

## 6. 新興国経済（ASEAN・インド・ブラジル）

### （1）総論

#### 新興国・途上国でも感染拡大、経済・社会システムの脆弱性が経済影響を増幅

新型コロナウイルス感染症は、3月に入り新興国でも拡大している（図表6-1）。現状では、欧米に比べれば人口対比での感染者数などは低い水準にあるが、中国から欧米への伝播した感染流行は、新興国・途上国で今後本格的に広がる可能性がある。特に新興国・途上国では先進国と比べ医療体制が脆弱な国も多いほか、衛生環境や医療アクセスへの課題も多い。自国内での感染拡大長期化や、医療崩壊に陥るリスクも高い。

新型コロナウイルスの感染拡大による経済へのダメージは、先進国よりも相対的に大きくなる可能性がある。新興国では、上記医療体制の脆弱性もあり、感染初期の段階からロックダウン（強制的な外出禁止）など厳しい措置がとられている国が多い。外出規制で各国内需が収縮しているが、先進国に比べ失業保険などのセーフティネットが十分でないほか、雇用が不安定なインフォーマルセクターや出稼ぎの労働者比率も高く、雇用や所得への影響が直接的に表れやすい。

#### 経常収支黒字国でも資金流出が拡大

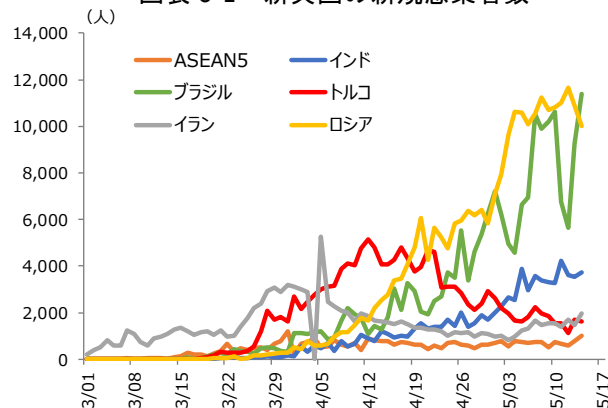
海外依存度の高い経済構造も、新興国経済への影響を増幅させる。中国や欧米経済の内需収縮による輸出減少に加え、国際金融市場がリスクオフに転じたことにより新興国からの資金流出圧力が強まっている（図表6-2）。

19年初からの累積での資金流入（非居住者）をみると、ほぼすべての新興国で19年初以降積み上げられた資金が流出している（図表6-3）。資金流出は特に3月中旬から顕著になっており、これは多くの新興国で株価が下落した時期と合致する。国・地域ごとの流出額をみると、多くの国・地域で150億ドルを超える流出規模となっており、ASEANやインドでは現時点ですでに世界金融危機時の流出額を超えている（それぞれ50億ドル、130億ドル）。

アジア通貨危機や世界金融危機、バーナンキショックなど新興国からの資金流出はこれまでも幾度も起きてきた。特に経常収支が赤字の国で資金流出が起これると、当該国の金融システムや通貨が不安定化するリスクが大きい（図表6-4）。トルコなどではすでに通貨下落が懸念されるが、こうした動きがどこまで広がるかが注目される。

こうしたなか、ドル建て債務残高にも注目が集まる。自国通貨建てでは十分な資金調達ができない国が発行するドル建て債務の残高は、地域による差はあるものの多くの地域で増加傾向にある（図表6-5）。アジア・大洋州では中国による発行額が落ち着いたもののインド・インドネシアによる発行額が増加している。また、中東・アフリカの増加額も顕著となっており、サウジアラビアを始めとした国々が急速にドル建て債務を増やしている。

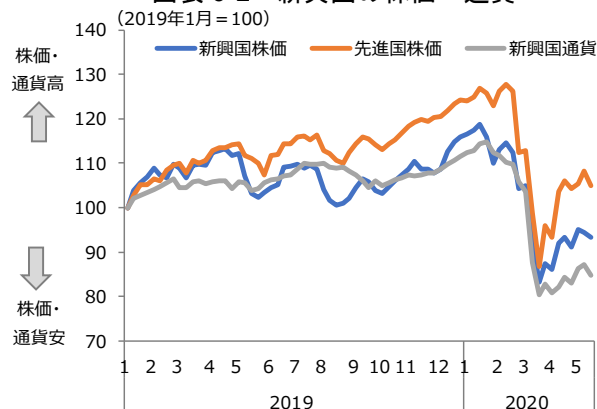
図表 6-1 新興国の新規感染者数



注：直近は5月14日。

出所：European Centre for Disease Prevention and Control より三菱総合研究所作成

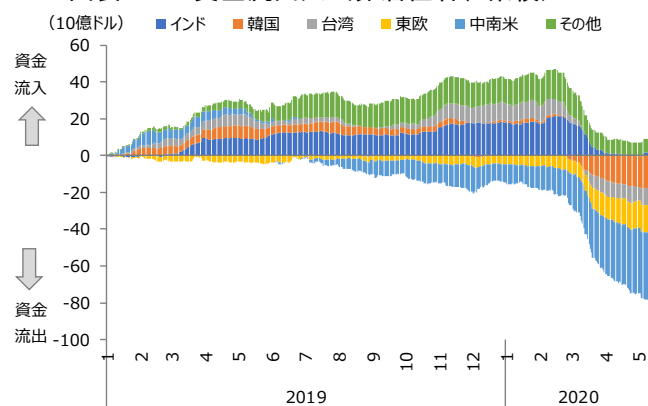
図表 6-2 新興国の株価・通貨



注：先進国株価は MSCI World Index、新興国株価は MSCI Emerging Markets Index。直近は5月15日。

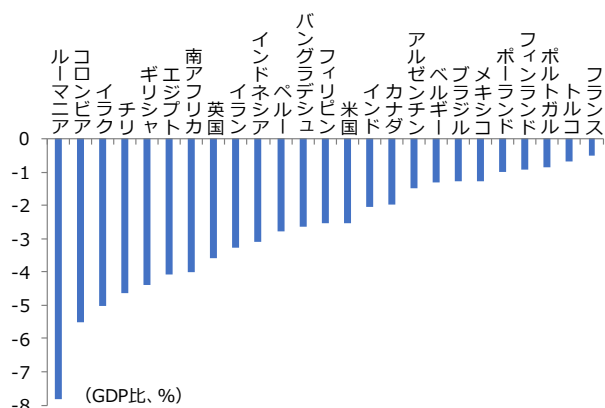
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 6-3 資金流出（非居住者、累積）



