

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
公益財団法人 国際通貨研究所

## 低下するブラジルの成長力と高まる財政リスク

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](mailto:morikawa@iima.or.jp)

### 要旨

- ▶ ブラジル経済は景気循環上の上昇局面にあるが、潜在成長率は低下してきており 2000 年代のような高い成長を期待することはできない。生産年齢人口の伸び率が低下してきていることに加え、特に懸念されるのは投資比率が低いことである。ブラジルの投資比率はアルゼンチンに次いで低い。
- ▶ OECD の推計によると、2018 年の潜在成長率は 1.3%に過ぎず、1 人当たり資本の寄与度はマイナス 0.4 ポイントと、潜在成長率を押し下げる要因となっている。2000 年代の高い成長率は過去のものであり、相当な構造改革がない限り、高成長の再現は不可能と考えるべきである。
- ▶ 投資を阻害する要因の一つは財政赤字が大きく、民間投資に十分な資金を供給できないクラウディングアウトを引き起こしていることである。また、公共事業の不足も生産性向上を妨げる要因となっている。
- ▶ 中期的なリスクは財政にある。OECD、世界銀行、IMF はそれぞれブラジル財政の中長期見通しを最近発表していたが、いずれも財政再建に今後努めない限り 2020 年以降、公的債務の GDP 比が 100%を超え、やがて財政が破たんする可能性を示唆している。
- ▶ よって、財政赤字解消に向けて、次期政権の役割は極めて大きい。経済政策が争点になっていない。ブラジルの外貨準備が潤沢であることが、逆に危機感の薄さにつながっているように思われる。
- ▶ 現在、大統領選挙の情勢を俯瞰（ふかん）すると、ルラ前大統領から後継者指名を受けたアダジ候補（労働者党・PT）が支持を集め始めた。左派であるアダジ政権下で財政再建努

力が強まるとは考えにくい。ブラジルの危機は差し迫っていないが、緩慢に悪化しており将来の危機の芽が膨らんでいると考えられよう。

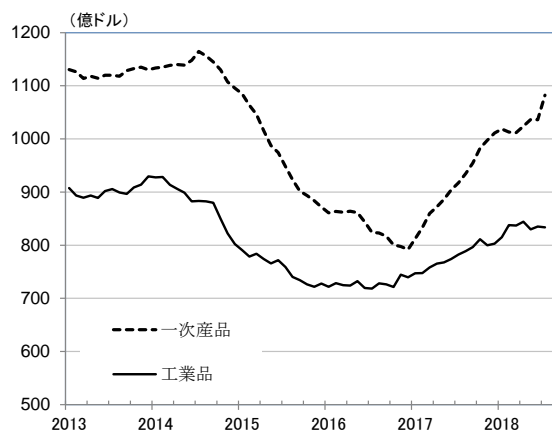
## 1. ブラジル経済の現状～見逃せない潜在成長率の低下

2015年から2016年にかけて、ブラジルは大恐慌以来といわれるリセッションに陥り、実質GDPは累計8.2%縮小した。2017年、ブラジル経済は一次産品輸出の回復（図1）をきっかけに回復を始めたものの、実質成長率は1.0%と緩慢である。

2018年に入っても改善に弾みが見つからない。4-6月期の前年比は1.0%であるが、そのうち0.7%分は昨年うちに「稼いだ」もので、2018年に入ってから成長は0.3%でしかない（図2）。4-6月期の低迷の背景にはトラック運転手のストライキがあったため、7-9月期には反動増が期待できるものの、それでも2018年の通年の成長率はせいぜい1%強にとどまるだろう。ブラジルの人口増加率は0.9%（過去5年の平均）であるので、1人当たりGDPはほとんど伸びていないことになる。

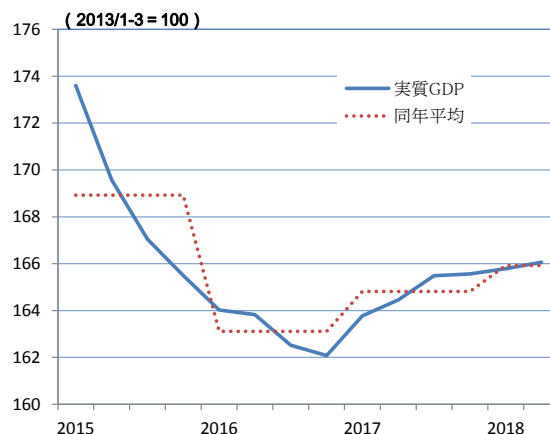
むしろ循環的な振れはあるものの、ブラジルの潜在成長率自体が低下してきていることに留意する必要がある。

