

インフレ高進に苦慮するブラジル

2022年に待ち受ける景気減速・レアル安の試練

調査部経済調査チーム主席エコノミスト

西川 珠子

03-3591-1310

tamako.nishikawa@mizuho-ir.co.jp

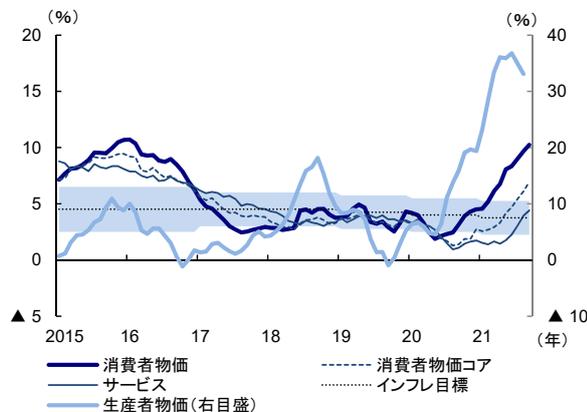
- ブラジルは5年半ぶりの二桁インフレに苦慮している。金融政策は正常化を超えて「制限的な領域」への引締めに移行し、2022年の実質GDP成長率は+1%台への減速が視野に入りつつある
- 2022年10月大統領選挙での左派政権復活懸念はレアル安圧力を強める要因。悲惨指数の上昇は現職不利を示唆しており、左派優位がレアル安を通じ悲惨指数を上昇させる悪循環に陥りかねない
- レアル安が継続することにより、2022年のブラジル経済は、景気停滞とインフレが併存するスタグフレーションの深刻化に直面するリスクがある

1. インフレ高進に歯止めがかからず、正常化を超える金融引き締めへ

(1) 消費者物価は2016年2月以来5年半ぶりの二桁上昇

ブラジルでは、インフレ高進に歯止めがかからない。9月の消費者物価上昇率は、前年比+10.25%と2016年2月以来5年半ぶりの二桁に達し、インフレ目標（+3.75%±1.5%）上限を大幅に超過する局面が続いている。生産者物価上昇率（8月同+33.1%）は6月ピークから鈍化の兆しが見えるが、鉱業、食品、木材等、広範な品目が高止まりするなど川上部門の物価上昇圧力は根強く、企業収益の圧迫要因となっている。サービス価格は目標圏内ながら、新型コロナ禍からの経済活動の再開と共に上昇圧力が高まっており、変動の激しい食品・エネルギーを除く消費者物価コア上昇率も目標上限を超過して加速するなど上昇品目が広がり、インフレの構成内容は一段と悪化している（図表1）。

図表1 主要インフレ指標とインフレ目標

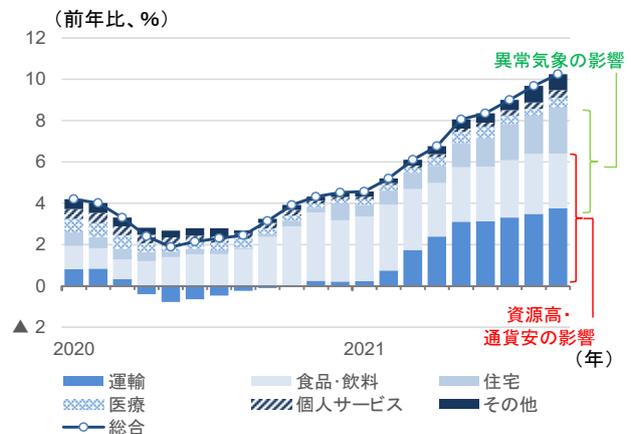


(注) コアは燃料および飲食物品 10 品目を除く。

網掛け部分はインフレ目標の上限・下限。

(出所) ブラジル地理統計院より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 消費者物価上昇率（品目別寄与度）