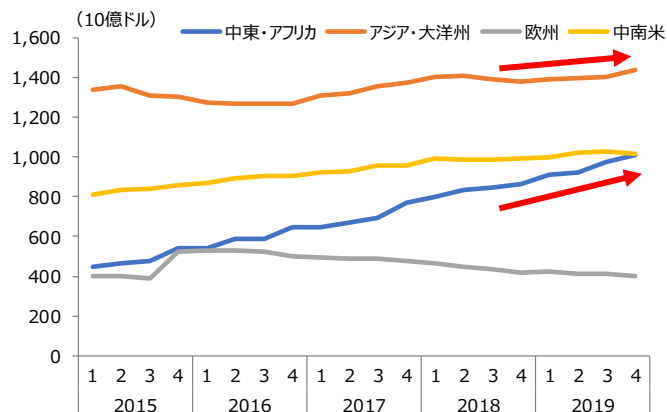
出所：IIF より三菱総合研究所作成

図表 6-4 主要な経常収支赤字国



注：経常収支は 2019 年の値を使用。一部の国は予測値。名目 GDP 上位 50 国のうち経常赤字の対 GDP 比が 1%以上の国を抽出。  
出所：IMF より三菱総合研究所作成

図表 6-5 地域別ドル建て債務残高

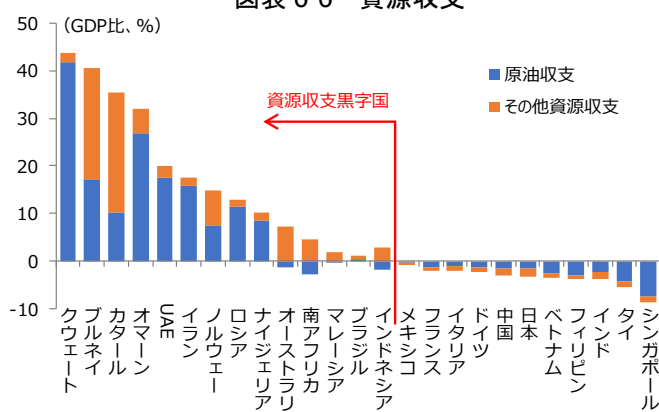


注：対象は新興国のみ。  
出所：BIS より三菱総合研究所作成

### 資源安が資源輸出国の経済を大きく下押し

金融市場のリスクオフや経済活動の停滞により、資源価格も急落している。WTI 原油価格（NIMEX 軽質スイート）は年初の 60 ドル/バレルから、一時的ではあるが初のマイナス水準まで急落した。天然ガスやその他鉱物資源の価格も下落している。資源価格の経済影響は、資源収支黒字国と赤字国で影響が異なる。赤字国にとって資源安は経済にプラスに働くが、資源収支黒字国は、経済基盤や財政基盤を資源収入に依存しているケースが多く、国の信用力低下にもつながりやすい。また、エネルギー企業の収益悪化を通じて支払い能力の悪化やクレジットリスクへの波及も起こりうる。対 GDP 比での資源収支をみると、黒字国は、中東諸国以外にロシアや南アフリカ、マレーシア、インドネシアなどの新興国が並ぶ（図表 6-6）。

図表 6-6 資源収支



注：その他資源は石炭、天然ガス、鉱物資源の合算。  
出所：UN Comtrade および WEO (IMF) より三菱総合研究所作成

原油価格の急落を受けて、20 年 4 月に開催された OPEC プラス（石油輸出国機構（OPEC）加盟国と主要な非加盟産油国（米国・ロシアなど）で構成）では、歴史的な減産合意に至った。しかしながら減産合意後も原油価格は低水準で推移しており、世界的な原油需要が減産分以上に落ち込んでいるとみられる。世界的に工場が稼働せず、さらに外出禁止によって輸送部門でのエネルギー消費も滞るなか、石油の貯蔵施設もこれ以上貯蔵できない状況が続く。各国の経済活動抑制が長期化した場合、原油やその他資源も含めた資源輸出国は深刻な経済の下押しに直面する。

## (2) ASEAN 経済

### 20 年 1-3 月期の成長率は急減速

新型コロナウイルスの感染拡大により、ASEAN 経済も急速に悪化している。20 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率（前年比）は、インドネシア 2.97%、ベトナム 3.8%、マレーシア 0.7%とそれぞれ大きく減速した。フィリピンは同▲0.2%と 21 年ぶりのマイナス成長、19 年から成長が減速していたタイでも同▲1.8%と 14 年 1-3 月期以来のマイナス成長となった（図表 6-7）。

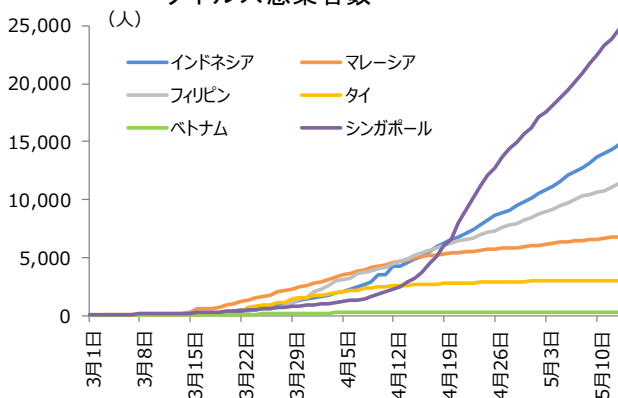
20 年入り後の ASEAN 経済の状況を振り返ると、20 年 2 月までの新型コロナウイルス感染症の震源地となった中国での景気減速、移動禁止措置などにより、対中輸出の減少、サプライチェーン寸断および中国人旅行者の減少などが ASEAN 経済の下押し要因となった。3 月以降は、新型コロナウイルス感染拡大の影響が欧米諸国に拡大し、これらの地域で厳しいロックダウン措置がとられたことで、外需の落ち込みがさらに強まった。また、前述のように新興国資金の流出が深刻化した。

