

# 回復の兆しが広がるブラジル経済 五輪開催後の「ギリシャ化」は回避できるのか

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

- ブラジルの景気には回復の兆しが広がりつつあるが、持続的な回復軌道に乗るためには、金融緩和による後押しが不可欠。ブラジル中銀は利下げに向けた地ならしを開始
- 中銀は、利下げの条件の1つとして財政再建の進展を重視。テメル政権が目指す財政再建は、議会審議の紆余曲折が予想され、それが利下げを遅らせるリスク要因となりうる
- リオ五輪開催の経済効果は限定的とみられる一方、州財政の悪化が連邦政府の財政再建を遅らせる一因に。五輪開催後の「ギリシャ化」を回避するためにも、緊縮措置の着実な実行が必要

## 1. 景気後退局面が続くも、広がる回復の兆し

### (1) 実質GDP成長率はマイナスが続くも、転換点が近づく兆し

ブラジルでは、景気後退局面が続いているものの、回復の兆しが広がりつつある。2016年4～6月期の実質GDP成長率は、前年比▲3.8%と9四半期連続のマイナス成長となったが、減少幅は2四半期連続で縮小した（1～3月期、同▲5.4%）。足元の景気の方角性を示す前期比の成長率は、▲0.6%と1～3月期（前期比▲0.4%）より減少幅がやや拡大したが、個人消費（同▲0.7%）は4四半期連続で減少幅が縮小したほか、総固定資本形成（投資、同+0.4%）が11四半期ぶりにプラスに転じる等、転換点が近づく兆しがみられる。政府消費（同▲0.5%）は、ルセフ大統領（当時）が職務停止前の1～3月期に支出を拡大した反動で減少したほか、輸出（同+0.4%）の伸び鈍化、輸入（同+4.5%）のプラス転換が成長抑制要因となった（図表1）。

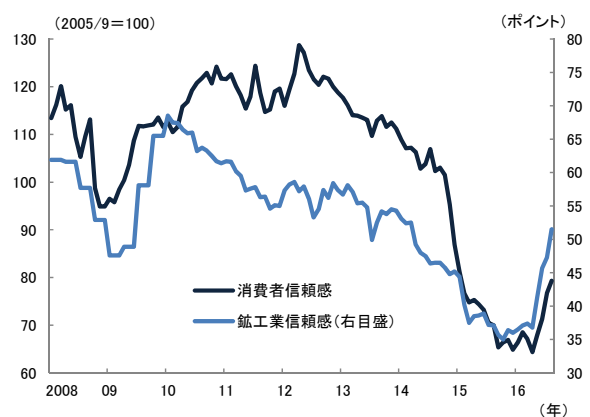
図表1 実質GDP成長率

		2015年		2016年		
		7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
実質GDP（前年比、%）	▲3.8	▲4.5	▲5.9	▲5.4	▲3.8	
実質GDP（前期比、%）		▲1.5	▲1.3	▲0.4	▲0.6	
需要項目別	個人消費	▲4.0	▲1.6	▲1.4	▲1.3	▲0.7
	政府消費	▲1.0	0.2	▲2.9	1.0	▲0.5
	総固定資本形成	▲14.1	▲3.8	▲4.4	▲1.6	0.4
	輸出	6.1	▲1.2	0.7	4.3	0.4
	輸入	▲14.3	▲7.1	▲4.5	▲3.5	4.5
業種別	農畜産業	1.5	▲3.9	3.0	0.3	▲2.0
	鉱工業	▲6.2	▲1.7	▲1.3	▲0.3	0.3
	サービス	▲2.7	▲1.0	▲1.2	▲0.4	▲0.8

(注) 需要項目別、業種別は前期比、%。

(資料) ブラジル地理統計院

図表2 消費者・鉱工業信頼感



(注) 鉱工業信頼感 は 50 が景況感の分岐点。

(資料) ブラジル工業連盟 (CNI)、ジェットカリオ・ヴァルカス財団 (FGV)

業種別にみると、サービス業（同▲0.8%）の低迷継続に加え、農畜産業（同▲2.0%）が3四半期ぶりに減少したものの、鉱工業（同+0.3%）は6四半期ぶりにプラス成長に転じている。

## （２）月次指標も安定化を示す内容が増加

月次の主要経済指標でも、景気の安定化を示す内容が増えつつある。低下傾向が続いていた経済活動指数（月次GDPの代理変数）は、4月・6月に前月比プラスとなる等、下げ止まりの様相を呈しつつある。鉱工業生産は、2016年初を底に持ち直し傾向にある。特に、投資低迷を背景に落ち込んでいた資本財生産は、1月以降6カ月連続で前月比増加している。

企業・消費者マインドも回復している。8月の鉱工業信頼感（ブラジル工業連盟）は、2014年3月以来初めて、景況感の分岐点となる50を上回った。8月の消費者信頼感指数（ジェトゥリオ・バルガス財団）も、2015年初の水準まで上昇した（図表2）。企業・消費者マインドともに現状判断は依然として低迷しているものの、大統領交代による政策転換への期待から、先行き判断が大きく上向いている。