図表 1 品目別輸出



(注)12ヵ月累計額  
(資料)ブラジル地理統計院統計を基に国際通貨研究所作成

図表 2 実質 GDP 成長率

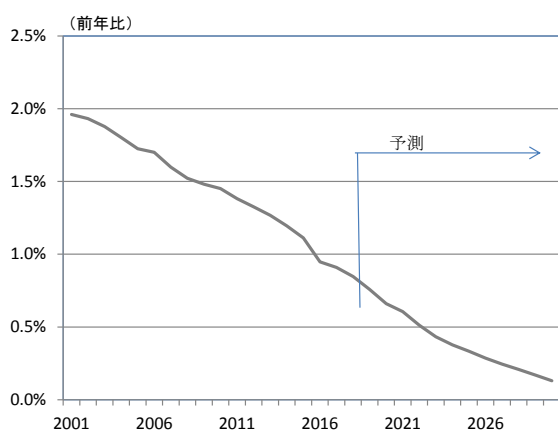


(資料)ブラジル地理統計院の統計を基に国際通貨研究所作成

潜在成長率を下げている第1の要因は人口動態の変化である。ブラジルの生産年齢人口（15-64歳人口）の増加率は緩やかに低下してきており、2016年に1.0%を割り込み2018年には0.8%に低下する見込みである。今後も低下は止まらず2022年には0.5%に、2030年代にゼロに落ち込む見通しとなっている（図3）。

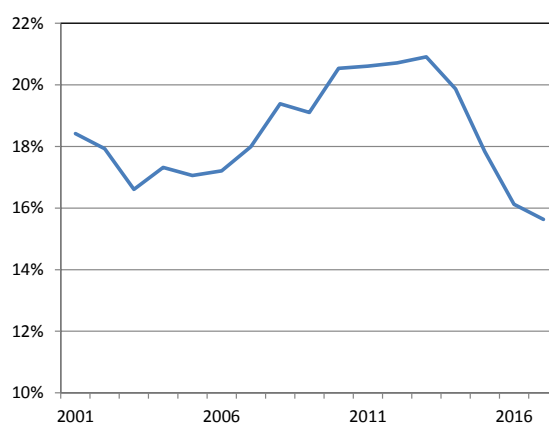
第2の要因は固定資本形成比率（固定資本形成/GDP）が低く資本装備率が低い、すなわち労働者1人当たりの資本が少ないことである（図4）。2017年の固定資本投資比率（GDPに対する比率）は15.6%と今世紀に入って最低を更新している。また主要新興国間で比較すると、2010～2017年の平均をとってもアルゼンチンに次いで低い（図5）。

