

ブラジル中銀、景気にブレーキもインフレ高進で手綱を緩められず

～次回会合での利上げ幅縮小に含みも引き締め姿勢は堅持、リアル相場も外部環境に左右される～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 050-5474-7495)

(要旨)

- ブラジル中銀は 18～19 日に開催した定例会合で 5 会合連続の利上げに加え、3 会合連続の 100bp の大幅利上げを決定し、政策金利は 8 年半ぶりの水準となる。同国では 2022 年半ばにインフレが一時 18 年ぶりの水準となるも、中銀の大幅利上げや商品高の一巡を受けてその後は頭打ちしてきた。さらに、一昨年発足したルラ政権は景気下支えへ中銀に「圧力」を掛ける動きをみせたため、中銀は慎重な利下げに動いた。しかし、昨年後半以降のインフレは再び加速し、中銀目標を上回るなど物価を巡る状況は変化してきた。
- よって、中銀は昨年 9 月に再利上げに動くとともに、ルラ政権の財政運営を警戒したリアル安の進行も重なり、その後も断続利上げ、かつ大幅利上げに動くなど引き締め姿勢を強めた。足下のリアル相場は米ドル高一服を受けて底打ちするも、インフレは一段と加速する動きが確認されており、中銀の大幅利上げを後押ししたとみられる。中銀は次回会合での追加利上げに言及する一方、利上げ幅の縮小に含みを持たせたものの、その内容についてはこれまで同様にインフレ期待や景気動向などが決定要因になっている。
- 足下の景気動向にブレーキが掛かる動きがみられる上、企業マインドも物価高と金利高の共存が内需の足かせとなる懸念が高まるなかでサービス業を中心に勢いを欠く展開が続いている。リアル安の一服や景気減速は物価抑制の追い風となる一方、米トランプ政権の通商政策は景気、物価双方に影響を与えることが懸念され、金融政策は引き締めの手綱を緩められず、リアル相場も外部環境如何の様相が続こう。

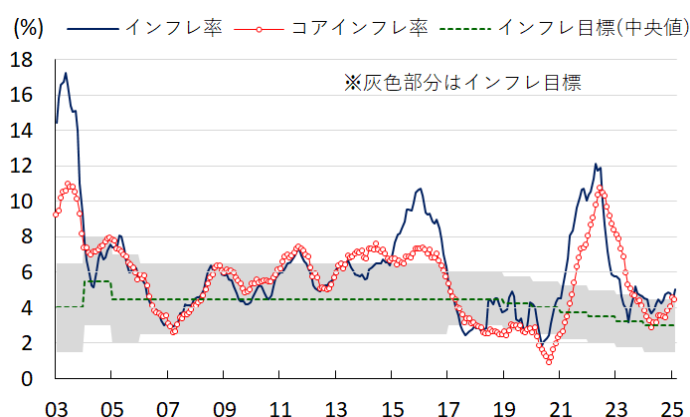
ブラジル中央銀行は、18～19 日の日程で開催した定例の金融政策委員会（COPOM）において、5 会合連続の利上げに加え、利上げ幅も 3 会合連続で 100bp とする大幅利上げを決定し、これに伴い政策金利（Selic）は 14.25% と 8 年半ぶりの水準となる。ここ数年のブラジルは、コロナ禍からの経済活動正常化、商品価格高騰、異常気象による水力発電稼働率低下に伴うエネルギー価格上昇、および米ドル高に伴うリアル安による輸入物価上昇が重なり、インフレに直面してきた。よって、中央銀行は物価と為替の安定を目的に、累計 1175bp もの断続的な利上げを実施した。また、商品価格高騰の一巡に加え、利上げによる実質金利上昇が投資を呼び込み、リアル相場を支えた。これらの要因が重なり、2022 年半ばに 18 年ぶりの高水準となったインフレは、その後頭打ちに転じた。さらに、物価高と金利高の共存が景気の足かせとなるなかでインフレは頭打ちの動きを強めたため、中銀は一昨年以降に一転して利下げに舵を切るなど対応を変化させた。

しかし、その後も異常気象に加え、昨年発足したルラ政権がバラ撒き志向の強い財政政策に動くなど物価上昇要因がくすぶったため、中銀は累計の利下げ幅を 325bp に留めるなど慎重な政策対応を維持してきた。さらに、ルラ政権は早期の景気回復を目指して財政出動に加え、中銀に対して大幅利下げを求

めて公然と『圧力』を掛ける姿勢をみせるなど、その独立性に対する疑念が生じる動きも表面化してきた。結果、中銀の慎重姿勢を理由に実質金利は高水準で推移してきたにもかかわらず、国際金融市場ではルラ政権の財政運営に対する警戒感を反映して昨年以降のリアル相場は一転して頭打ちするなど、新たなインフレ要因となることが懸念された。こうしたことも、中銀が慎重姿勢を維持せざるを得ない一因となるとともに、中銀はリアル相場の安定を目的に為替介入に追い込まれるなど難しい対応を迫られた。そして、インフレは2022年半ばを境に頭打ちするとともに

