

ボルソナロ政権下のブラジル経済 年金改革の成否が成長シナリオを左右

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

- ブラジル経済は、緩やかながらも回復基調を維持。ボルソナロ新政権への期待を背景とした企業・消費者マインドの好転や、低金利・株高が回復を後押しし、2019年は2%台の成長へ
- 成長シナリオを左右するのは、新政権が経済政策の柱とする年金改革の成否。年金改革の憲法改正案は、受給開始年齢導入等により10年間で1兆リアル超の財政赤字削減効果を見込む野心的な内容
- 新政権の議会運営手腕は未知数であり、憲法改正のハードルは高い。6月中に年金改革案を下院で通過させるのみならず、2020年予算で財政再建の青写真を描けるかが経済政策運営の試金石に

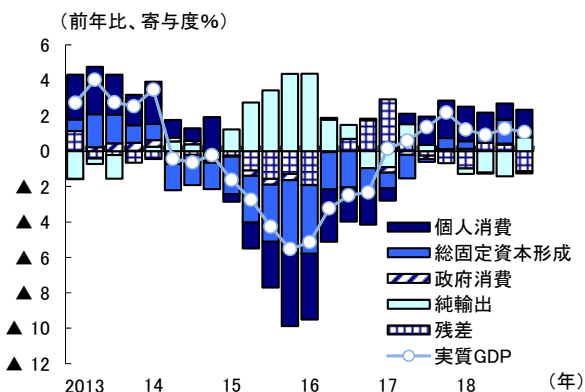
1. 景気は緩やかながらも回復基調を維持

(1) 2018年10~12月期は減速も、プラス成長を維持

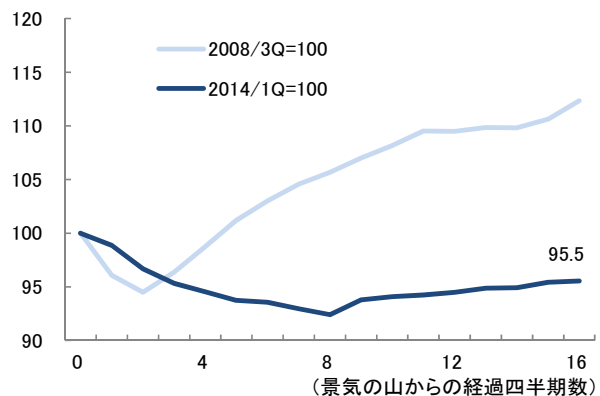
ブラジルでは、緩やかながらも景気回復が持続している。2018年10~12月期の実質GDP成長率は前年比+1.1%と、7~9月期（同+1.3%）を下回ったものの、8四半期連続のプラス成長となった（図表1）。足元の景気の方角感を示す前期比では+0.1%と、7~9月期（+0.5%）を下回った。2018年通年の成長率は、+1.1%と前年（+1.1%）並みの水準となった。燃料価格引き上げに対するトラック運転手ストに伴う物流混乱（5月）や、大統領選挙（10月）を巡る不透明感等が、景気回復ペースの抑制要因となった。

10~12月期の成長率について需要項目別にみると、総固定資本形成（投資）の伸びが減速した（前年比+3.0%）ほか、政府消費がプラスからマイナスに転じた（同▲0.7%）。個人消費の伸びは、ほ

図表1 実質GDP成長率



図表2 景気回復局面の比較



ぼ前期並みにとどまった（同+1.5%）。輸出の伸びが11四半期ぶりの2ケタ増（同+12.0%）と中国向け資源輸出を中心に好調で、輸入の伸び（同+6.0%）を大幅に上回ったことから、純輸出は4四半期ぶりにプラス寄与（0.8%PT）に転じた。業種別では、サービス業（前年比+1.1%）、農畜産業（同+2.4%）は前期並みの伸びを維持した一方、製造業は5四半期ぶりのマイナス（同▲0.5%）となった。