他方、景気に運行する雇用関連指標は悪化が続いている。正規雇用者数（採用－解雇）は2015年4月以降、減少が続いているほか、7月の全国失業率は11.6%の高水準に達している。

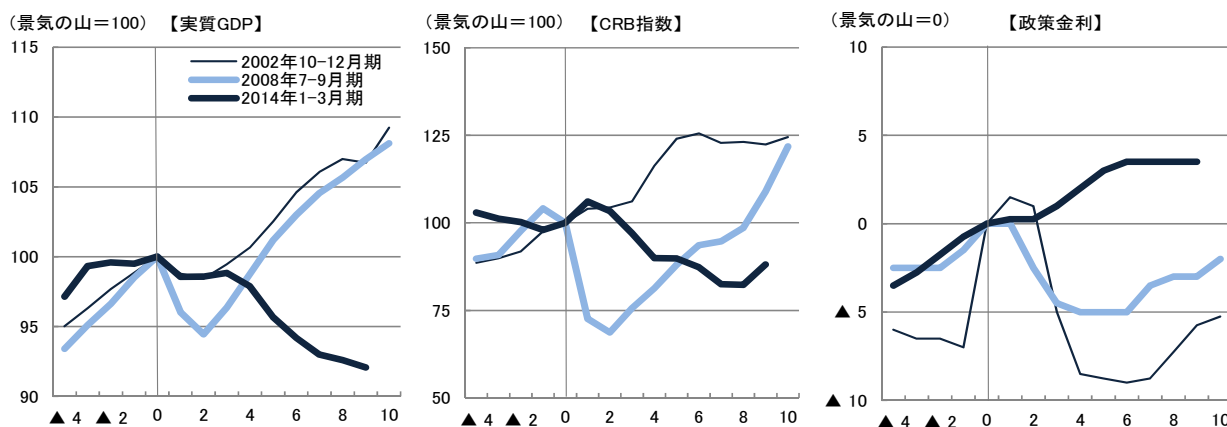
## 2. 景気回復のカギを握る金融緩和

### （１）今回の景気後退局面の特徴

今後、ブラジル景気は持続的な回復軌道に乗ることはできるのか。今回の景気後退は、1930年代の世界大恐慌以来となる、長期かつ大幅な落ち込みとなっている。リーマンショック後の世界的な金融危機後、「green shoots」（2009年3月のバーナンキ前FRB議長の発言）と呼ばれる回復の兆しが芽生えながらも、米国や欧州の財政危機等が米国経済の回復を遅らせる要因となったように、政策要因や外部環境次第で、深刻な景気後退からの回復は阻害されかねない。

今回の景気後退局面（景気の山＝2014年1～3月期）を、通貨危機に直面した2002年、リーマンショック後の2008年以降の後退局面と比較すると、資源価格の下落と利上げにより、時間が経過するほど落ち込みが鮮明になった点が特徴といえる（図表3）。資源価格は、今年に入り底打ちの兆しがみられ

図表3 景気後退局面の実質GDP・資源価格（CRB指数）・政策金利の推移



（注）実質GDP季節調整指数のピークを山とした。横軸は、いずれも景気の山からの経過四半期数。  
縦軸は、実質GDP・CRB指数は景気の山を100とする指数。政策金利は景気の山を0とした変化幅（%ポイント）。  
（資料）ブラジル地理統計院、ブラジル中央銀行より、みずほ総合研究所作成

るものの、国際的な需給環境からみて、主要輸出品である原油や穀物価格は依然として下振れリスクを抱えている状況にある。景気回復を着実なものにするためには、金融緩和による後押しが欠かせない。

## （２）ブラジル中銀は利下げへの地ならしを開始、2017年は利下げが景気回復を後押しへ

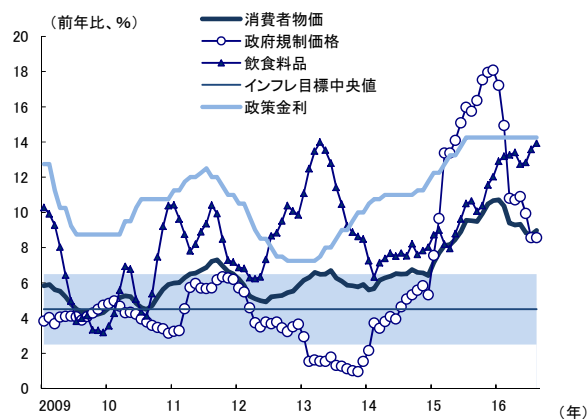
ブラジル中銀は、8月の金融政策決定会合で利下げに向けた地ならしを開始した。深刻な景気後退にも関わらず、インフレ率（消費者物価上昇率）が目標値（+4.5%±2.0%）の上限を上回る状況が続いたことから、中銀は金融緩和ができない状況にあった。政策金利は、2015年7月以降14.25%に据え置かれている（図表4）。

