

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

ブラジル経済の現況

～金融引き締めの効果はこれから～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

森川 央

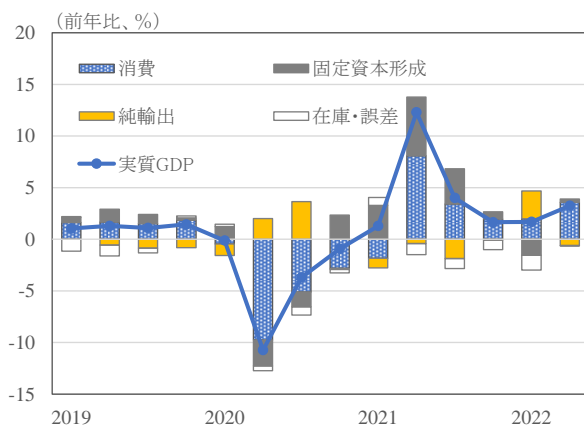
morikawa@iima.or.jp

1. 2022年4-6月の実質GDPは前年比+3.2%に回復

ブラジルの実質GDP成長率は、過去半年間低迷していたが（2021年10-12月前年比+1.6%、2022年1-3月同+1.7%）、2022年4-6月は前年比+3.2%に回復した。需要別にみると、消費の寄与度が、前期（1-3月）の2.0ポイント（以下pt）から3.6ptに上昇したほか、固定資本形成も同▲1.5ptから0.3ptに改善していた。

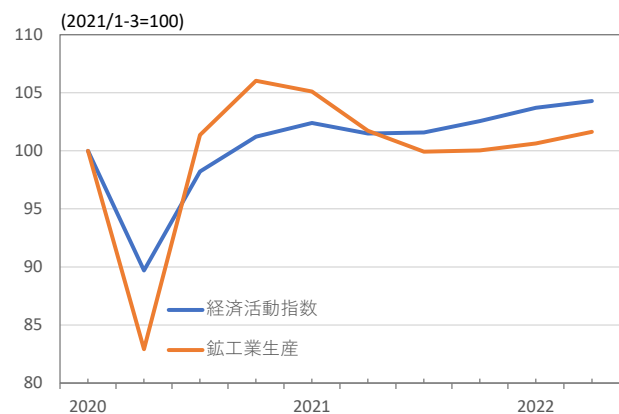
オミクロン株流行の影響で、当初2月に予定されていたカーニバルが4月に延期され開催されたため、主にサービス消費が4-6月にずれ込んだ影響もあっただろう。そしてオミクロン株まん延が3月以降、終息したことも、経済活動全般を後押ししたと思われる。

図1 実質GDP（前年比）



(資料) ブラジル地理統計院

図2 経済活動指数と鉱工業生産



(資料) ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院

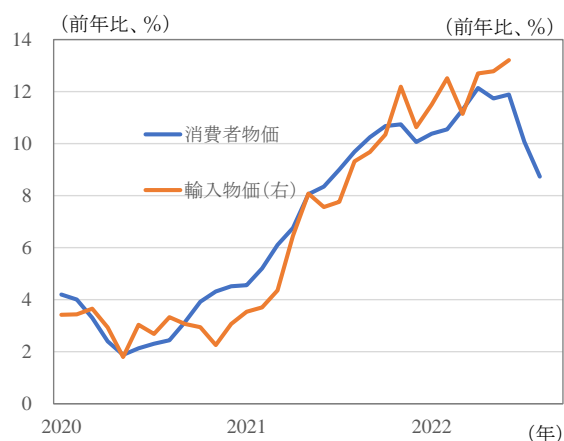
2. 2 桁のインフレ率に対抗し減税を実施。政策金利も 2 桁に

ブラジルの目下の課題は、インフレである。2021 年 6 月に+8.3%だった消費者物価上昇率（前年比）は、1 年後に+11.9%になった（2022 年 6 月）。世界的な資源・農産物価格の上昇に加え、ブラジル国内の要因もインフレ上昇に働いている。ラニーニャ現象に伴うとされる降雨量の減少により、トウモロコシなど一部の農産物の収穫量低下を招いているだけでなく、ブラジルの主力電源である水力発電にも影響を及ぼす。水不足によって発電量が減少すると、高コストの火力発電に頼らざるをえないため、電力料金の高騰を招くという副作用を生むのである。

