

2022年6月9日 全9頁

資源高を享受しにくいブラジル

輸入物価の急上昇で、しばらく金融引き締めが内需を下押し

経済調査部 エコノミスト 増川 智咲

[要約]

- ロシアによるウクライナ侵攻を契機とした資源高を背景に、IMF は資源輸出国の 2022 年成長率予測を上方修正した。しかしその中で、資源国であるブラジルの成長率予測は低く、上方修正も小幅にとどまっている。2000 年代の資源ブーム時は、資源高に伴う輸出価格の上昇が交易条件を改善させて高成長につながったが、今回は、資源高が単純な「追い風」とはなりにくいようである。
- その最大の理由は、輸入物価の大幅上昇を主因とするインフレ高進である。エネルギーや食品、工業製品など幅広い品目の価格上昇に、レアル安が加わっているほか、海外からの輸送コストの上昇も響いている。足元の輸入価格は、輸出価格を上回って上昇し、歴史的な高水準となっている。根強いコストプッシュインフレに対し、ブラジル中央銀行（中銀）は、積極的な利上げでインフレ抑制を図っているが、これが内需の下押し要因となっている。
- 2022 年後半の物価上昇スピードは、前年の反動で落ち着く見込みであるが、2023 年前半までは、インフレ率は目標の上限（2022 年は前年比+5.0%、2023 年は同+4.75%）を上回る見込みである。またそれ以降も、エネルギーや穀物価格の上昇、レアル安による輸入物価の上昇といった形で、インフレ率が目標を上振れる可能性を排除できない。2022 年後半以降、利上げペースは鈍化するだろうが、中銀の金融引き締め姿勢が内需を下押しする展開はしばらく続くだろう。

IMF の 2022 年成長率見通し：修正の方向が新興国ごとに異なる

2022 年 4 月、IMF は世界経済見通しの中で各国の 2022 年成長率予測を修正した。背景には、ロシアによるウクライナ侵攻がある。ウクライナ情勢の緊迫化は、主に資源価格の上昇や資源の供給減少といったルートを通じて、新興国経済の見通しに影響を与えている。ただし、その影響の程度は新興国ごとに異なる。

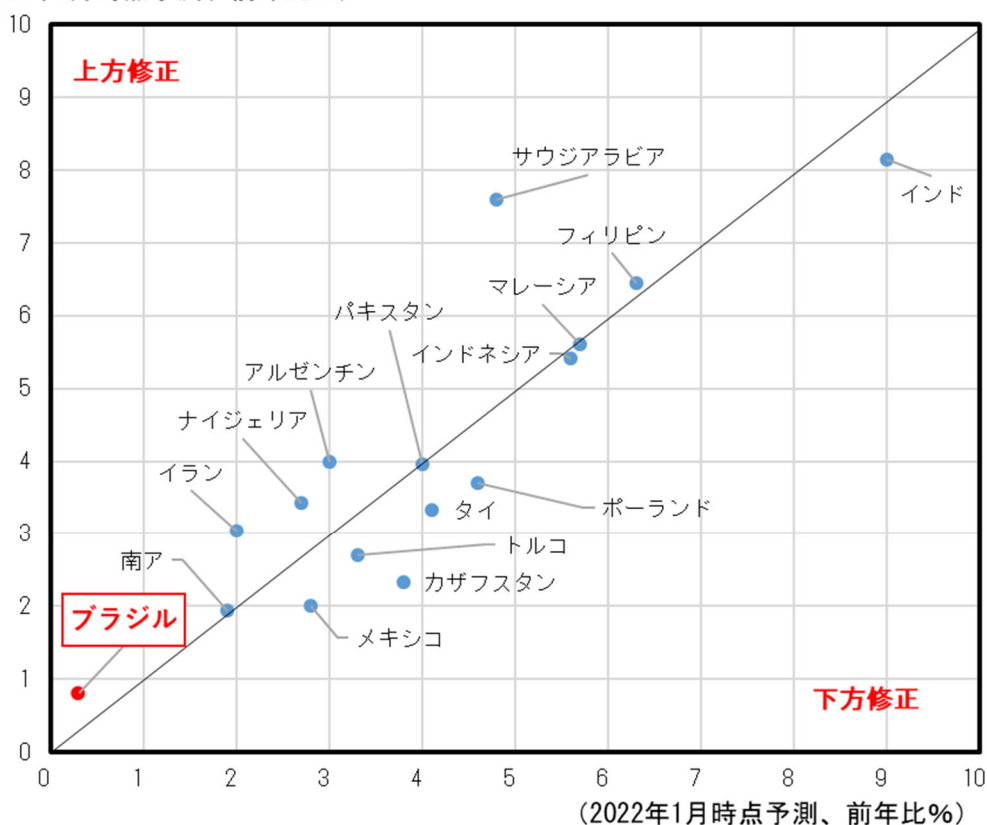
図表 1 は、2022 年 4 月に発表された 2022 年の成長率予測（縦軸）と、ウクライナ情勢緊迫化

