

投資調査部 折原 豊水
 電話：03-5203-6501
<http://www.shinko-ri.co.jp/>

中銀は利上げに向けインフレ見通しなど修正 ブラジル経済概観（10/2）

<ポイント>

- ・ 中銀は10年1月の決定会合で政策金利を据え置きも、インフレ見通しなど修正
- ・ 景気回復により稼働率上昇などが続けば、インフレへのリスクとなりうるとして、「金融政策の次のステップを決定するため、次回の会合まで景気動向を見極める」と利上げに向け地ならし的なコメント。来年前半にかけて、段階的に利上げへ
- ・ ブラジル・レアルは、中国の金融引き締めや米国の金融規制法案などで下落、ファンダメンタルズ堅調も当面上値重い展開か

<金融政策・景気動向>

ブラジル中銀は、1月の金融政策決定会合で政策金利を事前の市場予想通り、8.75%で据え置いた。据え置きは4回連続となる。ただ、声明文では、前回までの「現状の金利水準は、インフレ見通しの安定と整合的で、インフレ圧力が高まらない形で景気回復にも寄与する」から、「金融政策の次のステップを決定するために、次回3月の会合まで景気動向を見極める」に変更され、中銀の金融政策を巡るスタンスが変化したとして注目された。その後、2月4日に公表された議事録によると、インフレ見通しに関しては、前回12月までの会合では、「設備稼働率や労働市場などの指標が示すように経済には依然として余剰なマージンがあることや、市場のインフレ期待の状況からすれば、インフレ見通しは依然として安定している」としていたが、今回は「国内需要の回復によって、設備稼働率や労働市場などの余剰は縮小してきており、これらはインフレ見通しの安定にとってのリスクを増加させうる」とし、直近では初めてインフレ警戒感をにじませる形となった。更に議事録の最後で、「(景気悪化などの)リスク要因の低下の

結果、中銀の現状のインフレ見通しに変化が生じれば、金融政策はその状況に対応するため速やかに修正する」という文言が挿入された。この文言は、前回08年4月会合の利上げ時に際して、その3回前の会合である07年12月の会合で登場した文言とほぼ同一であり、続く08年1月、3月の会合でも引用され、4月の会合で利上げに転じている（今回に単純に当てはめれば10年3月、4月を経て6月に利上げということになるが）。

なお、中銀が指摘している余剰なマージンについては、09年11月の設備稼働率が81.4%と08年の金融危機で景気が悪化する直前の08年10月（82.4%）の水準近くまで回復している。また、雇用環境も失業率は過去最低水準だった08年12月と同じ6.8%まで低下してきている。今後についても、消費は減税の効果が剥落していく一方で、雇用所得環境の改善や低金利、マインドの改善から回復傾向が続くほか、海外景気の回復や資源需要の持ち直し、商品市況の上昇などから、輸出や設備投資も増加傾向になっていくとみられ、稼働率や失業率などの改善が続き、需給は徐々にタイトになっていくことが想定される。

足元のインフレ率は、10年1月が前年比+4.6%と引き続きインフレ・ターゲット（4.5%±2%）の中心をやや上回る程度で安定しているものの、上記のような今後の景気回復によって物価上昇圧力が高まることも想定される。市場のインフレ期待をみると、10年末時点では4.60%と引き続き安定しているものの、前回会合時の4.48%からやや上昇してきている。中銀としては、インフレ期待が一段と上昇することがないよう、フォーワード・ルッキングなスタンスで金融政策を変更していくとみられる。



SRI では、ブラジル中銀が 10 年の成長率を 5.8%と潜在成長率（4%台）を上回る堅調な拡大が続くと想定し、今後需給がタイトになっていくことでインフレ上昇圧力への懸念が高まっていくとみられることから、次回 3 月の会合ではインフレに対する警戒感を再度示したあと、4 月以降利上げに転じるとみている。その後の利上げについては、直近 2 回の利上げ局面（04 年、08 年）を参考にすれば、現状の 8.75%から 11 年前半にかけて+1.75% ~ +2.25%p 程度の引き上げが見込まれよう。

