ブラジル財政への懸念が招く新興国不安

＜要旨＞

2015、16 年に深刻な景気後退と財政悪化でグローバル経済を動揺させたブラジル経済が、2019 年に再び新興国不安の発火点になる可能性が高まりつつある。

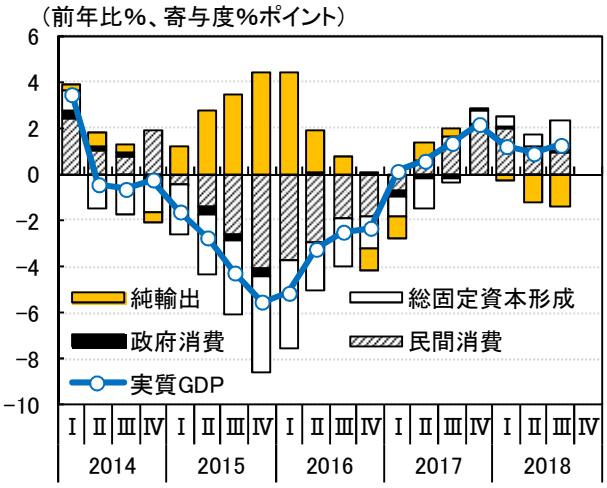
同国の実質 GDP 成長率はプラス圏に回復し、為替やインフレ率も安定的に推移するなど、主要な経済・金融指標は 2015、16 年当時より改善しているが、財政は依然として厳しい。①社会保障費の膨張によるプライマリー収支（利払い費を除いた収支）の構造的悪化、②不十分な利払い費の抑制、③構造改革を怠ってきた「ツケ」と高齢化による潜在成長率の低下、などの要因が重なり、財政の持続可能性には依然不透明感が残る。

１月に発足したボウソナロ新政権はこのような状況から、経済改革への強い意欲を表明しているが、ポピュリズム的土壌を有し、多党が乱立する政治環境下で、実効性の伴う改革をやり切ることは容易ではない。米中貿易摩擦や英国の EU 離脱問題などで外部環境が不安定化する中で、新政権による改革への期待が剥落すれば、同国発の新興国ショックがグローバルに波及することが懸念される。今年の同国の政治・経済動向には注視が必要である。

1．ブラジル経済の現況～歴史的不況からの回復は緩慢で、財政への懸念も残存

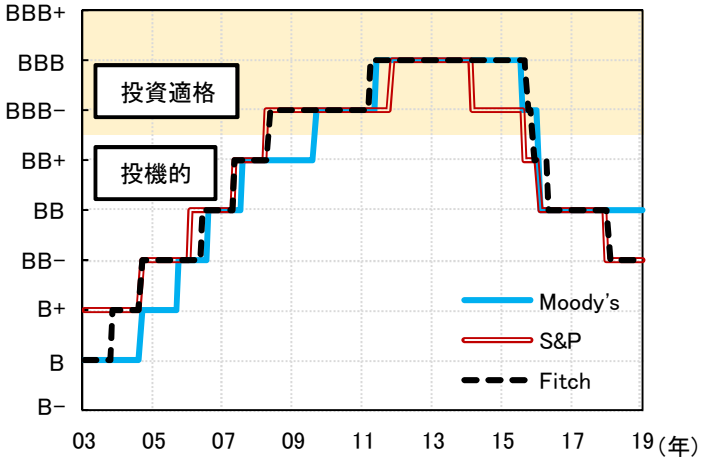
ブラジル経済は、「中国の高成長を原動力とした 2000 年代後半からのコモディティ・ブームが終焉したこと」や「国営石油会社ペトロブラスを巡る汚職問題による投資減少」、「干ばつによる電力価格の高騰」などの影響を受け、2015、16 年に深刻な景気後退に陥った（図表1）。それに伴い以前より赤字の状態にあった財政収支は一段と悪化し、政府債務残高も急増したことで信用格付の引下げに繋がった。一時は「投資適格」にまで上昇した同国格付は、この時に再び「投機的」にまで落ち込み、現在に至っている（図表2）。

