

### インフレと金融政策

#### インフレの落ち着きと金融政策について

GMST グローバル・マーケット・ストラテジー・チーム // シニアエコノミスト 岩城 裕子 ストラテジスト 橋本 浩光

#### ■ 「リアルプラン」の成功と経済安定化

いまでこそ、ブラジルのインフレ率は、概ね前年比4~7%程度(2010年以降)と、新興国の中では比較的安定的な水準を維持していますが、かつては極度のインフレに悩まされており、1980年代のインフレ率は毎年2桁以上、特に高い年には4桁の水準でした。



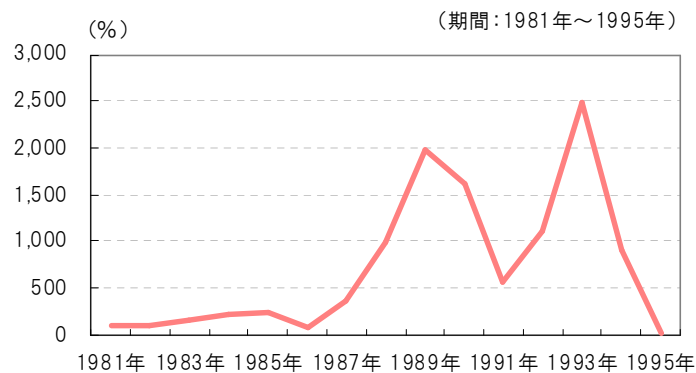
かつてのインフレの背景には、政府支出の増大による財政赤字の拡大や中央銀行が財政赤字のファイナンスを行っていたことがあります。また、長引くインフレのなかで、賃金や債務などを過去のインフレ率で調整するしくみが定着し、インフレがインフレを呼ぶ悪循環に陥っていたことも背景にあると考えられます。

しかし、1993年末には2,000%を超える水準であったインフレ率は、1994年に実施された「リアルプラン」をきっかけに大きく改善します。

リアルプランとは、フランコ大統領のもとでカルドーゾ蔵相が実施した経済改革プランのことで、①財政の健全化、②米ドル連動の仮想通貨「URV」の導入による財・サービス表示価格の調整、③対米ドル為替レートに連動する新通貨「リアル」の導入といった、3段階の経済調整プランです。

リアルプランはインフレ封じ込めに劇的な効果をあげ、1994年末に900%を超えていたインフレ率は、翌1995年末にはなんと22%に下がり、たった1年でハイパーインフレは沈静化しました。

#### インフレ率の推移①(1981年~1995年)



(注)年末時点のインフレ率  
(出所)IMF「ワールドエコノミックアウトルック(2012年10月)」のデータを基に三菱UFJ投信作成

その後、ブラジルは1999年に為替制度を固定相場制から変動相場制に移行します。また同年、ブラジル中央銀行は金融

政策の枠組みをインフレターゲット制に移行し、今日まで続けているインフレターゲット制と変動相場制の組み合わせで経済政策安定化を図る体制が整いました。

#### ■ 近年もインフレがやや高めである背景は？

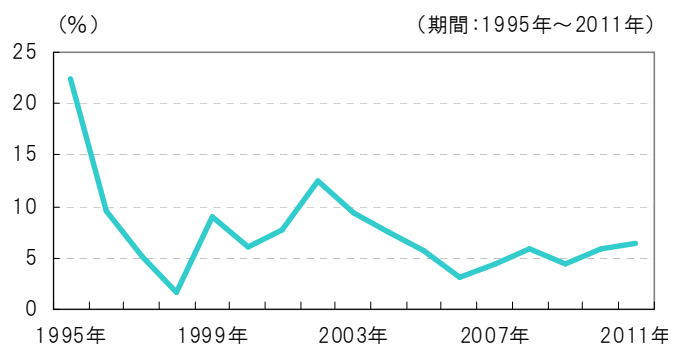
近年のインフレは比較的落ち着いた状況にあります。それでも他の先進諸国に比べるとインフレ水準は高めです。その理由として、税制が非常に複雑で、50種類以上ともいわれる税金があり租税が高負担であることや、労働・雇用面で過剰な保護措置があることなど、高コスト体質が定着していることが挙げられます。また、雇用者の賃金が毎年上昇していることも一因です。

