

# Newsletter



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

## 新型コロナ流行第2波とブラジル経済の見通し

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>

- ▶ ブラジルの新型コロナウイルス感染者数（累積）は世界で第3位の697万人に増加している（12/16現在）。死者数は18.3万人で米国に次いで第2位となっている。
- ▶ サンパウロやリオデジャネイロ州など有力州で外出制限が課せられたため、4-6月期の実質GDP成長率は前年比-11.4%に落ち込んだ。6月からは外出制限の段階的な解除が始まり経済指標に回復が見られる。しかし、感染症対策をとりやすい業種と、とりにくい業種とで回復には2面性が見られる。景気支援のために、金融は緩和され、財政支出も増加し赤字は拡大した。
- ▶ IMFは当初2020年の実質GDP成長率予想を-9.1%としていたが、6月から足元までの回復を踏まえ-5.8%に上方修正した。だが、足元では世界的に新型コロナウイルス流行の第2波が発生しており、ブラジルにも波及が懸念される。もともと12月は消費が増加する時期であり、今後消費拡大と引き換えにブラジルでも新型コロナウイルスの感染者数が急増し、景気が再び失速する可能性がある。
- ▶ 第2波が発生した場合、2021年もマイナス成長に陥る可能性がある。OECDの

シナリオでは、その際 GDP ギャップは-7.9%になる見通しで、2016 年の-4.6%、2009 年の-2.6%を大きく下回っているばかりか、1980 年代、90 年代の累積債務期にも匹敵する規模となる。

- ブラジルの政府債務残高の GDP 比率は、中所得国の平均と比べても、ラ米諸国の平均と比べても高い。リスクシナリオ下では、同比率は 100%を大きく上回る可能性があり、ブラジル国債の 1 段階格下げの可能性は現実味を帯びてきている。
- だが、ブラジルの外貨準備高は潤沢であり、直接投資の流入も続いている。国際収支危機には遠い国と考えていいだろう。また金融深化が進んでないことから、銀行危機の懸念も比較的小さいと考えられる。
- 人口動態・投資動向から考えて、中期的に、ブラジルは低成長期を迎え、直接投資流入が細る懸念がある。直接投資はブラジルの将来性を示すバロメーターとなろう。

## 1. 新型コロナウイルスの感染拡大

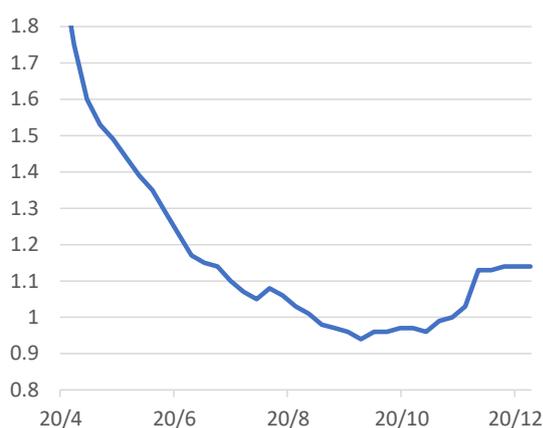
ブラジルでは、経済活動を優先するボルソナロ大統領と感染症対策を重視する州政府が対立し、対策が一貫性を欠いた結果、新型コロナウイルス感染者数（累積）は世界で第3位の697万人に増加している（12/16現在）。そして死者数は18.3万人で米国に次いで第2位となっている。南半球にあるブラジルでは春先にあたる9月以降、いったん新規感染者数が減少していたが、11月以降再び増加してきている。患者一人が何人にかうつしたかを示す実効再生産数も8月からは1を下回っていたが、11月には再び1を上回り足元では1.14に上昇している。

図1 新型コロナウイルス感染状況



(資料) ロイター

図2 新規患者の実効再生産数



(資料) Our World in Data

## 2. 4-5月の大幅なマイナス成長の後、6月から回復

4月から5月にかけては、サンパウロやリオデジャネイロ州など有力州で外出制限が課せられたため、4-6月期の実質GDP成長率は前年比-11.4%に落ち込んだ。外出制限で、自宅外での消費や生産活動が落ち込んだためである。消費（政府消費含む）は10.6ポイント（以下pt）、固定資本形成は2.7pt、成長率を押し下げた。純輸出は2.1pt成長に貢献しているが、輸出は0.1ptしか寄与していない。純輸出がプラス貢献したのは輸入が2.0pt減少したためであり、輸入減は内需の収縮を反映している。

