

2020 年 3 月 12 日

## 通貨ニュース

# ブラジル：財政と構造改革の先行き不透明感がさらに深まる

BRL の対ドルレートが再び史上最安値 (5.97) に迫りつつある。3 月 9 日には一時 5.87 台まで BRL 安が進展。コロナショックを経て、金融市場が落ち着きを取り戻した昨年後半以降は 5.0～5.8 のレンジで推移してきたが、このレンジ上限を抜けた格好だ (図表 1)。米金利上昇やそれに伴うリスク資産価格の調整の影響もあるが、ブラジル資産の価格調整の大きさが目立っており、ブラジル固有の問題によるところが大きいとみられる (図表 2、3)。BRL 急落といえる状況に、ブラジル中央銀行 (BCB) は通貨スワップ市場と為替スポット市場における介入に動いている (図表 4、5)。

こうしたブラジル資産の様な売りの背景には、いつもの通り、財政と構造改革の先行きを巡る不透明感の高まりがある。2022 年の大統領選を控えて、ボウソナロ大統領は低迷する支持率の回復に躍起だ。2 月、昨年末で打ち切っていた低所得層向けの現金給付を再開すると表明した。財源を巡り再開に慎重な姿勢をみせていたゲデス経済相を押し切ったの判断とみられる。ブラジルで COVID-19 の変異種による感染拡大が深刻化していることも考慮すれば、こうした措置の長期化もありえ、財政悪化が懸念された。

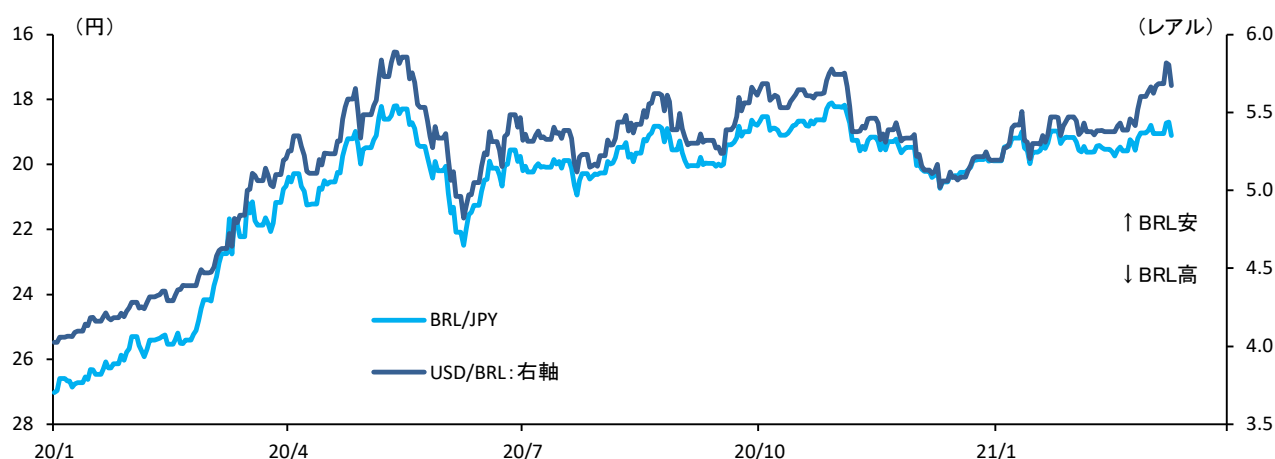
また、ボウソナロ大統領が国営石油公社の再建を担ってきたブランコ CEO を更迭したことも市場で問題視された。同社による燃料価格引き上げに、同大統領の支持母体のひとつであるトラック業界から強い不満がもたらされたことが理由とも言われる。実際、同大統領は 3 月に、ディーゼル燃料や調理用ガスへの一部課税の停止・撤廃を表明した。この問題を巡っては、汚職が問題化した同公社の再建をゲデス経済相がブランコ氏に委ねた経緯を考慮すれば、構造改革の一環である国営企業の民営化の先行きが怪しくなったことがまず指摘できる。次に、燃料価格の抑制を、減税や補助金もしくは石油公社への介入等、いずれの方法で成し遂げようと国庫負担は避けられず、財政悪化が一層進むというリスクも指摘できる。同大統領は金融機関向けの一部増税を提案しているが、議会が承認するのか、十分な財源が確保できるのかという点は不明だ。