利上げに伴う景気への影響については、10 年後半から徐々に顕在化し、11 年前半にかけて消費などの過熱を抑制する形になろう。そのため、経済成長率は 10 年については、5%を上回る成長をみているが、11 年については前年をやや下回る成長を想定している（詳細は主要国の経済見通しを踏まえて、2 月中旬以降改定する予定）。

なお、向こう数年間のやや長いスパンで金融政策をみるうえでは、中南米全般に言えることだが、高インフレに悩まされた時代が長かっただけに、他の主要国に比べて、インフレ期待の醸成に対する警戒感が根強いとみられる。かつてに比べればブラジル経済は構造的に改善が進み（財政赤字抑制、資金流入の増加や資源輸出増加、原油の純輸出国化などによる対外バランス改善、金融システム安定、為替の安定など）、インフレへの耐性が備わってきているものの、今後景気が過熱する状況が続く、賃金上昇などでホームメイド・インフレが醸成されるようなことが想定されれば、中銀はタカ派的なスタンスを強め、金融引き締めを強めるリスクも見ておきたい。

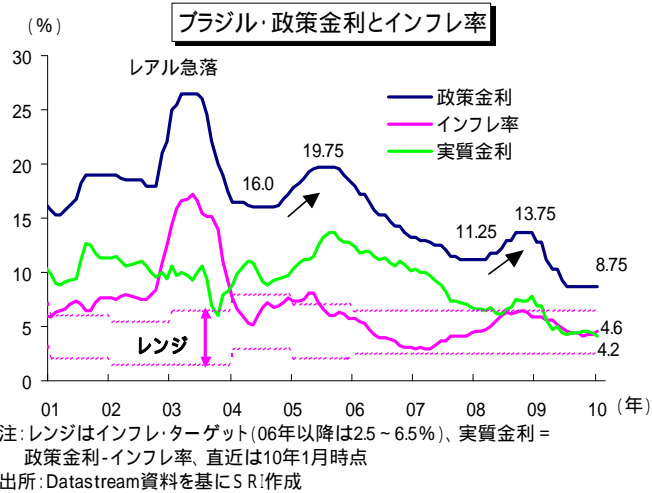
< 為替動向 >

ブラジル・レアルは、1 月以降、中国の金融引き締めによる資源需要の鈍化懸念や米政権による新金融規制法案発表などにより投資家のリスク姿勢が一服したことから、対ドルで一時 1.90 近くまで急落し、豪ドルなど他の資源国通貨同

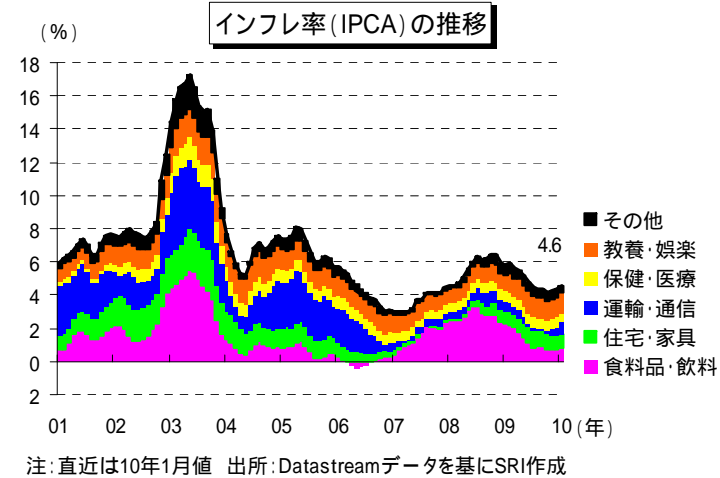
様、軟調な展開となっている。

国内では、レアル高が一服していることで昨年末に海外投資家への投資課税などを行ったブラジル当局の為替政策を巡る不透明感は短期的にやや後退している。ただ、ブラジル当局は昨年レアル高の場面以降、中銀の為替介入に加えて、ソブリン・ウェルス・ファンドや国債発行による資金で為替介入ができないか準備を進めていた模様である。今年の秋に大統領選挙を控えていることもあり、労働組合や産業界への配慮から、今後それがどういった展開をみせるのか、レアルが再び上昇するような場面では為替政策などへの留意は依然として必要な状況であろう。