しかし、厳しい外出制限が課せられたのは5月までであった。6月からは段階的な解除が始まり経済指標に回復が見られる。自動車新規登録台数は、4月に前年比75.9%減となったあと、6月からは同40.4%減、11月同7.0%減となっている。小売売上数量は、

4月前年比17.5%減のあと、6月には同1.1%増、10月は同6.9%増となった。

図3 消費関連指標

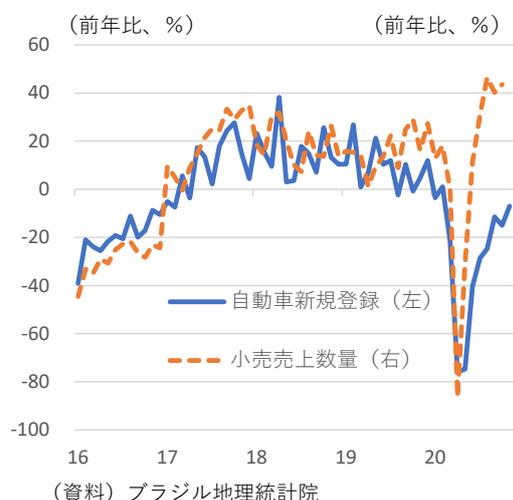
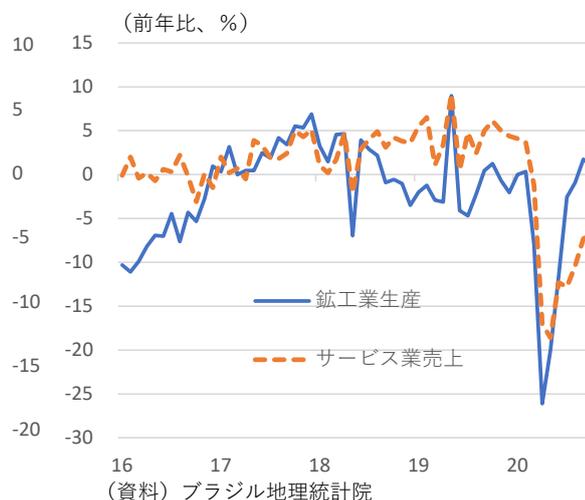


図4 鉱工業生産とサービス業売上高



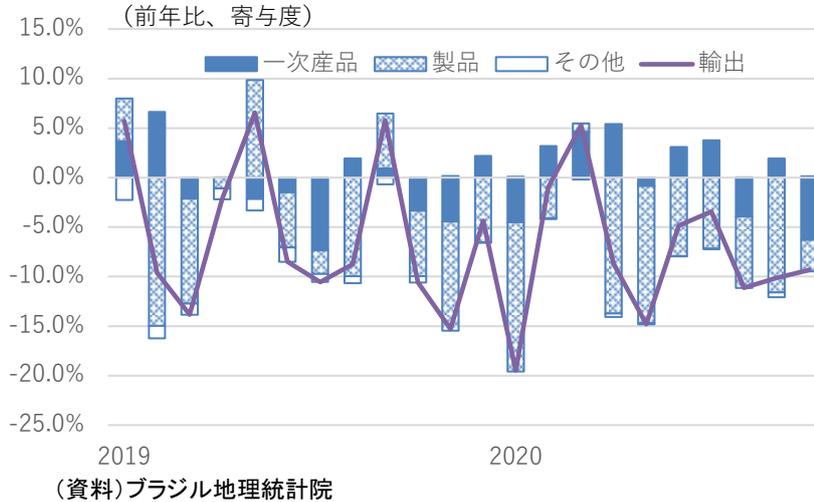
一方、生産現場では人と人の距離を保つなど比較的感染症対策を取りやすいため、鉱工業生産も4月の前年比26.1%減から10月には1.0%増と、27.1ptの改善を見せた。しかし、レストランなど飲食業は席数を絞れば売上高が減り、売上を優先すれば感染を広げかねないジレンマに陥っている。そのため、サービス業売上高は、最大の落ち込みとなった5月の前年比18.6%減に対し10月は6.8%減であり、改善幅は11.8ptと小さい。失業率は13.3%（6月）と高止まりしている。内需の回復には二面性が見られる。

