

ブラジル経済本格回復のカギ 出遅れる投資の回復と政策金融見直しの影響

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、約3年ぶりの前年比プラス成長に転じるなど、景気回復の動きが広がっている。個人消費と輸出が景気けん引役となる一方、投資は銀行貸出の低迷等により回復が遅れている
- 汚職容疑がかかるテメル大統領は失職を回避し、構造改革の実績を積み上げているが、最優先課題の財政再建は遅れており、年金改革の成否が格付けの方向性を占う最大の注目点
- 構造改革の一環として実施される政策金融の見直しは、中期的には財政負担の軽減や高金利体質の是正につながるものとして評価されるが、短期的には投資判断への影響を注視する必要がある

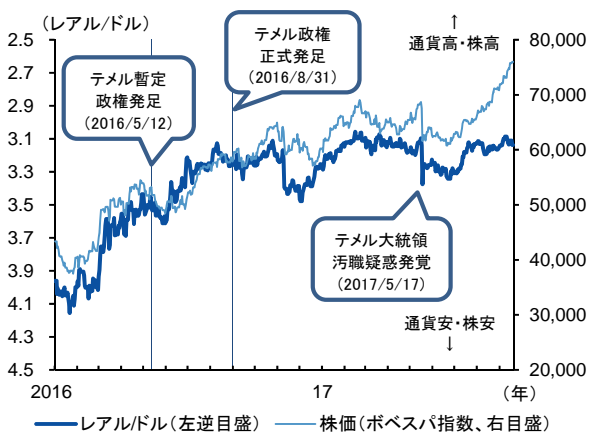
1. 景気回復の動きが広がるブラジル経済

(1) 2017年4~6月期は約3年ぶりの前年比プラス成長

ブラジルでは、景気回復の動きが徐々に広がりを見せている。汚職問題¹によるテメル大統領の失職懸念の後退と、景気回復への期待を背景に、リアル相場は上昇基調に復し、株価は史上最高値を更新している（図表1）。

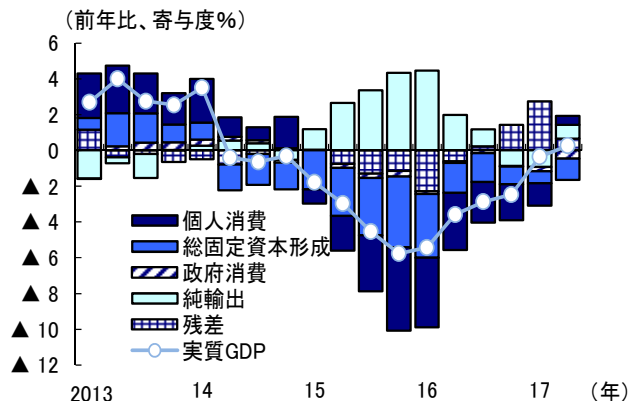
2017年4~6月期の実質GDP成長率は、前年比+0.3%と2014年1~3月期以来、約3年ぶりのプラスに転じた（図表2）。景気のけん引役は、個人消費と輸出だ。個人消費（同+0.7%）は、雇用情勢の改善やインフレ率の鈍化等による家計の実質購買力の向上、景気対策として実施された勤続期間保証基金（FGTS）²の引き出し等を背景に、10四半期ぶりにプラスに転じた。純輸出は、輸出増（同+2.5%）の一方で輸入（同▲3.3%）が減少し、3四半期ぶりのプラス寄与（前年比寄与度+0.8%PT）となった。

図表1 為替・株価



（資料）Bloomberg

図表2 実質GDP成長率



（注）需要項目別は寄与度。

（資料）ブラジル地理統計院

他方、総固定資本形成（投資、前年比▲6.5%）、政府消費（同▲2.4%）は減少幅が拡大した。足元の景気の方角性を示す前期比の成長率は+0.2%となり、1～3月期（同+1.0%）の高い伸びからは減速したものの、2四半期連続のプラス成長となった。

業種別にみると、サービス（前年比▲0.3%）の減少幅が縮小したほか、農畜産業（同+14.9%）が高い伸びを維持した。他方、鉱工業（同▲2.1%）は13四半期連続減少と、不振が続いている。

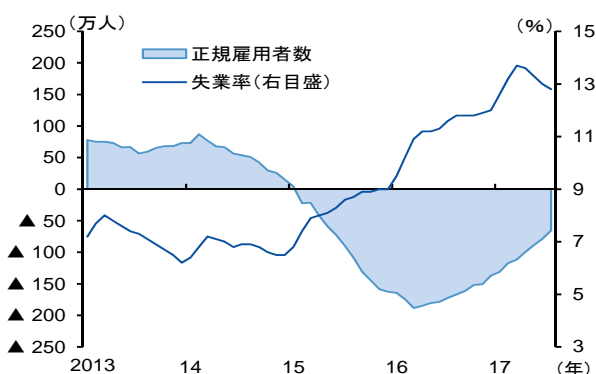
（2）個人消費の回復を支える雇用の改善とインフレ沈静化・金融緩和

景気回復のけん引役となっている個人消費を支えているのが雇用の改善とインフレ沈静化、そして金融緩和だ。失業率は、2017年3月（3カ月移動平均13.7%）をピークに4カ月連続低下（7月同12.8%）している。正規雇用者数（採用－解雇、12カ月累計値）の減少幅も縮小している。採用は依然として低迷しているものの解雇が減少傾向にあり、単月ベースでは採用が解雇を上回り、雇用者数が増加している（図表3）。

