

ブラジル中銀は追加利下げも、今後の余地は「わずか」と限界を示唆

～景気及び新型肺炎の両面で不透明要因は山積、リアル相場は上値の重い展開が続くであろう～

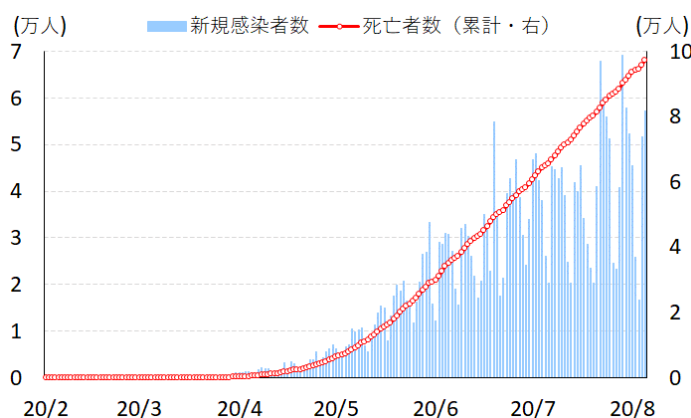
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL:03-5221-4522)

(要旨)

- 足下のブラジルは新型コロナウイルスの感染拡大の中心地のひとつとなっている。先月新型肺炎への感染が確認されたボウソナロ大統領はその後回復が確認されたが、政権内で感染が拡大するなど機能不全が懸念される。足下では製造業を中心に企業マインドの改善が進む一方、サービス業は力強さを欠くなど経済成長のけん引役となってきた内需の回復は遅れており、本格回復に時間を要する状況は変わっていない。
- 中銀は断続的な利下げ実施により景気下支えを図ってきたが、4～5日の定例会合でも9会合連続の利下げに踏み切った。これに伴い政策金利は2.00%となり、実質金利はマイナス入りするなど異例の金融緩和に動いた。今後の追加利下げ余地は「わずか」との認識を示す一方、足下の政策を長期間継続する姿勢をみせた。米ドル安圧力を受けてリアル相場は堅調に推移しているが、引き続き上値の重い展開が続くであろう。

足下のブラジルは新型コロナウイルス (SARS-CoV-2) の感染拡大の中心地のひとつとなっており、累計の感染者数は280万人、死亡者数も9.5万人を上回るなど、ともに米国に次いで世界2位の規模に達している。なお、先月初めにはボウソナロ (Bolsonaro) 大統領が新型肺炎に感染していることが確認されたものの、先月末には4度目の検査で陰性反応が出たとして回復をアピールする姿勢をみせる一方、別の感染症への罹患が判明するなどドタバタが続いている (詳細は3日付レポート「[ブラジル・ボウソナロ大統領、新型コロナから回復も別の感染症に罹患](#)」をご参照下さい)。一方、ボウソナロ大統領周辺で新型コロナウイルスの感染が広がっており、先月末にはミシェリ (Michelle) 大統領夫人が、今月に入って以降もオリベイラ (Oliveira) 大統領府・

図1 新型肺炎の新規感染者数と死亡者数(累計)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

事務総局長官の感染が確認され、全閣僚の3分の1に当たる8人が感染するなど政権が機能不全に陥ることが懸念される。さらに、政府 (保健省) はすでに感染者の約7割が回復したとの見解を示しているものの、足下では新規感染者数の拡大ペースが回復者のペースを上回っており、感染者数は拡大傾向を強めて80万人弱に達している上、感染拡大の動きが大都市から地方に広がっており、医療インフラが脆弱な地方での感染拡大は医療崩壊に繋がるリスクを高める。このようにブラジルを取り巻き状況は厳しさを増しているものの、ボウソナロ大統領は新型コロナウイルスに対する自説をまったく変える気が

