

## ブラジル中銀、早くも金融政策の正常化プロセスに突入

～インフレ率の上振れを理由に約6年ぶりの利上げ実施、次回も同程度の追加利上げ実施を示唆～

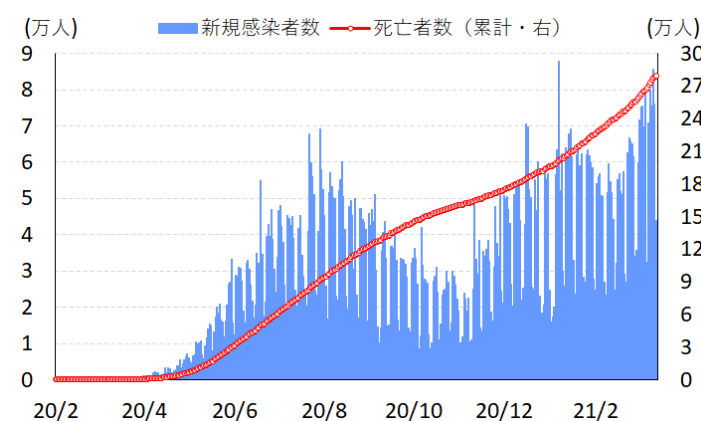
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

### (要旨)

- ブラジルは、新型コロナウイルス対策を巡る連邦と地方の間の対応のちぐはぐさに加え、変異種が猛威を振るう形で感染拡大の中心地となっている。こうしたなか、ボルソナロ大統領は対策の立て直しに向けて保健相を交代したが、新任の保健相も経済活動を優先する姿勢をみせるなど感染抑制の進展は不透明である。
- 政府及び中銀による政策総動員で景気の底入れが進む一方、年明け以降は一部対策の終了や物価上昇に伴い景気は早くも踊り場入りが懸念された。こうしたなか、政府はエネルギー課税の凍結や低所得者への追加現金給付の実施を決定するなど財政状況の悪化懸念がくすぶる。また、ルラ元大統領への有罪判決無効により、来年の次期大統領選に向けて政府はポピュリズム色を一段と強めるとの懸念が高まっている。
- こうしたなかで中銀は政策金利を75bp引き上げて2.75%とする決定を行うなど、約6年ぶりの利上げ実施に動いた。先行きの政策運営についても、インフレ圧力の高まりを理由に次回会合でも同程度の追加利上げを想定するなど正常化プロセスを進める考えをみせている。政府に対して構造改革と財政健全化の必要性を強調したが、ポピュリズム色を強める懸念もあり、正常化の効果が相殺されるリスクに要注意と言える。

ブラジルでは、新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）を「軽い風邪」と揶揄するボルソナロ大統領の下で連邦政府レベルでは経済活動を優先する動きが採られる一方、地方政府レベルでは感染封じ込めに向けて様々な行動制限が課されるなどちぐはぐな対応が続くなか、足下では同国北部を起源とする感染力の高い「変異種」が感染拡大の中心となる事態となっている。結果、昨年末以降は感染拡大の『第2波』が顕在化している上、地方部では感染者数の急増に伴い病床のひっ迫が深刻化するなど『医療崩壊』リスクが高まっており、そうした影響も重なり死者数も拡大傾向を強めるなど事態は急速に悪化している。累計の感染者数は1,152万人、死者数も28万人を上回るなどともに米国に次ぐ水準となるなか、足下では新規感染者数が世界で最も大きいなど感染拡大の中心地となっており、世界的には感染が頭打ちする動きがみられるなかで対照的な状況

図1 新型コロナの新規感染者・死亡者(累計)の推移



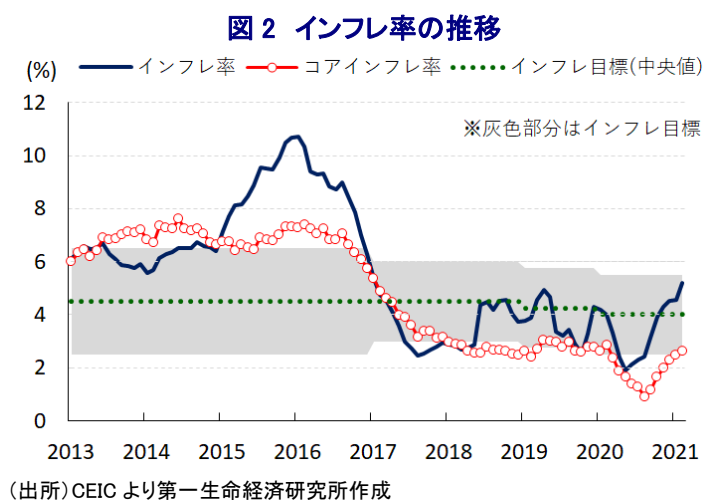
(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

に直面している。同国では様々なワクチンの治験が実施されており、年明け以降はワクチンの接種が開始されるなど他の新興国と比較すれば事態打開が進むとみられたが、実際にはワクチン確保に手間取る