(注) その他は、家具・家電、衣料、教育、通信を含む

(出所) ブラジル地理統計院より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

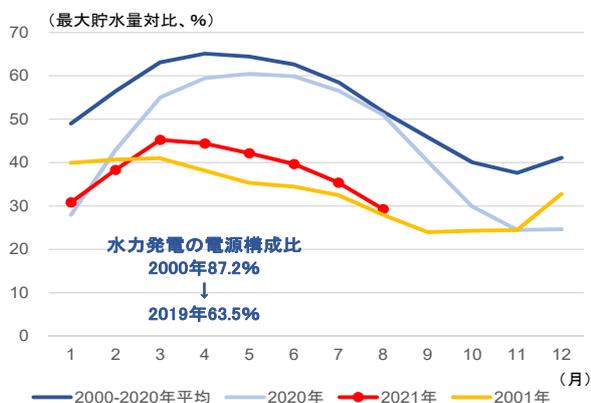
インフレ高進の背景には、複合的な要因がある。コロナ禍に起因するグローバルに共通する要因（①財需要の急回復・供給制約による財需給のひっ迫、②経済活動再開に伴うサービス需要の回復）に加えて、ブラジル固有の要因（③干ばつ・寒波（降霜）等の異常気象による食品・電力価格の上振れ、④リアル安による輸入物価上昇）が物価を押し上げている。

具体的に消費者物価上昇率の内訳をみると（図表2）、最大の押し上げ要因となっているのが運輸部門だ。国際原油市況上昇を受け、ガソリン・ディーゼル等燃料価格の引き上げが実施されており（9月前年比+42.0%）、家計への影響緩和のため燃料税見直しが議論されている。フレックス車（ガソリン・バイオ燃料の混合燃料車）が普及するブラジルでは、後述するサトウキビ生産の減少によるエタノール燃料（同+64.8%）上昇の影響も大きい。加えて、部材供給制約に伴う在庫不足の影響で自動車価格の上昇が加速しているほか（中古車：同+13.8%）、交通運賃も活動制限緩和と共に航空運賃を中心に上昇に転じている。

食品価格は昨年後半に比べて上昇ペースは鈍化しているが、高止まりしている。財需給ひっ迫による資源高の影響に加え、2020年中にコロナ感染爆発・景気後退・巨額財政出動等を背景に急速なリアル安（対ドル年間下落率▲22.5%）が進んだことが輸入物価の押し上げに響いた。ブラジル中銀が利上げに転じたことで、今年に入りリアル安に起因するインフレ圧力は減退している一方、干ばつ・寒波による穀類等の作柄不良が押し上げ要因となっている。ブラジルでは約90年ぶりの干ばつに加え、1994年以来とされる寒波による降霜が農業生産を直撃している。トウモロコシ、コーヒー、サトウキビは前年比減産見込みとなっており、いずれもブラジルは世界生産シェアが上位であることから、国内のみならずグローバルな食品値上げをもたらしている。

干ばつの影響は、電力料金の高騰（同+28.8%）にも及び、住宅関連の物価押し上げ要因となっている。主電源である水力発電所の貯水量は、少雨のため2001年の電力危機時並みの水準に低下している（図表3）。水力発電が電源構成の6割超を占める中、水不足を受けて高コストの火力発電にシフトしたことが、電力料金値上げにつながっている。国家電力庁は8月末、電力需要抑制のため電気料金追徴金について従来の4段階区分に新しく「紫（水不足）」の区分を追加した（図表4）。ブラジル中銀は、9月金融政策決定会合の声明文で、「2021年12月は水不足、2022年・2023年12月は赤2」との想定を示しており、電力料金の高止まりは長期化する見込みだ。

図表3 水力発電所の貯水量



（出所）全国電力系統運用者より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表4 電力料金のFlag System

Flag	分類	追徴金 (リアル/100kWh)
緑	正常	なし
黄	やや悪化	1.87
赤1	より高コストの火力発電に部分的に依存	3.97
赤2	最も高コストの火力発電に全面的に依存	9.49
紫	水不足 2021/9~2022/4適用	14.20