図表 3 15-64 歳人口増加率



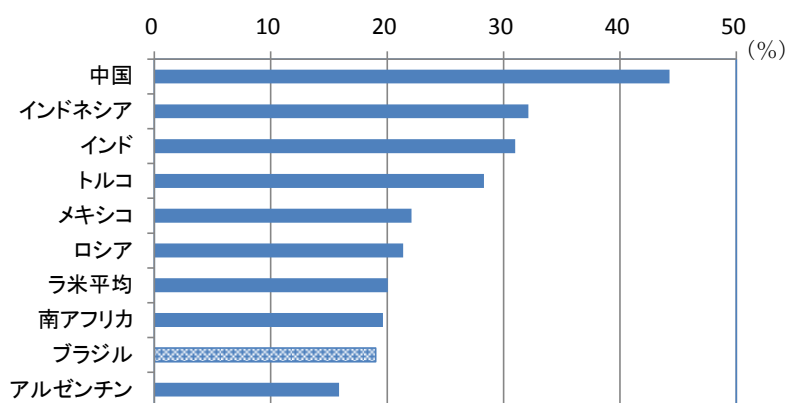
(資料) 国際連合推計を基に国際通貨研究所作成

図表 4 固定資本形成/GDP



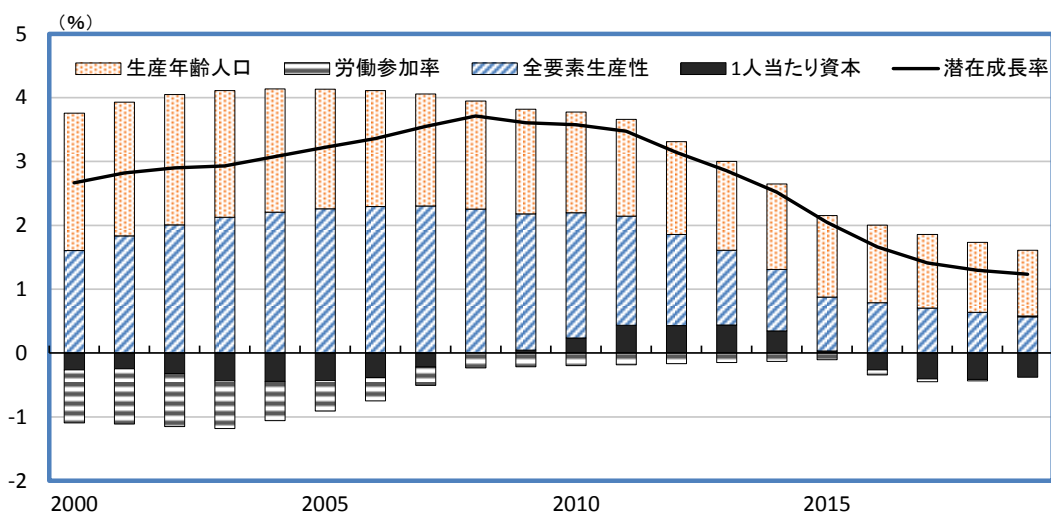
(資料) IBGE統計を基に国際通貨研究所作成

図表 5 主要新興国の固定資本形成/GDP(2010-2017 年平均)



(資料) 世界銀行統計を基に国際通貨研究所作成

図表 6 潜在成長率と要因別寄与度



(資料) OECD Economic Surveys Brazil, 2018年2月p70図表を基に一部加工

OECD の推計によると、ブラジルの潜在成長率は 2008 年に 3.7% になり 2011 年までは 3.5% 以上であったが、その後は低下が続き 2016 年以降は 2% を割っている。2018 年は 1.3% となっているが、このうち人口要因の寄与度が 1.1 ポイント、1 人当たり資本の寄与度がマイナス 0.4 ポイント、技術進歩や経営効率化を示す全要素生産性の寄与度が 0.6 ポイントとなっている(図表 6)。

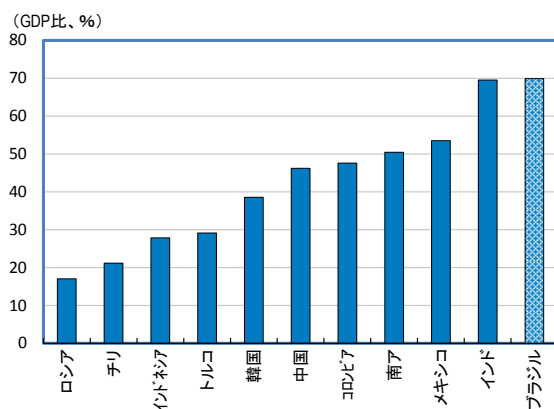
全要素生産性はコントロールすることが難しく、今後人口要因の寄与度が一層低下していくことを考えると、潜在成長率の低下を止めるには 1 人当たり資本の引き上げは急務である。しかし 2000 年以降の実績をみると、1 人当たり資本の寄与度は 2011 年から 2013 年にかけての 3 年間で、0.4 ポイントとなったのが最大である。当時は原油価格が 1 バレル当たり 100 ドルを上回っていてブラジルも深海油田開発に沸く設備投資ブームの時期であったが、それでもこの程度の寄与である。ブラジルの潜在成長力を引き上げるには、並大抵の努力では足りない。2000 年代の高成長を再現することは困難と考えるべきであろう。