に、一昨年以降は中銀が定める目標域で推移する展開が続いたものの、昨年後半には目標域の上限を上回るなどインフレが顕在化する動きがみられた（図1）。

図1 インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

よって、中銀は昨年9月に再利上げに舵を切ったほか、その後もリアル安とインフレへの対応を理由に断続利上げに動くとともに、昨年12月以降は利上げ幅を拡大させるなど『タカ派』姿勢を強めている。さらに、中銀は今年1月にガリポロ新総裁が就任するなど新体制が発足したが、新体制下で初めて開催された1月の定例会合でも4会合連続の利上げに加え、利上げ幅も2会合連続で100bpとする大幅利上げを行うとともに、次回会合でも同程度の利上げに動く方針を示すなどタカ派姿勢を堅持する考えを示した（注1）。なお、足下のリアル相場を巡っては、米ドル高の動きに一般感が出るなかで底入れしているものの（図2）、直近2月のインフレ率は前年比+

図2 レアル相場(対ドル)の推移



(出所)LSEG より第一生命経済研究所作成

5.06%と一段と加速しており、幅広い分野で物価上昇の動きが確認されるなど、中銀による一段の金融引き締めを後押ししたと捉えられる。

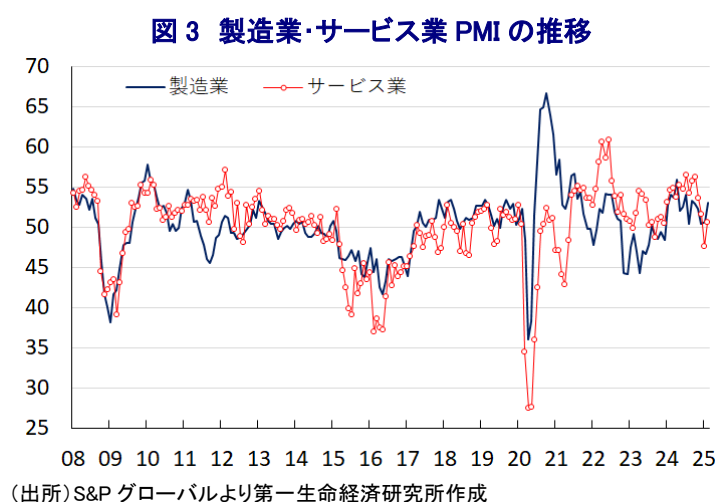
会合後に公表した声明文では、世界経済について「米国の政策運営を巡る不確実性が影響する形で厳しく、米FRBの政策スタンスや他国の景気動向にも影響を与えることが懸念される」とした上で、「新興国市場を巡る環境も厳しい展開となる可能性がある」との見方を示している。他方、同国経済につい

注1 1月30日付レポート「[ブラジル中銀、ガリポロ体制下の初会合も大幅利上げで「タカ派」堅持](https://www.dlri.co.jp/report/macro/413747.html)」
(<https://www.dlri.co.jp/report/macro/413747.html>)

て「力強さがうかがえるも、景気減速の兆候がうかがえる」としつつ、「インフレは目標を上回るとともに、足下では再び加速している」との認識を示している。その上で、物価動向について「上振れリスクとして①インフレ期待の上振れ長期化、②サービスインフレの予想外の上振れ、③リアル安の長期化」を、「下振れリスクとして①景気減速、②世界貿易や国際金融市場の動揺」を挙げるとともに、前回会合同様に「財政運営が金融政策や金融市場に与える影響を注視する」との考えを示した。また、インフレ見通しについて「今年は+5.1%」と前回会合時点（+5.2%）からわずかに下方修正するも依然中銀目標（ $3 \pm 1.5\%$ ）の上限を上回るとしている。そして、今回の決定について「より緊縮的な金融政策が必要となる」としつつ、次回会合について「インフレ収束に困難なシナリオに加え、不確実性が高まっている上、利上げ効果の遅延効果に鑑みれば、シナリオ通りに事態が進展すれば小幅利上げが見込まれる」と利上げ幅の縮小に含みを持たせつつ、「利上げ幅はインフレ動向や期待、需給ギャップやリスクバランスに留意しつつ、インフレ目標実現への確固としたコミットメントに基づく形で決定する」とした。

足下の景気動向を巡っては、昨年10-12月の実質GDP成長率は前期比年率+0.69%とプラスで推移するも前期（同+3.02%）から鈍化して5四半期ぶりの低い伸びに留まるとともに、中期的な基調を示す前年同期比ベースでも+3.6%と前期（同+4.0%）から伸びが鈍化するなど、足下の景気にブレーキが掛かる動きが確認されている（注2）。

企業マインドを巡っても、米トランプ政権の通商政策をきっかけとする不透明感が高まるなかでも製造業に底堅い動きがみられる一方、インフレに加えて中銀が引き締め姿勢を強めるなど個人消費をはじめとする内需を取り巻く環境が厳しさを増すなか、サービス業の勢いに陰りが出ている（図3）。さらに、上述したようにリアル相場も底打ちするなど変化の兆しがみられるなかで物価動向の追い風となることが期待されるも



の、米トランプ政権が計画する相互関税の賦課は同国経済に悪影響を与えることも予想されるなか、中銀にとっては引き続き金融引き締めの手綱を緩められない展開が続くことは避けられない。リアル相場についても米トランプ政権の動きなど外部環境に左右される展開が続くであろう。

以上

注2 3月12日付レポート「[ブラジル24年成長率は+3.4%に加速も、足下の景気にブレーキ](https://www.dlri.co.jp/report/macro/423585.html)」
(<https://www.dlri.co.jp/report/macro/423585.html>)

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。見直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。