



コロナ禍の下でのブラジル情勢

森川 央

公益財団法人 国際通貨研究所 上席研究員

1. はじめに

新型コロナウイルスは最初中国で発見され、その後欧州、北米に広がり、ラテンアメリカには2020年3月に到達した。ラテンアメリカは公衆衛生インフラ、医療供給体制がせい弱であること、またいくつかの国では政府が感染症対策に及び腰であったことから、4月以降、感染者数・死者数が急速に増加した（第1図）。感染者数の増加は、変異株発生の可能性を高める。実際に、ブラジルでガンマ株、ペルーでラムダ株、コロンビアではミュー株と呼ばれる変異株が次々に発生した。

国別にみると、ブラジルの累計死者数は約61.3万人（11月20日現在）で、南米全体（117.8万人）の52%を占める。ブラジルの感染状況は南米全体にも、世界にとっても重要である。

ブラジルの感染者数は幸い2021年8月をピークに流行は下火になりつつあるが、新型コロナがブラジル社会に残した傷あとはまだ癒えていない。

第1図 南米の新型コロナ感染状況（100万人当たり）



以下ではブラジル経済の現状を検証し、2022年以降の見通しとリスクを解説する。

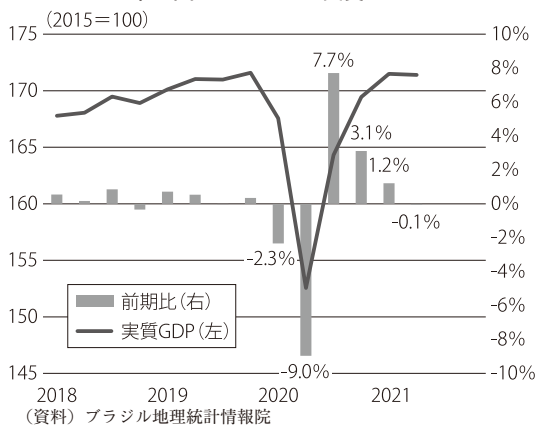
2. ブラジル経済、足元までの情勢

(1) 2020年は後半回復

ブラジルでは、2020年3月から新型コロナウイルスの感染爆発が発生し、実質GDP（前期比）は1-3月▲2.3%、4-6月▲9.0%という大幅なマイナス成長となった（第2図）。これを受け、ボルソナロ大統領は経済を優先する姿勢に傾き、財政出動による景気対策と経済活動の再開を急いだ。IMFの試算によると、ブラジルのコロナ対策費は2020年GDPの16.5%に達したとされている。中央銀行による金融緩和も進められ、政策金利は2020年2月の4.25%から8月には2.0%に引き下げられた。

更に外国でも大規模な景気対策が実施されてブラジルが産する資源への需要が高まった結果、7-9月から景気は急回復し、前期比7.7%となった。10-12月もその余波で前期比3.1%成長となったため、2020年の年間実質GDP

第2図 ブラジルの実質GDP



成長率は▲4.1%となった。コロナ流行直後である2020年6月時点の見通し(▲9.1%)ほど悪化することはなかったが、その最大の理由は大規模な財政出動にあった。

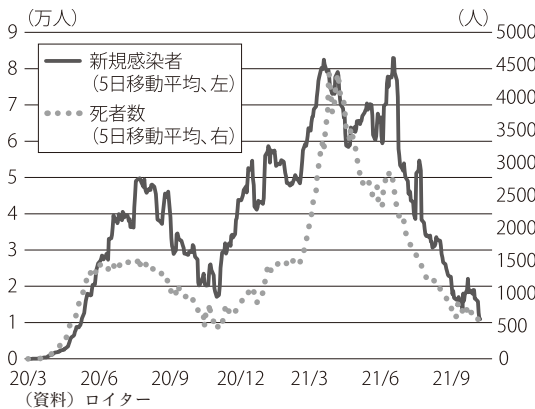
(2) 2021 年前半は失速

しかし2021年に入ると、景気拡大ペースは大きく低下した。1-3月の実質成長率は前期比1.2%に低下し、4-6月にはついに同▲0.1%と、わずかながらもマイナス成長となった。