今回の景気回復は極めて緩慢なペースにとどまっている。2008年のリーマンショック後の世界金融危機局面の景気後退が短期間にとどまり、V字回復を遂げたのとは対照的だ（図表2）。世界大恐慌以来となる2年連続マイナス成長の後、2017年以降2年にわたり景気は回復局面にはあるものの、2018年10～12月期の実質GDPは景気の山（景気循環日付は公表されていないため、季節調整値のピーク）の水準を依然として下回っており、回復感なき回復を脱し切れていない。

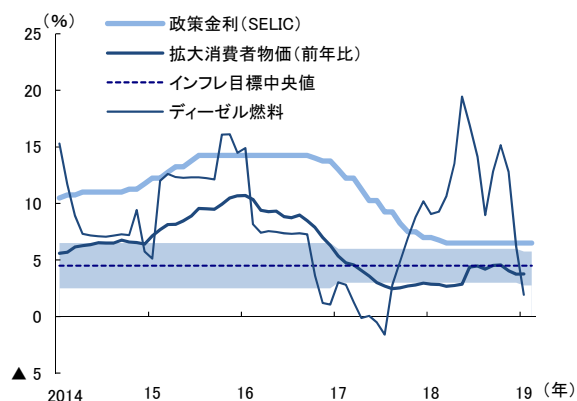
（2）インフレ率は安定が続き、低金利が景気回復を下支え

インフレ率は、目標圏（2019年1月より+4.25%±1.5%）内で推移している（図表3）。1月の拡大消費者物価上昇率は、前年比+3.8%と目標圏中央値を下回っている。物価の押し上げ要因となってきたディーゼル等の燃料価格は鎮静化している。

労働需給はなお緩和状態にあることから、賃金上昇圧力は抑制され、物価の安定を支えている。雇用者数は持ち直しつつあるが、失業率は緩やかな低下に転じているとはいえ、なお高水準にある（3カ月移動平均：2019年1月12.0%）。2019年の最低賃金上昇率は前年比+4.6%と、1995年以降で最低となった2018年（+1.8%）を上回ったものの、依然として低い伸びにとどまっている。

ブラジル中銀は、政策金利を過去最低の6.5%まで引き下げた後、2018年3月以降は据え置いている（図表3）。ゴールドファイン総裁が参加する最後の会合となった2019年2月会合の声明文では、「インフレ目標達成という最優先の目的を追求するには、不安定なシナリオにおいても注意、平静、忍耐が有用である」との文言が盛り込まれた。後任のカンポス・ネット総裁は上院での証言で、金融政策運営の継続性を強調している。中銀はかねてより、構造改革の進展が中長期的な低インフレの維持、構造的金利（＝景気に中立的な実質金利）の低下、景気の持続的回復にとって不可欠であるとの認識を示している。低金利を維持、あるいは景気回復を後押しするための追加緩和を実施するには、ボルソナロ新政権が掲げる構造改革の進展が必要となる。

図表3 消費者物価・政策金利



(注) 網掛け部分はインフレ目標の上限・下限 (2019年から+4.25%±1.5%)。
(資料) ブラジル中央銀行

図表4 消費者・企業マインド



(注) 鉱工業信頼感 は 50 が景況感の分岐点。
(資料) ブラジル全国工業連盟、ジェットゥリオ・ヴァルガス財団

(3) 今後の見通し：2019年の実質GDP成長率は2%台に加速

2019年1月に発足した右派ボルソナロ政権（社会自由党・PSL）は、左派思想、社会主義、国家の肥大化からの脱却を基本方針に掲げ、年金改革、税制改革、国営企業民営化を経済政策の三本柱に据えている。財政規律や市場機能を重視する姿勢は、金融・為替市場で概ね歓迎されている。米金利先高観の後退もあってリアル相場は安定的に推移しているほか、株価（ボブスパ指数）は高値圏を維持している。新政権への期待から企業・消費者マインドも改善傾向にあり（図表4）、安定した金融環境（低金利・株高）と共に、景気回復を後押しすることが期待される。2019年の実質GDP成長率は+2.2%に高まると予想され、2013年（+3.0%）以来の水準となろう。2020年は、持続的な景気回復に伴い金融政策が引き締めに移ると見込まれることや、米国を中心とする世界経済の減速に伴い、回復ペースは頭打ちになると予想される（2020年+2.1%）。

