

Economic Monitor

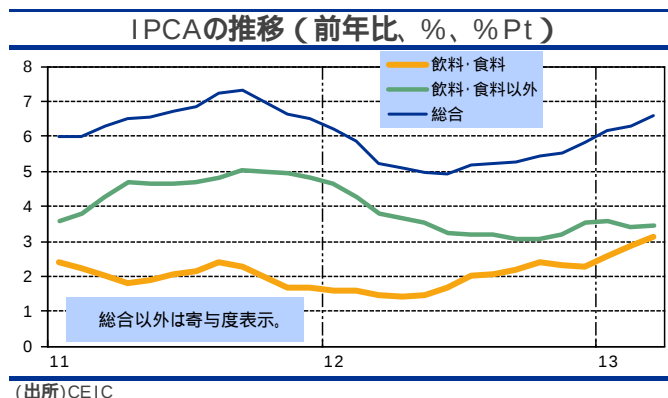
所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

ブラジルが利上げへ転じる

インフレ率の上昇を受けて、ブラジル中銀が利上げへ転換し、政策金利を 7.25% から 7.50% へ引き上げ。利上げはインフレ抑制により、実質可処分所得の目減りを防ぎ、寧ろ景気回復を下支えする効果。インフレ圧力は根強く、中央銀行は年内に 0.5% 程度の追加利上げに踏み切る見込み。

インフレ率上昇を受けて利上げへ転換

インフレ率の上昇を受けて、ブラジル中銀である BCB が利上げに転じ、政策金利を 7.25% から 7.50% へ引き上げた。BCB は 2011 年 7 月に政策金利を 12.25% から 12.50% へ引き上げたものの、成長鈍化を受けて直後の 8 月から利下げへ転じ、インフレ率の鈍化もあって 2012 年 10 月まで政策金利を累積で 5.25% も引き下げ、7.25% としていた。しかし、インフレ率（IPCA 総合）が 2012 年 6 月の前年比 4.92% をボトムに、急ピッチで上昇し、2013 年 1 月には 6% を超え、2013 年 3 月にはついに前年比 6.59% と、BCB がインフレ目標に掲げる $4.5\% \pm 2\%Pt$ の上限である 6.50% を超過するに至り、ついに利上げへと転じたものである。なお、利上げは、市場及び当社の予想通りであり、サプライズはない。



実質可処分所得の目減りを防止

現在のブラジル経済に、過熱感が見られるわけではない。後述するように、回復ペースは高まりつつあるが、未だ実質 GDP 成長率は前期比年率 2~3% 程度にとどまり、2010 年の 7.5% 成長は言うまでもなく、金融危機以前の 5~6% にも届かず、IMF などの国際機関が考える潜在成長率である 4% も下回る。そうした中での利上げは、インフレ率の上昇が実質可処分所得の目減りを通じて個人消費を押し下げるという観点から、寧ろ成長への配慮に基づき行われたものと位置づけられる。もちろん、政策金利の上昇は、市場金利の上昇を通じて設備投資などの抑制に働くが、5.25% もの大幅利下げに関わらずブラジル経済の回復が鈍いこと、それ自体が示すように、未だ貸出金利の絶対水準が極めて高いこともあって経済主体の支出面での金利感応度は低い。一方、これまでの高インフレにより、インフレ期待が高まりやすいブラジル経済の構造も勘案すれば、インフレ昂進リスクを抑制するために、未だ成長ベースが十分に高まらない状況下であっても、中央銀行がインフレ抑制に断固たる姿勢を示すことは極めて重要と言える。

成長ペースは緩やかに高まるが、未だ脆弱

ブラジル経済の実質 GDP 成長率は、2011 年 10~12 月期の前期比年率 0.2% をボトムに、緩やかに高まり、昨年 7~9 月期は 1.5%、10~12 月期は 2.2% と 2011



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

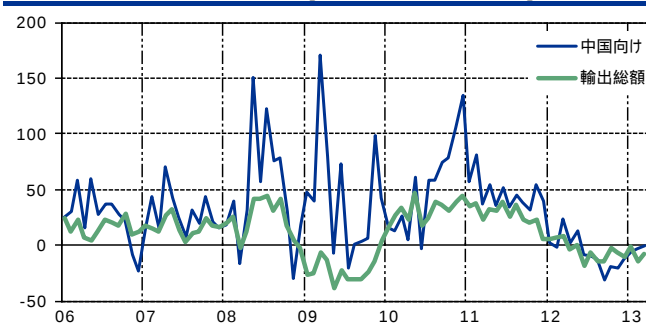
年4～6月期以来の2%台を回復した。また、1～3月期についてBCBが月次で公表している経済活動指数を見ると、1～2月平均が10～12月期平均を前期比年率に換算したベースで3.7%も上回り、回復ペースが高まりつつある。こうした動きは、鉱工業生産指数の1～2月平均が10～12月期を前期比年率換算ベースで3.6%（10～12月期前期比年率▲0.2%）上回っていることとも、整合的である。但し、弱いデータも散見される。1～3月期はカーニバルの時期に当たり、消費変動がボラタイルとなりやすいことを考慮すべきだが、実質小売売上高の1～2月平均は10～12月期を小幅だが下回る。また、輸出の回復も進んでいない。

年内に追加利上げの見込み

今回の利上げは、インフレ期待の抑制を通じ、一定のインフレ抑制効果を有すると考えられる。しかし、品目別に見ると、インフレ加速の主因は、不作などの要因が寄与し1年で13.5%も上昇した飲料・食料である。

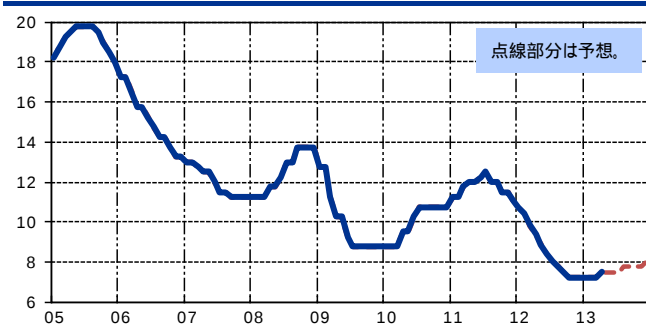
生活必需品である食料品の価格動向は利上げに左右されにくく、そのためインフレ抑制に及ぼす効果も限定的となる。また、レアル安による輸入価格上昇の影響は今後緩和が見込まれるが、賃金交渉において参照される最低賃金が2013年も9%（2012年14.1%）引き上げられており、サービス価格の上昇がインフレ率を押し上げる。そのため、インフレ昂進を防ぐ観点からは追加利上げが必要となるだろう。従来から、当社では、成長ペースや投資の動向などに配慮しつつも、BCBが年内に追加利上げを余儀なくされると考え、2013年内に追加で0.5%の利上げが行われ、年末の政策金利は8%になると見込んでいる。BCBによる緩やかな利上げの下で、ブラジル経済の成長率は2012年の0.9%が2013年は3.3%へ高まる見込みだが（従来予想を据え置き）、前述した国際機関の想定する潜在成長率である4.0%には届かない。

輸出額の推移（ドル、前年比、%）



(出所)CEIC Data

SELIC金利の推移と予想（%）



(出所)CEIC