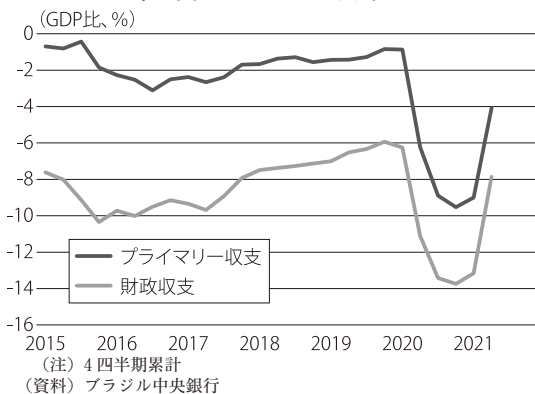
減速の第一の原因は、財政による景気刺激策の縮小である。2021年の財政出動規模は2.4%(GDP比)と、前年の16.5%と比較すると規模は約7分の1に縮小している(IMFの推計による)。

第二の原因は、新型コロナの流行がなかなか止まらなかったことだろう。ブラジルの感染状況をみると、2020年8月頃、2021年4月頃、2021年7月頃と3回の大きな流行の波が見られる。そして足元(2021年8月以降)を

第3図 ブラジルの新型コロナ感染状況



第4図 ブラジルの財政状況



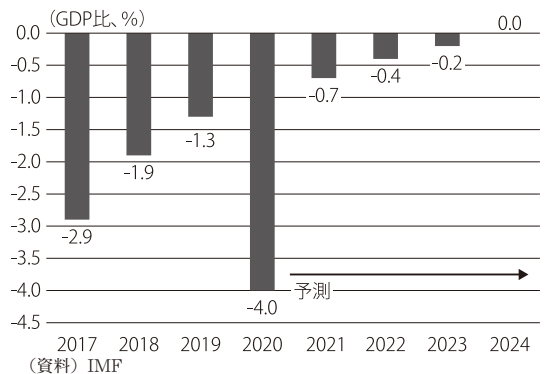
除いて新規感染者数の減少期間は短く、感染者が増えている期間が長かった(第3図)。感染リスクが高い期間が長かったため、対人サービスへの需要が抑えられ、自律的な景気回復が妨げられたと考えられよう。

2021年に入り財政出動が抑制された理由は、財政状況の悪化である。対策実施から1年後の2020年の財政収支(GDP比)は▲13.7%、プライマリー収支も▲9.5%に悪化した。それに伴い公的債務残高(粗)のGDP比も2019年末の87.7%から2020年末には98.9%に急増した。このため、財政支出の伸びを抑制せざるを得なくなったのである。

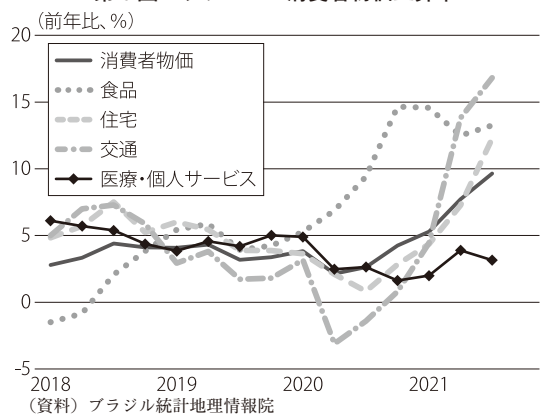
(3) 不況にもかかわらずインフレは高進

IMFの試算によると、ブラジルのGDPギャップは2020年に▲4.0%まで拡大しており、2021年以降もマイナスが続く(第5図)。コロナ以前から需要が供給力を下回る状況が続いており、基本的にはインフレになりやすい環境となっている。

第5図 ブラジルのGDPギャップ



第6図 ブラジルの消費者物価上昇率



それにもかかわらず、ブラジルの消費者物価上昇率は2020年後半から顕著に上昇してきており、2021年7-9月は前年比9.6%になっている（第6図）。

上昇が目立つのは当初は食品であったが、足元では住宅費や交通費が高騰している。住宅費上昇の背景には、発電を主に水力に頼るブラジルにおいて、渇水により水力発電が減少したため急きょ火力発電を増やした結果、燃料費が膨らみ電力料金が上昇したことがある。

