

2023 年 6 月 22 日

通貨ニュース

ブラジル：利下げ開始へのカウントダウンが始まる

金融政策に関して

ブラジル中央銀行(BCB)は 21 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 7 会合連続となる。Copom 開催を前に、政権サイドや民間企業団体から早期の利下げを求める発言が相次いだ。BCB がこれに屈することはなかった。ただ、声明文においては、「長期に渡って政策金利を維持する戦略は、インフレ目標達成に十分だった」としており、インフレ動向次第で追加利上げを示唆していた前回会合から比べ、タカ派姿勢が明確に後退していることがうかがえる。

インフレ動向に関し、5 月のインフレ率(IPCA)は前年比で+3.94%となり、前月(+4.18%)および市場予想(+4.04%)を下回った(図表 2)。20 年 10 月以来の低い伸びとなり、3 か月連続で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、+5.9%から+5.5%へ大きく鈍化。また、輸送価格も▲2.9%から▲4.8%へ下落ペースを加速させた。このうち、輸送価格に関しては、石油公社によるガソリン価格の引き下げの影響が大きいものと推察され、6 月 1 日発行の『エマージングマーケットマンスリー』でも言及した通りで特段新味はない。最低賃金のさらなる引き上げ等、今後の賃金情勢には注意を払う必要はあるものの、好調な穀物生産や低位安定している原油価格を背景に、インフレは緩やかな鈍化基調を継続すると見込む。

実際、先々のインフレ見通しは、5 月半ば以降じりじりと下方修正が続いている。BCB の市場サーベイ(6 月 16 日集計)によれば、市場参加者の IPCA 見通しは、2023 年で前年比+5.12%、2024 年で同+4.00%という(図表 3)。前回会合時点の調査より、それぞれ▲0.93%ポイント、▲0.18%ポイント下方修正されている。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+5.0%、2024 年に同+3.4%となっており、こちらは前回会合からそれぞれ▲0.8%ポイント、▲0.2%ポイント下方修正となっている。

インフレ見通しのリスクバランスに関する文言に関しては、前回会合からほぼ不変だった。ただし、インフレの上振れリスクで挙げていた「新たな財政規則に関する不確実性」に関しては、表現が「長引く不確実性」から「若干残存する不確実性」に文言が修正されていることが目を引く。前回会合以降、財政規則案が下院を通過したことを受け、BCB が警戒姿勢をやや後退させた可能性が高い。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 12.25%と前回会合時(12.50%)から下方修正(図表 4)。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 は追加利上げを示唆する姿勢を明確に撤回しており、インフレ率の

市場営業部

長谷川 久悟

03-3242-7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

見通しが大きく下方修正されたことから、タカ派姿勢が明白に後退したと判断できる。かかる中、市場が次に期待するのは利下げであり、実際本稿執筆時点では、金利スワップ市場の動向に基づけば 8 月会合での利下げが期待されている状況だ。また、域内経済の見通しも利下げの早期化を求める声に繋がっていると推察される。6 月初旬に公表された 1～3 月期 GDP は、前年比+4.0%と市場予想の+3.1%を大きく上回る結果となるも、内訳を確認すると軟調な内需の影が見え隠れする内容となった(図表 5)。実際、成長率押し上げに寄与したのは政府最終消費増加と輸入額減少となっており、民間最終消費支出や総固定資本形成は軟調な結果に終わった。軟調な内需や、域内の投資不足を反映した結果と判断して差し支えない。外需も一層の冷え込みが予見される中、域内の成長率は本年末にかけ減速を余儀なくされると予想される。

ただ、声明文を確認する限り、8 月会合での利下げ開始は現状ではメインシナリオには置けない。実際、「デイスインフレのプロセスが定着し、インフレ期待が目標付近に定着するまで、この政策(政策金利の維持)は継続する」「現在のシナリオでは、金融政策運営に忍耐さと冷静さが求められる」としており、早期の利下げ期待を宥めている。もちろん、8 月会合までに発表される経済指標において予想以上のインフレ鈍化が確認されるなどすれば同会合での利下げもあろうが、現状では 9 月会合での利下げ開始との従前からの予測は維持したい。