一方、輸出の一部には底堅さも見られる。製品輸出は振るわないものの一次産品輸出は、前年比でプラスになる月もでてきた。

地域別では、中国向けが4月以降10月まで平均13.5%伸びている（前年比）。かたや米国向けは同期間-33.6%と低迷している。

もっとも足元では中国向けにも陰りがみられる。4-6月には前年比20.3%あった伸び率が7-9月は同15.4%に鈍化、10月は同-12.6%に悪化しているからだ。中国は従来の加工組立・輸出主導の成長パターンから内需主導の成長に転換を図りつつ停滞していたが、ここにきてコロナ禍が転換を急がしている。そのため、ブラジルに対する資源需要にも変化（所得弾性値の低下）が出てくることが想定される。今後の動きを注視しておく必要がある。

図 5 輸出動向



### 3. ブラジル政府の対応

コロナ禍を受けて、真っ先にブラジル政府がとった対応は財政目標の棚上げであった。その後、政府は納税や社会保険料納付の猶予、冬季ボーナス（1か月分）の前倒し支給、緊急支援金の支給などを実施した。このため、ブラジルの財政赤字は急速に悪化している。

中央銀行も危機に対応した。ブラジルは新型コロナウイルスの感染拡大以前から景気が低迷しており、消費者物価上昇率は2月時点で前年比4.0%に低下していた。そこに同ウイルスの感染拡大による不況が追い打ちをかけ、消費者物価上昇率は8月同4.3%と安定している。ブラジル中央銀行は、2月に4.25%だった政策金利（Selic rate）を矢継ぎ早に引き下げ、8月には2.0%としている。量的な緩和は更に際立っている。2月に前年比8.9%だったマネーサプライ（M2）は、11月に同44.1%に増加している。

財政金融政策は景気を下支えするために、できる限りの努力をしていると思われる。しかし、金利の引き下げ余地は限られてきており、財政赤字も野放図に増やすことができるわけではない。ブラジルの政府部門の債務残高は、2020年6月時点でGDP比73.4%になっている。比率は現行統計で遡れる2002年以降で最大となっており、今後の財政運営には慎重さが求められることになるだろう。これから景気支援策は縮小せざるを得ない。

#### 4. 感染拡大が懸念される年末年始

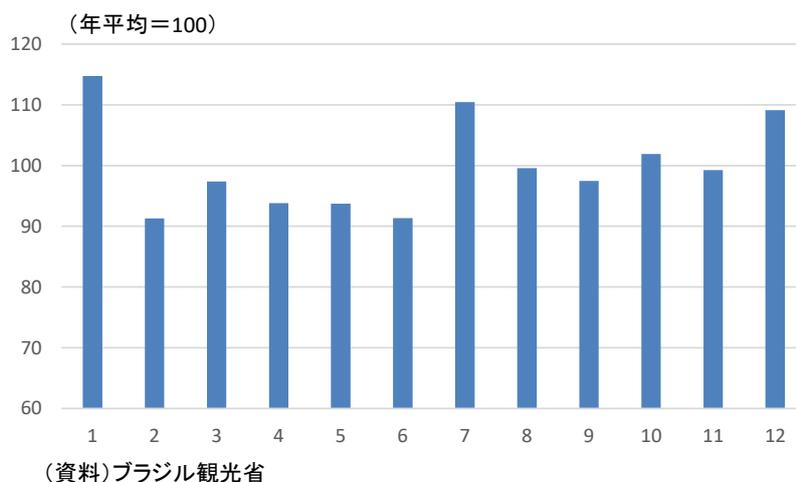
IMFは10月5日、2020年の実質GDP成長率予想を、-9.1%から-5.8%に上方修正した。6月から足元までの回復を踏まえ、2020年の落ち込みは5月時点の見通しより浅くなると修正した模様である。

だが政府は9月以降、低所得者層向け現金給付額を半減させており、年末で半額給付も終了させる方針である。政府の景気刺激策はこれから減退していくため、IMFも2021年の実質GDP成長率を2.8%と低い伸びにとどまると予想している。

また、IMFはブラジル政府の景気支援策を評価する一方、財政収支が悪化していることに対し注意喚起している。IMFによると、ブラジルの政府債務残高（グロス）は2020年末には名目GDPの100%程度に増加し、以後も高い比率で推移する見通しとなっている。現状は低金利に助けられているが、長期金利は比較的高いままであり、IMFはそれを金融市場参加者の懸念の反映と評価している。

