World Trends

発表日：2020 年2月6日（木）

ブラジル中銀、政策金利は過去最低を更新、緩和局面は打ち止めか

～実質金利はほぼゼロに、レアル安圧力の懸念もあり、今後の対応は一段と困難に～

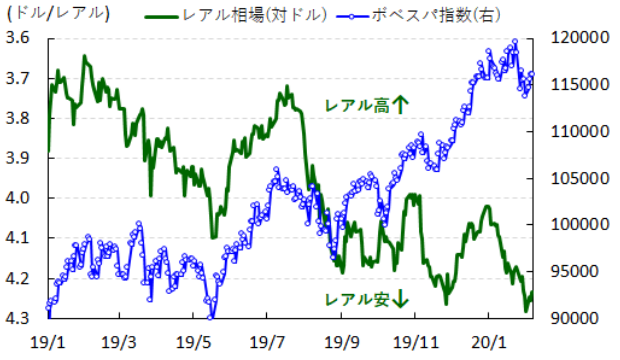
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主席エコノミスト 西濵 徹（TEL：03-5221-4522）

（要旨）

- 年明け直後にかけての国際金融市場は活況を呈したものの、ブラジル通貨レアルは米中摩擦の「しわ寄せ」が懸念されて下押し圧力が掛かった。さらに、足下では新型コロナウィルス流行による中国景気の減速懸念が商品市況の重石となり、レアル相場は最安値圏で推移するほか、堅調な推移をみせた主要株式指数も頭打ちしている。他方、企業マインドは底堅い上、対米関係も良好を維持する等景気に「追い風」が吹いている。
- レアル安等に伴うインフレ底打ちの動きにも拘らず、中銀は 4～5 日の定例会合で 5 回連続の利下げに動き、政策金利は過去最低の 4.25%となった。中銀は利下げ局面の打ち止めを示唆する姿勢を強めたが、これはレアル安圧力がくすぶるなかで米トランプ政権の姿勢に配慮した可能性がある。他方、実質金利はゼロ近傍となるなど利下げ余地も限定的となるなか、今後の中銀には難しい立ち回りを求められることになろう。

昨年末から年明け直後にかけての国際金融市場では、米中合意への期待に加えて、米ＦＲＢ（連邦準備制度理事会）の「予防的利下げ」などを背景に『カネ余り』が続くとの見方が強まったことを受けて世界的に株価は最高値を更新するなど活況を呈する動きがみられた。さらに、国際金融市場の活況を追い風に調整局面が続いた世界的な製造業企業のマインドにも底打ち感が出ており、そのことも金融市場の活況をさらに後押ししたと考えられる。他方、米中合意に基づく形で中国が米国産農産品の輸入を拡大させることは、米中摩擦の背後でブラジルが米国に代わる農産品の供給元として『漁夫の利』を得ることが難しくなるとの見方に繋がり、国際金融市場の活況を受けて多くの新興国通貨が上昇傾向を強めるなかにも拘らずブラジルの通貨レアルは下値を探る対照的な動きをみせた（詳細は１月 21 日付レポート「米中合意による「しわ寄せ」懸念はレアル相場の重石に」をご参照下さい）。また、足下では中国での新型コロナウィルスの流行を受けて中国景気の減速が意識されているほか、それに伴い原油をはじめとする国際商品市況が調整していることも重なり、レアル相場に対する下押し圧力が一段と強まり最安値圏を推移している上、昨年末以降は堅調な動きをみせてきた主要株式指数（ボベスパ指数）も頭打ちするなど同国金融市場を取り巻く状況にも少なからず影響を与えている。他方、同国内の企業マインドは堅調な推移をみせている上、新型コロナウィルスの流行に伴う同国経済への直接的な影響は国際商品市況の動向を通じたものなどを除けば見出しにくいことから、同国の経済成長率は昨年まで過