前の 2022 年 1 月時点に発表された 2022 年成長率予測（横軸）とを比較したもの¹である。対角線の右側は、ウクライナ情勢の緊迫化を契機に成長率が下方修正された国々、左側は成長率が上方修正された国々である。修正の方向ごとに見ると、6 カ国が下方修正、5 カ国がほぼ修正無し、5 カ国が上方修正となった。

図表 1 新興国の 2022 年実質成長率予測の比較（2022 年 1 月時と 2022 年 4 月時）

新興国の2022年実質成長率予測の比較

（2022年4月時点予測、前年比%）



（出所）IMF “World Economic Outlook Update, January 2022”、“World Economic Outlook, April 2022”より大和総研作成

上方修正国は資源輸出国だが、ブラジルは低成長の予測

下方修正された国々には、資源の輸入国とロシア経済との結びつきが強い国々が多い。メキシコ、トルコ、タイ、インドは原油・石油製品・天然ガス・鉱物資源・食品（小麦、トウモロコシ、植物油）の多くを輸入に依存する「資源輸入国」である。「資源輸入国」は、コモディティー価格上昇による交易条件の悪化で、内需が収縮しやすい。カザフスタン²は、原油の純輸出国では

¹ 中国は、ゼロコロナ政策による影響が大きいためここでは除外した。エジプトも、財政年度（7月1日～6月30日）を用いており、2022年度（2022年7月1日～2023年6月30日）がウクライナ侵攻（2022年2月～）のタイミングとずれるため、図表からは除外した。

² 天候不順により、黒海への原油パイプラインが破損した影響も含まれる。

あるが、貿易や海外送金等で、ロシアとの経済的な結びつきが強い点が下方修正の一因である。ポーランドは、ウクライナからの避難民の流入による影響が大きいと考えられる。

上方修正されたサウジアラビア、アルゼンチン³、ナイジェリア、イラン、ブラジルは「資源輸出国」である。サウジアラビア、ナイジェリア、イランは原油の純輸出国で、原油価格上昇の恩恵を受けやすい。アルゼンチンは小麦や植物油、トウモロコシなどの農作物の純輸出国である。これらの国々では、交易条件の改善が内需拡大につながりやすい。

上方修正された国の中で気になるのが、ブラジルである。ブラジルの 2022 年成長率は、1 月時点で前年比+0.3%と予測されていたのに対し、4 月に同+0.8%と上方修正された。新興国の中でも低成長であるとともに、その上方修正の幅は、他の「資源輸出国」と比較して小幅である。本稿では、ブラジルが原油、鉄鉱石、銅、ニッケル鉱石、トウモロコシ等の純輸出国（2020 年）でありながら、資源高による恩恵を受けにくい背景についてまとめたい。

「資源高＝高成長」が成立しないブラジル

資源価格とブラジルの経済成長との関係について概観するため、まず、資源高が交易条件を改善させて高成長につながった、2000 年代の資源ブーム時から振り返りたい。そして、ウクライナ危機下の資源高で、この構図が成立しにくい背景をみていきたい。

