

## ブラジル中銀、レアル相場の持ち直しに安堵

～緩和姿勢の継続を示唆も、今後の行方は次期政権による改革実現可能性が左右～

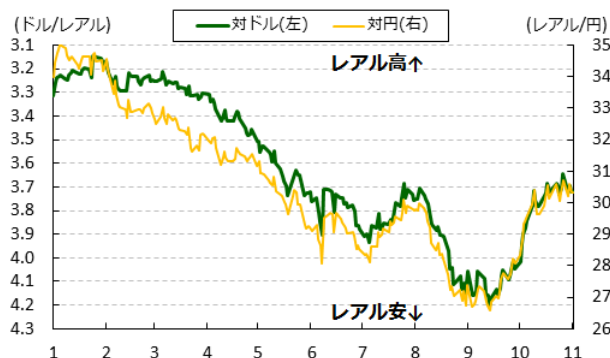
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL:03-5221-4522)

### (要旨)

- ブラジル大統領選では極右のボウソナロ氏が勝利した。同氏は「ブラジルのトランプ」と揶揄されるなど不安も多い一方、次期政権で財務相に就任予定のゲデス氏は財政構造改革を志向する。夏場以降のレアル相場は調整圧力が強まったが、足下では持ち直している。ただし、ボウソナロ次期政権の財政運営には不透明要因が多く、その手腕も未知数ななか、同国経済が直面する諸課題を解決出来るか否かに掛かっている。
- こうしたなか、中銀は直近の金融政策委員会で5会合連続の金利据え置きを決定した。足下の景気は想定に比べて力強さに乏しい一方、海外には下振れリスクも多い。他方、先行きのインフレ見直しには上振れリスクが多いとしている。今回の決定は足下のレアル相場の安定が後押ししたとみられるが、今後は景気やインフレ見直しなどが規定する状況が続く上、次期政権による改革実現力に掛かっていると捉えられよう。

ブラジルでは、先月28日に行われた大統領選の決選投票で極右政党PSL（社会自由党）から出馬したジャイル・ボウソナロ（Jair Bolsonaro）氏が勝利し（詳細は10月29日付レポート「[ブラジル大統領選、「極右」ボウソナロ氏が勝利](#)」をご参照下さい）、来年1月1日の就任式を経て次期大統領になることが決定した。同氏を巡っては、その過激な言動に加えて差別発言などで物議を醸すことが多く、『ブラジルのトランプ』と揶揄する向きもあり、その政権運営に不安を覚える声は小さくない。他方、長年に亘る左派政権下での社会保障関連などの歳出拡大に加え、ここ数年の景気低迷に伴い財政状況は急速に悪化している。同国では今年生産年齢人口が減少局面に転じるなど人口動態の急激な変化も見込まれるなか、財政の建て直しは急務となっている。ボウソナロ次期政権では、財務相に銀行出身のエコノミストのパウロ・ゲデス（Paulo Guedes）氏が就任する見通しであり、同

図1 レアル相場(対ドル,円)の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

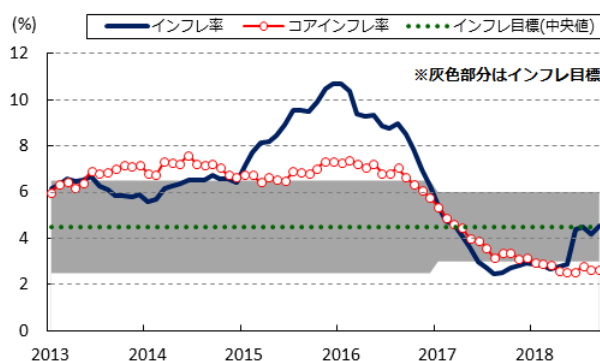
氏は小さい政府を志向するほか、財政規律を重視する姿勢を示すなど、金融市場において望ましいとみられている。よって、夏場以降はいわゆる『トルコ・ショック』による国際金融市場の動揺の余波を受けて通貨レアル相場は下落基調を強めたが、その後は大統領選でのボウソナロ氏優位の報道などを追い風に持ち直しの動きを強めている。ただし、ボウソナロ次期政権の経済政策については、依然不透明なところが少なくない。ゲデス氏は選挙戦の最中も財政健全化に向けた税制簡素化や社会保障制度改革など、歳出入双方の改革に切り込む考えを示す一方、ボウソナロ氏自身はゲデス氏が掲げる経済政策を否定す

る動きもみられた。さらに、選挙戦最終盤には所得税減税や低所得者世帯向けの補助金拡充などの『バラ撒き』政策を講じる方針を示すなど、ポピュリズム（大衆迎合）的な政策運営を窺わせる動きもみられた。また、ボウソナロ氏は選挙直前に行われたインタビューで中銀に対して為替レートの『目標』設定を求める提案を行うなど、金融市場が望む市場メカニズム重視と反する姿勢も垣間見せる。苦境に喘いできたブラジル経済だが、ボウソナロ次期政権の下で輝きを取り戻すことが出来るかは依然未知数であり、その行方はブラジル経済が直面する諸課題を次期政権が解決出来るか否かの『実現力』に掛かっている状況は変わっていない。

