

綱渡りが続くブラジル財政 問われる巨額財政出動の出口戦略

欧米調査部上席主任エコノミスト

西川珠子

03-3591-1310

tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp

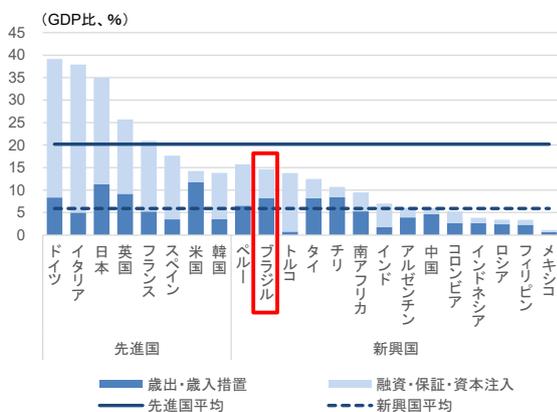
- ブラジルではコロナ対応の巨額財政出動により、財政赤字・政府債務残高が急増している。政府の中銀預金の引き出しがファイナンスの主要な役割を担い、新規の国債発行を抑制している
- 長短金利差の拡大に伴う短期債への調達シフトにより、歴史的な低金利環境を有効活用した国債管理が現局面では機能しているが、先行きの借り換え・金利上昇リスクへの警戒は怠れない
- 資金調達の海外依存度の低さは債務危機リスクを緩和する要因と考えられるが、追加的な財政出動による歳出上限形骸化の懸念は大きく、金利上昇圧力が景気回復の阻害要因に

1. 新型コロナウイルス対応で2020年の財政赤字・政府債務は急増

ブラジルは、新型コロナウイルスの感染第二波に見舞われている。ボルソナロ政権は、感染抑制策に消極的な一方、景気対策では財政・金融政策を総動員してきた。財政面では、2020年末までの「戦時予算法」（憲法修正）によりコロナ対策支出を一般会計とは別管理し、歳出上限（利払い費等を除く財政支出の前年比伸び率を消費者物価上昇率以下に抑制する措置）の適用対象外とする特例措置を導入し、大規模な財政出動を実施した。歳出・歳入措置の合計はGDP比8.2%と、日米は下回るものの主要新興国ではトップレベルの規模となっている（図表1）。財政・金融政策対応の効果により、2020年の景気の落ち込みは一時懸念されたほど大きなものとはならない見込みだ（6月時点のIMF予想▲9.1%→1月8日時点の中銀調査中央値▲4.4%）。

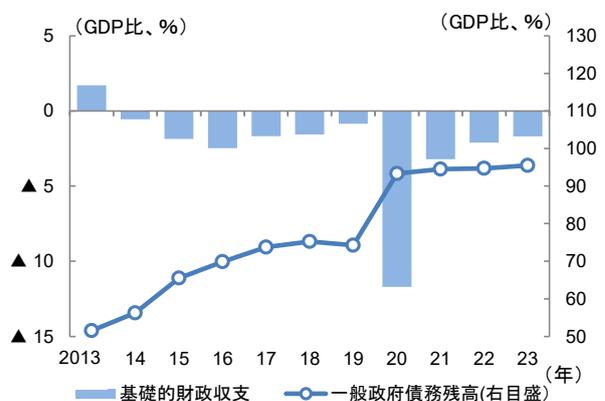
感染再拡大を受けた追加財政出動の議論は、結論が出ず越年している。第一波で実施された財政出動の中心は所得支援措置であり、インフォーマル雇用者等に対する緊急支援金¹（GDP比4.5%）等が新たに導入