インフレの沈静化も、個人消費の回復を後押ししている。拡大消費者物価上昇率は、2016年1月（前年比+10.7%）をピークに急速に低下しており、2017年8月は同+2.5%と目標圏（+4.5%±1.5%）の下限を下回り、1999年以来の低水準となっている（図表4）。インフレ沈静化の主因であった政府規制価格は、燃料・電気料金が値上げに転じたことで鈍化が一服しているものの、飲食料品価格の下落等が物価抑制要因となっている。インフレ率の沈静化は、実質賃金の改善に寄与している。2017年の最低賃金上昇率は前年比6.5%と前年の同11.7%を大幅に下回るなど、名目賃金の伸びは鈍化しているものの、インフレ率の急低下により実質ベースでは改善している。

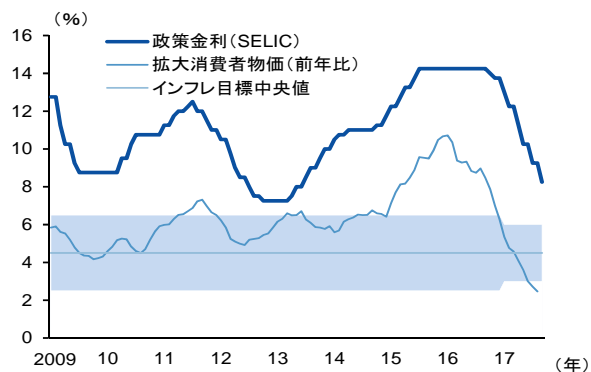
インフレ率の鈍化を受けた金融緩和も、家計にとって追い風となっている。ブラジル中銀は、2016年10月に4年ぶりとなる金融緩和に転じた後、2017年9月まで8会合連続の利下げを実施している（政策金利14.25%→8.25%、累計利下げ幅6.0%PT）（図表4）。政策金利の引き下げに伴い、家計向け貸出金利もピーク時から6.7%PT低下している（2016年11月43.2%→2017年7月36.5%）。景気が緩やかな回復傾向にあるなか、中銀は9月会合の声明文で、次回会合で利下げ幅を縮小する方向性を示唆したほか、利下げ開始以来初めて「緩和サイクルの段階的な終了」に言及し、利下げ終了への地ならしを開始した。中銀は、次回10月会合で0.75%、12月に0.5%の追加利下げを実施し、政策金利を過去最低水準である7.0%まで引き下げ、その後は当面据え置くと予想される。

図表3 雇用者数・失業率



（注）正規雇用者数（「採用－解雇」）は12カ月累計値。
失業率は、3カ月移動平均。
（資料）ブラジル地理統計院

図表4 インフレ率・政策金利



（注）網掛け部分はインフレ目標の上限・下限。
（2016年まで+4.5±2.0%、17年は±1.5%）
（資料）ブラジル中央銀行

(3) 中国向け一次産品輸出の回復が輸出をけん引

個人消費とともにプラス成長転換に寄与した輸出は、一次産品を中心に好調に推移している(図表5)。一次産品輸出は、原油、鉄鉱石等の主要輸出品目の資源価格上昇により、2017年1月以降8カ月連続で二ケタ増の高い伸びを維持している。仕向地別では、主な資源の買い手である中国向けが好調で、中国向け輸出比率は2017年に入り一段と上昇している。

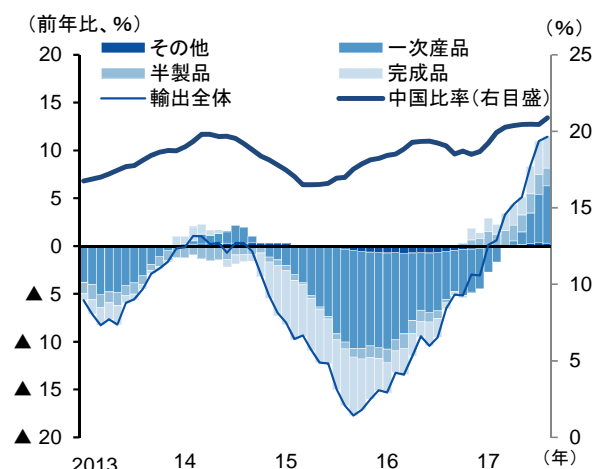
輸出の回復により、貿易収支の黒字幅が拡大し、経常赤字の縮小傾向が続いている(7月までの12カ月累計GDP比▲0.7%)。貿易収支の黒字は、景気後退による輸入減少に起因するものから、2017年入り以降は輸出拡大に伴うより好ましい内容に変化している。金融収支については、証券投資は不安定に推移しているが、直接投資(同4.4%)は経常赤字をカバーして有り余る資金が流入し、ファイナンス構造は安定している。

