

2025年7月31日

## 通貨ニュース

# ブラジル:BCBは8会合ぶりに利上げを見送り

ブラジル中央銀行(BCB)は7月30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15.00%で据え置いた(図表1)。決定は全員一致。2024年9月に始まった今次利上げサイクルは累計+450bpになったが、8会合ぶりに利上げが見送られたことになる。なお、今回の据え置きはもとより前回6月会合で示唆された行動であり、市場予想にも沿った決定だ。

最新の域内物価動向に関し、25日公表の、7月半ばまでの1か月間のインフレ率(IPCA-15)は、+5.30%(前年比、以下同様)と市場予想の+5.28%および前回の+5.27%を僅かながら上回った(図表2)。引き続き、本年のインフレ目標である+3.0%(±1.5%)を明確に上振れて推移している。エネルギー・食品・飲料を除いた指数は筆者試算で+4.47%と僅かに鈍化しているため基調的物価に加速感はないと言えるが、水準としては依然高い状態が続く。インフレへの警戒を解除できる状況では、全くない。

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た。BCBの市場サーベイ(7月25日集計)によれば、市場参加者のIPCA見通しは2025年で同+5.09%、2026年で同+4.44%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、▲0.06%ポイント下方修正された。なおBCBは、2025~26年のインフレ見通しをそれぞれ+4.9%、+3.6%とし、前回会合から据え置いた。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も、「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」と前回会合同様の認識を示した。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15.00%、2026年で12.50%となっている(図表4)。引き続き、市場は「年内は据え置き継続」を見込んでいる模様である。以上、BCBは利上げを見送った。今後の金融政策に関しては、「利上げサイクルの中断を継続はまだ見えていない(利上げの)累積的効果を検証し、現在の政策金利が非常に長く安定すると仮定して、インフレ目標への収束を確保するのに十分かどうかを評価する」と当面の据え置きを示唆した。「必要なら利上げサイクル再開も躊躇しない」と保険もしっかりとかけている。

しかしながら、気の早い金融市場が次に話題にするのは、利下げ開始がいつになるかだろう。上記の通りすぐに利下げということにはなるまいが、中期的には利下げ局面入りが確実な情勢だ。実際、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、7月会合終了時点で+10.49%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ており、冷静に見れば明らかに「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)。当然、米国による50%の輸入関

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](mailto:kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp)

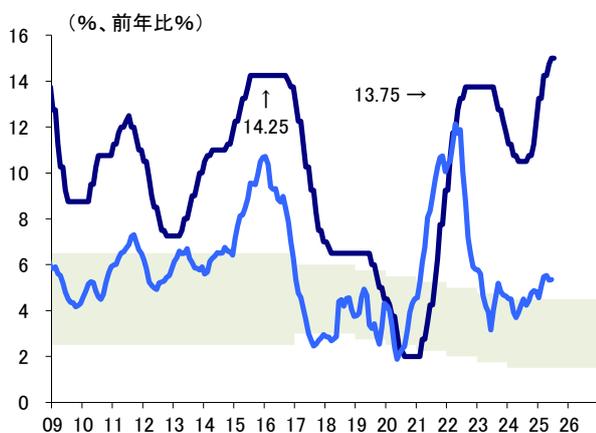
税賦課(\*1)も利下げ開始を早める、あるいは利下げ幅を拡げる要素になりうる。実際、7月29日に公表された世界経済見通し(WEO、Update版)の記者会見においてIMF調査局副局長は、米相互関税賦課で「ブラジル経済が予想より急激な景気減速へ向かう」と述べている。今回合の声明文でも、米関税政策に対する懸念が示されている。ところで既報の通り7月30日、トランプ米大統領はブラジルへの50%輸入関税に関し、7日間の発動延期、および影響が大きい一部産業(オレンジジュース、航空機等)の課税除外に関する大統領令に署名している。

以上の要素に鑑み、現状筆者が想定する政策金利パスは、2025年末時点で15.00%(=年内利下げ無し)、2026年末時点で12.25%程度としたい。なおこの水準でも、十分に引き締めの状態は維持される。利下げ開始時期のリスクバランスに関しては、米輸入関税賦課などの景気下押し可能性などを考慮に入れれば、前倒しの可能性の方がやや優勢だろう。

7月に入ってからCopomにかけてのBRLは、下落して推移している(図表6)。対米関係の急速な悪化、および海外投資家によるブラジル株式の売り越し傾向が重しになった模様だ。もっとも、中旬以降はレンジ推移に留まっており、BRL安に加速感は見られない。具体的な見通しレートは8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8月のBRLに関し、横ばい圏での推移を想定している。BCBの高金利政策は思ったより長引きそうであり、金利面からのBRL安圧力が機能するのは当面先になりそうだ。対米関係に関しても、悲観ムードは7月で過ぎ去った可能性が大きい。むしろ、7月に急速なBRL安が避けられた事実は大きく、史上最安値を更新した昨年未に比べれば、BRLのファンダメンタルズが相対的には頑健であることを示唆する。無論、財政状態を考慮に入れれば中長期でのBRL高を支持することは難しいものの、少なくとも短期目線ではBRLの下値は堅いと考える。