図表1 主要国の新型コロナ対策比較



(注) “Fiscal Monitor” (2020年10月)公表時点。
(出所) IMF

図表2 基礎的財政収支・一般政府債務残高



(注) 2020年以降は12月22日時点の政府見通し。
(出所) ブラジル経済省

されたが、2020年末で終了した。経済活動制限の再強化により、景気の下振れリスクが高まる中、緊急支援金の延長をはじめ追加的な財政出動の必要性が議論されてきたが、歳出上限に抵触しない形で財源をねん出する方法で政府・議会の合意が得られない状況が続いている。

財政赤字・政府債務は急拡大しており、追加的な財政出動の余地は大きくない。公的部門の基礎的財政収支(PB、利払い費等を除く収支)の対GDP比は、2019年の▲0.9%から2020年は▲11.7%に急拡大する見込みだ(利払い費等を含む総合収支では▲16.5%)。当初予算では▲1.5%程度の赤字が想定されていたが、コロナ対策(▲8.2%)や景気悪化による歳入減等により、現行統計下で最大規模の赤字を計上することになる。政府予算では、2021年も▲3%超の赤字が継続する想定となっており、コロナ前には2022～23年頃と見込まれていた黒字転換は、2027年頃までずれ込む見込みだ。財政赤字の拡大により、政府債務残高の対GDP比は2019年の74.3%から2020年には90%超に急増し、その後もGDP比90%超で推移する見込みとなっている²(図表2)。

コロナ対応の各種支援策の拙速な終了は、景気の下振れを招きかねない。2021年予算のコロナ対策費用は、ワクチン接種プログラム費用(約200億レアル)等の316億レアル(GDP比0.4%)しか盛り込まれておらず、対策規模は2020年のGDP比8.2%から激減し、大きな「財政の崖」が生じる。雇用・所得環境が低迷する中で定期預金が急増するなど(11月前年比54%増)、給付金等の所得支援は一定程度が貯蓄に回っており、これが財政の崖の緩衝材になると期待されるが、所得支援終了と活動制限再強化によって消費が下振れするリスクは小さくない。

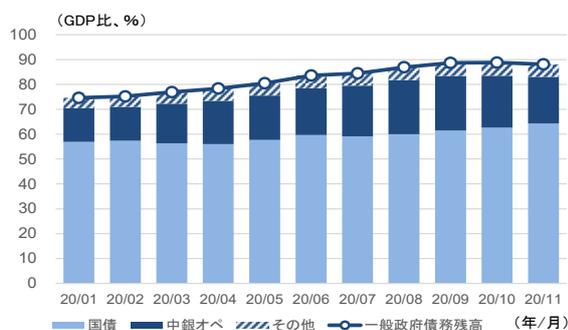
もともと、追加的な財政出動による財政・債務の持続性に対する警戒感の強まりは金利上昇圧力となる。巨額財政出動からの出口戦略においては、財政運営に対する信認維持と景気への配慮のバランスが求められる。以下では、急拡大した財政赤字・政府債務のファイナンスの実態を確認したうえで、2021年の財政運営を展望する。

2. ブラジルにおける財政赤字・政府債務ファイナンス構造の特性

(1) 政府の中銀預金引き出しによるファイナンスで国債増発を抑制

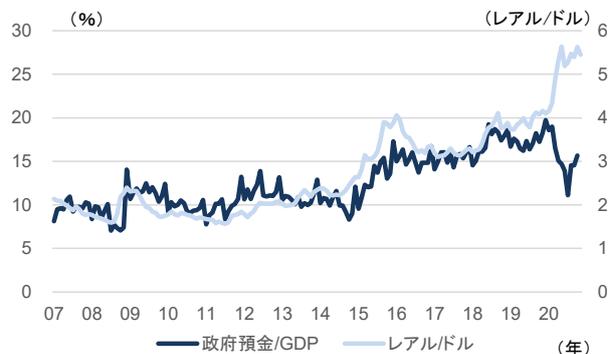
急激に悪化する財政のファイナンスにおいては、政府の中銀預金が主要な役割を担っている。ブラジル政府は、預金の引き出しにより新規の国債発行を抑制している。一般政府債務残高の対GDP比は2020年初来11月までに約14%ポイント上昇しているが、中銀オペ(金融調節)を通じた国債の増分が約6%ポイント、市場

