

## 政府が制度変更により中央銀行に利下げを迫る (ブラジル経済 UPDATE)

インフレ再加速が懸念される下で、中央銀行は利下げペースの鈍化もしくは小休止を妥当とするも、政府が制度変更によって、追加利下げを迫る。ブラジルにおける政府と中央銀行の関係も考慮すれば、今後更に、50～75Bpの利下げが行われ、政策金利は8.25～8.00%へ引き下げられる見込み。しかし、過度の金融緩和により、インフレ率は2013年にかけて再び6%をうかがう展開に。

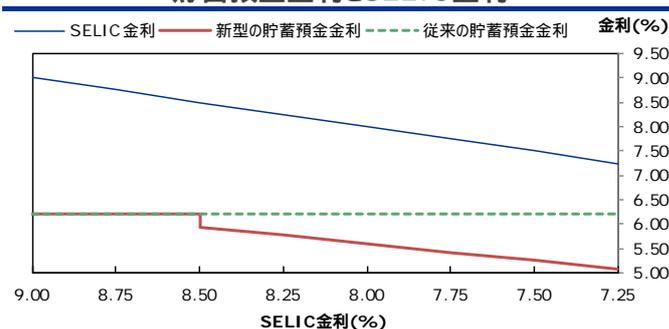
ブラジルの金融政策を取り巻く環境は、この1ヶ月で大きく変化した。政府が金融商品に関する制度変更により、ゲームのルールを大きく変え、追加利下げを迫っているためである。4月のインフレ情勢は、追加緩和に際して熟慮が必要なることを示唆しており、それを中央銀行であるBCBも認識している。しかし、BCBは政府からの利下げ圧力には抗えないと考えられる。以下、順を追って見ていく。

### 1. 政府側の制度変更により利下げの障害が減る

#### 政府側が貯蓄預金の商品性を変更

5月3日遅くに、ブラジル政府が貯蓄預金(contas de poupança)の金利設定方法の変更を発表した。従来、付利金利は「年利6.17%(月利0.5%) + 参考金利(ごく僅かであり、報道では年利0.36%程度とされる)」に固定されていたが、今後はSELIC金利が8.5%以下に低下した場合に限り「SELIC金利の70%相当の金利 + 参考金利」に変更され、市場実勢連動すなわち変動金利となる。この措置が適用されるのは5月4日以降の預金のみであり、5月3日までの既存預金については、従来の固定金利による付利が継続される。

#### 貯蓄預金金利とSELIC金利



(出所) 政府公表及び報道資料より当社作成

#### 裁定の観点から国債金利についてはSELIC金利に低下余地

貯蓄預金の商品性ごときで大仰なと思われるかも知れないが、貯蓄預金はブラジルにおける国民的な蓄財手段であり、ブラジル市場における金利形成に大きな意味を有する。今回の措置は、大きく分けて、二つの側面を有すると考えられる。一つは、中央銀行であるBCBによる政策金利すなわちSELIC金利の引き下げ余地拡大である。ブラジル政府が発行する国債の利回りはSELIC金利に連動しており、手数料や税金などを考慮した場合、SELIC金利9%が「国債投資」と「従来の固定付利の貯蓄預金への預入」の分岐点とされていた。すなわち、SELIC金利が9%を下回れば、投資家がブラジル国債を売却し、貯蓄預金へ資金を移すため、政府の財政ファイナンスに支障が生じる。財政ファイナンスへの悪影響に対する懸念が、BCBの利下げにおける障害の一つになってきたとの見方が多い。これまでは、政策金利が高水準に維持され、9%に近づくのは極めて稀であったため、そうした障害は潜在的なものにとどまり、強く意識はされてこなかった。しかし、4月にSELIC金利が9%まで引き下げられたことで、注目を集めていた。

## 政治リスクを覚悟での高金利への決別

もう一つは、ルセフ大統領による、ブラジル経済の高金利体質との決別である。固定金利の貯蓄預金は、現地報道によると1861年以來の古い歴史を有し、税制などが複雑なブラジルにおいて、単純な固定金利による付利かつ非課税という商品性から、ブラジル国民に極めて人気の高い商品となってきた。しかし、市場メカニズムと連動しない運用商品の存在は受信のみならず与信側の金利も押し上げてしまう。そのため、国民的な人気を誇ったルラ前大統領を含め複数の大統領が、高金利体質を生みだす弊害を有する制度として、貯蓄預金の商品性改革を検討した。しかし、最終的には政治的な対立を回避し、国民の支持を確保するために、改革を先送りしてきたという経緯がある。

