

レアル安下のブラジル経済 ～物価の先行きを考える～

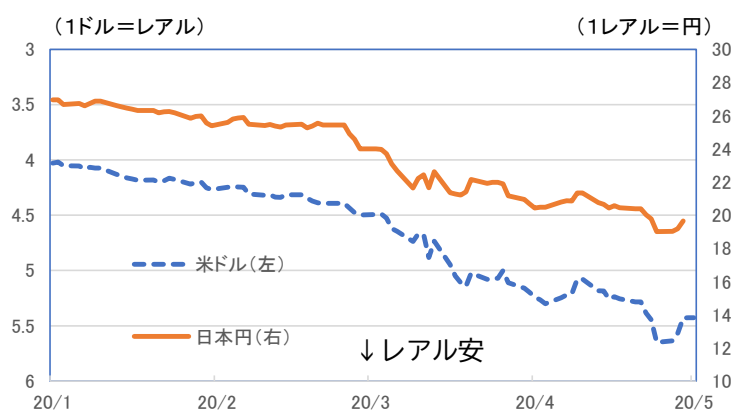
経済調査部 上席研究員 森川 央
morikawa@iima.or.jp

1. コロナ禍に加え政権不人気がレアル安に拍車

ブラジルの新型コロナウイルス感染者数は2か月足らずの間に急増し、4月28日には7万人を超えた。死者数も5017人となり、最初に感染が始まった中国の公式死者数を上回った。また、英国のインペリアル・カレッジ・ロンドンが4月29日に発表したレポートによると、ブラジルでは1人の感染者が2.81人に感染を広げており、48カ国で最も高くなっている。

感染拡大と歩調を合わせるようにレアル相場も下落している。2月末から4月28日までに、対ドル相場は23.8%下落し、対円でも25.0%の下落となっている。レアルの下落率はほかの新興国通貨と比べても大きくなっており、4月24日には対ドルで史上最安値となる1ドル＝5.65レアルに低下した。

図1 レアルの対ドル、対円レート



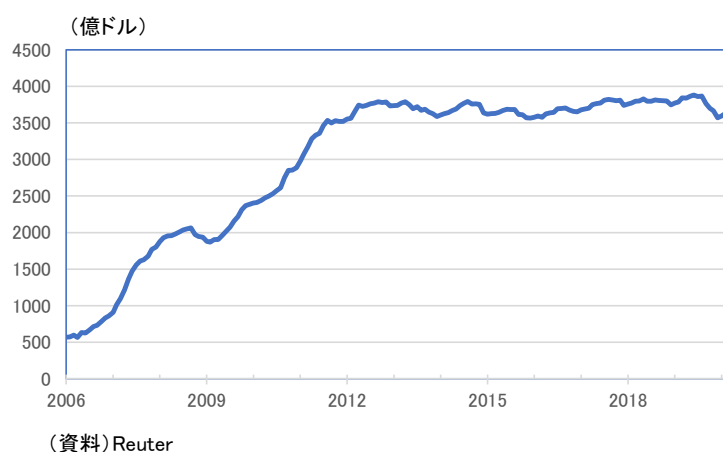
(資料) Reuter

レアル下落が大規模になった理由は、ブラジルが大豆や食肉など農産物や鉄鉱石といった一次産品輸出国で世界経済縮小の打撃が大きいという見通しのほかに、ボルソナロ大統領が新型コロナウイルスの脅威を過小評価し、対策が後手に回ったことも挙げられ

よう。当初、同大統領は「新型ウイルスはちょっとした風邪に過ぎない」と発言したほか、経済への悪影響を恐れ、外出規制にも消極的であった。

そして4月16日には、厳格な隔離を進言していたマンデッタ保健相を解任し、閣内の足並みの乱れをさらすことになった。更に24日には政権の要となっていたモロ法務・公安相が辞任することになり、ボルソナロ政権の支持率が低下している。危機下であるにもかかわらず、政治的求心力が衰えていることから、「ブラジル売り」が加速したものと考えられる。ブラジルの外貨準備高は約3390億ドル（4月30日）と潤沢¹であるが、2月末から約230億ドル、6%減少しており、動向から目が離せない状況になってきている。