図表3 一般政府債務残高の内訳



(注) その他は州・地方政府債務
(出所) ブラジル中央銀行

図表4 政府の中銀預金・レアル相場



(出所) ブラジル中央銀行

で流通するそれ以外の国債の増分が約7%ポイントとなっている(図表3)。中銀オペによる増分は、政府の預金引き出しに際し、不胎化(流動性吸収)のために中銀が実施したリバースレポを通じて中銀から市場に移転したものであり、新規の国債発行を伴わない³。

政府の中銀預金は、レアル安による外貨準備資産の未実現為替評価益の蓄積により増加しており、2019年末にはGDP比20%に達していた(図表4)。政府は、2020年3月以降、GDP比で約8%超の預金を取り崩した後、8月末には外貨準備の未実現為替評価益(3250億レアル、GDP比約4.5%)を繰り入れている⁴。

アジア等の新興国では、中銀が流通市場での国債購入や国債引き受け等を通じて財政運営を支えている。ブラジルでも、戦時予算法により憲法を改正し中銀が流通市場で国債・社債を購入する時限措置を導入したが、同措置に基づく債券購入は実施されないまま2020年末で失効しており、主要新興国で最大規模を有する政府の中銀預金の引き出しが主要な役割を担う特有のファイナンス構造となっている。

(2) 短期債・変動金利債への調達シフトで借り換え・金利上昇リスクは増大

政府預金引き出しに伴い実施される中銀オペを通じたファイナンスは、ごく短期の変動金利での資金調達に相当するが、新規の国債発行においても、短期債・変動金利債への調達シフトが生じている。ブラジル政府は、2000年代初頭の債務危機の経験から、平均満期の長期化、固定金利による調達を志向する国債管理を推進しているが、このところ動きが逆転している。

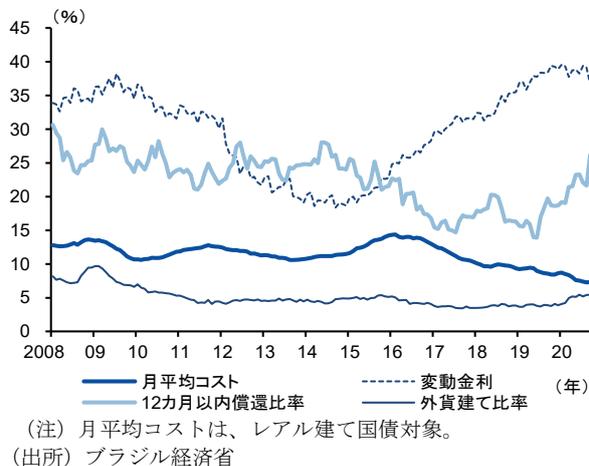
国債の平均満期は短期化している。政策金利が過去最低水準にある一方、財政悪化懸念から長期債利回りが上昇したため、3月以降は長短金利差が拡大(イールドカーブがスティープ化)し(図表5)、国債発行は短期債にシフトせざるを得なくなった。この結果、12カ月以内に償還を迎える国債の比率は、2020年に入ってから急上昇しており(11月28.1%、図表6)、国債の平均満期は3.7年(新発債は2.5年)にまで短期化している。また、金融緩和が本格化した2017年以降、変動金利による調達比率が大幅に上昇しており、将来的な借り換え・金利上昇リスクに対する脆弱性が増す方向にある。

短期金利が過去最低水準にあることから、レアル建て国債発行の月平均コストは過去最低水準に低下しており(11月7.4%。新発債は4.6%、図表6)、格付け機関は利払い費抑制の観点では債務返済能力の改善につながると評価している。歴史的な低金利環境を有効活用した国債管理が現局面ではうまく機能しているといえるが、将来的な借り換え・金利上昇リスクへの警戒は怠れない。