## 2. 経済成長だけでは解決できない財政赤字

ブラジルの潜在成長率の低下は、財政赤字の解消にも大きな障害となる。経済成長による自然増収の増加には多くを期待できないからである。

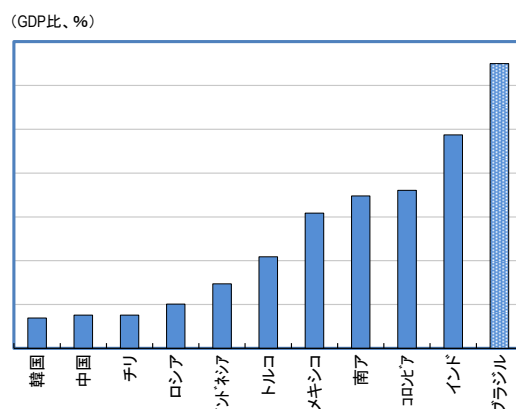
新興国間で比較すると、ブラジルの債務残高はインドと並んで高い(図表 7)。そのうえ金利が高いため利払い費が突出して高い(図表 8)。2016 年には財政赤字が GDP 比で 10% に達した。債務残高の GDP 比を一定に保つには 2% 程度のプライマリーバランスの黒字が必要であるが、2013 年からプライマリーバランスは 2% を下回り、2015 年からは赤字に転落している(図表 9)。この結果、2014 年まで GDP の 60% 前後だった政府債務残高は、それ以後急速に増加し 2017 年は 84% に達した。

図表 7 一般政府債務残高(2016 年)



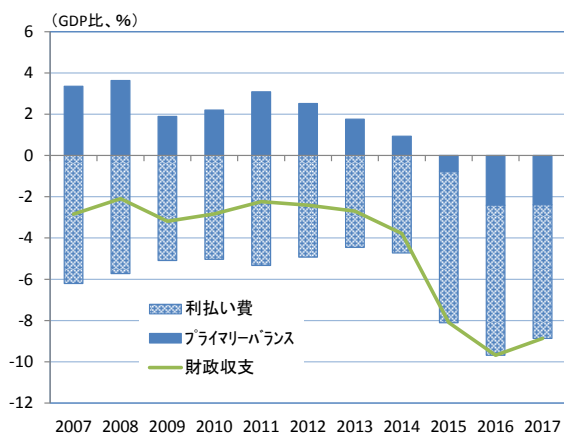
(資料) OECD Economic Surveys: Brazil 2018 p.30図表を基に一部加工

図表 8 一般政府利払い費(2016 年)



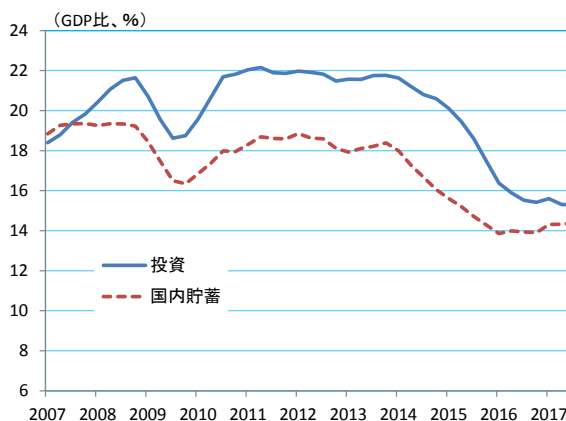
(資料) OECD Economic Surveys: Brazil 2018 p.30図表を基に一部加工

図表 9 財政収支



(資料) OECD Economic Surveys: Brazil 2018 p.28図表を基に一部加工

図表 10 国内貯蓄と投資



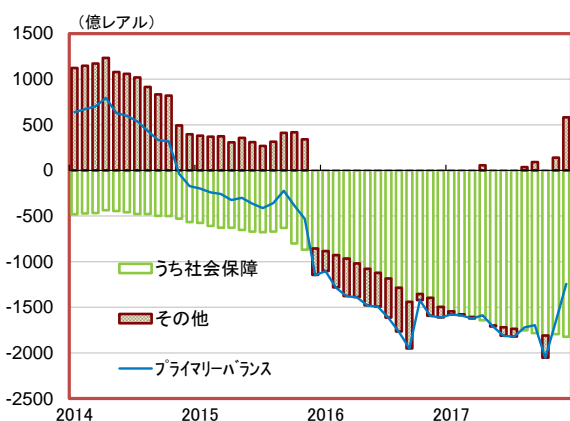
(資料) OECD統計を基に国際通貨研究所作成

OECD は、財政赤字の拡大が国内の貯蓄を消費し民間投資を阻害する、クラウドイングアウトを引き起こしていると警告している。図表 10 は財政赤字が大幅に悪化した 2015 年から国内貯蓄、国内投資が共に減少している様を示している<sup>1</sup>。