図2 外貨準備高（キャッシュ概念）



2. デフレかインフレか？～物価変動要因の検証

新型コロナウイルスの影響を勘案した最新のIMFの見通し²によると、ブラジルの実質成長率予想は2020年-5.9%、2021年+2.9%となっている。リセッション（景気後退）は避けられず、過去最大の落ち込みとなる可能性が高い。

厳しい景気後退が物価押し下げ要因として働くことは間違いなく、急落している原油価格も物価押し下げに貢献すると思われる。しかし、最近の対ドル相場（1ドル=5.4レアル）は、昨年平均（1ドル=3.945レアル）と比べ37%下落しており、レアル安はインフレを助長する要因となる。物価押し下げ要因が勝りデフレに陥るのか、押し上げ要因が勝りスタグフレーションに至るのか、物価動向は今後のブラジル経済にとって大きな分岐点となる³。本稿では、これら要因の物価への影響力を推計し、物価見通しを検討してみたい。

¹ 例えば、年間の輸入額の2倍であり、対外債務残高（3230億ドル、2019年）を上回っている。

² 2020年4月発表のWorld Economic Outlook。

³ IMFの見通し（WEO）では、2020年の消費者物価上昇率は3.6%、2021年3.3%となっており、低イン

消費者物価（CPIyoy）を動かす要因として、原油価格（WTIyoy）、為替（対ドルレート、FXyoy）、製造業の設備稼働率（CAPUTyoy）、短期金利（RATEyoy）を取り上げ、回帰分析を試みる。変数はすべて前年比（稼働率と金利は前年差）をとった。（1）式は当期の説明変数で、（2）式以下はそれぞれ1期前、2期前、3期前の説明変数で回帰した結果である（表1）。

表 1 消費者物価上昇率（CPIyoy）への回帰分析結果

最小二乗法(OLS) 推定値				
従属変数: CPIyoy				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	ラグなし	1期前	2期前	3期前
const	6.301***	6.220***	6.197***	6.384***
	-0.3446	-0.3072	-0.3138	-0.3555
WTIyoy	0.008925	0.003971	-0.004491	-0.02078*
	-0.01134	-0.01011	-0.01035	-0.01168
FXyoy	0.0199	0.05902***	0.08064***	0.06998***
	-0.01889	-0.01684	-0.01692	-0.0189
CAPUTyoy	-0.3819*	0.1533	0.5891***	0.8109***
	-0.2075	-0.185	-0.1881	-0.2098
RATEyoy	0.3514***	0.3854***	0.3042***	0.2288**
	-0.08698	-0.07753	-0.07795	-0.08689
n（標本数）	72	72	71	70
Adj.R**2	0.3385	0.4783	0.4782	0.3615
lnL	-159.3	-151.1	-149.3	-154.6
各説明変数の下段は標準誤差				
* significant at the 10 percent level				
** significant at the 5 percent level				
*** significant at the 1 percent level				

原油価格はすべての推計で、有意性を持たなかった。ブラジルでは、原油価格の影響は他の要因の中に埋没してしまうようである。また、金利もすべての推計で符号条件を満たさなかった。

決定係数が高いのは（2）式と（3）式であった。しかし、（2）式では製造業設備稼働率が有意性を持たない。この結果から（3）式を基にさらに検討することにする。

（3）式の問題点は、原油価格の有意性がないこと、金利が符号条件を満たさないことである。また、ダービンワトソン比が0.432と低く系列相関が発生していると思われる

フレが持続することになっている。

る。そのため、説明変数から原油価格と金利を除外し、系列相関を是正するためにプレイス=ウィンステン法で推計し、表2の結果を得た。ダービンワトソン比は1.25に改善し、自由度修正済み決定係数は0.8637となった。

