

ブラジル中銀、予想外の追加利下げに含み

～構造改革の進展に期待する一方、リアル相場には正念場の可能性も～

発表日：2018年3月22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)

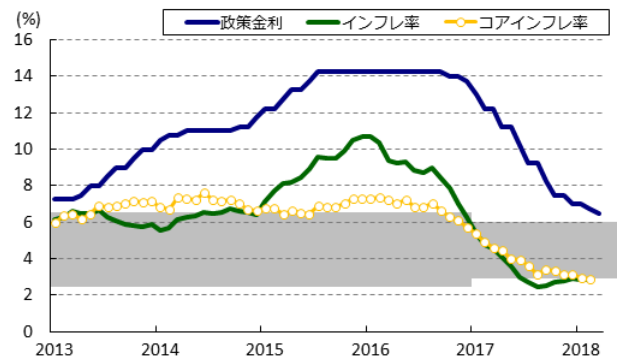
(要旨)

- ブラジル中銀は20～21日に開催した定例会合で12会合連続の利下げを決定した。足下のインフレ率鈍化に加え、構造改革の進展に対する期待を反映して5月の次回会合での追加利下げの可能性に含みを持たせた。ただし、構造改革はすでに頓挫しかかっている上、外部環境にも不透明感が高まるなど景気の先行きは見通しにくい。足下の通貨リアル相場は上値の重い展開にあるが、今後は下値を探る状況が続くとみられる。

- ブラジル中央銀行は20日から21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25bp引き下げて6.50%とする決定を行った。同行による利下げ実施は12会合連続であり、2016年10月以降の利下げ幅は累計775bpと過去10年余りで最大となっている上、利下げ後の金利水準は過去最低を更新するなど、足下の金融緩和が異例の規模となっていることが分かる。なお、今回の利下げ幅は先月の前回会合と同じであり、昨年末に利下げペースの段階的縮小を示唆する動きを反映したものとなっている。今回の決定についてもこれまで同様に「全会一致」で行われて

おり、会合後に発表された声明文では、足下の景気について引き続き「内外環境の改善を追い風に回復感が強まるとの見方に一致している」との認識を示している。その上で、物価については「景気サイクルや金融政策の動向に敏感な分野を含め、基調インフレ率は低水準で推移するなど望ましい環境が続いている」とし、インフレ見通しについて「今年の前年比+3.8%、来年は同+4.1%になる」とこれまでの見通し(同+4.2%)

図1 政策金利とインフレ率の推移



(出所)ブラジル中銀、CEICより第一生命経済研究所作成

をそれぞれ引き下げている。その上で、先行きの金融政策については「今年末時点の政策金利は6.50%、来年末次点は8.00%」と今回の利下げを正当化する見方を示すとともに、来年以降は利上げ局面に転じるとの見解を据え置いた。事実、直近2月のインフレ率は前年同月比+2.84%、コアインフレ率も同+2.91%と中銀が定めるインフレ目標(4.5±1.5%)の下限(3%)を下回る水準に留まっている上、足下では減速傾向を強めるなどインフレ圧力は後退している。こうしたことも追加利下げを後押ししたと考えられる。先行きの物価動向については、前回会合に引き続き「上下双方に振れるリスクがある」とし、具体的には下振れ要因を1つ(慣性的なディスインフレ圧力の伝播)と、上振れ要因を2つ(構造改革やブラジル経済の構造調整の頓挫懸念を起点とするリスクプレミアムの上昇、海外経済環境の変化)挙げている。ただし、こうした要因を勘案した上で、基本シナリオ上は上下双方のリスクのバランスが採れているとみており、追加利下げが正当化出来るとの判断に至ったとしている。その上で、次回の会合に向けては「現時点で追加的な緩やかな金融緩和の実施が適切とみている」との見方を示すとともに、「追加的な金融緩和がインフレ目標への収束が遅れるリスクを和らげるとみる」と説明するなど、追加利下げの可能性に含みを持たせる姿勢をみせた。この背景には、構造改革の進展やそれに伴うブラジル経済の構造転換が進めば、それによって構造的なインフレ要因後退して結果

的に低金利環境が醸成されるとの認識を示しており、テメル政権が進める構造改革路線への期待を滲ませる様子が見え始める。他方、その後の会合に向けては「経済見通しが著しく変化しない限りにおいては、その後の判断を行う上でも金融緩和局面の小休止が望ましい」として、あくまで追加利下げが行われる可能性は次回会合までとクギを指す姿勢をみせた。ただし、現時点では構造改革の「本丸」とみられた年金改革法案は最終的に棚上げ状態となっており、今年秋には大統領選挙に加え、上下院議員、州知事、州議会議員を決める総選挙が行われる「政治の季節」を控えるなかで国民からの評判が悪い年金改革が前進する可能性は低い。さらに、大統領選を巡ってもその行方が混沌としつつあるなか、年金改革といった「タガ」を嵌めることが出来ない状況に至ったことは先行きの見通しを厳しくしている。その上、米トランプ政権による貿易制裁の動きは、米国による鉄鋼輸入の1割強を占めるブラジルへの影響は必至とみられ、このこともブラジル経済の先行きに対する下押し要因となることが懸念される。こうしたことを勘案すれば、足下の通貨レアル相場は上値の重い展開が続いているが、先行きについても下値を探る可能性は高まっていると判断出来る。

図2 レアル相場(対ドル)と株式指数の推移



以上