

ブラジル中銀、金利を据え置くも先行きの利上げに含み

～大統領選では左派候補が猛追、構造改革の行方もいよいよ不透明に～

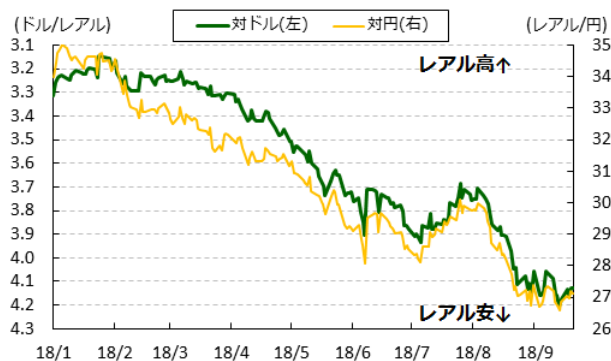
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の国際金融市場では、米FRBによる金融政策正常化に加え、「トルコ・ショック」や隣国アルゼンチンの景気悪化懸念を受け、ブラジル通貨レアルは下落基調を強めている。景気低迷に伴いインフレ率は低下してきたが、足下ではレアル安に伴い加速しており、一時的に中銀のインフレ目標の中央値に届いた。その後は落ち着き動きもみられるが、レアル相場の動向如何では2年近く続いた金融緩和局面の終了も見込まれる。
- こうしたなか、19日に終了した定例会合で中銀は政策金利を据え置いた。ただし、足下のレアル安を念頭にインフレ見通しに対するリスク評価を行ったほか、構造改革を強調する姿勢をみせる。また、インフレ見通しやリスクバランスが悪化を前提に緩和姿勢の後退を示唆するなど、先行きの利上げに含みを持たせた。
- 最新の世論調査では、右派ボウソナロ氏が首位に着ける一方、ルラ元大統領の代打の左派ハダデ氏が猛追している。両者による決選投票の可能性が高まっているが、現時点でその行方は見通せない。ボウソナロ氏の経済政策は構造改革路線の堅持に近い一方、ハダデ氏はバラ撒き志向であり、財政健全化の後退は必至である。構造問題を勘案すれば早期の改革は不可避だが、同国は岐路に立たされていると言えよう。

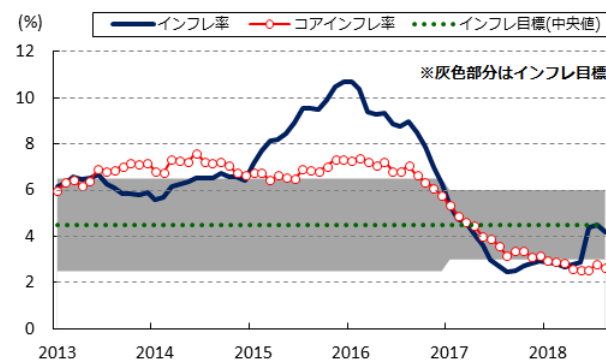
年明け以降の国際金融市場では、米FRB（連邦準備制度理事会）による金融政策正常化を受けて新興国に資金流出圧力が高まりやすい地合いが続いてきたが、足下ではトルコの通貨リラの急落をきっかけとする「トルコ・ショック」がその動きを後押ししている。なお、今年4月末以降にアルゼンチンで資金流出圧力が強まり通貨ペソが急落し、同国経済の急減速が懸念されるなか、足下では隣国ブラジル経済への悪影響を警戒する向きも強まり、通貨レアルに下押し圧力が掛かっている。また、来月予定される大統領選を巡っては、左派候補の勝利に伴い財政健全化路線が行き詰まるとの見方も強まり（詳細は13日付レポート「[ブラジル、大統領選の行方は混沌状態](#)」をご参照下さい）、レアル相場の上値が抑えられている。こうした事態を受けて、昨年以降は景気低迷に伴いインフレ率は減速基調を強めてきたものの、年明け