これは一時的なインフレ要因であったが、世界的な景気回復により原油を含め一次産品価格が上昇していることや、ブラジルレアル安による輸入品価格が上昇していることは、一時的ではなく持続的なインフレ要因として警戒する必要がある。

ブラジル中央銀行は、物価上昇が目立ち始めた2021年3月から利上げを開始しており、政策金利はわずか半年で2.0%から6.25%に引き上げられている。ただし、前回消費者物価上昇

率が10%近くになっていた2016年当時の政策金利は14.25%であったことを考えると、更なる利上げが必要になる可能性が高い（第7図）。

3. 今後の見通しとリスク

(1) 経済は正常化へ向かうが低成長

IMFの最新予測（WEO2021年10月）では、ブラジルの実質GDP成長率は2021年5.2%に回復したのち、2022年は1.5%に鈍化する見通しである。その後は潜在成長率並みの2%程度の成長が続く見通しとなっている（表1）。

ブラジルのワクチン接種状況を見ると、1回接種は国民の7割を超え、2回接種も5割を上回ってきている。ワクチンの普及により重症患者は減ると期待できるものの、ワクチンの効果は半年ほどで減退するため、経済活動の正常化は緩やかなペースで進むと想定されている。

政策の後押しが期待できないことも景気回復が緩やかなペースにとどまる理由である。政府債務残高（粗）は、GDP比90%を超えているため、財政赤字を抑え債務累増を避けなければならない。そのためには利払い負担を考慮すると基礎収支（プライマリーバランス）を早期に黒字化する必要があり、景気には抑制的に働く。また金融政策も前述のとおり利上げ継続となるため、拡大テンポを抑える要因となる。

2022年の中央銀行のインフレ目標（2.0～5.0%）内に収めるには、相当な努力が必要だろう。当面のブラジル経済に必要なことは高成長ではなく、インフレの抑制、財政への懸念払しょくである。安定的で持続的な成長を

第7図 政策金利とインフレ率

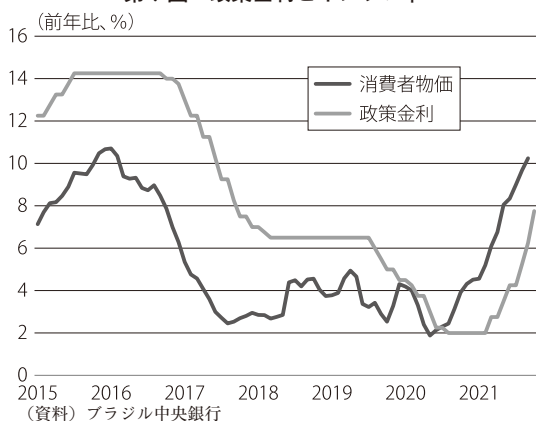


表1 IMFのブラジル経済見通し

	単位	2020	2021	2022	2023	2024	2025
実質GDP成長率	%	-4.1	5.2	1.5	2.0	2.1	2.1
1人当たり実質GDP	%	-4.8	4.8	0.9	1.4	1.5	1.6
消費者物価上昇率	%	3.2	7.7	5.3	3.5	3.3	3.1
実質財サービス輸出	%	-1.2	9.0	4.2	4.4	3.5	4.4
実質財サ輸入	%	-7.7	10.7	5.0	5.0	4.1	3.8
失業率	%	13.5	13.8	13.1	12.0	11.2	10.5
一般政府収支	GDP比、%	-13.4	-6.2	-7.4	-6.4	-5.4	-4.8
一般政府基礎収支	GDP比、%	-9.2	-1.6	-0.8	-0.4	0.2	0.6
政府債務残高（粗）	GDP比、%	98.9	90.6	90.2	91.7	92.4	92.6
政府債務残高（純）	GDP比、%	62.7	60.7	63.4	67.3	70.2	71.3
経常収支	10億ドル	-25.9	-8.5	-31.2	-47.8	-62.0	-71.2
経常収支	GDP比、%	-1.8	-0.5	-1.7	-2.4	-2.9	-3.2