今後については、向こう半年程度の短期的なスパンでは、内外景気とも景気や企業業績の回復傾向が続き、ファンダメンタルズ面からの下支えが期待される一方で、米国や中国当局の政策への不透明感が燻っていることから、投資家のリスク姿勢が高まりにくい状況も想定され、上値の重い展開が想定される。特に中国については、3 月 5 日から中国の国会にあたる全人代が開催される予定であり、景気過熱の抑制に向けて追加的な予防策が出てくるのかどうか注目される。国内では、ブラジル中銀の金融政策を巡るスタンスに対して、市場は今のところ警戒感を示すような形にはなっていないが、利上げ開始やその後の利上げペースを巡って、市場との対話がうまくいくのか、上記のようなブラジル当局の為替政策などと合わせて注目されよう。ブラジル・レアルの想定レンジは、対ドルで 1.70 ~ 2.00 程度、対円で 44 円 ~ 54 円を想定している。



中銀はインフレ見通しなどを修正、利上げに向け地ならしを進める、来年前半にかけて段階的に金利引き上げへ

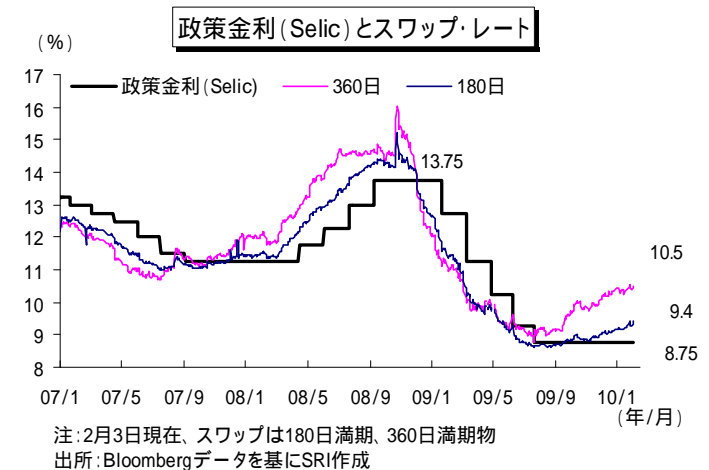


インフレはやや上昇も、引き続き安定

ブラジルの金融政策の推移

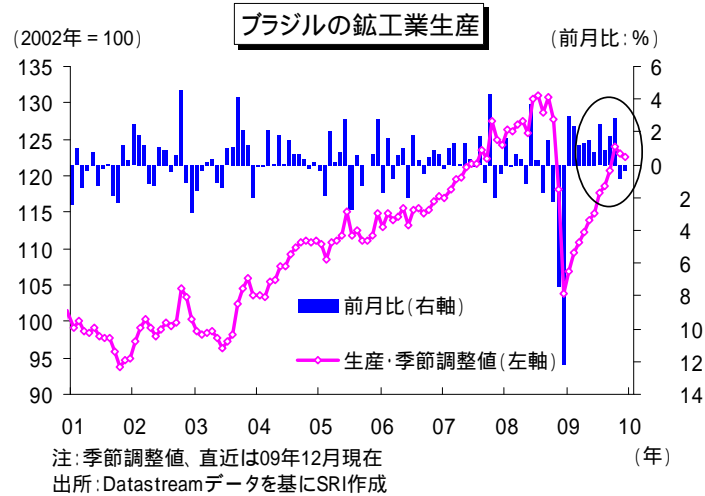
会合日	今回(10/1/27)	前回(09/12/9)	前々回(09/10/21)
政策金利	8.75(据え置き)	8.75(据え置き)	8.75(据え置き)
景気判断	前回とほぼ同じ、景気回復の動きが続いている	景気は消費や生産、雇用関連の指標が示すように景気回復の動きが続いている。	景気は生産のデータに外需の回復がやや遅れていることの影響がみられるものの、総じて改善傾向が続いている。
バイアス	(改善)	(改善)	(改善)
インフレ	設備稼働率や雇用などの余力は縮小してきており、インフレ安定にとってリスクとなりうる	前月とほぼ同じ	金融緩和や財政出動の効果がある一方で、稼働率に余裕があることなども考慮するとインフレ率は2011年までインフレ・ターゲット内に留まる。
市場予想	10年末4.60%	10年末4.48%	10年末4.41%
バイアス	(上方修正)	(据え置き)	(据え置き)
総括	金融政策の次のステップを決定するために、今回の会合まで景気動向を見極める。インフレ見通しに変化が生じれば、状況に合わせる形で速やかに対応する。	前月とほぼ同じ	現状の金利水準はインフレが予測期間中にターゲット内に留まり、かつインフレが高まらない形での景気回復とも整合的
政策示唆	変更の余地示唆	様子見姿勢	様子見姿勢

