

ブラジル中銀、金利のさらなる「深掘り」を示唆か

～追加利下げの可否は年金改革法案の行方が鍵を握る～

発表日：2017年12月7日(木)

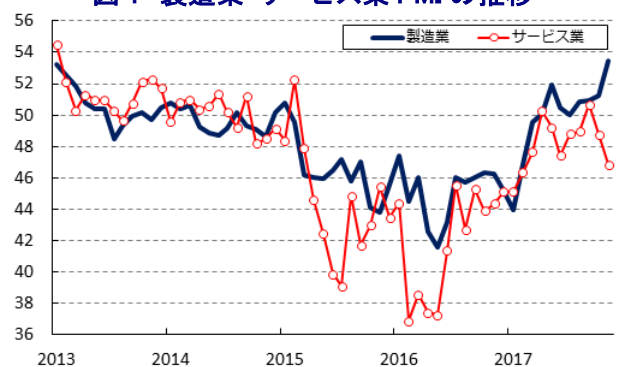
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- ブラジル経済は100年ぶりの景気悪化から回復基調にあるが、一見すると足下に頭打ちの兆しがある。しかし、個人消費や企業の設備投資など内需が景気拡大を押し上げるなど望ましい形で回復軌道を歩んでいる。その後は製造業で改善が続く一方、サービス業が調整するなど内需の不透明感もくすぶる。他方、外需の堅調さや対内直接投資の旺盛さは続いており、先行きも緩やかな景気拡大が続く可能性は高い。
- 中銀は1年以上に亘る利下げを続けており、10月の前回会合では利下げ局面の終了が示唆された。6～7日に開催された定例会合では利下げ幅が縮小されたが、物価見通しは引き下げられるなど緩和余地は残る。同行は追加利下げの可能性に含みを持たせる姿勢をみせたが、これは先行きの景気見通しの不透明感が影響したとみられる。追加利下げ可否の判断には年金改革法案の動向が鍵を握っていると言えよう。
- 足下のブラジル経済を巡っては、過去2年に亘るマイナス成長という100年ぶりの景気悪化から立ち直りの動きが続くなど景気回復に向けた足取りを強めている。直近7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.59%と3四半期連続でプラス成長となったものの、前期(同+2.74%)から伸びが鈍化しており、一見すると早くも景気に頭打ちの兆候が出ているように見える。ただし、政府の時限措置に伴う一時所得増加といった特殊要因の影響はあるものの、インフレ率の低下やそれを受けた中銀による継続的な金融緩和の実施により家計部門の実質購買力が押し上げられており、経済成長のけん引役となってきた個人消費が底入れするなど力強さを取り戻す動きがみられる。さらに、先進国を中心とする形で世界経済は自律回復の動きが続いて輸出が押し上げられるなか、個人消費の底入れも追い風に製造業の景況感は回復感を強めており、金利低下も相俟って企業の設備投資意欲も底打ちして固定資本投資が上向くなど、内需を取り巻く状況は大きく好転している。よって、7-9月期にかけてブラジル経済は内需がけん引する形で景気回復の足取りを強めており、望ましい形で成長軌道に回帰していると評することが出来る(詳細は4日付レポート「[見た目以上に内容の改善が進むブラジル経済](#)」をご参照下さい)。なお、その後の企業景況感の動きをみると、10月以降も製造業では景況感が一段と上向いている一方、サービス業では一転して調整圧力が強まる動きをみせるなど対照的な展開となっている。足下におけるサービス業の景況感悪化は個人消費の動きに一服感が出ていることを示唆したものと考えられるが、11月の自動車新規登録台数は引き続き前年比で二桁%の高い伸びが続いていることを勘案すれば、全体としての個人消費も大きく鈍化しているとは見込みにくい。さらに、足下の失業率は依然として高水準ではあるものの、雇用者数の拡大ペースは拡大ペースを強めるなど雇用・所得環境は改善基調を強めるなど家計部門にとっては消費押し上げ圧力になりやすい状況が続いている。こうしたことから、サービス業の景況感に調整圧力が掛かっている背景には、家計部門

図1 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)Markit より第一生命経済研究所作成

の一時所得拡大に伴う個人消費押し上げによって需要が先喰いされている反動が出たことによるものと捉えられるものの、その影響が長期化する可能性は低いと考えられる。他方、足下では輸出の伸びに頭打ちの兆しはみられるが、依然として前年を上回る水準を維持するなど世界経済の自律回復が追い風となる状況が続いており、製造業を中心とする景気押し上げの動きが期待される。テメル政権が進める年金改革をはじめとする構造改革の行方には依然不透明感がくすぶるものの、議会協議を経て当初案からの後退を余儀なくされるなか、政府はもう一段の財政緊縮策を通じて財政健全化目標の実現を図る方針を示しており、国有資産の売却計画を後押しする可能性がある。こうしたことも後押しする形で海外からの対内直接投資流入額は大きく勢いを取り戻しており、これも先行きの景気押し上げに資すると見込まれることから、ブラジル経済は今後も緩やかな回復軌道を歩むと予想される。