景気のシナリオは、ボルソナロ政権の政策運営に大きく左右される。議会での合意形成が難航し、年金改革等への期待が後退すれば、金融・為替市場の調整色が強まり、景気下押し圧力が強まる可能性がある。

2. ボルソナロ政権は年金改革を発表、成否が成長シナリオを左右

(1) 政府の年金改革案は10年間で1兆リアル超の財政赤字削減効果を見込む野心的な内容

ボルソナロ政権は、年金改革（社会保障制度改革）を経済政策の三本柱の1つに位置付けている。ブラジルの財政政策は、財政責任法に基づき公的部門（中央政府、公営企業、地方政府の合計）の基礎的財政収支（利払い費を除く収支）の黒字維持を目標としているが、2014年以降は5年連続で赤字が継続している（2018年GDP比▲1.6%）。社会保障関連収支の赤字は同▲3.9%と、総合収支（同▲7.1%）の過半に達している。高齢化により従属人口指数（65歳以上の高齢者/15～64歳の生産年齢人口）の上昇が見込まれる中（2018年13.3%→2060年42.6%）、財政の持続可能性を確保するために、年金改革による給付抑制は不可避となっている。テメル前政権は財政再建を優先課題に掲げ、歳出の伸びを前年度のインフレ率に抑制する歳出上限を導入する憲法改正を実現したが、年金改革は大統領自身の汚職問題の影響もあり採決に至らなかった。

図表5 年金改革の概要

制度		概要
一般社会保障制度【RGPS】	現状	①受給開始年齢(女性60歳/男性65歳) 最低納付年数15年 ②納付年数(女性30年/男性35年)
	改革案	受給開始年齢(女性62歳/男性65歳) 最低納付年数20年
公務員社会保障制度【RPPS】	現状	①受給開始年齢(女性55歳/男性60歳) 納付年数(30年/35年)等 ②受給開始年齢(女性60歳/男性65歳)等
	改革案	受給開始年齢(女性62歳/男性65歳) 納付年数25年等
確定拠出制度	改革案	現行制度の代替案。最低賃金を保証 加入者が自由に選択、ポータビリティあり

(注) RGPS は都市部。現状は①・②のいずれかを満たす必要がある。
(資料) ブラジル経済省

図表6 年金改革の赤字削減効果

	4年間	10年間
RGPS	825	7,150
RGPS保険料率見直し	▲103	▲276
RPPS	336	1,735
RPPS保険料率見直し	138	293
社会扶助等	414	1,822
小計	1,610	10,724
軍人	280	923
合計	1,890	11,647

(注) 1. 単位は億リアル（2019年価格）。
2. 社会扶助等では、低所得高齢者向け給付の受給年齢を引き上げる等の措置を含む。
(資料) ブラジル経済省

ボルソナロ政権は、テメル前政権の改革路線を継承し、年金改革に係る憲法改正案を発表した（2月20日）（図表5）¹。現在は、納付年数（女性30年、男性35年）を満たせば50代で退職し年金を受給することが可能だが、受給開始年齢（女性62歳、男性65歳）を導入することで、給付を抑制する²。また、一般社会保障制度（RGPS）、公務員社会保障制度（RPPS）を共に改革し官民制度の統一を図り、公平性を高める方針だ。さらに、所得階層が高いほど保険料率が上がる形で累進性を高め、低所得層では保険料負担を軽減することも狙いとしている。政府は、現行の賦課方式に加え、積立方式の確定拠出制度を加入者が選択可能とする方針も示している（具体案は今回の改革案には含まれていない）。

政府は、年金改革により今後10年間で1兆レアル（約30兆円）超の財政赤字削減効果を見込んでいる（3月中に公表予定の軍人社会保障制度改革も合わせると1.16兆レアル）（図表6）。基礎的財政収支は、改革ありなら2021年に均衡化し、2022年以降は黒字転換する。一般政府債務も、2021年以降は増加に歯止めがかかる（図表7）。財政収支・政府債務の改善により政策金利の低下余地が生まれ、経済成長が促されることが、所得水準の向上や就業者数の増加につながると期待される。改革が実現すれば2023年の実質GDP成長率は+3.3%となり、改革による押し上げ効果（改革なしとの比較）は、一人当たりGDPで5,772レアル、就業者数で8百万人に達するとの試算を政府は示している。