(4) 回復が遅れる総固定資本形成(投資)

個人消費、純輸出が景気回復に寄与する一方、総固定資本形成(投資)は13四半期連続で前年割れとなり、依然として景気下押し要因となっている。今景気後退局面での投資低迷は、資源価格の下落に伴う交易条件(輸出物価/輸入物価)の悪化や、国営石油会社ペトロbrasを巡る汚職問題により、資源企業と関連サプライヤー・建設会社等が投資を削減したことが主因と考えられる。資源価格の上昇により交易条件が2016年以降急速に回復するなか、投資の減少幅も2015年10~12月期(前年比▲18.7%)を底に徐々に縮小しつつあったが、2017年4~6月期(同▲6.5%)は減少幅が再び拡大している(図表6)。

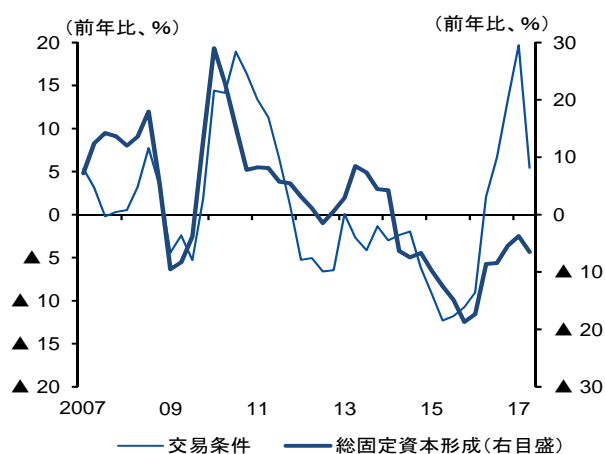
交易条件の改善にも関わらず、投資低迷が長引いている要因としては、生産活動が回復傾向にあるとはいえ低水準(7月の鉱工業生産指数は2013年ピーク比▲17%)であることに加え、汚職問題と厳しい資金調達環境が考えられる。汚職問題は、疑惑の渦中にあるペトロbras等の投資抑制以外にも、政治的な不透明感を通じて企業全般の投資マインドを冷え込ませていると考えられる。企業の資金調達面では、業績改善期待から株価が最高値を更新するなど株式市場は好調なもの、信用市場では非金融法人企業向け銀行貸出が前年割れ(7月前年比▲7.7%、家計向けは同4.4%)となる等、調整圧力

図表5 財別輸出



(注) 財別輸出は12カ月累計値。
中国比率は12カ月移動平均。
(資料) 開発商工省貿易局

図表6 総固定資本形成・交易条件



(注) 交易条件=輸出物価/輸入物価。
(資料) 通商研究センター(FUNCEx)、ブラジル地理統計院

が根強い。非金融法人企業向け貸出金利はピーク時からの低下幅が3.6%PT（2016年2月22.6%→2017年7月19.0%）と利下げの効果の波及度合いも小さく、企業の資金調達環境の改善は家計より遅れている。企業向け貸出の低迷には、政府系金融機関の貸出縮小が影響している面もあるとみられ、構造改革の一環として進められている政策金融の見直し（トピックス参照）が、投資に与える影響を注視する必要がある。

（5）緩やかな景気回復が継続、政治要因が引き続きリスク

今後については、緩やかな景気回復が続くと予想される。大幅な金融緩和、雇用情勢の改善、インフレ沈静化による実質購買力の向上等による個人消費の回復と、資源価格の上昇に伴う輸出拡大により、2017年は3年ぶりのプラス成長（+0.6%）に転じると予想される。2018年は、個人消費や輸出の持ち直しが生産活動の回復を後押しし、交易条件の改善と相まって徐々に投資が上向くことにより、緩やかに成長率が上昇（+1.9%）するとみられる。財政政策が緊縮気味の政策運営を余儀なくされることや、信用市場の調整圧力継続等により、過去の金融緩和局面に比べ、成長ペースの加速は緩やかなものにとどまろう。

景気回復にとって最大のリスクは、引き続き政治の不確実性だ。焦点は、テメル大統領の汚職問題から、2018年10月の大統領選挙へと徐々にシフトしていく。テメル大統領が進める緊縮財政への反発は根強く、構造改革路線の修正を訴える候補が台頭すれば、資金流出等により回復が阻害されることになりかねない。現時点の世論調査で支持率トップに立つルラ元大統領（労働者党、PT）は、汚職容疑で有罪判決が下っており出馬できない可能性が高いが、仮に勝利した場合には改革が逆行するリスクがある。支持率上位で軍人出身の極右・ボウソナロ下院議員（全国環境党、PEN）は、差別的発言で注目を集めており、統治能力は未知数だ。テメル大統領（ブラジル民主運動党、PMDB）が出馬しないことを暗黙の条件に連立政権で改革を支持してきたブラジル社会民主党（PSDB）からは、2006年大統領選挙の出馬経験があるアルキミン・サンパウロ州知事が出馬する可能性が高く、実業家出身で民営化に積極的なドリャ・サンパウロ市長³がPSDBを離党して出馬するか否かが注目点だ。現政権のメイレス財務相（社会民主党、PSD）が出馬する可能性も取りざたされている。