図1 レアル相場(対ドル、円)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

図2 インフレ率の推移



(出所) CEIC, ブラジル中銀より第一生命経済研究所作成

以降は底打ちしており、足下では通貨レアル安の急進に伴う輸入物価の上昇を反映して一転して加速感を強めている。結果、7月のインフレ率は前年同月比+4.5%と中銀が定めるインフレ目標(4.5±1.5%)の中央値に達し、一部で同行が利上げに動く可能性が警戒された。ただし、翌8月には同+4.2%にわずかに減速したことで早期の利上げ実施の可能性は遠のいたと見込まれるが、国際金融市場ではレアル相場の不安定な状況が続いており、今後の動向如何では2016年秋以降続いてきた利下げ局面が一転する可能性も予想される。

こうしたなか、中銀は現地時間19日に終了した定例の金融政策委員会において、政策金利の*S e l i c*を4会合連続で過去最低水準の6.50%に据え置く決定を行った。会合後に発表された声明文では、今回の決定も『全会一致』であったことが示されたほか、世界経済について「新興国に対するリスク選好が後退するなかで厳しい事態に直面している」との見方を示し、「先進国による金融政策正常化の影響や世界貿易を巡る不透明感がリスク要因になる」とした。なお、今回の決定について「足下の基調インフレは適切な水準に留まり、ビジネスサイクルや金融政策を規定する際の決定要因となる」との考えを示す。さらに、インフレ見通しについて「今年は前年比+4.1% (←同+4.2%から下方修正)、来年は同+4.0% (←同+3.8%から上方修正)」とし、その前提に「今年末時点の*S e l i c*が6.5%、来年末時点で8.0%、レアルの対ドル相場が今年末時点で1ドル=3.83レアル、来年末時点で1ドル=3.75レアルとするシナリオに沿ったもの」とした。ただし、足下におけるレアル安の進行を反映して「今年末時点のレアルの対ドル相場を1ドル=4.15レアルと想定した場合、今年のインフレ率は前年比+4.4%、来年は同+4.5%に加速する」との見方も併せて示した。その上で、先行きのインフレについては上下双方に振れるリスクがあるとし、下向き要因に①高水準の余剰生産能力に伴う予想以上のインフレ下振れ、上向き要因に②構造改革の頓挫や必要な構造調整が進まないことに伴うインフレ期待の昂進、③新興国経済の停滞に伴う世界経済の動向を挙げたが、政策委員は「上向き要因のリスクを警戒する」姿勢を示す。なお、ベースラインシナリオについて「足下のリスクはバランスしており、今回の決定はインフレ率が目標域内に収束するとの見方に一致する」との見方を示す一方、「改革の進展と同国経済の構造調整は中長期的なインフレの抑制に不可欠な上、持続可能な景気回復にも欠かせない」とし、改革の行方がインフレ及びマクロ経済に与える影響を強調した。一方で、足下の金融市場におけるショック的な動きについて「直接的に金融政策に影響を与えるものではなく、副次的影響などを加味して今後の対応に反映される」との見解を示した。足下の景気動向については「引き続き緩和姿勢が必要」との認識を示しつつ、「インフレ見通しやリスクバランスが悪化した場合には、緩和姿勢は段階的に後退する」とし、今後の対応については「経済活動やリスクバランス、インフレ見通しが規定する」と改めて強調した。

なお、来月の大統領選に関する最新の世論調査では、ブラジル運輸連盟(CNT)の委託で調査会社のMDA社が行ったものが今月17日付で発表され、その過激な言動から『ブラジルのトランプ』の異名を持つ極右政党PSL(社会自由党)から出馬するボウソナロ下院議員が28.2%と首位を走り、2位に左派政党PT(労働者党)からルラ元大統領の代打候補として出馬するハダデ元サンパウロ市長の支持率が17.6%となるなど猛追している。3位には中道左派政党PDT(民主労働党)から出馬のシロ・ゴメス財務相(10.8%)、4位に中道右派PMDB(社会民主党)から出馬のアルキミン前サンパウロ