2000 年代：資源ブーム期に交易条件改善、高成長、経済の過熱

2000 年代、世界では資源ブームが巻き起こった。きっかけは、中国をはじめとする BRICS⁴の台頭による新興国経済の資源需要増大と、金融緩和マネーの商品先物市場への流入である。資源国であるブラジルの経済成長は大きく加速し、2007 年、2008 年の実質 GDP 成長率はそれぞれ前年比+6.1%、同+5.1%と高成長を遂げた（図表 2）。また、資源価格の上昇で経常黒字が拡大したのと同時に、海外からの投資が流入したことで、レアルは対ドルで大きく上昇した（図表 2）。

図表 3 は、ブラジルの交易条件（輸出価格／輸入価格）を表している。この値が上昇するほど、海外からの所得が流入し内需の拡大が見込まれる。逆に、数値の低下は海外への所得の流出を意味し、内需縮小につながりやすい。これによると、2000 年代の資源ブームの間、世界金融危機（2008-09 年）を除いて、ブラジルの交易条件は上昇を続けたことが分かる。2004 年に 85（2018 年=100）であった交易条件は、2011 年に 120 の水準まで上昇した。そのドライバーとなったのが、原油、鉄鉱石、トウモロコシ、大豆等の商品価格上昇に伴う輸出価格の上昇であった。

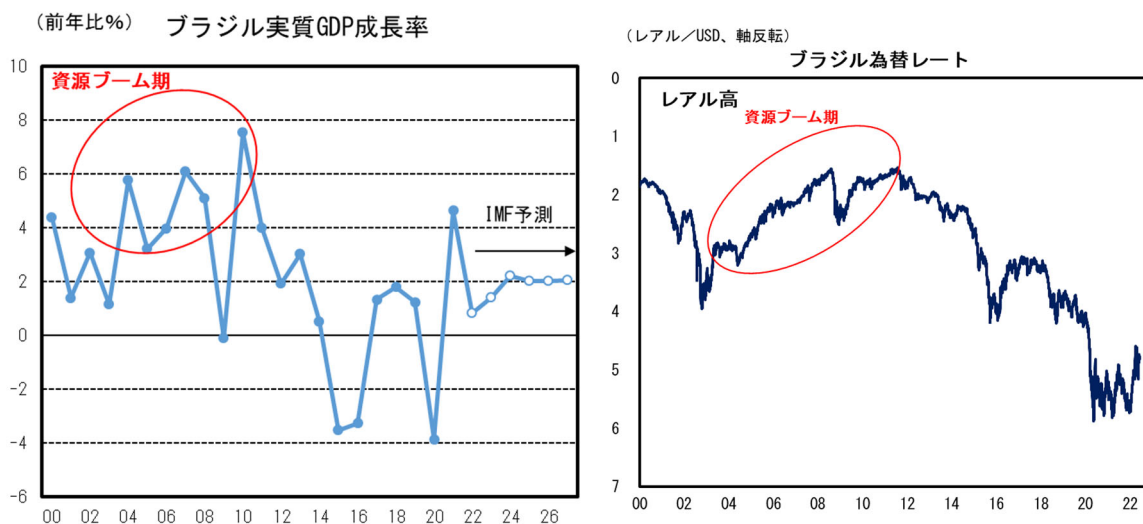
そのような中、交易条件の改善による内需の拡大で、ブラジル経済は過熱気味となり、デッドプルインフレが生じた。資源ブームの期間、需給ギャップのひっ迫でインフレ率が大きく

³ アルゼンチンの上方修正は、統計上の「キャリーオーバー（ゲタ）」による部分も大きいと指摘されている。

⁴ その当時、高成長が見込まれるとされたブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカの 5 カ国。