さらに 3 月中旬以降、ASEAN 地域でも感染者数が増加し、各国政府は感染拡大の防止のため、厳格な企業活動の制限や国民の外出規制措置、入国禁止措置をとるに至り、各国内需の落ち込みとインバウ

ンド需要のさらなる減少を招いた。例えばマレーシア政府は3月18日、活動制限令を全土に発令、5月12日まで3回も延期したことで企業は長期間の活動停止を余儀なくされた。フィリピンでは、マニラ首都圏とその周辺州では外出・移動制限措置が3月17日より開始され、5月15日まで国内の経済活動はほぼ停止された。同制限措置は5月16日以降に一部緩和しつつ31日まで延長されている。ベトナムでも4月1日から15日間、全土で外出が制限された。また、インドネシアでは首都ジャカルタを含む一部の州が4月10日より罰則も含む「大規模な社会的制限（PSBB）」を発動、職場での就労や交通手段などが制限された。ジャカルタ特別州は4月22日、さらに5月22日まで約1カ月の制限延長を決めている。

オランダのデジタル地図大手 TomTom による交通渋滞データをみると、19年と比べて道路交通量が大きく減少しており、特にフィリピン・マニラでは平日夕方の交通量が19年平均131%から4月中旬には9%に激減している（図表6-8）。こうした活動制限措置の拡大は、消費の低迷とともに企業の生産・投資活動の停滞をもたらしている。足もとの新型コロナウイルスの感染者数は、移民労働者を中心にシンガポールで急増しており、インドネシアやフィリピンでも増加傾向にある一方、ベトナムやタイでは抑制されている（図表6-9）。

図表6-9 東南アジア諸国における新型コロナウイルス感染者数



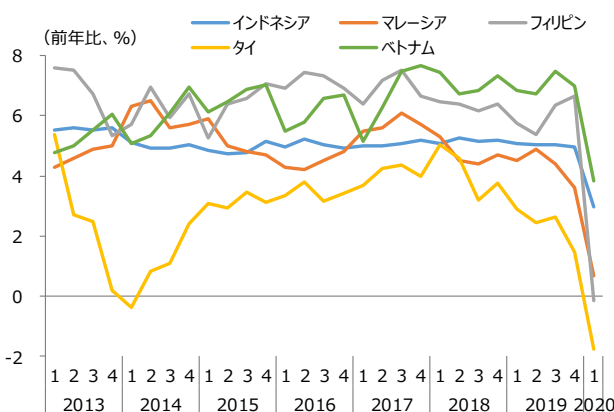
注：直近は5月15日  
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

### 経済指標は足もとで悪化

消費動向をみると、インドネシアの20年4月小売売上高指数は前年同月比▲11.8%と、前月同▲4.5%からマイナス幅が拡大した（図表6-10）。5カ月連続のマイナスとなったが、首都ジャカルタなどでの「大規模な社会的制限」が4月10日以降に発動された影響が強く出ている。また、ベトナムでも同▲4.3%と前月4.7%から大幅に落ち込み、マイナスに転じている。新車販売台数は、ASEAN5では20年1月以降、軒並み前年比マイナスとなっており、特にマレーシアでは3月前年比▲59.0%、タイでは同▲41.7%となるなど、落ち込みが顕著となっている。

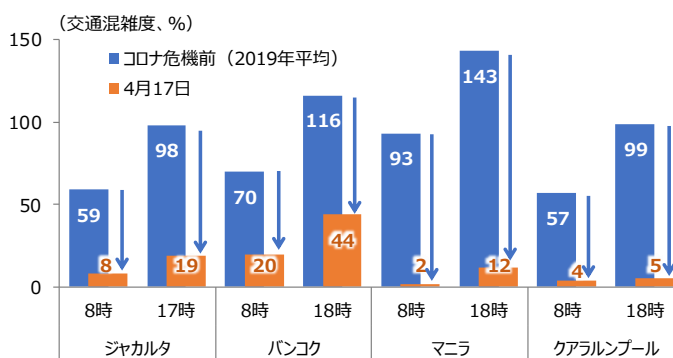
生産動向も悪化している。ASEAN 各国で3月以降にとられた活動制限措置により生産活動は停滞、中国では生産活動が徐々に回復するとみられるも、サプライチェーン寸断の影響はASEAN地域で長引

図表6-7 実質 GDP 成長率



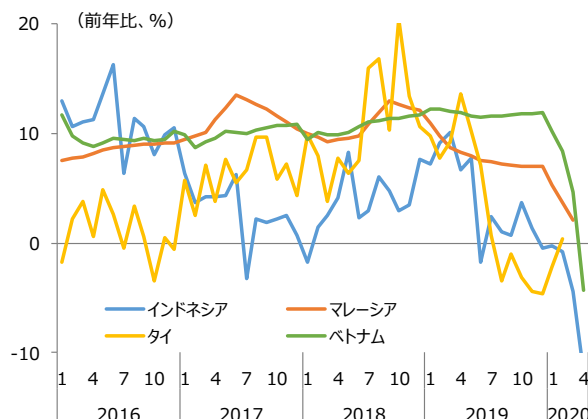
注：四半期ベース。  
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表6-8 各国の経済活動抑制状況（交通混雑度）



注：例えば交通混雑度50%の場合、全く混雑していない状態に比べて30分の移動の時間にかかる時間が50%長くなる。  
出所：TomTom より三菱総合研究所作成

図表6-10 小売売上高指数



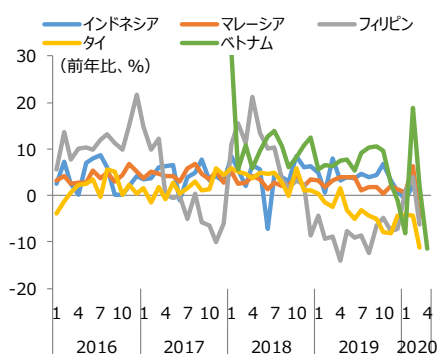
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

きそうだ（図表 6-11）。世界経済の先行き不透明感の高まり、資源価格の急落を背景に企業マインドも悪化している。ASEAN 各国からの海外資金の流出も、域内投資にはマイナス材料となろう。