このような状況下で迎える2020年10-12月期は、11月のセールである「ブラックフライデー」やクリスマス商戦があり、「密」な状況が生まれやすい。季節調整前の月別小売売上高をみると、12月は年平均の約1.3倍と突出して高い。11月も年平均を上回っている。また国内航空旅客数をみても、年末年始は人の動きが突出していることがわかる（図6）。12月から1月にかけて、消費拡大と引き換えに新型コロナウイルスの感染者数が急増し、景気が再び失速する可能性がある。

図6 月別航空旅客数（2015～19年）



## 5. 今後の標準シナリオ

IMF、OECD、民間の Oxford Economics の見通しによると、2020 年に成長率は－5～－6%に落ち込んだあと、2021 年には 3%前後の成長に戻る見通しである。インフレ率は、当面、2019 年の実績を下回る見通しで、低位安定と評価できよう。

この標準シナリオ下でも、懸念材料となるのが財政状況である。財政収支は 2021 年も GDP 比 7%台の赤字が残り、その後も 5%前後の赤字が数年続く。グロスの政府債務残高は GDP 比 100%弱に達する。明確に予測値は示していないが、IMF は 2020 年中に 100%に達するとみている。

表 1 各予測機関の見通し

	(実績)	IMF		OECD			Oxford Economics			
	2019	2020	2021	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2023
実質GDP成長率	1.1	-5.8	2.8	-6.0	2.6	2.2	-4.6	3.9	3.6	3.0
消費者物価上昇率	3.7	2.7	2.9	2.7	2.5	3.2	2.6	3.0	3.4	3.4
財政赤字 (GDP比)	-5.9	-16.8	-6.5	-16.9	-7.6	-6.7	-18.1	-7.8	-5.6	-4.8
プライマリ収支 (GDP比)	-1.0	-12.0	-3.1	NA	NA	NA	-13.8	-3.8	-1.4	-0.4
粗政府債務残高 (GDP比)	89.5	101.4	102.8	NA	NA	NA	91.3	94.5	93.2	92.2
経常収支 (GDP比)	-2.7	0.3	0.0	-1.2	-1.1	-1.0	0.5	-1.6	-3.4	-3.7
対外債務 (GDP比)	31.2	NA	NA	NA	NA	NA	38.7	33.2	32.0	31.5

(資料) IMF, OECD, Oxford Economics

2020 年の経常収支予想は赤字ながら、せいぜい GDP 比で－1%から 0%台で、その後も数%にとどまると予測されている。ブラジルの対外債務は GDP 比 30%強 (2019 年) と低く、2020 年は 4 割弱に膨らむが、その後は「コロナ前」の比率に戻っていく予想になっている。

## 6. リスクシナリオ～累積的なダメージは大

冒頭で示したとおり、新型コロナウイルスの新規感染者数は 2 万人超が続いており、収束の気配はない。12 月は人々の接触が増える時期で、感染拡大が強く懸念される。

OECD の前回見通し (6 月発表) は、世界的に流行の第 2 波が起こるシナリオを用意している。これによると、2020 年が 2.6pt、21 年は 1.2pt、6 月の標準シナリオと比べ合計で 3.8pt 実質成長率が下方修正されている。また財政赤字の GDP 比は、20 年 0.6pt、21 年 1.4pt、拡大する見通しになっている (表 2)。消費者物価の変化幅は小さい。

表 2 第 2 波シナリオ

	(実績)	OECD	
	2019	2020	2021
実質GDP成長率	1.1	-9.1	2.4
消費者物価上昇率	3.7	3.0	2.6
財政赤字 (GDP比)	-5.9	-15.1	-8.6
プライマリ収支 (GDP比)	-1.0	NA	NA
粗政府債務残高 (GDP比)	89.5	NA	NA
経常収支 (GDP比)	-2.7	NA	NA
対外債務 (GDP比)	31.2	NA	NA