8月会合の声明文は、「経済指標から景気が最近安定化したことが確認され、緩やかな回復の可能性が示唆される」として、景気判断を上方修正した。インフレ率予想については、食品価格の高騰等により鈍化ペースは想定より鈍いと指摘し、2016年の予測を上方修正（+7.3%）する一方、2017年については目標中央値（+4.5%）近辺に収束する見方を維持した（為替・政策金利を不変とするレファレンスシナリオの場合）。

政策判断に関しては、前回7月会合までの「金融緩和の余地はない」との文言は削除され、利下げが可能となる条件が提示された。具体的には、①食品価格ショックの影響緩和、②消費者物価のうち、金融政策と経済の緩み（slack）に最も敏感な項目の適切なペースでの上昇率低下、③財政措置を含む経済調整の承認・実行に関する不確実性の低下、といった国内要因が、2017年のインフレ目標中央値達成を確信するに足る内容となる必要があると指摘している（図表5）。8月会合の議事録では、「これらの要因が単独で利下げの必要十分条件になることはない」としており、あくまで総合的に判断する方針が強調されている<sup>1</sup>。

今後、中銀は、インフレ指標と財政政策を総合的に判断し、2012年10月以来約4年ぶりとなる利下げのタイミングを探ることになる。インフレ率は、2016年1月（前年比+10.1%）をピークに鈍化しつつある（8月同+9.0%）<sup>2</sup>。これまで押し上げ要因だった政府規制価格の上昇率が大幅に鈍化する一方、中銀が注視する飲食料品価格は天候要因や過去のリアル安の影響で高止まりしている。今年に入ってからレアル高により、輸入物価の上昇圧力は緩和しており、卸売物価段階では飲食料品価格の上昇ペースはピークアウトしている。このため、消費者物価の構成項目である飲食料品価格の上昇ペースも今後は鈍化に向かうと予想される。もっとも、中銀が取りまとめている市場のインフレ率予想（中央値、9月9日時点）と、市場予想の為替・政策金利を前提とした場合のブラジル中銀自身のインフレ率予想（マーケットシナリオ）は共に2017年+5.1%と目標中央値を上回っている。足元のインフレ率が鈍化しても、これらのインフレ率予想が目標中央値に収束する動きがみられなければ、利下げは先送りさ

図表4 インフレ率・政策金利



(注) 政府規制料金は、公共料金、ガソリン・ディーゼル燃料等。  
(資料) ブラジル中央銀行

れる可能性がある。

年内の金融政策決定会合は、10月18・19日、11月29・30日に開催される。中銀が重視する国内要因のうち、財政措置については10月の地方選挙<sup>3</sup>に前後して議会審議が停滞するリスクがあるため、10月の利下げは難しいとみられる。市場では、11月利下げ開始との見方が優勢だが、上述の条件が整わなければ利下げが2017年にずれこむ可能性がある。

2017年は、雇用情勢の悪化を受けて賃金上昇圧力が後退<sup>4</sup>し、インフレ率の鈍化傾向が続くとみられることから、段階的な利下げの環境が整うと予想される。政策金利は、年末までに11%程度（累計利下げ幅3.25%pt）に引き下げられよう。2016年の実質GDP成長率は、上半期の落ち込み（前年同期比▲4.6%）が響き、1930年代の世界大恐慌以来となる2年連続のマイナス成長（▲3.2%）が続く見込みだが、2017年は利下げが投資・消費の回復を後押しすることが期待され、+1.0%とプラス成長に転換すると予想される。

### 3. 利下げ判断を左右する財政再建の進捗状況

#### （1）2019年に基礎的財政収支の黒字化を目指すテメル政権

中銀の利下げ判断は、上述の通り財政再建の進捗状況にも大きく左右される。中銀は8月会合の議事録で、財政措置を含む政策調整の進捗はインフレ率の低下にとってリスクにも機会にもなりうると指摘している。調整が放棄あるいは先送りされるとの見方が広がれば、インフレ率の低下プロセスは遅れるリスクがあり、逆に調整が迅速に承認・実行されれば、信頼感の改善とインフレ期待の低下につながり、不確実性の低下が金融政策の効果を高めるとの見方だ。

ブラジルの公的部門（中央政府、公営企業、地方政府の合計）の基礎的財政収支（利払い費等を除く財政収支）は、景気後退による歳入減等により2014年以降2年連続赤字となった。政府債務残高（対GDP比）は急上昇し、国債格付けは投機的水準に引き下げられている（図表6）。赤字を小さく見せるための政府会計の不正操作による財政責任法違反を理由に、ルセフ大統領（労働者党（PT））は弾劾裁判で罷免されており（8月31日）、副大統領から正式に昇格したテメル大統領（ブラジル民主運動党（PMDB））にとって財政再建は最優先課題となっている。

