

混迷が続くブラジル経済・政治 大統領辞任は上振れ要因だが、企業債務に懸念

みずほ総合研究所
調査本部 欧米調査部
03-3591-1310

- ブラジル経済は低迷が続いている。ルセフ大統領の弾劾を巡る政治の混乱は、経済政策運営に悪影響を及ぼしている。景気回復は、2018年以降にずれこむ可能性が高い
- 大統領辞任は、景気回復を早める上振れリスクである。ただし、政治の機能不全を克服することは容易ではなく、期待の剥落に伴う反動には注意を要する
- 景気低迷の長期化や財政再建の遅れにより、主要格付け機関は国債格付けを投機的水準に引き下げ、企業の格下げも急増している。懸念すべきは、政府のみならず企業部門の債務調整圧力である

1. 混迷が続く経済・政治の現状と今後のシナリオ

(1) 成長率は一段と下振れ

ブラジル経済は、景気後退と物価高騰が併存する深刻なスタグフレーションが続いている。2015年10~12月期の実質GDP成長率(前年比、以下同じ)は▲5.9%となり、マイナス幅が7~9月期(▲4.5%)からさらに拡大し、現行統計(1996年以降)で最大の落ち込みを示した。2015年の成長率は▲3.8%と、2009年以来6年ぶりのマイナス成長となった(図表1)。

需要項目別では、内需の落ち込みに拍車がかかっている。個人消費は、4四半期連続で減少し、マイナス幅が拡大した(▲6.8%)。失業率の上昇、インフレ高騰による実質賃金の減少、増税の実施、金利上昇による債務返済負担の増大等により、家計の購買力は低下している。汚職疑惑を背景にした政治不信も消費者マインドを押し下げている(図表2)。総固定資本形成(投資)は、7四半期連続で

図表1 実質GDP成長率・内訳

	2014年	2015年					
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期		
実質GDP(前期比、%)	0.1	▲3.8	▲0.8	▲2.1	▲1.7	▲1.4	
実質GDP(前年比、%)			▲2.0	▲3.0	▲4.5	▲5.9	
需要項目別	個人消費	1.3	▲4.0	▲1.5	▲3.0	▲4.5	▲6.8
	政府消費	1.2	▲1.0	▲0.5	▲0.3	▲0.4	▲2.9
	総固定資本形成	▲4.5	▲14.1	▲10.1	▲12.9	▲15.0	▲18.5
	輸出	▲1.1	6.1	3.3	7.7	1.1	12.6
	輸入	▲1.0	▲14.3	▲5.0	▲11.5	▲20.0	▲20.1
業種別	農畜産業	2.0	1.5	5.4	2.2	▲2.0	0.6
	鉱工業	▲1.0	▲6.2	▲4.4	▲5.7	▲6.7	▲8.0
	サービス	0.4	▲2.7	▲1.4	▲1.8	▲2.9	▲4.4

(注) 需要項目・業種別内訳は前年比、%。

(資料) 地理統計院(IBGE)

図表2 消費者・企業マインド



(注) 鉱工業信頼感(DI)。50が景況感の分岐点。

(資料) ブラジル工業連盟(CNI)

減少した（▲18.5%）。生産活動の停滞、原油・鉄鉱石など資源価格の下落、金利上昇や株安による資金調達環境の悪化、企業マインドの低迷が投資を抑制している。

他方、外需はプラス寄与が拡大している。内需の落ち込みが激しく、輸入の2桁減少が続く一方（▲20.1%）、輸出はレアル安の効果もあり4四半期連続で増加した（12.6%）¹。

産業別にみると、農畜産業が数少ない明るい材料となっている。2015年の成長率は、鉱工業（▲6.2%）が大幅に落ち込む一方、農畜産業はプラス成長（1.5%）を維持している。

（2）インフレ率は鈍化の兆しも、高止まり

インフレ率は、鈍化の兆しがみられるが、依然として高止まりしている。消費者物価上昇率（2016年2月）は前年比10.4%と5か月ぶりに前月（10.7%）を下回ったが、ブラジル中銀が定める目標圏（4.5%±2%）の上限を大幅に上回っている（図表3）。

これまでは、政府規制料金の引き上げや増税等による「官製インフレ」とレアル安による「輸入インフレ」が物価の押し上げ要因となってきた。政府規制料金のうち、電力料金についてはピークアウトしつつある。電力料金は、水不足による水力発電から火力発電へのシフトに伴う割増料金の導入を受けて急上昇したが、水力発電が回復し、割増料金は引き下げられている（4月以降は割増料金廃止）。他方、レアル安やエルニーニョの影響により、飲食料品価格は高騰が続いている。

