

## ブラジル中銀、物価及び景気の鈍化を意識して「ハト派」姿勢を強める

～現総裁の下で最後の会合、次期総裁の下でも超緩和状態が長期化する可能性は高い～

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)

- 年明け以降のブラジル経済は低インフレと金融緩和にも拘らず、雇用環境の低迷が内需の足かせとなってきた。7-9月期の成長率は加速したが、前期に大きく下押し圧力が掛かった反動の影響が大きい。他方、レアル安に伴う輸出押し上げを受けて製造業を中心に企業マインドは改善する一方、雇用の伸び悩みが家計消費の重石となる状況は続く。年明けに発足するボウソナロ次期政権への期待は高いが、現状は「期待先行」感が強く、着実な成果を挙げられるか否かを含めてその手腕を見定める必要性は高いと判断される。
- 10~12日の日程で中銀は定例会合を実施し、政策金利を6会合連続で6.50%に据え置いた。今回はゴールドフィン現総裁の下での最後の会合となるが、足下のインフレ鈍化を反映して先行きのインフレ見通しを引き下げたほか、景気低迷による物価鈍化を強く意識する姿勢を示した。ボウソナロ次期大統領は低金利を望んでいるとみられ、今回の判断を受けて次期総裁の下でも低金利環境が相当長引く可能性は高いであろう。

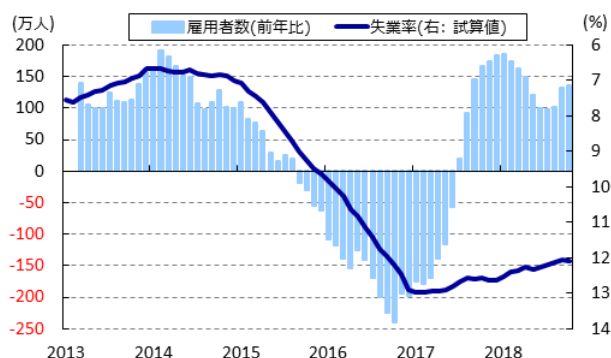
年明け以降のブラジル経済を巡っては、インフレ率の低下と金融緩和が家計消費を中心とする内需を下支えする動きはみられたが、2015年以降の『100年ぶり』と称された景気後退局面は抜け出さず、その後の景気回復の弱さを背景に雇用・所得環境の改善は進まず、結果的に経済成長の原動力である家計消費は力強さを欠く展開が続いてきた。なお、7-9月の実質GDP成長率は前期比年率+3.07%と6四半期ぶりに3%を上回る伸びとなり、前年同期比ベースでも+1.3%と2四半期ぶりに1%を上回るなど緩やかな景気回復の進展は確認された。しかし、これは5月に全土でトラック運転手によるスト強行を理由にサプライチェーンが遮断されるなど、様々な経済活動が麻痺して景気に下押し圧力が掛かった反動が影響している（詳細は3日付レポート「[ブラジル景気は一時的要因で加速も、今後も力強さを欠く展開に](#)」をご参照下さい）。他方、夏場以降のいわゆる『トルコ・ショック』に伴う国際金融市場の動揺の余波で通貨レアル相場が下落基調を

図1 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所) IHS Markit より第一生命経済研究所作成

図2 雇用環境の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

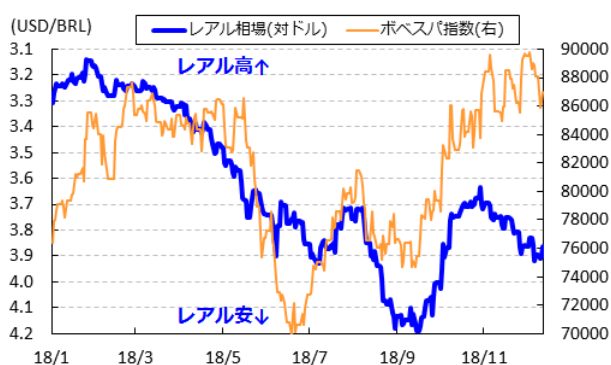
強めたことで輸出競争力が押し上げられ、足下の輸出は拡大傾向を強めており、製造業を中心に企業マインドは底入れが進むなど、足下の景気には持ち直しの兆しもうかがえる。ただし、直近の失業率は12%前後と最悪期は過ぎているが、依然として高水準で推移するなど雇用・所得環境は厳しい状況を抜け出せず、結果的に家計消費も伸び悩むなど景気回復の足かせとなる展開が続いている。10月に行われた大統領選ではジャイル・ボウソナロ (Jair Bolsonaro) 氏が勝利し、年明けに発足する次期政権は財務相に就任予定のパウロ・ゲデス (Paulo Guedes) 氏を中心に、経済社会開発銀行 (BNDES) の次期総裁にジョアキン・レビ (Joaquim Levy) 元財務相、汚職問題に揺れた国営石油公社 (ペトロブラス) の次期CEOにカステロ・ブランコ (Castello Branco) 氏が就任するなど、米シカゴ大出身の経済チームが名を連ねる形で『小さな政府』を志向する姿勢を強めている。金融市場は次期政権による『突破力』