テメル政権は2017年予算案で、2019年に基礎的財政収支を黒字化することを目標に掲げている。歳出の約9割は憲法等で制度的に定められた義務的支出であり、財政再建には制度改革による歳出削減が

図表5 金融政策決定会合の声明文比較

	7月19-20日	8月30-31日
政策決定	据え置き(全会一致)	据え置き(全会一致)
景気判断	経済指標は短期的に景気が安定化する見通しを示すもの	経済指標から景気が最近安定化したことが確認され、緩やかな回復の可能性が示唆される
物価予想	2017年のレファレンスシナリオでは4.5%近辺、マーケットシナリオでは5.3%	2016年は両シナリオとも7.3%。2017年はレファレンスシナリオは4.5%近辺、マーケットシナリオは5.1%。
政策判断	基本的なシナリオとリスクバランスは、金融緩和の余地がないことを示している	金融緩和は、2017年の4.5%目標達成の確信につながる要因次第。特に以下の国内要因が重要。①食品価格ショックの影響緩和、②消費者物価のうち金融政策と経済の緩みに最も敏感な項目の適切なペースでの上昇率低下、③財政措置を含む経済調整の承認・実行に関する不確実性の低下。

(注) レファレンスシナリオは、政策金利・為替相場横ばいを前提。

マーケットシナリオは、中銀が取りまとめている市場予想調査の政策決定会合直前のデータを前提。

(資料) ブラジル中央銀行

必要だ。テメル政権は歳出削減の柱として、憲法改正による歳出上限の導入と年金改革を打ち出した。憲法改正には、上下両院の3/5以上の賛成（上院48/81人、下院308/513人、各々2回の採決）が必要になる。歳出上限は、歳出伸び率を前年度のインフレ率に抑制（実質伸び率ゼロ、2017年は7.2%）するもので、期間は2036年までの20年間（10年経過後に見直しの可能性あり）、医療・教育を含む歳出（利払い費を除く）を対象としている。歳出上限に違反した場合は、公務員給与・新規採用を凍結するペナルティを課す内容となっている。反対派は、期間の短縮や医療・教育支出の適用除外、ペナルティの見直し等を求めている。歳出上限を定めた憲法改正法案は、6月に議会に提出され、下院特別委員会で審議されている。歳出上限法案の議会公聴会で、オリベイラ予算企画相代行は、歳出上限を導入しなければ債務抑制が不可能になり、ブラジルはギリシャのような債務危機に直面する恐れがあると警告した<sup>5</sup>。メイレス財務相は、歳出上限法案の年内成立を目指す意向を示している。

年金改革は、支給開始年齢を男女ともに65歳と定め、年金給付を抑制する内容である<sup>6</sup>。現行法では、「積立期間（男性35年、女性30年）」および「積立期間と年齢の合計（男性95、女性85）」が満額支給の条件となっている。年金改革には、労働組合を中心に反対論が根強く、10月の地方選挙を控えて、年金改革を定めた憲法改正法案の議会提出は遅れている。

政府の財政再建策は、歳出削減を中心としたもので、歳入については景気回復による税収増と、国営企業の資産売却やインフラ事業のコンセッション収入等による歳入増を前提としている。ルセフ前政権で、増税や公共料金の引き上げがインフレ加速要因となったこともあり、テメル政権は増税には慎重だ。2017年予算の前提となる経済見通しでは、同年の実質GDP成長率は1.6%と想定されており、市場予想（ブラジル中銀調査、9月9日時点1.3%）を上回っている。資産売却やコンセッション収入等も、期待通りに進むかは予断を許さない。

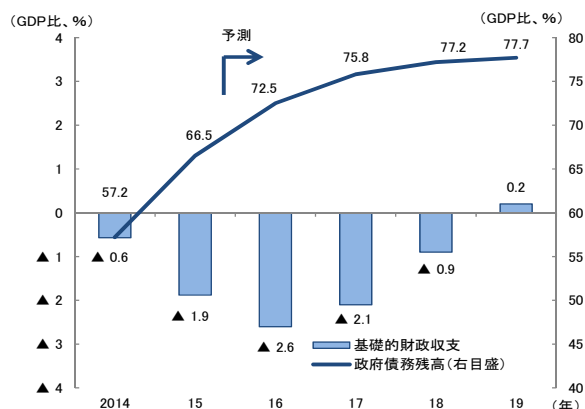
政府の財政再建策に対する格付け機関の評価には温度差がある。Moody's（外貨建て長期債格付けBa2）は、議会での法案承認に必要な政治的コンセンサスが保証されていないとして、慎重な見方を示している。Standard & Poor's（同BB）は、政治的な不透明感は後退したが払拭はされていないとして、テメル政権が議会と協働して政策を推進できるかを注視している。フィッチは、景気は底打ちしており、格付けも現在のBBが下限となる可能性に言及している。