図表 1 実質 GDP 成長率と寄与度



（資料）CEIC

図表2 外貨建て長期債の格付推移

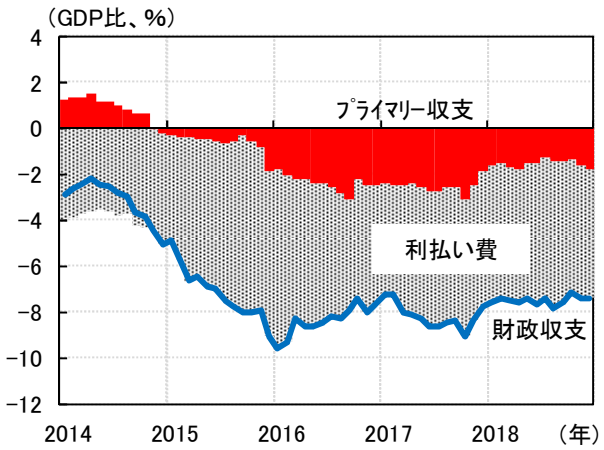


（資料）各社公表資料を基に三井住友信託銀行調査部作成。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

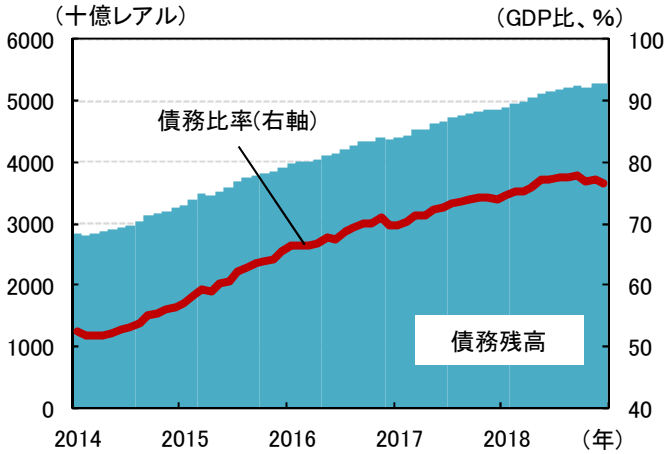
2017 年には実質 GDP 成長率はプラスに回復したものの、その後も成長は緩慢である。同国に対する世間の厳しい見方は一旦和らぎ、信用格付も直近1年間は据え置かれているが、「財政の構造問題」は解決しておらず、同国財政の状況は依然として厳しい。フローでも中央政府の財政収支が対 GDP で▲7%超と大幅な赤字を続けており（図表3）、ストックでは中央政府債務に地方政府債務等も合算した「一般政府債務残高」の対 GDP 比が 80%に迫る水準で高止まりしている（図表4）。財政面を勘案すると、同国の信用力低下に歯止めが掛かった、とは言い難いのが実状である。

図表3　中央政府の財政収支



（注）12か月後方移動合計
（資料）CEIC

図表4　一般政府債務残高



（資料）CEIC

2. 厳しい財政状況が続く背景

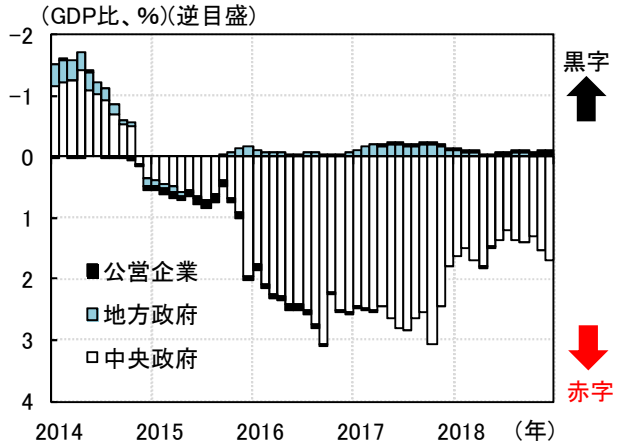
深刻な景気後退局面から脱したにもかかわらず、同国の財政が依然として厳しい状況にある理由を「社会保障費の膨張によるプライマリー収支の構造的悪化」、「不十分な利払い費の抑制」、「潜在的な成長力の低下」の3つの側面から確認する。