2. テメル大統領は構造改革を続行

（1）失職を回避するテメル大統領

テメル大統領は、間断なく汚職疑惑が浮上しているものの、失職を回避している。テメル大統領失職の引き金となる要因としては、①違法献金による2014年大統領選挙の無効判決、②議会による弾劾手続き、③汚職容疑についての最高裁での裁判、がある。①については、選挙高等裁判所で無罪判決が確定した（6月9日）。②については、マイア下院議長が手続きを棚上げしており、2018年の大統領選挙まで約1年に迫るなか、時間のかかる弾劾手続き（ルセフ前大統領の場合は約9カ月⁴）の実現性は乏しくなっている。

③については、食肉加工大手JBS元CEOの司法取引での証言に基づき収賄容疑に関して検察に起訴されたものの、下院は最高裁での起訴受理を否決し、裁判は回避された（8月2日）。検察は、司法妨害等の容疑で再び大統領を起訴しており（9月14日）、最高裁での裁判回避の是非について、再度下院が採決を行う必要があるが、起訴受理は否決され、テメル大統領の失職は回避される可能性が高

い。決定的な証拠が致命傷になるリスクはあるが、ようやく景気・金融市場が安定化しつつあるなかで、テメル大統領を2018年末の任期満了まで続投させる方が得策との現実的な判断が議会にはあるとみられる。

(2) 「ブラジル・コスト」の低減につながる各種の改革が実現

政治不安がくすぶり続けているなかでも、テメル政権は矢継ぎ早に構造改革に着手し、その多くを実現に導いている。ルセフ前大統領を罷免に追い込んで昇格したテメル大統領に対する支持率は極めて低い⁵、下院議長を務めた経験を生かして議会対策を進め、実績を積み上げている。政権の正式発足から1年余りで、歳出上限の導入、エネルギー分野を中心とした規制緩和、コンセッション方式によるインフラ投資の推進、1943年労働法の近代化・柔軟化、政策金融の役割を見直す信用市場改革等、数々の改革を実現した（図表7）。

これらの改革の多くは、高い労働コスト、インフラのボトルネック、高金利など、ブラジルへの投資の阻害要因となる「ブラジル・コスト」を中期的に引き下げるものとして評価される。積み残しの課題は、財政再建のために不可欠な年金改革、税制改革、政治改革等であり、2018年10月の大統領選挙を控えて、残された時間は限られている。

(3) 遅れる財政再建、山場を迎える年金改革審議

構造改革の実績を積み上げているテメル政権だが、最優先課題である財政再建は遅れている。基礎的財政収支（公的部門）は、2017年に入り悪化に歯止めがかかったが赤字縮小には至らず（7月までの12カ月累計GDP比▲2.7%）、政府債務残高も増加傾向が続いている（7月末同73.8%）（図表8）。

ブラジル政府は8月、基礎的財政収支の目標を下方修正した（2017～2020年の累計でGDP比2.7%PTの赤字拡大）（図表9）。今年4月に黒字転換時期を2019年から2020年に1年先送りしていたが、今回発表では2020年までに黒字は実現できない見込みとなり、財政再建は逃げ水のように遠のいている。

図表7 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等	成立済 (2017年7月) 成立済(2017年3月)
エネルギー改革	深海油田開発法改正:ベトロプラスの参加(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9月34事業、2017年3月55事業 2017年8月追加分57事業440億レアル(国営電力会社エレクトロプラス含む) 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
信用市場改革	国立経済社会開発銀行(BNDES)貸出の基準金利となる長期金利TJLP(国家通貨審議会が決定する金利)の段階的廃止(市場金利を基準とするTLPIに移行)	上下両院可決済 (2017年8・9月)
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
政治改革	公的選挙資金基金の創設、比例代表制度の見直し、政党連合得票数による議席配分の見直し、議席獲得のための各党最低得票率導入等	上下両院で2回採決 (3/5以上の賛成)