（3）高まるルセフ大統領の辞任観測

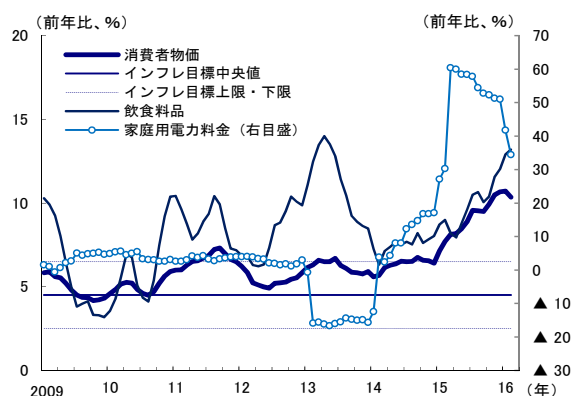
景気後退からの出口を一層見えにくくしているのが、政治の混乱だ。国営石油会社ペトロbrasを巡る汚職捜査により、政財界の有力者が多数逮捕され、司法取引に応じた逮捕者の証言等により、ルセフ大統領とその後ろ盾であるルラ前大統領など、労働者党（PT）政権中枢の汚職関与に対する追及が厳しさを増している。ルセフ大統領は、サンパウロ州検察に資金洗浄等の容疑で起訴されたルラ前大統領を官房長官に任命したが、最高裁はルラ前大統領の官房長官就任に差し止め命令を下した²。

政権与党・労働者党と連立を組むブラジル民主運動党（PMDB）との亀裂も深まり、ルセフ大統領の辞任観測は日増しに高まっている。ルセフ大統領に対しては2015年12月、違法な予算執行³を理由に弾劾手続き開始が決定された。下院に弾劾勧告を行う判断を下す下院特別委員会が3月17日に発足し、クーニャ下院議長は4月中に下院本会議で採決する意向を示している。下院の2/3が弾劾に賛成し、上院が弾劾審議継続を決定すれば、ルセフ大統領は暫定的に職務停止となり、上院の2/3の賛成を

持って正式に辞任、テメル副大統領（PMDB）が昇格する（図表4、シナリオ①）。PMDBは2016年3月29日の党大会で連立離脱を決定しており、連立崩壊が弾劾の実現可能性を高めている。

また、弾劾手続きとは別に、ルセフ大統領に関しては、2014年の大統領選挙での違法献金（選挙高等裁判所で審理中）や、汚職捜査の妨害に対する疑惑が浮上している。大統領選挙での違法献金疑惑で有罪となり、選挙結果が無効と判断されれば、ルセフ大統領とテメル副大統領はともに辞任

図表3 消費者物価の推移



(資料) 地理統計院 (IBGE)、ブラジル中銀

することとなり、90日以内に再選挙が実施される可能性がある（シナリオ③）⁴。

ルセフ大統領は、違法な予算執行および選挙献金について潔白を主張し、弾劾手続きについては最高裁に異議申し立てをする意向を表明している。弾劾手続きが成立せず、違法献金疑惑でも無罪となれば、ルセフ大統領は2018年まで続投することになる（次期大統領・議会選挙は2018年10月）（図表4、シナリオ②）。

弾劾審議での議員の投票行動に大きな影響を与えるのが世論の動きである。ブラジルでは、混迷を極める政治に対する国民の怒りが高まっている。2016年3月13日には、史上最大となる300万人を超える規模の反政府デモが発生した。世論調査会社Datafolhaの調査（3月17-18日実施）によれば、ルセフ大統領弾劾に賛成との回答は68%と2月調査時点の60%からさらに上昇し、1992年にコロール大統領が弾劾された際の結果（賛成75%）に近づいている。弾劾が実現するとの見方も、33%から46%に上昇した。

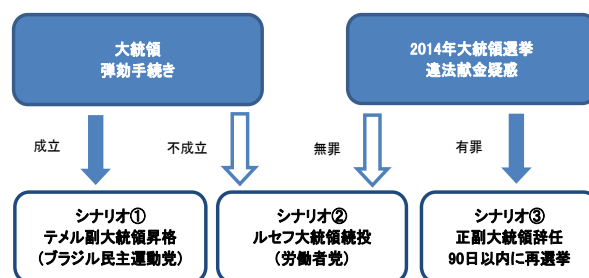
（4）政治の混乱が経済政策運営に悪影響

政治の混乱は、経済政策運営に悪影響を及ぼしている。ルセフ政権は、財政再建・インフレ抑制の道筋をつけることで、政策運営に対する信認を取り戻すことが求められている。しかし、窮地に追い込まれたルセフ政権は、連立与党体制を維持するため、緊縮的な財政政策の手綱を緩め、金融政策に対する政治介入を強める方向にある。

弾劾手続きの開始決定後、政府は2016年の基礎的財政収支目標を下方修正（GDP比0.7%→同0.5%）し、緊縮財政の陣頭指揮をとっていたレビ財務相は辞任した。後任のバルボサ財務相は、財政緊縮路線を維持するとしているものの、財政規律は緩む兆しがみられる。バルボサ財務相は、財政再建策として複数年にわたる歳出（GDP比）上限（抵触する場合は強制的に公務員給与や補助金を削減）を導入する一方で、景気変動に弾力的に対応し、戦略的支出については削減対象外とする内容を盛り込んだ財政パッケージを発表した。同時に、州政府・地方自治体の連邦政府に対する債務減免策（3年間で最大455億レアルの財政負担が発生）を提案している。これについては、2016年10月に地方選挙を控えるなかで、州知事等に弾劾回避で協力するよう圧力をかける目的があるとの見方もある。さらに政府は、2016年の基礎的財政収支目標（中央政府、GDP比）を0.4%から0.0%に引き下げ、想定以上の歳入不足等が生じる場合には最大で約1.6%の赤字を許容する方針を示している。