（1）社会保障費の膨張によるプライマリー収支の構造的悪化

ブラジル財政は、中央政府・地方政府・公営企業の3つで構成される「公的部門」におけるプライマリー収支の黒字維持を目標に運営されている。暦年ベースでは 2013 年までプライマリー黒字を達成できていたが、2014 年以降は赤字が続いている。図表3のプライマリー収支は中央政府に限った数値であるが、次頁図表5の通り公的部門のプライマリー赤字の大部分は中央政府が計上しており、構造問題は中央政府部門に潜んでいる。図表5の中央政府を構成主体別に更にブレークダウンしたものが次頁図表6である。社会保障院が対 GDP 比3%近い赤字を計上しており、社会保障費の膨張が同国のプライマリー赤字恒常化の最大の原因であることが確認できる。

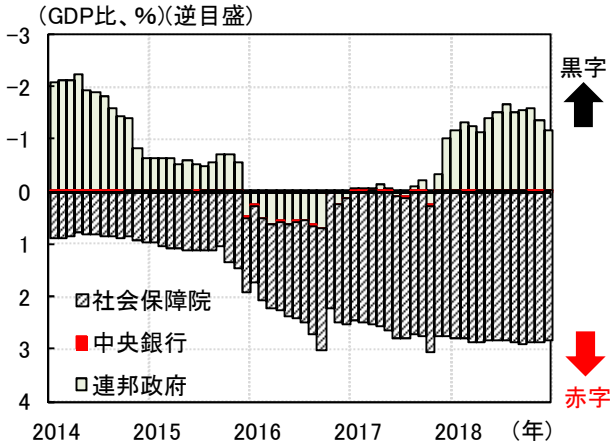
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

図表5　公的部門借入必要額（プライマリー部分）



(注)12か月後方移動合計
公的部門借入必要額は、歳出入の収支尻ではなく期首から期末にかけての債務残高増減に基づいて算出される。プラスが収支の赤字を意味する。
(資料)CEIC

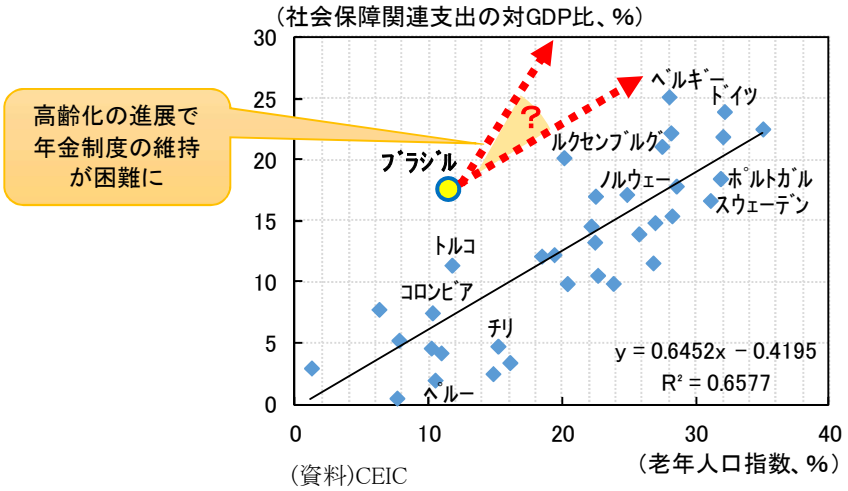
図表6　中央政府の借入必要額（プライマリー部分）



(注)12か月後方移動合計
(資料)CEIC

同国の年金制度は、支給開始年齢が 55 歳（20 歳で労働市場に参入した場合）と低く、老後給付のフローの価値を一生涯にわたって合計したものである「年金総価額」は、2016 年時点で男性の平均的所得者において年収の 18.3 倍と、メキシコの同 4.7 倍、先進国である日本の同 6.6 倍と比較して手厚い。そのため同国は老年人口指数（＝65 歳以上人口÷15～64 歳人口×100）が 10%強と現状低いにもかかわらず、社会保障関連支出は、所得水準が遥かに高く高齢化も進展している欧州先進国並みに膨れている（図表7）。国連は同国の老年人口指数が 2030 年に 19.8%、2040 年に 26.8%（共に中位推計）へ上昇すると予想しており、現行の年金制度を維持した場合、財政破綻は不可避である。これが同国の年金改革の成否に注目が集まる所以である。