注: バイアスは当方判断 出所: ブラジル中銀資料よりSRI作成

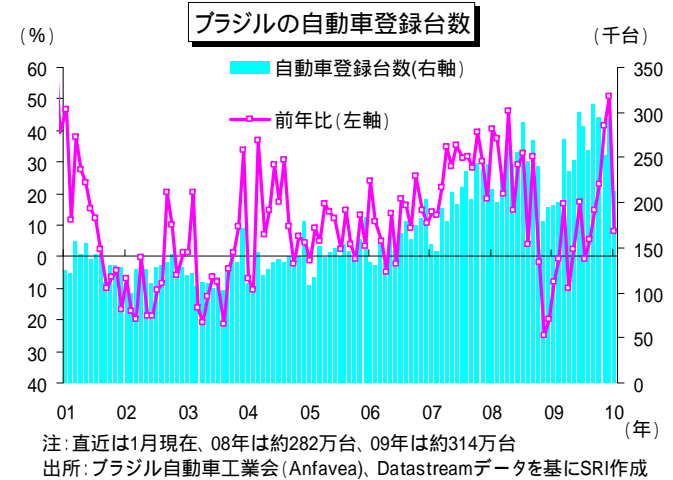


市場も年内に段階的な利上げを織り込む、エコノミストは11%台まで上昇見込む

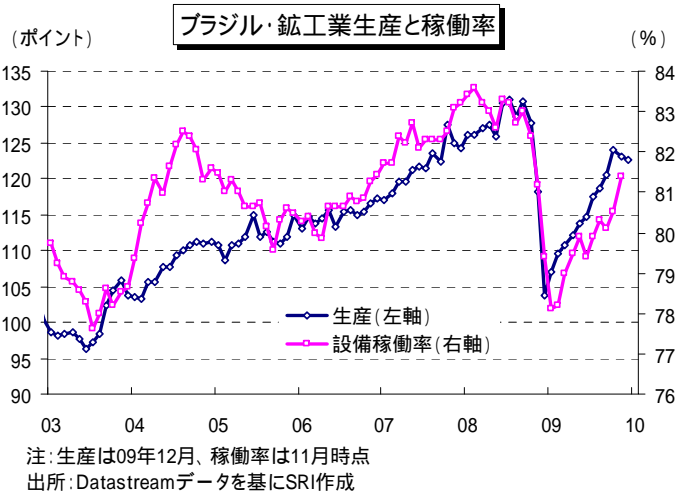
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