金融政策は、インフレ抑制から景気重視にシフトしている。中銀は、2015年7月の政策決定会合で政策金利を0.5%ポイント引き上げ14.25%とした後、政策金利を据え置いている。中銀は、2015年12月の四半期インフレ報告書でインフレ予想を引き上げ、予測対象期間内（2017年10～12月期まで）のインフレ目標中央値（4.5%）達成は困難との見方を示したことから、2016年1月の金融政策決定会合で利上げが再開されるとの見方が強まった。しかし、トンビニ総裁は、会合直前に国際通貨基金（IMF）がブラジルの成長率予測を大幅

図表4 ルセフ大統領辞任を巡る動き



（資料）各種報道等より、みずほ総合研究所作成

に下方修正（2016年▲2.5%→▲3.5%、2017年2.3%→0.0%）したことを考慮するとの異例の声明を発表、市場予想に反して利上げは見送られた。ブラジルでは、大統領が中銀総裁を任期中に解任する権限を持っており、中銀の政治的独立性が確保されていないことから、利上げ見送りの背景には政治的な圧力があったとの見方が根強い。

2. 今後のシナリオとリスク

（1）本格回復は2018年に持越し

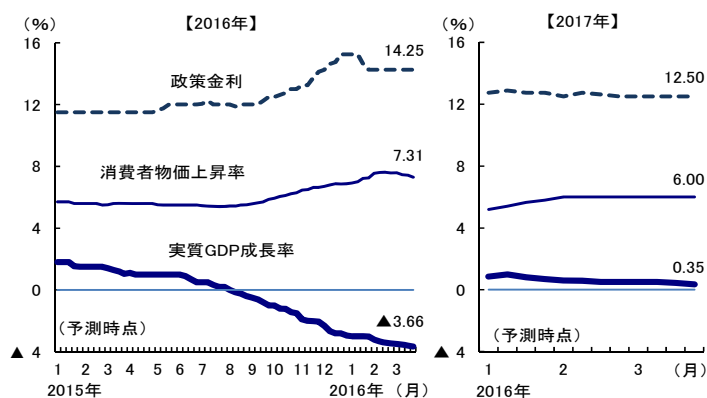
景気後退は長期化が予想され、本格的な景気回復は2018年以降に持越しとなろう。みずほ総合研究所では、2016年の実質GDP成長率を▲3.6%、2017年は0.0%と予想している。2015年（▲3.8%）に続き、2年連続のマイナス成長に陥るのは、1930～31年の世界大恐慌（1930年▲2.1%、31年▲3.3%）以来のことである。

景気低迷の主因である投資の先行きは、短期的には原油・鉄鉱石など資源価格の回復に依存する。足元では、中国の景気対策発動等を背景に、資源価格は底打ちする兆しがみられる。しかし、需要減と過剰供給による資源需給の緩和という前提が大きく変わっているわけではなく、資源価格が本格的な上昇トレンドに入るとは当面見込みにくい。石油・鉄鋼関連を中心とした投資抑制の動きは、2016年も継続すると予想される⁵。企業の雇用抑制により失業率は一段の上昇が予想され、個人消費の回復も見込みにくい。外需は引き続き景気の下支え要因となろうが、レアル安に歯止めがかかれば、2015年のようなプラス寄与は期待しにくくなる。

2017年に景気が下げ止まるとの予想は、インフレ率が明確に鈍化し、金融政策が緩和に転じることを前提としている。インフレ率については、財政緊縮の一環として工業製品税の引き上げや公共交通運賃の値上げが継続するため、「官製インフレ」圧力は残存する。一方で、前述のとおり電力料金引き下げはインフレ抑制要因となるほか、雇用情勢悪化により賃金上昇圧力が後退し、労働集約的なサービス部門を中心にインフレ率は鈍化に向かうと予想される。ブラジル中銀は、インフレ要因として「政府規制価格とリアル相場」という「2つの相対価格調整（relative price adjustment）」の影響を注視している。これらの要因によるインフレ圧力が後退し、金融政策の対象期間（先行き2年間にインフレ率が目標中央値（4.5%）に収束する見通しがたてば、中銀は利下げに転じると予想される。

ブラジル中銀調査による市場予測の変化をみると、成長率の下方修正が続く一方、インフレ率は2月中旬調査をピークに下方修正される方向にある（図表5）。足元のインフレ率の鈍化を受けて、インフレ期待がやや後退しつつあることを示している。政策金利は、2016年1月の利上げ見送り後、追加利上げ観測は消滅し、