(資料) IMF

維持することが、ブラジル経済にとって最も望ましい軌道であろう。

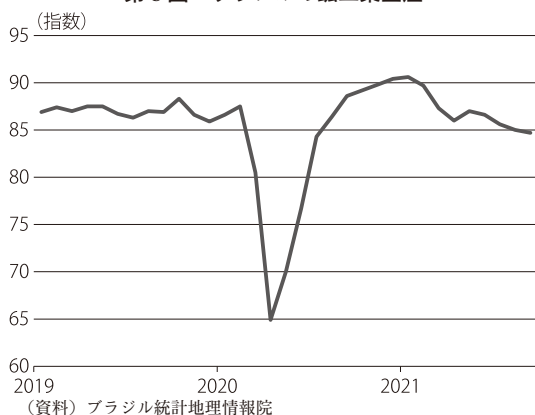
(2) 足元景気は早くも下振れ

だが足元の経済指標は芳しくない。7-9月の鉱工業生産は、4-6月期を1.9%下回った(第8図)。サービス業(第3次産業)の活動も鈍く、7-9月の経済活動指数(月次実質GDP)は前期比▲0.1%と、前期に続いて小幅ながらマイナス成長となった(第2図)。

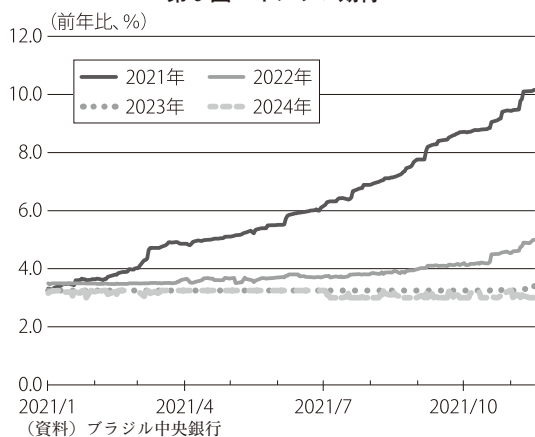
消費者物価上昇率は9月、前年比10.2%と2桁に達している。インフレ率の上昇は実質所得の目減りを招いている。7-9月は新型コロナの新規感染者数が急減(第3図)していたにも関わらず、経済指標が好転していないことに注意する必要がある。

だがインフレに対しては、まだ楽観的な見方が支配的である。市場関係者のインフレ期待⁽¹⁾をみると、2021年の予想値は10%超に上

第8図 ブラジルの鉱工業生産



第9図 インフレ期待



昇しているが、2022年は5.0%、23年は3.4%、24年3.0%にとどまっている(第9図)。

つまりインフレは一年でほぼ終息するとみているわけである。

(3) インフレ長期化の懸念

しかし、インフレは世界的な問題になりつつあり、しかも長期化する恐れもでてきている。現在、懸念されているインフレ要因を整理すると、①サプライチェーンの混乱、②資源投資の減少、③農産物価格の上昇、④住宅価格の上昇と多岐にわたっている。

① サプライチェーンの混乱

東南アジアでロックダウンが発生していることから国際的なサプライチェーンが寸断され、半導体などで部品不足、供給不足が発生し、新たなインフレ要因になりつつある。途上国までワクチンが行き渡るまでにはまだまだ時間がかかる見通しで、このインフレ要因も一過性とは考えにくい。

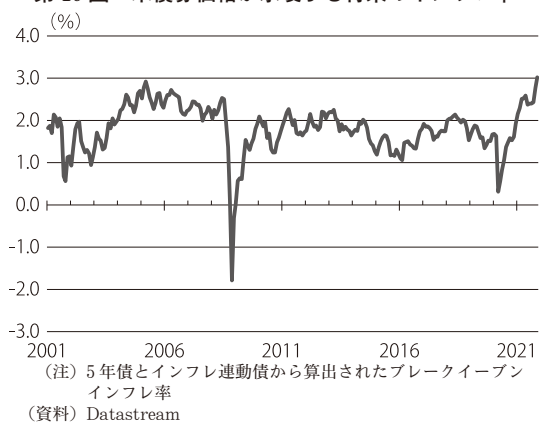
② 資源投資の減少

先進国は脱炭素社会に向けて、エネルギーシフトを始めている。後ろ向きだった中国も急速に脱炭素に取り組み始めた。その結果、化石燃料への投資が減少するとの思惑から、当面は化石燃料の価格が上がりやすい時期となる可能性が高い。過渡的な現象とはいえ、数年は持続する可能性がある。

