

2023 年 5 月 8 日

通貨ニュース

ブラジル：タカ派姿勢は若干後退も、政権からの利下げ圧力には屈さず

ブラジル中央銀行(BCB)は3日、金融政策委員会(Copom)を開催し、事前の市場予想通り、政策金利(翌日物金利、Selic)を13.75%に据え置いた(図表1)。決定は全会一致で行われ、据え置き判断は6会合連続となる。直近では米中堅銀行が米大手銀行に吸収され救済されるなど引き続き金融不安が燐っていたが、BCBとしては先行きの高水準のインフレ見通しを重視したようだ。また、ルラ政権からは相変わらず利下げ圧力がかかっているが、これにも屈することはなかった。しかしながら、声明文における今後の政策金利のガイダンスにおいては、「可能性は低いものの、デイスインフレのプロセスが期待通りに進まなければ、引き締めサイクルを再開することを躊躇しない」と前回会合からはややトーンが和らいでいることは強調しておきたい。

インフレ動向に関し、3月のインフレ率(IPCA)は前年比で+4.65%となり、前月(+5.60%)及び市場予想(+4.71%)を下回った。21年2月以来約2年ぶりに中銀によるインフレ目標の上限(23年は+4.75%)を下回った。インフレ減速をけん引したのは食品・飲料価格であり、+9.8%から+7.3%へ大きく鈍化。一方、コアインフレ率(+7.8%)やサービスインフレ率(+7.6%)の鈍化は緩やかであり、今後のインフレ率は賃金動向などに大きく左右されよう(図表2)。この点、ルラ大統領からは最低賃金の引き上げが発表されており、5月1日からは月額1302リアルから1320リアルに引き上げとなった(図表3)。これはルラ大統領の公約を実行したに過ぎないわけであるが、BCBに対し利下げ圧力をかける一方で、利下げを遅らせる(=インフレを長引かせる)可能性を高める施策を打ってしまったと言って差し支えない。今後もルラ政権とBCBとの対立は続こう。

実際、先々のインフレ見通しはじりじりと上方修正が続いている。BCBの市場サーベイ(4月28日集計)によれば、市場参加者のIPCA見通しは、2023年で前年比+6.05%、2024年で同+4.18%という(図表4)。前回会合時点の調査より、それぞれ+0.1%ポイント程度上振れている。なお、BCBの見通しによれば、通年のインフレ率に関し2023年に前年比+5.8%、2024年に同+3.6%となっており、こちらは前回会合から不変だった。

また、BCBはインフレの上振れリスクとして、①世界的なインフレ圧力の持続、②新財政規則案に関する不確実性の高まりと、緩慢な財政運営に伴うインフレ率の上昇、③インフレ期待の高まりの長期化、を強調。②に関しては、燃料税の復活や新財政規則案の国会提出を受け財政的な懸念は後退しているとは認めつつ、「インフレ率の収束と財政枠組みとの間には機械的な関係はない」と述べた。あくまで財政とは切り離しつつ、インフレ目標の達成に向け独立した金融政策運営を志向する構えだ。

一方で、インフレの下振れリスクは会合ごとに増しつつある印象だ。BCBは、④商品価格のさらなる下落、⑤金融不安に伴う世界経済の予想以上の減速、⑥

市場営業部

長谷川 久悟

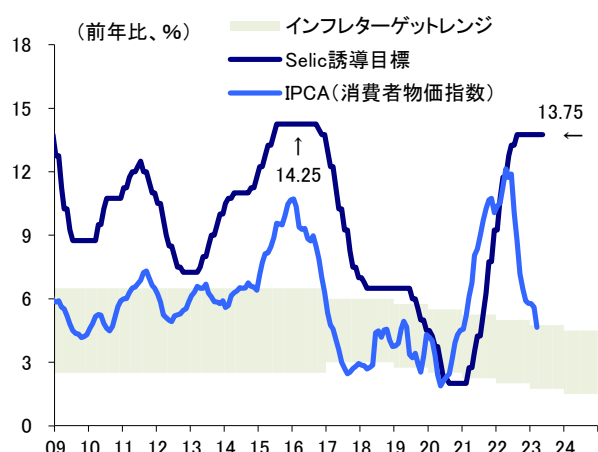
03-3242-7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

