

2024年8月9日

通貨ニュース

中南米：ブラジル・メキシコの金融政策動向、および為替見直し変更について

為替見直し変更について

タイトルの通り、中南米通貨(BRL、MXN)の見直しを本日付で変更した(図表1)。直近の見直しは、8月1日発刊の「エマージングマーケットマンスリー」だったが、それ以降のグローバルなリスクオフ、およびキャリートレードの急速な巻き戻しを受けたものだ(*1)。両国のファンダメンタルズや金融政策動向に対する見方に大きな変更はないため、水準感こそ動かしたものの、方向感にはほとんど変更を加えてはいない。

過去の通貨ニュース(*1)で指摘した通り、7月から8月初旬にかけてのBRLとMXNの下落は、ほとんどが米株下落という要因で説明できる(図表2)。8月5日以降だとBRLに対する説明力は落ちているが、これはブラジル固有の要因が大きい。これは別途下部で詳細を説明する。何はともあれ、日米の金融政策転換、そして米7月雇用統計の結果が米株調整およびキャリートレードの巻き戻しに拍車をかけ、それが中南米通貨の重しになった格好だ。後付けの説明になってしまいが、いわゆる円キャリートレードがその勢いを加速させたのは2023年3月以降なのだが、それは「米金融市場の安定」と「調達通貨たる円に関する短期金利低位安定＝日銀の金融緩和と政策継続」が前提となっていたように思う。ただし、足許ではその両面が脆く崩れ去ってしまった。再度、円キャリートレードが過去最大規模の興隆に向かう可能性は大きくはないだろう。

このような状況を受けBRL、MXNの見直しを下方修正したが、その幅は、MXNの方が大きい。足許の下落幅が大きいことも背景にあるが、それ以上に投機筋のポジションを重視した。BRLに関しては、IMM通貨先物ポジションにおいては、すでに5月にはネット・ショートに転じていた。高金利通貨を売り建てるには大きなコストがかかることから、売り持ち高が一段と膨らむリスクはそれほど高くない。一方、MXNに関しては、一時期に比べれば縮小したとはいえ、依然ネット・ロングに位置していると思われる。足許の市況も踏まえれば、MXNの脆弱性は、BRLのそれより大きい。

ブラジルの金融政策動向について～BCBは利上げ転換を示唆～

ブラジル中央銀行(BCB)は7月31日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を10.50%で据え置いた(*2)。2023年8月以来、7会合連続で計▲325bpの利下げを実施したが、その後2会合連続で据え置きとなっている。8月6日には同会合の議事要旨が公表されたが、想定以上のタカ派な内容を受け、同日のBRLは上昇で反応している。具体的には、インフレ抑制のために適切と判断した場合、「躊躇せず利上げを行う」ことを全会一致で改めて確認した、と言及されている。通貨安に関しても、「徹底的に議論された」と記されている。過去の通貨ニュース(*2)でも指摘した通り、会合の声明文においては、インフレ見直しの上振れリスクに関し、「持続的な通貨の減価

金融市場部
マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

に伴うインフレへの影響」が追加された。通貨安および輸入物価上昇を明らかに警戒している。なお、2023年8月に政策金利の引き下げに転じて以降では、利上げへの言及は初めてとなる。このようなタカ派な結果になった7月会合議事要旨ではあるが、筆者はBCBの金融政策に対する見通しは現時点では変える必要はないと考えている。実質政策金利は十分に引き締めの的であり、さらなる通貨安進行がインフレ見通しの大きな上方修正を促さない限りにおいては、利上げへの転換は不要と考える。7月会合議事要旨のタカ派な内容は、「ブラフ」のような意味合いも大きかったのではないかと。

このようなBCBの上方発信を受け、BRLは前月比でも上昇に転じているのだが、冒頭に記載の通り、BRLの見通し自体は若干下方修正した。筆者は足許のBCBによる利上げ示唆は「ブラフ」と考えているため、徐々にBCBのタカ派姿勢も後退していくと見込んでいるからである。