図表5 国債利回りの長短金利差



図表6 国債金利コスト・国債発行内訳



(3) 金融緩和は最終局面、高まる金利上昇リスク

金融緩和は最終局面にあり、金利上昇リスクは高まる方向にある。中銀は、政策金利を過去最低の2.0%まで引き下げた後(2019年7月以降累計4.5%ポイント)、2020年9月会合で利下げを停止し、3会合連続で据え置いてきた。しかし12月会合で中銀は、「特定の条件⁵が満たされる限り、金融緩和を縮小しない」と言明するフォワードガイダンス(8月会合で導入)を維持しつつも、インフレに対する警戒姿勢を強めている。具体的には、2022年のインフレ予想・期待はインフレ目標(2022年中央値3.5%)近辺となっており、インフレ期待が目標値に収斂するシナリオにおいてはフォワードガイダンスの条件が間もなく満たされなくなるとし、近い将来フォワードガイダンスを撤回する可能性を示唆した。ただし、フォワードガイダンスの終了は自動的な金利引き上げを意味するものではないとして、金融政策はインフレ目標の枠組みに従うとしている。

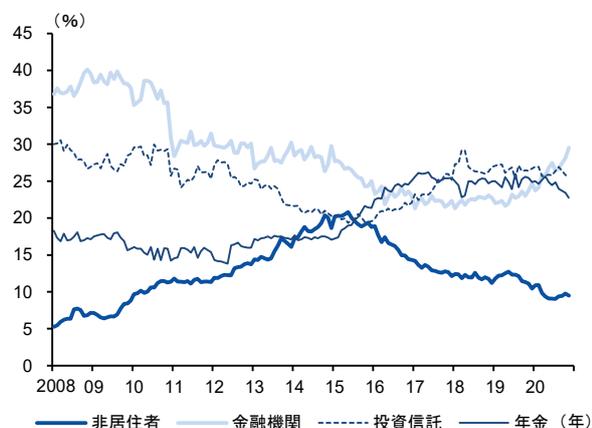
当面は経済活動制限の再強化や景気対策終了による景気下振れを注視する金融政策運営が続くとみられるが、持続的な景気回復が確認できるのであれば、金融政策の正常化が必要になる。所得支援策による食品需要増やリアル安の影響で食品価格が高騰し、消費者物価はインフレ目標の中央値(2020年4.0%)を上回っており(11月時点4.3%)、実質金利(政策金利－インフレ率)はマイナス圏で推移している。中銀は、フォワードガイダンスを撤回後、一定期間を経て年内には政策金利の引き上げに転じると予想される。

財政規律の維持は、フォワードガイダンスの条件の一つとなっており、拡張的な財政運営の継続は、フォワードガイダンスの撤回時期の前倒しにつながりうる。カンポスネト中銀総裁は10月、「財政面の信認低下による費用」が「財政出動の便益」を上回る転換点に到達したと発言し、その後も歳出上限の形骸化等による財政運営の信認低下が、金利・リスクプレミアム上昇⁶や通貨安を通じて、経済に悪影響を及ぼすと繰り返し警告している。財政運営への懸念によるフォワードガイダンスの早期撤回は、広範な期間の金利上昇(イールドカーブの上方シフト)につながり、資金調達コストの増大につながる懸念される。