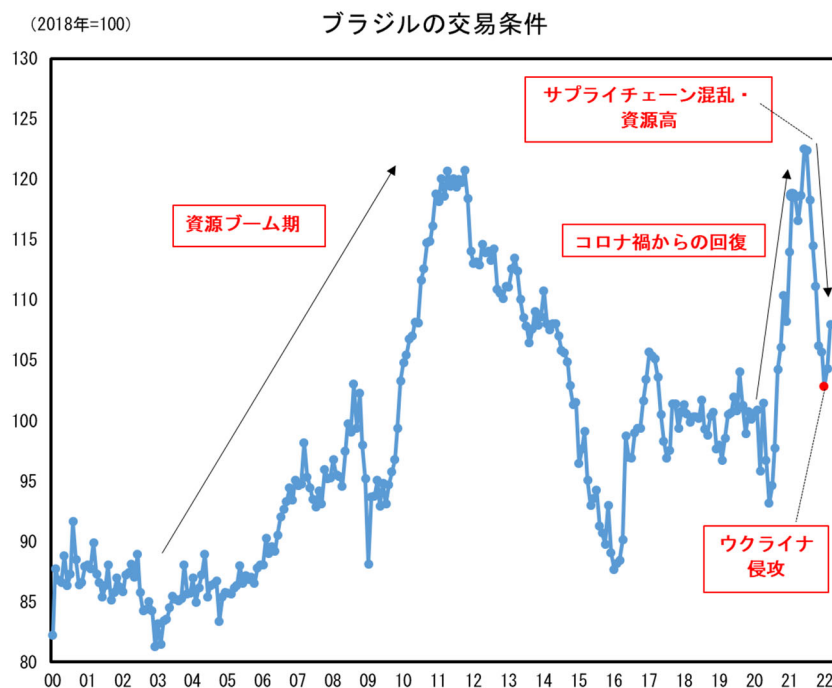
上昇する局面が多く見られ、ブラジル中央銀行（中銀）は利上げを実施することで需要抑制を迫られた。

図表2 ブラジル実質 GDP 成長率、為替レート



(出所) IMF “World Economic Outlook Database, April 2022”、Bloomberg より大和総研作成

図表3 ブラジルの交易条件（輸出価格／輸入価格）



(出所) ブラジル地理統計院（IBGE）より大和総研作成

2020 年央～2021 年央：コロナ禍からの繰越需要で交易条件回復

資源ブームの終焉後、再び交易条件の改善が見られたのは 2020 年央であった（図表 3、前掲）。

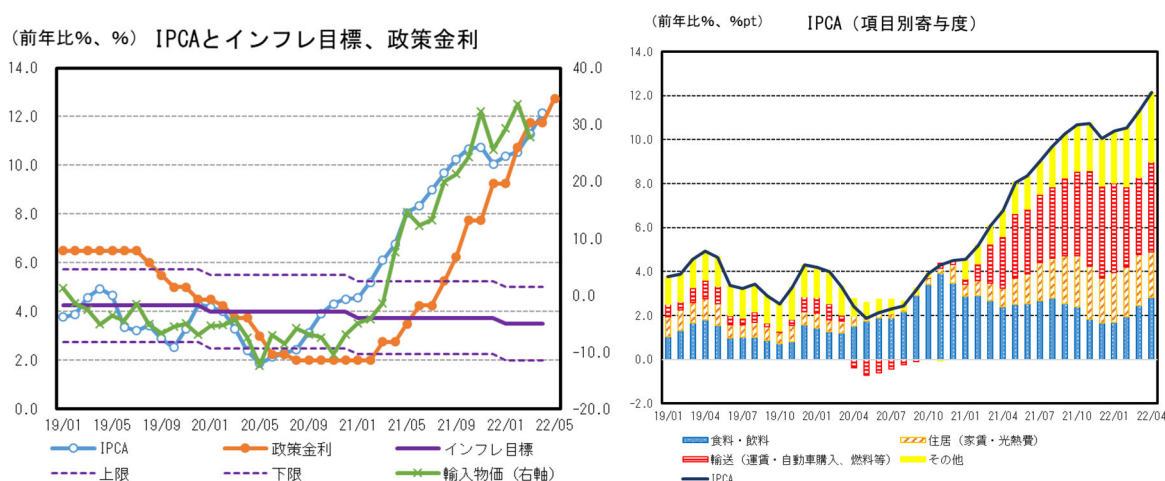
コロナ「第1波」からの回復が早かった中国や米国の「繰越需要」が顕在化したためである。特に、輸出総額の約31%（2021年）を占める中国の生産活動が活発化したことは、鉄鉱石などの資源価格の上昇に寄与し、ブラジルの輸出価格を押し上げた。これを背景に、2021年央の交易条件は、資源ブームの最中にあった2011年の水準に達した。コロナ禍によって打撃を受けたブラジルの実質GDP（季節調整値）が、2021年1-3月期にコロナ禍前（2019年10-12月期）まで回復したのも、交易条件の改善による影響が大きかった。