（出所）国家電力庁、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

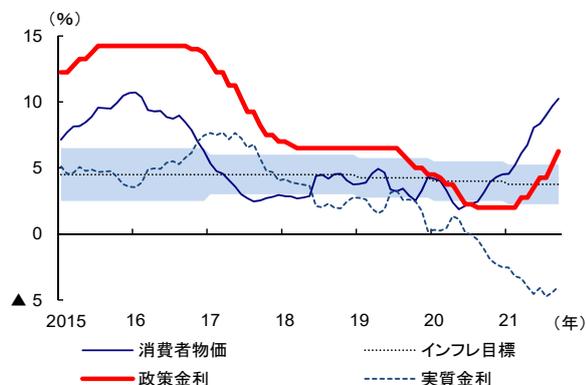
2001年の電力危機時は、水力発電の電源構成比が9割近くと極めて依存度が高く、輪番制導入や広域停電発生により成長に急ブレーキがかかり（実質GDP成長率2000年+4.4%→2001年+1.4%）、2002年大統領選挙で左派政権が誕生する一因になったとの見方もある。今回は輪番制の導入は見送られているが（節電量に応じ電力料金を割引く節電要請等を実施）、2022年に大統領選挙を控えるなか、電力危機の政治的な影響にも注意する必要がある。

先行きは、川上部門の上昇圧力のピークアウトに伴い、インフレ率は鈍化方向に向かうと見込まれるが、上振れリスクは根強い。2021年内はインフレ目標上限（+5.25%）を大幅に超過する局面が継続すると予想されている（中銀9月インフレ報告予想10～12月期+8.5%）。2022年前半も高めのインフレ率が続いた後、年後半には目標圏内（+3.5±1.5%）に収束するとブラジル中銀は見込んでいる（同+3.7%）。グローバルな財需給ひっ迫の影響（前述①）は当面残存するものの、経済活動再開による供給増加や財からサービスへの需要シフト、中国景気の減速等に伴い、2022年以降、財のインフレ圧力は徐々に減退するとみられる。経済活動再開・人手不足によりサービス価格の上昇圧力（同②）は強まるが、労働需給の緩和度合いは依然大きく（5～7月の失業率13.7%）、賃金の急上昇は回避されよう。干ばつの影響（同③）による電力価格は当面高止まりが見込まれるものの、前年対比での上昇率は鈍化すると予想される。通貨安の影響（同④）は利上げ効果により減退傾向にあるが、今後のリアル安進行が再びインフレ率を押し上げるリスクがある（後述）。

（2）金融政策は正常化を超えて「制限的な領域」へ

足元のインフレに歯止めがかからないことから、ブラジル中央銀行は大幅な政策金利の引き上げを余儀なくされている（図表5）。コロナ前の金融政策は緩和局面にあったが、中銀はコロナ禍を受けて、政策金利を過去最低の2.0%まで引き下げた（2019年8月～2020年8月累計の利下げ幅は▲4.5%Pt）。2021年に入るとインフレの目標上限超過が視野に入り、3月に+0.75%Ptの利上げに踏み切った。当初、インフレ圧力は「一時的」との判断だったが、8月会合ではサービスやコアの上昇にみられるインフレ圧力の広がりを受けて利上げペースを+1.0%Ptに加速させ、直近の9月会合でも+1.0%Ptの追加利上げを実施した。議事録によると、9月会合ではより大幅な利上げが検討されたが、これまでの利上げ効果と景気回復の不確実さを考慮する必要があるとして見送られている。

図表5 消費者物価上昇率・政策金利



（注）網掛け部分は、インフレ目標の上限・下限。
実質金利＝政策金利－消費者物価上昇率。

（出所）ブラジル地理統計院、ブラジル中央銀行より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表6 中銀の金融政策運営方針

月日	利上げ幅	金融政策の運営方針
3月17日	0.75%Pt	政策金利の部分的な正常化プロセスを開始
5月5日	0.75%Pt	政策金利の部分的な正常化が適切
6月16日	0.75%Pt	政策金利を中立と考えられる水準に正常化
8月4日	1.0%Pt	政策金利を中立水準以上に引き上げる引き締めが適切
9月22日	1.0%Pt	金融引き締めを制限的な領域に進めることが適切

（注）2021年の金融政策決定会合が対象。

（出所）ブラジル中央銀行より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

9月の追加利上げにより政策金利は6.25%、累計利上げ幅は+4.25%Ptに達し、2019年以降の利下げ分がほぼ帳消しになった。中銀は、利上げ開始時点では政策金利の「部分的な正常化」が適切であるとして、中立水準（4月時点のKanczuk副総裁発言等によると実質3%、名目6.0～6.5%）を下回る水準までの利上げを企図していた。しかし、6月には「中立水準まで正常化」、8月には「中立水準以上」、9月には「制限的な領域（restrictive territory）」と、回を追うごとに最終的な政策金利のターゲットが引き上げられており（図表6）、政策対応は後手に回っている感が否めない。