図表7　社会保障関連支出の対 GDP 比（2017 年）と老年人口指数（2015 年）



(資料)CEIC

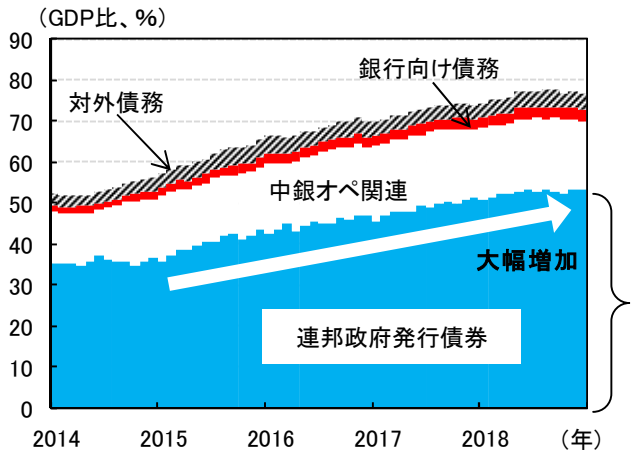
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

（2）不十分な利払い費の抑制

プライマリー収支の赤字以上に財政を圧迫しているのが膨大な「利払い費」である。対 GDP 比で5～6%にも達する利払い費は世界的に見ても突出している。同国の利払い費が巨額である原因は、①同国が「高金利体質」であること、②政府債務の多くが政策金利である Selic（短期金利）や物価に連動して利息が調整される「インデックス債」で構成されていること、の2つにある。

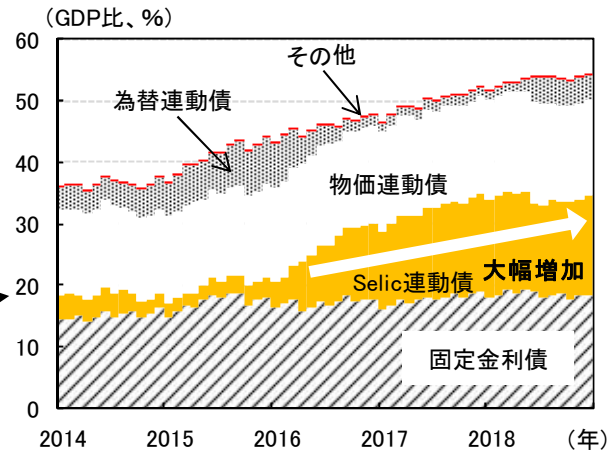
①の高金利体質には、「国内貯蓄率の低さ」や「高水準かつ変動の大きいインフレ実績」等の構造要因が影響しているため、短期間での是正は困難である。そうなると、②のインデックス債を減らすことが重要になるが、近年の動向はそれに逆行している。2014 年後半から急上昇している一般政府債務の対 GDP 比（前掲図表4の線グラフ）の上昇分の大半は連邦政府債であり（図表8）、また、連邦政府債の増加分の大半は Selic 連動債である（図表9）。現在の Selic の誘導目標が過去最低の 6.5%であり、2019 年の名目 GDP 成長率（IMF 予想）が＋7.4%である点を踏まえると、実質ベースで過大な利払い負担が直ちに生じるわけではないが、将来の金利上昇リスクは確実に高まっている。なお、連邦政府債の大半は自国通貨建てであり、為替連動債の比率も低いため、為替下落が財政に及ぼす悪影響は限定的である。注視すべきはあくまで金利と物価の水準である。