- ブラジル中銀は、インフレ率の低下基調が鮮明になった昨年 10 月以降、断続的に利下げを実施することに拠り景気下支えを図る姿勢を強めており、その後は利下げ幅を徐々に引き上げることなどを通じて一段と大胆な金融緩和に踏み込む姿勢をみせてきた。ただし、足下では低下傾向が続いてきたインフレ率が底打ちするなど反転する動きがみられるなか、10 月の定例会合では利

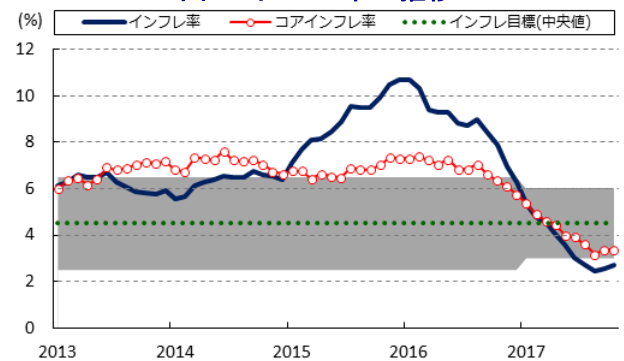
下げ幅をそれまでの 100bp から 75bp に縮小するとともに、その後の金融緩和については「ペースを鈍化させることが適切」とするなど段階的縮小に動いている。

さらに、同行による先行きの政策金利水準の見通しなどを勘案すると、利下げ局面の終了が近いことを示唆する動きもみせていた（詳細は 10 月 26 日付レポート「ブラジルの緩和サイクルまもなく終了」をご参照下さい）。こうしたなか、6～7 日の日程で中銀は定例

の金融政策委員会を開催し、政策金利である Selic を 10 回連続で引き下げる決定を行うとともに、10 月の前回会合で示されたように利下げ幅を 50bp に縮小された。この結果、Selic は 7.00% と 1999 年に同行がインフレターゲット制による現行制度を導入して以降最低水準となる。なお、今回会合でも決定は「全会一致」で行われており、これまで同様に政策委員の間で前回会合において示された見方に沿う形で統一した意思決定が行われていることが示された。会合後に

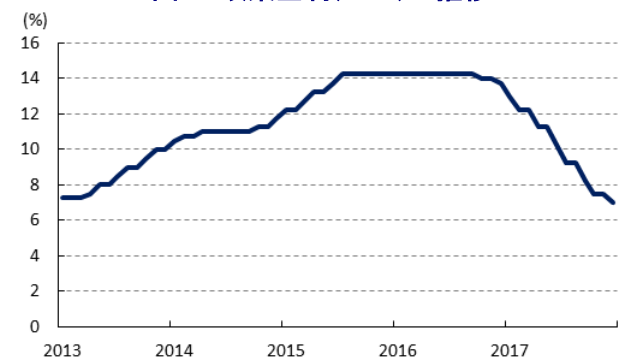
示された声明文では、同国経済について引き続き「緩やかな回復が続いている」との見方が示されるとともに、海外経済についても前回会合時点からほぼ見方は変わっていないと捉えられる。その上で、物価動向については「概ねメインシナリオ通りに推移している」との見方を示すとともに、先行きについて「今年通年のインフレ率は前年比+2.9%、来年は同+4.2%、再来年も同+4.2%」との見通しを示すなど短期的な見通しを下方修正している。その結果、先行きの政策金利については「来年末時点も 7.00% で推移した後、再来年には利上げ局面が到来するものの、年末時点で 8.00%」とするなど前回会合時点の見通しが据え置かれた。ただし、先行きの物価を巡っては上下双方に振れるリスクが存在するとし、その要因として 9 月並びに 10 月の定例会

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

図 3 政策金利(Selic)の推移



(出所)ブラジル中央銀行, CEIC より第一生命経済研究所作成

合で示された4点（①食料品価格の下落や工業製品価格の下落に伴う二次的影響、②ビジネスサイクルや金融政策など構造的なデフレーション圧力の増幅、③構造改革やブラジル経済の構造調整の頓挫懸念に伴うリスクプレミアム上昇、④国際金融市場のリスク選好転換に伴う影響）を引き続き挙げている。なお、前回会合では今回の利下げによって利下げ局面が終了するとの見方が示されたが、先行きについて「仮にメインシナリオ通りに進めば、現行の金融緩和サイクルを考慮すれば一段と緩やかな緩和を行うことは望ましい」など追加利下げに含みを持たせる一方、「今回のガイダンスはこれまで以上にメインシナリオやリスク動向の影響を受けやすい」との見方を示した。その上で「構造改革や構造調整の進展は構造的な金利水準の低下を招くため、今後も不断に見通しの改定を行う」としつつ、先行きは「足下の景気循環における金融政策の対応には注意が必要」との見方を示すなど慎重姿勢も崩していない。ただし、今回さらなる金利の「深掘り」を示唆した背景には、政府による財政緊縮策の行方が不透明な上、物価も低水準で推移するなかで先行きの景気回復に対する不透明感がくすぶっていることを暗示している。今後の金融政策の行方は、年末にも議会採決が行われる予定の年金改革法案の動向が鍵を握っている。

以 上