

2020 年 10 月 30 日

通貨ニュース

ブラジル:BCB のフォワードガイダンスにみる脆さ

ブラジル中央銀行(BCB)は10月28日、政策金利(翌日物金利、Selic)を過去最低水準となる2.00%に据え置くことを全会一致で決定した。据え置き判断は2回連続となる。据え置きは市場の予想通り。2019年7月以降、計450bpの利下げが行われ、すでに政策金利はインフレ率を下回るマイナス金利の状態にある(図表1)。また、前回会合(9月)では、声明文に「追加的な緩和手段としてフォワードガイダンスを活用することが適切である」との1文が追加され、利下げは一巡したとの見方が高まっていた。

今回の声明文でも以下の通り、フォワードガイダンスが盛り込まれた。一定の条件が満たされる限り、BCBの金融政策委員会(Copom)に利上げをするつもりはないことが示唆された。具体的には、①インフレ期待もしくはインフレ見通しがBCBのインフレ目標を明確に下回る、②財政方針に変更がない、③長期のインフレ期待が十分に抑制されている、の3点に言及があり、現状はこれらの条件が満たされているという。

The forward guidance stated that the Copom does not intend to reduce the monetary stimulus as long as specified conditions are met.

もともと、条件付きだからこそ、かえって政策の見直しをBCBが迫られる可能性はある。実際、市場はその方向により傾きつつある。BCBの市場参加者サーベイによれば、2020年末のSelic見通しは2.00%と前回会合時から変わらないものの、2021年末の見通しは2.75%と0.25%pt上昇した。また、翌日物銀行間金利の先物の動きからは、2021年末時点の金利見通しが0.70%pt弱上方修正されたことがうかがえる(図表2)。BCBがフォワードガイダンスの活用に動く一方で、市場では利上げ見通しが強まりつつあるという状況だ。

確かに、インフレ率(IPCA)見通しは抑制されたものにみえる。上述の市場サーベイによれば、2020年と2021年の見通しは、それぞれ前年比+2.99%、同+3.10%にとどまる(図表3)。また、USD/BRLが5.60から始まり購買力平価(PPP)に即した動きをみせるとすると、インフレ率は2020年で前年比+3.1%、2021年で同+3.1%、2022年に3.3%になるというBCBの推計結果もある。いずれも、BCBのインフレ率目標(2020年:前年比+4.00%、2021年:同+3.75%)を下回る。

ただし、これらの前提には、2021年末時点のSelicが2.75%であるという見通しがある。0.25%毎の利上げとなれば3回分に相当する。この見通しが2.00%であっても2021年のインフレ率は前年比+3.2%にとどまるとのBCBの推計結果もあるが、市場の見方は異なるのではないかと。仮に、2021年もSelicを2.00%に維持しようとするれば、インフレ率とその見通しはより上昇し、結局は利上げせざるを得なくなる。これが、市場の見方の大勢と思われる。

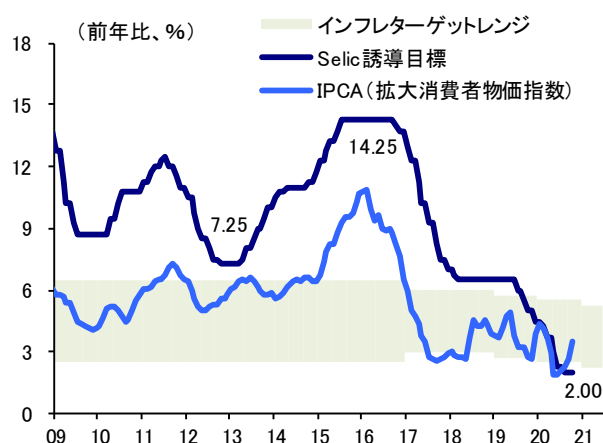
市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀内 隆文
03-3242-7065
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

なお、2021 年末の Selic 見通しが足許にかけて上昇している背景としては、BRL 安が挙げられる。ドルが過剰感から弱含む中であって、BRL は対ドルで下落が続く通貨のひとつである。足許では対ドルで 5.79 まで水準を切り下げ、年初来では 3 割超下落、5 月につけた史上最安値(5.97)も再びみえつつある(図表 4)。その影響がすでに物価面に表れていることは、BCB も今回の声明文で触れている。市場サーベイのインフレ見通しは前回会合から小幅な上昇(3.0%→3.1%)にとどまっているが、同時に Selic の見通しを引き上げていることは上述の通りである。そして、BRL を他の新興国通貨と異なる動きとさせている要因に、経済政策を巡る混乱、端的には財政を巡る不安感という固有の問題があることを考慮すれば、2020 年で収束するとも考えにくい。