2003年に労働者党出身のルーラ大統領の就任以降、ブラジル政府は、最低賃金の引き上げを積極的に行っています。加えて、公務員も含めて労働者は、更なる賃上げを要求して、しばしばストライキを行っており、最低賃金のみならず、平均的な所得層の賃金も上昇しているとみられます。

#### ■ インフレ動向

2012年のインフレ率(IPCA、後述)は概ね前年比4~6%台で推移し、10月は、同5.45%の上昇となるなど、農産物をはじめとする国際商品市況の落ち着きを背景に、インフレは落ち着いています。来年以降は、景気の回復にともない、緩やかにインフレ率が上昇する局面もあるとみていますが、それでも過度に上昇する懸念は小さく、インフレターゲットの範囲内(2013年は4.5%±2.0%)に留まる可能性が高いと考えています。

#### インフレ率の推移②(1995年~2011年)



(注)年末時点のインフレ率  
(出所)IMF「ワールドエコノミックアウトルック(2012年10月)」のデータを基に三菱UFJ投信作成

## ■ ブラジルの金融政策

ブラジルの中央銀行であるBCB(ブラジル中央銀行)は、1999年以降、金融政策の枠組みとしてインフレターゲット制を採用しています。インフレターゲットとは、中央銀行が物価上昇率(インフレ率)の目標を設定し、その達成を公約する金融政策の手法です。なお、ブラジルにはインフレ指標がいくつかありますが、BCBはインフレ指標としてIBGE(ブラジル地理統計資料院)が発表する、IPCA(拡大消費者物価指数)を採用しています。政策判断は年8回開催されるCOPOM(金融政策委員会)において行われ、政策メンバー(現在8名)はインフレ動向や経済状況を勘案のうえ、政策金利(中銀ターゲット金利、SELIC)や通貨政策の指針を決定します。なお、2012年末までのインフレ目標は4.5%±2.0%となっています。

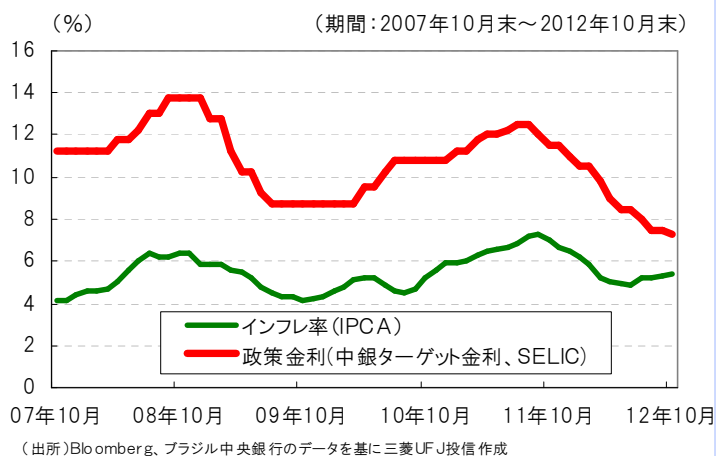
## ■ 政策金利の動向

政策金利動向については、2010年4月から2011年7月にかけては、景気が急回復したことなどによるインフレ懸念の高まりから、金融引き締めを行い(なお、同期間では政策金利の据え置き期間もあった)、政策金利であるSELICを計3.75%引き上げ、12.5%としました。



しかしその後、2011年8月にはブラジルの景気鈍化を背景に一転、金融緩和スタンスとなり、2012年10月まで10会合連続で利下げを決定(利下げ幅は合計5.25%)、現在(2012年11月28日時点)の政策金利は7.25%となっています。

### インフレ率と政策金利



## ■ 金融政策の効果

2006年以降のインフレターゲットは、4.5%±2.0%に設定されていますが、2011年半ばを除けばインフレは概ねこの範囲内に収まっており、インフレのコントロールは上手く機能しているといえます。

