

追加利下げの費用と便益（ブラジル経済 UPDATE）

ブラジル経済は個人消費主導で緩やかに回復の一方、インフレ率は特殊要因もあり、急低下。BCBは追加利下げについて微妙な示唆。足元の経済・インフレ動向は更なる利下げを正当化するも、経済に組み込まれた高インフレ構造を踏まえると、長期的なインフレリスクへの配慮が必要。

追加利下げに含み？

ブラジルの中央銀行である BCB は 4 月 17～18 日に COPOM（金融政策決定会合）を開催し、75Bp の追加利下げに踏み切った。利下げは 6 回連続、75Bp の利下げは 3 月に続いて 2 回連続である（それまでは 50Bp ずつの利下げ）。政策金利である SELIC 金利はついに 9.0% と、ピークの 12.5% から 3.5% も引き下げられた。ここまでは、前回レポートで示した当社予想及び市場の想定通りであり、サプライズはない。ただ、問題は今後である。

前回 3 月の COPOM 議事要旨では、COPOM メンバーが過去最低水準（8.75%）を若干上回る水準までの利下げが妥当と判断していることが示され、そうした認識はルセフ大統領が昨年示した 2012 年に 9% まで利下げとの示唆とも一致していたため、4 月 COPOM 前の時点で、利下げは 9% で一旦休止との予想が、当社を含め大勢を占めた。

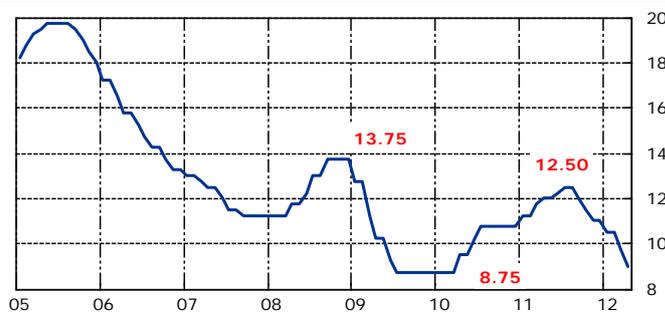
しかし、今回の利下げに際してのステートメントでは「現時点で、引き続きインフレリスクは限定的」との認識が示されると同時に、世界経済は脆弱であり「現在までのところ、海外要因がディスインフレに寄与」とするとの判断が、利下げ継続の根拠として明記された。現在に限定した記載はあるものの、解釈によっては、次回 5 月 29～30 日の COPOM での追加利下げに含みを残したものとも言える。なお、追加利下げの可能性の高まりを反映して、対ドルで 1.82 レアル前後の推移となっていたレアル相場は、COPOM 後に 1.88 レアルまで下落した。

景気は緩やかに回復も勢いを欠く

経済情勢やインフレ動向は、短期的には追加利下げをサポートしている。

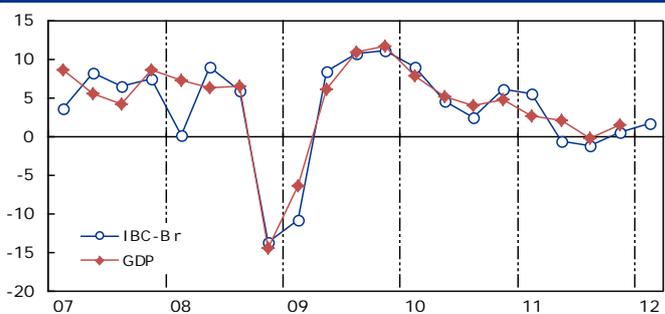
経済情勢から見ると、BCB 試算の月次 GDP に相当する IBC-Br 指数は 2 月に前月比 0.23%（1月 0.18%）と 2 ヶ月連続で低下した。1～2 月平均は 10～12 月期を年率換算で 1.6% 上回っており（10～12 月期は前期比年率 0.6%）、実質 GDP 成長率ベースでも 2 四半期連続のプラス成長を示唆する内容ではあるが、過去や後述する潜在成長率と比較して、景気回復は未だ脆弱

SELIC 誘導目標の推移 (%)