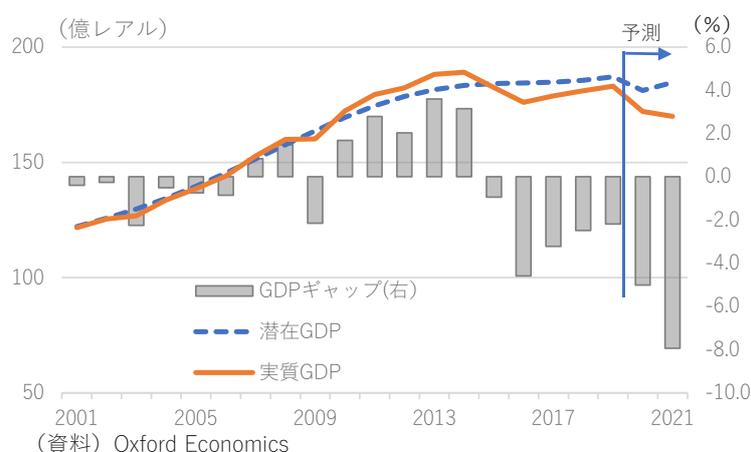
(資料) IMF, OECD

流行の拡大が 12 月から本格化する場合、影響は 2021 年に集中して表れるだろう。2 年分 3.8pt が実質成長率を押し下げた場合、2021 年の実質成長率は -1.2% と 2 年連続のマイナス成長になり、累計のマイナス幅は -7.2% となる。

近年、ブラジルがマイナス成長に陥ったのは 2015 年と 2016 年で、それぞれ -3.5%、累計 7.0% であったので、今回のマイナス幅は当時に匹敵する。

成長率の落ち込み幅は大差ないが、前回不況からの回復が十分でない今回は、需要不足（実質 GDP が潜在 GDP を下回る状態）が甚だしい。図 7 は OECD 第 2 波シナリオ下での GDP ギャップ<sup>1</sup> を示している。2021 年の GDP ギャップは -7.9% になる見通しで、2016 年の -4.6%、2009 年の -2.6% を大きく下回っているばかりか、1980 年代、90 年代の累積債務期にも匹敵する。

図 7 GDP ギャップの推計

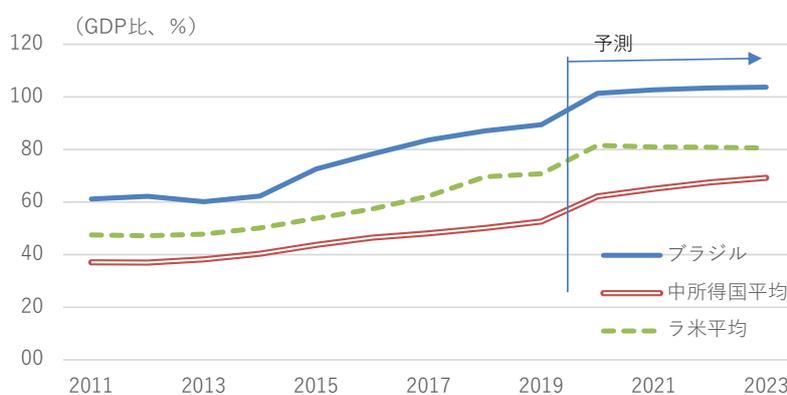


<sup>1</sup> (潜在 GDP - 実質 GDP) ÷ 潜在 GDP × 100

足元の失業率（2020年9月）は14.6%と2016年の失業率（11.3%）を3.3pt上回っているが、需要不足の規模から考えて、失業率はさらに上昇するだろう。また、税収の減少も深刻になると思われる。

前テメル政権時にブラジルは財政責任法を制定し、裁量的支出の増加率をインフレ率以下に抑制する方針を決めたが、非常時であるためこの規制は棚上げされている。赤字は急増する見通しで、中所得国の平均と比べても、ラ米諸国の平均と比べても高い政府債務残高のGDP比率が、更に上昇して100%を上回る見通しになっている。リスクシナリオ下では更に上昇すると思われる。国債の格付け引き下げの可能性も浮上しよう。