一方、改革が実現しなければ基礎的財政収支はGDP比▲1%台の赤字が継続し、一般政府総債務は2023年にGDP比100%を超える見込みだ。実質GDP成長率は、2023年に▲1.8%のマイナスに陥り、改革ありの場合と比較として5.1%PTもの成長率の差が生じると政府は試算しており、改革の成否で成長シナリオが大きく左右されることになる。年金改革の司令塔であるゲデス経済相は、改革が実現すればブラジルはギリシャ化すると警鐘を鳴らし、改革の必要性を訴えている。

市場コンセンサスを前提とした基本シナリオは、改革ありとなしの間位置し、改革ありに近い推移となっている。政府はこの点について、市場が改革の可能性を相応に織り込みつつ、プラスの影響は低めに想定しているためと説明している³。

図表7 年金改革による経済効果

			2018	2019	2020	2021	2022	2023
基礎的財政収支	(GDP比%)	基本シナリオ		▲ 1.6	▲ 0.6	▲ 0.2	0.2	0.6
		改革あり	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 0.8	0.0	0.5	1.1
		改革なし		▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.0
一般政府総債務	(GDP比%)	基本シナリオ		78.6	79.3	79.6	80.2	80.5
		改革あり	77.1	78.3	78.5	78.2	77.4	76.1
		改革なし		80.4	83.9	88.4	94.5	102.3
政策金利(SELIC)	(%)	基本シナリオ		6.5	8.0	8.0	8.0	8.0
		改革あり	6.5	6.0	6.8	6.4	6.0	5.6
		改革なし		11.4	13.4	15.1	16.7	18.5
実質GDP成長率	(前年比%)	基本シナリオ		2.5	2.4	2.3	2.3	2.3
		改革あり	1.3	2.9	2.9	2.9	3.1	3.3
		改革なし		0.8	0.3	▲ 0.5	▲ 1.1	▲ 1.8
一人当たりGDP	(レアル)	改革あり	-	683	1,543	2,672	4,074	5,772
就業者数	(千人)	改革あり	-	355	1,681	3,227	3,383	7,990

(注) 1. 基本シナリオは、市場コンセンサスを前提。

2. 一人当たりGDP、就業者数は、改革ありとなしを比較した場合の増分。

(資料) ブラジル経済省

（２）高い憲法改正のハードル、2020年予算で財政再建の青写真を描けるか

政治的資本が豊富な政権発足1年目は、年金改革のような大きな改革に取り組みやすい時期ではある。ボルソナロ大統領の支持率は57.5%と、大統領選挙決選投票の得票率55.1%をやや上回っている（2月25日時点のMDA/CNT調査）。ボルソナロ政権は、官民制度の統一による公平性や、累進的な保険料率導入による低所得層等への配慮等をアピールし、国民に年金改革への理解を訴えている。

しかし、国民に負担を求める改革への反対論は根強い。上述の世論調査では、反対（45.6%）が賛成（43.4%）を上回っている。議会審議における憲法改正のハードルも高い（上下両院の3/5の賛成、各2回採決）。1兆レアル超が見込まれている年金改革の財政赤字削減効果は、議会審議の過程での見直しにより、最終的に縮小を余儀なくされるとの見方が多い。

すでに議会では、公務員、教員、農村部受給者、低所得高齢者等の受給要件緩和案や、軍人社会保障制度改革（詳細未公表）の見返りに賃金調整を求める提案が浮上している。チリをモデルとする確定拠出型年金については、低年金につながる可能性が高いとして導入に批判的な見方が根強い。

ボルソナロ政権の議会運営手腕は未知数だ。所属政党の社会自由党は、議会選挙で躍進したものの下院で52議席（全513議席）、上院では4議席（全81議席）にとどまる。ボルソナロ大統領は、公文書の公開を制限する大統領令を下院で差し止められ、上院の決議を待たずに撤回を余儀なくされるなど、早くも立法上の敗北を喫している。