財政赤字拡大の原因は、歳入・歳出の両面にあるが、構造的な問題となっているのが社会保障への支出である。社会保障支出は歳出全体の 35% を占め最大の支出項目となっているだけでなく、プライマリーバランス悪化の主因となっている (図表 11)。

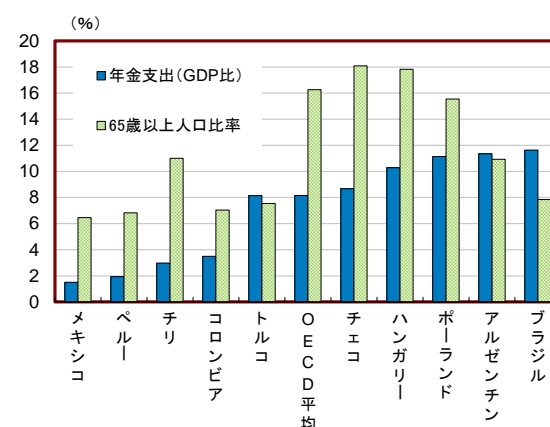
とりわけ問題となっているのが年金制度である。ブラジルの年金制度については、OECD、IMF、世界銀行がそろって、国際的にみて受給者を優遇しすぎと指摘している。<sup>2</sup>

図表 11 プライマリーバランスの分解



(注) 12ヶ月累積  
(資料) OECD Economic Surveys: Brazil 2018 p.35図表を一部加工

図表 12 高齢化と年金支出の比較



(資料) OECD Economic Surveys: Brazil 2018 p.35図表を一部加工

要点を紹介すると、ブラジルでは引退前の所得のほぼ 100% に匹敵する年金が支給され、年金支給開始年齢も 55 歳と低い (20 歳から働き始めた場合)。ブラジルの年金制度は新興国だけ

<sup>1</sup> Economic Surveys: Brazil 2018 p.29

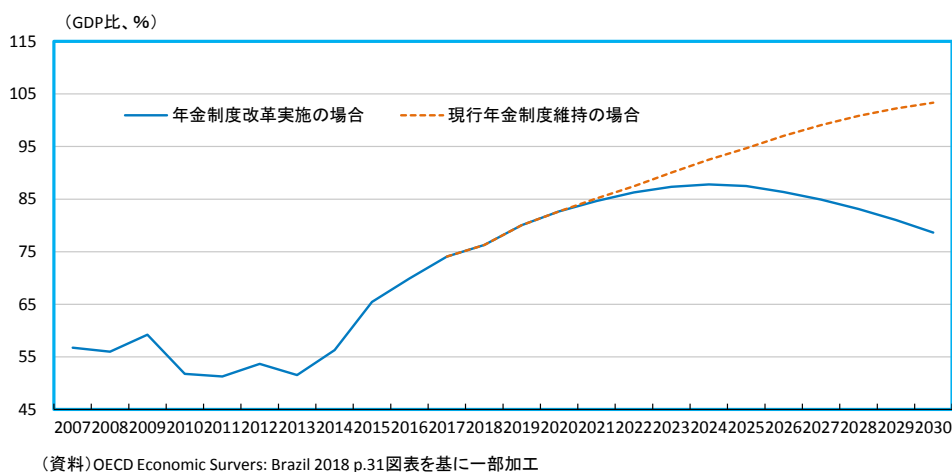
<sup>2</sup> OECD「Economic Surveys: Brazil 2018」、IMF「2018 Article IV Consultation」、世界銀行「Brazil Policy Note、2018/9/10」