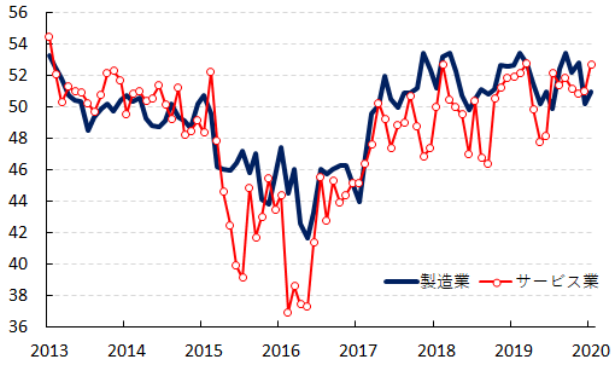
図１ レアル相場(対ドル)と主要株式指数の推移



（出所）Refinitiv より第一生命経済研究所作成

去３年連続で１％台に留まるなど低調な推移が続いてきたものの、緩やかに底入れが進むとの期待が出ている。さらに、昨年末に米トランプ政権は通貨レアル相場の下落などを理由に同国産の鉄鋼及びアルミに制裁関税を課す方針を明らかにするなど両国関係の悪化が懸念されたものの（詳細は昨年 12 月４日付レポート「ブラジル、自律回復の道半ばで新たな「難敵」登場のリスク」をご参照下さい）、その後に方針撤回がなされた上に同国が加盟に名乗りを上げているＯＥＣＤ（経済協力開発機構）入りを支持する姿勢を示すなど、同国には『追い風』が吹いていると捉えられる。

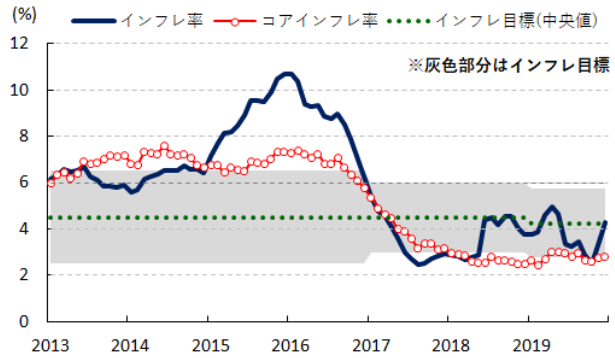
図 2　製造業･サービス業 PMI の推移



（出所）IHS Markit より第一生命経済研究所作成

他方、このところのレアル安の進展に伴う輸入物価への押し上げ圧力に加え、昨年末にかけて国際原油市況が底入れの動きを強めたことも相俟って、足下のインフレ率に底打ち感が出て中銀の定めるインフレ目標（4.25±２％）の中央値をわずかに上回るなど、かつての中銀であれば政策運営が慎重姿勢に転じる兆候も出ている。しかしながら、中銀は４～５日の日程で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５会合連続で引き下げる決定を行う一段の金融緩和に動いた。なお、今回の利下げ幅は 25bp と前回（50bp）から一段と縮小されるなど今次の利下げ局面で最も小さくなったものの、今回の利下げを受けてＳｅｌｉｃは過去最低水準の 4.25％となるなど『未踏の領域』に入ったと判断出来る。会合後に公表された声明文では、今回の決定も「全会一致」であるとともに、足下の同国経済について「緩やかな景気拡大が継続している」との見方を示すとともに、世界経済についても「足下で不確実性が高まる動きはあるものの、主要国による金融緩和期待が新興国経済にとって比較的望ましい環境の醸成に繋がっている」との見解を示した。また、物価動向について「見通しに沿った動きをみせている」としたほか、先行きのインフレ率について「2020 年は＋3.5％、2021 年は＋3.7％（前回は＋3.4％）」と来年にやや加速するとした上で、政策金利は「今年末に 4.25％となった後、来年末には 6.00％に上昇する」と今回の利下げを踏まえて水準を低く設定する姿勢をみせた。その上で、景気及び物価を取り巻くリスクについては引き続き「上下双方にバランスしている」としつつ、足下の景気及び外部環境などを勘案して利下げを決定したほか、緩和政策や構造改革などの進捗が「中立金利」の低下を促す上、持続可能な経済成長の実現のために不可欠とする考えを改めて強調した。先行きの政策運営については「足下の景気サイクルの局面では慎重な判断が求められる」とした上で、「昨年７月に始まった金融緩和サイクルの効果が遅行して発現することを勘案すれば、金融緩和プロセスの中断が適切と考える」とするなど、利下げの『打ち止め』を示唆する考えを示した。その一方、「政策の

図 3　インフレ率の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

方向性は景気動向やリスクのバランス、インフレ見通しが左右し、来年にはその重要性が一段と増す」との見通しを示した。同行は昨年 10 月及び 12 月の定例会合においても、利下げ実施を決定しつつ利下げ局面の終了を示唆する姿勢をみせてきたが、足下の実質金利はゼロ近傍となるなど追加的な利下げ余地も限定的となるなかで今回はそうした考えを一段と強めたものと捉えられる。なお、今回中銀が利下げ局面の終了を強調する姿勢を示している背景には、足下のレアル相場が過去最安値圏で推移しており、そうした状況が長期化すれば米トランプ政権が再び同国を標的とするような動きを惹起させかねないことを懸念した可能性も考えられる。今後の政策運営は国内経済のみならず、海外動向にも配慮せざるを得ない難しい立ち回りが求められることになろう。

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。