今後については、2021年内はインフレ率が目標上限を大幅に上回る局面が続く可能性が高いことから、10月27日、12月8日の政策決定会合で追加利上げを決定すると予想される。9月会合声明文では、「次回会合で同程度の調整を実施」と明記しており、各会合で+1.0%Ptの利上げが想定される（年末8.25%）。

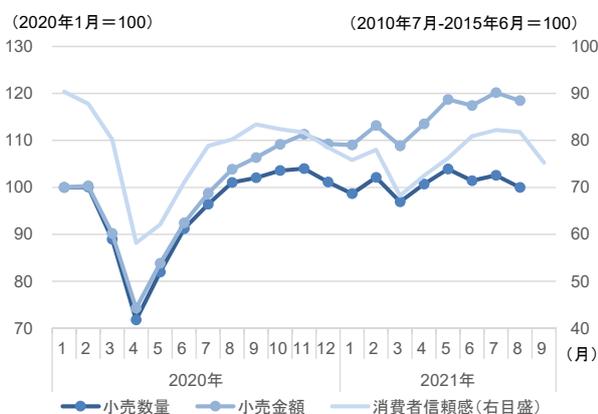
また、声明文は「次のステップは調整されうる」としており、インフレがさらに加速する展開になれば、利上げ幅拡大の可能性もある。9月会合時点の中銀ベースラインシナリオ（政策金利2022年末8.5%が前提）では、2022年末のインフレ率が目標中央値を上回る見通しになっているため（+3.7%）、中央値への収束を確実にするには「8.5%を上回る利上げとなるかもしれない」（9月末のKanczuk副総裁発言）との指摘もあり、利上げペースの加速や2022年初の追加利上げの可能性も相応に高い。その後は、インフレ鈍化ペースを見極めつつ、据え置き局面に移行しよう。ただし、米金融政策正常化や内政の不透明感によるレアル安の進行が、インフレ上振れ・追加利上げリスクとなる。

2. 2022年に待ち受ける景気減速・レアル安の試練

（1）2022年は+1%台成長への景気減速が視野に

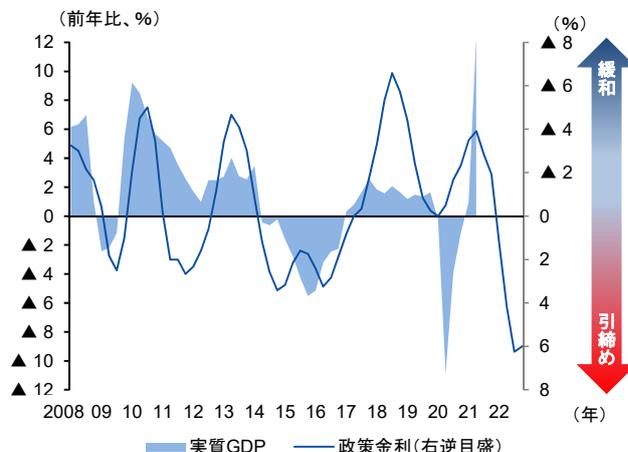
インフレ高進と「制限的な領域」への金融引き締め強化により、景気の下振れリスクが高まっている。実質GDPは、2021年4～6月期に前期比▲0.1%（1～3月期同+1.2%）と4四半期ぶりに減少した。感染第3波に対応した経済活動制限強化や、部材の供給制約、異常気象による農業生産への影響等がブレーキとなった。その後、経済活動制限の緩和に伴い人流は回復しているが、生産活動は供給制約で

図表7 小売売上高・消費者信頼感



（注）小売数量・金額は自動車・建材を含む。
（出所）ブラジル地理統計院、ジェットゥリオ・バルガス財団（FGV）より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 政策金利・実質GDP成長率



（注）政策金利は前年差、6ヵ月先行。2021年末8.25%と想定。
（出所）ブラジル地理統計院、ブラジル中央銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