## （２）政治的な不透明感が財政審議の遅れを招くリスクは残存

財政再建策を推進するには、政治の安定が不可欠だ。ルセフ大統領の罷免が弾劾裁判で確定し、テメル大統領が正式に昇格したことや、政権に協力的なマイア下院議長が就任したことは、財政再建策の議会審議を円滑にする要因ではある。しかし、テメル大統領の支持基盤は脆弱である。財政審議は今後も紆余曲折が予想され、利下げを遅らせるリスクとして注視しておく必要がある。

テメル政権に対する世論の見方は厳しい。7月時

図表 6 基礎的財政収支・政府債務残高



(注) 中央政府（連邦政府、中銀、社会保障基金）、公営企業、地方政府（州・市政府）の合計。

(資料) ブラジル予算企画省

点でのテメル政権（当時は暫定）に対する肯定的な評価は14%と、4月時点でのルセフ政権（当時、同13%）と大差なく、1992年のコロール大統領辞任に伴って発足したフランコ政権（同34%）に比べて低い（Datafolha調査）。テメル政権が正式に発足した後も、大統領選挙のやり直しを求める反政府デモが発生している。

与党PMDB内も一枚岩でない。カリエイロス上院議長等の一部PMDB議員が、ルセフ大統領の弾劾裁判で8年間の公職就任禁止に反対票を投じ、結果としてルセフ大統領が政治生命を維持したことで、テメル大統領の統率力に疑問が生じている。連立を組むブラジル社会民主党（PSDB）の離脱観測も絶えない。より財政再建に積極的なPSDBは、PMDBによる公務員給与の引き上げ容認姿勢や年金改革先送りの動きに強く反発しているほか、連立協力の前提条件となっている「2018年大統領選挙のテメル不出馬」が揺らいでいるためだ<sup>7</sup>。

汚職問題も、引き続きリスク要因だ。国営石油会社ペトロブラスを巡る汚職捜査は継続しており、テメル大統領や議会幹部にも違法献金等の疑惑がある。加えて、ペトロブラスを含む国営企業4社の年金基金の不正運用問題が新たに浮上している。基金幹部は政治任用であることから、政界への波及も取りざたされている。汚職捜査で起訴されて下院議長の座を追われ、「歩く時限爆弾」と評されるクーニャ氏から政権・議会幹部の汚職関与が暴露される懸念もくすぶっており、政治的な不透明感が財政審議の遅れを招くリスクは簡単には払拭されない状況が続こう。

大統領交代により新たなスタートを切ったブラジルが再浮上するためには、財政再建が不可欠だ。歳出削減等の緊縮措置は、それ自体は景気抑制要因だが、政策運営に対する信認が高まれば、金融緩和が可能になる。しかし、財政再建がとん挫すれば、金融緩和は後ずれし、「green shoots」は育たぬうちに枯れてしまうリスクがある。

## 4. トピックス：リオ五輪の経済効果と「負の遺産」

### （1）限定的とみられる五輪・パラリンピック開催の経済効果

南米初の開催となったリオデジャネイロ五輪（8月5日～21日）は、経済・政治の混迷下での準備の遅れ、治安やジカ熱問題、テロ不安を抱えるなか、円滑な開催・運営を不安視する見方もあったが、大きな混乱なく閉幕した。開催前の世論調査（Datafolha、7月14・15日時点）では開催反対が50%と賛成の40%を上回る状況だったが、ブラジルとしても過去最多のメダル19個を獲得し、特にサッカーでは2014年W杯で惨敗したドイツに雪辱を果たして悲願の初金メダルを獲得したこともあり、メディアでは閉幕後に五輪開催を肯定的に評価する国民の声が伝えられている。

五輪・パラリンピック（9月7～18日）開催期間の7～9月の経済指標は好転するものが増える可能性はあるが、これはブラジルの景気が転換点を迎えているためであり、大会開催に伴う経済効果は限定的とみられる。

大会開催の効果としては、競技場・宿泊施設・インフラ整備等に伴う関連投資の押し上げと、開催期間中の観光客増加等に伴う関連消費の増加が考えられる。まず関連投資については、大会関連支出の総額は390億リアル超（約1兆3,300億円、GDP比0.7%）と、当初予算（2009年開催決定時、288億リアル）の約1.4倍に膨らんだとみられる。ブラジル当局（Olympic Public Authority、APO）によれば、このうちインフラ・公共事業関連支出は246億リアル（2015年4月発表時点）とされ、57%が

公的部門、43%が民間部門の資金によるものである。

巨額の投資による成長促進効果は、限定的なものにとどまったと考えられる。GDP統計の総固定資本形成（投資、実質）は、大会開催決定直後の2010年こそ前年比17.9%の高い伸びを示し、「投資主導の成長」が期待されたものの、資源価格下落によるペトロプラス等の投資削減により失速。2014、2015年は2年連続マイナス成長となり、2016年は五輪招致時の2009年の水準まで低下している（図表7）。4～6月期の投資は11四半期ぶりに前期比プラスに転じており、大会開催に伴う公共交通等インフラ整備の追い込みが寄与した側面もあるとみられるが、資源価格の上昇や長期金利の低下等の投資環境の改善によるところが大きいと考えられる（民間・政府や産業別の投資内訳は未公表）。