図 8 粗政府債務残高の国際比較



(資料) IMF, Fiscal Monitor, 2020.10

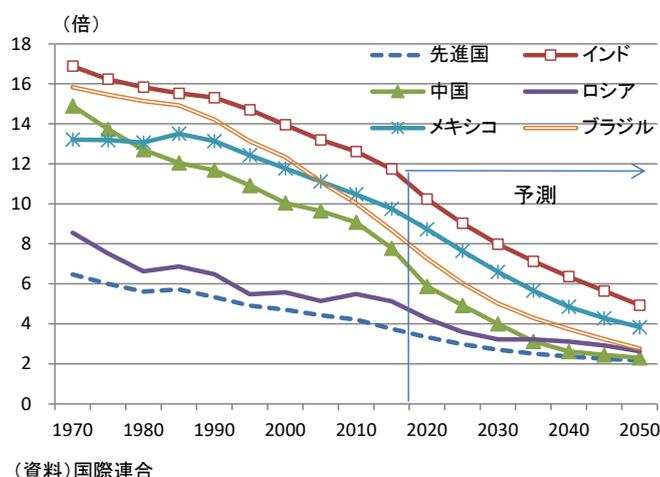
## 7. 中期的な成長率は低迷

コロナ禍はブラジルに不況をもたらしているだけでなく、テメル前政権下で始められた種々の改革を停滞させることになろう。財政赤字削減は既に棚上げにされているうえ、次の課題とされていた税制の簡素化も国会での議題に上がってこない。

さらには高齢化の進行も成長の押し下げ要因となる。国連の見通しをもとに各国の支援比率を見ると、ブラジルの支援比率<sup>2</sup>は現状8倍程度だが、2020年代から低下が加速し、2030年代後半にはかなり先進国に接近し、2040年には3.8倍に低下する見込みとなっている。

<sup>2</sup> 支援比率とは、1人の高齢者（65歳以上）を何人の現役時代（15-64歳）で支えているのかを示す指標。

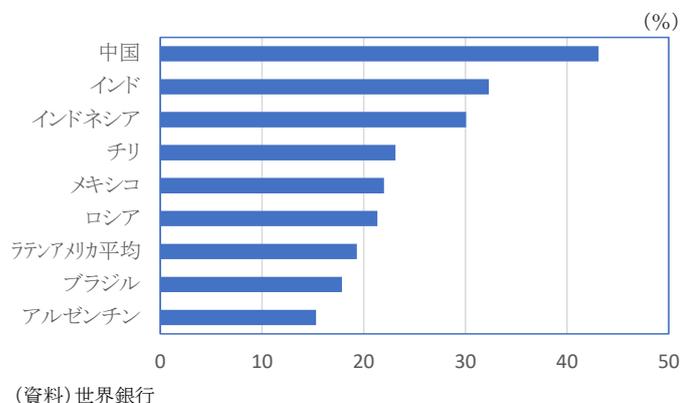
図 9 各国の支援比率の推計



生産年齢人口の成長への貢献度が低下してくると、インフラや機械設備など資本ストックを増やし、労働者一人当たりの生産量を増やして成長率を高めていくことが重要になる。そのためには、新鋭設備を導入するなど設備投資を増強していかなければならない。また、道路や港湾設備などの拡充、公衆衛生面では上下水道の整備など、社会インフラの充実も必要である。

ところが、ブラジルの設備投資は国際的に見て非常に低い。図 10 は、主な新興国の固定資本形成（設備投資、住宅投資、公共投資の合計）の GDP 比率（2011－2019 年平均）である。ブラジルは 17.8% でロシアやインド、メキシコ、チリなどを下回っており、最低のアルゼンチンをわずかに上回る程度でしかない。しかもコロナ禍で更に低下し、2020 年上期の投資比率は 15.4% になっている。

図 10 主な新興国の投資比率（固定資本形成/GDP）



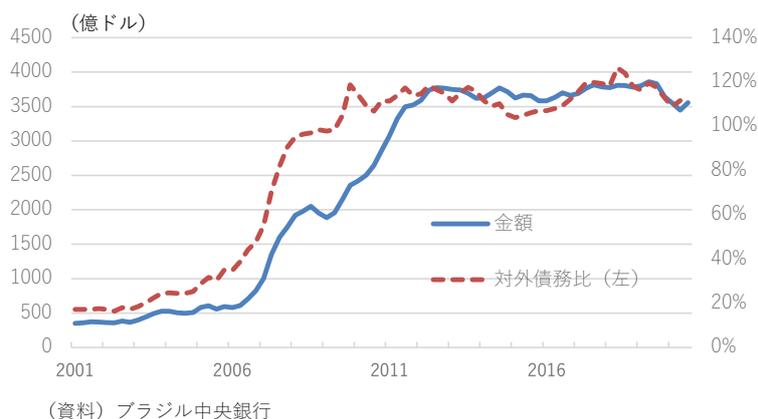
投資不振に加え、貧富の差、治安の悪化、失業の長期化による労働者の能力低下など生産性を下げる要素には事欠かない。ブラジルは低成長期を迎えていると言えよう。