図表5 成長率・インフレ率・政策金利の市場予想



（注）数値は市場参加者の予測中央値。直近は3月24日付。
（資料）ブラジル中銀

現行の14.25%から2017年末に12.5%まで利下げが行われる予想となっている。

（2）大統領辞任は上振れリスクだが、期待が剥落した場合の反動には注意

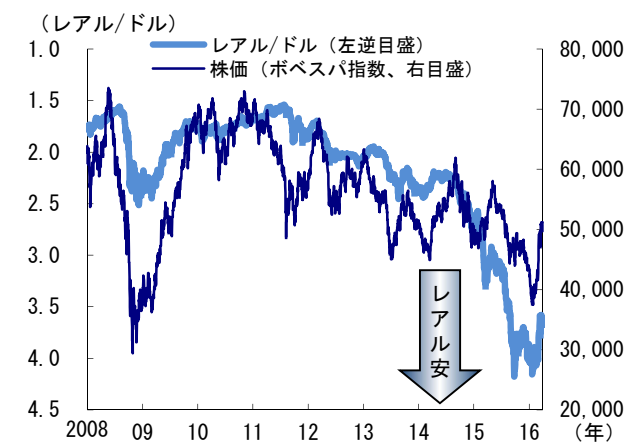
景気が低迷を脱するタイミングは、政治動向にも左右される。ルセフ大統領の辞任は、景気によって上振れリスクである。ルセフ大統領が2018年までの任期を満了できず辞任し、次期大統領への期待を背景に金融市場が安定化すれば、企業・消費者マインドの回復につながりうる。すでに、ルセフ大統領の辞任観測は、金融・為替市場で好感され、株高・リアル高をもたらしている。ブラジル経済の低迷を打破するには大統領の交代しかないとの見方が背景にある。対ドルレートは、2015年に33%下落して史上最安値を更新した後、2016年入り後は約9%反転上昇している⁶。株価（ボベスパ指数）も、2月以降急騰している。特に、海外投資家の買い越し幅が拡大しており、株式市場への資金流入がリアル相場の押し上げにつながっているとみられる（図表6）。大統領の辞任により株価が続騰すれば、マインド改善を後押しする要因となる。加えて、リアル相場が本格的な反転上昇に転じれば、インフレ率が抑制され、より大幅な金融緩和が可能になることから、景気回復のタイミングは早まる可能性がある。

注意しなければいけないのは、議会との関係だ。次期大統領が信認を獲得するには、財政再建に真摯に取り組む必要があり、超党派の協力の下に緊縮措置を遂行することが求められる。しかし、大統領が変わっても、原則として2018年10月まで国会議員選挙は行われぬ。大統領が誰であれ、どの政党も単独過半数を持たない議会の勢力図⁷が変わらなければ、政策協調により政治の機能不全を克服することは容易ではない。大統領の交代によって、与野党に及ぶ汚職捜査が終息するわけではなく、汚職問題による議会審議の停滞は継続しうる。

テメル副大統領（PMDB）が大統領に昇格する場合（図表4、ケース①）、上下両院で最大議席を握るPMDBが連立与党の核となることで議会での調整がよりスムーズになることが期待されている⁸。ルールに基づく財政・金融政策運営を重視する最大野党のブラジル社会民主党（PSDB）との政策協調が実現すれば、景気の上振れリスクが高まる。ただし、これまでPTの緊縮措置に反発してきたPMDB政権下で、財政再建が進展するのには疑問が残る。再選挙が行われた場合⁹（図表4、ケース③）、有力候補を擁するPSDBや持続ネットワーク（REDE）が勝利する可能性があるが、いずれも議会の議席数はPT・PMDBを下回る。大胆な政策転換を行おうとしても他党の協力が不可避であり、とりわけこれまで対立してきたPT・PMDBとの調整は容易ではないだろう。

大統領が交代しても、政治の機能不全が継続することが明らかになれば、金融・為替市場やマインドの回復は短命に終わる。足元の株高・リアル高は、中国の景気対策発動や資源価格の底打ちの兆しに支えられている側面もあるが、大統領辞任期待によるところも大きい。期待剥落に伴う反動には注意が必要だ。

図表6 レアル相場と株価



(資料) Bloomberg

3. 国債の投資適格喪失による副作用

(1) 主要格付け機関3社の投資適格喪失、市場の調整は一巡

経済・政治の混迷が続くなか、歳入の下振れや財政再建策の議会審議の遅れにより、財政状況は一段と悪化している。2015年の基礎的財政収支（利払い費等を除く）の赤字はGDP比1.9%と、2015年（同0.6%）に続き2年連続で赤字を計上し、黒字目標を達成できなかった。利払い費を含む総合収支は金利の上昇もあって同10.3%もの赤字に達し、政府債務残高は同66.2%まで増加している。

主要格付け機関3社は、景気低迷の長期化と財政再建の遅れを受けて、相次いでブラジル国債の格付けを投機的水準に引き下げた。スタンダード&プアーズ（S&P）は、外貨建て長期債格付けを投資適格で最低水準のBBB-から、投機的水準であるBB+に引き下げ（2015年9月9日）、さらにBBに引き下げた（2016年2月17日）。続いてフィッチ（2015年12月16日、BBB-からBB+に一段階引き下げ）、ムーディーズ（2016年2月24日、Baa3からBa2に二段階引き下げ）も格下げを実施し、ブラジル国債は主要3社による投資適格の格付けを喪失した。3社ともに格付け見通しをNegative（弱含み）としており、追加的な格下げが実施される可能性がある（図表7）。

