

2025 年 6 月 19 日

通貨ニュース

ブラジル：利上げサイクルの一時中断を示唆した BCB

ブラジル中央銀行(BCB)は 6 月 18 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 14.75%から+25bp 引き上げ、15.00%とした(図表 1)。決定は全員一致で、利上げ幅自体は+50bp から縮小した。なお、政策金利水準は 2006 年 7 月以来の水準になった。2024 年 9 月に始まった今次サイクルの累次の利上げ幅は合計+450bp に達した。ブルームバーグの事前調査では利上げ打ち止めの予想がやや優勢だったが、+25bp の利上げを見込む向きも相応にあり、今回の決定は完全なサプライズという訳でもない。

最新の域内物価動向に関し、6 月 10 日公表の 5 月のインフレ率(IPCA)は、+5.32%(前年比、以下同様)と市場予想の+5.39%および+5.53%を下回った(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。また、エネルギー・食品・飲料を除いた指数は筆者試算で+4.52%と 4 月の+4.70%からは伸びが鈍化も、水準としては依然高い状態が続いている。インフレへの警戒を解除できる状況ではない。

かかる中、先々のインフレ見通しは、前回会合以降やや低下している。BCB の市場サーベイ(6 月 13 日集計)によれば、市場参加者の IPCA 見通しは 2025 年で同+5.25%、2026 年で同+4.5%だ(図表 3)。前回会合時点の調査より、それぞれ▲0.28%ポイント、▲0.01%ポイント下方修正された。なお BCB は、2025 年のインフレ見通しを+4.9%とし、前回会合から+0.1%ポイント上方修正した。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、「上振れ、下振れともにリスクは通常よりも高い状態が続いている」と説明した。前回会合からほとんど一言一句不変である。上振れ・下振れリスクに関する詳細な要素も前回会合と全く同じものが提示されており、インフレ見通し、およびそのリスクバランスに変化はみられていない。

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 14.75%、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全く変わっていない。市場参加者は、(6 月会合を含めて)年内の据え置き継続を見込んでいたようだ。以上、BCB は追加利上げを行ったが、利上げ幅は縮小した。そのうえで、今後の金融政策決定に関しては、「予想されるシナリオが実現した場合～(中略)～インフレ率の目標への収束を確実にするのに十分かどうかを評価するために、利上げサイクルの中断を予想する」と述べた。その反面、「適切な場合には利上げサイクルを進めることを躊躇しない」ともしていることから、あくまで利上げの「一時中断」を決定した、と解釈するべきだろう。完全に利上げ打ち止めを宣言している訳ではない。

とはいえ、利上げサイクル継続の確度は高くはなかろう。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、6 月会合終了時点で +10.28%であり、BCB が想定する中立金利である+5.00%の遥か上方に位置し

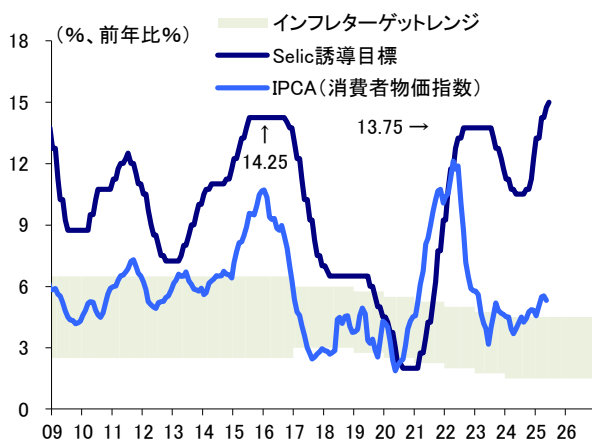
国際為替部
マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

ている。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。そして、PMI 等の経済指標を確認する限り、足許の景気は失速傾向にあるようだ(図表 5)。通貨安とインフレが負のスパイラルに陥るような状況が再来しない限り、利上げサイクルを続ける必要性には乏しい。

半面、利下げ着手には相応の時間を要するだろう。BCB も、「非常に長期に渡る、大幅に引き締めの金融政策が必要」としている。しかし、上述の通り、多少の利下げをしたところで、「大幅に引き締めの金融政策」は継続する。期待インフレ率が緩やかに低下基調にあること、通貨安が一服しつつあること、景気の弱まりが確認されていることなどに鑑みれば、中期的には利下げサイクルへの道は開かれている。現状筆者が想定する政策金利パスは、2025 年末時点で 14.75%程度、2026 年 6 月末時点で 12.75%程度だ。なおこの水準でも、十分に引き締めの状態は維持される。