なく、現行の政策運営が続くと見込まれるなど感染拡大が経済活動の制約要因となる状況が続くと考えられる。他方、足下の企業マインドの動きをみると、中国の景気底入れの動きなどを反映して製造業は大きく改善し過去最高水準となる一方、サービス業の回復の足取りは重い状況が続いており、世界金融危機後の回復局面とは状況が大きく異なる。なお、ここ数年のブラジル経済は家計消費をはじめとする内需がけん引役になってきたことを勘案すれば、サー

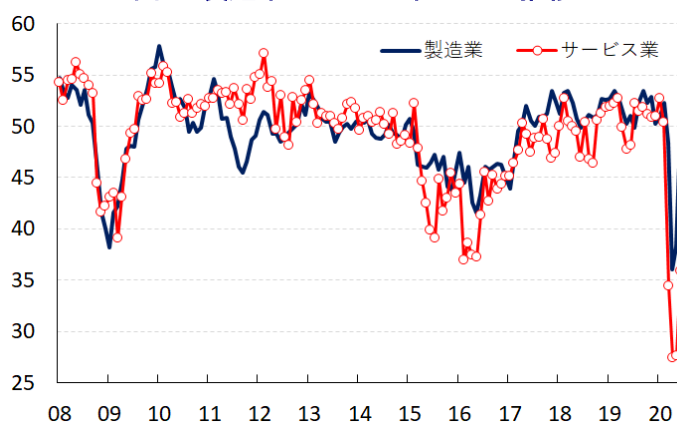
ビス業の企業マインドが依然として力強さを欠く展開が続いていることは雇用・所得環境の悪化を背景に内需の鈍化が続いていることを示唆している。よって、ブラジル経済を巡る状況は『最悪期』を過ぎていると捉えられるものの、本格回復には新型コロナウイルスの動向を含めて時間を要する状況は変わっていないと言えよう。

こうしたなか、中銀は断続的な利下げ実施により景気下支えを図る姿勢を強めており、足下のインフレ率が目標域（ $4.0 \pm 1.5\%$ ）を下回る推移が続いていることも重なり、政策金利は過去最低水準となるなど思い切った金融緩和に舵を切ってきた。ただし、新型コロナウイルスの動向を含め、景気の先行きに対する不透明感がくすぶっていることを受けて、中銀は4～5日に開催した定例の金融政策委員会において9会合連続の利下げ実施を決定した。なお、利下げ幅は25bpと6月の前回会合時点（75bp）から大幅に縮小されたものの、政策金利であるSelicは2.00%と史上最低を更新しており、インフレ動向を加味した実質金利はマイナスとなるなど異例の金融緩和に踏み切る格好となる。会合後に公表された声明文では、世界経済について「新型コロナウイルスのパンデミックに伴い世界恐慌以来となる大幅な景気減速に直面している」としつつ、「主要国で

は改善の兆候が出ており、金融市場のボラティリティも一定程度緩和しているものの、新興国を取り巻く環境は依然厳しい」との見方が据え置かれた。一方、同国経済については「足下の経済指標は部分的な回復を示唆しており、先行きの景気回復に対する不確実性は例年に比べて大きく、年末以降は緊急支援措置の終了に伴う下振れが重なることが懸念される」との見方を示した。その上で、物価動向については「1ドル=5.2リアル程度での推移を前提に今年には1.9%に留まるも、来年は3.0%、再来年は3.4%に徐々に加速する」とし、政策金利について「今年末時点で2.00%となるも、来年末には3.00%、再来