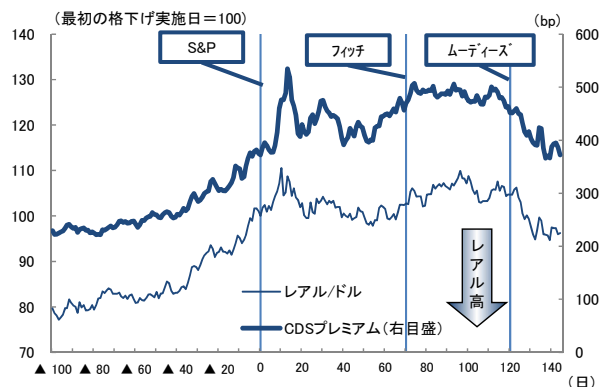
市場は、投資適格喪失を早い段階から織り込んできた。最初の投機的水準への引き下げとなったS&Pの格下げが実施される前の段階で、CDSプレミアムの上昇（信用力の悪化）、レアル安が急速に進行した（図表8）。その後、いったん市場の調整圧力は弱まる局面が見られたが、2番目の格下げの前後に再びCDSプレミアムの上昇、レアル安が進行した。主要格付け機関のうち2社が投機的水準とした国債の保有を禁じるファンド等が存在するため、格下げによる資金流出が続いたためと考えられる。その後、最初の格下げから100日前後に当たる1月末ごろを境に、金融指標には底打ちの兆しが見え始め、ムーディーズによる格下げにはほとんど反応がみられなかった。3月下旬時点で各金融指標はS&Pによる格下げ時点の水準をほぼ回復している（CDSプレミアムは低下、レアル相場は上昇）。大統領辞任期待が市場心理の好転につながり、市場の調整は一巡したように見える。

図表7 外貨建て長期債格付けの推移

	S&P	Moody's	Fitch
2016	BB(Negative)	Ba2(Negative)	BB+(Negative)
2015	BB+	Baa3	BB+
2014	BBB-	Baa2	BBB
2013	BBB	Baa2	BBB
2012	BBB	Baa2	BBB
2011	BBB	Baa2	BBB
2010	BBB-	Baa3	BBB-
2009	BBB-	Baa3	BBB-
2008	BBB-	Ba1	BBB-
2007	BB+	Ba1	BB+
2006	BB	Ba2	BB
2005	BB-	Ba3	BB-
2004	BB-	B1	BB-
2003	B+	B2	B+
2002	B+	B2	B
2001	BB-	B1	BB-
2000	B+	B1	BB-
1999	B+	B2	B
1998	BB-	B2	B+
1997	BB-	B1	B+
1996	B+	B1	B+
1995	B+	B1	B+
1994	B	B1	B+

(資料) Bloomberg

図表8 格付けと金融指標の反応



(注) データは日次（週末を除く）。S&Pによる最初の投機的水準への格下げ実施日をゼロとする。

S&P：BBB-⇒BB+（2015年9月9日）

⇒BB（2016年2月17日）

フィッチ：BBB-⇒BB+（2015年12月16日）

ムーディーズ：Baa3⇒Ba2（2016年2月24日）

(資料) Bloomberg

（２）格下げにより厳しさを増す企業の資金調達環境

国債については、市場の調整圧力は一服したように見えるが、企業の資金調達環境は厳しさを増している。企業の資金調達環境の悪化は、投資低迷による景気後退をさらに長期化させ、歳入下振れによる財政再建の遅れが一段の国債格下げをもたらす負のスパイラルをもたらしかねない。

国債格付けは、企業の格付けの事実上のシーリング（上限）に位置付けられており、多くの企業は国債より格付けが低い。国債格付けの引き下げにより、景気低迷に伴う業績悪化とあいまって、企業の格下げも相次いでいる。主要格付け機関3社による格下げ件数は、2016年1～3月累計で231件と、2006年以降で最大となった2015年の455件の半分に達する勢いで増加している（図表9）。

格下げ対象となった企業では、資金調達コストの増大から、債務の借り換えが困難になりつつある。石油・ガス、通信、住宅・建設、エンジニアリング、航空などの業種を中心に、資金調達のための資産売却・事業再編を迫られている企業が増えている。資金繰りに窮し、裁判上の再生手続きを申請した企業は2016年2月に155件（Serasa Experian 調べ）となり、2005年に倒産法制が改められて以来、最悪の水準に達している。

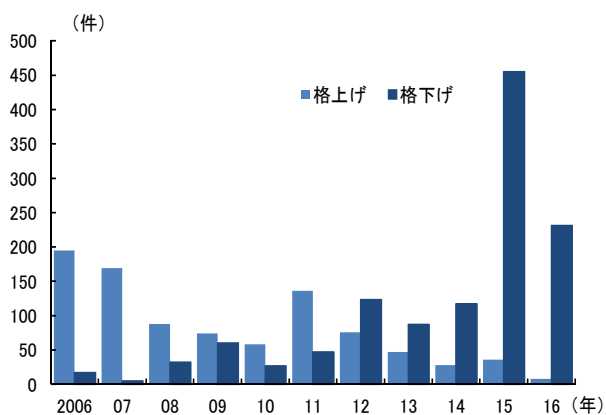
業績悪化や不良債権の増加を背景に、事業法人ばかりでなく、政府系を含め大手の金融機関も格下げの対象となっており、社債発行を延期するといった影響が出ている。現状、銀行貸出は、政府系金融機関が支える形で残高ベースでは前年比プラス圏を維持しているが、新規組成ベースでは家計・企業向けともに前年比マイナスに転じている。格下げに伴う金融機関の資金調達環境の悪化により、貸出がさらに抑制され、信用収縮を加速させるリスクがある。