停滞しており、力強い回復は期待しにくい状況だ。

インフレ高進は、購買力の低下、消費者マインドの悪化をもたらしつつある。小売売上は金額（名目）ベースではコロナ前水準を2割程度上回っているが、数量（実質）ベースでは昨年末にコロナ前水準を回復後、頭打ちになっている。9月の消費者信頼感指数は2カ月連続で低下し、低下幅も▲6.5%Ptと感染が急拡大した今年3月以来の大幅な低下となった。先行き期待が半年ぶりに大幅に悪化したほか、現状判断も3カ月連続で悪化しており、インフレや金利上昇が消費者マインドに悪影響を及ぼしていると考えられる（図表7）。

金融引き締めが中立水準への正常化を超えて「制限的な領域」に強化される影響は、2022年により鮮明になる見込みだ。政策金利（前年差、半年先行）と実質GDP成長率の関係をみると、2022年に入ってから引締めの影響が顕在化すると予想される（図表8）。

2021年の実質GDP成長率はコロナ禍の反動もあり+5%程度の高成長が見込まれるが、2022年には+1%台への減速が視野に入りつつある。ブラジル中銀集計による市場予想（2022年中央値）は8月末時点の+2.0%から10月初旬には+1.54%に下方修正されており、+1%割れの成長を見込む予測機関もある。

（2）内政面での不透明感がリアル安圧力に

加えて、米金融政策の正常化に向けた動きや中国景気減速・恒大集団問題への懸念等が新興国通貨の売り材料となるなか、ボルソナロ大統領の扇動的な言動や2022年大統領選挙での左派政権復活観測といった内政面での不透明感も、リアル安圧力となっている。

大統領選挙（2022年10月）を1年後に控え、ブラジル内政は混乱が続いている。ボルソナロ大統領は現行の電子投票は不正の温床であり、印刷付投票（電子投票と印刷書面を併用）でなければ選挙を実施しないと主張を展開した（議会で否決）。また、選挙に係るフェイクニュース拡散捜査を巡って最高裁判事と激しく対立し、支持者による抗議活動を扇動した。大統領に対する否定的な評価は、就任以来最悪の水準を更新し（9月時点のDatafolha調査53%）、大統領弾劾支持（7月時点のDatafolha調査）も54%と過半数を超えている。大統領弾劾には、議会の3分の2の賛成が必要であり、リラ下院議長は現時点では弾劾手続き開始に否定的である。任期が残り1年となる中、長期間を要する弾劾手続き（ルセフ大統領のケースでは2015年12月に弾劾請求承認、2016年5月に職務停止、同年8月に罷免）に踏み切る可能性は高くない。他方で、各種の不正疑惑に関する捜査等の進展によっては、ボルソナロ大統領が出馬資格を失う可能性は排除できない。

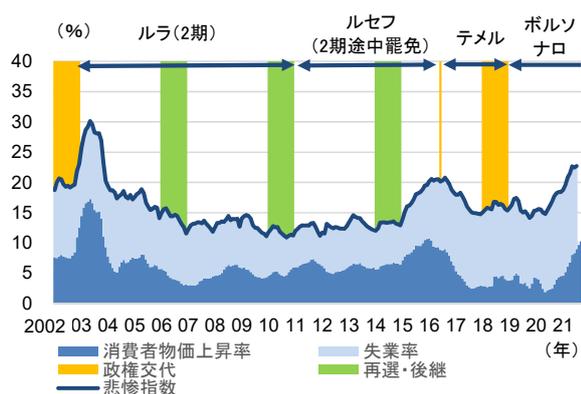
2022年選挙のボルソナロ大統領の対抗馬には、左派・労働者党（PT）のルラ元大統領が有力視されている。ルラ氏は2018年に収賄罪等で二審有罪判決を受けて同年の大統領選挙に出馬できなかったが、今年4月に最高裁が判決無効を支持し、2022年の出馬が可能になった。最新の世論調査（9月時点のDatafolha調査）では、第1回投票はルラ氏44%、ボルソナロ大統領26%、両者による決選投票では各々56%、31%と、ルラ氏が優位に立っている。一方で、拒否率（投票しないとの回答率）はボルソナロ大統領（59%）、ルラ氏（38%）ともに高く、PT政権の汚職体質に対する反発も根強い。現時点で他候補の支持率は伸び悩んでいるが、両陣営を打破する中道の「第三の候補」待望論は強い。新たな中道右派政党（10月6日、民主党DEM・社会自由党PSLが合併し新党Uniao Brasilを結成）が独自に大統領候補を擁立する動きもあり、選挙戦の構図は今後、大きく変わる可能性もある。