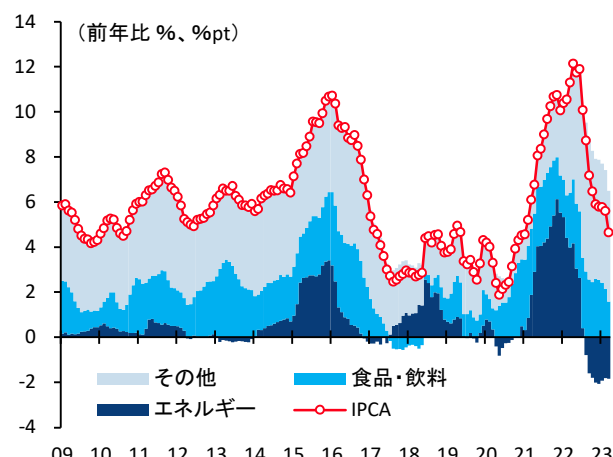
国内信用供与の鈍化、をリスク要因に挙げた。④に関しては、4 月上旬の OPEC+による原油減産公表以降も原油価格の顕著な上昇が見られないなど、足許で商品価格は軟調な推移を続けている。むしろパンデミック以前より高水準に位置していることは事実であろうが、今後欧米中心に経済の減速が見込まれる中、商品価格の大幅な再上昇の可能性は低い。もっとも、中国の経済回復の度合いやロシア・ウクライナ戦争の動向に依存する部分も大きいことには注意を払いたい。⑤・⑥に関しては、米金融当局による速やかな対応により国際的な金融不安の波及には今のところは至っていない。ブラジルにおいても例外ではなく、あくまでテールリスクとして考えるべきシナリオだろう。こうした中、上述の BCB サーベイでは、2023 年末の政策金利見通しが 12.50%と前回会合時(12.75%)から下方修正(図表 5)。市場による利下げ期待も徐々に高まっているといえるだろう。

以上、BCB はタカ派姿勢を弱めつつあるとはいえ、いきなりの利下げ転換は見込めない。足許のインフレ率は鈍化傾向にあるが、先行きのインフレ期待が落ち着きを取り戻すことを確認するまでは、利下げ開始は決定されないだろう。さらに、新財政規則案に関する不確実性は高く、国会で承認、そのあと発行されるまでには時間がかかる。その間に見切り発車で利下げ開始とはなるまい。とはいっても、BCB もタカ派一辺倒というわけではない。ネット BCB 総裁は金利低下を望む旨の発言を重ねて行ってきた。デフインフレのさらなる進行をしっかりと確認しさえすれば、BCB が利下げに動く確度は高い。さらに BCB は、2024 年末まで 13.75%の金利を維持した場合、インフレ率は 2024 年に+2.9%に低下するといった代替予想を提示した。これはインフレ目標の中央値(24 年: +3.00%)をも下回る数字であり、利下げ開始がそう遠くはないことを示唆しよう。加えて上述の通り、声明文のトーンも着実にタカ派姿勢を弱めていることも見逃せない。本欄では、9 月会合において利下げサイクルが開始されるものと見込んでいる。

BRL 相場は、3 月中旬以降金融不安の一巡や FRB のタカ派姿勢の弱まり、中国経済の回復期待などを背景に対ドルで堅調推移を続けてきた(図表 6)。ただし、上述の通り年央には BCB の利下げが視野に入る中、金利面での BRL のアドバンテージは剥落を余儀なくされよう。また、中国の経済回復に関しても、PMI の推移などを確認する限りサービス業に限られた話であり、製造業循環はいまだ回復途上にある。加えて、4 月中旬以降商品市況は軟調な推移を続けており、実需面も BRL の向かい風となる可能性が高い。以上の要因から、目先数か月の BRL 相場は弱含みとの予測は堅持したい。