（３）懸念すべきは、政府のみならず企業部門の債務調整圧力

格下げによる資金調達環境の悪化は、政府のみならず民間部門にも深刻な影響をもたらさう。金融危機後のブラジルの民間部門は、先進国の金融緩和を背景とした資金調達環境の好転を受け、債務を急拡大させてきたためだ。

ブラジルの非金融部門債務（銀行貸出、債券発行を含む、GDP比）は、2008年から2015年9月末にかけて39.9%ポイント増加した（図表10）。なかでも、企業部門は19.2%ポイントと最も増加幅が

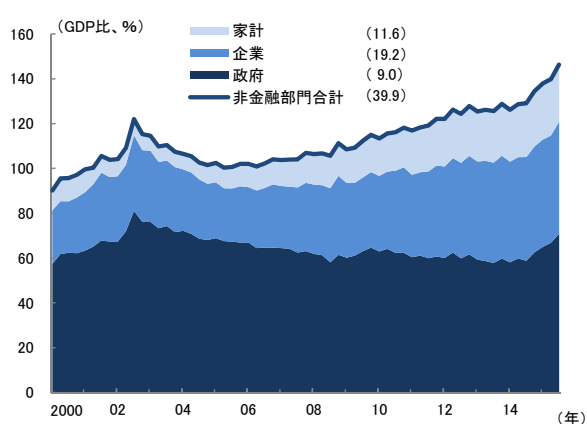
図表9 主要格付け機関の格付け変更件数



(注) S&P、ムーディーズ、フィッチ3社の合計。
2016年は1-3月累計（3月28日時点）。

(資料) Bloomberg

図表10 非金融部門の債務（GDP比）



(注) 1. 債務には銀行貸出、債券発行を含む。直近は2015年9月末。
2. 凡例の横の（）内の数値は、2008年3月末から2015年9月末までの変化幅。

(資料) 国際決済銀行（BIS）

大きい。企業部門の債務は既に過去最高水準（50.1%）に達しており、バランスシート調整圧力が高まっている。

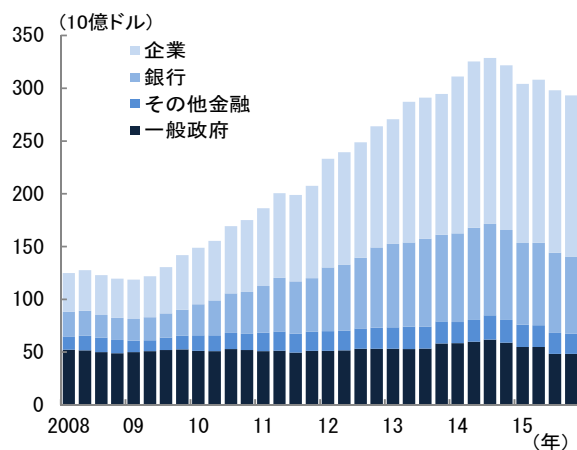
特に懸念されるのは、海外での証券発行が急増し、企業が外貨建て債務への依存度を高めている点だ。非金融企業による国際資本市場での証券発行残高は、2008年3月末時点の367億ドルから2015年12月末には1,529億ドルまで4倍以上の規模に拡大している¹⁰（図表11）。ブラジルの金利水準（政策金利14.25%）は世界のなかでも突出して高く、内外金利差が大きいため、為替ヘッジのコスト負担が大きいとされる。このため、非金融企業の一部は為替リスクのヘッジが不十分とみられる¹¹。レアル安による収益増というナチュラル・ヘッジが期待できず、国内での資金調達も困難な低格付け企業については、レアル安によって外貨建て債務の返済負担が増加し、借り換えが困難になるリスクがある。

今後、レアル相場が本格的な上昇トレンドに入れば、企業の外貨建て債務返済負担は軽減される。逆に政策転換への期待が剥落し、レアル相場が再び下落基調を強めた場合、企業部門のバランスシート調整圧力は一層強まることになる。企業倒産の増加が不良債権問題の深刻化を招き、金融機関の破たんをもたらす金融システム危機に発展する兆しがないか、注視していく必要がある。

他方、政府は、2014年以降債務が増加傾向にあり、依然として最大の債務保有主体（70.8%）であるものの、過去のピーク（2002年9月末、80.1%）は下回っている（図表10）。また、国際資本市場での証券発行残高も、500億ドル前後で横ばいないし減少している（図表11）。政府は、自国通貨建て債務へのシフトを進めた結果、外貨建て比率は2016年1月時点で5.2%まで低下しており、レアル安による債務負担の増大リスクは低減している。

ただし、自国通貨建ての政府債務であっても、非居住者保有比率が依然として高い点には注意が必要だ。非居住者の保有比率は、2015年3月の20.3%をピークに2016年1月までに18.9%まで低下したものの、格下げと急激なレアル安にも関わらず、依然として高水準のままである。非居住者は、ポートフォリオに占める1年以内に償還を迎える短期債務の比率が4割程度と主要な保有主体の中で最も高く、逃げ足が速い傾向にある。政府債務の大半が自国通貨建てとはいえ、非居住者の保有割合が高いなかでは、潜在的な資金流出リスクは軽視できない。