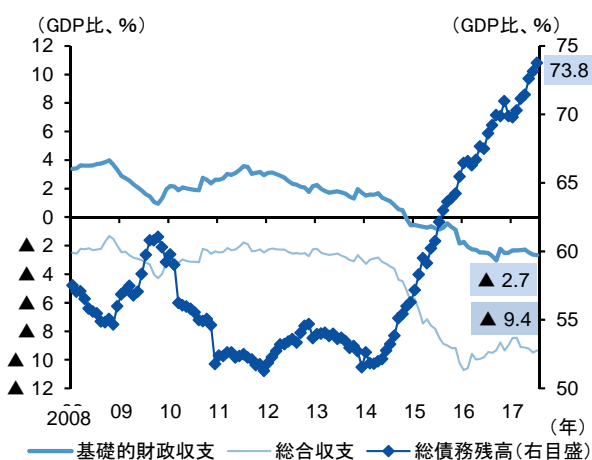
(資料) 各種報道より、みずほ総合研究所作成

財政再建の進め方についても、見直しを迫られている。テメル大統領の汚職疑惑に関し、最高裁での裁判回避に向けて議会での支持を取り付けるため、歳出削減や増税が進めにくくなった。インフレ圧力が鎮静化し、政府規制料金の引き上げが可能になったことから燃料税の引き上げを実施しているが、富裕層を対象とした所得税増税は断念を余儀なくされた。今後、2018年10月の大統領選挙や議会選挙（下院513全議席、上院81議席の2/3が改選）が意識されるにつれて、追加的な財政緊縮措置の実施は困難になるため、財政再建を前進させるためには、景気回復による税収増や民営化収入の着実な増加と、年金改革の成立が不可欠となる。

財政見通しは悪化しているが、政局の安定化を受けて、短期的な格下げリスクは後退している。スタンダード・アンド・プアーズは、ブラジル国債についてクレジットウォッチ・ネガティブの指定を解除した（8月15日）。今後は、歳出上限の実効性を確保するうえで不可欠な年金改革の成否が、格付けの方向性を占う最大の注目点となる。

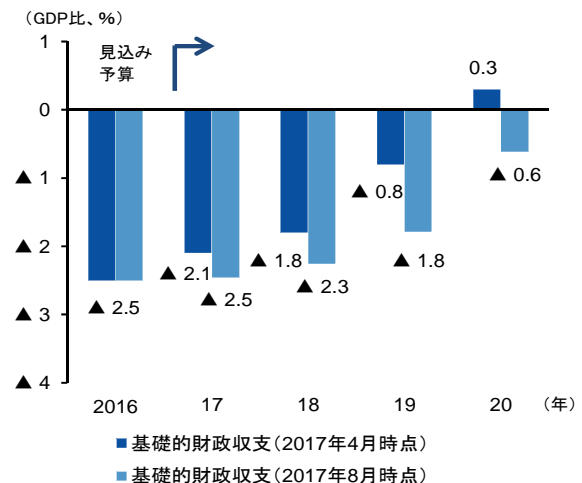
テメル政権は、年金の受給開始年齢の導入等を含む憲法改正法案を議会に提出しているが、汚職問題の発覚により当初6月に予定されていた下院採決は先送りとなった。検察がテメル大統領を司法妨害等の容疑で再び起訴し、最高裁での起訴受理を巡る採決が優先されるため、議会での年金改革の審議開始は10月中旬以降となる見込みだ。現地報道によれば、政府は当初2017年末としていた改革成立の目標について2018年5月前後に先送りする可能性がある。テメル大統領の収賄容疑に関する最高裁での起訴受理を巡る下院での採決（8月2日）では、賛成が227、反対が263で裁判は回避された（2/3=342/513の賛成で起訴受理）。しかし、年金改革の採決では3/5の賛成（下院308）が求められ、収賄容疑での起訴受理反対票（=テメル支持票）では足りない。起訴受理と年金改革について、テメル政権を支持するか否か異なる判断をする議員も存在すると考えられるが、より多くの賛成票を確保するために年金改革案が骨抜きになるリスクを注視する必要がある。国際通貨基金（IMF）は、年金改革が実現しない、あるいは骨抜きになることで財政再建がとん挫した場合のリスクシナリオでは、基礎的財政収支の赤字はGDP比▲2%近辺で縮小せず、政府債務残高は2020年に同100%を超えるとの見方を示している⁶。

図表8 財政収支・債務残高



(注) 財政収支は12カ月累計対GDP比。
(資料) ブラジル中央銀行

図表9 基礎的財政収支の見通し



(資料) ブラジル予算企画省

3. トピックス：政策金融の役割見直しの意義と影響

(1) 見直しが進む政策金融の役割

政府系金融機関・国立経済社会開発銀行（BNDES）貸出の基準金利となる長期金利TJLP（国家通貨審議会が四半期ごとに決定する金利）は、2018年1月以降、市場金利に基づき毎月算定されるTLPに段階的に移行（移行期間5年）する。その狙いは、肥大化した政府金融の役割見直しによる財政負担の軽減と、高金利体質の是正にある。

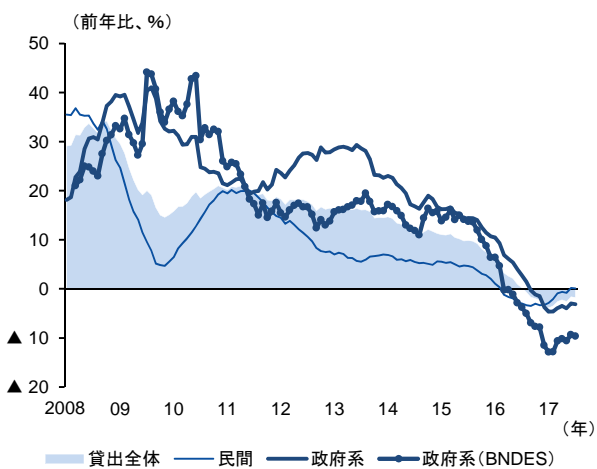
ブラジルでは、リーマン・ショック後の景気対策として、低利での設備投資資金貸出プログラムや低所得層の住宅取得促進など、政策金融の拡充措置がとられた。景気後退局面で、民間金融機関の貸出の伸びが大きく鈍化する一方、政府系金融機関（BNDES、連邦貯蓄銀行、ブラジル銀行等）の貸出は急拡大した（図表10）。景気回復局面入り後も、政府系金融機関の貸出は民間金融機関を上回る伸びが続いた結果、2008年初めに約34%だった政府系金融機関の貸出シェアは急上昇し、2013年に民間金融機関を逆転、2016年には約57%に達した。

