

## ブラジル中銀、利上げプロセスの終了示唆

～景気や物価のみならず、財政・対外収支など困難な方程式に直面～

発表日：2014年4月3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1～2日に開催した金融政策委員会で、政策金利を9会合連続で引き上げて11.00%とする決定を行った。同行は利下げプロセスの終了を示唆する姿勢をみせた。ただし、先行きの景気には不透明感が残る一方、物価上昇圧力もくすぶるなど対応は困難さを増している。10月の大統領選に向けて物価抑制と景気維持という難題を突きつけられるなか、政府は対処する姿勢をみせる一方、財政収支や経常収支などの悪化を招くリスクも残る。ブラジル経済は一段と厳しい状況に追い込まれていると言えよう。

### 《9回連続の利上げ実施で打ち切りを示唆する動きをみせるが、景気や物価を巡る見通しは厳しい状況が続く》

- ブラジル中央銀行は今月1～2日に開催した定例の金融政策委員会（Copom）において、政策金利であるSelicを9会合連続で引き上げる決定を行った。引き上げ幅は前回会合同様に25bpとなり、これに伴ってSelicは2011年12月以来となる高水準となる。委員会後に発表された声明文は、前回会合まで3会合連続で利上げについて「2013年4月から続く政策調整プロセスの一環である」との姿勢が示されていたが、今回会合ではこの文言が削除されるなど大幅に修正された。一方、前回会合において削除された「現時点において」との文言が復活したほか、先行きの金融政策のスタンスについても「次回会合までマクロ経済の動向を注視する」との見方を示しており、さらなる利上げには距離を置く姿勢をみせた。前回会合においては、足下で景気の減速感が強まっていることを受けて利上げ幅を縮小させるなど、利上げプロセスの終了が近づいていることを示唆する内容となったが、今回はもう一步踏み込んだものと捉えられる。ただし、2月のインフレ率は前年同月比+5.68%と前月（同+5.59%）からわずかに加速し、中銀の定めるインフレ目標の中央値（4.5%）を大きく上回っており、依然インフレ懸念はくすぶっている。足下では国際金融市場の混乱一服しており、通貨リアル相場は落ち着きを取り戻しているものの、依然として対ドル相場は1年前に比べて1割以上下回る水準で推移しており、輸入物価などへの影響が懸念される。同行は従来からインフレに対して「タカ派」的なスタンスが強く、近年における海外投資家からの信認向上に繋がってきた一方、足下では景気維持のために拡張姿勢を強める財政政策との平仄が合わず引き締め政策の効果は相殺されてきた。結果、先月にはこれを理由に米格付機関のS&P社からの格下げ（BBB→BBBマイナス）を受けた。
- 先行きのブラジル経済については内外から厳しい見方が広がっており、当研究所も同様に向こう数年は勢いに乏しい展開が続くものと予想している。2013年通年の経済成長率は前年比+2.3%と前年（同+1.0%）から加速したものの、2000年代を通じて平均4%近い経済成長を実現してきたことに鑑みれば、その勢いはすでに弱まっている。この要因としては、近年の経済成長が個人消費を中心とする内需をけん引役に実現しており、中国をはじめとする新興国の高成長に伴う資源価格の上昇による交易条件の改善を受けた国民所得の向上など

図1 政策金利(Selic)の推移



に負ってきたところが大きい。しかし、足下では中国経済の勢いに陰りが出たことで交易条件が悪化し、世界的なマネーも米国の量的金融緩和の縮小開始で拡大ペースの鈍化が避けられなくなるなか、海外資金の流入の勢いも細るなど、内需への下押し圧力が掛かりやすくなっている。他方、2011年半ば以降の通貨レアル相場下落に加えて、米国をはじめとする先進国景気の回復は外需の改善に寄与すると期待されるが、近年の輸出拡大の原動力は資源価格の上昇に拠るところが大きく、輸出の約半分を一次産品が占めるなど外需は典型的な資源依存型である。さらに、同国の外需は必ずしも先進国を中心とする足下の世界経済の回復の勢いを取り込みにくい上、GDPに占める輸出比率は10%強に過ぎず輸出依存度は低いため、景気浮揚に繋がる動きにはなりにくい。このように考えると、先行きも景気が急速に回復する状況は想定しにくいことは分かる。一方の物価動向については、今年は夏場の雨量が極端に少なく大干ばつに見舞われており、生鮮品を中心に食料品価格が上昇しているほか、水力発電は十分に能力を発揮出来ないことがコスト増要因となるなどエネルギー価格の上昇も避けられない。足下のレアル相場は落ち着きを取り戻しつつあるが、依然前年同時期に比べて大幅に低い水準にあるため、輸入物価などを通じた影響も懸念される。

