

政治不安が再燃するブラジル

「3年連続マイナス成長」回避へ正念場

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、テメル大統領の汚職疑惑が発覚し、政治不安が再燃。大統領自ら辞任しなくても、①2014年大統領選挙の無効判決、②最高裁での裁判、③議会の弾劾により、失職する可能性
- 政治不安の再燃により、財政再建の柱である年金改革がとん挫すれば、歳出上限の実効性が低下し、ブラジル国債格付けの投資適格への復帰は一段と遠のくことに
- 1~3月期の実質GDP成長率は3年ぶりのプラスに転じるなど、景気回復の兆しが見え始めた矢先。「3年連続マイナス成長」を回避するには、財政緊縮・金融緩和のポリシーミックス維持が不可欠

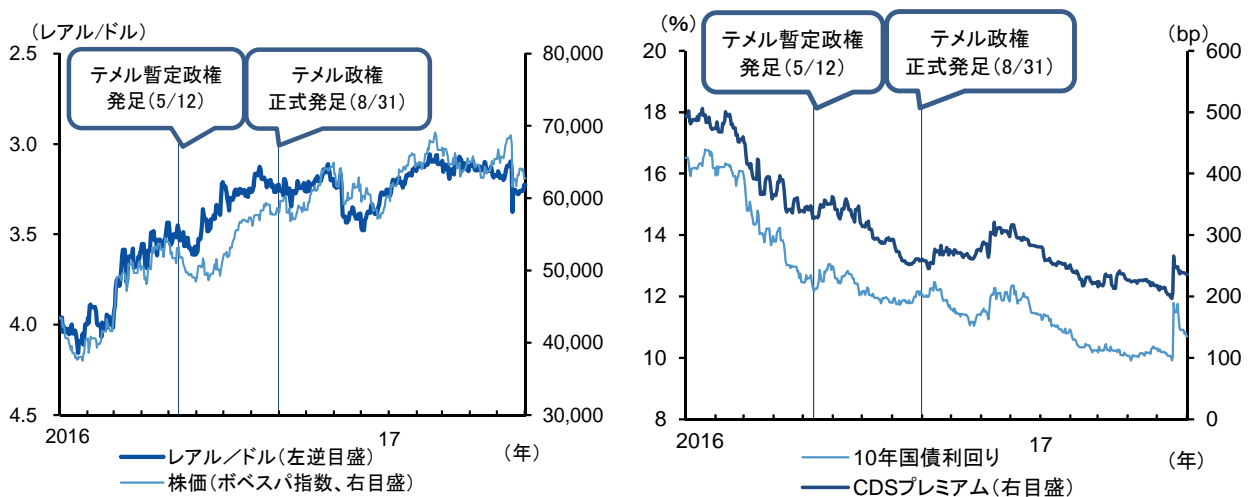
1. テメル大統領の汚職問題と大統領交代の可能性

(1) 汚職疑惑の発覚を受けてトリプル安が進行

ブラジルの政治不安が、市場を揺るがしている。テメル大統領の汚職疑惑（司法妨害および収賄）¹が発覚し、ブラジル最高裁判所が捜査を許可したことを受け、5月18日の為替・株式・債券市場ではトリプル安が進行した。

レアルの対ドルレートは前日比7.0%安と1999年の変動相場移行直後以来の下げ幅を記録し、年初からの上昇分が一時帳消しになった。ボブスバ指数は、前日比8.8%安と2008年の金融危機以来の下げとなり、一時は下げ幅が10%を超えてサーキットブレーカーが発動された。10年国債利回りは、前日比1.8%pt上昇、CDSプレミアムは60bp上昇と信用リスクに対する警戒感が強まった（図表1）。

図表1 テメル大統領汚職問題と市場の反応



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

トリプル安の進行を受けて、当局は対応に追われた。ブラジル中銀は、5月18日に40億ドル相当の通貨スワップ入札（先物市場でのドル売りに相当）を実施し、5月19、22、23日も20億ドルずつの入札を実施した。財務省も、定例の国債入札を延期し、異例の国債買戻し計画を発表した。当局の対応を受け、市場は反発したが、政治動向に神経質に反応する展開が続いている。

（２）テメル大統領交代のシナリオ

汚職問題の発覚で、野党側からは大統領辞任を求める声が高まり、2018年10月に実施予定の大統領選挙の前倒し実施を求めるデモが発生している。テメル大統領（ブラジル民主運動党、PMDB）は、汚職疑惑の証拠はねつ造されたものであるとして、辞任を否定している。