図表8　一般政府債務残高の内訳



（資料）CEIC

図表9　連邦政府発行債券残高の内訳



（資料）CEIC

（3）潜在的な成長力の低下

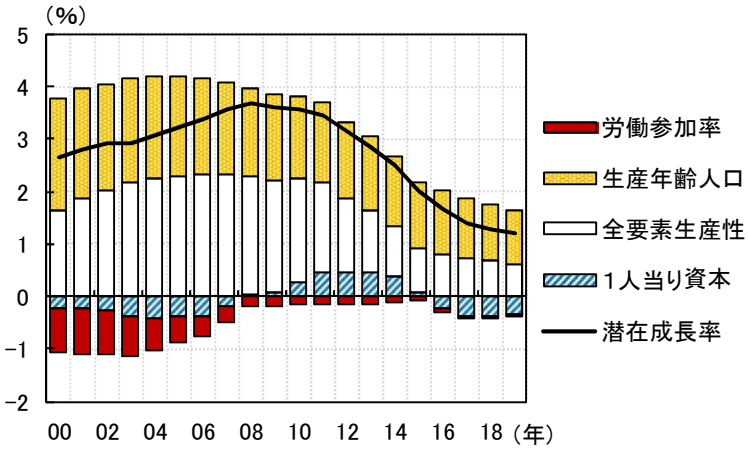
高成長が「七難を隠す」というわけではないが、新興国では往々にして高成長時に覆い隠されていた構造問題が、成長率が低下した途端に噴出する。ブラジルもその例に漏れず、2000 年代後半のコモディティ・ブーム時に＋6～7%を記録した実質 GDP 成長率は、2015、16 年に大幅なマイナスに沈み、財政が抱える構造問題が顕在化した。ブラジルが高成長に回帰すれば財政も改善に向かう可能性はあるが、現実的には難しい。中国経済の成長率の構造的低下によってコモディティ・ブームの再来が期待し難いことに加え、ブラジル自身の潜在成長率も低下している。

ブラジルは貯蓄率の低さを背景に投資率も低く、総固定資本形成の対 GDP 比（2010-17 年平均）は 19%と、4割強の中国の半分以下にとどまる。OECD の推計では、労働者一人当り資本の潜在成長率への寄与度は 2016 年にマイナスに転じた（次頁図表 10）。また、高い税率、複雑な税

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

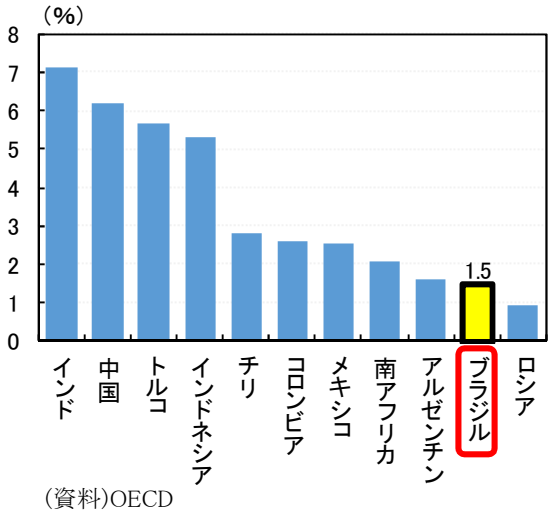
制、劣悪な治安などの所謂「ブラジル・コスト」も潜在成長率の下押し要因である。ポピュリズム的風潮が強い同国は、長年「痛みを伴う改革」に真剣に取り組んで来なかったため、未だにそうした問題が残存し続けている。これらに高齢化の進展が相俟って、同国の潜在成長率は大きく低下した。現状では、アジアの高成長国のみならず他の中南米主要国をも下回る（図表 11）。

図表 10 ブラジルの潜在成長率



(資料)OECD

図表 11 新興国の潜在成長率(2018 年)