外需依存度、インバウンド需要の高いタイでは、内需低迷とともに複合ショックに見舞われている。世界旅行ツーリズム協議会（WTTC）によると、同国の GDP に占める観光産業の割合は 19.8%（19 年）と高い。同国の外国からの旅行者数は 3 月に前年同月比▲76.4%と大幅減となった（図表 6-12）。インドネシアでも同月、同▲64.9%となっており、インバウンド需要の減退が顕著になっている。

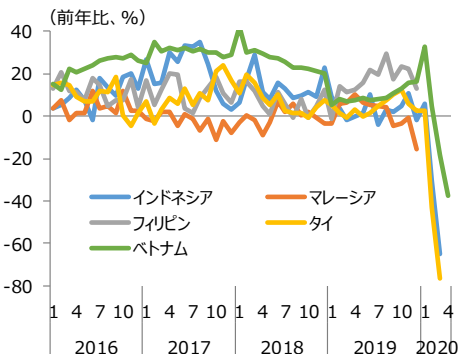
物価面では、足もとの原油価格の急落、生鮮品を中心とした食料品価格の下落および景気の先行き不透明感からインフレ圧力が後退している。景気後退懸念の強まるタイでは、4 月の物価上昇率が前年同月比▲2.99%と前月▲0.54%からマイナス幅が拡大している（図表 6-13）。

図表 6-11 鉱工業生産指数



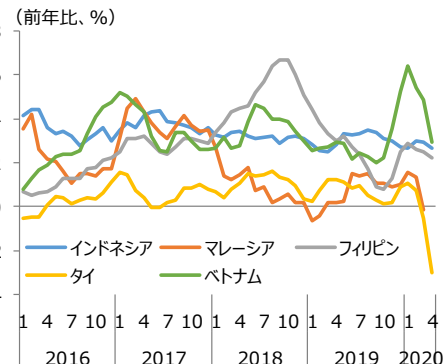
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-12 外国からの旅行者数



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-13 消費者物価指数

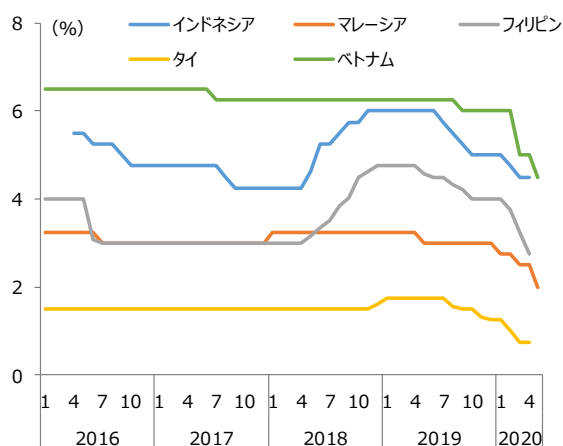


出所：CEIC より三菱総合研究所作成

## 積極的な財政金融政策を遂行

新型コロナウイルスの感染拡大の影響から世界的な景気後退が見込まれるなか、ASEAN 各国の中央銀行も金融緩和を進めている。特に、米 FRB が 3 月上旬の 2 回にわたる緊急利下げ後、ASEAN 各国の中銀も利下げ姿勢を強めており、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイともに 3 月から 4 月にかけて利下げを行い、景気刺激を図っている（図表 6-14）。また、財政政策面では、大規模な景気刺激策をとる欧米諸国に比べて、ASEAN 諸国では貧困対策として、現金給付などの低所得層への生活支援が中心となっている（図表 6-15）。

図表 6-14 ASEAN5 の主要政策金利



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-15 ASEAN 各国の財政政策対応

国名	主な財政政策対応
インドネシア	中小零細企業向け融資制度の緩和、法人税減税、低所得者層向け現金給付など、405兆インドネシアルピア（GDP比2.6%）規模の景気刺激策
マレーシア	総額2,500億リンギ（GDP比16.5%）規模の低所得者への一時金支給や公共料金の値下げ、中小企業を対象とする資金繰り支援や雇用維持策など
フィリピン	3,000億ペソ（GDP比1.7%）規模の経済対策法が成立、うち低所得層向けに2,000億ペソの生活支援
タイ	企業への低利融資や法人税減免のほか、社会保障の枠外にある労働者への現金支給等、3回にわたり総額1兆5,000億バーツ（GDP比8.9%）規模の景気刺激策
ベトナム	VAT等の減税や影響を受ける企業を対象とする家賃の支払い猶予（5カ月間）など、226兆ドン（GDP比3.0%）規模の景気刺激策