(4) 資金調達の海外依存度の低さは強み

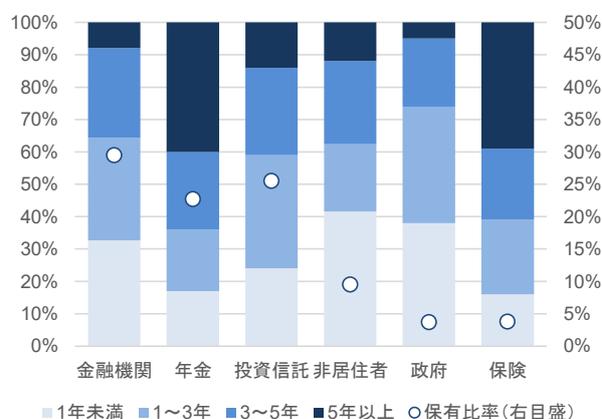
将来的な借り換え・金利上昇リスクに対する脆弱性が増すブラジルだが、強みとなるのが資金調達における海外依存度の低さである。一般的に先進国では自国内での自国通貨による資金調達が可能である一方、新興国は国内の資金不足や自国通貨の不安定さにより資金調達を海外投資家・外貨建てに依存せざるをえず、財政悪化局面では対外債務のデフォルト懸念が資金流出を招く悪循環に陥りやすい。

図表7 レアル建て国債の保有比率



(出所) ブラジル経済省国庫庁

図表8 レアル建て国債保有の満期構成



(注) 2020年11月時点。

(出所) ブラジル経済省国庫庁

ブラジルの場合、自国通貨建て・国内投資家による資金調達を中心となっている。国債発行の外貨建て比率は、2020年に入りやや上昇傾向にあるものの5%程度と低く(図表6)、債務危機に陥った2000年代初頭の20%台の水準を大幅に下回る。国債の95%を占めるレアル建て国債の非居住者保有比率は、2015年ピークの20%超の水準から、同年に国債が投資適格を喪失した後は低下が続き、足元では1割程度(11月9.5%)にとどまる(図表7)。2020年以降は、金融機関による保有が増加して最大の保有者(同29.5%)となっており、投資信託、年金が各々20%超を保有している。国内投資家は1年以上の保有が7~8割を占めており(図表8)、1年未満の短期保有が4割以上を占める非居住者の保有比率が低い調達構造は、借り換えリスクの緩和につながっている。

GDP比90%に迫るブラジルの政府債務の水準は、BB-格(S&Pグローバルの外貨建て長期債格付け)の平均的な水準(約72%)を大幅に上回り、通貨安が債務危機に発展しデフォルトしたアルゼンチン等、CCC格付以下の国(約100%)に近いレベルである。しかし、資金調達の海外依存度の低さに加え、ブラジルは潤沢な外貨準備(2020年9月末時点3,566億ドル、短期対外債務の約5倍、必要目安は約1倍)を保有しており(図表9)、通貨安による対外債務のデフォルトリスクは限定的であると考えられる。

3. 巨額財政出動からの出口戦略は2021年前半が正念場

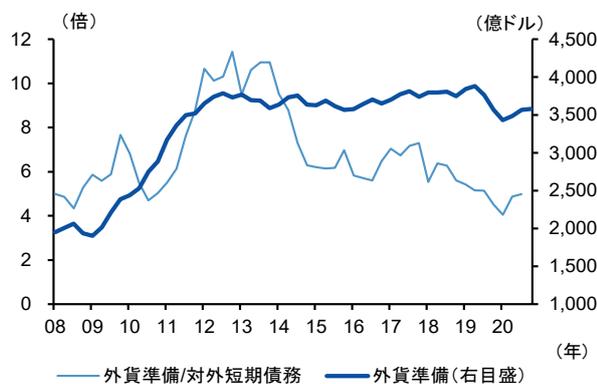
(1) 2021年は巨額の国債償還が到来、4月は過去最大規模

財政悪化と平均満期の短期化の結果、2021年は巨額の国債償還が到来する。2021年の国債償還額(レアル建て・外貨建て国債の元本・金利返済額の合計、図表10)は、GDP比約17%規模に達する見込みで、4月には単月でGDP比4%超と過去最大規模の償還を迎える。

ゲデス経済相はじめ政府当局は、4月までの資金調達に十分対応できる流動性を確保していると説明している。短期債の入札不調など、調達環境が厳しい場合には、追加的な政府預金の取り崩しで対応する余地があると考えられる。