でなく先進国と比較しても支給者に有利である。

その結果、ブラジルの65歳以上人口比率は8%と低いにもかかわらず、年金支出のGDP比は11.6%と高くなっている(図表12)。そして図表3で明らかなように2020年代からブラジルの高齢化が加速していく。世界銀行の人口予測によると、ブラジルの60歳以上人口比率が10%から20%になるのにかかる時間は25年(2010年→2035年)である。これは日本と同じスピード(1970年→1995年)であり、世界でも稀にみる高速高齢化社会である。

多くの予測機関がブラジルの年金制度は悪化が進み、財政からの補てんが膨張していくと予測している。OECDの予測では、現行の年金制度と昨年までに立法化された財政支出削減策を前提とすると公的債務のGDP比率は2030年に100%を上回る(図表13)。

図表 13 公的債務残高(GDP比)の予測



世界銀行の予測は更に厳しい。実質成長率2.3%、インフレ率が4.0%という前提でのベースライン予測で、公的債務残高のGDP比は2024年に100%、2027年には120%に達すると試算している。<sup>3</sup>またIMFの予測は世銀の予測ほど悲観的ではないが、比較的楽観的な前提に立っており、安心できる内容ではない(巻末の補論を参照)。

### 3. 成長の芽を摘む財政赤字削減策

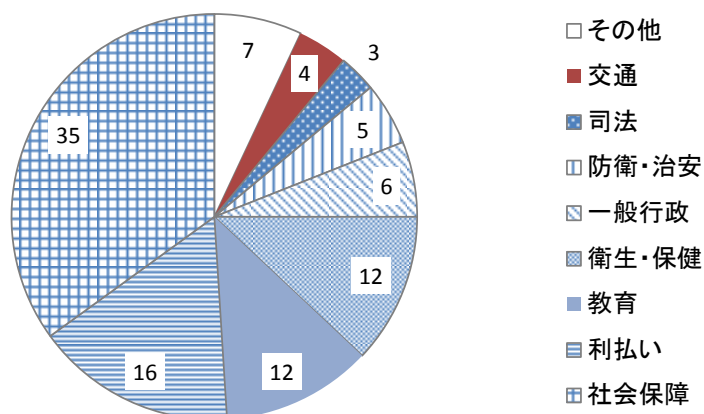
ルセフ大統領が弾劾を受けたため2016年に副大統領から昇格したテメル大統領は、中道政党(民主運動MDB)出身らしく財政赤字の削減に取り組んだ。就任早々、財政支出を向こう10年間、インフレ率以下に抑える「上限法」を制定したことは画期的な成果と受け止められた。

この上限法を達成するには、社会保障制度の改革が必須である。先にも触れたとおり年金を含む社会保障支出は全体の35%を占めるからである。社会保障支出は法律で定められているた

<sup>3</sup>世界銀行「Brazil Policy Note: Returning to a Sustainable Fiscal Path」

め、支出を抑制するには法改正が必要となる。社会保障を削減することには当然反発が予想されるが、社会保障を「聖域化」すれば教育や保健衛生などの歳出が大幅な削減に追い込まれることになる。テメル政権は、一時的には反発があってもやがて世論も納得し野党も社会保障改革を容認すると楽観していたのだろう。

図表 14 ブラジルの歳出構造(%、2016年)

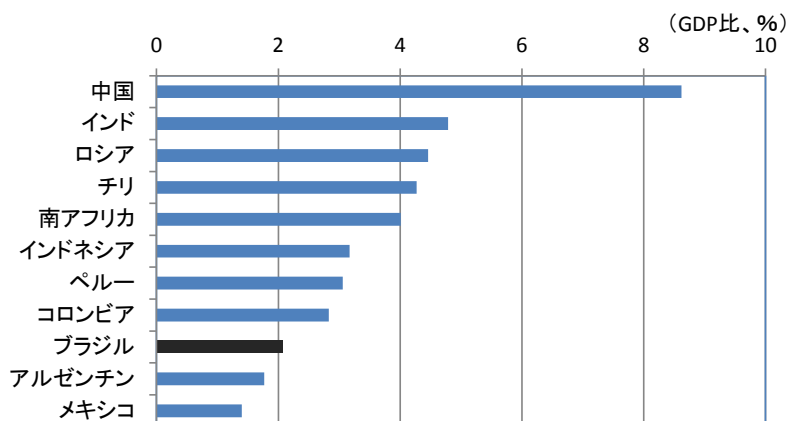


(資料)OECD

だが、国政選挙が近づくと、選挙で不利になることを恐れた与野党議員は社会保障改革を先送りにしてしまった。

政府は法律改正が不要で削りやすい裁量的支出を大きく削らざるをえず、削減対象には公共事業も含まれている。もともとブラジルのインフラ投資は新興国のなかでも低いうえに、削減の結果、道路や橋梁の劣化による物流の遅れが深刻化する懸念がある。また、健康や教育と言った将来の人的資源の拡充に必要な経費も削減対象にされている。これらは、目先の赤字削減と引き換えに将来の生産力の向上を阻むことになる。