高インフレはボルソナロ政権への支持率の低下を招いており、政府は 7 月から商品流通サービス税（ICMS）の実質引き下げを決めた。ガソリンやエタノール、ディーゼルなどの燃料、天然ガス、電力、通信、公共交通機関料金に課せられている ICMS は州によってまちまちだが、ガソリンの場合 23%から 34%になっている。ボルソナロ政権はこれを 18%まで引き下げたのである。その結果、国際的にもエネルギー価格の上昇が一巡していたこともあり、8 月の消費者物価上昇率は、前年比 +8.7%に大きく低下した（図 3）。

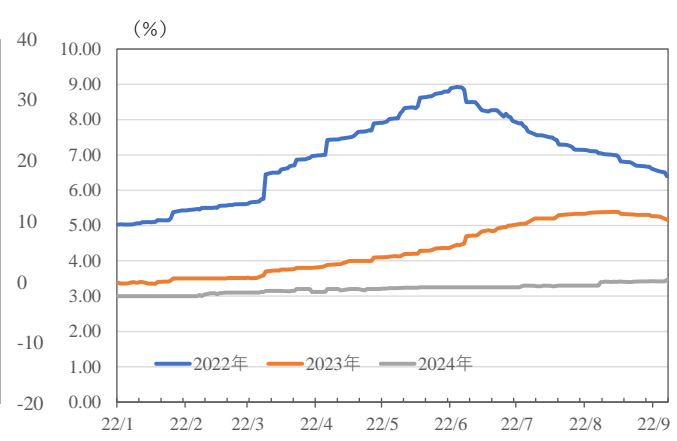
これにより民間エコノミストらのインフレ予想も改善することとなり、2022 年インフレ見通しはピークの+8.93%（6 月 6 日）から、9 月上旬には+6.5%に低下してきている（図 4）。だが、その一方で、2023 年の見通しは、足元でやや頭打ちになっているものの緩やかな上昇トレンドがみられる。減税という人為的な引き下げはあったものの、輸入物価は高止まりが続いており（6 月前年比 +36.6%）、インフレ懸念が本格的に和らいできているわけではない。海外では、米国のインフレ懸念が再燃する恐れが生じており、国内では選挙目当ての財政緩和（後述）が実施されている。ウクライナ戦争は泥沼化しており、国連食糧農業機関（FAO）は 2023 年の食糧不足を憂慮している。ブラジルは農業大国であるが、化学肥料を外国に依存しているため、生産費の上昇が懸念される。2023 年のインフレ見通しについては、今後も予断を許さない状況である。

図 3 消費者物価と輸入物価



(資料) ブラジル中央銀行、地理統計院

図 4 エコノミスト等のインフレ予想



(資料) ブラジル中央銀行

図 5 政策金利

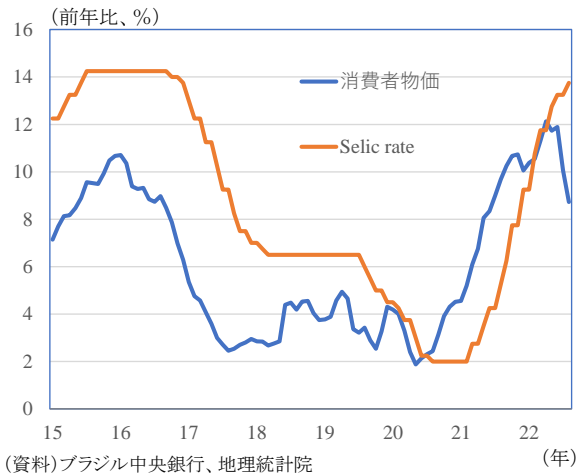


図 6 実質マネーサプライ (M1)