ルセフ前政権下では、財政収支の悪化を回避するため、政府系金融機関が肩代わりしていた政府支出の支払いを遅らせた。連邦会計裁判所は2015年10月、2014年会計報告の不承認を議会に勧告し、不正会計操作はルセフ前大統領の弾劾の直接的な理由となった。政府金融の肥大化が問題視されるなか、景気後退の深刻化もあって政府系金融機関の貸出の伸びは2016年以降急減速し、2008年以来初めて民間金融機関を下回った。とりわけ、BNDES貸出は大幅な落ち込みが続いており、持ち直しつつある民間金融機関貸出との違いが鮮明になっている。非金融法人向けのBNDES貸出は、銀行貸出残高全体の18%（非金融法人向けの36%）を占めている（図表11）。特に、長期の資金調達におけるBNDESの役割は大きく⁷、BNDES貸出の低迷が投資の回復が遅れる一因になっていると考えられる。

(2) BNDES向け補助の縮小を通じた財政負担の軽減

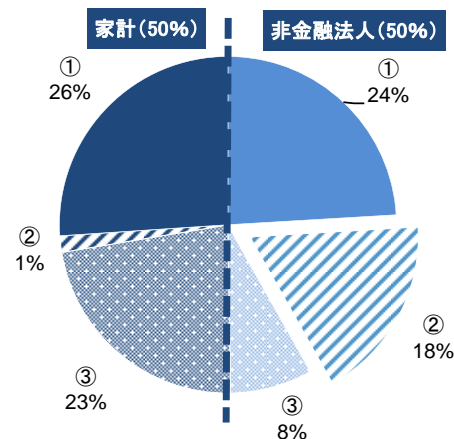
政策金融の活用は、政府の財政負担の増大をもたらしてきた。政府はBNDESの貸出余力を拡大するために、BNDES向け貸出を拡大し、2008年にはGDP比1%程度だった貸出残高は同9%に迫る水準まで拡

図表10 金融機関別の銀行貸出残高



(資料) ブラジル中央銀行

図表11 銀行貸出残高（借り手別内訳）



(注) データは2016年末、貸出残高に占める割合。

①使途制限なし (Non earmarked)、

②使途制限あり (Earmarked) : BNDES

③使途制限あり (Earmarked) : BNDES 以外

(資料) ブラジル中央銀行

大した（図表12）。政府のBNDES向け貸出原資を調達するための国債発行は、近年の政府債務拡大の一因となった。加えて、政府のBNDES向け貸出には市場金利を下回るTJLPが適用され、国債発行による政府の資金調達コストとTJLPの差はBNDESに対する暗黙の補助金となっていた。政府によれば、2007年～2016年のBNDES貸出に伴う補助金コストは1,400億リアル⁸（GDP比約2.2%）に達している。

政策金融の見直し論議が高まり、政府は2015年にBNDES向け新規貸出を停止している。さらに、BNDESから政府への利払いについても、TJLPから市場金利に基づき決定されるTLPに移行することで段階的に暗黙の補助金は廃止され、BNDES向け貸出に伴う財政負担の軽減が見込まれる。

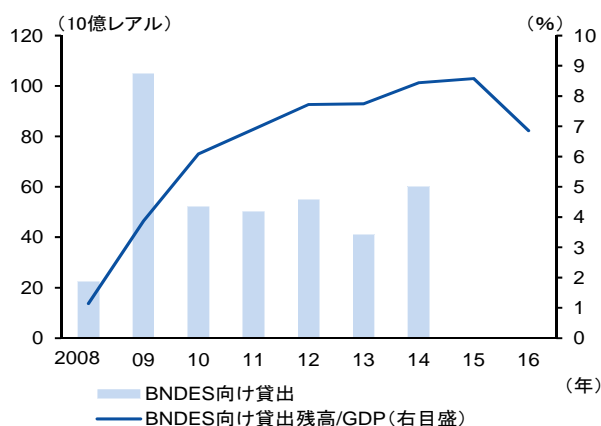
（3）中期的には高金利体質是正の効果、短期的には投資判断への影響を注視する必要

TJLPの見直しは、中期的には金融政策の効率性を高め、高金利体質の是正に貢献すると評価される。従来は、金融政策の変更に関わらずTJLPは低利で固定され、政策金利（SELIC）と大幅にかい離する局面が多く、金融政策の効果を阻害する要因となってきた（図表13）。特に金融引き締め期には、TJLPを基準とする低利の資金調達が可能なため、利上げ効果が減殺され、インフレ抑制のためにより高い水準に政策金利を引き上げる必要が生じてしまう。TJLPが、市場金利と連動するTLPに移行することで、政策変更が長期金利により波及しやすくなると考えられる。ブラジル中銀は、金融政策決定の際、構造的金利（実質中立金利）の水準を重視しており、その決定要因として「金融市場での資源配分の効率性」を指摘している。中銀は、TJLP見直しは資源配分の効率性を高め、構造的金利の低下に寄与すると共に、民間金融機関の貸出増加を促進するとして、改革の実現を評価している。