州知事 (6.1%)、5位に中道左派REDE (持続可能ネットワーク) から出馬のマリーナ・シルバ元環境相 (4.1%) が着けている。他方、調査会社のDatafolha社が20日付で発表した最新の世論調査では、ボウソナロ氏の支持率は28%と今月17日付の前回調査 (26%) から+2pt上昇して引き続き首位を走る一方、2位にはハダデ氏が16%と前回調査 (13%) から+3pt上昇して猛追し、シロ・ゴメス元財務相が13%と前回調査から横這いで3位に後退、アルキミン氏も9%と前回から横這いで4位、マリーナ・シルバ氏が7%と前回調査から▲1pt低下して5位に後退している。この結果をみれば、足下ではボルソナロ氏とハダデ氏の2名による決選投票に持ち込まれる可能性が高まっているが、過去の調査に比べてボウソナロ氏が勝利する確率が高まる動きがみ

図3 最新の世論調査での決選投票シミュレーション

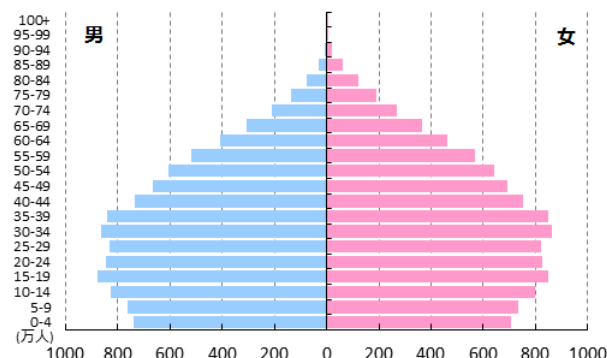
【CNT/MDA社】			
ボウソナロ	39.0	35.7	ハダデ
ボウソナロ	36.1	37.8	シロ

【Datafolha社】 (20日付)			
ボウソナロ	41	41	ハダデ
ボウソナロ	39	45	シロ
ボウソナロ	39	40	アルキミン
ボウソナロ	42	41	マリーナ

(出所)各種世論調査より第一生命経済研究所作成

られる一方、ハダデ氏との一騎打ちとなれば現時点では結果が見通せない。なお、ボウソナロ氏の経済政策は国営企業の民営化や政府部門のスリム化、手厚い社会保障の削減を目指すなど『経済右派』的な色合いが強く、政策そのものは期待出来るものの、同氏を擁するPSLが少数政党であるために議会運営などでの苦勞は避けられそうにない。また、政策的には現与党のPMDBに近いとみられるが、物議を醸す発言が多く高齢層や女性からの人気は極めて低いボルソナロ氏を全面的に支援出来るか否かは見通しにくい。他方、ハダデ氏を擁するPTはルラ、ルセフ元政権下の与党であり、貧困層を対象とする生活保護制度 (『ボルサ・ファミリア』) をはじめバラ撒き型の政策を進めてきたことから、社会保障制度のスリム化など構造改革の進展は期待出来ず、財政健全化の道筋も不透明となる。国家地理統計院 (IBGE) の最新推計によると、同国は今年生産年齢人口が減少局面に突入する上、17歳から22歳までを対象にした若年無業者 (ニート) は1000万人、同年代の16%とOECD諸国の平均に比べて高いなどの構造問題を抱える。生産年齢人口の減少に伴い今後は労働力の確保が難しくなることが予想される一方、同国の年金をはじめとする社会保障給付の水準はOECD諸国のなかでも高水準にあり、このスリム化は急務であるが、次期大統領選後の行方は極めて不透明である。その意味では、同国経済は色々な意味で岐路に立たされていると捉えることが出来る。

図4 人口ピラミッド(2018年時点推計)



(出所)米国国勢調査局より第一生命経済研究所作成

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。