なお、2011年8月以降、BCBの金融政策は緩和スタンスに

なっていますが、ブラジルの実質GDP(国内総生産)成長率をみると、2012年1-3月は前年比0.75%増、4-6月は同0.49%増となっており、経済活動は低調に留まっています。一般的に金融政策の効果が顕在化するまでには一定のタイムラグがあることが知られていますが、ブラジルでは、それまで前月比で3か月連続でマイナスであった鉱工業生産は、2012年6月以降、プラスに転換する(ただし、9月は再びマイナス)など生産の回復の兆しがみられるほか、個人消費は比較的堅調に推移しており、金融緩和の効果は緩やかながらも徐々に顕在化しつつあるとみられています。

## ■ 為替政策

ブラジルでは、近年急激に資本流入が活発化したことにより、通貨レアルが上昇し、国内産業の競争力が低下する懸念が台頭しました。

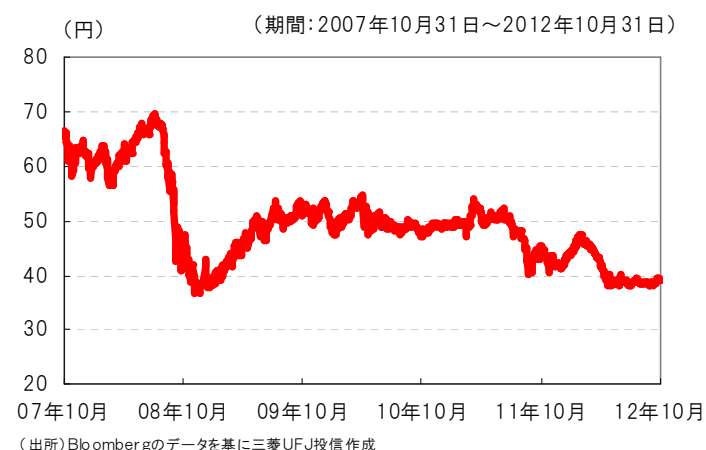


ブラジルのマンテガ財務相

が「国内製造業に配慮し、政府は今後もレアル相場の押し下げを狙った行動を続けていく意向だ」と述べたとの報道にもあるように、ブラジル政府はIOF(金融取引税)の税率引き上げなどの資本流入規制を行い、過度なレアル高の抑制を図っています。

また、BCBも急激な為替変動やレアル高抑制のために、たびたび為替介入を実施している模様で、レアルの相場動向をみるうえでは、当局の為替政策スタンスを注視することが重要であるといえます。

### レアルの推移(NY市場終値、対円)





## ご購入に際しての留意事項

### 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。したがって、投資者のみなさまの投資元金が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた損益はすべて投資者のみなさまに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご購入にあたっては投資信託説明書(交付目論見書)、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

### 投資信託に係る費用について

ご購入いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

- 購入時に直接ご負担いただく費用…………… 購入時手数料 上限 4.2%(税込)
- 購入時・換金時に直接ご負担いただく費用 … 信託財産留保額  
(ファンドにより変動するものがあるため、事前に料率、上限額等を表示することができません。)
- 投資信託の保有期間中に  
間接的にご負担いただく費用…………… 運用管理費用(信託報酬) 上限 年2.184%(税込)
- その他費用・手数料…… 上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。  
投資信託説明書(交付目論見書)、目論見書補完書面等でご確認ください。

**ご注意** 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三菱UFJ投信が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご購入をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)、目論見書補完書面等をご覧ください。

### 当資料のご利用にあたっての注意事項等

- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、貯金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 金融商品取引業者以外の金融機関は、投資者保護基金に加入していません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- クロースド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。
- 投資信託は、書面による契約の解除(クーリング・オフ)の適用はありません。
- 当資料は、三菱UFJ投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は、信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料中のグラフ・数値等は、過去の実績・状況であり、将来の市場環境等や運用成果等を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。当資料で示されている過去の実績・状況および見通しは、作成日時点のものであり、将来の市場環境・運用成果等を示唆・保証するものではありません。

投資信託のご購入の際には、必ず最新の投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

2012年11月現在



三菱UFJ投信

商号等 / 三菱UFJ投信株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会 / 社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会