

2025 年 3 月 21 日

通貨ニュース

ブラジル：利上げペース鈍化を示唆した BCB

ブラジル中央銀行(BCB)は 3 月 19 日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を従来の 13.25%から+100bp 引き上げ、14.25%とした(図表 1)。+100bp の利上げは 3 会合連続で、評決は全会一致であった。前回 1 月会合の声明文は、「次回会合で」同程度の調整が行われると予想している」としていたので、予定通りの決定と言って差し支えない。

最新の域内物価動向に関し、3 月 12 日公表の 2 月のインフレ率(IPCA)は、+5.06%(前年比、以下同様)と市場予想に一致したものの、1 月の+4.56%から伸びが加速した(図表 2)。引き続き、本年のインフレ目標である+3.0%(±1.5%)を上振れて推移している。1 月からの反発は、電気料金の一時的な値下げの影響が剥落したことに伴う動きであって、割り引いて考える必要もあろう。ただし、エネルギー・食品・飲料を除いた指数は筆者試算で+4.08%と 1 月からほとんど横ばいで推移しており、基調的物価の鈍化は遅れていると判断すべきである。インフレ警戒を解ける段階にはない。

かかる中、先々のインフレ見通しは、前回会合以降緩やかに上昇傾向にある。BCB の市場サーベイ(3 月 14 日集計)によれば、市場参加者の IPCA 見通しは、2025 年で同+5.66%、2026 年で同+4.48%だ(図表 3)。前回会合時点の調査より、それぞれ+0.16%ポイント、+0.26%ポイント上方修正された。なお BCB は、2025 年のインフレ見通しを+5.1%とし、前回会合から▲0.1%ポイント下方修正した。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、前回会合同様「上方に傾いている」と言及された。上振れリスクの詳細に関しては、一言一句前回会合から据え置かれている。具体的には、インフレ期待の乖離長期化、需給ギャップのタイト化とサービスインフレの底堅い推移、通貨安を提示している。

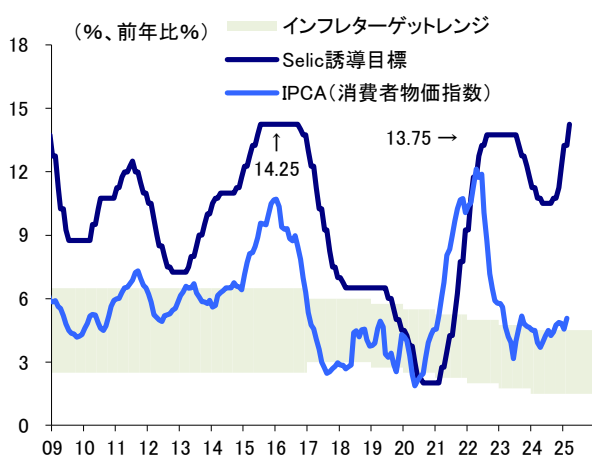
こうした中、上述の BCB サーベイでは、年末の政策金利見通しに関し、2025 年で 15.00%、2026 年で 12.50%となっている(図表 4)。前回会合時点の調査結果から変わっていない。市場は、更なる利上げ、および高金利路線の長期化を既に織り込んでいる。以上、BCB は予告通り+100bp 利上げを実施した。そのうえで、今後の金融政策決定に関しては、「シナリオが予想通りに進展した場合、次回会合で調整幅を縮小することを予想する」と述べた。即ち、5 月会合での利上げ幅縮小が示唆されたと解釈できよう。

声明文での記載も踏まえれば、次回 5 月会合では利上げ幅の縮小が選択されることはほぼ確実だろう。5 月会合以降は利上げペースを減速させつつ、政策金利は 15.25%程度でターミナルレートを迎えると想定したい。ただし、この水準は、インフレ期待のデアンカリングや需給ギャップのタイト化を加味しても、明らかに「引き締め過ぎ」だ。政策金利から 1 年先の期待インフレ率を差し引いた短期実質政策金利は、3 月会合終了時点で+9.00%であり、BCB が想定する中立

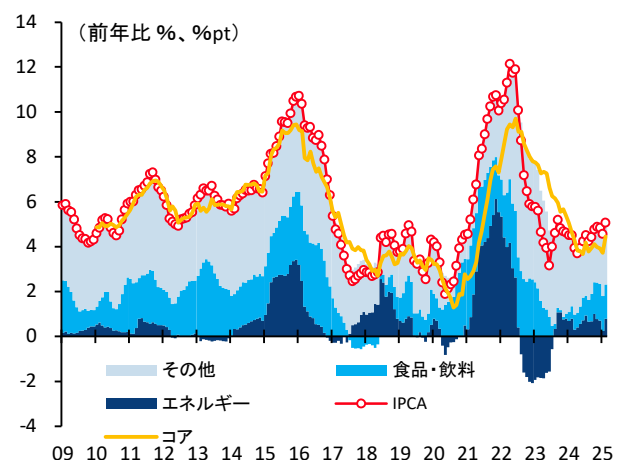
金融市場部
マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