テメル大統領が自ら辞任しなくても、①2014年大統領選挙の無効判決、②最高裁での裁判、③議会の弾劾手続き、により、失職する可能性がある（図表2）。テメル大統領（およびルセフ前大統領（労働者党、PT））に対しては、かねてより2014年大統領選挙での違法献金問題がくすぶっていた。選挙高等裁判所（TSE）は4月初旬以来延期されていた審理を、6月6日に再開することを決定した。違法献金の事実が確認され、選挙結果が無効となれば、テメル大統領は失職する。テメル大統領がTSEの判決に対し上訴した場合、失職が確定するまでに時間がかかる可能性がある。

最高裁での裁判によって失職するケースもある。検察が司法妨害及び収賄罪に関しテメル大統領を起訴し、下院の2/3の賛成が得られた場合、最高裁が起訴を受理するか否かを判断する。最高裁が起訴を受理し、テメル大統領が被告となった段階で大統領は180日間の職務停止（下院議長が大統領職務を代行）となり、有罪が確定すれば失職する。

議会では、テメル大統領に対しすでに弾劾請求が提出されており、上下両院2/3の賛成により罷免される可能性がある。弾劾請求の審議入りは、下院議長に決定権がある。ルセフ前大統領の場合は、もともと政敵だったクーニャ前下院議長（PMDB）が弾劾を推進した。マイア下院議長（民主党、DEM）はテメル大統領の改革路線を支持してきたが、TSEや最高裁の判断を見守る姿勢を示している。

弾劾実現の可否を占う上では、連立を組む主要政党の動きがカギを握る。ルセフ前大統領のケースでは、テメル副大統領（当時）が所属するPMDBの連立離脱が弾劾の流れを決定づけた。すでにブラジル社会党（PSB）、社会大衆党（PPS）が連立を離脱しており、現時点では連立維持を表明しているブラジル社会民主党（PSDB）とDEMの動きが注目される。決定的な汚職の証拠が判明すれば、

図表2 テメル大統領交代のシナリオ

シナリオ	日程・手続き等
テメル大統領辞任	自らの判断で辞任
選挙高等裁判所による有罪判決	2014年大統領選挙の違法献金疑惑につき6月6日審理再開。選挙無効が確定すれば、大統領は失職。判決後、大統領は上訴の可能性。
最高裁判所による有罪判決	司法妨害・収賄疑惑につき審理。下院の2/3の賛成を受け、起訴受理を判断。起訴受理により大統領は180日間の職務停止。有罪判決が確定すれば、大統領は失職。
議会による弾劾手続き	弾劾請求を受け、下院議長が審議開始を判断。下院2/3賛成→上院過半数賛成で上院弾劾法廷設置。弾劾法廷設置時点で大統領は180日間の職務停止。上院2/3賛成により大統領は罷免。 ↓テメル大統領辞任/失職の場合
国会議員による間接選挙	政権任期の後半に正副大統領が不在となった場合は、国会議員による間接選挙を30日以内に実施。この間は下院議長が大統領職務を代行。新大統領の任期は2018年末まで。

（資料）各種報道より、みずほ総合研究所作成

連立離脱が相次ぎ、弾劾手続きが加速する展開がありうる。ルセフ前大統領の場合、2015年12月2日の弾劾手続き開始後、上院の弾劾法廷設置が決定された2016年5月12日に職務停止、2016年8月31日に罷免が決定している。

(3) テメル大統領辞任／失職の場合は国会議員による間接選挙を実施

テメル大統領が辞任ないし失職した場合、30日以内に国会議員による間接選挙が実施され、2018年末までの任期を担う大統領が選出される（次期大統領選挙は2018年10月）²。1988年に制定された現行憲法下で、間接選挙が実施された前例はない。間接選挙が実施されるまでの30日間は、マイア下院議長が大統領職務を代行する。次期大統領選挙でル元大統領が出馬する見込みのPTは、2018年10月に実施される予定の総選挙を前倒して直接選挙を実施することを求めているが、憲法改正が必要になるため、可能性は高くないとみられる。

テメル大統領が辞任／失職した場合の後任については、さまざまな観測がある。マイア下院議長、メイレス財務相（民主社会党（PSD））、ジェレイサッティ上院議員（PSDBの党首代行）、カルドゾ元大統領（PSDB）、ジョビン元国防・司法相（PMDB）、ルシア最高裁長官などの名前がメディアでは取りざたされている。市場では、メイレス財務相に期待する声があるが、今回の汚職疑惑の渦中にある食肉大手JBSの持ち株会社J&F投資会社の経営審議会議長であったことが制約要因として指摘されている。新大統領が誰であれ、メイレス財務相を筆頭に経済チームが留任すれば、構造改革路線を維持できると期待する見方もある。

