

## ブラジルの緩和サイクルはまもなく終了

～次回会合での終了が有力も、物価及び改革の動向は行方を左右する～

発表日：2017年10月26日(木)

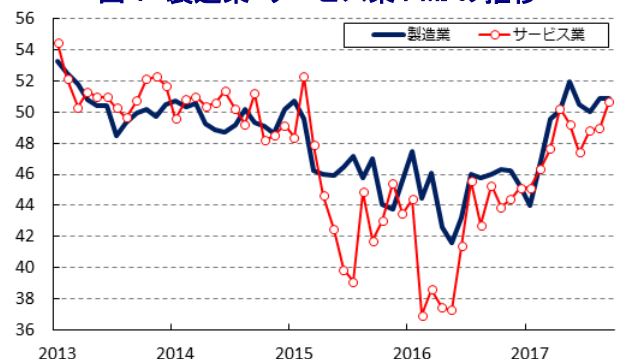
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 足下の世界経済は先進国のみならず新興国でも景気回復の動きが続く一方、世界的な「カネ余り」は新興国への資金流入に繋がっている。長期の景気低迷に喘いだブラジルも景気持ち直しの動きが鮮明になるなかで株価は一時最高値を更新した。通貨リアル相場はテメル大統領を巡る不透明感が一進一退を招いてきたが、先月来相場の重石となった訴追問題は議会で否決された。テメル大統領は残り任期中の訴追を回避することが可能になり、構造改革の進展期待も相俟って先行きのリアル相場を下支えすると期待される。
- 昨年来のリアル高や長期の景気低迷に伴いインフレ率は減速基調を強めており、足下では中銀が定めるインフレ目標の下限近傍に留まる。中銀は直近の定例会合で利下げを決定したが、前回会合での緩和サイクルの段階的縮小示唆を反映して利下げ幅は75bpに縮小された。12月の次回会合での緩和サイクル終了が見込まれるが、物価及び金利見通しを引き下げるなど一段の深掘りの可能性も残る。今後の金融政策の行方は短期的な物価見通しに加え、政権による構造改革の行方が鍵を握る状況は変わっていないと言えよう。
- 足下の世界経済を巡っては、先進国を中心とする自律的な景気回復の動きが続いていることに加え、昨年来の中国経済の持ち直しも相俟って、先進国のみならず新興国や資源国でも景気回復の動きが広がっており、全体として堅調な拡大が続いている。こうしたことを反映して世界的な貿易量は活発化を取り戻しており、輸出依存度が相対的に高い新興国などでは、外需がけん引役となる形で景気の回復感を強める動きがみられる。さらに、昨年末以降の米国FRB（連邦準備制度理事会）による断続的な利上げ実施に加え、今月からはバランスシート規模を縮小させるなど金融政策の正常化に向けた動きが前進しているものの、国際金融市場には依然大量の資金供給が行われる「カネ余り」が続いている。その結果、先進国を中心に世界的な低金利環境が続くなかで、投資家の間ではより高い収益を求める動きが続いており、先月のFOMC（連邦公開市場委員会）後には一時的に米国の長期金利が上昇する場面がみられたものの、足下では金利の上値は重く、それに伴い米ドル相場も上値の重い展開となっている。こうしたことは、新興国への資金流入を促すとともに、そうした資金が新興国景気を押し上げることで資金流入の動きを後押しする流れに繋がっている。足下のブラジル経済は長期に亘る景気低迷を脱しており、景気回復に向けた軌道を歩んでいる上（詳細は9月4日付レポート「[ブラジル、ようやく「本領発揮」となるか](#)」をご参照下さい）、企業部門の景況感についても製造業のみならず、サービス業でも回復感が強まるなど、経済成長のけん引役である個人消費の底入れを示唆する動きがみられる。一方、ブラジル金融市場においては、主要株価指数であるボベスパ指数は昨年来の国際商品市況の底入れなどを反映して底堅い値動きをみせてきたが、今年8月にテメル政権が国有企業を巡る大胆な民営化策を決定したことを反映して上値を追う展開が続く、今月初めに

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

は過去最高値を更新するほど活況を呈している。他方、通貨リアル相場についてはテメル大統領の収賄容疑を巡る話題が俎上に載る度に、テメル政権が推進する構造改革の行方に対する不透明感を理由に調整する場面がみられる一進一退の展開が続いている。足下では先月14日に連邦検察庁がテメル大統領を収賄容疑で再度起訴したことが相場の重石となってきたが、25日に議会下院は最高裁でのテメル大統領の公判の可否を否決しており、これに伴いテメル大統領は来年の任期中の

訴追手を回避することが可能になる。これによりテメル大統領を巡る不透明感は大きく後退することが見込まれるほか、テメル政権が推進する年金改革をはじめとする構造改革に対する期待が資金流入を後押しする可能性も考えられる。足下の実体経済の底入れの動きも相俟って、海外資金の流入はリアル相場を下支えすると見込まれる上、資金流入が景気を後押しする好循環に繋がることも期待される。