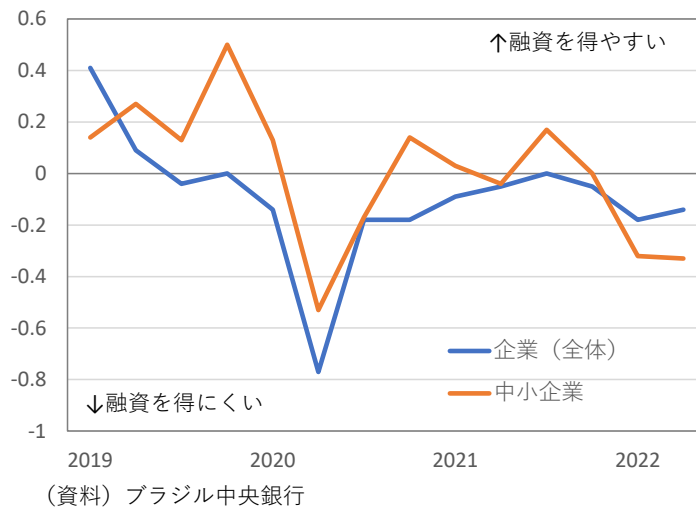


こうした中、ブラジル中央銀行は2021年3月以降利上げを繰り返しており、政策金利(Selic rate)は2.00%から現在13.75%に引き上げられている(図5)。

前回、消費者物価上昇率が2桁に達したのは2015年11月から2016年2月にかけてだった(平均10.6%)。当時の政策金利は14.25%、実質政策金利は平均3.7%であった。現在の実質政策金利は、前述の人為的なインフレ抑制により5%程度に上昇している。ひとまずは利上げの効果を見極める段階に達したと思われる。

実質マネーサプライをみると、7月には前年比▲17.5%に低迷している。金融は、量的にも引き締めつつある。企業側にも金融のひっ迫感が強まっている兆候が見られる(図7)。金融引き締め効果は、これから本格化しそうだ。

図 7 企業向け信用供給指数



3. 政策サポートがあるものの景気の先行きは不透明

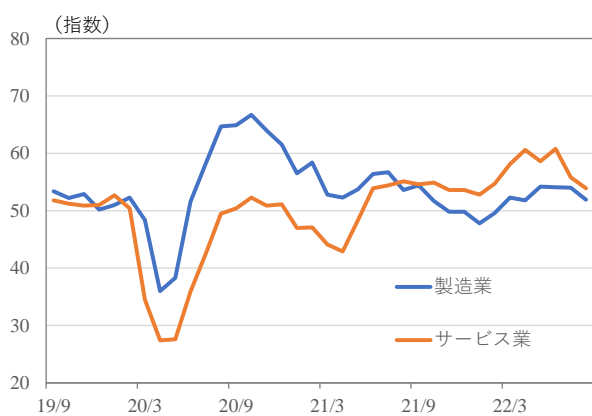
支持率が低迷しているボルソナロ政権は、景気浮揚と支持率上昇を狙い、生活扶助支給額を引き上げる

事などを盛り込んだ憲法補則法案(PEC)」を提案、自身も選挙が控えている与野党議員らも賛成し、承認された。低所得者層への生活支援が景気を下支えとなることが期待されるものの、直近の経済指標には景気拡大の息切れを示唆するものが出てきている。

企業活動の統計で速報性の高い購買担当者景況感指数(PMI、季節調整済み)を見ると、4-6月は上昇していたものの7、8月は2ヶ月連続で低下している。製造業は4-6月平均53.4ptだったものが、7月54.0、8月51.9に低下、サービス業も4-6月平均60.0から7月55.8、8月53.9へと低下している。