金利である+5.00%を大幅に上回っている。そして、各種の基礎的経済指標を確認する限り、2024 年 10～12 月期から足許にかけては、内需の失速も確認されている(図表 5)。実際、今回会合の声明文では、「成長の初期減速を示唆するシグナルが観測されている」とやや弱気な記載が追加されている。かかる状況下で過度な引き締め状態を維持することは難しく、2025 年 10～12 月期以降、逆に利下げに動くと考えている。

3 月に入ってから Copom にかけての BRL は、上昇が目立つ(図表 6)。ドル全面安に伴う値動きで太宗が説明できそうだが、域内財政状態の改善や商品市況の好調推移も BRL 高に寄与しているだろう。年央にかけての BRL は、売り戻しに警戒したい。BCB の利上げサイクルも終わりに近づく中、金利の先高観を見込んだ BRL 買いは続かないとみる。IMM 通貨先物ポジションを見る限り投機の BRL 買いも相応に積み上がっており、今後は逆進に警戒すべきと考えている。加えて、足許では域内財政にかかる懸念はそれほど材料視されていないが、ルラ大統領の支持率低下が鮮明になっている。加えて、来年に大統領選挙を踏まえている現状も踏まれば、再び財政悪化懸念が BRL の重しになる可能性にも警戒したい。ちょうど 20 日にはブラジル議会が 2025 年予算を承認しており、基礎的財政収支の見通しは+150 億 BRL の黒字と設定されている。ただし、過去何度もあったことだが、こういった事前の予測は往々にして甘いことは頭に入れておきたい。

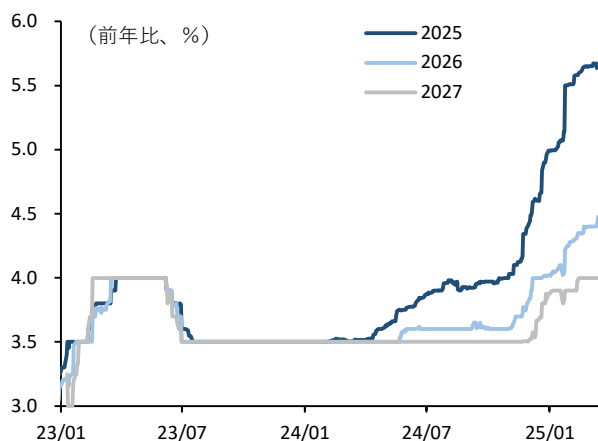
図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)


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


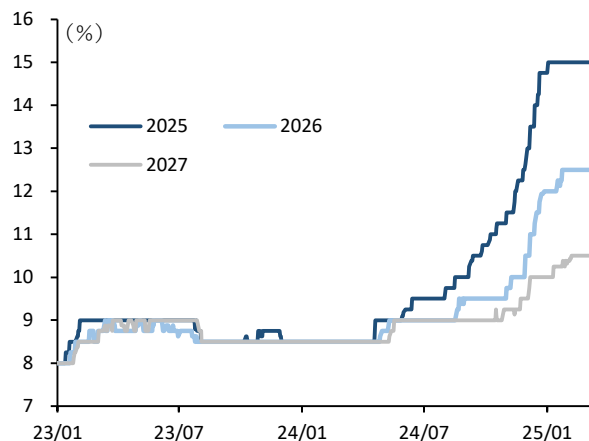
(注) エネルギーは国内燃料と自動車用燃料の合計

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)2025 年 3 月 14 日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

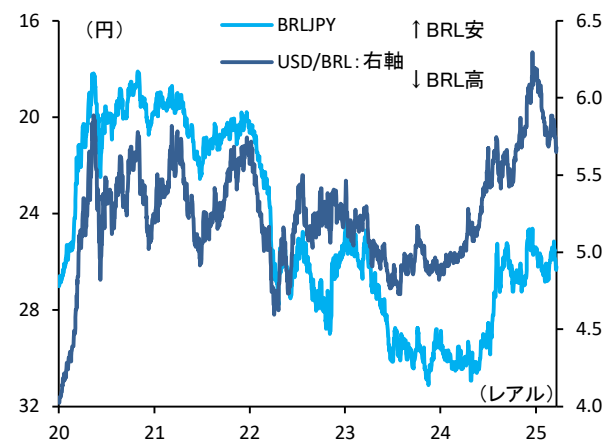
図表 4: BCB 市場サーベイ(年末の政策金利見通し、中央値)


(注)2025 年 3 月 14 日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 5: ブラジルの経済活動指数(月次 GDP)


出所: 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。