ルセフ大統領も、政治対立を生む貯蓄預金の制度変更には踏み切ることはなく、中央銀行も固定金利の貯蓄預金を金融システムの不可侵領域とした上で金融政策を運営せざるを得ない、と市場では一般的に考えられてきた。しかし、今回、ルセフ大統領は7割を超える高い支持率を背景に、政治リスクを覚悟の上で、貯蓄預金の商品性変更にあえて踏み出したのである。現地の報道でも、「歴史的決断」と評されている。

## 政府がBCBに利下げを迫る

今回の制度変更により、BCBにとって利下げの潜在的な障害が一つ減ることは確かである。BCB自身は、固定金利の貯蓄預金があるが故に利下げできないとの見解は従来から示しておらず、今回の政府による貯蓄預金の商品性変更後も、金融政策はあくまで独立して決定するとのスタンスを繰り返すのみである。しかし、ルセフ大統領とマンテガ財務相は、貯蓄預金の商品性変更により、利下げの障害を取り除かれたことを強く強調し、追加利下げをあからさまに迫っている。また、他の政府関係者も利下げが順当との発言を繰り返している。

## 2. 経済情勢は緩やかながらも持ち直し

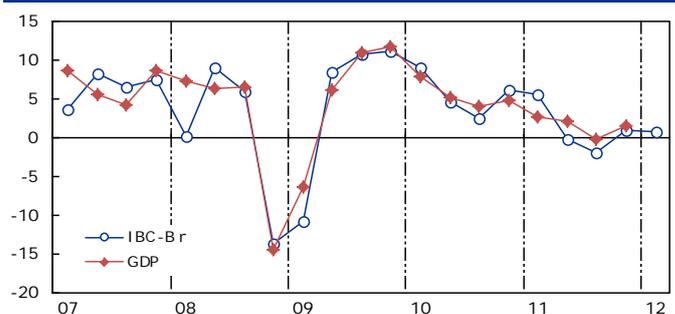
### 1～3月期もプラス成長を確保の模様

経済情勢は、持ち直しつつあるが、そのペースは極めて緩やかなものにとどまっている。BCB試算の月次GDPに相当するIBC-Br指数は1～3月期が前期比年率0.6%（10～12月期0.8%、7～9月期1.9%）と2四半期連続で上昇した。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と言える。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たが、1～3月期も同程度のプラス成長を確保した見込みである。しかし、1～3月期の成長ペースは4.5%程度と考えられる潜在成長率の半分にも満たず、また、月次で見ると、1月前月比0.26%、2月0.38%、3月0.35%と3ヶ月連続で低下しており、景気回復は未だ極めて脆弱である。

## 個人消費が急増

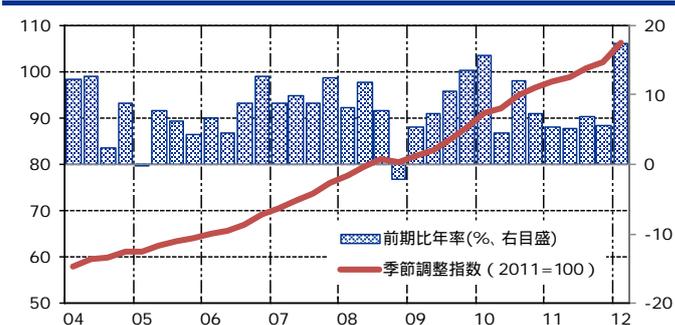
詳細に見ると、1～3月期に個人消費は大幅に増加し

GDP成長率とIBC-Brの推移（前期比年率、%）



(出所) CEIC Data

実質小売売上高（2011=100, 前期比年率, %）



(出所) CEIC

た模様である。個人消費の代表的な指標である実質小売業販売は1～3月期に前期比年率17.4%（10～12月期5.6%）と急増した。金融危機前を上回る水準までマインドが改善したことに加え、昨年12月に導入された減税などの消費刺激策も奏功している。但し、後述する国内生産低迷の影響もあり、雇用情勢の改善ペースが幾分鈍ってきている点には注意が必要であろう。失業率（当社試算の季節調整値）は5%台後半の歴史的な低水準にあるものの、雇用者数の増加ペースは2011年の前年比2%台が、10～12月期、1～3月期と2四半期連続で1%台に鈍化している。

## 輸出と生産は引き続き低調

輸出と鉱工業生産は、引き続き低調であり、経済全体の足を引っ張っている。1～3月期のドル建て輸出は前年比7.5%（10～12月期15.9%）と一桁台まで減速、4月は3.0%と前年水準を割り込んだ。鉱工業生産も前期比2.1%（10～12月期6.3%）と4四半期連続で減少している。昨年前半を中心に進行したレアル高による輸入品の席卷などが響き、製造業が低調なほか、採掘地の天候不順と鉱産物輸出における重要な仕向け地である中国経済の減速により鉱業も振るわない。中国向け輸出の総額は10～12月期前年比41.5%が1～3月期に10.6%、4月は2.2%まで鈍化し、鉱業生産は1～3月期に前期比年率12.5%（10～12月期6.4%）と急減した。但し、レアル相場が昨年夏以降に減価している効果が徐々に表れてきており<sup>1</sup>、鉱産物が主力の一次産品以外では、輸出に下げ止まりの兆しが窺われる。レアル安の効果により、5月の輸出は増加するとの見解をブラジル政府関係者は示している。