一方で、年金改革を支持する中道の民主党（DEM）議員が上下両院議長に就任（アルコロンブリ上院議長、マイア下院議長）したことは、改革推進にプラスの要因だ。規模を縮小しても何らかの改革が年内に実現するとの期待は根強い。今後は、3月中に下院憲法・司法委員会、5月中に下院特別委員会、6月中に下院本会議で採決を目指す。マイア下院議長は憲法改正に必要な3/5の賛成票獲得は簡単ではないとしつつ、6月までに改革法案が下院を通過するとの見通しを示している。その後、上院の所管委員会を経て、上院本会議で秋ごろに採決することが期待されている。それぞれの審議プロセスで、政権は当初案から妥協を求められようが、テメル前政権の改革案（当初は男女とも65歳、後に女性は62歳に引き下げ）と同内容となっている受給開始年齢をどの程度見直すかが評価を分けるポイントとなる。

格付け機関は、今回の年金改革案を好意的に評価しつつ、より詳細な内容と議会審議の動きを慎重に検討する必要性を指摘している。フィッチは、年金改革案の提出は政府債務の持続性や財政再建に向けた前向きな兆候としつつ、議会審議で内容が後退するリスクを警戒している⁴。ムーディーズは、受給開始年齢等の改革案の骨子は期待に沿った内容であり、年末までの議会通過は格付け判断（外貨建て長期債Ba2、格付け見通しStable）に織り込み済みであるとしている⁵。

ボルソナロ政権は、2020年をめどに基礎的財政収支を黒字転換する方針を掲げている。しかし、今回の年金改革案と共に示されたシナリオでは、改革が実現した場合の黒字転換のタイミングは2022年となっている。黒字転換の前倒しを実現するには、国営企業民営化や石油鉱区入札等による歳入拡大等、他の収支改善措置が必要となる。政府は、4月15日までに2020年度の予算編成方針法（LDO）、8月31日までに年間予算法（LOA）を議会に提出する必要がある。年金改革法案を6月までに下院で通過させ、2020年度予算で財政再建の青写真を描くことができるのかが、ボルソナロ政権の経済政策運営の試金石となる。

¹ Ministério da Economia, “Nova Previdência, Apresentação da PEC,” Fevereiro 2019

² RGPS の受給開始年齢については、①12年間で段階的に移行（2019年女性 56歳/男性 61歳→2031年 62歳/65歳）、
②ポイント制度（年齢+納付期間）に基づき 14年間で段階的に移行（2019年女性 86/男性 96→2033年 100/105）、
③現行制度で 2年以内退職者は 50%の割増納付、の選択肢がある。

³ Ministério da Economia, “Efeito da reforma da previdência no crescimento do PIB,” 22 de fevereiro de 2019