(出所) BCB

GDP 成長率と IBC-Br の推移 (前期比年率, %)



(出所) CEIC Data

と言わざるを得ない。なお、ブラジル経済は7~9月期に前期比年率 0.3%のマイナス成長に陥った後、10~12月期は1.4%のプラス成長へ復帰している。

詳細に見ると、まず個人消費は強含んでいる。個人消費の代表的な指標である実質小売業売上高指数は1月に前月比3.3%と急上昇した後、2月は0.5%と小幅低下したものの、1~2月平均は10~12月期を年率換算で16.1%も上回っている(10~12月期前期比年率5.5%)。失業率が引き続き5%台の歴史的な低位にあり、消費者マインドも昨年7月以来の高水準まで改善、共に個人消費に対して、プラスに寄与している。中央銀行による金利低下も個人消費を刺激している模様である。加えて、昨年12月に導入された白物家電に関する減税政策は当初3月末が期限であったが、対象を家具や照明器具など他の住宅関連製品に拡大した上で6月末まで延長された。

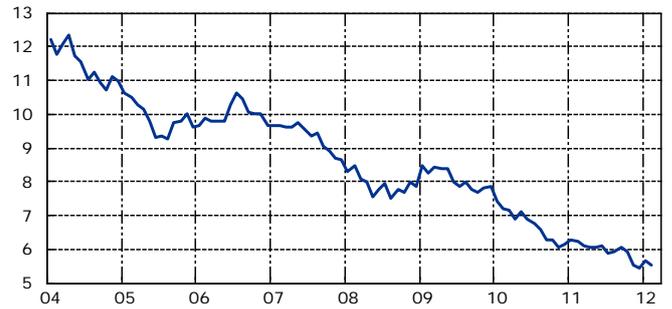
BCBの指摘通り、輸出や生産などのデータは、持ち直しの兆しこそあるものの未だ低調である。まず、輸出額(ドル建)は12月の前年比5.8%をボトムに3月は前年比8.4%まで緩やかに持ち直した。しかし、四半期ベースで見ると10~12月期前年比15.9%が1~3月期は7.5%へ伸びが半減しており、未だ輸出回復の動きは明確ではないと判断される。低調な輸出や昨年のリアル高による輸入品浸透の影響から、鉱工業生産は低迷が続いている。2月こそ前月比1.3%(1月1.5%)と増加に転じたものの、1~2月平均は10~12月期を年率換算で2.0%下回っており、10~12月期の前期比年率6.4%に続き、鉱工業生産は4四半期連続の減少を記録する可能性が高い。特に、天候不順の影響で鉱業が大きく落ち込んだほか、自動車や資本財、耐久消費財などが総じて低調である。

インフレ率は特殊要因もあり大幅に低下

インフレ率(IPCA: 拡大消費物価指数¹)は2011年9月の前年比7.31%をピークとして低下が続いており、

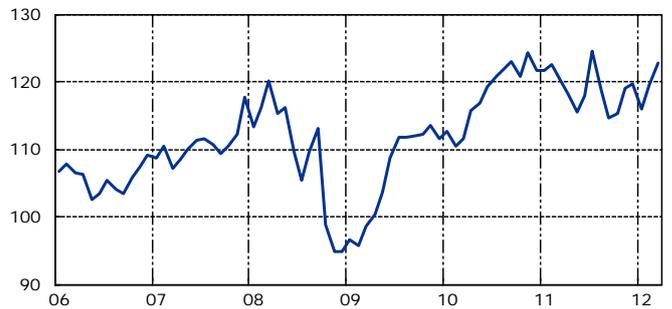
¹ 最低給与から、その40倍までの家計を調査対象とした消費者物価指数。なお、2012年からウェイトが変更され、食料や衣服教育、通信のウェイトが低下する一方、住居や家電、運輸、保健医療のウェイトが上昇した。2011年に上昇が顕著だった食料のウェイト低下はインフレ率を押し下げる方向に寄与する。一方、住居や運輸のウェイト上昇はエネルギー価格変動による影響が増すことを意味している。

失業率(季調値、%)