図表 15 インフラ投資の比較



(資料)世界銀行「Infrastructure: Developing the Foundation for Growth」2018/9/9



#### 4. 改革の遅れにつながる危機感の欠如が懸念材料

ブラジルは資源と人口に恵まれた潜在力の高い国というイメージが強いが、人口増と生産年齢人口の高さを享受できる「人口ボーナス」期の終わりが近い。2018年大統領選挙は、低成長期を迎えるブラジル経済の成長力をどうやって引き上げるかを議論する貴重な機会であるにもかかわらず、大統領選では経済政策は争点にはなっていない。

今回の大統領選挙で躍進しているのは、右派のボルソナロ候補と、裁判所に立候補を封じられたルラ元大統領の後継者であるアダジ候補である。

9月22-23日に実施された世論調査によると、ボルソナロ候補（社会自由党・PSL、右派）への支持率は28%でアダジ候補（労働者党・PT、左派）が22%で続いた。3位は穏健左派とされるシロゴメス候補の11%で、中道のアルキミン候補（民主社会党・PSDB）は8%で低迷している。

ブラジルの大統領選は、1回目の投票（10月7日）で誰も過半数をとれなかった場合、上位2名の決選投票（10月28日）が実施される。今のところボルソナロ、アダジ候補が決選投票に進むとみられる。ボルソナロ候補は熱狂的な支持者がいる一方、拒絶率も46%と高い。アダジ候補への拒絶率は30%となっている。そのため決選投票ではアダジ候補が有利とみられている。

為替市場では中道派政権成立の可能性が危ぶまれる状況になってきたことから、レアル安が進行している。1ドル=4レアル台に下落するのは2016年以来2度目である（図表16）。

しかし、ブラジルのソブリンCDSレートの動きをみると2016年に比べ、まだ警戒感は低い（図表17）。

図表 16 対ドルレート



(資料) ブラジル中央銀行統計を基に国際通貨研究所作成

図表 17 5年CDSレート



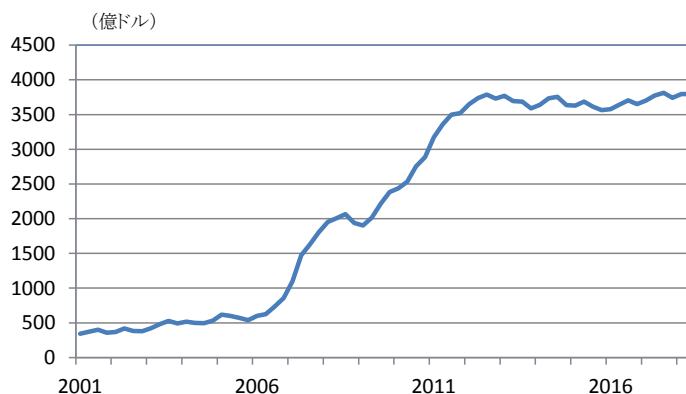
(資料) トムソンロイター収録データを基に国際通貨研究所作成

金融市場が比較的落ち着いている背景には、ブラジルの強みである対外準備高があるだろう。ブラジルの外貨準備高（グロス）は3700億ドル前後で安定している（図表20）。これは粗外貨



債務の 118.6%（2018 年 3 月）に相当する金額で、通貨危機に陥るような状況ではない。

図表 18 外貨準備高



(資料)ブラジル中央銀行統計を基に国際通貨研究所作成

外貨準備の内容にも不安はない。ブラジルの Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity<sup>4</sup>によると、外貨準備高 3794 億ドル（7 月末）に対し、今後 1 年以内に契約により流出が予定されている外貨（Section II. Predetermined short-term net drains on foreign currency assets）は 7.7 億ドルの流入超である。次に、偶発債務等による外貨の流出<sup>5</sup>（Section III. Contingent short-term net drains on foreign currency assets）は 32 億ドルの流出と少額である。ブラジルの外貨準備高はみかけのとおり潤沢といえる。