そして、市場を最も動揺させたのが、ブラジル連邦最高裁判所が 3 月 8 日にルラ元大統領の有罪判決を取り消したことだろう。この判決により、同氏は 2022 年の大統領選に出馬できる可能性がある。同氏は大統領時代 (2003～2010 年) に資源バブルを追い風に高成長を実現したことで、根強い支持を維持している。同氏が大統領選に出馬するなら 50% が同氏に投票すると回答した世論調査もある。同調査でボウソナロ大統領に投票するとの回答は 38% だった。同大統領がさらなる支持獲得を目指して、バラマキ色の強い政策にシフトしていく可能性は高まったといえよう。それは、財政悪化を伴う。また、ルラ氏ら左派による政権奪取が意識されるほどに、議会内での財政再建や構造改革の気運も薄れよう。ルラ氏が問われた罪には、国営石油公社を巡る大規模汚職が含まれる。

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

2019 年のボウソナロ政権発足以降、市場はブラジルの変化に期待してきたところがある。すなわち、ルファ氏を含め左派政権時代の後遺症として残った、財政悪化を起点に始まる負の循環を断ち切ることを期待してきた(図表 6)。同政権は自由市場経済主義を掲げ、ゲデス経済相が財政再建と構造改革の推進。年金改革という大きな一歩も踏み出した。しかし、コロナ禍と上述の政治混乱がこの路線維持をいよいよ困難なものとしつつある。これが、市場の懸念だろう。

実際、BCB も金融政策の見直しを迫られつつある。インフレ見通しの変化により、1 月の政策会合ではフォワードガイダンスを撤回した。それでも、2021 年前半は景気を下支えするべく政策金利は過去最低の 2.00% を維持するとみてきたが、利上げ開始時期の前倒しもありそう(図表 7)。BCB の市場サーベイによれば、インフレ見通しは上昇基調にあるほか、2021 年末の政策金利の予想平均値は 4% 程度まで上昇(図表 8、9)。年内あと 7 回の政策会合が予定されているが、計 200bp の利上げが予想されていることになる。足許での財政再建や構造改革を巡る不透明感が、BRL の急落を伴うほどに高まっているなかで、3 月 17 日の BCB の政策判断が注目される。