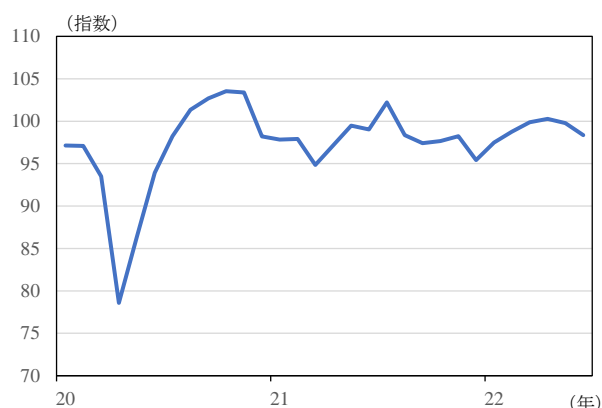
消費者側では、7月の実質小売売上高指数(季節調整済み)が前月比▲0.8%となった。4-6月平均と比較すると▲1.9%となる。好調だった4-6月の単なる反動か、景気の失速を意味するのか、続く指標を注視する必要がある。

図 8 購買担当者景況感指数 (PMI)



(資料) IHS Markit

図 9 実質小売売上高指数



(資料) ブラジル地理統計院

4. 対外的には安定を維持

4-6月は比較的高成長となったものの、金融引き締めの効果は今後出てくると思われる。世界的にも米国のインフレ長期化の懸念、ロシア・ウクライナ戦争の長期化による欧州の天然ガス不足が、先行きの不透明感を高めている。化学肥料の不足は、来年の食糧生産にも影を落とす。ブラジルの景気拡大の持続性には疑問が残る。

なお、国内では大統領選挙が迫ってきているが、ルラ元大統領の優勢が伝えられており、選挙は波乱要因とはならない模様だ。

朗報は、為替レートが比較的安定していることだ。対ドルレートは1ドル=5レアル台に低下しており、21世紀中の最高値1ドル=1.59レアル(2008年7月)と比較すると、価値は3分の1以下になっている。しかし2020年以降に限ると、5レアル台に下落したあとは横ばいで推移している。2021年からは積極的に利上げしたため、対米金利差(政策金利で比較)は10pt以上に広がっている(図10)。

資本流出が激化している様子もない。パンデミックが始まった2020年上期こそポートフォリオ投資やその他投資(借入等)の流出が目立ったが、その後は沈静化している。ただし4-5月のポートフォリオ投資の流出が増加しているため、この点は注目しておきたい。

とはいえ、直接投資は安定して流入しておりブラジル経済への長期的な評価は変わっていないと考えられる。

図 10 為替レートと対米金利差

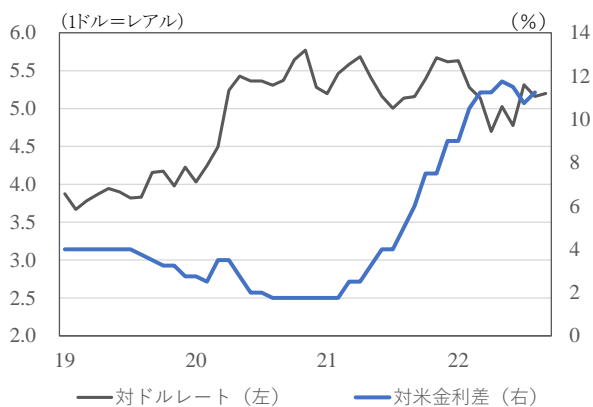
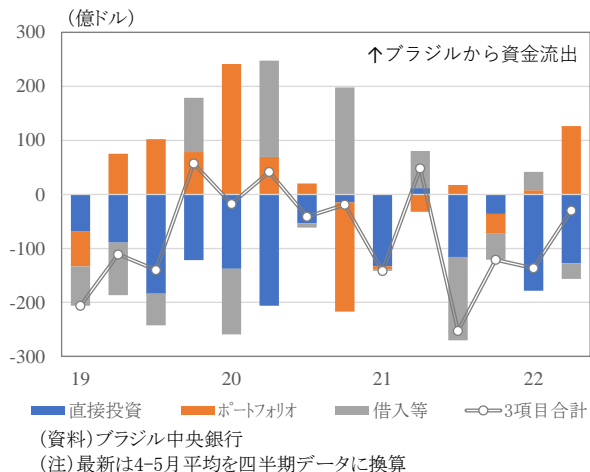


図 11 金融収支



以上

(9月15日記)

Copyright 2022 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

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

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

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

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います。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。