2021年央～ウクライナ危機前：輸入物価上昇による交易条件悪化

しかしその後、2021年央からウクライナ侵攻直前にかけて交易条件は急激に悪化した。コロナ禍からの需要急回復に供給が追いつかず、加えて世界的な脱炭素化への動きが、エネルギーや食品のみならず、工業品の輸入価格を押し上げたためである。さらに、ブラジル国内における干ばつが、電力不足⁵、農作物の不作を引き起こし、コストプッシュインフレを加速させた（図表4）。

これに対し、積極的に物価抑制に挑んだのがブラジル中銀であった。同行は、2021年後半だけで累計5.75%の利上げを実施した。しかし、それでも拡大消費者物価指数（IPCA）がインフレ目標内（2021年は3.75%±1.5%）に戻ることはなく、むしろその副作用として個人消費の落ち込みが目立った。実質個人消費は2021年10-12月期時点でもなお、コロナ禍前（2019年10-12月期）の水準に届かなかった。

図表4 拡大消費者物価指数（IPCA）とインフレ目標、政策金利、IPCA項目別寄与度



(出所) ブラジル中央銀行、IBGE より大和総研作成

⁵ ブラジルは発電の65%（2019年）を水力に依存している。

ウクライナ危機以降：資源高で交易条件の悪化に歯止め。ただし、輸入物価上昇によるインフレ進行と利上げが成長の重石に

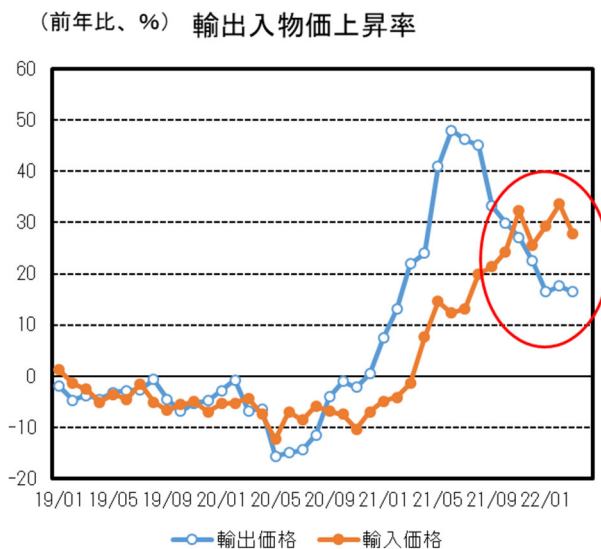
ウクライナ危機以降の交易条件を見ると、悪化に歯止めがかかったかのように見える（図表 3、前掲）。ブラジルの主要輸出品目である、原油、鉄鉱石、銅、ニッケル、トウモロコシ等の一次産品価格が急騰したためである。市場では、交易条件の改善による経常黒字拡大期待が高まり、リアル相場を押し上げた（図表 2、前掲）。しかし、交易条件の改善が、資源ブーム時のように長期にわたって続き、ブラジルの高成長を促す可能性は非常に低い。

その理由の一つに、輸入物価の急上昇が挙げられる。図表 5 からは、輸入価格が輸出価格を上回るスピードで上昇していることが分かる（図表 5）。ウクライナ危機前から始まっていた、サプライチェーンの混乱等に起因する輸入物価の上昇に、今般の資源高が拍車をかけているためである。図表 6 は、輸出入価格（季節調整値）の推移である。これによると、輸入価格は 2020 年末を底に大きく上昇を続け、2022 年 4 月には 2000 年代の資源ブーム時を上回る水準にまで達したことが分かる。さらに、輸入価格を財別に見ると、燃料、中間財、耐久財の上昇幅が大きい（図表 6）。その中でも特に、中間財の輸入価格は歴史的に見て高水準にある。これは、輸入に依存している石油製品の価格上昇と、ブラジルの主な中間財輸入先である、中国（約 23%）と米国（約 20%）の国内で生産される工業品⁶価格の上昇、そしてそれを輸送する際の物流コストの上昇が原因と考えられる。このまま輸入物価の急上昇が続けば、交易条件の改善はおぼつかない。