図表11 国際資本市場での証券発行残高



（資料）国際決済銀行（BIS）

¹ 貿易統計で輸出を品目別にみると、鉄鉱石や原油など鉱物資源に比べ、大豆など農畜産物は相対的に価格下落幅が小さく、2015年には大豆が鉄鉱石に代わりブラジル最大の輸出品目となった。

² ブラジルでは、最高裁のみが閣僚に対する捜査、起訴、拘留を承認する権限をもつ。このため、ルラ前大統領の官房長官指名は、州検察による捜査・逮捕回避が最大の目的との見方が多い。こうした見方の裏付けとして、ルセフ大統領・ルラ前大統領の電話盗聴記録が公開されている。

³ 連邦会計検査院が2014年会計報告の不承認を議会に勧告したことを受け、ルセフ政権は問題とされた政府系金融機関への未払いを清算する形で対処している。

⁴ ブラジル共和国憲法の規定によれば、正副大統領が任期後半の2年間（今回の場合2017～2018年）に不在となった場合は、30日以内に国会議員による正副大統領の選挙が実施されるとみられる。

⁵ 国営石油会社ペトロブラスは、2013年のピークから2016年にかけて投資を約280億ドル削減している。約100億ドルとされる五輪関連投資の効果は、同社の投資削減でかき消されてしまっている。

⁶ レアル相場の反発を受け、ブラジル中銀は3月中旬以降、レアル安阻止のための為替介入政策を修正している。通貨スワップについては、ロールオーバーの規模を満額から縮小するほか、先物市場でのドル買いに相当するリバース通貨スワップを約3年ぶりに再開する方針を中銀は示した。

⁷ 上院（81議席）は、労働者党（PT）が12議席、ブラジル民主運動党（PMDB）が18議席、ブラジル社会民主党（PSDB）11議席、持続ネットワーク1議席、その他21の政党が39議席。下院（513議席）は、PT58議席、PMDB69議席、PSDB48議席、REDE5議席、その他21の政党が333議席を占める（2016年3月24日 Bloomberg 報道等による）。

⁸ ただし、世論調査でのテメル政権に対する期待は必ずしも高くない。Datafolha（2016年3月17-18日調査）によれば、テメル政権の政策運営がルセフ政権より良くなるとの回答は28%、同じ38%、悪くなる22%となっている。

⁹ Datafolha（前出）によれば、次期大統領選挙の支持率トップは、持続ネットワーク（REDE）のシルバ元環境相。シルバ氏は、2014年大統領選挙ではブラジル社会党（PSB）から出馬し、第1回投票で3位に終わり敗退したが、クリーンなイメージが支持を集めている。2014年の決選投票で接戦の末に敗れたブラジル社会民主党（PSDB）のネーベス上院議員は、汚職疑惑があり支持率が低下している。両者の経済政策については、西川珠子「ブラジル大統領選挙の展望～12年ぶりの政権交代は実現するのか～」(みずほ総合研究所「みずほインサイト」、2014年9月17日) 参照。

¹⁰ S&Pによれば、2016～2020年に償還を迎えるブラジル企業（同社の格付け対象企業）の社債は約740億ドルに達し、そのうち80%がドル建てとなっている。投機的格付けの非金融企業による発行分が450億ドルを占め、業種別には270億ドルが総合石油・ガス部門（ほぼペトロブラスに相当）となっている。Standard & Poor's(2016), "Credit Trends: Latin America Refinancing Study - More than \$200 Billion Of Rated Corporate Debt Is Expected To Mature By 2020," Feb 25.

¹¹ IMFによれば、非金融企業のうち為替ヘッジが不十分（8割未満）な非輸出企業は33%を占め、このうちグループ企業の支援が可能な外資系企業の除くと、為替リスクに脆弱な企業は17%。IMF(2015), "Brazil Selected Issues," IMF Country Report NO. 15/122, May.

[共同執筆者]

ニューヨーク事務所長

欧米調査部 上席主任エコノミスト

新形 敦 atsushi.niigata@mizuho-ri.co.jp

西川 珠子 tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp

●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、商品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。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。