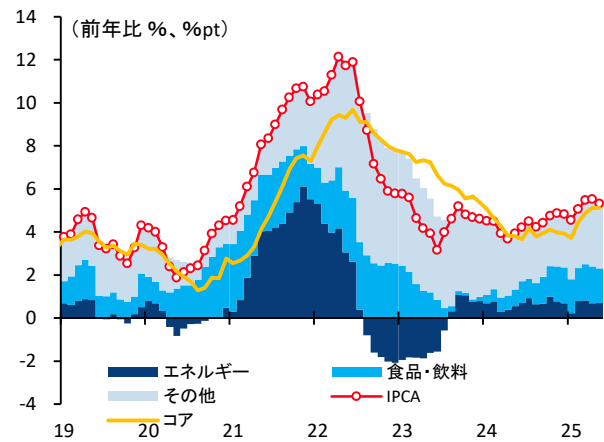
6 月に入ってから Copom にかけての BRL は、筆者の予測に反し、上昇基調で推移している(図表 6)。ドル安傾向に加え、商品市況の急伸、海外投資家によるブラジル株式の買い越しなどが支えになっている模様だ。具体的なレートなどは 7 月 1 日発刊予定の『エマージングマーケットマンスリー』で示すことにしたいが、筆者は足許の BRL 高が持続するとは考えていない。IMM 通貨先物ポジションを見る限り投機の BRL 買いも相応に積み上がっており、BCB の利上げサイクルも終焉したと思われる中、金利の先高観を見込んだ BRL 買いは続かないとみる。加えて、足許では域内財政にかかる懸念はそれほど材料視されていないが、来年に大統領選挙を踏まえている現状も踏まえれば、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。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)

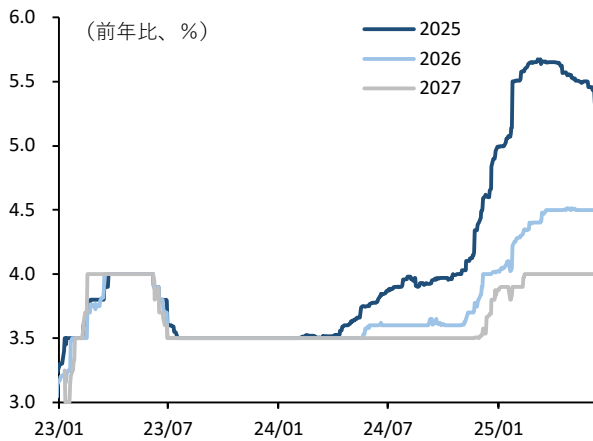


出所: ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: インフレ率(IPCA)の品目別寄与度

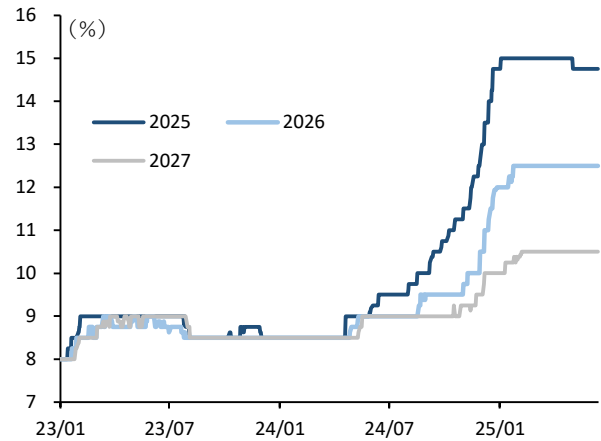


(注) エネルギーは国内燃料と自動車用燃料の合計
出所: ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)


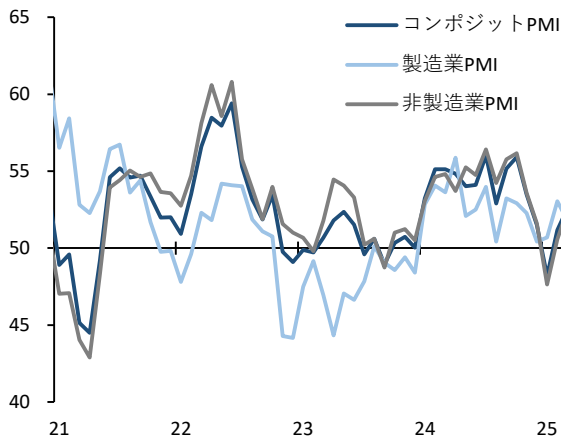
(注)2025 年 6 月 13 日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

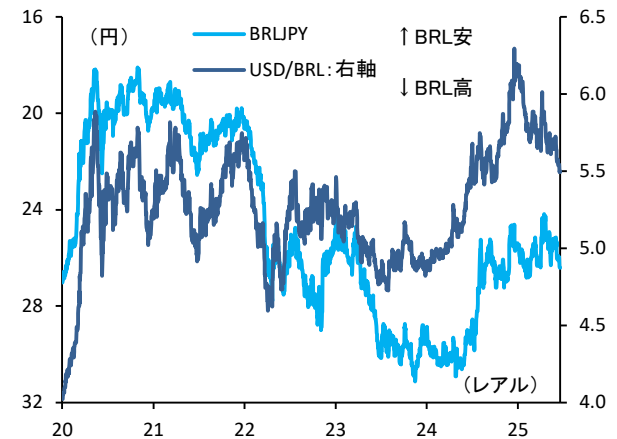
図表 4: BCB 市場サーベイ(年末の政策金利見通し、中央値)


(注)2025 年 6 月 13 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 PMI の推移


出所: S&P Global、みずほ銀行(中立水準=50)

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。