メキシコの金融政策動向について～Banxicoは利下げを再開～

メキシコ中央銀行(Banxico)は8月8日、金融政策決定会合を開催し、本欄の予測通り政策金利(翌日物金利)を▲25bp引き下げ、10.75%とした(図表3)。決定は3対2の多数決で、2名が政策金利の据え置きを主張した。利下げは3月会合以来、3会合ぶり。前回会合の声明文では、「物価を巡る環境により、政策金利の調整を議論できる可能性がある」と利下げ含みの情報発信を行っていた。なお、ブルームバーグの調査では、▲25bpの利下げが優勢であった。

懸案のインフレ動向についてBanxicoは、総合ベースの騰勢と、コアの鈍化継続の双方を強調した。物価動向に関し、会合直前に公表された7月消費者物価指数(CPI)は、+5.57%(前年比、以下同様)と市場予想の+5.53%および前回の+4.98%を上回った(図表4)。実に14か月ぶりの高水準の伸びだ。当然、総合ベースでは、Banxicoの目標レンジ(前年比+3%±1%)への収斂は未達である。もっとも、コアベース(+4.13%→+4.05%)は引き続き落ち着いている。農作物、およびエネルギー価格が非コア項目の伸びを強烈に押し上げた。かかる中、Banxicoは来年初めにかけての総合ベースのインフレ見通しを大きく上方修正した。具体的には、2024年7～9月期から2025年1～3月期にかけての見通しを、それぞれ+0.7%、+0.4%、+0.2%ポイントも上方修正している(図表5)。もっとも、コアの見通しは前回会合からはほぼ変わっていない。加えて、総合ベースのインフレ率が目標近傍に達する時期に関しても、2025年10～12月期と不変だった。見通しのリスクバランスも、上方へ傾いている旨の判断に変化はなかった。

以上、Banxicoは利下げの再開に動いた。先々の決定に関し声明文では、「物価を巡る環境により、政策金利の調整を議論できる可能性がある」と、前回会合同様利下げに前向きな情報発信をしている。インフレ見通しの上方修正とは相反するよう見えるが、Banxicoは経済の弱まりを意識しているようだ。声明文では、「世界的なショックの減衰」と「経済活動低迷」の影響を考慮する、と述べている。確かに、域内の4～6月期実質GDP成長率は軟調な結果となっている。

とはいえ、総合ベースのインフレ見通し上方修正の幅は非常に大きく、今回の決定および先々の利下げ示唆を疑問に思う向きもあるだろう。Banxicoもこれに配慮し、インフレ見通しに関し以下のように述べている。まず、足許で騰勢を極めている非コア項目の伸びが今後数四半期で解消する見通しであること、そしてコアインフレ率が引き続き低下することが見込まれること、である。こうした見通しの下、インフレ見通しは依然制限的な金融政策を求めているが、その進展

は利下げが適切であることを示唆する、と利下げを正当化した。確かに、政策金利から1年先の期待インフレ率を引いた「短期実質政策金利」が Banxico の想定する「中立実質政策金利」を大きく上回っており、政策金利が過度に「引き締めの」である点、も考慮に入れば、先々の利下げ路線は支持される(図表6)。年内残り3会合のうち、1~2回の利下げ余地があると考えている。