出所：各国報道等、IMF より三菱総合研究所作成

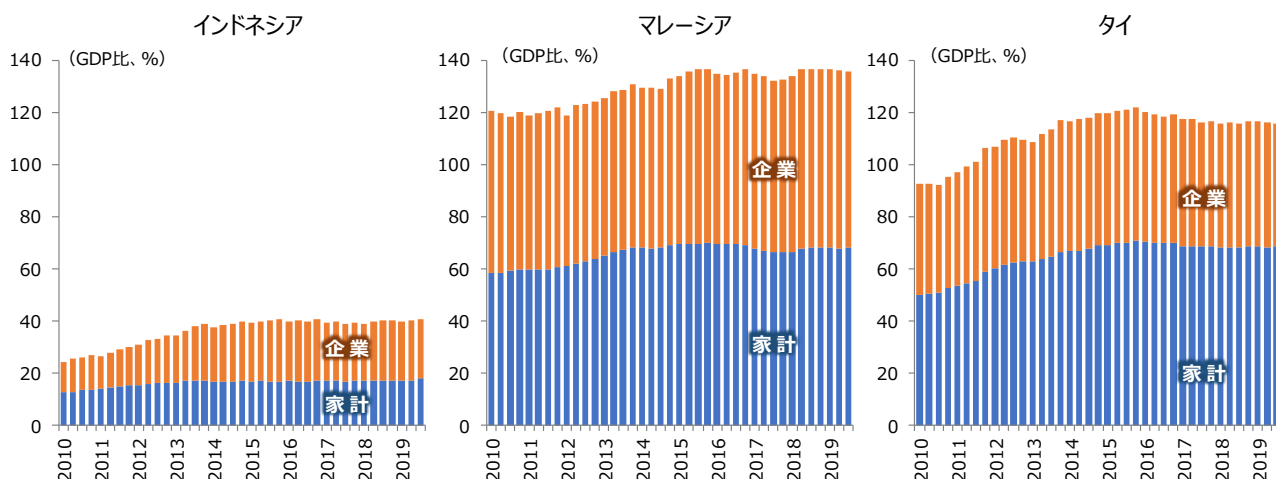
## マレーシア、タイで高水準が続く債務

積極的な金融政策が講じられる一方で、不良債権などの積み上がりも懸念される。特にマレーシア、タイは新型コロナウイルスの感染拡大が始まる前から高水準の債務を抱えていた（図表 6-16）。タイ国家信用報告機関によると、3 月末の加盟金融機関 104 社の不良債権比率は 8.1%と前年同期 6.8%から上昇している。今後、財政対策に伴う政府債務の拡大に加え、失業や休業に伴う家計・企業債務が拡大するなか、不良債権が拡大する可能性が高い。不良債権を処理しきれなくなればいずれかの債権者が破綻



するとともに金融システムへも波及する恐れがある。

図表 6-16 各国の民間債務



出所：BIS より三菱総合研究所作成

### 20年のASEAN5の成長率は世界金融危機を超える落ち込みに

ASEAN5の20年の成長率は、経済活動抑制が6月以降に緩和に向かうシナリオ①では▲1.2%、再流行の発生により経済活動抑制の緩和が21年入り後にずれこむシナリオ②、および年内の感染抑止に至らず、経済活動の抑制が22年にかけて断続的に続くシナリオ③では▲3.9%と予測（シナリオ詳細は総論P.8参照）。ASEAN経済は内需に加えて外需も大幅に減少することで、マイナス成長を見込む。08-09年の世界金融危機時はASEAN5のうちマレーシア、タイがマイナス成長となったものの、インドネシアやベトナムがプラス成長となったためASEAN5全体ではプラス成長であった。そのためいずれのシナリオでも世界金融危機を超える落ち込みになると予想。特に貿易収支が黒字となるタイ、マレーシアなどでは、深刻な外需の減退が経済を大きく下押しし、危機に陥る可能性が高い。

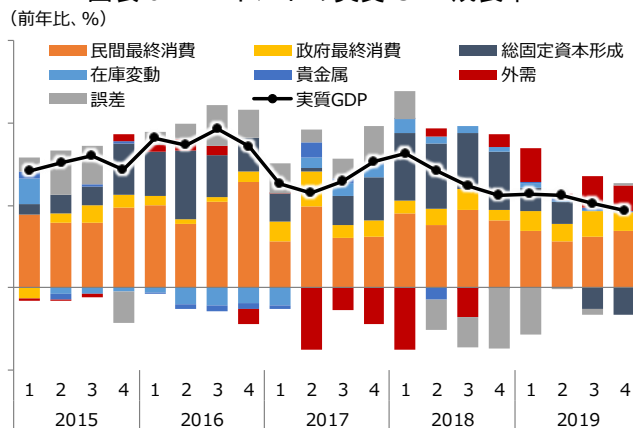
先行きのリスクは、第一に新型コロナウイルスの想定以上の感染拡大・長期化である。本予測ではシナリオを分けて予測を行っているが、その前提を上回る感染拡大や長期化が続けばこれまでに経験したことのない規模の景気後退に直面する可能性もある。第二に金融危機への発展である。世界的な金融危機が起こる以外にも、債務がすでに高水準となっているタイやマレーシアなどで金融危機が発生すれば、他のASEAN諸国に与える影響も大きい。第二のアジア通貨危機に発展する恐れもあり、警戒が必要だ。

### (3) インド経済

#### 19年10-12月のGDP成長率は一段と減速

19年10-12月期のインドの実質GDP成長率は15前年同期比+4.7%と、7-9月期の同+5.1%から減速した（図表6-17）。19年暦年で見ると前年比+5.3%と、18年同+6.7%から減速した。需要項目別では、投資の落ち込みが続いており、総固定資本形成は10-12月期同▲5.2%と、7-9月期同▲4.1%から二期連続でマイナスとなった。業種別GDPで見ると、製造業は10-12月期同▲0.2%と7-9月期同▲0.4%から2四半期連続でのマイナスとなるなど、厳しい環境が続いている。20年1-3月期の実質GDP成長率は一段と減速し、さらに全土封鎖措置の影響が大きく出る4-6月期には大幅なマイナスとなることは避けられないだろう。

図表 6-17 インドの実質 GDP 成長率



注：四半期ベース。  
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

#### 新型コロナウイルスの感染拡大による経済影響は長期化へ

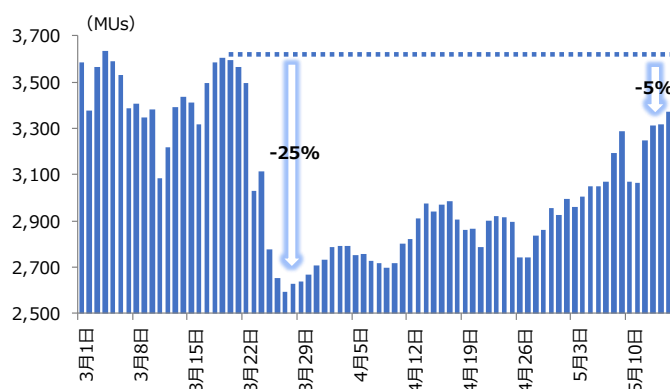
インドでは、中国や欧米からやや遅れて3月下旬以降、新型コロナウイルスの感染者が急増した。イ

インド政府は3月25日より、人の移動による感染拡大を防ぐため、全土で外出禁止措置をとり、商業施設の営業や工場の操業など経済活動の大部分が停止した。政府は当初4月14日までと予定していた封鎖措置を段階的に解除しながらも5月31日まで三度延長し、経済への下押しが長期化している。一方、電力需要の推移をみると、電力需要は直前の週から25%程度減少した3月末に比べ、5月中旬には5%程度の減少となっており、工場の操業が少しずつ再開していることがみてとれる（図表6-18）。