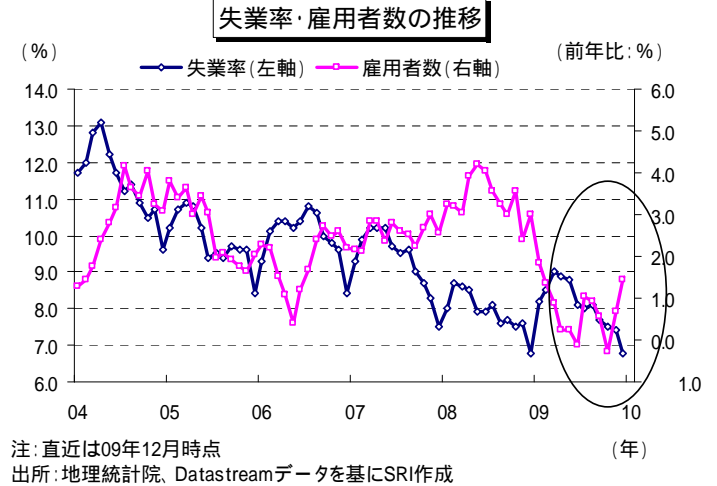
生産は前月比2ヵ月連続マイナスで改善一服



自動車販売は減税期限切れの駆け込み需要の反動で一服も、減税再延長や雇用環境改善、金利低下に支えられて改善基調続く

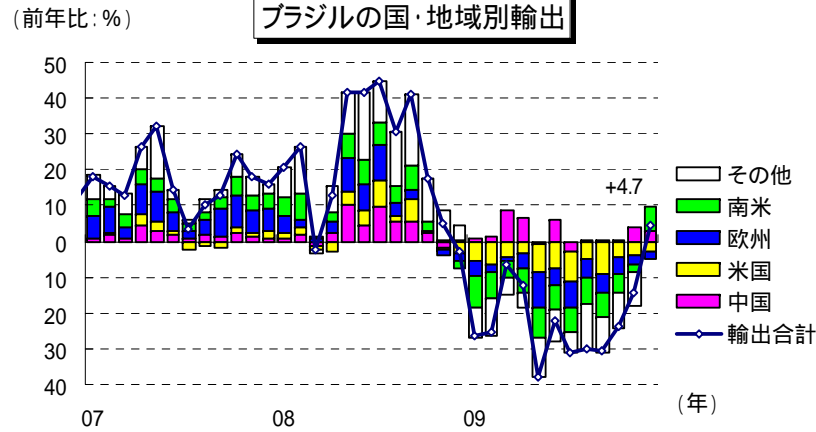


稼働率は急速に上昇



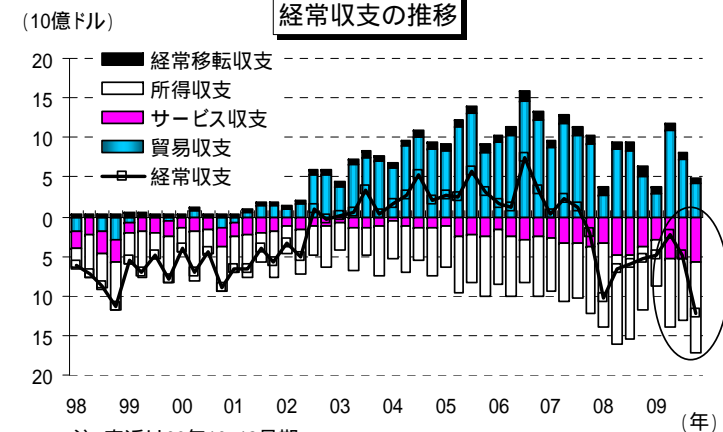
雇用環境の改善も進む

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



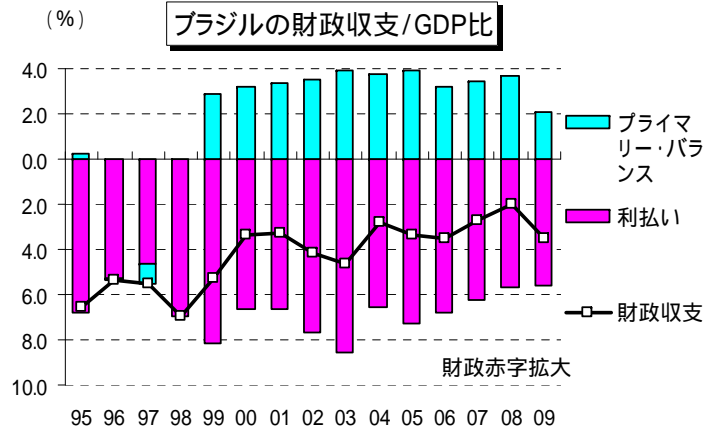
注: 直近は09年12月時点 出所: Datastreamデータを基にSRI作成