③ 農産物価格の上昇

世界人口の増加、所得の向上と不規則な天候の影響で、農産物価格にも上昇圧力が

第10図 米債券価格が示唆する将来のインフレ率



かかり続ける可能性がある。

④ 住宅価格の上昇

金融緩和により、多くの国で住宅価格が上昇してきている。家賃、帰属家賃の上昇を通して、消費者物価を押し上げる。

こうした状況を見ると、インフレを単年限りとする見方は楽観的すぎるのではないかと思われる。米国債券価格から割り出すインフレ予想（ブレイクイーブンインフレ率）は、今世紀に入ってから最高に達している（第10図）。これらのインフレ要因はグローバルに発生しているものなので、一国の金融政策で対処できるものではない。インフレ高進のリスクを認識し、監視していく必要がある。

(4) スタグフレーションの深刻化リスク

景気の先行きにも下振れ長期化のリスクが生じている。中国の2021年7-9月実質GDPが低調に終わったことから、中国景気の先行きへの不安が台頭してきている。当然、その影響はブラジルにも及ぶ懸念がある。

ブラジルのイタウ・ユニバンク銀行によると、中国のGDP成長が1ポイント下がると、ブラジルの成長率も0.3ポイント下がる。2021年の中国経済は8.0%（IMF見通し）の成長が予想されているが、2022年は5.6%に鈍化するとみられている。ブラジルの2022年成長率は1.5%となっているが、中国の成長率が4%まで低下すれば、ブラジルの成長率も1%を下回る可能性が出てくる。

この場合、インフレ見通しが改善するようには思えるが、それほど単純ではない。グローバルなインフレ圧力は需要要因だけでなく供給要因によって生まれているうえ、国政選挙を控えたブラジル政府は景気悪化見通しに対し、再び財政出動を強化する可能性がある。このシナリオの帰結は、①景気の極端な落ち込みは防いでもインフレを悪化させる、②財政の悪化から、ブラジル政府の信認が下がりレアル安が進み、インフレをさらに悪化させる、低成長とインフレ悪化の組み合わせ、つまりスタグフレーションの長期化である。2022年については、決して高くない1.5%という成長率も達成は容易では

なく、インフレも高止まりする可能性を考慮しておく必要がある。

(5) 2022年ブラジル大統領選の情勢

こうした不透明感を抱えつつ、2022年は大統領選挙が実施される（投票日10月2日）。調査会社Ipespeが2021年10月25～28日に行った調査によると、ルラ元大統領は、現在出馬が取りざたされている4候補と現職ボルソナロ大統領の中で「一番人気」となっており42%の支持率を獲得している。2位はボルソナロ氏の28%で両者の差は14ポイントになっている。ブラジルでは1回目の投票で過半数を獲得できない場合、上位2候補で決選投票が行われる。

ルラ氏は決選投票の想定下でもボルソナロ氏に50%対32%と圧倒しておりその他の候補に対しても優位に立っている。逆にボルソナロ氏はルラ氏以外の有力候補との決選投票となった場合も、シロ氏（民主労働党）には34%対44%、ドリア氏（民主社会党）とでは35%対40%と劣勢に立たされている。

ボルソナロ政権のコロナ対策は失敗と考える有権者が多く、同政権への支持率は低迷している。ルラ氏は、収賄事件で有罪判決を受けたため前回大統領選挙に出馬できなかったが、2021年3月になって有罪判決が取り消された。ルラ氏はまだ出馬意志を表明していないが、低所得者層を中心に元大統領への復帰待望論は強い。

ルラ氏は選挙戦の軸になると予想されるが、ルラからルセフ元大統領まで3期続いた労働者党政権を嫌う有権者も少なくない。左派にも右派にもこりごりという有権者がおよそ25%いるとされている。今後はルラ氏への対抗馬として、中道派主要7政党が候補者を一本化できるかが焦点になるだろう。大統領選挙は、ルラ元大統領と中道候補で決選投票を迎えることになるのではないかと。