選挙までまだ1年あるが、足元の経済情勢は現政権に不利である。国民生活の困窮度を示す悲惨指数（失業率+消費者物価上昇率）は足元で急上昇し、20%を超えている（図表9）。2002年大統領選挙時は、悲惨指数が20%台に達するなか、中道右派カルドーズ政権による新自由主義的な政策を批判し、貧困対策を訴えたルラ氏が勝利した。悲惨指数が10~15%程度で横ばい圏だった2006年、2010年、2014年は現職再選もしくは後継候補勝利によりPTが政権与党の座を維持した。その後、2年連続マイナス成長となり悲惨指数が急上昇した2016年にPTのルセフ大統領は罷免され、中道のテメル副大統領が昇格、財政再建・構造改革路線への政策転換を志向した。2018年には悲惨指数が15%程度で推移する中、改革路線の継承を主張した右派ボルソナロ氏（当時PSL、現在は無所属）がPTのアダジ氏に勝利した。

選挙までに悲惨指数が着実に低下すれば、ボルソナロ大統領に追い風となる。一方、悲惨指数の高止まりが続き、左派優位で選挙戦が展開された場合、大衆迎合的な財政拡張策や構造改革路線の巻き戻しに対する警戒感が、レアル安圧力となる可能性が高い。2002年選挙時は、左派政権誕生への警戒からレアル相場が急落した。逆に、2016年のルセフ大統領罷免時は中道路線への政策転換への期待からレアル高に振れた。2018年選挙時は、左派復権への警戒からレアル安で推移後、ボルソナロ氏の優勢が強まるとともにレアル高傾向に転じた（図表10）。

ルラ氏が出馬した場合、テメル・ボルソナロ両政権で実現した年金改革、歳出上限、国営企業民営化等の見直しを主張する可能性が高い。ボルソナロ大統領側もルラ政権で創設された低所得層向け給付制度（ボルサファミリア）の拡充を志向しているが、左派優位となればさらに拡張的な財政運営に傾斜し、財政規律への懸念がレアル安圧力を増幅するリスクが高まる。レアル安が加速すればインフレ鎮静化シナリオは崩れ、追加利上げにより景気が失速し、悲惨指数の上昇とともにさらに左派優位が強まる悪循環に陥りかねない。2022年に選出される新大統領は、就任時から景気停滞とインフレが併存する深刻なスタグフレーションへの対応を迫られるリスクがある。

図表9 大統領選挙年と悲惨指数

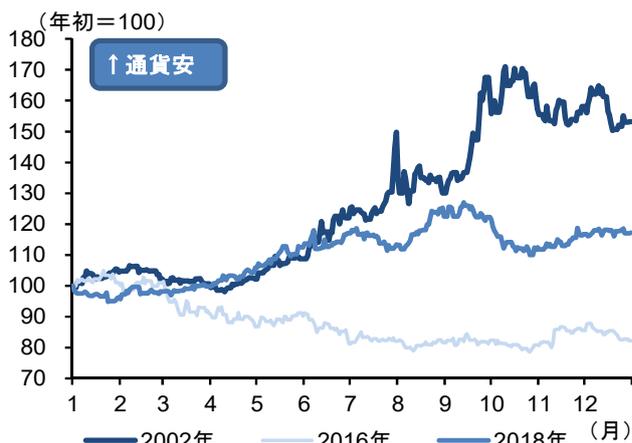


(注) 1. シェドウ部分は大統領選挙年。緑が再選もしくは後継候補の当選により政権与党が変わらなかった選挙。2016年はルセフ大統領罷免による政権与党交代。

2. 失業率は2012年3月以降新系列。

(出所) ブラジル地理統計院より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表10 政権交代年のレアル/ドル相場



(出所) Bloomberg より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。