2. 懸念される構造改革の停滞リスク

(1) 年金改革の議会審議に暗雲、遠のく投資適格への復帰

今後は、テメル大統領の去就そのものより、構造改革路線が維持されるか否かが焦点になると考えられる³。テメル大統領は、2016年5月の暫定政権発足以降の1年間、財政再建策を筆頭に、労働、エネルギー、インフラ投資等、広範な分野で構造改革を推進してきた（図表3）。今回の汚職問題により、当初は年内の成立が期待されていた年金・労働改革等の議会審議が遅れて構造改革が停滞し、政府の

図表3 テメル政権下での構造改革

項目	内容	進捗状況
歳出上限	歳出の伸び(利払い費を除く)を前年インフレ率以下に抑制(2017~36年の20年間) 医療・保健分野は2018年以降適用、他は2017年より実施	成立済 (2016年12月)
年金改革	受給開始年齢の導入(原則:男性65歳、女性62歳) 支給額抑制により6040億ドルの赤字削減(2018~27年の10年間)	上下両院で2回採決 (3/5以上の賛成)
労働改革	労働基本法(1943年制定)の近代化・柔軟化: 団体協約の優先、臨時雇用契約・パートタイム労働についての制限緩和等 派遣労働者法:アウトソーシングの職種制限規制を緩和	下院可決(2017年4月) →上院へ 成立済(2017年3月)
エネルギー改革	深海油田開発法改正:ペトロブラスの参加(権益の30%以上を取得)義務撤廃 ローカルコンテンツ規制の緩和:設備等の国内調達率を約半分に引き下げ	成立済(2016年11月) 2017年2月発表
インフラ投資	国営事業の民営化計画(PPI):2016年発表310億リアル+2017年3月追加分450億リアル 入札・契約手続きを改善し、民間投資を促進	2017年より 順次実施
税制改革	税制簡素化:社会統合基金(PIS)、社会保険融資負担金(Cofins)および商品流通サービス税(ICMS)を中心に検討	2017年中に 政府案を提出

(資料) 各種報道より、みずほ総合研究所作成

信認低下によりエネルギーやインフラ分野への民間投資が手控えられとの懸念が強まっている。

特に懸念されるのは、最優先課題である財政再建の遅れだ。テメル大統領は、財政緊縮措置を推進しており、利払い費を除く歳出の伸びを前年インフレ率以下に抑制（2017～36年の20年間）する歳出上限を導入する憲法改正法を成立させた。

歳出上限の実効性を確保するうえで不可欠となるのが、年金改革だ。テメル政権は、受給開始年齢の導入等を含む憲法改正法案を提出し、下院特別委員会を通過したが、汚職問題の発覚により議会議の前進が危ぶまれる状況となっている。政府は当初7月中旬の法案成立を目指していたが、5月中に予定されていた下院採決は6月（マイア下院議長によれば5日～12日）にずれ込んでいる。内容面でも、すでにこれまでの審議過程で政府は当初案から譲歩を迫られてきた。当初男女ともに65歳としていた受給開始年齢を女性は62歳に引き下げたほか、新制度への移行措置の緩和、教員・軍警察官・農村労働者の受給条件の緩和等の変更が検討されている。この結果、年金改革による赤字削減効果は、当初案の76%程度（10年間で6040億ドル）に縮小すると政府は見えており、民間金融機関の推計では6割程度となる見方もある。下院で必要な賛成票（308/513人）に対し、確保できている賛成票は270前後にとどまっているとされる。メイレス財務相は、「プランBはない」として年金改革の見直しを否定しているが、今後支持を増やすためにさらなる譲歩を迫られる場合には、内容面で骨抜きになり、歳出上限の実効性が低下する可能性が高まる。

ブラジルの基礎的財政収支（PB、2017年4月）は、GDP比2.3%の赤字を計上しており、悪化に歯止めがかかったものの、改善は遅れている。政府は、PBの黒字転換見通しを2019年（2017年予算）から2020年（2018年予算）に1年後ずれさせているが、年金改革がとん挫すれば、黒字確保のためには追加的な歳出抑制策を検討する必要に迫られる。

