

ブラジル経済

HSBC 予想を修正、年内の追加利上げは見送りへ

2010年7月29日

Andre Loes

Chief Economist, Brazil

HSBC Bank Brasil S.A.

+55 11 3371 8184

andre.a.loes@hsbc.com.br

- ▶ 9月のCOPOMでは利上げが見送られるとみられ、年内は政策金利の据え置きが予想される。今年末の政策金利の予想水準を11.25%から10.75%に引き下げ。
- ▶ 一方、2011年末の政策金利の予想水準を12.25%から12.50%に引き上げ。

7月21日のCOPOM（金融政策委員会）議事録は前回6月の議事録に比べて明らかにハト派色の強い内容となった。COPOMは、7月の会合が転換点となり、状況の改善に伴って足元の引き締めが終盤に近付いているとの認識を示した。

HSBCでは、9月のCOPOMで政策金利が10.75%に据え置かれると予想する。また、政策金利の今年末の予想水準を従来の11.25%から10.75%に引き下げた。

2010年7月22日付のレポート「ブラジル経済：ブラジル中銀の政策対応が変化した可能性」で指摘した通り、今回の引き締め局面の累計利上げ幅は、インフレ率の目標値への持続的な取れんを促すには不十分と考えられる。

HSBCでは、引き続き2010年末のインフレ率の予想水準を5.3%、2011年末の予想水準を5.0%と見込んでいるが、引き締めを早い段階で中断する結果、COPOMは2011年にこれまでの予想よりもやや大幅な利上げを余儀なくされる可能性がある。そこで、2011年末の政策金利の予想水準を従来の12.25%から12.50%に引き上げた。

HSBCの最新のブラジル経済予測

	修正前		修正後	
	2010年	2011年	2010年	2011年
政策金利(年末)	11.25%	12.25%	10.75%	12.50%

Source: HSBC

HSBC Research ウェブサイト : <http://www.research.hsbc.com>

発行(原文) : HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Múltiplo

ディスクリーマー/ディスクロージャー

本レポートの末尾に記載されています。併せてお読みください。

ハト派色の強い内容

7月21日のCOPOM（金融政策委員会）議事録は前回6月の議事録に比べて明らかにハト派色の強い内容となった。

多くの点で経済活動は引き続き堅調としながらも、依然として不均衡が存在する分野でも状況が改善しており、需給の均衡化が見込まれる長期的なトレンドが形成されつつあるため、国内のインフレリスクに対する警戒感が後退した。

世界経済の回復が弱々しいものにとどまっていることに起因するインフレのリスクバランスの改善が明確に指摘された。パラグラフ11と23においてCOPOMは、低成長が長期にわたり続き、デフレ圧力が生じる可能性があることが国内のインフレ抑制には大きくプラスに作用するとの見方を示した。

また、インフレ見通しに対して楽観的な見方を強めている理由の1つとして、景気対策の縮小が挙げられた（パラグラフ23、25）。

インフレ期待の改善（パラグラフ20）やインフレ予想のばらつきが小さいこと（パラグラフ18）も、引き締めペースを落とす理由の1つとされた。最近のコアインフレ率の低下を含め、足元のインフレ率には特に言及されなかった。

今回の議事録の最も重要なポイントは、インフレ動向は改善しているものの、こうした改善傾向を下支えするためには行動をとることが望ましいとの考えが確認されていることだろう（パラグラフ23の末尾）。換言すれば、会合では引き締めペースを今回の決定よりもさらに鈍化させることが検討された可能性がある。

総合的にみて、COPOMは明確なメッセージを送っているといえ、7月の会合が転換点と

なり、状況の改善に伴って足元の引き締めが終盤に近付いているとの認識を示した。

こうした状況では、これまで予想していた9月の50bpの追加利上げが実施される可能性は低い。

9月は利上げが見送られる公算大

COPOMは9月1日の会合で政策金利を10.75%に据え置くとみられる。また、今回の議事録の発表を受け、今年末の政策金利の予想水準を従来の11.25%から10.75%に引き下げた。

COPOMが9月の会合で政策金利を据え置くか、25bpの利上げを行うかの判断は、8月末までのインフレ動向次第となろう。

その理由は以下の通り。

- ▶ 国内の向こう1カ月の経済指標は、最近の傾向の持続を示す可能性が高い。すなわち、前年比ベースの景気指標は高水準で安定化し、目立って加速することはないとみられる。
- ▶ 世界経済の見通しは最近下方修正されており、向こう1カ月程度は見通しに大きな変化が生じるとは考えにくい。
- ▶ ここ数カ月、財政収支は改善しておらず、COPOMが指摘した景気刺激策の縮小による影響は徐々に後退する見込みである。
- ▶ 一方、足元のインフレ率と予想インフレ率との相関は極めて高く、ヘッドラインとコアのインフレ率の改善傾向が続いていることを受け、コンセンサス予想がさらに下方修正される可能性がある。