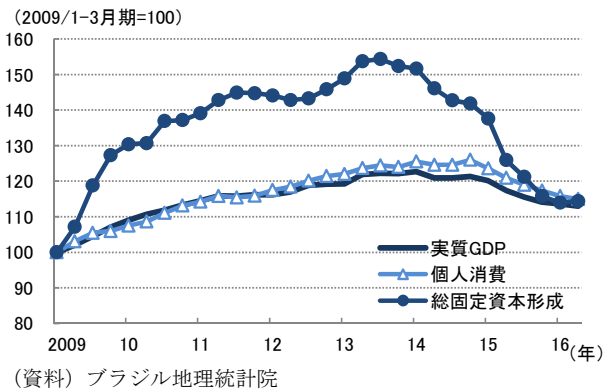
関連消費については、大会開催はリオ周辺を中心とする観光客・観光収入の押し上げに貢献したとみられるが、2014年に12都市で開催されたサッカーW杯（6月12日～7月13日）には及ばないとみられる<sup>8</sup>。W杯が開催された2014年6月の入国者数は100万人を超え、6・7月合計で前年比の2倍近くに達したほか（年間では643万人、前年比10.6%増）（図表8）、観光収入（国際収支ベース）も同1.6倍程度に急増した。しかし、W杯開催期間中は、観戦のために工場や小売店が操業を停止した影響もあり、むしろ鉱工業生産・小売売上は低迷し、月次GDPの代理変数である経済活動指数も低下する等、目立った経済効果は見られなかった。W杯開催期間を含む四半期の実質GDP成長率は、2四半期連続で低調に終わっている（2014年4～6月期前期比▲1.4%、7～9月期同0.0%）。

リオ市の発表によれば、五輪開催期間中にリオ市を訪問した観光客は117万人（外国人41万人、国内76万人）に達している。一日当たりの平均支出額は外国人観光客が424.62リアル（約1.3万円）、国内観光客が310.42リアル（約9,800円）とされており<sup>9</sup>、リオ市周辺では局所的な特需が発生したとみられる。しかし、12都市で開催されたW杯の経験は、観光客・観光収入の増加が必ずしも経済活動全般の押し上げにつながるとは限らないことを示している。7～9月期に経済指標が好転したとしても、五輪・パラリンピック開催による特需がけん引したというよりは、資源価格や金融市場の安定化に伴う景気回復を、大会開催が多少後押しした程度という評価になろう。

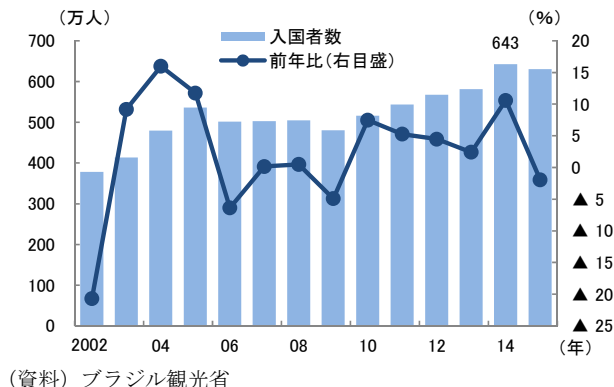
## （2）財政面での「負の遺産」

財政面では、五輪開催が「負の遺産」となることが懸念される。2004年に開催されたアテネ五輪の財政負担は、2010年に表面化したギリシャの財政危機の遠因になったとの見方がある。ブラジル財政の悪化は、基本的にPT政権下での拡張的な財政運営や景気後退等によるものだが、五輪開催は州財

図表7 実質GDP・投資・消費の推移



図表8 ブラジル入国者数の推移



政への支援を通じて連邦政府の財政再建を遅らせる一因となっている。五輪開催後の「ギリシャ化」を回避するためにも、緊縮措置の着実な実行が必要だ。

リオ五輪・パラリンピック組織委員会の運営費用は、2009年当初予算の42億レアル（約1,970億円）から、インフレ高騰等により2015年には74億レアル（約2,690億円）まで膨らんだ<sup>10</sup>。組織委員会の運営費用は、全額民間資金により賄われる予定だったが、チケット販売やスポンサー収入の低迷による資金不足に陥り、公的支援（リオ市および国営企業、2.5億レアル、約80億円）が実施された。