状況が続くなど状況は一段と厳しさを増している。こうしたなか、ボルソナロ大統領は新型コロナ対策で批判を受けてきたパズエロ前保健相を医師（心臓専門医）出身のケイロガ氏に交代するなど対策を立て直す動きをみせている。なお、ボルソナロ政権では昨年、新型コロナ対応を巡る意見の食い違いを理由に保健相が2代連続で辞任したが（詳細は昨年5月18日付レポート「[ブラジル、保健相が2代連続の更迭で防疫政策の混乱は必至](#)」をご参照下さい）、今回の交代劇により保健相はケイロガ氏で4人目となる。ただし、ケイロガ氏は就任会見で国民に対してマスク着用と手洗いを呼び掛ける一方、経済活動を優先して社会的距離（ソーシャル・ディスタンス）や都市封鎖（ロックダウン）を回避する姿勢を示しており、新体制の下で感染抑制が進むかは依然として不透明である。

他方、ボルソナロ政権は経済活動を優先する対応をみせてきたことに加え、政府及び中銀は財政、金融政策を総動員する形で景気下支えが図られており、なかでも緊急経済対策の一環として実施された貧困層や低所得者層、非正規労働者を対象とする現金給付は家計消費をはじめとする内需の押し上げに繋がるなど、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）を受けて大幅に下押し圧力が掛かった景気は底入れしている（詳細は4日付レポート「[ブラジル、2020年の成長率は▲4.1%と30年ぶりのマイナス幅に](#)」をご参照下さい）。なお、貧困層や低所得者層、非正規労働者を対象とする現金給付は昨年末に終了しており、それに伴い年明け以降

はサービス業を中心に企業マインドに下押し圧力が掛かるなど景気は早くも踊り場を迎える兆候がみられた。また、世界経済の回復を背景とする国際原油価格の底入れに加え、通貨リアル相場下落による輸入物価への押し上げ圧力を受けて足下のインフレ率は中銀の定めるインフレ目標を上回る水準で推移しており、中銀は1月の定例会合でフォワードガイダンスの廃止を決定するなど金融緩和を通じた景気下支えの余地



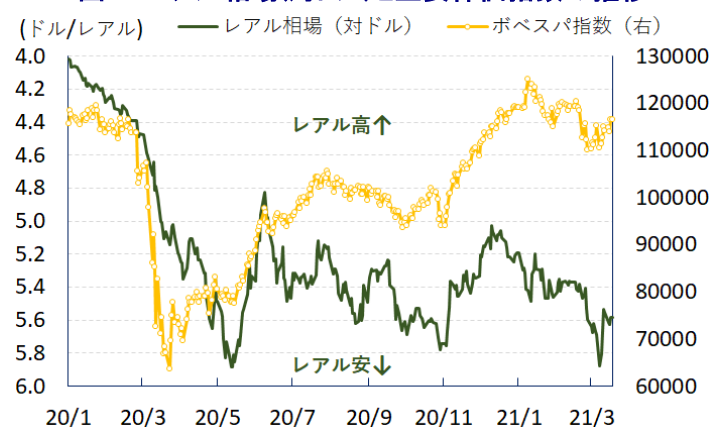
は狭まってきた（詳細は1月22日付レポート「[ブラジル中銀、フォワードガイダンスの廃止を決定](#)」をご参照下さい）。このように景気に対する不透明感が強まるなか、ボルソナロ大統領はエネルギー価格を巡る対立を理由に2月に国営石油公社（ペトロブラス）のCEO（最高経営責任者）を突如更迭し、後任に石油・天然ガスセクターに明るくない人材を据えるなど、景気下支えに向けてエネルギー価格の引き下げ圧力を強める動きをみせている（詳細は2月22日付レポート「[ブラジル、国営石油公社のCEOの突然の更迭が意味するものとは](#)」をご参照下さい）。事実、今月にはディーゼル燃料に対する課税を一時凍結する方針を示したほか、低所得者層などを対象とする追加的な現金給付の実施を決定するなど、歳入減及び歳出増を通じた景気下支えに動いており、財政状況の一段の悪化が避けられなくなっている。ボルソナロ大統領を巡っては、経済右派の立場から財政規律を重視するゲジス経済相を据えるなどの対応をみせてきたが、来年に迫る次期大統領選での再選を目指してポピュリズム（大衆迎合）色を強めており、一連の対応はそうした色合いを反映したものと捉えられる。ブラジル経済は慢性的に財政赤字と

経常赤字の『双子の赤字』を抱えるなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱さを理由に、国際金融市場が動揺する度に資金流出に見舞われるなど対外的なショックへの耐性が乏しく、昨年来の財政出動の影響で公的債務残高がGDP比で9割に達して新興国の中でも高水準となるなど財政状況は急速に悪化している。こうしたなか、今月8日に最高裁判所はルラ元大統領に対する大統領在任中の汚職事件を巡り2018年に下された有罪判決について、手続