一方、インド政府は3月26日、景気悪化を和らげるため、総額1.7兆ルピー（GDP比0.8%）規模の景気対策の実施を発表した。全人口13億人のうち貧困層とされる8億人に対して3カ月間のコメおよび小麦の無償提供、高齢者・農家への現金支給などを行うも、深刻な貧困問題を抱えるインドでは、政府の対応では不十分との見方が多かった。インド政府は5月13日、中小企業支援や食糧支給、農業のインフラ整備、規制緩和などを中心とする20兆ルピー（GDP比10%）規模の経済対策を発表した。

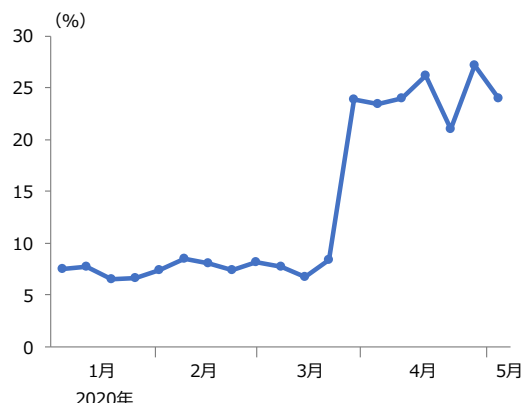
全土封鎖措置を受けて農村からの出稼ぎ労働者が大量に失職しており、インド経済監視センター（CMIE）によると、インドの失業率が3月29日の週に23%を超え、足もと5月10日の週も23.97%となるなど労働市場が急速に悪化、社会不安の高まりが懸念されている（図表6-19）。特に、インドの家計債務残高は19年時点で12%と非常に低い水準にとどまっている。これはインドの家計が流動性制約下にあることを示しており、借り入れのハードルが高い。そのため日々の収入が失業によって途絶えれば、容易に深刻な収入不足に陥ることが予想され、失業増に伴う社会不安の拡大が懸念される。

図表6-18 インドの電力需要



注：MUsは百万ユニット。1ユニット=1kWh。直近は5月15日。  
出所：Posoco（インド）より三菱総合研究所作成

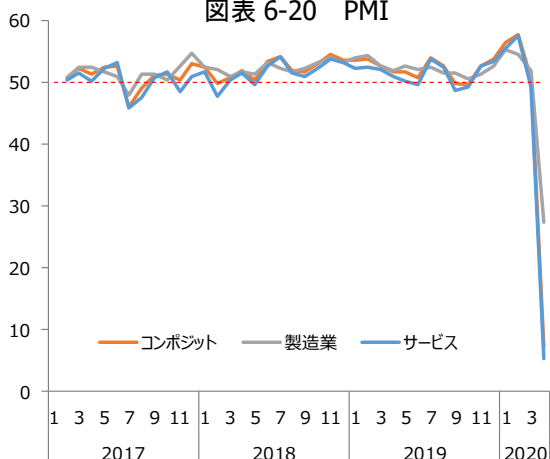
図表6-19 インドの失業率



注：直近は5月10日の週  
出所：CMIEより三菱総合研究所作成

もともとインドでは民間投資が減退するなか、資本財受注が大きく落ち込むなど、製造業の生産活動が停滞していた。さらに新型コロナウイルスの感染拡大の影響から全土封鎖措置がとられたことで、製造業の生産活動は一段の低迷を余儀なくされよう。20年4月のインド製造業PMIは27.4と前月51.8から大きく下落し、サービス業PMIも5.4と前月49.3から急落、活動の拡大・縮小の境目となる50を大幅に下回る水準で推移している（図表6-20）。乗用車販売台数は20年3月に前年比▲49.7%に半減し、約18万台となった（図表6-21）。全土封鎖が徐々に解除され工場の操業が開始されても、需要の回復には時間を要するため、稼働率は上がりにくい状況が続くと予想される。

図表6-20 PMI



出所：IHS Markitより三菱総合研究所作成

図表6-21 乗用車販売台数



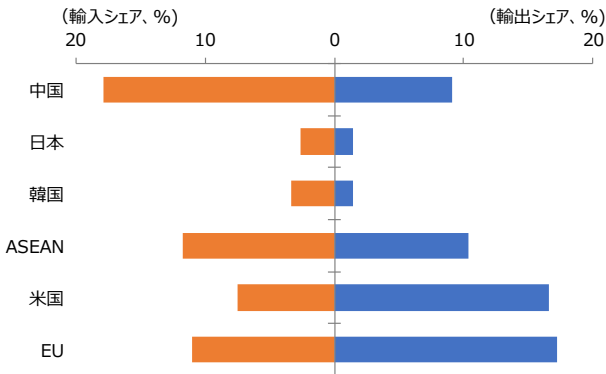
注：乗用車（Passenger Vehicle）は乗用自動車（Passenger Car）、特定用途自動車（Utility Vehicle）、多目的自動車（Multi Purpose）からなる。特定用途自動車はSUVやピックアップトラックなど。また多目的自動車はバンなど。

出所：CEICより三菱総合研究所作成

また、新型コロナウイルスの感染拡大の影響による外需の動向も無視できない。インドからの輸出に占める欧州および米国向けシェアはそれぞれ17%前後と高い（直近12カ月の平均値、図表6-22）。欧米経済の悪化はインドからの輸出の減少をもたらすとともに、インド国内の生産活動への下押しを強めよう。また、中国との関係においては、輸出先としても一定のシェアをもつほか、インドの輸入先に占める中国の比率は17.8%と高い。ASEANや欧州からの輸入シェアも相対的に高く（それぞれ12%、11%）、これら地域からの部品供給などが滞れば、インド国内のサプライチェーンにも深刻な影響を及ぼす。