**図表 1: BRL 相場**


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

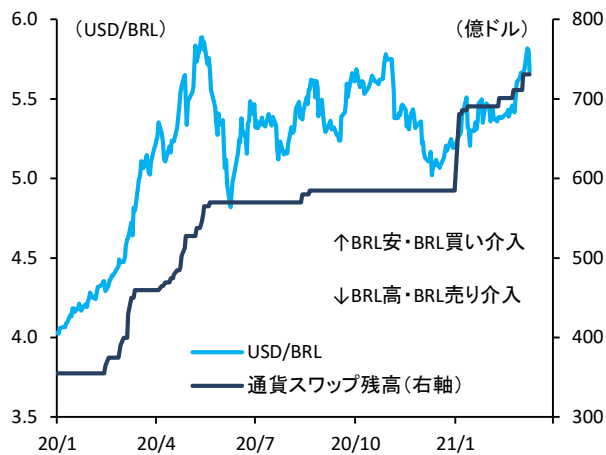
**図表 2: 10 年国債利回り**


出所: Macrobond、みずほ銀行

**図表 3: 株価指数**

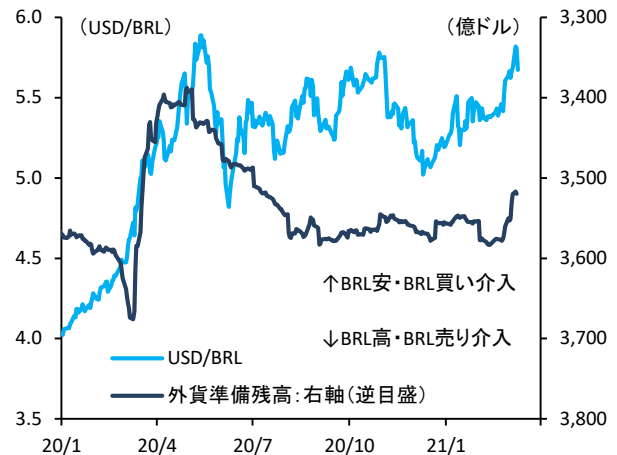

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: BCB の保有する通貨スワップ残高



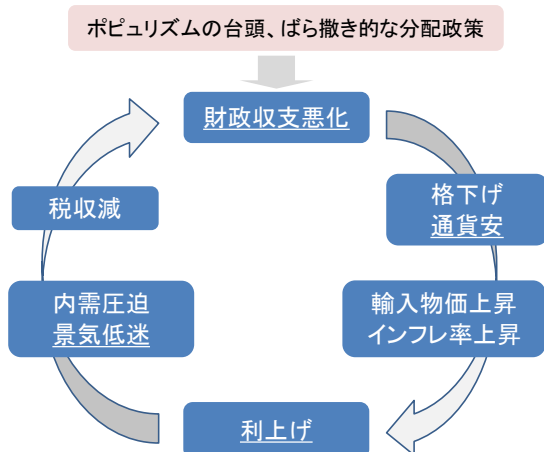
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: 外貨準備高



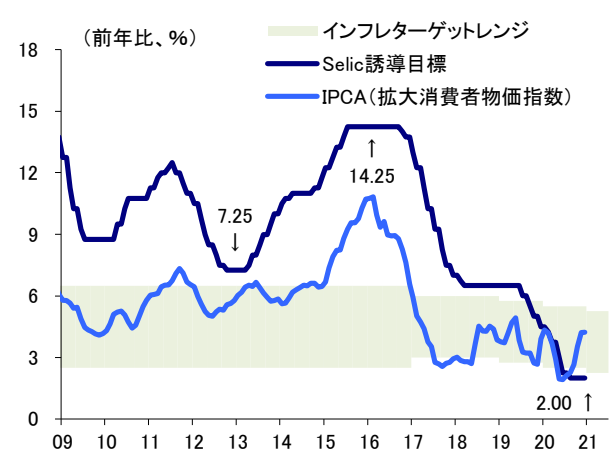
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: 懸念されるポピュリズム政策の悪循環



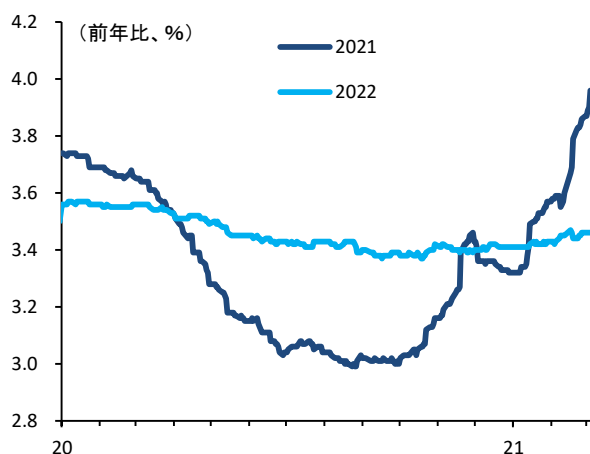
出所: みずほ銀行

図表 7: 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

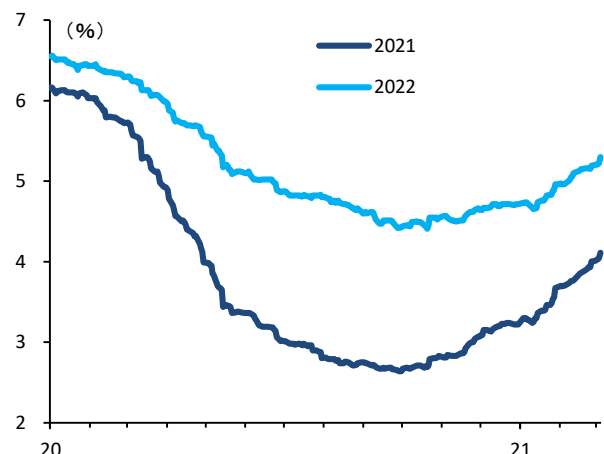
図表 8: BCB 市場サーベイ (年間 IPCA 見通し、予想平均値)



(注) 2021年3月5日時点

出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

図表 9: BCB 市場サーベイ (政策金利見通し、予想平均値)



(注) 2021年3月5日時点

出所: ブラジル中央銀行、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。