輸出は09年12月にプラスに転じる



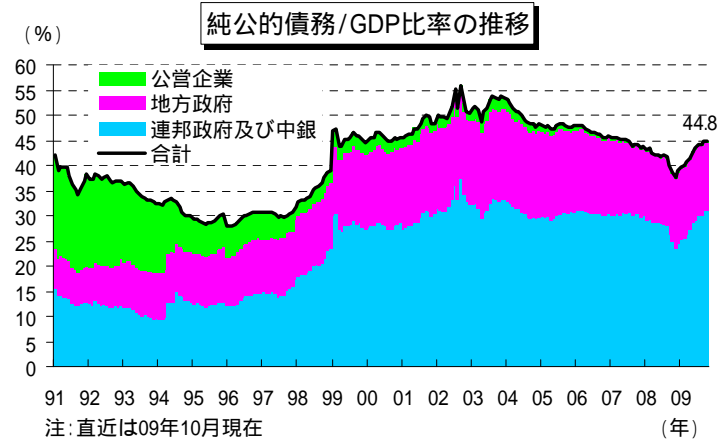
注: 直近は09年10-12月期 出所: Datastream資料を基にSRI作成

輸入の増加や外資の利益送金などで経常赤字基調続く



注: 09年は1~10月累計 出所: ブラジル中央銀行資料を基にSRI作成

財政収支は景気対策や税収減で赤字拡大



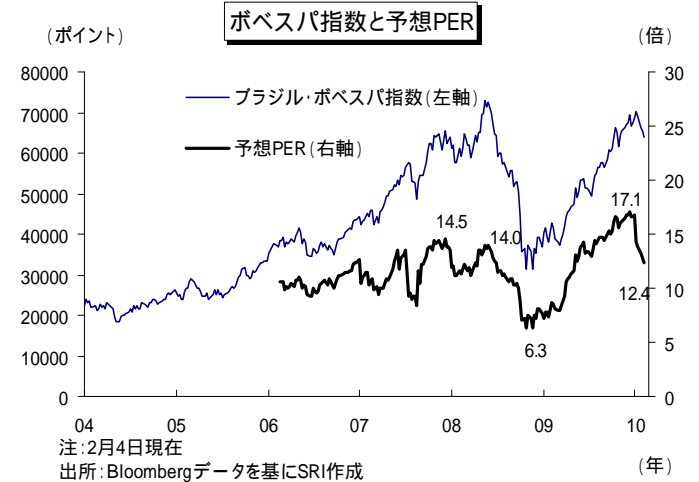
注: 直近は09年10月現在 出所: ブラジル中央銀行資料を基にSRI作成

公的債務残高は増加傾向も水準としては抑制されている

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



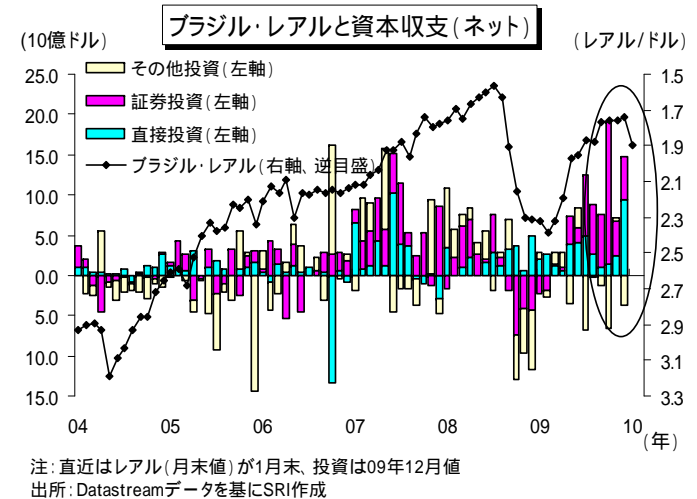
株式市場動向では、ボベスパ指数が中国の金融引き締めなどで反落



予想PERは、新年度入りと株価下落で12倍台まで低下



通貨レアルも投資家のリスク姿勢一服で急落



直接投資のコンスタントな流入に期待

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み] の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商 号 等：みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号

加入協会：日本証券業協会、（社）日本証券投資顧問業協会、
（社）金融先物取引業協会