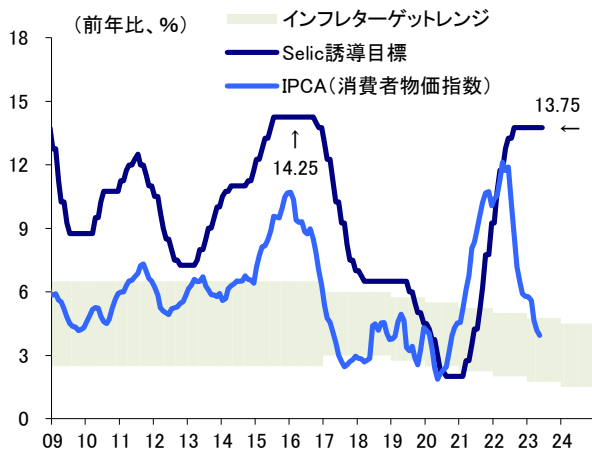
米大手格付機関によるブラジル国債の格付け見通しの変更に関して

6 月 14 日、米大手格付機関がブラジルの外貨建て長期国債の見通しを「安定的」から「ポジティブ」に引き上げた。なお、信用格付は「BB-」で据え置かれている。声明を確認すると、依然大きな財政赤字は残るものの、新たな財政枠組みや域内の好調な GDP 成長率が政府債務の過度な増加に歯止めをかけるとの予測だ。新たな財政規則案が上院で承認される前の格付見通し引き上げだったこともあり、市場ではやや驚きをもって受け止められた。見通し引き上げは必ずしもブラジルの格付けが将来的に引き上げられることを意味するものではないが、同機関がブラジルに対してより楽観的であることを示唆している。しかし、財政収支の見通しは依然として厳しい。新しい財政枠組みで設定された目標が達成されず、債務が持続的な上昇軌道に戻る可能性も十分にある。本欄では、格付の継続的な引き上げは想定しておらず、投資適格級(Baa3/BBB-以上)の地位は遠いと考えている。

BRL 相場に関して

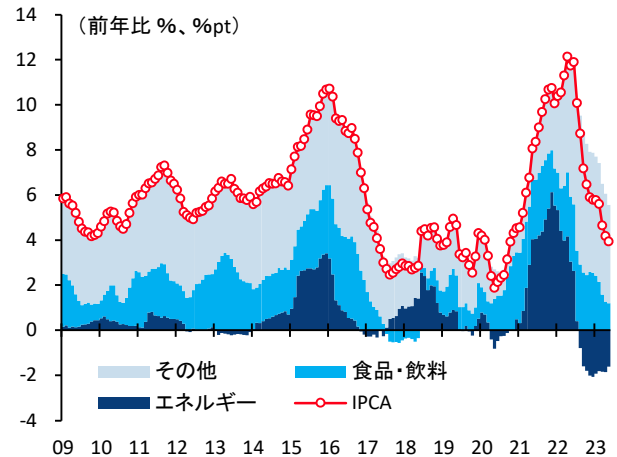
6 月に入って以降の BRL 相場は、『エマージングマーケットマンスリー』や過去の本欄での予測に反し、対ドルで概ね右肩上がりの推移を続け、一時 1 年ぶりの高値を記録した(図表 6)。要因としては、FRB が 6 月 FOMC において利上げ見送りを決定したことや、上述の通りブラジル国債の格付見通し引き上げが主なものだ。もっとも、FOMC が 6 月会合で示したドットチャートでは年内あと 2 回の追加利上げが示唆されており、これが織り込まれるようであれば米金利とドルにはアップサイドがあろう。また、上述の通り BCB は 9 月会合で利下げを開始すると見込んでおり、域内金利には低下圧力がかかるだろう。また、それに連関し、キャリー目的の BRL 買い圧力も後退に向かうと予測する。加えて、域内の財政問題に関しここ数か月楽観的なムードが支配的であるが、経済が腰折れするなどすれば、財政ルールの有名無実化などへの警戒感も高まらざるを得ない。以上の要因から、目先数か月の BRL 相場は弱含みと予測したい。