一方で短期的には、TLPへの移行によって企業の資金調達コストが上昇することへの警戒感が産業界に広がっている。ブラジル財務省によれば、新たに導入されるTLPは、2018年1月時点ではTJLPと同水準に設定され、5年間をかけて段階的に5年物インフレ連動債（NTN-B）利回りと同水準（拡大消費者物価上昇率）の合計値に収めるとされている。両者の合計値の推移をみると、2016年までは政策金利を上回る水準にあったが、足元ではインフレ率の急速な鈍化により政策金利を下回り、2017年8月時点では7.1%程度とTJLPとほぼ同水準となっており、政府は改革の好機であるとしている。

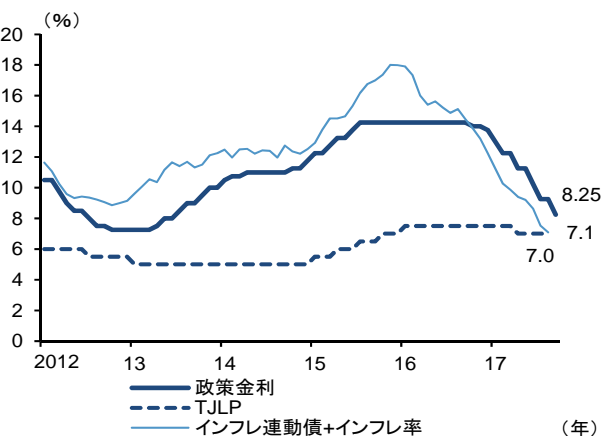
TLPへの移行には5年間の移行期間があり、金利水準が急変するわけではないため、制度変更前の駆け込み投資は回避されると考えられるものの、BNDESによる貸出が金額ベースで抑制されるうえに、

図表12 政府のBNDES向け貸出



（資料）ブラジル中央銀行、BNDES

図表13 TJLPと政策金利



（注）インフレ連動債（NTN-B）は、5年物。

（資料）ブラジル中央銀行、Bloomberg

金利の決定方法が変更されることで、企業の投資判断に影響が生じる可能性がある。インフラプロジェクトをはじめ、長期の資金調達におけるBNDESの役割は大きいことから、今回の制度変更の影響を慎重に見極める必要がある。ブラジルにとっては、今後は民間金融機関の競争促進や資本市場の整備等を通じて、長期の資金調達手段を多様化することが急務となろう。

¹ 汚職問題の経緯等については、西川珠子「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」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2017年6月2日）を参照されたい。

² FGTSは企業が積み立てる退職金制度。テメル政権は景気対策として、自主退職または正統な理由で解雇された労働者に対し、凍結されていた積立金の引き出しを認めた（引出期間2017年3月10日〜7月31日）。現地報道では、引出総額は最大350億レアルに達し、GDP比0.5%相当の押し上げ効果があるとされた。

³ ドリア市長は、国営石油会社ペトロブラスの段階的な民営化や、政府系金融機関ブラジル銀行と連邦貯蓄銀行の合併を支持する考えを表明している（2017年9月13日、Bloomberg）。

⁴ 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。

⁵ Datafolhaによる2017年6月時点の世論調査では、テメル政権に対する肯定的な評価は7%。

⁶ International Monetary Fund (IMF) (2017), "Brazil 2017 Article IV Consultation Staff Report," IMF Country Report No. 17/215

⁷ ブラジル中銀によれば、2013〜15年の間、長期銀行貸出（返済期間3年以上）のおよそ70%をBNDESが供給していたとされる。Frischtak, Claudio R.; Pazarbasioglu-Dutz, Ceyla; Byskov, Steen; Azevedo Hernandez Perez, Adriana (2017), "Towards a more effective BNDES," World Bank Group, June

⁸ BNDES以外にもTJLP適用対象となるプログラム全体での暗黙の補助金コストは2,400億レアル。Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda(2017), "Nota Técnica: Benefícios Financeiros e Creditícios da União," Julho 24