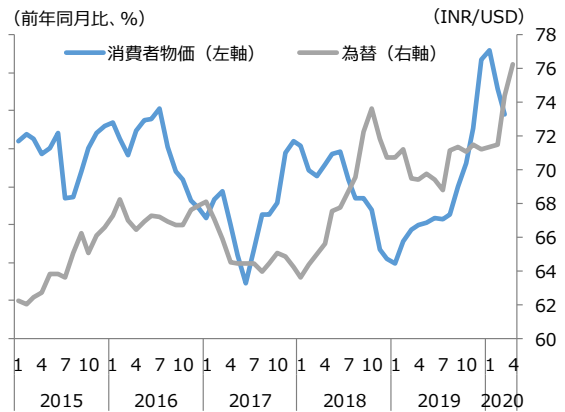
物価面では、19年は悪天候の影響から食料品価格を中心に物価の上昇率が高まっていたが、足もとの需要減退や原油価格の急落などによりインフレ圧力はやや後退している（図表6-23）。ただし、今後はルピー安に伴う輸入物価の上昇が警戒される。

図表 6-22 インドの輸出入シェア



注：輸出入全体に占める地域別シェア。直近12カ月の平均値で算出。  
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-23 物価・為替動向



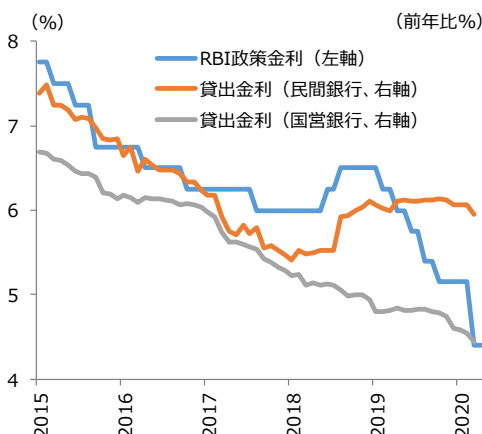
出所：CEICより三菱総合研究所作成

## 景気減速に伴い不良債権は増大の懸念

インド中銀は19年に5会合連続で利下げを行ったが、19年12月、20年1月会合ではインフレ率の高まりから利下げを見送っていた。しかし、全土封鎖後の3月27日、会合を前倒して緊急利下げを決定し、5.15%から0.75ポイント引き下げ、4.4%とした（図表6-24）。また、流動性拡大に向けた措置のほか、すべての銀行やノンバンクの返済を3カ月間猶予することも決定された。

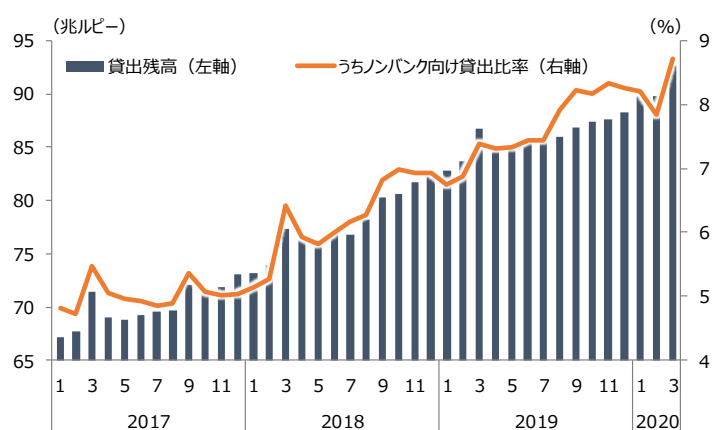
ただし、こうした緩和的な金融政策が、企業の金融環境改善に資するかは不透明だ。もともとインド中銀が19年に連続して利下げを行うなかでも、民間銀行の貸出金利は高止まりが続いていた。インドの金融セクターは以前より金融機関の財務悪化に伴う金融機関融資の目詰まりといった問題を抱えており、政策金利の引き下げが民間銀行の貸出増加につながっていない。むしろ、前述のように新型コロナウイルスの感染拡大の影響から経済の大幅な悪化、失業者の急増が顕著となるなか、不良債権の高まりが懸念される。インド指定商業銀行の19年の不良債権比率は9.08%と、18年11.18%から低下したものの高水準にあり、今後再び上昇することは避けられないだろう。経営状態への懸念が広がるノンバンク向けの貸出比率は再び増加傾向にある（図表6-25）。

図表 6-24 金利動向



出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 6-25 銀行の貸出残高とノンバンク向け貸出比率



出所：インド準備銀行より三菱総合研究所作成

## 20年度の成長率は公表開始以来最大のマイナス幅となる可能性

インド経済も他国同様大幅な下方修正を予想する。20年度の成長率は、経済活動抑制が6月以降に緩和に向かうシナリオ①では▲0.3%、再流行の発生により経済活動抑制の緩和が21年入り後にずれこむシナリオ②では▲5.2%、年内の感染抑止に至らず、経済活動の抑制が22年にかけて断続的に続くシナリオ③では▲5.7%（シナリオ詳細は総論 P.8 参照）と予測する。仮にインドの成長率がマイナス成長となれば、統計開始の1952年以降4回目（1980年以降）となる。

先行きのリスクは、新型コロナウイルスの想定以上の感染拡大・長期化に加え、自国内の不良債権のさらなる拡大とそれに伴う金融不安だ。新型コロナウイルスの感染拡大は、インドの不良債権処理が十分進展しないなかで起こっており、現在の金融環境は脆弱だ。今後流動性制約下にある労働者がデモを起こすなど社会不安を高めるなか、取り付け騒ぎなどにも発展すれば、インドの金融システムが危機に瀕する可能性もある。

### (4) ブラジル経済

#### 緩やかな回復局面から一転、大幅なマイナス成長へ

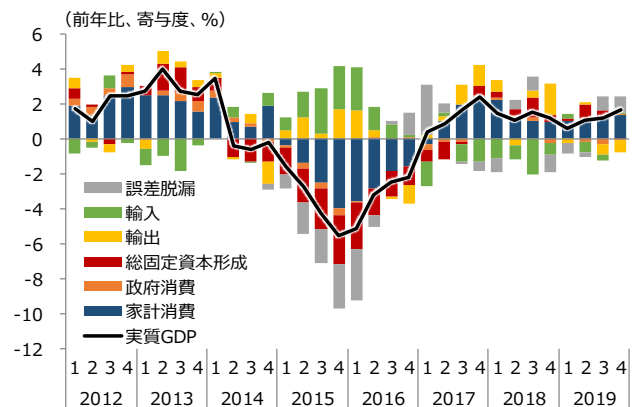
19年10-12月期のブラジルの実質GDP成長率は前年比+1.7%（図表6-26）、19年通年では同+1.1%となった。17年以降緩やかな回復局面にあったブラジル経済だが、4月以降顕在化した新型コロナウイルス感染拡大を受けて急失速している。4月以降感染者・死亡者が急増しており<sup>13</sup>、同月の企業信頼感指数は前月差52.6ポイント低下の▲31.4と過去最低水準を記録。コロナ危機の影響は依然として拡大局面にあり、1-3月期の実質GDP成長率は前年比ゼロ近傍の成長となるものの、4-6月期の成長率が大幅マイナスに転じることは避けられない見込みだ。