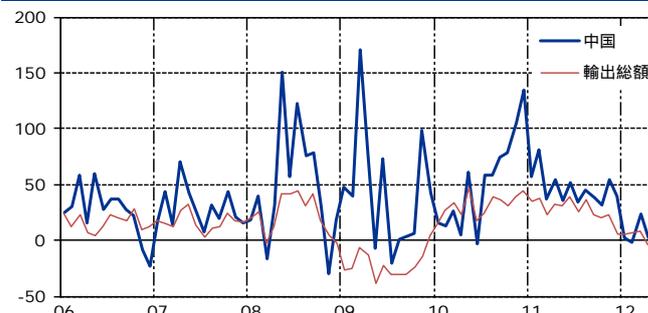
## 3.インフレ鈍化は最終局面か

### 瞬間風速が再加速

インフレ動向は、追加緩和に対して久々の逆風となっている。消費者物価指数（IPCA）は、前年比で見ると、昨年上昇の反動が寄与し、4月に5.1%と3月の5.2%から僅かに鈍化した。しかし、瞬間風速である前月比の示唆は、全く異なる。3月に0.21%まで減速していた前月比<sup>2</sup>は、4月に0.64%まで再加速した。

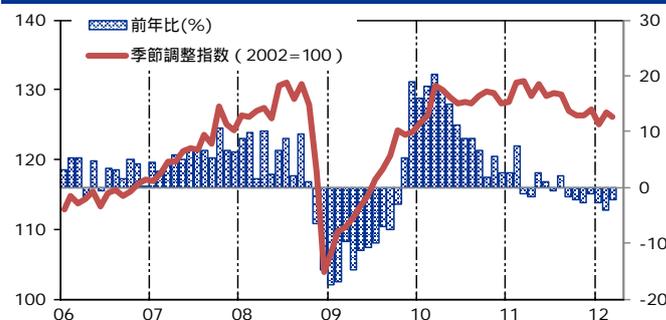
4月 IPCA の内訳では、保健・医療（3月前月比0.38%

輸出額の推移（ドル、前年比、%）



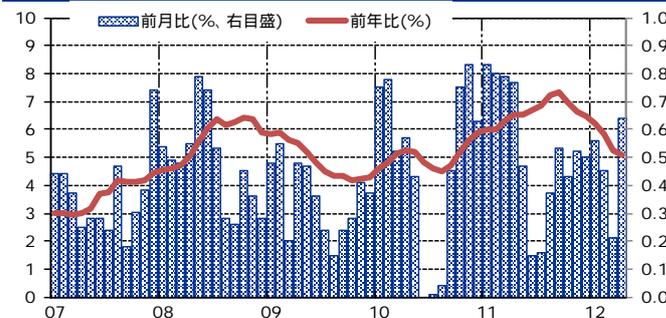
(出所)CEIC

鉱工業生産



(出所)CEIC

IPCAの推移（%）



(出所)CEIC

IPCA前年比の先行きシミュレーション（%）



(出所)CEIC

<sup>1</sup> 欧州債務危機によるリスクオフの動きにより、足元ではドル当たり2レアルを下回るレアル安水準まで減価している。

<sup>2</sup> 原系列前月比。但し、2012年1月以降のみ公表されている季調済前月比でも3月0.19%、4月0.63%と大きくは変わらない。

4月0.96%)や娯楽(3月0.55% 4月2.23%)、飲料・食料(3月0.25% 4月0.51%)などの上昇が目立つ。逆に低下したのは、3月に追加減税が行われた家電(3月0.40% 4月0.79%)ぐらいである。

### インフレ率の前年比は5月がボトムか

4月消費者物価の前月比再加速は、単月の動きとは言え、多くの品目が上昇していることもあり、極めて重要である。5月以降のIPCA前月比について、4月実績0.64%、3月実績0.21%、3~4月平均<sup>3</sup>の0.42%がそれぞれ続く場合を試算すると、IPCA前年比がBCBのインフレ目標の中央値である4.5%まで低下するのは、3月実績0.21%の場合のみである(9月に4.4%)。4月実績0.64%の場合には、12月に7.2%とインフレ目標の上限6.5%さえ上回り、3~4月平均0.42%の場合でも、12月は5.4%と4月実績の5.1%を上回る。なお、前月比0.42%の想定は4月までの過去1年の平均伸び率とも一致し、2月までの過去1年の平均伸び率0.47%は下回る。つまり、景気が緩やかにとは言え持ち直しつつあり、追加金融緩和がラグをもって作用してくることを踏まえれば、高めの想定とは言えない。加えて重要なのは、昨年上昇の反動による前年比押し下げ効果は4~5月がピークであり、6月以降は低減する点である。これはこの場合に、前年比が4・5月の5.1%をボトムに6月以降に高まっていくことから確認できる。