ルラ元大統領が就任していた2003年から2011年は、ブラジル経済のブーム期であったが、今やブラジルは低成長期である。ルラ元大統領が再任されたとしても、今度は難しい

舵取りを強いられるだろう。

なお、ルラ元大統領が大統領に復帰した場合、左派ゆえの放漫財政を懸念する声もあるが、国民の人気が高いルラ氏は極端な人気取り政策に走る必要がない。もちろん、貧困層、低所得者層への経済対策は実施するだろうが、それはコロナで傷んだブラジル経済にとって必要なことでもある。「左派＝財政弛緩」と悲観する必要はないだろう。

4. 終わりに ～ゆでガエルリスクこそ恐い

ブラジルがコロナ禍を完全に克服できたとしても、ブラジルは低成長期に入っていく。ブラジルでも高齢化が進行し、成長の押し下げ要因となるからである。ブラジルの生産年齢人口（15-64歳）の伸びは2020年代には0.1%（年平均）に落ち込み、2030年代には▲0.1%（同）となる。今後は人口増を頼みとする経済成長は望めなくなる。

そうなればインフラや機械設備など資本ストックを増やし、労働者一人当たりの生産量を増やして成長率を高めていくことが重要になる。そのためには、新鋭設備を導入するなど設備投資を増強していかなければならない。また、道路や港湾設備などの拡充、公衆衛生面では上下水道の整備など、社会インフラの充実も必要である。

ところが、ブラジルの設備投資は国際的に見て非常に低い。固定資本形成（設備投資、住宅投資、公共投資の合計）のGDP比率（2011 - 2019年平均）を見ると、ブラジルは17.8%でロシアやインド、メキシコ、チリなどを下回っている。

投資不振に加え、貧富の差の拡大、治安の悪化、失業の長期化による労働者の能力低下など生産性を下げる要素には事欠かない。ブラジルは新興国でありながら、先進国並みの低い潜在成長率になっている。

一方でブラジルが直ちに経済危機や国際収支危機に直面する可能性は低い。ブラジルの強みは外貨準備高が潤沢なことである。2021

年9月時点で外貨準備高は3,689億ドルあり、粗対外債務（企業グループ内の借入を含む）の50%を超えている。21世紀初頭は20%以下であったが、資源ブームで輸出を伸ばし、ブラジルへの資本流入も増えた結果、2007年以降以降、コンスタントに50%超を維持しており、外貨ポジションは通貨危機を繰り返した1980年代、90年代とは様変わりしている。

外貨準備高は2019年以降2年連続で小幅減となっていたが、2021年はこれまでのところ133億ドル増加している。新型コロナ禍による国内経済への悪影響は著しかったものの、対外支払い面での不安は小さかったと評価できる。

また、銀行危機の懸念も比較的小さいと考えられる。ブラジルの民間向け融資残高はGDP比63.7%（2019年世界銀行調べ）で、先進国（100%を超えていることが多い）や中国（164.7%）を大きく下回っている。金融深化が進んでいないことは、銀行セクターで多額の不良債権が発生しても経済全体に及ぼす影響が比較的小さいことを示唆している。

現在、ブラジルの銀行セクターの不良債権比率は2.2%（2020年10-12月）である。しかし約3分の1の貸出で何らかの返済条件緩和が実施されており、もちろん今後不良債権比率の上昇が予想される。それに対し銀行は条件変更した貸出の引当率を9.4%と、一般債権の引当率（4.5%）の2倍強に引き上げ、資産劣化に備えている。

これまでの分析をまとめるとブラジルは一見、安心なようにみえるが、この状況はいわゆる「ゆでガエル」に陥りやすい。人口動態は毎年の変化は小さいため、問題は過小評価され抜本的な対策が取られにくい。そして、10年後、20年後、気が付けばすっかり成長力が衰え、危機も迫っているというパターンである。「未来の大国」といわれて久しいブラジルだが「未完の大国」とならないことを願いたい。

《注》

- (1) ブラジル中央銀行は、内外の金融機関、エコノミストらを対象に、今後の実質成長率、消費者物価上昇率、政策金利の予想を集計し、平均等を発表している。