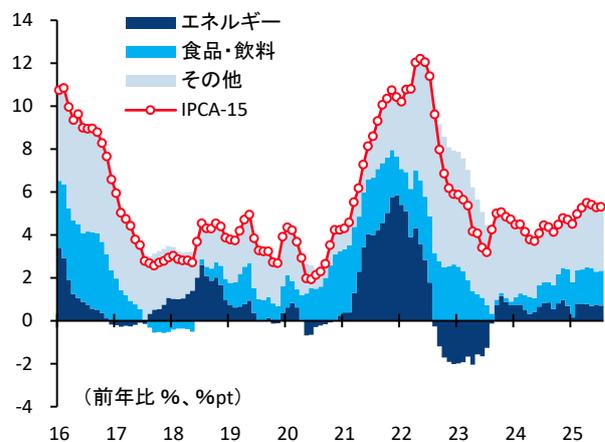
(\*1)詳細は、2025年7月10日発行の通貨ニュース、『[ブラジル:50%関税賦課のトランプ書簡を受け急落したBRL](#)』をご覧ください。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)



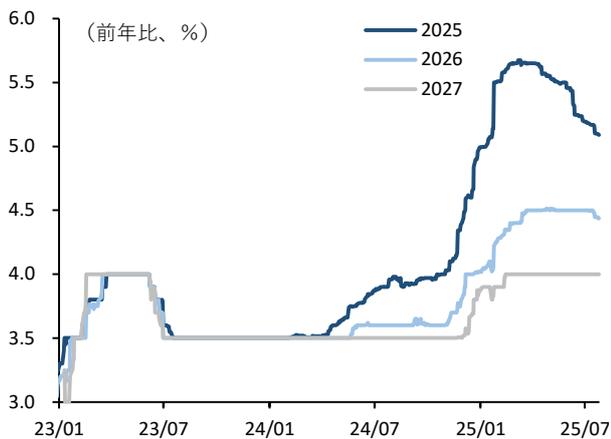
出所: ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: インフレ率(IPCA-15)の品目別寄与度



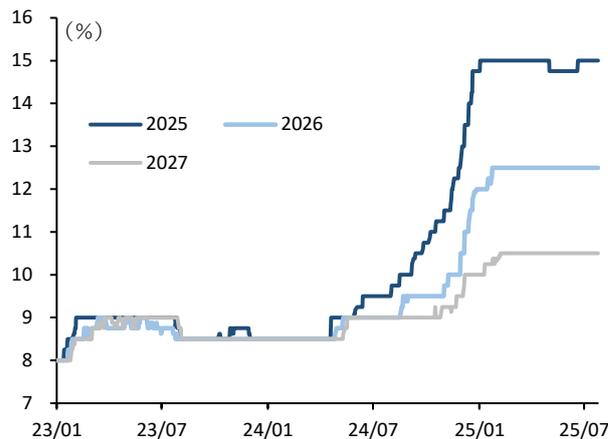
(注)エネルギーは国内燃料と自動車用燃料の合計  
出所: ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3:BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)



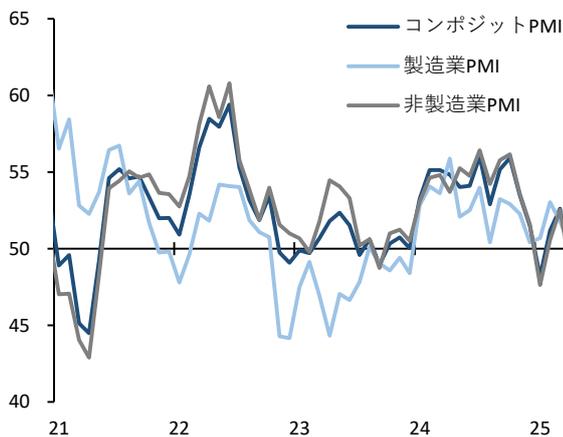
(注)2025年7月25日時点  
出所:ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 4:BCB 市場サーベイ(年末の政策金利見通し、中央値)



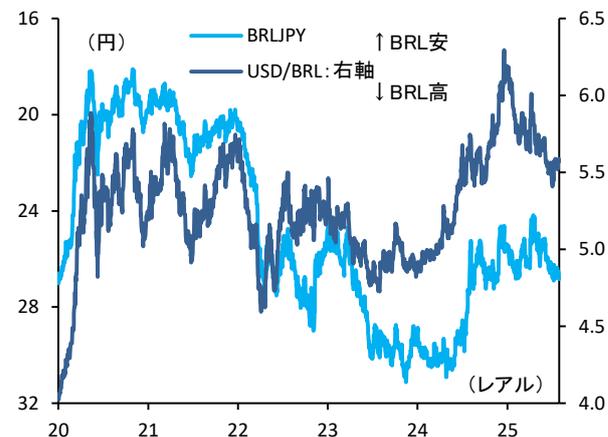
(注)2025年7月25日時点  
出所:ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

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。