組織委員会の運営費用の公的負担は必ずしも大きくはないが、連邦政府は開催州であるリオ州への財政支援を余儀なくされた。リオ州は、景気後退による税収減や、同州に本社を置くペトロブラス等からのロイヤルティ収入が原油安の影響で激減する一方、公務員給与・年金支払いや大会関連のインフラ投資等により支出が拡大、財政が急速に悪化した。2016年の財政収支は、200億レアル（約6,310億円）の赤字見込みとなり、医療、教育、警察、年金支払い等の基本的な公共サービスを縮小せざるを得ない事態となったことから、リオ州は6月に財政非常事態を宣言した（6月17日）。円滑な大会運営が危ぶまれる状況となり、大会会場と海岸地域を結ぶ地下鉄の工事費用や警備対策費用等に充当するものとして、連邦政府はリオ州に対し29億レアル（約890億円）の融資を決定した。

リオ州への救済措置は、懸案となっていた州政府債務問題に飛び火した。リオ州のみならず多くの州では、景気後退等により財政状況が悪化し、州政府は連邦政府に対して負う債務の減免を要請していた。

大会開催を理由にリオ州のみを支援することへの批判が高まるなか、連邦政府は州政府債務の返済猶予措置を決定した（返済期間を延長し、当初6カ月間は返済を猶予。6月20日）。同措置により連邦政府の歳入は2016年200億レアル、2017・18年は各150億レアル（3年間で500億レアル、2015年GDP比約0.8%）減少する。2016年予算についてみると、中央政府（連邦政府、中銀、社会保障基金の合計）の赤字1,705億レアルのうち、州政府支援は12%程度の収支悪化要因になっている。救済の条件として、連邦政府は州政府も歳出上限を導入することを求めている。

リオ州については、財政支援を受けた後も依然としてデフォルトの懸念がくすぶっている<sup>11</sup>。アジア・ロシア等の新興国で通貨危機が発生した1990年代末、ブラジルは州財政危機に直面し、1999年1月6日のミナス・ジェライス州によるモラトリアム（債務返済の猶予）宣言を受けて資金流出が加速し、レアル相場は急落、変動相場制への移行（1月15日）につながった。2000年の財政責任法により州政府にも債務上限が導入される等、規律が強化されたほか、ブラジルの対外支払い能力は当時に比べ大幅に改善（外貨準備対GDP比：1999年6.1%、2015年20.2%）する等、州財政悪化の金融市場への影響波及度合いは過去の危機に比べ低下していると考えられる。ただし、金融市場のリスクオフ度合いが強まる局面では、連邦政府による追加的な州財政支援により、公的部門全体の財政再建が遅れるとの懸念がレアル相場下落の要因となる可能性があり、注意が必要だ。

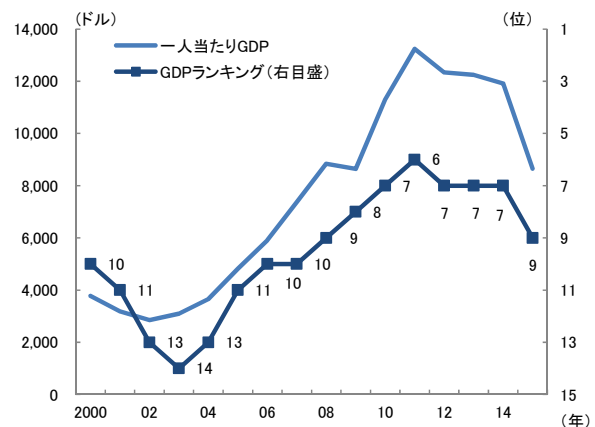
### **（3）振り出しに戻った「ファースト・クラス」への歩み**

2009年に五輪招致に成功した際、ルラ大統領（当時）は「ブラジルはファースト・クラスの仲間入りをする」と宣言し、ガバナンスの改善と成長ブームを予言した。しかし、ブラジルは大統領の弾劾と大恐慌以来の景気低迷という未曾有の政治・経済危機のさなかに大会開催を迎えた。名目GDP規模でみた世界ランキングは、2009年の8位から2011年に6位に浮上した後、2015年には9位に低下した。



一人当たりGDPは2009年の8,643ドルから、2011年に13,237ドルでピークを打った後、急激なリアル安の進行もあり、2015年には8,651ドルと2009年の水準に逆戻りしている<sup>12</sup>(図表9)。「ファースト・クラス」への歩みは、振り出しに戻った格好だ。

