

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

積極利下げの姿勢を明確にしたブラジル（ブラジル経済 UPDATE）

ブラジル中央銀行は 8 月に続いて 10 月も 50Bp の利下げ。ルセフ大統領の景気重視姿勢の下で、2012 年中に 9% までの利下げを行う方針。積極利下げは、短期的に経済を下支えする効果が見込まれる下で、ブラジル経済にとって根深い構造問題である高インフレ体質を温存するリスクも。

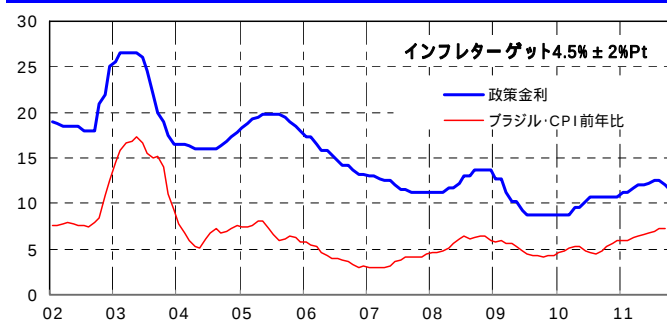
ブラジルの中央銀行である BCB は、8 月 31 日の電撃的な 50Bp 利下げに続き、10 月 19 日の金融政策決定会合（COPOM）でも政策金利である SELIC 金利を 50Bp 引き下げ、11.5% とした。8 月末の利下げでは賛成 5 vs 反対 2 であったが、今回 10 月は賛成 7 vs 反対 0 と、反対票が消えている。

世界経済減速が商品価格下落などを通じてブラジル国内のインフレ抑制に寄与すると BCB は指摘するが、足元でインフレの状況が明確に改善したわけでも、インフレ見通しが劇的に良好になったわけでもない。IPCA（拡大消費物価指数¹）は 9 月に前月比 0.53% と 8 月 0.37% から伸びを高め、前年比も 8 月 7.2% が 9 月は 7.3% に上昇した。月半ばの速報データに基づく、10 月は 7% へ鈍化すると見込まれるが、インフレ目標である 4.5% ± 2Pt の上限である 6.5% を上回る状況に変わりはない。加えて、先行きについては、通貨減価に伴う輸入価格上昇がインフレ率を高めるリスクが存在している。

10 月 COPOM において反対票が消えたのは、大統領主導の下で、中央銀行がインフレ抑制の優先順位を明確に下げ、景気拡大を第一の政策目標に引き上げたためである。つまり、インフレの観点から、利下げに反対する意味がなくなったのである。実際、10 月 2 日の現地紙²はルセフ大統領が 2012 年に政策金利を 9% まで引き下げる意向と報じており、金融政策の主導権は BCB から大統領府に移ったと考えられる。リーマンショックの際に BCB は政策金利を 13.75% から 8.75% まで 500Bp 引き下げており（2009 年 1 月から利下げを開始し同年 7 月に 8.75% へ到達）、ルセフ大統領は概ね同水準までの利下げを目指していることになる。なお、50Bp の利下げが COPOM 毎に行われると仮定し、今後の金融政策のスケジュール³に当てはめると、2012 年 5 月末の利下げにより政策金利は 9% に達する。

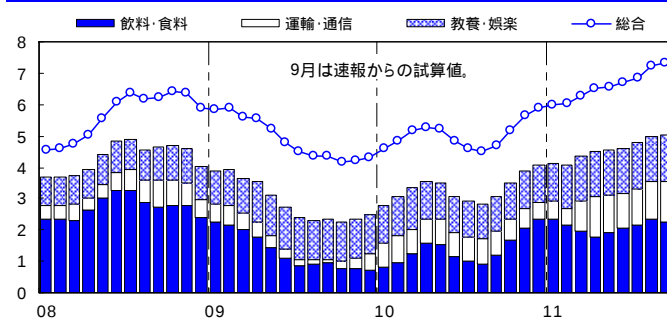
世界経済減速を受けた輸出の落ち込みにより、ブラジル経済は下押し圧力を受けており、短期的な景気浮

ブラジル金融政策



(出所) CEIC

IPCA 前年比と主要分類の寄与度 (%、%Pt)



(出所) CEIC Data

¹ 最低給与から、その 40 倍までの家計を調査対象とした消費者物価指数。

² “Dilma quer baixar taxa Selic a 9% no ano que vem” O Estado de S. Paulo, Oct 2, 2010

³ 2012 年の COPOM は 1 月 17・18 日、3 月 6・7 日、4 月 17・18 日、5 月 29・30 日、7 月 10・11 日、8 月 28・29 日、10 月 9・10 日、11 月 27・28 日に予定されている。

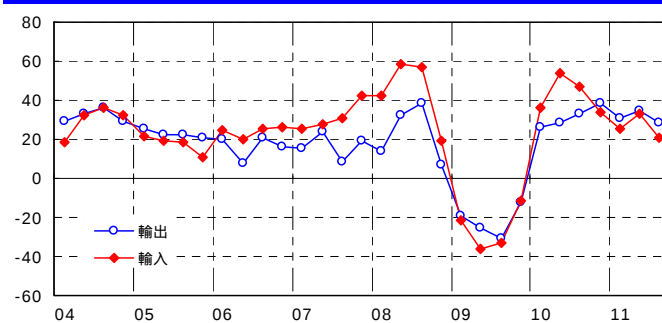
場の観点からは、積極的な利下げが正当化されるだろう。ドル建て輸出額は4～6月期の前年比34.3%が、7～9月期は28.6%へ減速し、当社試算の季調値では7～9月期は前期比年率3.0%（4～6月期51.5%）とほぼ横ばいに留まっている。仕向け地別には、ドイツ（4～6月期前年比16.5%→7～9月期0.9%）や米国（43.2%→34.2%）など先進国向けの減速が特に目立つ。こうした輸出の失速は当然ながら、8月までのレアル高と相俟って、製造業に下押し圧力を及ぼしており、7～9月期の製造業生産は2四半期連続の減少が見込まれる。利下げは、国内需要を刺激する点のみならず、為替減価を促す観点も含め、海外経済減速の悪影響を、緩和することに繋がる。