このように見てみると、BCB のフォワードガイダンスには脆さが見出せる。政策金利据え置き条件となる②の財政方針は、追加財政措置の必要性和財政規律の維持で政府・議会内での対立が連日報道されているように揺らいでいる。財政への不安が燃えるほか、構造改革への期待感も衰えがちな。また、海外には BCB が声明文で懸念を示した感染第 2 波の動きがみられ、輸出や対内直接投資の低迷(BRL 実需の低迷)の懸念を生む。BRL への逆風は強まっており、輸入物価を通じて①のインフレ見通しへの影響も強まりつつある。足許のインフレ率上昇はマイナス金利幅拡大という格好で、BCB が警戒してきた金融市場の健全性へのリスクにもなりうる。そして、①と②の条件が崩れてくれば、③の長期のインフレ期待にも影響が及ぶのは避けられないだろう。

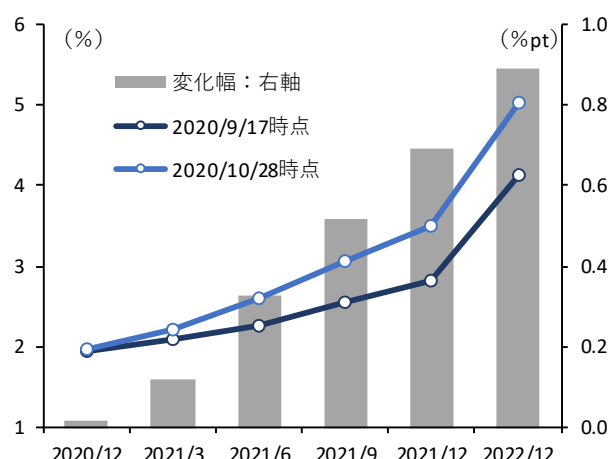
もはや、BCB のフォワードガイダンスは利上げを示唆するものになった感すらある。BRL 相場次第では、BCB が早期の利上げを迫られる展開もありうる点には注意しておきたい。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)



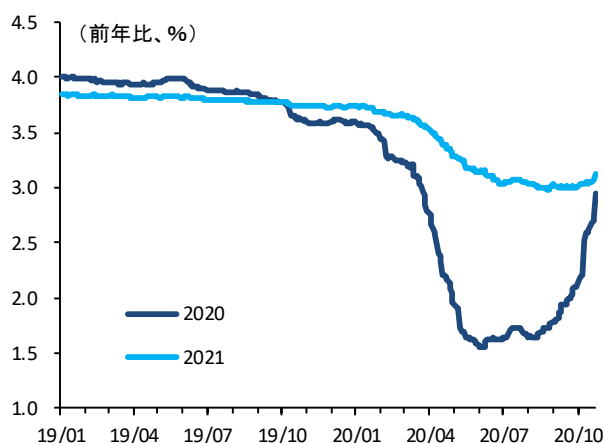
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 翌日物銀行間金利先物の 2 時点比較



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

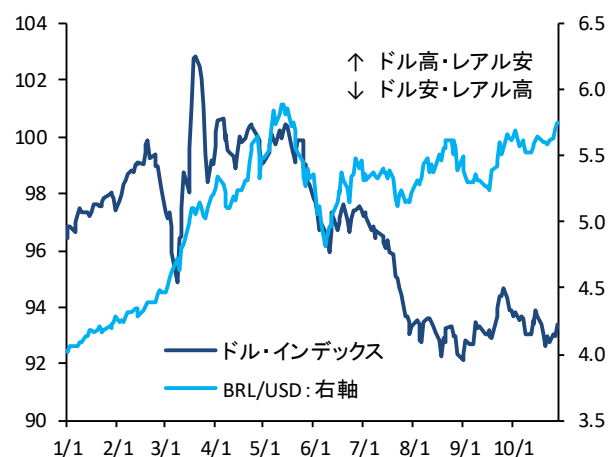
図表 3: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA、予想中央値)



(注)2020 年 10 月 23 日時点

出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

図表 4: レアルの対ドル・レートとドル・インデックス



(注)2020 年 10 月 28 日時点

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。