2022 年 4 月の IPCA は前年比+12.1%と、14 カ月連続でインフレ目標（2021 年は 3.75%±1.5%、2022 年は 3.5%±1.5%）の上限を上回った（図表 4、前掲）。コストプッシュインフレに拍車がかかり、期待インフレのコントロールが困難となっていることから、中銀は 2022 年に入ってから積極的な利上げを実施している。利上げ幅は、2022 年 1 月から 5 月までの 5 カ月間で、累計 3.5%pt に上った。金融引き締めによるブラジル国内の消費や投資の下押し効果は、資源高がもたらす恩恵を上回ってしまっていると見受けられる。

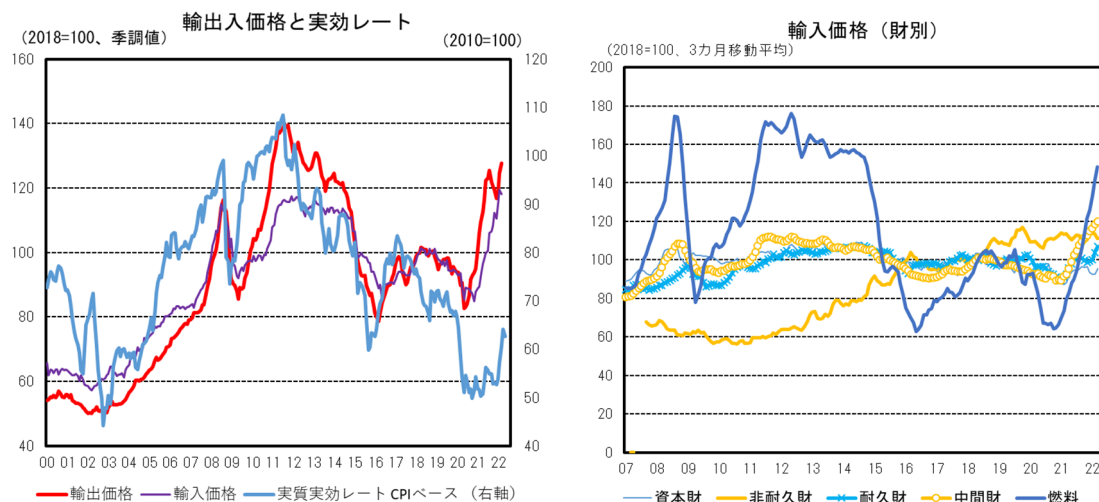
⁶ ブラジルの輸入総額に占める中間材の割合は約 62%（2020 年）。中国からは化学製品や電子機器、一般機械、米国からは化学製品、石油製品、一般機械を主に輸入している。

図表5 輸出入物価上昇率



(出所) FUNCEX より大和総研作成

図表6 輸出入価格と実効レート、輸入価格（財別）



(出所) FUNCEX、JP Morgan/Haver Analytics より大和総研作成

2023 年もインフレ率が目標を上回る可能性

このように、今般の資源高は、コロナ禍からの回復、そしてウクライナ危機をきっかけとした「供給側の制約」に起因する部分が多い。その結果、原油や鉄鉱石、トウモロコシ等といったブラジルの主要輸出品の価格を押し上げるだけでなく、輸入に依存する石油製品や食品、工業品といった幅広い品目の輸入価格を押し上げている。足元では、輸出価格以上に、輸入価格の上昇スピードが高まっていることで、資源高下にあっても、交易条件は改善しにくい環境にある。今般の資源高は、ブラジル経済にとって単純な「追い風」とはなりにくい。

今後のブラジル経済の成長を見通す上で重要となるのは、成長の重石となっているインフレ圧力とそれに対する金融政策であろう。2022 年後半の IPCA は、資源価格が上昇した前年の反動

