

## ブラジル中銀、将来的なフォワードガイダンス終了を視野に入れる動き

～当面は異例の緩和措置を維持も、来年には金融引き締めへ転じるシナリオを視野に入れている模様～

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)

- 足下の世界経済は中国の景気回復も追い風に底入れが進む一方、主要国での新型コロナウイルスの感染再拡大など不透明要因がくすぶる。他方、国際金融市場は「カネ余り」が続くなかでワクチン開発への期待を受けて活況を呈しており、米ドル安も追い風に新興国への資金回帰の動きが出ている。ブラジルでも景気が底打ちするなかでレアル相場は堅調に推移する一方、足下では感染再拡大に見舞われており、先行きの景気への不透明感が高い。結果、レアル相場は年初を大きく下回る水準に留まるなど力強さを欠く展開が続く。
- 中銀は昨夏以降断続的に利下げを実施しており、年明け以降は新型コロナウイルスのパンデミックによる景気下振れを受けて大幅利下げに踏み切った。8月の定例会合では利下げとフォワードガイダンス導入により景気下支えを図る一方、足下ではインフレが上振れするなど政策運営に影響を与える懸念が出ている。こうしたなか、中銀は8～9日の定例会合で政策金利を据え置き、フォワードガイダンスを維持する一方、将来的な終了を視野に入れたシナリオを提示するなど利下げ局面は完全に終了したと考えられる。来年には利上げを前にしたフォワードガイダンス終了など、異例の緩和姿勢の修正が進められる可能性が高いであろう。

足下の世界経済を巡っては、新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）の当初の感染拡大の中心地となった中国で感染封じ込めが図られている上、経済活動の正常化により景気の底入れが進んでいるほか、欧米をはじめとする主要国での感染拡大一服による経済活動の再開も重なり、製造業を中心に企業マインドの改善が続くなど景気の底入れが進んでいる。ただし、足下では欧米などにおける感染再拡大を受けて行動制限が再強化される動きが広がっている上、一部の新興国では感染拡大の動きが一段と強まり事態収束の見通しが立たない状況が続くなど不透明感が高まっている。他方、国際金融市場では全世界的な金融緩和により一段と『カネ余り』の様相が強まるなか、新型コロナウイルス向けワクチン開発に対する期待も追い風に資産価格は上昇傾向を強めるなど活況を呈している。さらに、米大統領選での民主党のバイデン前副大統領の勝利が確実となるなか、次期政権での財政及び金融緩和の長期化を期待して米ドル安が進んでおり、国際金融市場が『リスク・オン』の様相を強めるなかで一部のマネーはより高い収益を求めて新興国に回帰する動きも出ている。こうし

図1 レアル相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

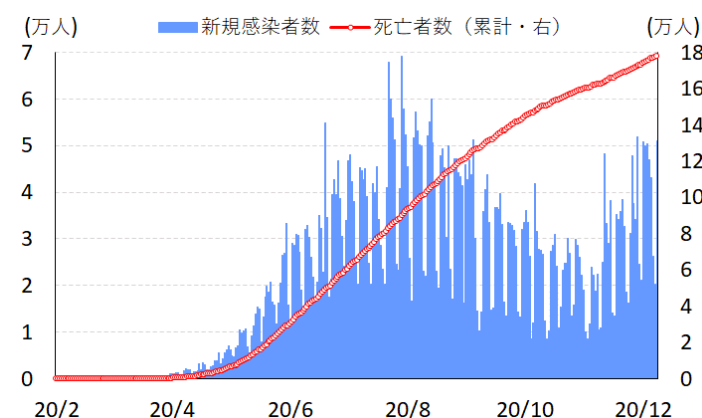
た状況に加え、足下では国際金融市場の活況を背景に国際原油価格も堅調な動きをみせており、南米有数の産油国であるブラジルの通貨リアルは底入れの動きを強めるなど資金回帰の動きがうかがえる。さらに、年明け以降の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の影響で同国経済はマイナス成長が続く事態に陥り、ボウソナロ政権は国内での感染拡大が続いているにも拘らず経済活動を重視する姿勢を示した結果、6月以降はサンパウロ州などで経

済活動が再開されるなど、経済重視に大きく舵が切られた。また、貧困層及び低所得者層に対する現金給付や非正規雇用者に対する支援金給付などの財政支援に加え、中銀による利下げ実施など金融緩和も追い風に、7-9月の実質GDP成長率は前期比年率+34.58%と3四半期ぶりのプラス成長となるなど景気は底打ちを果たしている（詳細は4日付レポート「[ブラジル、3四半期ぶりのプラス成長も自律性は乏しく、先行きも不透明](#)」をご参照下さい）。こうした状況も海外資金の流入を促していると思われる一方、同国の感染動向を巡っては7月末を境に新規感染者数は頭打ちするなど事態は最悪期を過ぎつつある兆候もうかがわれたが、その後も感染拡大の動きが都市部から地方に移行していることを受けて新規感染者数は高水準で推移している上、足下では感染再拡大の動きがみられる上、死亡者数も拡大傾向を強めるなど状況は再び悪化している。こうした状況は足下のリアル相場は底入れしているものの、水準は年初を大きく下回るなど力強さを欠く推移が続く一因になっていると考えられる。