(資料)OECD

3. 「ブラジル・ショック」発生時のグローバル経済への影響

以上のようにブラジル財政は厳しい状況にあり、今年1月に発足したボウソナロ新政権は年金改革を含む経済改革への強い意欲を示している。就任直後で新政権の支持率が比較的高いこと、また、与野党問わず議員の間でも財政への危機感が一定程度共有されていることなどを踏まえ、年金改革で一定の成果が挙がることをメインシナリオとして想定している。一方で、上下院で 30 もの小政党が乱立し、ポピュリズム的風潮も強い同国において、国民に痛みを強いる改革をやり遂げることが容易ではないことも事実である。特に年金改革は上下両院で5分の3の賛成を得て憲法改正を行う必要があり、ハードルは高い。そのため「年金改革の頓挫」というリスクシナリオにも身構えておく必要がある。

足元では、為替や CDS スプレッド等は新政権への期待を背景にいずれも堅調に推移しているが、先行き新政権への過度な期待が剥落していき、更には年金改革が頓挫する事態にまで陥れば、財政懸念が再燃し、通貨暴落などの「ブラジル・ショック」が発生しかねない。その際、当事者であるブラジルは言うまでもなく、グローバル経済にも悪影響が波及し得る。

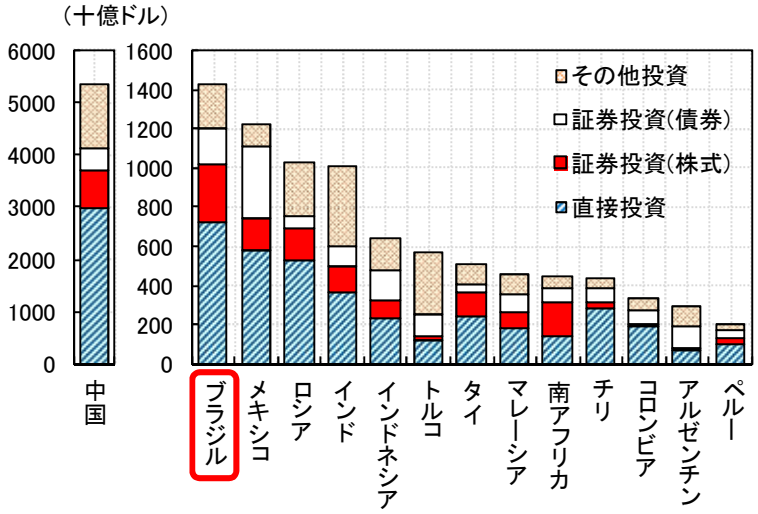
主に、国際貿易とマネーフローを通じた悪影響が想定されるが、前者はブラジル経済がその規模に比して輸出入が小さい「閉鎖的」な構造であるため、それ程深刻なものにはならないとみている。警戒すべきは後者であり、同国からの資金流出の規模次第では、投資家マインドの悪化等を通じて 2015、16 年の時以上に新興国全体に悪影響が波及する恐れがある。以下では、「対外資産負債残高」と「外国銀行のブラジル向けエクスポージャー」の点から先行きを展望する。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

（1）対外資産負債残高

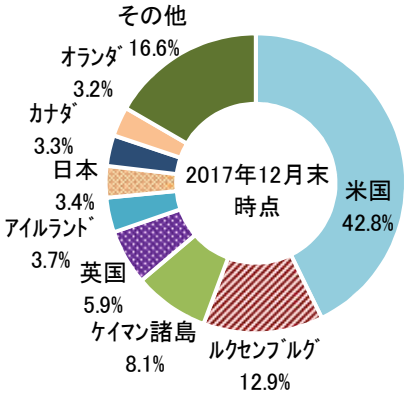
ブラジルから流出し得るマネーの規模を対外資産負債残高で確認する。同指標は直接投資、証券投資、その他投資などで構成される。各項目の「負債」でこれまで海外から同国に流入したマネーの残高を見る。ブラジルの負債残高は新興国の中では中国に次いで大きく、昨年8月に「トルコ・ショック」で世界を騒がせたトルコの 2.5 倍である（図表 12）。ブラジルはグローバル・マネーフローに大きな影響を及ぼし得る。