で、上昇率は鈍化するとみられる。ただし、IPCA がインフレ目標内に戻るのにはまだ時間を要する見込みだ。市場では、期待インフレ率は、2023 年 7 月にほぼ目標（2023 年は 3.25%±1.5%）の上限付近に戻ると予測されている⁷。そのシナリオ通りに進めば、2022 年後半から利上げペースは鈍化するだろうが、物価が目標水準を上回る 2023 年前半までは、金融引き締め局面が続く可能性がある。

さらに、2023 年後半以降も、物価が上振れる可能性を示唆する材料は多い。まず、リアル安リスクである。実効レートの推移を見ると、ウクライナ危機後は上昇に転じたが 2022 年 5 月には再び下落するなど、不安定な動きをしている（図表 7）。2022 年 10 月の大統領選挙を経て発足する新政権が、財政健全化へ向けた政策方針を示すことができなければ、財政悪化懸念からリアルに下落圧力がかかりやすくなる。それは特に、米国による金融引き締めが加速するなど、外的イベントが発生するタイミングで顕著となりやすいだろう。輸入インフレ懸念の払しょくは難しいだろう。

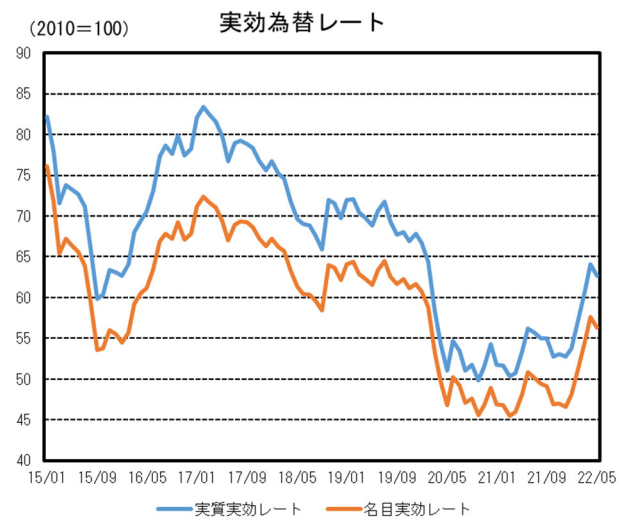
2 点目は、国内のインフレ圧力を緩和するための財政余地が限られている点にある。今般の資源高において、アジアを中心とする多くの資源輸入国は、政府がエネルギーや食品に補助金を拠出することで国内物価を抑制してきた。他方、ブラジルでは、政府が国内の燃料価格を管理する手段に乏しい。同国では 2002 年に石油製品価格が自由化され、国営石油会社ペトロブラスが国際市況と連動させる形でガソリン価格等を決定している。今般の資源高においても、ガソリンやディーゼル等の価格決定権はペトロブラスにあり、同社は国際市況と連動させる形で国内の値上げに踏み切っている。政府は同社の経営陣に圧力をかけるか、燃料税の引き下げを行うかの方法でしか価格への影響力を持たない。2022 年 3 月には、燃料補助金制度に関する議論の場が政府内で持たれたが、財政悪化の懸念から結論に至らなかった。仕組みとして、原油の国際市況と国内の関連製品の価格が連動しやすい点に鑑みると、2023 年後半もエネルギー価格が物価の押し上げ要因となる可能性がある。

3 点目は、ロシア産肥料価格の上昇に伴う穀物価格の上昇である。ブラジルは肥料の約 85% を輸入に依存しており、その主要供給地がロシアである。ロシアからの輸入肥料価格の上昇に伴い、2022 年のトウモロコシや小麦等の作付面積が減少すれば、2023 年の生産高に影響が出る可能性が指摘されている。

このように、ブラジルの物価は 2022 年後半から上昇ペースが減速すると考えられるが、ウクライナ危機による影響が一巡した後も、目標を上振れる可能性は大いに考えられる。その間、タカ派色の強いブラジル中銀は、金融引き締めを継続する可能性が高い。IMF は 2022 年 4 月の見通しの中で、ブラジルの 2023 年の成長率を前年比+1.4%程度としている。しばらく、積極的な金融引き締め姿勢が、消費や投資の下押し圧力となり続ける。

⁷ 市場予測をまとめて中銀がホームページ上で発表。

図表7 実効為替レート



(出所) JP Morgan/Haver Analytics より大和総研作成