

## ブラジル中銀、スタグフレーション下で難しい政策の舵取りが続く

～物価や為替の安定と景気維持、対応困難はしばらく続くであろう～

発表日：2014年1月20日(月)

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)

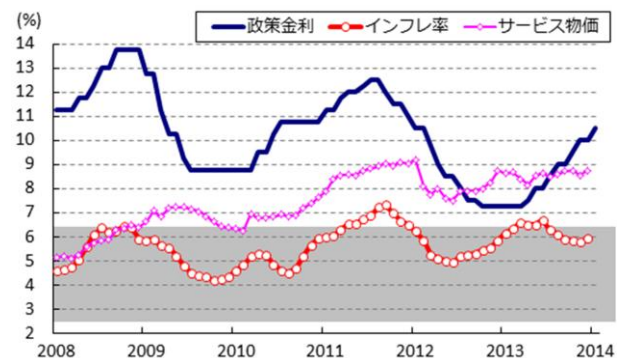
### (要旨)

- ブラジル中央銀行は16～17日に開催した金融政策委員会で7会合連続の利上げを決定した。事前には利上げ幅の縮小が予想されたが、50bpの利上げで水準も10.50%と2年ぶりの高水準となる。インフレ率が高止まりするなか、ファンダメンタルズの脆弱さを反映した通貨安も続いており、これに対応した。一方、今後は利上げ幅の縮小や利上げ休止を示唆する考えもみせるなど、政策スタンスが変わる可能性はある。
- このところは物価高や資金流入の先細り、輸出鈍化などが景気の足かせになっている。しかし、時間選好率の高さを背景に消費は旺盛に推移し、インフレ圧力の高さに繋がっている。サッカーW杯関連インフラ投資などの押し上げが見込まれる一方、歳出拡大圧力の高さは財政状況の悪化を招く可能性も懸念される。スタグフレーションが続くなか、物価や為替の安定と景気維持の間で難しい舵取りが続くであろう。

### 《景気減速にも拘らずインフレ圧力治まらず。7会合連続で大幅利上げ実施も、今後はスタンス変更の可能性》

- ブラジル中央銀行は16～17日の日程で定例の金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利である翌日物金利の誘導目標であるSelicレートを7会合連続で引き上げる決定を行った。足下の景気は力強さを欠く中、事前の市場予想では利上げ幅を縮小して金融引き締めペースの鈍化に動くとの見方が強まっていたものの、利上げ幅は過去6会合と同じ50bpとされ、Selic自身も約2年ぶりの高水準である10.50%となる。なお、会合後に発表された声明文では、今回の決定もこれまで同様に「全会一致」で決定したとする一方、今回の決定について「現時点において」との文言が付け加えられ、あくまで昨年4月以降の政策調整の一環であるとの考えが強調された。しかし、昨年12月の消費者物価上昇率は前年同月比+5.91%と前月(同+5.77%)から加速し、中銀の定めるインフレ目標の中央値(4.5%)を大きく上回る状況が続いている上、サービス物価の上昇率は同+8.75%と全体を大きく上回るなど、インフレ圧力は依然くすぶっている。さらに、年明け以降の米国の量的金融緩和第3弾(QE3)による資産買取規模の縮小にも拘らず、足下の国際金融市場は落ち着きを取り戻しているものの、同国通貨レアルはファンダメンタルズの弱さを理由に下落圧力が掛かりやすい状況が続いている。また、今年1月からの公務員の最低賃金引き上げ率は+6.78%と過去数年と比較して小幅に留まるものの、旺盛な個人消費の下支えが期待されるなか、国民の多くは過去のハイパーインフレを教訓に物価上昇を極度に嫌うなど時間選好率が高く、しばらくは消費が喚起されやすい環境が続くと見込まれる。結果、度重なる金融引き締めにも拘らずインフレ圧力は緩和せず、通貨安による輸入物価の上昇がインフレ圧力を増幅させる悪循環に陥っている。当面のインフレ率は引き続き高水準での推移が予想されることに加えて、今年6月半ばから開催されるサッカーW杯の関連インフラなどの建設需要もインフレ圧力に繋がると見込まれる一方、政策面では10月に予定される大統領選挙を意識した動

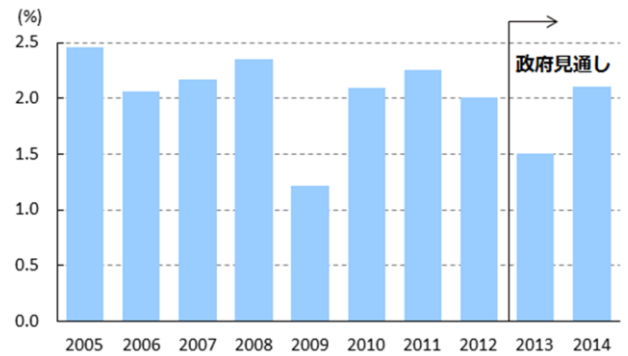
図1 政策金利とインフレ率の推移



きも予想され、次回以降は利上げペースの鈍化に動く可能性は高いとみている。

- 足下の景気を巡っては、物価高や世界的なリスクマネーの縮小懸念に伴う海外からの資金流入の先細り懸念、近年の輸出拡大に大きく寄与してきた中国景気の鈍化などが景気の重石になっているものの、上述の要因から個人消費だけは依然旺盛に推移している。一方、慢性的な経常赤字を抱える対外収支の脆弱さに加えて、プライマリー黒字を続けてきた財政収支には様々な歳出拡大圧力が強まるなか、将来的には財政負担が拡大するとの警戒感がくすぶる。特に、今年のサッカーW杯や2016年に予定

図2 プライマリー黒字/GDPの実績と見通し



(出所) CEIC, 政府資料より第一生命経済研究所作成

されるリオ五輪に関連して巨額のインフラ投資が必要になるなか、昨年は公共バス料金の引き上げをきっかけにした反政府デモが全土に広がり、国民の間には教育や社会保障関連の歳出拡大を求める声が強い。結果、今年度予算では歳出は過去最大規模に膨張するなど景気に配慮する内容となる一方、歳入も大幅増を見込むことで全体的には均衡収支型にまとめる形が取られている。しかし、前提となる経済成長率の見方は市場予想などを比較して極めて強いことなど、歳入の見積もりが甘いことなどを勘案すれば、政府のプライマリー黒字目標（GDP比+2.1%）の実現は一段と難しくなることが予想される。さらに、インフレ率の高止まりが続く状況となれば、国際金融市場においてはファンダメンタルズの脆弱さが際立つことから資金流入の先細り、ないし資金流出圧力に晒されやすい展開になりやすく、通貨リアル相場についても弱含みしやすくなると見込まれる。足下ではこのところのリアル安に伴い輸出競争力は向上しているものの、中国をはじめとする新興国景気の不透明感を背景に資源価格は弱含んでおり、結果的に交易条件も低下傾向が続くなど国内景気の下押し圧力が懸念されている。さらに、朝令暮改が繰り返される政策変更リスクを嫌って対内直接投資の流入額も鈍化しており、これも景気の下振れを招くことが予想されることから、先行きも急速な景気の回復は見込みにくく、力強さを欠く展開が続くとみている。景気減速が続くなかでのインフレという厳しい事態に直面しており、中銀及び政府は、物価や通貨の安定に向けたファンダメンタルズの強化と景気維持という難しい課題に対応する必要に迫られている。

以上