主要格付け機関は、2015年9月以降、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。ムーディーズは、財政見通しがより明確になったとして、今年3月15日に格付け見通しをNegativeからStableに引き上げたが、テメル大統領の汚職問題発覚を受け、わずか2カ月余り後の5月26日にNegativeに引き下げている。スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は5月22日、長期債格付け（BB）をクレジットウォッチ・ネガティブに指定し、政治の機能不全が継続する場合には、3カ月以内に追加的な格下げを行う可能性を示唆している。年金改革の実現性・実効性が低下すれば、追加的な格下げは避けられなくなり、投資適格への復帰は一段と遠のくことになる。

（2）「3年連続マイナス成長」回避へ正念場

テメル大統領の交代は、構造改革にとってプラスと評価されれば、市場の安定化につながる。ルセフ前大統領の弾劾手続きの場合は、2015年12年の手続き開始後、早い段階から市場は政策転換を織り込み為替・株価は上昇し、金利は低下に向かった。現時点では、構造改革への期待は辛うじて維持されており、金融・為替市場は大統領の進退や、年金・労働改革法案の動向に神経質に反応しつつも、小康状態を保っている。

逆に、テメル大統領が続投し、レームダック化するとの見方が強まる場合は、構造改革が停滞するとの懸念が強まり、金融・為替市場の混乱が長期化する可能性がある。混乱が長期化した場合、「3年連続マイナス成長」のリスクが高まることになる。

ブラジル経済は、2015年以降2年連続のマイナス成長という深刻な景気後退にあったが、2017年1～3

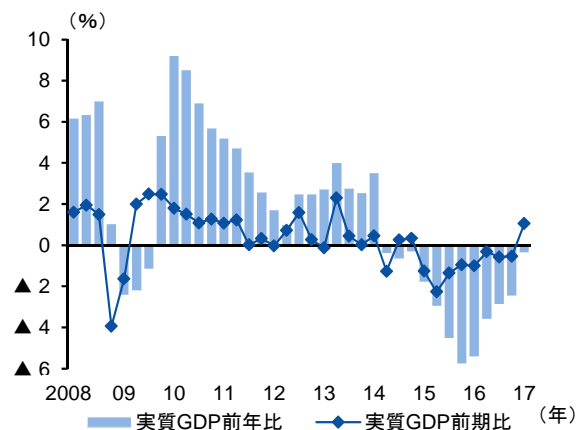
月期の実質GDP成長率は前期比+1.0%と3年ぶりのプラス成長に転じ、ようやく景気の底打ちが確認された矢先だ（図表4）。今後の持続的な回復には、金融緩和の継続が不可欠となっている。

今後、金融・為替市場の混乱が長期化すれば、金融政策の自由度は低下する。また、構造改革の停滞自体も、金融緩和の阻害要因となる。ブラジル中銀は、5月31日の政策決定会合で政策金利を11.25%から10.25%へと引き下げ、累計利下げ幅は4%ポイントに達している。声明文では、「経済の改革・調整プロセスのスピードに関する不確実性の高まりが主要なリスク」と指摘している。消費者物価上昇率（2017年4月）は、前年比+4.1%と2009年以来初めてインフレ目標中央値（+4.5%）を下回っているが、中銀は「不確実性の高まり」がインフレに与える影響について監視を強める方針を示した。今後の利下げ余地を検討するうえで、中銀は「構造的金利（実質中立金利）」を重視しており、構造改革の遅れは構造的金利の低下を阻害する要因と考えている。中銀は、次回会合（7月25・26日）では利下げ幅を縮小する可能性を示唆した。

中銀による民間予測機関調査（5月26日時点）では、2017年末までに政策金利は8.5%まで引き下げられ、実質GDP成長率はプラスに転じる（2017年0.5%、2018年2.5%）との見方が維持されている。2017年の実質GDP成長率は、成長のゲタがマイナス（▲0.8%）となっているため、もともと0%台の低成長しかみこまれていない。「3年連続マイナス成長」を回避するためには、大統領が誰であれ、財政緊縮・金融緩和のポリシーミックスを維持していくことが必要になる。