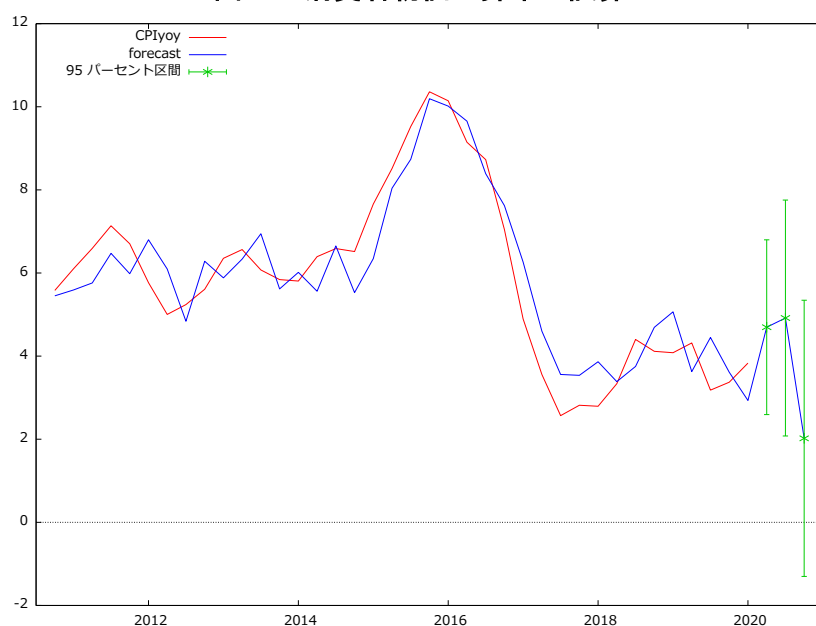
表 2 消費者物価上昇率（CPIyoy）への回帰分析結果②

(5) 式 プレイス=ウィンステン (Prais-Winsten) 法, 観測: 2002:3-2020:1 (T = 71)
 従属変数: CPIyoy
 rho = 0.906504

	係数	Std. Error	t値	p値	
const	5.92967	1.18710	4.995	<0.0001	***
FXyoy_2	0.0520950	0.0113250	4.600	<0.0001	***
CAPUTyoy_2	0.428969	0.117693	3.645	0.0005	***
ρ階差データ (rho-differenced data) に基づく統計量:					
Sum squared resid	75.51696	S.E. of regression			1.053823
R-squared	0.867635	Adjusted R-squared			0.863742
F(2, 68)	16.62318	P-value(F)			1.33e-06
rho	0.371551	Durbin-Watson			1.250917
もとのデータに基づく統計量:					
Mean dependent var	6.221505	S.D. dependent var			2.843983

概ね満足できる結果が得られたので、これを使い今後のインフレ率を試算してみる。前提として、為替レートは年内35%の下落が続き、年間の実質成長率は5.5%減になるとする⁴。

図 3 消費者物価上昇率の試算



⁴ 別途、回帰分析を行い、前提とした実質成長率から製造業設備稼働率を導き (5) 式に代入した。

2020年の消費者物価上昇率は3.9%となった(図3)。為替レート下落の影響と国内景気の悪化が相殺され、物価上昇率はわずかにとどまることが示唆された。IMFの見通し(注2参照)とも大差はない結果となっていた。

3. 危うい均衡の結果としてのディスインフレ

試算によると、極端なインフレやデフレには至らず緩やかなインフレ(ディスインフレ)が続く見通しである。ただし、このディスインフレは物価にかかる力が弱いために実現するものではなく、上下両方にかかる強い力が均衡した結果の危うい均衡と考えるべきだろう。よって物価にかかる力がどのように展開していくか、今後も注意深く観察する必要がある。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2020 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8階

電話: 03-3510-0882 (代) ファックス: 03-3273-8051

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>