右表は7月と8月のヘッドラインインフレ率、サービス価格上昇率、コアインフレ率（食品とエネルギーを除く）に関するHSBC予想をまとめたものである。

前月比で加速が見込まれる一方、前年比の加速ペースは小幅にとどまるとみられる。現在、ヘッドラインインフレ率は目標レンジの中間値に接近しているほか、コアインフレ率も5%に近い水準にある。

インフレ率がこの水準で安定すれば、向こう12カ月間のインフレ期待がさらに低下する可能性がある。今回の議事録のメッセージを踏まえると、これらの要因を反映してCOPOMは引き締めの中断を決定する公算が大きい。

2011年に利上げが再開される見込み

2010年7月22日付のレポート「ブラジル経済：ブラジル中銀の政策対応が変化した可能性」で指摘した通り、今回の引き締め局面の累計利上げ幅はインフレ率の目標値への持続的な取れんを促すには不十分と考えられる。

生産、消費ともに高い水準で景気が調整段階を迎えているが、労働需給は著しくひっ迫している。加えて、貸し出しの増加が高成長を下支えしている。

ブラジルの労働市場や貸し出しの拡大ペースが大幅に鈍化する可能性は低く、従って現在はやや鈍化している生産や売上高が今後再度加速する可能性がある。

2010年と2011年末のインフレ率予想はそれぞれ5.3%と5.0%に据え置くが、2010年に引き締めを早い段階で中断する結果、2011年にはこれまでの予想よりもやや大幅な利上げを余儀なくされる可能性がある。そこで、2011年末の政策金利の予想水準を従来の12.25%から12.50%に引き上げた。

CPI 上昇率予想

	前月比			前年比		
	ヘッド ライン	コア サービス	サービス	ヘッド ライン	コア サービス	サービス
7月	0.01%	0.23%	0.32%	4.60%	5.00%	6.90%
8月	0.30%	0.30%	0.59%	4.76%	5.10%	7.00%

Source: HSBC

重要開示事項

本レポートはマクロ経済に関する情報提供を目的として作成されたものです。当レポートで使用しているグラフ、表等は参考データであり、将来の結果を保証するものではありません。

本レポートの原文(英語版)はHSBC グローバルリサーチに属するグローバルエマージングマーケット・マクロ・アンド・ストラテジー・チームによって2010年7月29日に発行されました。

追加重要事項開示：

以下HSBC グローバルリサーチが発行するリサーチレポート、アナリストレポートに関する重要事項を記述いたします。

アナリストの報酬は投資銀行部門を含むHSBC 全体の収益性を一部勘案して支払われます。本レポートを執筆したアナリストの証言 — 本レポートで述べられている個別企業や証券に関する見解はすべてアナリスト個人の見解を正確に反映したものであり、アナリストの報酬は、直接・間接の別を問わず、本レポートで述べられている見解と一切関連がなく、今後もないことを証します。

HSBC は、リサーチ業務に関連して起こる潜在的な利害の対立を適切に確認して、管理する手順を採用しています。リサーチの作成と配布に従事しているHSBC のアナリストとその他のスタッフは、HSBC の投資銀行業務とは独立した管理報告ラインの下に業務を遂行しています。投資銀行業務とリサーチの間に適切なチャイニーズ・ウォールを設置し、全ての機密および価格敏感情報が適切に取り扱われることを確実にしています。

ディスクレーム

(当資料記載内容についてご留意いただきたい事項)

1. 当レポートは、HSBC 投信株式会社(以下、当社)が情報提供を目的として編集したものです。したがって勧誘を意図したものではありません。
2. 当レポートの内容は、当社が信頼に足ると判断する情報に基づき作成していますが、その正確さを保証するものではありません。
3. 掲載された企業につきましては、あくまで直近のトピックとしてご紹介させていただいたものであり、個別銘柄の売買の推奨を意図したのではなく、当社が運用を行う投資信託への組入れを示唆するものでもありません。
4. 当レポートにおける見解等は、作成時点のものであり、今後予告なしに変更される場合があります。データ等は過去の実績を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。また、当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

HSBC 投信株式会社

金融商品取引業者
関東財務局長(金商)第308号
加入協会/(社)投資信託協会、
(社)日本証券投資顧問業協会

〒130-0027
東京都中央区日本橋3丁目11番1号
HSBC ビルディング

Tel : 03-3548-5690
Fax : 03-3548-5679