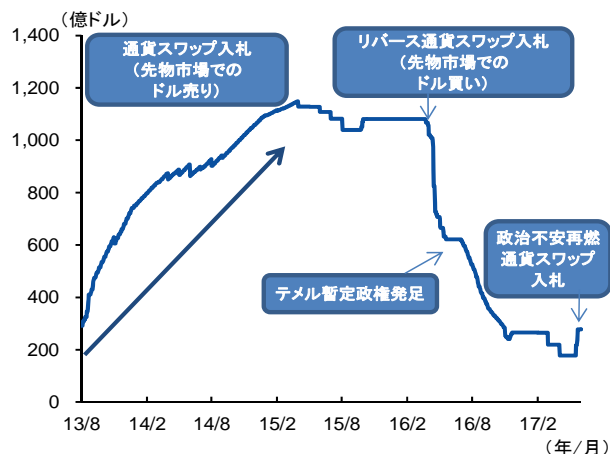
成長の下振れリスクは高まる方向にあるが、通貨安が債務危機に発展するリスクは限定的であると考えられる。レアル相場が3割以上急落した2015年も、ブラジル政府は対外債務のデフォルトや国際金融機関による支援といった最悪の事態を回避し、潤沢な外貨準備等を背景とした通貨安に対する耐性の強さが証明された。ブラジル中銀は通貨スワップ入札を通じてヘッジ手段を提供しており、2016年のレアル高局面で機動的にスワップ残高を縮小してきたことで、レアル安が進行した場合には再度介入を行う余地が確保されている（図表5）。米金融緩和の縮小に伴う資金流出に対して脆弱な「フラジャイル5」の一角に数えられた頃に比べると、インフレは2ケタ台からインフレ目標中央値以下に鎮静化し、経常赤字はGDP比4%を超える水準から同1%前後まで縮小するなど、ファンダメンタルズは大幅に改善している。

図表4 実質GDP成長率



(資料) ブラジル地理統計院

図表5 ブラジル中銀の通貨スワップ残高



(資料) Bloomberg

当面の危機が回避されたとしても、注意しなければならないのは、テメル大統領の汚職問題が2018年10月の大統領選挙に与えるインプリケーションだ。2年連続で大統領の交代が取りざたされるという、1985年の民政移管後で最大の政治危機に直面し、既存政治に対する国民の不信感は極めて強い。緊縮措置への反発から、大衆迎合的な主張をする候補の台頭を許すことになれば、ブラジル経済は新たな危機の火種を抱えることになる。

¹ 大手食肉加工会社 J B S 幹部が、①汚職問題で逮捕されたクーニャ前下院議長に対して黙秘する見返りに資金提供することをテメル大統領が支持した（司法妨害）ほか、②テメル大統領自身が J B S から違法な選挙資金を得ていた（収賄）と証言したものを。

² テメル大統領は、ルセフ前大統領の罷免により副大統領から昇格し、職位継承権のある副大統領は不在となっている。憲法の定めにより、政権任期（今回はルセフ・テメル政権 2015～2018 年の 4 年間）後半に正副大統領が不在となる場合には、国会議員による間接選挙が実施される。

³ 5 月 24-26 日時点のロイターによるエコノミスト調査では、テメル大統領が任期を全うできるとの見方は少数派にとどまるが、金融政策については大半が 2017 年末に 8.5%まで政策金利が引き下げられるとの見方を維持しており、年金改革については年内に成立するとの見方がやや優勢（31 人中 16 人）となっている。