主要経済指標一覧

		2013	2014	2015	2015/4-6	2015/7-9	2015/10-12	2015/11	2015/12	2016/01	2016/02	
名目GDP	億ドル	24,614	24,159	17,688	-	-	-	-	-	-	-	
	一人当たり、ドル	12,244	11,915	8,651	-	-	-	-	-	-	-	
実質GDP	前期比、%	-	-	-	▲ 2.1	▲ 1.7	▲ 1.4	-	-	-	-	
	前年比、%	3.0	0.1	▲ 3.8	▲ 3.0	▲ 4.5	▲ 5.9	-	-	-	-	
	民間消費	前期比、%	3.5	1.3	▲ 4.0	▲ 2.2	▲ 1.5	▲ 1.3	-	-	-	
	政府消費	前期比、%	1.5	1.2	▲ 1.0	0.4	0.3	▲ 2.9	-	-	-	
	総固定資本形成	前期比、%	5.8	▲ 4.5	▲ 14.1	▲ 7.4	▲ 4.4	▲ 4.9	-	-	-	
	輸出	前期比、%	2.4	▲ 1.1	6.1	3.1	▲ 2.4	▲ 0.4	-	-	-	
	輸入	前期比、%	7.2	▲ 1.0	▲ 14.3	▲ 8.3	▲ 7.2	▲ 5.9	-	-	-	
	農畜産業	前期比、%	7.6	2.0	1.5	▲ 3.6	▲ 3.0	2.9	-	-	-	
	鉱工業	前期比、%	2.4	▲ 1.0	▲ 6.2	▲ 3.5	▲ 1.9	▲ 1.4	-	-	-	
	サービス業	前期比、%	2.8	0.4	▲ 2.7	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 1.4	-	-	-	
	鉱工業生産	前期比、%	-	-	-	▲ 2.5	▲ 3.3	▲ 4.0	▲ 2.4	▲ 0.5	0.4	-
		前年比、%	2.1	▲ 3.0	▲ 8.3	▲ 6.2	▲ 9.3	▲ 11.9	▲ 12.5	▲ 12.1	▲ 13.8	-
	商業販売	小売売上高	前年比、%	4.3	2.2	▲ 4.3	▲ 3.5	▲ 5.7	▲ 6.9	▲ 7.8	▲ 7.2	▲ 10.3
自動車販売台数		前年比、%	▲ 0.9	▲ 7.1	▲ 26.6	▲ 24.1	▲ 26.5	▲ 36.7	▲ 33.9	▲ 38.4	▲ 39.0	
雇用	失業率	%	5.4	4.8	6.8	6.7	7.5	7.4	7.5	6.9	7.6	
	全国正規雇用者数(注1)	人	730,687	152,714	▲ 1,625,551	▲ 324,626	▲ 340,050	▲ 895,968	▲ 130,629	▲ 596,208	▲ 99,694	
物価	IPA-DI(卸売物価指数)	前年比、%	5.9	4.6	6.0	3.4	7.8	11.3	11.3	11.3	12.9	
	IPCA(拡大消費者物価指数)	前年比、%	6.2	6.3	9.0	8.5	9.5	10.4	10.5	10.7	10.7	
国際収支	貿易収支(注2)	百万ドル	389	▲ 6,629	17,670	7,073	7,667	8,739	941	6,068	643	
	輸出	前年比、%	▲ 0.3	▲ 7.2	▲ 15.2	▲ 15.4	▲ 20.7	▲ 9.5	▲ 11.7	▲ 4.2	▲ 18.3	
	輸入	前年比、%	7.3	▲ 4.3	▲ 25.3	▲ 23.4	▲ 31.7	▲ 32.1	▲ 30.0	▲ 39.1	▲ 36.4	
	経常収支(注2)	百万ドル	▲ 74,839	▲ 104,181	▲ 58,882	▲ 12,788	▲ 11,326	▲ 9,668	▲ 2,948	▲ 2,443	▲ 4,817	
		対GDP比、%	▲ 3.0	▲ 4.3	▲ 3.3	▲ 4.4	▲ 4.2	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.3	▲ 2.9	
	金融収支	百万ドル	▲ 72,696	▲ 100,599	▲ 54,734	▲ 12,950	▲ 11,064	▲ 6,855	▲ 2,958	▲ 477	▲ 4,396	
	外貨準備高	百万ドル	358,808	363,551	356,464	368,668	361,370	356,464	357,016	356,464	357,507	
	輸入比	カ月	17.9	18.9	24.8	25.0	25.7	28.4	27.9	33.6	34.1	
	対外債務残高	百万ドル	308,625	352,684	337,732	349,225	344,914	337,732	-	-	-	
		対GDP比、%	13.8	15.0	18.9	16.6	17.8	18.9	-	-	-	
財政収支	プライマリー収支(注3)	億レアル	913	▲ 325	▲ 1,112	▲ 423	▲ 402	▲ 368	▲ 524	▲ 1,112	▲ 1,044	
		対GDP比、%	1.7	▲ 0.6	▲ 1.9	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 1.9	▲ 1.8	
	総合収支	億レアル	▲ 1,575	▲ 3,439	▲ 6,130	▲ 4,433	▲ 5,224	▲ 5,375	▲ 5,493	▲ 6,130	▲ 6,444	
	一般政府債務残高	億レアル	27,480	32,524	39,275	35,884	37,891	39,275	38,447	39,275	39,928	
	対GDP比、%	51.7	57.2	66.2	61.8	64.7	66.2	65.1	66.2	67.0		
金利	SELIC(短期金利誘導目標)	期末値、%	10.00	11.75	14.25	13.75	14.25	14.25	14.25	14.25	14.25	
為替	レアル/ドル	期末値	2.3621	2.6576	3.9608	3.1030	3.9475	3.9608	3.8674	3.9608	3.9992	
株価	Bovespa指数	期末値	51,507	50,007	43,350	53,081	45,059	43,350	45,120	43,350	40,406	

(注1) 全国正規雇用者数は、27州・連邦区で政府登録された正規雇用創出件数。

(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