に期待を寄せる一方、ボウソナロ次期大統領を支える極右政党のPSL (社会自由党) は議会内で上下院ともに小規模政党に過ぎず、現テメル政権の下でも頓挫した年金改革をはじめとする構造改革が実現出来るか否かは極めて未知数である。よって、大統領選でのボウソナロ氏の勝利などを理由に通貨リアル相場には持ち直しの動きが出たほか、主要株価指数のボヘSPA指数は今月初めに一時過去最高値を更新するなど、金融市場を取り巻く環境は大きく好転している。ただし、こう

した状況はルセフ前大統領に対する弾劾が決定してテメル現大統領の就任に伴い構造改革が進むと期待した際の『期待先行による熱狂』と極めて似ている。足下では原油相場が大きく調整しているにも拘らず、原油相場など国際商品市況との連動性が極めて高い株価が高値を迫る不自然さも否めない。その意味では、来月に発足する次期政権のお手並みを拝見しつつ、ブラジル経済の行方をじっくりみる度量が必要な時期に来ていると考えられる。

こうしたなか、現地時間の10~12日に掛けて中銀は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利であるSelicを6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。なお、同行総裁を巡っては先月、現総裁のイラン・ゴールドファイン (Ilan Goldfajn) 氏が今月末で退任し、次期政権の発足に併せてロベルト・カンポス・ネット (Roberto Campos Neto) 氏が就任する予定であり (詳細は11月16日付レポート「[ブラジル中銀、ゴールドファイン総裁退任へ](#)」をご参照下さい)、今回はゴールドファイン総裁の下で最後の会合となる。会合後に発表された声明文では、『全会一致』で決定したことが示されたほか、足下の景気について「景気回復は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「国際金融市場におけるリスク回避姿勢の高まり、先進国における金融政策の正常化、世界貿易を巡る不確実性の高まりなど、新興国にとって厳しい状況が続いている」との見方が示された。その上で、足下のインフレ動向について「物価を抑える様々な措置がビジネスサイクルや金融政策も含めて適切ないし快適に講じられている」との認識を示し、先行きのインフレ見通しについて「2018年は前年比+3.7% (←+4.4%)」と足下のインフレ鈍化を反映して下方修正したほか、「2019年は同+3.9% (←

図3 レアル相場(対ドル)と主要株価指数の推移



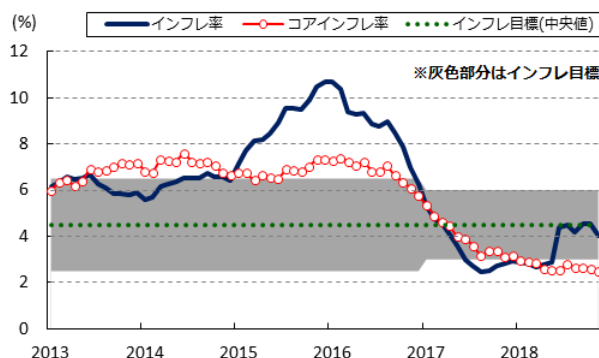
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

「+4.2%）、2020 年は同+3.6%（←+3.7%）」と長期に亘って下方修正している。また、その前提となる金融政策の行方も「年末時点の Selic は 6.50% となり、2019 年末には 7.50%（←8.00%）に、2020 年末には 8.00% に引き上げられる」とするなど、先行きの利上げペースも鈍化とした。他方、引き続き先行きのインフレに対しては「上下双方にリスクがある」とし、「①高水準の余剰能力に伴う予想外の景気回復の弱さを受けたインフレ圧力の後退」の一方、「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の期待剥落による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」を挙げたものの「①は高まる一方、②は後退している」として、低成長に伴う低インフレ状態に陥るリスクを強く意識している。その上で、「構造改革や必要な構造調整の進展はブラジル経済にとり中長期的な低インフレと金利低下、持続可能な景気回復の実現に不可欠であり、工程表に示された改革継続の見通しはマクロ経済見通しを大きく左右する」とボウソナロ次期政権に対する期待を述べた。そして、前回会合までは見通しの悪化を前提に金融引き締めへ転じる可能性を示唆する文言が示されていたが、今回会合では当該箇所は削除される一方、今後の政策決定は「景気動向やリスク、インフレ見通しが規定する」との文言は残された。足下のインフレ率は原油相場の調整に伴うエネルギー価格の下落も追い風に頭打ちしており、当面はこうした展開が続く可能性はある上、ボウソナロ次期大統領は低金利環境の継続を望んでいるとみられ、中銀が先行きのインフレ鈍化を示唆する姿勢を強めたことは、年明けにも就任する次期総裁の下での政策運営にも影響を与えると予想される。ブラジルにおける金融正常化に向けた動きは、予想以上に後ずれしていく可能性が高まっていると判断出来る。

以上

図 4 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

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。見通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。