こうしたなか、中銀は30～31日の日程で定例の金融政策委員会を開催し、政策金利であるSelicを5会合連続で過去最低水準である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』で決まったが、足下の経済指標について「景気回復を示唆しているが、そのペースは年初の想定に比べて緩やかなものに留まる」との認識を示し、世界経済についても「年初に比べて新興国に対するリスク許容度が後退する困難な状態にあり、先進国の金融政策の正常化や世界経済を巡る不透明さといったリスク要因はくすぶる」との見方を示した。他方、足下のインフレ率について「ビジネスサイクルや金融政策を反映して望ましい水準で推移している」との見方を示し、先行きのインフレ見通しについて「2018年は前年比+4.4%、2019年は同+4.2%、2020年は同+3.7%」と徐々に伸びが鈍化するとし、前提となる金融政策は「年末時点のSelicは6.50%に維持するが、2019年末には8.00%まで引き上げられ、2020年末まで同水準で維持される」とし、レアルの対ドル相場について「年末時点で1ドル=3.71レアル、2019年末は同3.80レアル、2020年末は同3.75レアル」との見方を示した。なお、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」

としつつ、「上振れリスクの方が大きい」との認識を示し、下振れ要因に「①予想以上の景気後退に伴うインフレ圧力の後退」を挙げる一方、上振れ要因に「②構造改革期待の頓挫や必要な構造調整が進まないことに伴う市場期待の剥落を通じたインフレ圧力の昂進」と「③新興国経済の低迷に伴う世界経済の下振れ」を挙げた。ただし、政策委員のなかでは「前回会合時点に比べてリスクの非対称性は幾分和らいでいる」との見方が共有されたとした。なお、政策委員は「構造改革と必要な経済調整は、中長期的な物価安定のみならず、構造的な金利低下や持続可能な景気回復の実現に不可欠」との認識を強調し、「構造改革の計画実現の継続性の有無は物価及び景気見通しに影響を与える」との見方を繰り返している。また、夏場以降の金融市場の動揺を念頭に「こうした動きは直接的に金融政策に影響を与えるものではなく、副次的な影響などを加味して今後の対応に反映させる」との考えを改めて示した。その上で、足下の景気について「緩和的な政策が望ましい」との認識を示したが、前回に続いて「インフレ見通しやリスクバランスが悪化すれば、緩和姿勢は段階的に後退する」との考えを示し、今後の政策決定は「景気やリスクバランス、インフレ見通しが規定する」と繰り返した。今回の決定は、大統領選においてボ

図2 インフレ率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

としつつ、「上振れリスクの方が大きい」との認識を示し、下振れ要因に「①予想以上の景気後退に伴うインフレ圧力の後退」を挙げる一方、上振れ要因に「②構造改革期待の頓挫や必要な構造調整が進まないことに伴う市場期待の剥落を通じたインフレ圧力の昂進」と「③新興国経済の低迷に伴う世界経済の下振れ」を挙げた。ただし、政策委員のなかでは「前回会合時点に比べてリスクの非対称性は幾分和らいでいる」との見方が共有されたとした。なお、政策委員は「構造改革と必要な経済調整は、中長期的な物価安定のみならず、構造的な金利低下や持続可能な景気回復の実現に不可欠」との認識を強調し、「構造改革の計画実現の継続性の有無は物価及び景気見通しに影響を与える」との見方を繰り返している。また、夏場以降の金融市場の動揺を念頭に「こうした動きは直接的に金融政策に影響を与えるものではなく、副次的な影響などを加味して今後の対応に反映させる」との考えを改めて示した。その上で、足下の景気について「緩和的な政策が望ましい」との認識を示したが、前回に続いて「インフレ見通しやリスクバランスが悪化すれば、緩和姿勢は段階的に後退する」との考えを示し、今後の政策決定は「景気やリスクバランス、インフレ見通しが規定する」と繰り返した。今回の決定は、大統領選においてボ

ウソナロ氏が勝利したことに伴い、次期政権下で財政健全化の取り組みが前進するとの期待を反映してリアル相場が落ち着きを取り戻したことが影響したと考えられる。ただし、上述のようにボウソナロ次期政権の財政運営を巡っては不透明要因が多く、同氏を支えるP S Lは議会で少数与党に留まること、ボウソナロ氏は長年の下院議員生活にも拘らず政治実績が乏しいことを勘案すれば、議会運営などを通じて成果を挙げられるか否かが今後の政策運営を左右する。

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。