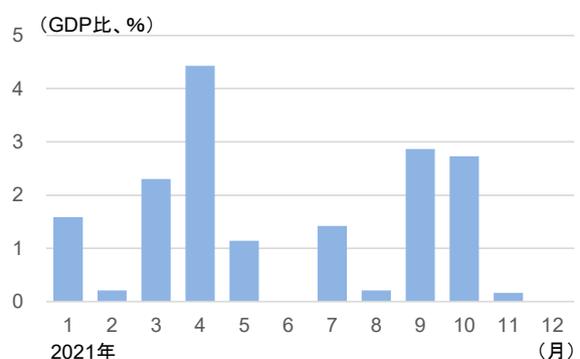
短期的な資金繰りは対処可能であるとしても、歳出上限の抵触・形骸化等、財政規律が緩むことへの懸念は大きい。統一地方選挙(コロナの影響で10月から延期され11月実施)や上下両院議長選挙(2021年2月予定)の影響で財政運営を巡る議論は停滞し、緊急支援金延長等の追加景気対策や歳出上限見直し等の論点で結論が出ないまま議会は休会入りし、2021年2月の休会明け以降に課題は先送りされている。

図表9 外貨準備の推移



(注) 外貨準備/対外短期債務は1倍以上が必要目安。
(出所) ブラジル中央銀行

図表10 2021年の月別国債償還予定



(注) レアル建て・外貨建て国債の元本・金利返済額の合計。
(出所) Bloomberg

（２）感染状況次第では追加景気対策実施の必要性

追加景気対策の必要性を検討するうえで、ワクチン接種による感染抑制の実効性が重要になる。ゲデス経済相は、感染第二波の状況次第で追加対策を実施する意向を表明したが、ワクチン接種（予算規模200億レアル、GDP比0.3%）のほうがより低コストとの考えを示している（12月18日）。

感染者数が世界第三位のブラジルでは複数のワクチンの治験を実施しているが、接種開始は遅れている。保健省は、全国的な接種プログラム⁷を12月に公表したものの、2020年内に国家衛生監督庁（ANVISA）に申請・承認されたワクチンはなく、注射器の政府調達入札が不調に終わる等の混乱等も生じている。接種開始はメキシコ、チリ等近隣国の後塵を拝しており、パズエロ保健相は1月末まで（20日前後）に接種開始が可能になるとの見込みを示している。

ワクチン忌避が普及を遅らせる懸念もある。欧米各国では指導者自ら率先してワクチンを公開接種する事例もあるが、ボルソナロ大統領はいかなるワクチンの接種も受けないとし、接種拒否は権利であると発言している。世論調査（Folha de S.Paulo/Datafolha）によると、ワクチンを接種しないとの回答は8月調査の9%から12月調査では22%に上昇し、中国製ワクチンについては、接種しない（50%）が接種する（47%）を上回った。ワクチン接種を義務化すべきとの回答は56%となっている。なお連邦最高裁は、連邦政府・州・市が接種を義務付け、接種拒否には活動制限等の罰則を科する権限を認める判断を示している（12月17日）。

ワクチン普及が進まず感染拡大が長期化すれば、追加対策の必要性が高まる。経済省は、退職者に対する年末手当や賞与等の各種給付支払いの前倒し、企業の納税延期、一部歳出の先送り等によって、基礎的財政収支目標や歳出上限に抵触しない形での追加対策を検討していると報じられている。

感染再拡大による経済活動制限の強化度合いによっては、所得支援策の再実施も検討対象になるとみられる。政府は、2020年末の緊急支援金終了にあわせ、既存の低所得層向け現金給付制度（Bolsa Família）を刷新する新プログラムを創設する方向で検討してきたが、財源確保のめどがたたずとん挫している。ボルソナロ大統領は年末時点で、政府債務は限界に達しており正常化が必要としているが、11月の統一地方選挙で大統領が支持した候補の多くが敗北を喫し、大統領の求心力が低下する中、2022年の再選に向けて低所得層向け支援の拡充は支持率引き上げの重要な切り札となる。