き上の問題を理由に有罪判決を取り消す決定を行い、検察当局は異議申し立てを行っているが、仮に取り消しが最終決定されればルラ元大統領の次期大統領選への出馬が可能になる（詳細は9日付レポート「[ブラジル、ルラ元大統領の有罪無効で次期大統領選の行方は如何に](#)」をご参照下さい）。直近の世論調査では次期大統領選に向けてボルソナロ氏がルラ氏をリードしているものの、前回調査と比較して差は縮小するなか、ボルソナロ氏が再選を果たすべくポピュリズム色を一段と強めることが懸念されており、金融市場においては通貨レアル相場に下押し圧力が掛かっているほか、国際原油価格の底入れの動きにも拘らず主要株価指数（ボブスバ指数）は上値の重い展開をみせるなど資金流入が細る動きが出ている。これは、上述のようにブラジル経済のファンダメンタルズが脆弱ななかで、次期大統領選に向けて極右（ボルソナロ氏）も左派（ルラ氏）もともに財政政策面でバラ撒き色を強めるなど財政状況が一段と悪化するリスクを嫌気したものと思えられる。

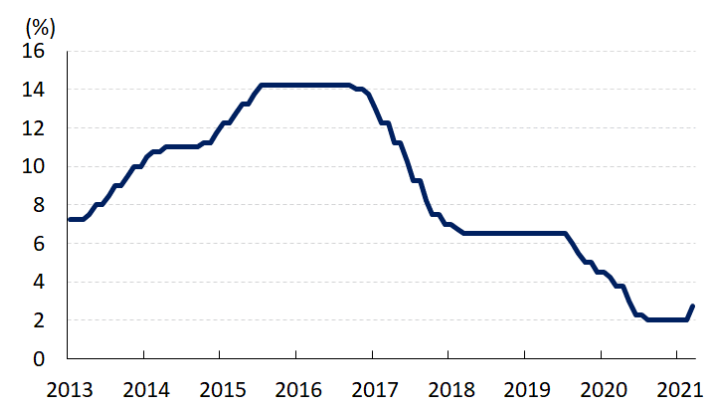
上述のように、足下ではインフレが顕在化している上、金融市場においてはレアル安圧力が強まるなど先行きの物価に悪影響を与える動きがみられるなか、中銀は16～17日に開催した定例の金融政策委員会において政策金利であるSelicを75bp引き上げて2.75%とする決定を行った。同行による利上げ実施は2015年7月以来となる上、2016年末以降に一時的な休止を含めて4年強に亘って続いていた利下げ局面は終了を迎えた。なお、同行は1月の前回会合で決定したフォワードガイダンスの廃止について「機械的な利上げ実施を意味するものではない」ほか、「異例の緩和政策である」と述べるなど早々の利上げ実施を否定する姿勢をみせていたものの、足下のインフレ率が同行の定めるインフレ目標を上回る水準に加速していることを受けて利上げ実施に追い込まれたと捉えられる。会合後に公表された声明文では、世界経済について「一部の先進国による財

図3 レアル相場(対ドル)と主要株価指数の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

図4 政策金利の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

政政策とワクチン接種に伴いより力強い景気回復が促される」ほか、「主要国の中銀は長期に亘って金融緩和を通じた景気刺激を続けると見込まれる」一方、「インフレリスクを巡る動きやそれに伴う金融市場の動向は新興国にとって逆風となり得る」との見方を示した。一方で同国経済については「昨年末にかけて景気回復が進んだが、足下の感染再拡大の動きを反映しておらず、当面の景気に対する不透明感が高まっている」との認識を示す一方、「商品市況の上昇に伴い短期的にインフレ圧力は上振れしているが、一時的なもので見込まれるなかでその動向を注視する」とし、インフレ見通しについて「今年末は+5.0%になるが、来年末は+3.5%になる」との見通しを示すとともに、政策金利について「今年末は4.50%、来年末には5.50%までの引き上げを想定する」との見方を示した。なお、先行きの景気見通しについては「感染拡大によって景気回復が遅れるとともに、インフレ率が見通しを下回る可能性がある」一方、「財政拡大による財政状況の悪化、構造改革の後退によるリスクプレミアムの上昇に伴いインフレ率の上振れをもたらす可能性もある」とし、「辛抱強く構造改革を続けることが景気回復に不可欠であり、物価安定には構造改革と財政健全化の取り組みが重要」と改めて強調する姿勢をみせた。こうした状況を反映して「足下の状況は異例の金融緩和を必要としていない」として利上げ実施を決定するとともに、次回会合について「物価見通しやリスク動向に変化がない限り、同程度の調整を通じた正常化プロセスを継続する」とするなど追加利上げを継続する考えを示した。よって、当面の金融政策についてはこれまでの想定に比べて正常化プロセスが前倒し、かつ上方に進んでいることを意味する一方、財政面での不透明感はその効果を打ち消す可能性に留意する必要がある。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