主要経済指標一覧

		2014	2015	2016	2016/7-9	2016/10-12	2017/1-3	2017/01	2017/02	2017/03	2017/04	
名目GDP	億ドル	24,548	17,976	17,994	-	-	-	-	-	-	-	
	一人当たり、ドル	12,106	8,792	8,731	-	-	-	-	-	-	-	
実質GDP	前期比、%	-	-	-	▲ 0.6	▲ 0.5	1.0	-	-	-	-	
	前年比、%	0.5	▲ 3.8	▲ 3.6	▲ 2.9	▲ 2.5	▲ 0.4	-	-	-	-	
民間消費	前期比、%	2.3	▲ 3.9	▲ 4.2	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.1	-	-	-	-	
政府消費	前期比、%	0.8	▲ 1.1	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 0.6	-	-	-	-	
総固定資本形成	前期比、%	▲ 4.2	▲ 13.9	▲ 10.2	▲ 2.4	▲ 1.6	▲ 1.6	-	-	-	-	
輸出	前期比、%	▲ 1.1	6.3	1.9	▲ 2.7	▲ 1.0	4.8	-	-	-	-	
輸入	前期比、%	▲ 1.9	▲ 14.1	▲ 10.3	▲ 3.1	3.5	1.8	-	-	-	-	
農畜産業	前期比、%	2.8	3.2	▲ 6.4	0.2	▲ 0.2	13.4	-	-	-	-	
鉱工業	前期比、%	▲ 1.5	▲ 6.3	▲ 3.8	▲ 1.4	▲ 0.9	0.9	-	-	-	-	
サービス業	前期比、%	1.0	▲ 2.7	▲ 2.7	▲ 0.5	▲ 0.7	0.0	-	-	-	-	
鉱工業生産	前期比、%	-	-	-	▲ 0.7	▲ 0.9	0.7	▲ 0.4	0.0	▲ 1.8	-	
	前年比、%	▲ 3.0	▲ 8.2	▲ 6.6	▲ 5.3	▲ 3.3	0.6	1.3	▲ 0.7	1.1	-	
商業販売	小売売上高	前年比、%	2.2	▲ 4.3	▲ 6.3	▲ 5.6	▲ 5.5	▲ 3.0	▲ 1.2	▲ 3.7	▲ 4.0	-
	自動車販売台数	前年比、%	▲ 7.1	▲ 26.6	▲ 20.2	▲ 17.3	▲ 11.9	▲ 1.9	▲ 5.2	▲ 7.5	5.6	▲ 3.7
雇用	失業率	%	6.8	8.3	11.3	11.7	11.9	13.2	12.6	13.2	13.7	13.6
	全国正規雇用者数(注1)	人	152,714	▲ 1,625,551	▲ 1,371,363	▲ 167,959	▲ 653,861	▲ 68,876	▲ 40,864	35,612	▲ 63,624	59,856
物価	IPA-DI(卸売物価指数)	前年比、%	4.6	6.0	11.4	12.4	7.7	5.3	6.4	5.4	4.1	1.8
	IPCA(拡大消費者物価指数)	前年比、%	6.3	9.0	8.7	8.7	7.0	4.9	5.4	4.8	4.6	4.1
国際収支	貿易収支(注2)	百万ドル	▲ 6,629	17,670	45,037	11,852	10,833	13,812	2,505	4,376	6,931	6,742
	輸出	前年比、%	▲ 7.2	▲ 15.2	▲ 3.0	▲ 1.9	▲ 1.4	24.7	33.5	15.9	25.9	15.2
	輸入	前年比、%	▲ 4.3	▲ 25.3	▲ 19.1	▲ 12.1	▲ 7.3	12.0	17.8	5.9	12.3	2.0
	経常収支(注2)	百万ドル	▲ 104,181	▲ 59,434	▲ 23,530	▲ 5,103	▲ 9,940	▲ 4,653	▲ 5,085	▲ 945	1,377	1,153
	対GDP比、%	▲ 4.2	▲ 3.3	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 1.1
	金融収支	百万ドル	▲ 100,599	▲ 55,155	▲ 16,466	▲ 3,702	▲ 9,014	▲ 2,899	▲ 4,596	▲ 54	1,752	1,746
	外貨準備高	百万ドル	363,551	356,464	365,016	370,417	365,016	370,111	367,708	368,981	370,111	374,945
	輸入比	カ月	18.9	24.8	31.4	30.0	31.4	30.4	29.8	33.4	28.2	34.4
	対外債務残高	百万ドル	712,655	665,101	671,647	688,158	671,647	678,952	-	-	-	-
	対GDP比、%	15.0	18.9	17.9	18.9	17.9	17.0	-	-	-	-	-
財政収支	プライマリー収支(注3)	億リアル	▲ 325	▲ 1,112	▲ 1,558	▲ 1,705	▲ 1,499	▲ 1,474	▲ 1,470	▲ 1,474	▲ 1,478	▲ 1,451
	対GDP比、%	▲ 0.6	▲ 1.9	▲ 2.5	▲ 2.8	▲ 2.4	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3
	総合収支	億リアル	▲ 3,439	▲ 6,130	▲ 5,628	▲ 5,817	▲ 5,627	▲ 5,499	▲ 5,342	▲ 5,356	▲ 5,800	▲ 5,822
	一般政府債務残高	億リアル	32,524	39,275	43,785	43,297	43,785	45,270	43,990	44,500	45,270	45,477
	対GDP比、%	56.3	65.5	69.9	69.9	69.9	71.5	69.9	70.5	71.5	71.5	71.7
金利	SELIC(短期金利誘導目標)	期末値、%	11.75	14.25	13.75	14.25	13.75	12.25	13.00	12.25	12.25	11.25
為替	リアル/ドル	期末値	2.6576	3.9608	3.2552	3.2624	3.2552	3.1220	3.1486	3.1104	3.1220	3.1768
株価	Bovespa指数	期末値	50,007	43,350	60,227	58,367	60,227	64,984	64,671	66,662	64,984	65,403

(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