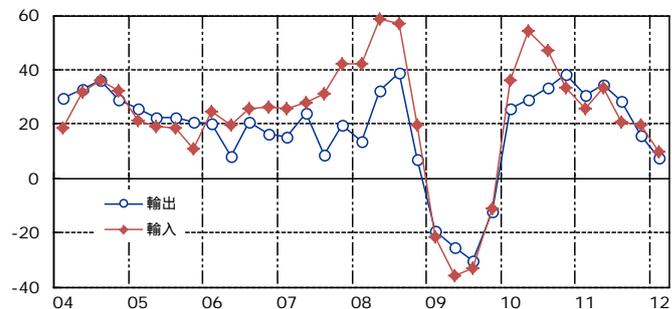
(出所) CEIC Data

消費者信頼感の推移(2005/9=100)



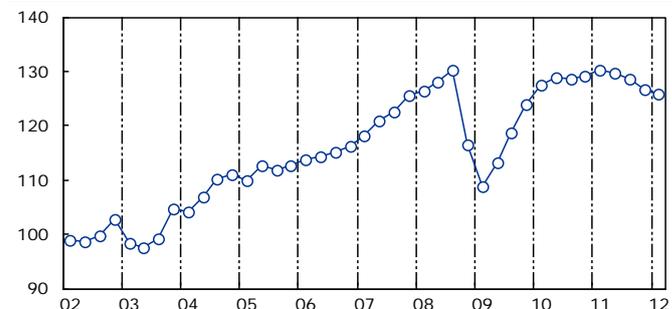
(出所) CEIC Data

輸出入の推移(ドル建、前年比、%)



(出所) CEIC Data

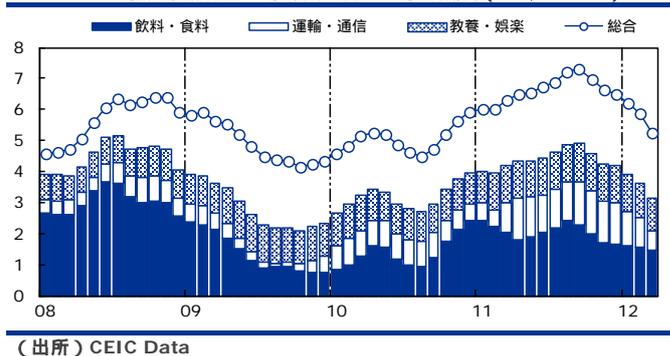
鉱工業生産の推移(2002年=100)



(出所) CEIC Data

2012年3月には5.24%と2010年10月の5.19%以来の低水準を記録した。また、瞬間風速を示す前月比は2月まで0.5%程度で推移していたが、3月には0.21%まで低下している。インフレ圧力の減退が、足元で加速しているに見える。但し、前述の減税策が家電などの価格低下に繋がった点(家電が前月比0.4%)を割り引く必要がある、また、伸び鈍化は、海外要因の影響を受けやすい運輸などの品目が中心で、国内の需給を反映するサービス関連では低下が限定的な点にも留意すべきである。

IPCA前年比と主要分類の寄与度(%, %Pt)



長期的な中立金利は9%

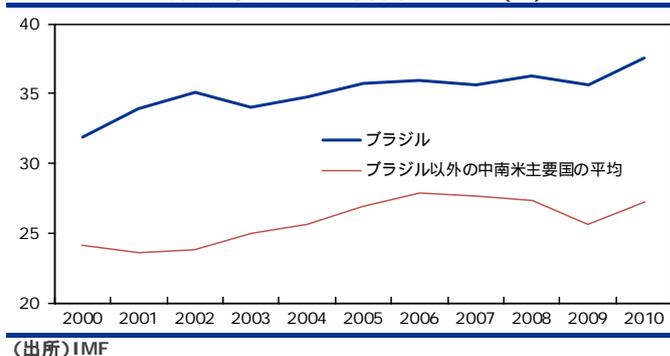
OECDの試算²を参考にすれば、ブラジル経済の潜在成長率は4.5%程度と考えられ、インフレ目標である4.5%を加え、金融政策が長期的に中立となる名目金利水準は、9%程度と判断できる。これは現在のSELIC金利と一致しており、短期金利水準はブラジル経済に対して長期的に中立的な水準まで引き下げられたと判断できる。一方、短期的に妥当となる金利水準は、経済やインフレ動向に左右される。つまり、景気下押し圧力が強ければ、短期的に金利水準は長期の中立金利よりも低位に、インフレ圧力が強ければ長期の中立金利よりも高位に誘導する必要があると言える。既に見たように、足元の経済・インフレ情勢は、実際の成長率が潜在成長率を下回る度合いが、インフレ率がインフレ目標を上回る度合いよりも大きいと言え、追加の利下げを正当化しうるように見える。