休会明けの議会では、コロナ対応、歳出上限の見直し、行財政改革、税制改革、国営企業の民営化等、歳出入の増減にかかわる重要課題が目白押しとなっている。審議の優先順位を差配する上下両院議長選挙の行方も、財政運営の先行きを占う注目ポイントだ。

2021年は、コロナ感染第二波への対応と財政規律のバランスを図りながら、拡張的な財政運営から財政健全化に向けた出口戦略を示すことが必要となる。ワクチン接種による感染抑制で大規模な追加景気対策を回避することができるか、年前半が正念場だ。上述の通り、政府預金の活用や資金調達の海外依存度の低さといったブラジル特有のファイナンス構造は、債務危機に陥るリスクを緩和する要因であると考えられるが、財政規律の要である歳出上限が形骸化するような財政運営に傾斜すれば、財政・政府債務の持続性への懸念が金利上昇圧力となり、ボディーブローのように景気回復を阻害することが懸念される。

-
- ¹ 2020年4～8月まで月600レアル(約1.2万円)、9～12月まで月300レアルを支給。人口の約1/3にあたる6770万人が対象。IMF(2020)、“Staff Report for the 2020 Article IV Consultation,” November 9によると、所得下位40%の家計の平均所得はコロナ前より約2割程度増加したとされる。
 - ² 2020年の基礎的財政収支・総合収支および一般政府債務残高の対GDP比見込みは12月22日時点の経済省資料による。Ministério da Economia, “Apresentação - Análise do Impacto Fiscal das Medidas de Enfrentamento ao Covid-19 (22/12/2020)”。その後、一般政府債務残高対GDP比の実績は下方改定されている。
 - ³ ブラジルの政府統計では、中銀が金融調節(リバースレポの担保)に用いる国債のみ一般政府債務に計上し、中銀が保有するその他の国債は含まない(IMFの一般政府債務残高はすべての中銀保有国債を含む)。
 - ⁴ 政府の中銀預金の仕組みについては、IMF, “Selected Issues,” IMF Country Report NO.19/24, July 2019を参照。政府預金は、外貨準備の評価益のほか、預金金利収入や州地方政府・政府系金融機関との貸借取引から生じる金利収入等によっても増加する。従来、為替評価益は半年に1回自動的に政府の預金に繰り入れられていたが、2019年の法改正(Law 13,820/2019)により、国家通貨審議会の承認に基づき、「深刻な流動性制約」の下で繰り入れが認められる方式に変更された。
 - ⁵ ①インフレ期待とベースラインインフレ予想が金融政策の対象期間中(2021～2022年)のインフレ目標を十分に下回ること、②財政枠組みが維持されること、③長期的なインフレ期待が十分に抑制されていること。
 - ⁶ IMFは、2021年中にGDP比2%規模の一時的な歳出増が実施され、財政に対する信認が維持される場合には、実質GDP水準はベースラインシナリオより1～2%ポイント上振れするが、財政健全化の先送りと認識された場合には、金利上昇により実質GDPはベースラインを下回り、政府債務GDP比は最大10%ポイント上振れする可能性があるとの試算を示している(IMF(2020))。
 - ⁷ 医療従事者、高齢者、先住民、基礎疾患のある人等の優先グループ(人口の約1/4)を対象に2021年上半期中に接種。対象者以外はその後12カ月以内に接種予定とされている。サンパウロ州・ブタンタン研究所は、中国シノバック社ワクチンの第3相治験について有効率78%との結果を発表し、Anvisaに緊急使用承認申請を行っており、同州では1月25日から同ワクチンの接種を開始し、2021年内に全州民に接種を行う方針。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。