#### 新型コロナウイルス対策の混乱もあり株価下落と外資流出が継続

3月中旬に300億ドルの緊急財政支出を表明した際に財政支出キャップを外さないことを併せて言及するなど、現政権のコロナ危機への対応は鈍かった。同月20日の議会による非常事態宣言を受けて20年の財政収支目標は棚上げとなり、ようやく政府は低所得者や失業者への所得補償や納税猶予、医療機器などへの税率優遇を含むGDP比6.5%に上る財政出動を決定した。しかし、外出規制や都市封鎖などの感染拡大防止策に一貫して消極的な姿勢をみせるボルソナロ大統領に対しては、国民のみならず政権内からも反発の声が高まっており、内政不安定化の予兆も出始めている。

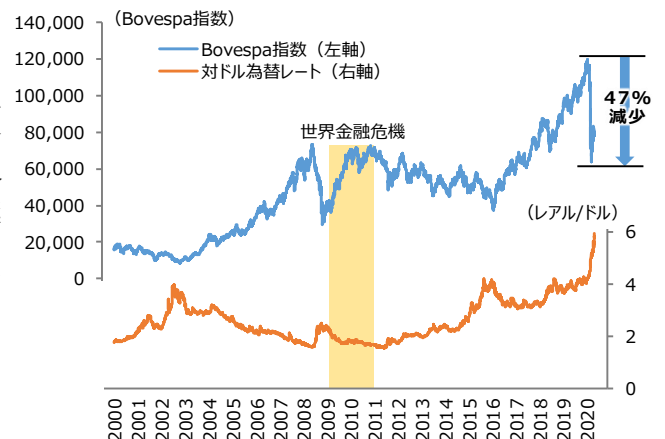
こうしたなか、主要株価指数であるBovespa指数は最高値を更新した1月23日から3月23日には半値に迫る47%減を記録、5月中旬時点でも3割減の水準にとどまっており、為替レートも対ドルで史上最安値を更新している（図表6-27）。内外経済の先行き懸念から20年1月以降の海外投資家の累積資金流出額は、世界金融危機時の流出額（246億レアル）を大幅に超える735億レアルに上っている。これらの金融市場の動きは、コロナ危機による世界経済の停滞や商品市況の急落を反映しており、国内経済の先行き不安のみを原因とするものではないとはいえ、新型コロナウイルスの感染終息の見通しがひととき不透明な状況下、今後も資本流出の継続が懸念される。

図表 6-26 実質 GDP 成長率



注：四半期ベース。  
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-27 Bovespa 指数と為替レートの推移



注：日次ベース。直近は5月14日。  
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

<sup>13</sup> 3月末時点で4,000人強だった感染者は5月15日時点で20万人を超え、死亡者数も100人台から1万4,000人超に急増している。



## 政策金利は過去最低水準を更新、更なる利下げも

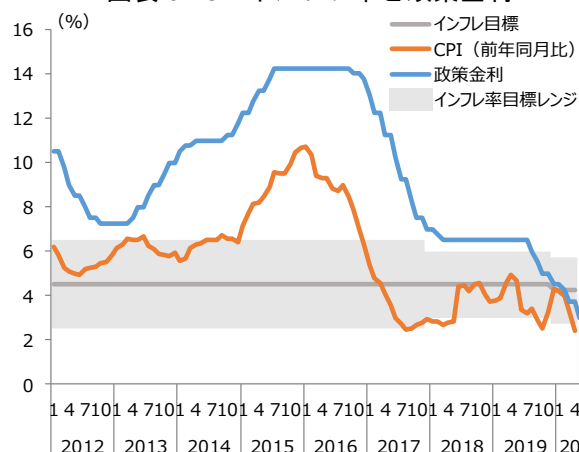
2月まで5会合連続の利下げを経て中立的なスタンスを取ることを表明したブラジル中銀だったが、コロナ危機による景気後退懸念を受けて、3月18日の通貨政策委にて政策金利を0.5%ポイント、5月6日にはさらに0.75%ポイント引き下げ、政策金利は過去最低水準を更新する3.00%となった(図表6-28)。

コロナ危機の先行きが見通せないなかで今後の中銀のスタンスを予測することは困難だ。しかし、リアル相場が史上最安値を更新するなかでもインフレ期待は高まっておらず、CPI上昇率も目標値を下回る状況が続いていることから、さらなる利下げに踏み切る可能性もある。

## 20年の成長率は過去50年で最悪のマイナス成長、21年の回復はコロナ危機の動向次第

コロナ感染終息の見通しが立たない状況下、ブラジル経済の先行きは厳しい。20年の実質GDP成長率は、経済活動抑制が6月以降に緩和に向かうシナリオ①でも▲4%を下回る可能性が高く、終息が遅れればさらに下押しされる。ゲデス経済相がけん引してきた経済改革も、コロナ危機の前で風前の灯火となっており、終息後の経済運営についても明るい展望が開けない状況だ。実質GDP成長率は、シナリオ①では▲4.6%、シナリオ②では▲5.9%、シナリオ③では▲5.9%と予測する(シナリオ詳細は総論P.8参照)。この水準は、15年の不況時(▲3.5%)や世界金融危機時(▲0.1%)、80年代前半の債務危機時(▲4.4%)を下回る、過去50年間で最大のマイナス幅となる。21年は、コロナ危機の進展に依存するところが大きく不確定要素が大きいだが、20年末以降の経済が比較的順調に回復することを想定した場合、3%程度のプラス成長となる。

図表 6-28 インフレ率と政策金利



注：政策金利の直近は20年5月、それ以外は4月。  
出所：CEICほかより三菱総合研究所作成