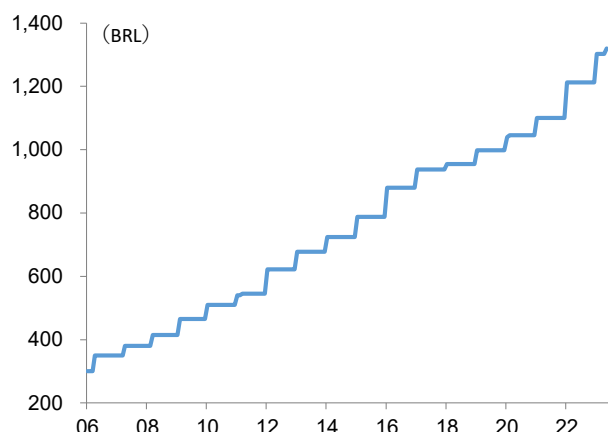
図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)


出所: ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

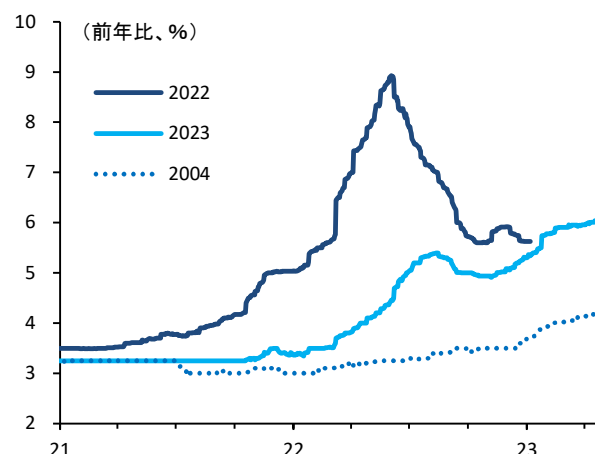
図表 2: インフレ率(IPCA)の品目別寄与度


(注) エネルギーは国内燃料と自動車用燃料の合計

出所: ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

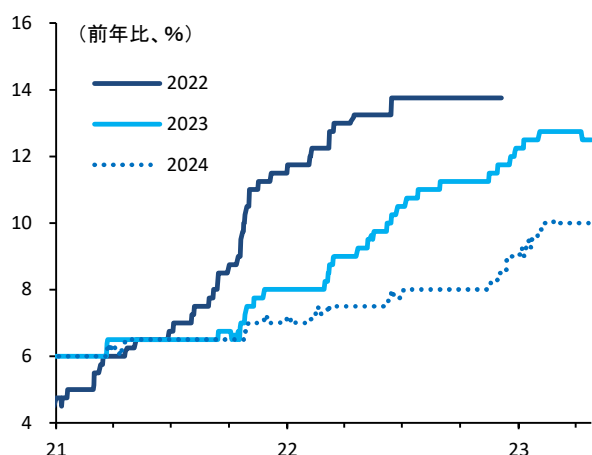
図表 3: 最低賃金(月額)


出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)


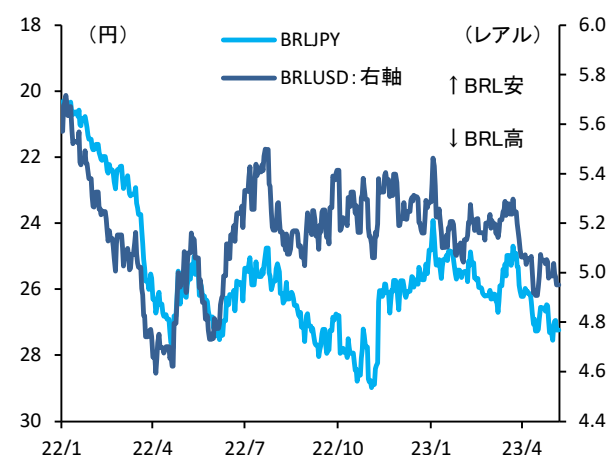
(注) 2023 年 4 月 28 日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 5: BCB 市場サーベイ(年末の政策金利見通し、中央値)


(注) 2023 年 4 月 28 日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 6: BRL スポットレート(日足)


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。