

ブラジル、物価抑制に本腰を入れられるか

～中銀の姿勢は不変、政府には一段の歳出削減などが求められよう～

発表日：2015年1月22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)

- ブラジルではルセフ政権が2期目に突入したが、経済は難局に見舞われている。昨年来の原油安に直面するなか、海外資金の流出に加え、物価高と金融引き締めも景気の足かせになっている。一方、構造的な課題を理由にインフレ率は高止まりしており、原油安の『恩恵』に預かれない体質を抱える。インフレ率にピークアウトの兆候もうかがえるが、先行きの動向は政府による歳出削減などの対応に掛かっている。
- インフレが高止まりするなか、中銀は20～21日の定例会合で50bpの利上げを決定し、市場に『インフレファイター』の姿勢をあらためて示した。一方、政権は経済閣僚に財政規律重視派を据えるなど、財政面でも物価抑制を支援する姿勢をみせる。これまで歳出削減などに取り組む姿勢をみせるが、同国が直面する様々な課題の克服にはさらに切り込んだ歳出削減などが不可欠であり、政権の真価が問われよう。

《『資源安』による景気減速や引き締めでインフレ率にピークアウトの兆候は出るが、依然高止まりが続く》

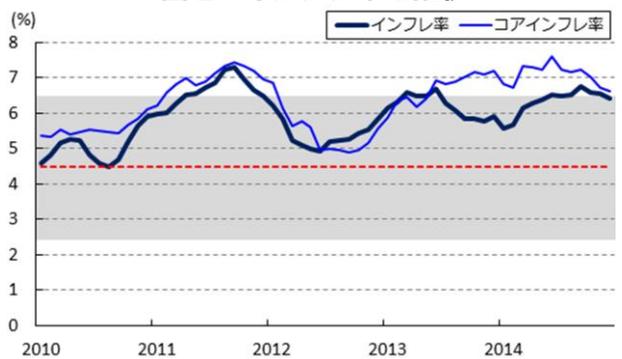
- 今月、ブラジルではルセフ政権の2期目が始まるなど政治面では新たな船出を迎える一方、経済を巡っては依然として難局に見舞われている。足下の国際金融市場においては原油安に歯止めの掛からない展開となるなか、中国や欧州経済を巡る不透明感も相俟って、世界的に資源価格は全般的に下落基調が強まっている。同国は昨年の輸出に占める一次産品の割合は5割を上回るなど、ここ数年は『資源国』の色合いが一段と濃くなるなか、資源安は交易条件の悪化を招いており、国民所得の下押し圧力に繋がっている。資源安が景気の足かせとなるなか、ルセフ政権1期目はルラ前政権による経済政策を踏襲する形で低所得者対策を中心とする分配重視の姿勢を強めたことで、経常収支や財政収支など経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）は悪化を余儀なくされている。国際金融市場では米国の利上げ時期に注目が集まり『米ドル高』が意識され、資源安も重なり『資源国』からの資金流出が懸念されるなか、特にファンダメンタルズの悪化している国ではその圧力が強まるとの見方がくすぶる。事実、ブラジル金融市場では資源企業のウェイトが高い株価指数が下落トレンドを強めているほか、通貨リアルも弱含みしやすい展開が続いている。同国経済は輸出入への依存度は極めて低い国の一つである一方、輸入の約9割を半製品や完成品など工業製品が占めており、通貨安は消費財を中心とする輸入物価の上昇圧力に繋がりがやすい。その一方、現政権の産業政策は自国産業に対する保護姿勢が強く、国内市場は閉鎖的かつ硬直的という特徴を有する。さらに、政府は低所

図1 レアル相場とボヘSPA指数の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

得者対策を中心とする分配重視姿勢を強めたことに加え、公務員の最低給与や年金給付額は物価動向に応じて引き上げられる制度（インデクセーション）が採られており、同国では物価上昇がさらなる物価上昇を生む形でインフレ圧力が掛かりやすい状況となっている。足下のインフレ率は資源安による景気減速に加え、長期に亘る金融引き締め効果もありピークアウトの兆候が出ているものの、依然として中銀の定めるインフレ目標の中央値（4.5%）を大きく上回る水準で推移している。欧米や日本などの先進国のほか、アジアを中心とする資源輸入国では、原油をはじめとする資源安がデysinフレ圧力に繋がる動きがみられる一方、同国の閉鎖的な経済構造や過大な補助金政策などはそうした『恩恵』を受けにくい体質にしている。景気の減速感が先行きも強まり、インフレ率は一段とピークアウトする可能性はあるものの、その行方については引き続き不透明なところが少なくないと言えよう。