### 4.中央銀行は「慎重に」判断したいのだが...

#### 4月COPOMでは「追加緩和は慎重に為されるべき」と判断

最後に、中央銀行であるBCBのスタンスを確認しよう。若干遡るが、前々回3月6~7日COPOMの時点でCOPOMメンバーは過去最低水準(8.75%)を若干上回る水準までの利下げが妥当と判断し、4月17~18日COPOMにおいて政策金利であるSELIC金利を9.75%から9%へ75Bp引き下げた。その4月COPOMの時点でCOPOMメンバーは「インフレリスクは限定的、景気回復は想定より緩慢」との景気・物価認識を示した上で「これまでの金融緩和の効果がラグをもって、また累積的に効果を発揮する点を踏まえつつ、追加緩和は慎重に為されるべき(any movement of additional monetary easing should be conducted with parsimony<sup>4</sup>)」と追加緩和に対して慎重な判断を示した。これは、追加緩和を排除こそしないものの、一旦は様子見、もしくは利下げペースを鈍化する意図を示したものと考えられる。



## 結論

### 5月COPOMは50Bp利下げを予想

以上の動きを、時系列で整理しよう。議事要旨などに基づくと、4月17~18日COPOMの時点でBCBは、従前の金融緩和の効果を見極めるために、次回5月29~30日のCOPOMにおいては利下げペースを25Bpへ縮小、場合によっては見送る方針だったと考えられる。しかし、ここで事態へ急変する。5月3日に政府が貯蓄預金に関する制度変更を公表、8.5%以下への政策金利引き下げの障害を除去し、BCBに対し明確に利下げを迫ったのである。なお、その後、公表された経済指標は既に見たように、インフレ関連(4月IPCA、5月9日公表)がインフレ再加速の可能性を示唆する一方、成長データ(3月IBC-BR、

<sup>3</sup> 4月の2月比を一ヶ月当たりの伸びに換算している。

<sup>4</sup> 原文はポルトガル語。英文はBCB訳に基づく。

5月18日公表)は景気回復が緩慢なことを示した。

中央銀行であるBCBとしては4月IPCAの示唆するインフレ再加速のリスクを重視し、政府からの圧力がなければ、利下げを見送りたいというのが本音であろう。しかし、ブラジルにおける政府と中央銀行の距離感を考えれば、BCBが政府に対してゼロ回答とすることは難しい。当社では、政府の制度変更及び中央銀行に対する利下げ圧力、緩慢な景気回復、インフレ再加速のリスクなどを勘案し、5月29~30日のCOPOMにおいては50Bpの利下げ、SELIC金利の9.0%から8.5%への引き下げが行われると予想する。利下げ幅は4月COPOM時点でBCBが想定していたと考えられる25Bp(もしくはゼロ)から50Bpへ拡大するが、4月COPOMまでの利下げ幅75Bpからは縮小する。また、7月10~11日のCOPOMでも、景気及びインフレ情勢次第だが、追加的に25~50Bpの追加利下げが行われる可能性があるだろう。

## 2013年にかけてインフレ率は再び6%へ迫る

しかし、それ以上の利下げはハードルが高いと考える。既に示した4月のインフレ率加速やシミュレーションが示すように、ブラジルにおいてインフレ圧力が大きく弱まっているとは考えられない。未だ、ブラジル国民の期待インフレ率は高く、また、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、インフレ昂進に繋がる構造的問題も残っている<sup>5</sup>。ルセフ大統領の今回の貯蓄預金の商品性変更や、従来からの財政支出拡大の抑制及び税制変更など、構造変革に向けた動きがないわけではない。しかし、ブラジル経済の抜本的な構造変革にはなお時間を要すると考えられる。

そのため、過度の利下げは、インフレ昂進のリスクを孕む。当社では、IPCA前年比が2012年5月の前年比5.1%程度をボトムに上昇へ転じるため、BCBは7月で利下げを休止、追加利下げを見送ると予想している。その場合でもSELIC金利の8%程度までの引き下げが寄与し、IPCA前年比は2012年末に5%台後半まで上昇する見込みである。景気動向次第ではあるが、2013年にIPCA前年比は6%へ接近し、BCBは再引締めを余儀なくされる可能性があるだろう。

<sup>5</sup> ブラジル経済の高インフレ構造については4月25日付Economic Monitor「追加利下げの費用と便益(ブラジル経済UPDATE)」を参照。