主要経済指標一覧

		2014	2015	2016	2016/10-12	2017/1-3	2017/4-6	2017/05	2017/06	2017/07	2017/08	
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、%	-	-	-	▲ 0.5	1.0	0.2	-	-	-	-	
	前年比、%	0.5	▲ 3.8	▲ 3.6	▲ 2.5	▲ 0.4	0.3	-	-	-	-	
	民間消費	前期比、%	2.3	▲ 3.9	▲ 4.2	▲ 0.3	▲ 0.0	1.4	-	-	-	
	政府消費	前期比、%	0.8	▲ 1.1	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.9	-	-	-	
	総固定資本形成	前期比、%	▲ 4.2	▲ 13.9	▲ 10.2	▲ 1.3	▲ 0.9	▲ 0.7	-	-	-	
	輸出	前期比、%	▲ 1.1	6.3	1.9	▲ 1.0	5.2	0.5	-	-	-	
	輸入	前期比、%	▲ 1.9	▲ 14.1	▲ 10.3	3.3	0.6	▲ 3.5	-	-	-	
	農畜産業	前期比、%	2.8	3.3	▲ 6.4	2.1	11.5	▲ 0.0	-	-	-	
	鉱工業	前期比、%	▲ 1.5	▲ 6.3	▲ 3.8	▲ 0.9	0.7	▲ 0.5	-	-	-	
	サービス業	前期比、%	1.0	▲ 2.7	▲ 2.7	▲ 0.7	0.2	0.6	-	-	-	
	鉱工業生産	前期比、%	-	-	-	▲ 0.5	1.2	1.0	1.2	0.2	0.8	
		前年比、%	▲ 3.0	▲ 8.2	▲ 6.4	▲ 3.1	1.0	0.2	4.1	0.6	2.5	
	商業販売	小売売上高	前年比、%	2.2	▲ 4.3	▲ 6.3	▲ 5.5	▲ 2.7	2.4	2.6	2.9	3.1
		自動車販売台数	前年比、%	▲ 7.1	▲ 26.6	▲ 20.2	▲ 11.9	▲ 1.9	9.0	17.4	13.4	2.2
雇用	失業率	%	6.8	8.3	11.3	11.9	13.2	13.3	13.3	13.0	12.8	
	全国正規雇用者数(注1)	人	152,714	▲ 1,625,551	▲ 1,371,363	▲ 653,861	▲ 68,876	103,930	34,253	9,821	35,900	
物価	IPA-DI(卸売物価指数)	前年比、%	4.6	6.0	11.4	7.7	5.3	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 4.3	▲ 4.2	
	IPCA(拡大消費者物価指数)	前年比、%	6.3	9.0	8.7	7.0	4.9	3.6	3.6	3.0	2.7	
国際収支	貿易収支(注2)	百万ドル	▲ 6,629	17,670	45,037	10,833	13,811	21,111	7,410	6,959	6,056	
	輸出	前年比、%	▲ 7.2	▲ 15.2	▲ 3.0	▲ 1.4	24.7	15.5	12.8	18.6	15.3	
	輸入	前年比、%	▲ 4.3	▲ 25.3	▲ 19.1	▲ 7.3	12.0	3.3	9.3	▲ 1.0	6.3	
	経常収支(注2)	百万ドル	▲ 104,181	▲ 59,434	▲ 23,530	▲ 9,940	▲ 4,653	5,361	2,880	1,328	▲ 3,404	
		対GDP比、%	▲ 4.2	▲ 3.3	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.7	
	金融収支	百万ドル	▲ 100,599	▲ 55,155	▲ 16,394	▲ 8,986	▲ 3,892	6,231	2,941	1,712	▲ 3,043	
	外貨準備高	百万ドル	363,551	356,464	365,016	365,016	370,111	377,175	376,491	377,175	381,029	
	輸入比	カ月	18.9	24.8	31.4	31.4	30.4	31.4	30.5	29.5	30.1	
	対外債務残高	百万ドル	712,655	665,101	671,647	671,647	674,621	666,944	-	-	-	
		対GDP比、%	15.0	18.9	17.9	17.9	17.0	16.2	-	-	-	
財政収支	プライマリー収支(注3)	億リアル	▲ 325	▲ 1,112	▲ 1,558	▲ 1,499	▲ 1,474	▲ 1,567	▲ 1,577	▲ 1,672	▲ 1,705	
		対GDP比、%	▲ 0.6	▲ 1.9	▲ 2.5	▲ 2.4	▲ 2.3	▲ 2.5	▲ 2.5	▲ 2.6	▲ 2.7	
	総合収支	億リアル	▲ 3,439	▲ 6,130	▲ 5,628	▲ 5,627	▲ 5,499	▲ 5,928	▲ 5,886	▲ 6,075	▲ 5,987	
	一般政府債務残高	億リアル	32,524	39,275	43,785	43,785	45,270	46,746	46,335	46,746	47,221	
	対GDP比、%	56.3	65.5	69.9	69.9	71.1	73.1	72.6	73.1	73.8		
金利	SELIC(短期金利誘導目標)	期末値、%	11.75	14.25	13.75	13.75	12.25	12.25	10.25	10.25	9.25	
為替	リアル/ドル	期末値	2.6576	3.9608	3.2552	3.2552	3.1220	3.1220	3.2270	3.3082	3.1254	
株価	Bovespa指数	期末値	50,007	43,350	60,227	60,227	64,984	62,900	62,712	62,900	65,920	
											70,835	

(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