## 8. 国際収支危機のリスクは小

ブラジルの GDP に占める輸出の割合は 17.2% (2020 年上期) で、一次産品 (農産物、鉱物) の比率は 46.8% (2020 年 1-9 月)、製品は 53.2% とほぼ半々である。一次産品輸出は増加しているが、製品輸出の落ち込みを埋めることはできておらず (図 5)、一次産品輸出で経済を支えることは容易ではない。

ただし、内需の収縮によって輸入も減少しているため、経常赤字に大きな変動は見られない。経常赤字の GDP 比は最も悪い予測でも -3% 台となっている (表 1)。

図 11 外貨準備高の推移



さらに 2000 年代以降ブラジルの外貨準備高は、約 7 倍に増加している (図 11)。2009 年 9 月からは対外債務を上回る残高を維持しており、外貨ポジションは通貨危機を繰り返した 1980 年代、90 年代とは様変わりしている。

足元の国際収支を見ると、ポートフォリオ投資 (487 億ドル)、その他収支 (銀行借入など 198 億ドル) で流出となっているが、直接投資は 2020 年も約 680 億ドル流入しており、外貨準備の取り崩し額は 200 億ドル程度になっている。2 年連続で外貨準備の取り崩しが発生していることに注意は必要であるが、準備高 (約 3,500 億ドル) と比較すると取り崩し額は少額であり、国際収支危機には遠い国と考えていいだろう。

表 3 国際収支 (億ドル)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020(注)
経常収支	-798	-1,014	-545	-242	-150	-415	-509	-128
資本収支	3	2	5	3	4	4	4	4
金融収支(注)	786	966	562	157	99	424	535	111
直接投資収支	596	671	616	596	475	761	507	682
ポートフォリオ収支	323	414	178	-200	-177	-69	-201	-487
デリバ収支	1	-16	-34	10	-7	-28	-17	-83
その他収支	-193	5	-183	-156	-141	-212	-15	-198
準備増減	59	-108	-16	-92	-51	-29	261	198
誤差脱漏	-8	-46	21	-82	-47	13	29	-13

(注) 金融収支以下は、資本流入をプラス表示、流出をマイナス表示にしている。

外貨準備増減はプラスが取り崩し、マイナスが積み増しを示す。

2020年は1-8月の累計を年率換算している。

(資料)ブラジル中央銀行

また、銀行危機の懸念も比較的小さいと考えられる。ブラジルの民間向け融資残高はGDP比63.7%（2019年世界銀行調べ）で、先進国（100%を超えていることが多い）や中国（164.7%）を大きく下回っている。金融深化が進んでいないことは、銀行セクターで多額の不良債権が発生しても経済全体に及ぼす影響が比較的小さいことを示唆している。

現在、ブラジルの銀行セクターの不良債権比率（不良債権／全貸出）は2.8%（2020年6月）である。今後、不良債権比率は上昇するだろうが、自己資本比率<sup>3</sup>は16.3%（2020年6月）あり銀行セクターには一定の体力が備わっていると考えられる。

## 9. まとめ

新型コロナ流行前から続いていた不況にコロナ禍が拍車をかけている。その結果、財政赤字の拡大と政府債務の累増が政府の手を縛ることになっており、ボルソナロ政権が進めようとしていた経済構造改革は中断している。

流行の第2波発生は現実味を帯びてきており、リスクシナリオでは2021年は更に深刻な需要不足に陥ると見られる。自律的に不況から脱出することは難しく、政策対応の余地も乏しい。財政赤字は更に悪化し、2021年には国債の格下げも視野に入ってくる。しかし、ブラジルの外貨準備高は潤沢であり、国際収支危機が迫っているわけではない。

中期的にはブラジルは低成長期を迎えており、財政赤字累積から脱却することは容易ではない。早期にブラジル国債が投資適格級に復帰する見込みは立たない。こうした状

<sup>3</sup> リスクウェイト資産に対する比率

況からブラジルの将来性への期待が減退すれば、資金流入が細り外貨準備も減少して行くことも考えられる。ブラジルへの期待を示すバロメーターとしては、年間 600 億ドル規模で流入している直接投資に注目しておく必要がある。

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 2020 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: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代) ファックス : 03-3273-8051

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

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