かりやすくなっており、これもインフレ率の上振れを招く一因になっている。足下では、国際金融市場の落ち着きなども背景にレアル安圧力は一服しているものの、早晚米国がQE3の縮小に動くことが避けられないことを勘案すれば、中銀にとってはレアル相場の安定を図ることが急務になっている。こうしたことから、中銀は今年4月以降断続的に利上げを繰り返し実施することによりレアル安阻止を図っており、今月8～9日に開催した定例の金融政策委員会においても政策金利であるSelicを5会合連続で引き上げる決定を行っている。今回の50bpの利上げによって今年4月以降の利上げ幅は累計225bpに達しており、一連の金融引き締めがかなり性急に行われている様子が窺える。レアル相場に底入れの動きが出ているものの、足下の水準は依然として前年同時期に比べて約8%も安いことを勘案すれば、輸入財全般に対してそれだけの物価上昇圧力が生まれる要因になっていると考えられ、何よりもレアルの安定を優先させている。なお、市場ではインフレ率にピークアウトの動きがみられることから、先行きは利上げのペースを緩やかにするとの見方が出ているが、同中銀は元来からインフレに対して「タカ派」的な姿勢を有しており、コア物価が依然加速基調にあること、さらに、今回合会后に発表された声明文が前回会合と全く変更点がなかったことなどを勘案すれば、引き続き同様のペースで利上げを実施する可能性は高まったと考えられる。

図2 インフレ率と政策金利(Selic)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

- インフレとともに深刻な状況にあるのが、過去2年以上に亘って潜在成長率を下回る水準で推移してきた同国の景気である。4-6月期については前期比年率+6.0%と徐々に高い伸びになったものの、近年の景気をけん引してきた個人消費を中心とする民間需要は、銀行部門の与信能力低下に伴う国内信用の伸び鈍化やインフレ圧力を受けて下押し圧力が掛かる一方、世界的イベントを控えてインフラをはじめとする公共投資拡大など公的需要が拡大したほか、世界経済の底入れ期待による外需の拡大が景気の押し上げに影響した。しかし、その後のインフレ率は減速しているにも拘らず、急進的な金融引き締めの実施に加えて、

図3 実質GDP成長率(前期比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

国際金融市場の混乱を背景に市中金利は高止まりしているほか、国際商品市況の調整により交易条件は一段と悪化して国民所得の減少を招いており、内需の足かせ要因は依然くすぶっている。さらに、全土に波及した反政府デモの影響も予想されることから、内需の下振れは避けられないものと見込まれる。なお、足下においても米国は緩やかな景気回復を続けている上、長きに亘り低迷した欧州経済にも底入れの動きが出ているほか、中国景気の回復期待の高まりなどを受けて外需の底離れは進んでおり、内・外需の勢いに跛行色が出ている。このことは、足下における銀行貸出の伸びが公的部門や民間企業向けで底入れしつつある一方、家計向けは依然減少局面を脱していないことにも現れている。先月の米国によるQE3継続決定は多くの新興国にとって「時間的猶予」が与えられたに過ぎず、早晚QE3の縮小が行われる可能性は小さくないことを勘案すれば、同国のようにファンダメンタルズが脆弱な国においては再び海外資金の流出圧力が強まることで国内の信用収縮を招くことも予想される。こうした状況から中銀は市場が想定する以上に物価抑制を重視しているものと思われる、この政策目標を実現させるためには、政府にもこれまで以上に物価抑制に向けて公的部門の整理縮小を含めた大胆な構造改革に取り組むことが求められよう。

以 上