(*1) 詳細は、2024年8月5日発行の通貨ニュース、『中南米:米株調整由来の急落に直面する中南米通貨』をご覧ください。

(*2) 詳細は、2024年8月1日発行の通貨ニュース、『ブラジル:通貨安を明確に警戒』をご覧ください。

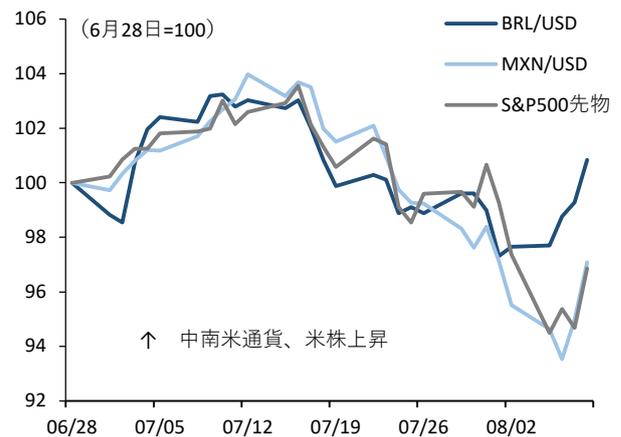
図表 1: BRL、MXN の見通し(対ドル)

		2024年		2025年		
		9月	12月	3月	6月	9月
BRL	旧	5.45	5.25	5.30	5.32	5.35
	新	5.50	5.30	5.35	5.37	5.40
MXN	旧	18.4	18.1	18.0	18.2	18.2
	新	18.7	18.4	18.3	18.5	18.5

※四半期末の予測値

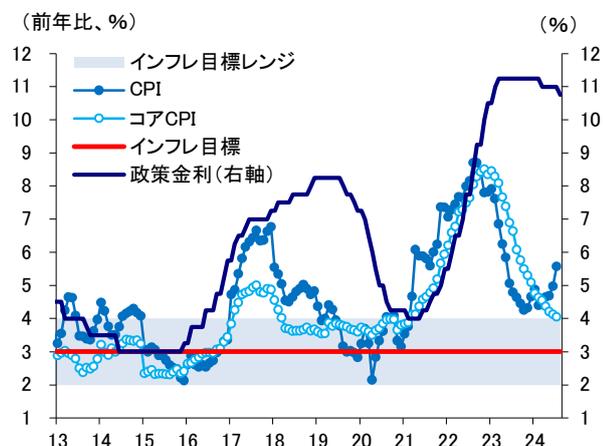
出所:みずほ銀行

図表 2: BRL、MXN、S&P500 先物の値動き



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 3: メキシコの政策金利とインフレ率



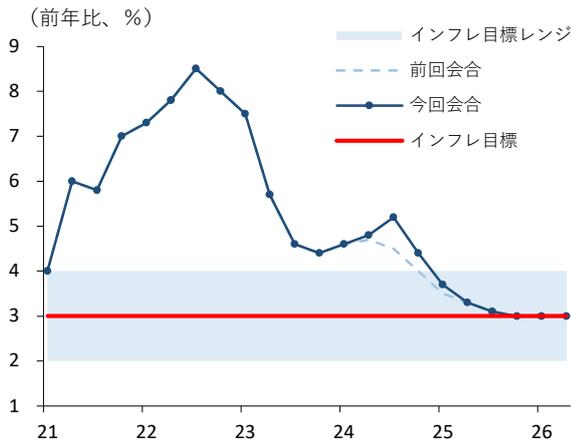
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 4: メキシコ CPI の推移



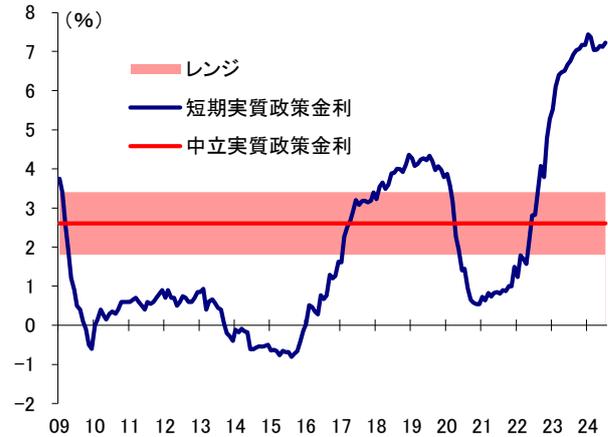
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 5: Banxico の CPI 見通し(総合ベース)



出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 6: Banxico の想定する中立実質政策金利



出所: Macrobond、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。