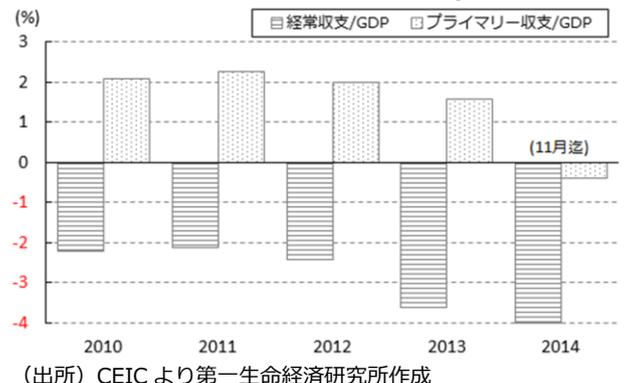
《現時点での政策対応は奏功しているが、課題克服には政府にさらなる対応が求められることは変わりなし》

- インフレ率の高止まりが続くなか、20～21 日にかけて中銀は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利である Selic を 50bp 引き上げて 12.50% と約 3 年半ぶりの高水準にする決定を行った。委員会後に発表された声明文では、今回の決定は「全会一致」であり、「マクロ経済やインフレ見通しを考慮した結果、利上げを決定した」と簡潔な内容となっている。なお、先月の前回会合後の声明文では、利上げ実施の判断について「現時点においては」と留保条件が付いたほか、先行きの金融政策についても「慎重に実施される」との見方を示していた。しかし、今回の声明文ではこれらの文言はすべて削除されており、同行としては物価動向に応じて機敏に対応する従来からの『インフレファイター』としての姿勢をあらためて示し、国際金融市場における信認向上に繋がりたいとの狙いもうかがえる。同行は昨年末以降、来年までにインフレ率を目標の中央値まで低下させるべく「必要な措置を講ずる」との考えを示しており、景気動向を踏まえつつ今後も引き締め姿勢を継続させる可能性は高いと見込まれる。こうした中銀の姿勢に呼応する形で、ルセフ政権 2 期目の経済政策は歳出削減を通じて物価抑制を図る姿勢を強めるとの期待が高まっている。その姿勢はレビィ財務相やバルボサ企画予算管理相といった経済閣僚に『財政規律重視派』と目される人事配置を行い、国際金融市場からの信任が厚いトンビーニ中銀総裁の留任を決定するなど、金融市場との対話を重視していることにも現れている。政府は昨年末、財政の重石となってきた国立経済社会開発銀行（BNDES）に対する利子補給のための補助金の削減や様々な税控除の廃止を発表したほか、失業保険や寡婦年金の見直しによる歳出削減に動く方針を示している。また、年明け以降もすべての省庁に対して一律に歳出削減を行うことを求めるほか、電力料金やバス運賃など公共料金の大幅引き上げを通じ、関連する財政支出の削減に動いている。その一方、燃料や輸入品、さらに消費者ローンに対する税率引き上げを発表したほか、今後は

図 3 政策金利(Selic)の推移



図 4 経常収支・プライマリー収支/GDP の推移



所得税の課税ベースの拡大などを通じて歳入拡大に取り組む可能性も示されている。こうした歳出削減や歳入拡大による財政健全化の取り組みは、需要抑制を通じてインフレ圧力の後退をもたらすと期待されるほか、対外収支や財政収支の改善といったファンダメンタルズの強化にも繋がると期待される。ただし、同国では一昨年にバス運賃などの公共料金の引き上げをきっかけに全土に反政府デモが広がったことを勘案すれば、福利厚生制度の改正はこうした運動を再燃させる可能性には注意が必要である。ルセフ大統領は政権2期目に当たり、同国経済が直面する課題として財政改革と貯蓄の拡大、投資の強化、生産性の向上を挙げるなど、正しい現状認識に立っていると評価出来る（詳細は5日付レポート『ブラジル ルセフ政権2期目は厳しい船出』をご参照ください）。また、経済閣僚がこれまで発表している一連の財政健全化に向けた方策も、現時点では政権発足前に比べて想定外に早いスピードで取り組んでいる。とはいえ、政府は今年のプライマリー黒字をGDP比+1.2%（660億レアル）とする意欲的な目標を立てていることを勘案すれば、今後はこれまで以上に様々な分野に対して歳出削減や歳入拡大に切り込んでいくことが不可欠である。物価抑制と財政健全化、そして、ファンダメンタルズの強化とルセフ政権は早々から様々な問題に取り組む必要に迫られるが、足下では国際金融市場では資源国や新興国からの資金の巻き戻りが警戒される環境にあるなか、そうした動揺に左右されにくい経済構造への道のりを着実に進めることが求められる。

以上