⁴ 2月 21日 Bloomberg 報道。

⁵ 2月 15日 Bloomberg 報道（Samar Maziad 氏のコメント）。

●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。

主要経済指標一覧

		2016	2017	2018	2018/7-9	2018/10-12	2019/1-3	2018/11	2018/12	2019/01	2019/02	
名目GDP	億ドル	17,995	20,533	18,805	-	-	-	-	-	-	-	
	一人当たり、ドル	8,771	9,929	-	-	-	-	-	-	-	-	
実質GDP	前期比、%	-	-	-	0.5	0.1	-	-	-	-	-	
	前年比、%	▲ 3.3	1.1	1.1	1.3	1.1	-	-	-	-	-	
	民間消費	前期比、%	▲ 3.9	1.4	1.9	0.5	0.4	-	-	-	-	
	政府消費	前期比、%	0.2	▲ 0.9	0.0	0.3	▲ 0.3	-	-	-	-	
	総固定資本形成	前期比、%	▲ 12.1	▲ 2.5	4.1	5.5	▲ 2.5	-	-	-	-	
	輸出	前期比、%	0.9	5.2	4.1	6.3	3.6	-	-	-	-	
	輸入	前期比、%	▲ 10.3	5.0	8.5	9.4	▲ 6.6	-	-	-	-	
	農畜産業	前期比、%	▲ 4.7	11.5	0.5	0.8	0.2	-	-	-	-	
	鉱工業	前期比、%	▲ 4.6	▲ 0.5	0.6	0.3	▲ 0.3	-	-	-	-	
	サービス業	前期比、%	▲ 2.3	0.5	1.3	0.5	0.2	-	-	-	-	
	鉱工業生産	前期比、%	-	-	-	2.5	▲ 1.3	-	▲ 0.1	0.2	-	-
		前年比、%	▲ 6.4	2.6	1.1	1.2	▲ 1.2	-	▲ 1.1	▲ 3.6	-	-
	商業販売	小売売上高	前年比、%	▲ 6.3	2.1	2.3	1.1	2.2	-	4.5	0.6	-
		自動車販売台数	前年比、%	▲ 20.2	9.3	14.6	13.0	16.1	-	13.2	10.3	10.5
雇用	失業率	%	11.3	12.8	12.3	12.1	11.6	-	11.6	11.6	12.0	
	全国正規雇用者数(注1)	人	▲ 1,371,363	▲ 123,429	421,078	295,086	▲ 218,065	-	58,664	▲ 334,462	34,313	
物価	IPA-DI(卸売物価指数)	前年比、%	11.4	▲ 0.7	6.9	12.3	11.2	-	10.8	8.8	7.9	
	IPCA(拡大消費者物価指数)	前年比、%	8.7	3.4	3.7	4.4	4.1	-	4.0	3.7	3.8	
国際収支	貿易収支(注2)	百万ドル	45,037	64,028	53,587	10,879	15,229	-	3,576	6,179	1,633	
	輸出	前年比、%	▲ 3.0	17.8	10.0	11.6	17.5	-	25.3	11.1	9.4	
	輸入	前年比、%	▲ 19.1	9.9	21.0	29.7	17.1	-	29.0	3.1	16.2	
	経常収支(注2)	百万ドル	▲ 24,009	▲ 7,235	▲ 14,510	▲ 5,086	▲ 1,421	-	▲ 795	▲ 815	▲ 6,548	
		対GDP比、%	▲ 1.3	▲ 0.4	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.8	-	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.8	
	金融収支	百万ドル	▲ 10,259	▲ 443	▲ 8,168	▲ 3,115	▲ 1,123	-	1,147	▲ 1,373	▲ 5,632	
	外貨準備高	百万ドル	365,016	373,972	374,715	380,738	374,715	-	379,722	374,715	376,984	
	輸入比	カ月	31.4	29.3	24.2	21.8	23.9	-	22.0	28.1	22.3	
	対外債務残高	百万ドル	675,841	667,103	662,572	643,228	662,572	674,372	-	-	-	
		対GDP比、%	18.2	15.5	16.8	16.0	16.8	16.9	-	-	-	
財政収支	プライマリー収支(注3)	億リアル	▲ 1,558	▲ 1,106	▲ 1,083	▲ 831	▲ 975	-	▲ 994	▲ 1,083	▲ 1,083	
		対GDP比、%	▲ 2.5	▲ 1.7	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 1.4	-	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 1.6	
	総合収支	億リアル	▲ 5,628	▲ 5,114	▲ 4,874	▲ 4,878	▲ 4,790	-	▲ 4,850	▲ 4,874	▲ 4,800	
	一般政府債務残高	億リアル	43,785	48,547	52,720	52,467	52,720	-	52,841	52,720	53,027	
	対GDP比、%	69.9	74.1	76.7	77.7	76.7	-	77.3	76.7	76.7		
金利	SELIC(短期金利誘導目標)	期末値、%	13.75	7.00	6.50	6.50	6.50	-	6.50	6.50	6.50	
為替	リアル/ドル	期末値	3.2552	3.3125	3.8812	4.0504	3.8812	-	3.8671	3.8812	3.6471	
株価	Bovespa指数	期末値	60,227	76,402	87,887	79,342	87,887	-	89,504	87,887	96,319	

(注1) 全国正規雇用者数は、採用一解雇。

(注2) 輸出・輸入および経常収支はIMF国際収支マニュアル第6版に準拠。

(注3) プライマリー収支は、総合収支から利払い費を除いたもの。プライマリー収支および総合収支の月次データは12カ月累計値。

(資料) ブラジル地理統計院(IBGE)、ブラジル中央銀行、ブラジル労働省等よりみずほ総合研究所作成