ブラジルの高インフレ構造

但し、ここでブラジルについては考慮すべき重要な問題、高インフレ構造がある。そもそも、既に見たように、足元ではインフレ圧力が低下しつつあるが、特殊要因や海外要因の影響が大きく、国内要因に限れば、インフレ圧力の低下は限定的である。そもそも失業率が示す国内の労働需給には緩和が見られない。加えて、ブラジルは高インフレにつながる構造的な問題を有している。高インフレの温床となりやすい(国際的に評判の悪い)多段階で徴収される極めて複雑な税構造や、非効率で高賃金かつ賃金上昇率が民間に比べて高い公的セクターの存在などである。

ブラジルの一般政府ベースの歳入は2010年に名目GDP比で37.5%に達し、ブラジルを除いた中南米主要国の平均である27.3%を10ポイント以上も上回っている。これはブラジルの社会主義的色彩の強い(高福祉³の)経済政策を考慮しても極めて効率と言わざるを得ない。中南米の主要国の中でブラジルと並んで歳入の名目GDPに占める比率が高いのは、ブラジル以上の高インフレに悩まされるアルゼンチンのみであり、経済面で優等生とされるチリやコロンビア、ペルーは20%台前半にとどまる。もちろん、こうした歳入

一般政府歳入の名目GDP比(%)



² "Refining Macroeconomic Policies to Sustain Growth in Brazil" Annabelle Mourougane, OECD, Oct 21, 2011

³ 一方、新興国ゆえの若い人口構成比は、歳入比率を押し下げる方向に働く。

が経済活性化や安価で良質なサービス提供に繋がれば問題はない。公的サービスの質を定量的に評価するのは難しいが、世界銀行による投資環境調査などを参考にすれば、良質との評価は少なくとも難しそうである。一方、サービスのコストは増大傾向にある。公的部門の実質賃金水準は2005年時点で民間の1.65倍だったが、2011年には1.8倍に達した。すなわち、ただでさえ水準の高い賃金が民間を上回るペースで上昇している。ちなみに、公務員賃金と関係の深い最低賃金が、2012年は14.1%も引き上げられた。

短期的には利下げが正当化される長期的なリスクを孕む

国内の需給バランスや構造的な問題を踏まえると、引き続きインフレ動向を楽観はできないだろう。既に見たように足元の経済・インフレ動向は追加利下げを正当化しうるが、それは同時にインフレ加速の危険を孕む。再びインフレが加速すれば、ブラジル国民の期待インフレ率の上昇を通じて、長期的なインフレ率を引き上げる可能性、すなわち高インフレ構造の固定化を招くリスクも高まってしまう。

なお、ブラジルの現地エコノミストも更なるインフレ率の低下や利下げは困難と見ている模様である。BCBの4/20付け最新エコノミスト調査⁴では2012年末のインフレ率は5.1%、2013年末は5.5%と、更なる大幅な低下は見込まれていない(中央値、いずれも前週調査から不変)。ちなみに、インフレ目標が現在の4.5%±2%となって以降のインフレ率の単純平均値は5%強であり、エコノミスト予想はそうした長期平均に概ね一致している。また、政策金利予想は2012年末が9%、2013年末は10%であり、年内は現行水準に据え置かれた後、2013年は緩やかな利上げが見込まれている。

⁴ BCBは金融機関のエコノミスト100名を対象に週次で調査を行っている。