このように考えると、先行きのブラジルは景気減速下でインフレが続くスタグフレーションに陥る可能性が高い。

- 今年の10月に予定される大統領選挙では、インフレと景気減速への対応が政策課題の中心に据えられる見通しとなっており、政府は物価抑制と景気維持という処方せんが極めて難しい課題に対応せざるを得なくなっている。政府はインフレ抑制を図るべく、先月に一部の輸入品や消費財に対する関税を引き上げるとともに、これを財源に電力業界を支援し、電力価格の上昇圧力を緩和する方針を打ち出している。一方、財政健全化に向けた取り組みを進めるべく、昨年以降は度重なる歳出削減を実施しているものの、これは景気の面では足かせになっていることは間違いない。なお、今年は6月にサッカーW杯の開催が予定されるなか、メインスタジアムをはじめとするインフラは未だに建設中であることから、これに伴う歳出増は景気の下支えに繋がると見込まれる。さらに、国民の間から根強い要求がある社会保障や教育関連の歳出拡大についても、今後の歳出増に繋がると見込まれ、過去に実施された低所得者給付同様に景気を押し上げると期待されよう。ただし、闇雲な歳出拡大は物価上昇圧力に繋がる可能性があるほか、財政収支の悪化によりファンダメンタルズの脆弱さが高まることも懸念される。今後の国際金融市場においては、米国による金融政策の正常化プロセスが進むことで世界的なマネーの動きに変化が現れる可能性が指摘されており、慢性的な経常赤字を抱えており、足下では赤字幅が拡大基調を強めるなど対外収支が脆弱な同国では、このファイナンスが厳しくなることを意味する。この点でもブラジル経済の先行きはこれまで以上に厳しくなることは避けられない。

図2 インフレ率の推移

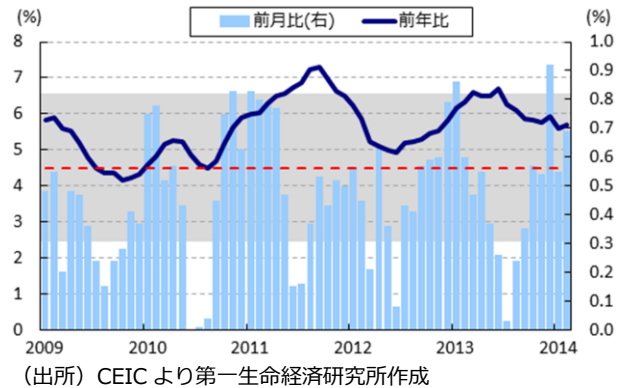
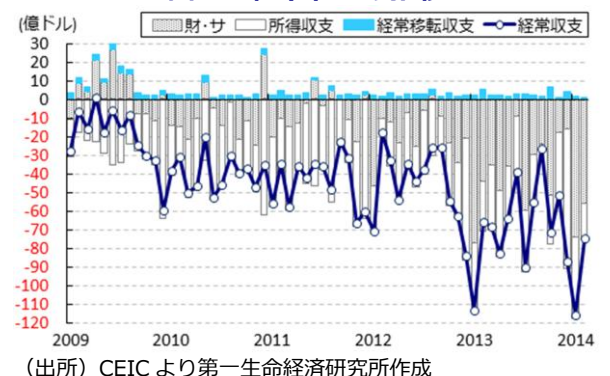


図3 経常収支の推移



以上