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

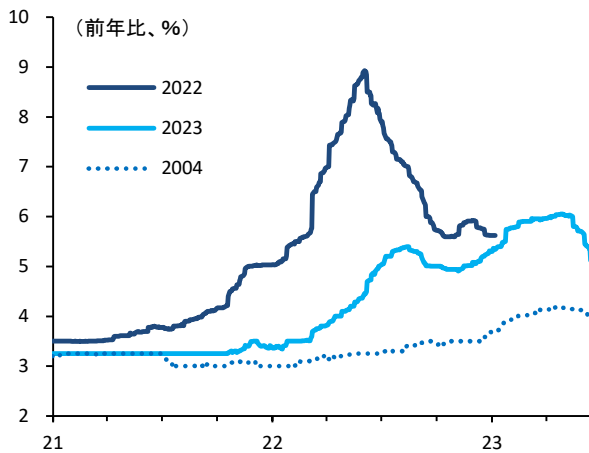
図表 2: インフレ率(IPCA)の品目別寄与度



(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

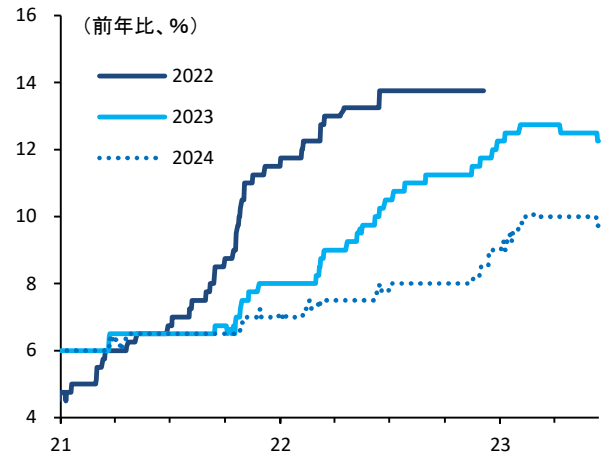
図表 3: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)



(注) 2023 年 6 月 16 日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

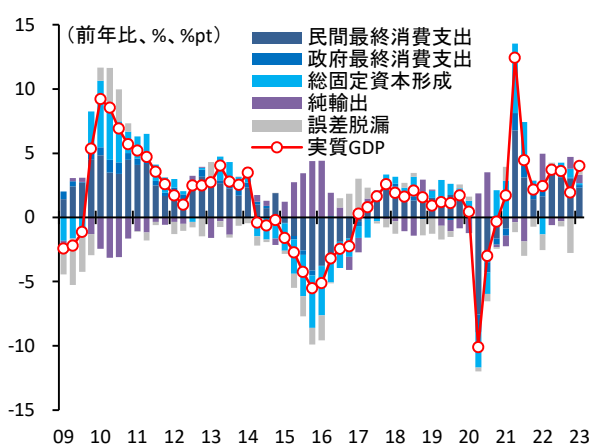
図表 4: BCB 市場サーベイ(年末の政策金利見通し、中央値)



(注) 2023 年 6 月 16 日時点

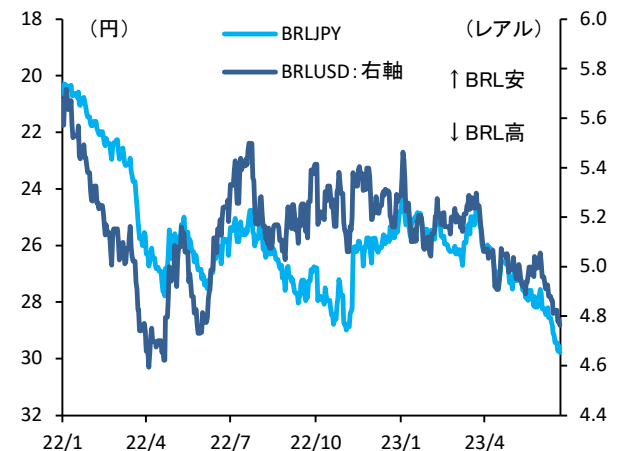
出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 5: 実質 GDP 成長率



出所: CEIC、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。