但し、失業率が史上最低水準で推移する下で、個人消費が堅調を維持するなど、国内需要については未だ減速の動きは現れていない。8月までの金利高により金利感応度の高い自動車販売こそ減速しているものの、カバレッジの広い実質小売売上高は7～8月平均が4～6月期を年率換算で5.6%も上回り、4～6月期の前期比年率4.4%から寧ろ加速している。もちろん内需堅調の下でも、インフレが沈静傾向にあれば、利下げは許容される。しかし、既に述べたようにブラジルはインフレ率が高止まりし、かつ失業率が示す労働需給の逼迫や利下げによる通貨減価を踏まえれば、インフレが更に加速するリスクが存在する。何よりもブラジルにおいては、経済主体の期待に高インフレが組み込まれている。

ルセフ大統領は海外経済減速によるディスインフレ圧力が、国内からのインフレ圧力に勝り、インフレ率がインフレ目標の中央値である4.5%へ向けて低下すると判断している模様である。しかし、2012年にかけて、インフレ率が6%前後で高止まりし、家計の実質可処分所得を圧迫し続ける可能性もあるだろう。

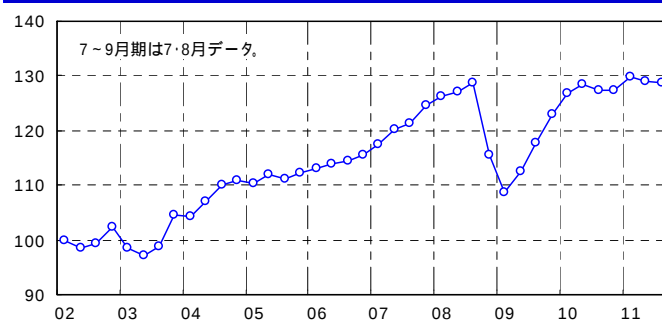
インフレの観点からは、9%への積極的な利下げは、やはりリスクの高い政策と言わざるを得ないが、景気重視の下でルセフ大統領は利下げを継続すると見込まれる。あまりにも急激なレアル安進行に対しては為替介入も辞さないものの（実際、急激なレアル安に伴う企業の外貨建借入負担増大などを懸念し、ブラジル政府は9月に市場介入を実施）金利低下を受けた緩やかなレアル安であれば、輸出競争力の向上と

輸出入の推移(ドル建、前年比、%)



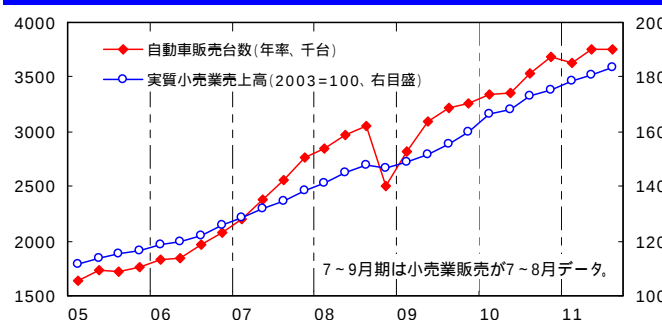
(出所)CEIC Data

製造業生産の推移(2002年=100)



(出所)CEIC Data

小売業と自動車販売の推移



(出所)CEIC Data

失業率(季調値、%)

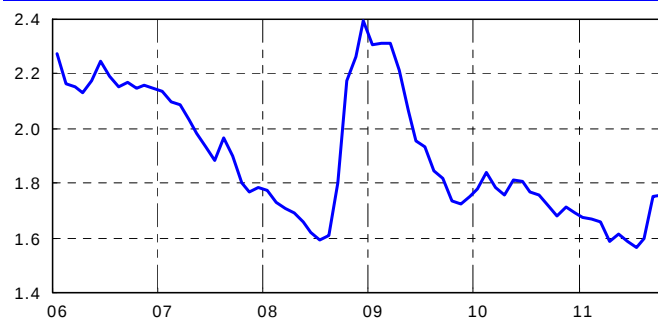


(出所)CEIC Data

輸入品の流入抑制という観点から寧ろ歓迎する方針と考えられる。レアルの対ドル相場は8月下旬の1.6割れの水準から世界的なリスクオフの動きを受けて9月下旬に1.9程度へ急落した後、足元では1.75前後で推移している。ブラジル政府は、2.0程度までのレアル安を許容する方針と考えられる。

2011年後半のブラジル経済は、輸出の急失速により低成長を余儀なくされる可能性が高く、その観点で8月からの利下げは、短期的にはあたかも「先見の明があった政策」と評されるのかも知れない。しかし、実際には、8月の利下げはレアル高抑制のために金融政策を割り当てたものに過ぎず、寧ろ「怪我の光明」と評されるべきであろう。当社は、積極利下げ自体を否定するわけではなく、仮に金融危機が生じれば、当然ながら、金融・財政政策を総動員して対応すべきと考える。しかし、インフレを軽視した過剰な利下げが、ブラジル経済にとって、長期的な安定成長への移行の観点から早期に解決すべき構造問題である「高インフレ体質」を温存する方向に働く可能性がある点には留意が必要である。

レアルの対ドル相場推移(2006～2011)



(出所)CEIC