なお、中銀は昨年夏以降断続的な利下げ実施を通じて景気下支えを図って来たが、年明け以降も新型コロナウイルスのパンデミックの影響を受けた景気の下振れを受けて大幅利下げを実施しており、8月の定例会合まで9会合連続の利下げを実施した結果、政策金利は過去最低水準の2.00%となるなど異例の金融緩和に動いてきた（詳細は8月6日付レポート「[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](#)」をご参照下さい）。しかし、その後は政策金利を据え置く一方で、

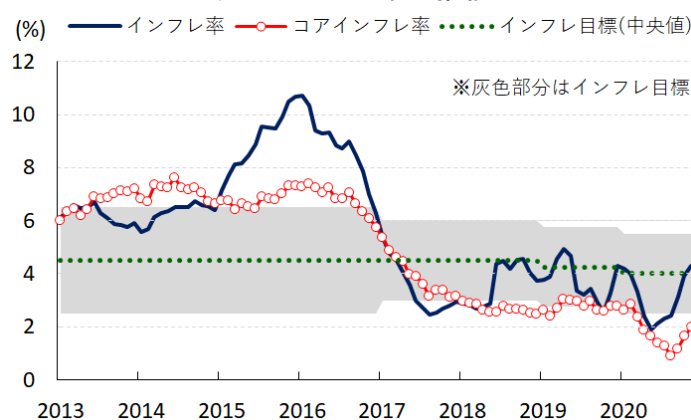
長期に亘って借入コストの低減を目指すフォワードガイダンスを通じて新型コロナウイルスにより打撃を受けた同国経済の下支えを図る姿勢を維持してきた。他方、景気減速を受けてインフレ率は中銀の定めるインフレ目標を大きく下回る推移が続いてきたものの、足下では食料品やエネルギーなど生活必需品を中心とする物価上昇によりインフレ率は底入れしており、直近11月は

図2 新型コロナの新規感染者数・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

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

前年同月比+4.31%と目標を上回る水準となっている。なお、足下の景気は本調子にほど遠い状況が続いていることを反映して、コアインフレ率は前年比+1.98%とインフレ目標の下限(2.5%)を下回る水準に留まるものの、同國中銀はインフレ動向に対して敏感に反応する傾向が強く、先行きの政策運営に対して如何なる影響を与えるかに注目が集まった。こうしたなか、8～9日の日程で開催された定例の金融政策委員会において中銀は3会合連続で政策金利を2.00%に据え置く一方、8月の定例会合で導入されたフォワードガイダンスについて「導入根拠となった条件は変わらず、引き続き非常に緩和的な金融政策を必要としている」との認識を示す一方、「インフレ期待が目標に近づくシナリオにおいては、フォワードガイダンスを維持する条件が間もなく失われることを示唆している」など、将来的なフォワードガイダンスの廃止を想定するシナリオが示された。ただし、こうした状況についても「機械的な利上げ実施を意味するものではない」としつつ、「フォワードガイダンスが適用されなくなった場合は、インフレ見通しとリスクバランスに基づいてインフレ目標の枠組が政策の指針になる」との見解を示した。その上で、足下のインフレ率の上振れについては「一時的なものである」との見方を示した上で、物価動向については「特にコアインフレ率の動向を注視する」とするなど、低調な推移が続くコアインフレ率の動向をより重視する姿勢をみせている。また、同国経済については「景気回復の動きには予想通りバラつきがみられる」とした上で、先行きは「年末に貧困層や低所得者層に対する所得移転プログラムが終了することに伴い不確実性は例年以上に高まっている」とするなど厳しい見方を示した。その上で、先行きのインフレ見通しについてはメインシナリオ(政策金利は年末まで2.00%を維持した後、2021年末には3.00%、2022年末には4.50%に引き上げるシナリオ)では「1ドル=5.25レアルを前提に2020年は+4.3%、2021年は+3.4%、2022年も+3.4%」の一方、政策金利を2.00%で維持し続けるシナリオでは「2020年は+4.3%、2021年は+3.5%、2022年は+4.0%」との見通しが示された。こうした見通しを勘案すれば、遅くとも来年後半には利上げ実施を前提にしたシナリオを想定していると思われ、その前にはフォワードガイダンスの終了など異例の緩和政策の修正が図られる可能性も高まると予想される。

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。