- 昨年来の通貨リアル高の進展による輸入インフレ圧力の後退に加え、長期に亘る景気低迷なども影響する形で、インフレ率は昨年初めを境に減速基調を強めており、年明け以降もそうした基調は変わっていない。直近9月のインフレ率は前年同月比+2.54%と前月（同+2.46%）からわずかに加速しているものの、中銀が定めるインフレ目標（4.5%±1.5%）の下限をも下回る水準で推移している。さらに、食料品やエネルギーなど物価変動が大きくインフレ全体の動向に影響を与えやすい生活必需品を除いた9月のコアインフレ率は前年同月比+3.38%と前月（同+3.16%）から加速したものの、インフレ目標の下限近傍に留まるなどインフレが警戒される状況にはない。足下ではエネルギーを対象にした増税の動きに加え、電気料金の引き上げなどインフレ圧力が高まりやすい状況にあるにも拘らず、インフレ率が依然低調な推移をみせていることは、家計部門の実質購買力の押し上げに繋がり、結果として経済成長のけん引役である個人消費へのプラスの効果が期待される。こうしたなか、中銀は24～25日の日程で開催した定例の金融政策委員会において、政策金利であるSelicを9会合連続で引き下げる決定を行った。先月の前回会合においては、利下げ幅は4会合連続で100bpとするなど据え置かれてきたものの、先行きの利下げ幅については「緩和ペースを鈍化させることが適切」と指摘されるなど、緩和サイクルの段階的な縮小が示唆されていた（詳細は9月7日付レポート「[ブラジル中銀、緩和サイクルの段階的終了を示唆](#)」をご参照下さい）。こうしたことを反映して今回の決定で利下げ幅は75bpに縮小されたものの、決定は「全会一致」で行われており、政策委員間では前回の決定に沿った

図2 株価(ボヘSPA指数)とリアル相場(対ドル)の推移

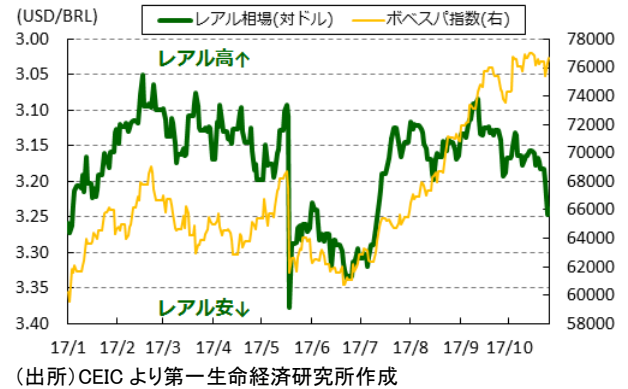


図3 インフレ率の推移

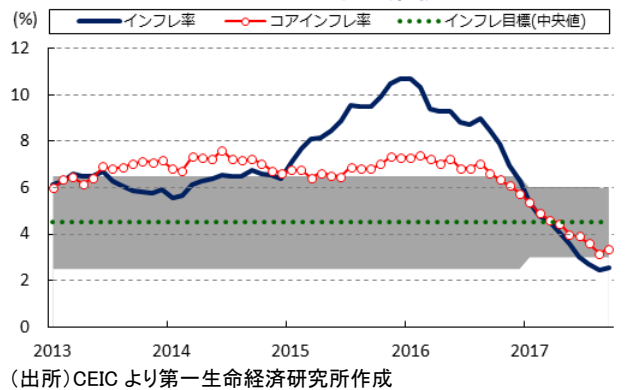
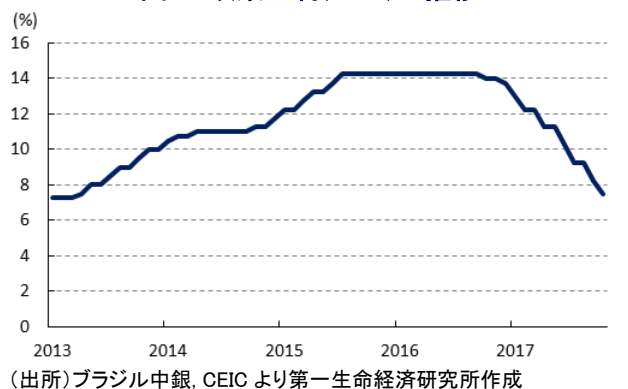


図4 政策金利(Selic)の推移



形で統一した意思決定がなされていることが確認された。なお、今回の決定により S e l i c の水準は 7.50% と 4 年半ぶりの水準となる。会合後に発表された声明文では、同国経済について「緩やかな回復が続いている」上、海外経済についても前回会合からほぼ見方が変わっていないことが示されている。その上で、インフレ率についても「今年の見通しは前年比+3.3%、来年は同+4.3%、再来年は同+4.2%」に留まるとして前回会合からわずかに下方修正するとともに、先行きの政策金利についても「今年末時点で 7.00% に低下し、来年末時点でも同水準で推移した後、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%」と金利水準も引き下げられている。また、先行きのインフレ動向には上下双方のリスクがあるとして、前回会合で挙げられた 4 つの要因が示されるなど、大方の見方は変わっていない様子がうかがえる。さらに、前回会合と同様に先行きの利下げ幅について「緩和ペースを鈍化させることが適切」との説明を行っており、ベースシナリオにおける年末時点の S e l i c の水準まで 50bp となっていることを勘案すれば、12 月の次回会合での利下げ幅は 50bp に縮小させるとともに、昨年後半以降続いてきた緩和サイクルが終了すると見込まれる。上述したように足下のインフレ率には底打ちの動きがみられるものの、生鮮品を中心とする物価変動の影響が出やすい食料品比較的落ち着いている上、同国金融市場自体は依然「カネ余り」にほど遠い状況が続いていることを勘案すれば、中銀が年明け以降も金利を深掘りする可能性は残されていると考えられる。その意味では、今後の政策運営は短期的な物価見通しに加え、年金改革をはじめとする構造改革の動向が鍵を握る展開になると予想される。

以 上