図表 12「対外資産負債残高」の負債（2018 年9月末）



（注）マレーシアは2018年3月末、ペルーは2017年12月末時点
（資料）IMF

図表 13 対内証券投資残高の国別内訳



（資料）IMF

その中で短期的な変動が最も激しいのが株式・債券への投資から成る証券投資である。2015 年後半～17 年前半にはフローで 329 億ドルの海外マネーが流出し、証券投資の負債残高は同期間に 5,048 億ドルから 4,771 億ドルに減少した。先行き年金改革の頓挫で財政不安が再燃すれば、同国の株式・債券・為替は大幅に下落し、同国証券を保有する投資家は多大な損害を被ることになる。海外投資家の投げ売りも相俟って、資産価格がスパイラル的に下落することもあり得る。

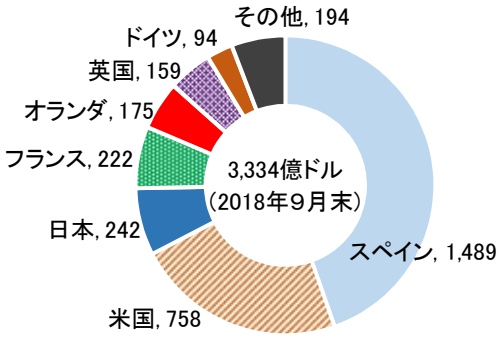
同国への証券投資残高を国別に見ると、米国が4割超と突出している（図表 13）。ルクセンブルグやケイマン諸島の比率が高いのは、ルクセンブルグ籍、ケイマン諸島籍の投資信託を通じた資金流入が大きいことが影響していると推察される。ショック発生時には、米国や投資信託を通じたグローバル経済への悪影響拡散が懸念される。

（2）外国銀行のブラジル向けエクスポージャー

2018 年9月末時点の外国銀行のブラジル向けエクスポージャー（最終リスクベース）は、歴史的に南米諸国と密接な関係を有するスペインが 1,489 億ドルと最大であり、米国、日本が続く（次頁図表 14）。この数値には貸出の他に株式と債券も含まれており、（1）の対外資産負債残高の「その他投資＋証券投資」と部分的に重複する。銀行エクスポージャーの観点では、ブラジルの財政危機は、欧米の銀行の業績悪化要因となり得る。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

図表 14 国籍別与信残高



(注)貸出、債券、株式を含む。
(資料)BIS「国際与信統計」

4. まとめ

ブラジル経済は 2015、16 年の歴史的不況から脱したものの、その回復の足取りは重く、財政の構造問題も何ら解決していない。「社会保障費の抑制」、「利払い費の抑制」、「潜在成長率の引上げ」はいずれも難題であるが、ポピュリズムに流され、構造改革断行による問題解決を先送りし続ければ、ブラジル財政はいずれ破綻する。打ち手として、それぞれ「年金改革」、「インデックス債依存からの脱却」、「貯蓄率引上げやブラジル・コストの解消」などが想定されるが、財政の持続可能性を担保する上では、特に「年金改革」が重要である。

2019 年1月にボウソナロ新政権が発足し、市場はその経済改革への前向きな姿勢に大きな期待を抱いている。年金改革は支給開始年齢の引上げなど国民に痛みを強いるものであり、また、同国議会は多党乱立の構造を有するため、憲法改正を必要とする同改革は、本来相当ハードルが高い。にもかかわらず、市場が大きな期待を抱く背景には、「年金改革を行なわなければ確実に財政破綻するのだから、最終的に政治家は改革推進でまとまるはずだ」という見方があるように感じる。そうした見方は合理的である一方、必ずしも「合理性」がそのシナリオの実現を保証するわけではない。政治の機能不全によって誰もが望まない「EU からの無秩序離脱」に着実に近付いている英国の現状を見れば、合理性のみを頼りとした先行きの予想がいかに心許ないか理解できる。

足元でブラジルの為替や CDS スプレッド等は堅調に推移しているものの、同国の政治・経済の動向に注視し、「年金改革の頓挫」というリスクシナリオにしっかりと身構えておく必要がある。

（海外調査チーム　吉田 陽一：Yoshida_Youichi@smtb.jp）

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。