だが、この安心感が逆に危機感の欠如を呼び改革意欲を喚起できない原因にもなっている。ブラジルの危機は差し迫っていないが、緩慢に悪化しており将来の危機の芽が膨らんでいると考えられよう。

<sup>4</sup> Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity の詳細については下記 URL を参照のこと。  
[https://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2017/NL2017No\\_35\\_j.pdf](https://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2017/NL2017No_35_j.pdf)

<sup>5</sup> 外国中央銀行や国際機関からのクレジットラインの供与を受ければ流入（+）に計上し、逆に国有企業の債務を保証すれば流出（-）とする。またオプション付きの債務や、外為のオプション取引のネットポジションもこのセクションに計上される。

## 【補論】IMFによる財政中期見通し

IMFによると<sup>6</sup>、公的債務のGDP比は急速に上昇しており、債務の持続性リスクは高い。ベースラインシナリオでは、財政再建の進み方は遅く、公的債務は2023年にGDP比95.6%まで上昇する(図表13)。IMFは、既に高い債務比率はショックにもろく、財政改革の遅れは債務の持続性を危険にさらすと、警告している。

### ベースライン予測の前提

- 2018年の実質GDP成長率は1.8%となり<sup>7</sup>、2019年2.5%、2020年2.3%、以後は潜在成長率並みの2.2%に戻り維持する。
- 外部環境は良好。
- 財政改革は限定的。歳出の伸びの上限をインフレ率までとする財政「上限法」は維持される。
- 現在赤字のプライマリーバランス(基礎的収支)は、2022年にGDP比0.1%の黒字に転換する。2018年から2023年までの累計の改善幅はGDP比3%相当である。

### ベースライン予測の概要

- 公的債務残高は上昇を続け、2023年にGDP比95.6%に達する。
- 2023年に債務残高のGDP比率を95.6%に保つために必要なプライマリーバランスは、GDP比1.1%である。

図表 19 ベースライン予測の前提と結果

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
実質GDP成長率	1.8	2.5	2.3	2.2	2.2	2.2
インフレ率	3.1	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8
プライマリーバランス(GDP比)	-2.4	-1.8	-1.1	-0.4	0.2	0.7
金利	9.6	9.1	8.9	9.1	8.7	8.6
公的債務残高(GDP比率)	88.2	90.4	92.4	94.2	95.1	95.6

資料(IMF)

ベースライン予測では今後も債務比率は上昇するものの、2023年にGDP比95.6%がピークになり以後は安定する。この場合は経済の不安定化を回避できると思われるが、その前提はかなり楽観的なものとなっている。

まず2000年代に入ってからブラジル経済の平均成長率は2.2%(2000~2017年)であるが、これは2000年代の資源ブーム期(平均3.7%)を含んだ結果である。2010年代に限ると平均成長率は0.4%に低下する。

<sup>6</sup> Staff Report for the 2018 Article IV consultation – Debt Sustainability Analysis, 2018/6/20

<sup>7</sup> 現在のコンセンサス予測は1.5%程度である。

世界経済について、2023年まで景気が後退することなく拡大するという前提にも疑問が残る。IMFはリスクシナリオとして、実質成長率が2019年-1.0%、2020年-1.3%となった後、2.2%に復帰するシナリオを用意している。インフレ率やプライマリーバランスなど他の条件は一定とする。この場合、2023年の債務残高のGDP比率は102.4%と100%を超える。

またIMFは、財政赤字削減努力が弱まりプライマリーバランスが縮小しない場合（GDP比-2.4%のまま）を検討している。この場合、2023年の債務残高（GDP比率）は102.4%となり、やはり100%を超えることになる。

そして、成長率の低下とプライマリーバランスの現状維持が同時に起こり、為替レートの下落（26%）と実質金利の4%上昇が生じた場合、2023年の債務残高（GDP比）は117.5%に上昇する。

以上

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、すべて御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おります。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。

Copyright 2018 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: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

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