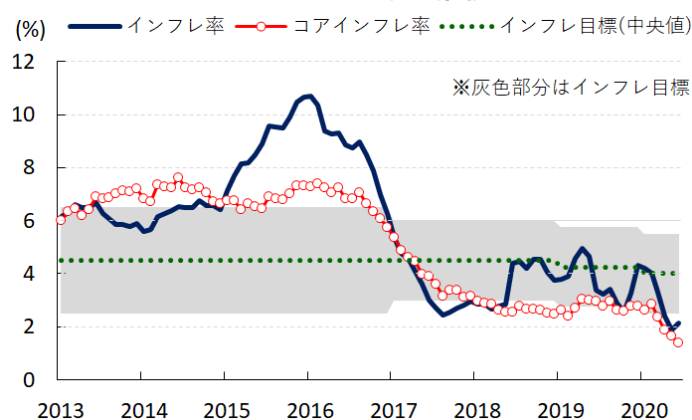
は改善の兆候が出ており、金融市場のボラティリティも一定程度緩和しているものの、新興国を取り巻く環境は依然厳しい」との見方が据え置かれた。一方、同国経済については「足下の経済指標は部分的な回復を示唆しており、先行きの景気回復に対する不確実性は例年に比べて大きく、年末以降は緊急支援措置の終了に伴う下振れが重なることが懸念される」との見方を示した。その上で、物価動向については「1ドル=5.2リアル程度での推移を前提に今年には1.9%に留まるも、来年は3.0%、再来年は3.4%に徐々に加速する」とし、政策金利について「今年末時点で2.00%となるも、来年末には3.00%、再来

図2 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3 インフレ率の推移

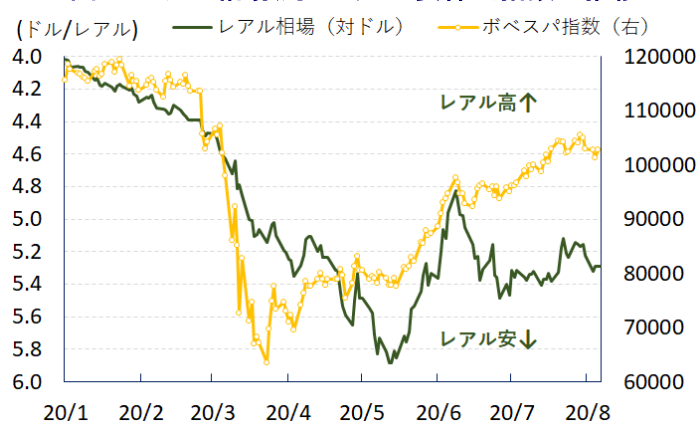


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

年末には5.00%に引き上げられる」との見通しを示すなど、来年の見通しについて6月の前回会合で示された見通しの下限近傍に留まるとした。一方、インフレ動向については「需給の緩みを反映した予想外の景気低迷や新型コロナウイルスの感染収束の遅れに伴う不確実性の高まりを受けた下振れリスク」がある一方、「新型コロナウイルス対応に伴う財政悪化、改革姿勢の後退に伴うリスク・プレミアムの上昇、緊急支援措置による需要下支えに伴う上振れリスク」の双方が存在するとしつつ、「構造改革と構造調整を忍耐強く進めることが持続可能な景気回復に不可欠」との認識を改めて強調した。なお、政策運営については「現下の状況に鑑みて異例の強力な金融緩和が必要と信じるが、金融安定性の観点から追加緩和余地は存在するとしてもわずかになる」との見方を示した上で、「今後の追加利下げはより穏健なアプローチになるとともに、物価動向や財政動向に左右される」との考えを示すなど、利下げ余地の『限界』をにじませる姿勢をみせた。その一方で「インフレ期待がインフレ目標に充分近接するまでは金融緩和の縮小は行わない」との考えを示すなど、相当期間に亘って足下の緩和政策を継続する姿勢を強調している。足下の国際金融市場は、全世界的な金融緩和を

背景とする『カネ余り』が続いている上、米トランプ政権による景気下支え策への期待が米ドル安圧力となる動きがみられるなか、リアル相場は比較的堅調な推移が続いているほか、中国の景気回復期待を背景とする国際商品市況の堅調さは株式相場を押し上げている。ブラジル中銀にとっては追加緩和余地が限られるなかで、長期間に亘って異例の緩和を継続する可能性が高いと見込まれる一方、新型コロナウイルスを巡る不透明感はリアル相場や株価の上値を抑える展開が続くであろう。

図4 レアル相場(対ドル)と主要株式指数の推移



(出所) Refinitiv 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。