図表9 GDPランキングと一人当たりGDP



(注) GDPランキングは集計対象国中(2015年190カ国)の名目GDP(ドル金額)の順位。  
(資料) ブラジル中央銀行、IMF

- <sup>1</sup> ゴールドファイン総裁はインタビューで、市場のリスク認識に関する指標(CDSプレミアム、新興国市場債券指数(EMBI)、リスクプレミアム)も利下げ判断の際に注視すると発言している(9月9日付Bloomberg報道)。
- <sup>2</sup> 8月はリオ五輪開催に伴うホテル宿泊料金の高騰(全国で前月比+11.6%、リオデジャネイロ州では同+111.2%)により、インフレ率はやや上振れした。
- <sup>3</sup> 全国市長・市議会議員選挙、第一回投票10月2日、第二回投票10月30日。
- <sup>4</sup> 2017年の最低賃金は、945.8レアル(前年比+7.5%)と2016年(同11.7%)から大幅に上昇ペースが鈍化し、最低賃金に連動して決定される広範な賃金上昇率の鈍化につながるとみられる。
- <sup>5</sup> ギリシャの財政指標(対GDP比、▲は赤字)は、アテネオリンピック開催時の2004年が総合収支▲8.8%、基礎的財政収支▲4.0%、政府債務残高94.5%だったのに対し、2010年のギリシャ危機表面化時(2009年時点のデータ)は順に▲15.2%、▲10.1%、126.2%に悪化(IMF統計ベース)。ブラジルは2015年時点で順に▲10.4%、▲1.9%、68.5%。政府債務残高はギリシャを大幅に下回るが、改革がなければ2022年には同110%に達するとの見方がある。“Time for Temer, The new president takes over a country in crisis,” September 2016, *The Economist*
- <sup>6</sup> ブラジルの一般社会保障制度(RGPS)は、収入が頭打ちとなる一方で給付は急増し、2011年にはGDP比0.8%だった赤字が2016年には同2.4%に拡大する見込みとなっている。
- <sup>7</sup> テメル大統領自身は出馬の可能性を再三否定しているが、マイア下院議長はテメル大統領が各種の改革を推進することができれば、出馬を支持する発言をしている。PSDBからは、ネーベス党首、セーハ外相が出馬の意欲を示しているとされる。
- <sup>8</sup> ブラジル中銀は、五輪開催に伴う8月の観光収入の押し上げ効果を2億ドル程度と推計しており、W杯開催時(6・7月の観光収入合計は9億ドル超)を大幅に下回るとしている。
- <sup>9</sup> 単純計算(観光客数×支出額)すれば、一日当たり約4.1億レアル(約130億円)の支出となる。
- <sup>10</sup> オックスフォード大学の試算によれば、リオ五輪の開催費用(都市・交通インフラは対象外)は46億ドル(2015年ドルで実質化)と16億ドル(51%)の予算超過となったものの、過去(15回)の夏季五輪平均費用52億ドルを下回り、過去最大となった2012年のロンドン五輪(150億ドル)から大幅な予算縮小となったとされている。Bent Flyvbjerg, Alexander Budzier, Allison Stewart, “The Oxford Olympics Study 2016: Cost and Cost Overrun at the Games,” Working Paper, July 2016, Oxford University’s Saïd Business School
- <sup>11</sup> Standard & Poor’sは、リオ州の発行体格付けを引き下げ(8月24日B→CCC-)、今後6カ月間のデフォルトやディストレスト・エクステンジ(債権者が一定の損失を迫る形での債務交換)が不可避であるとした。さらに、リオ州が9月9日に米州開発銀行へ債務返済ができなかったことをうけ、9月12日にクレジット・ウォッチ・ネガティブ(格下げの可能性)に指定した。
- <sup>12</sup> ジェトゥリオ・バルガス財団の調査では、リオ市の一人当たり所得は2008年から2016年にかけて30.3%増加(ブラジル全体では同20%弱)し、「五輪はリオ市の経済・社会的パフォーマンスの改善を加速した」と肯定的な評価が示されている。“Rio Social Changes 2009-2016: Is There a Pre-Olympic Legacy?,” July/2016, FGV Social

●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	2015/10-12	2016/1-3	2016/4-6	2016/05	2016/06	2016/07	2016/08	
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、%	-	-	-	▲ 1.3	▲ 0.4	▲ 0.6	-	-	-	-	
	前年比、%	3.0	0.1	▲ 3.8	▲ 5.9	▲ 5.4	▲ 3.8	-	-	-	-	
	民間消費	前期比、%	3.5	1.3	▲ 4.0	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 0.7	-	-	-	
	政府消費	前期比、%	1.5	1.2	▲ 1.0	▲ 2.9	1.0	▲ 0.5	-	-	-	
	総固定資本形成	前期比、%	5.8	▲ 4.5	▲ 14.1	▲ 4.4	▲ 1.6	0.4	-	-	-	
	輸出	前期比、%	2.4	▲ 1.1	6.1	0.7	4.3	0.4	-	-	-	
	輸入	前期比、%	7.2	▲ 1.0	▲ 14.3	▲ 4.5	▲ 3.5	4.5	-	-	-	
	農畜産業	前期比、%	7.6	2.0	1.5	3.0	0.3	▲ 2.0	-	-	-	
	鉱工業	前期比、%	2.2	▲ 0.9	▲ 6.2	▲ 1.3	▲ 0.3	0.3	-	-	-	
	サービス業	前期比、%	2.8	0.4	▲ 2.7	▲ 1.2	▲ 0.4	▲ 0.8	-	-	-	
	鉱工業生産	前期比、%	-	-	-	▲ 3.6	▲ 1.8	1.2	0.4	1.3	0.1	
		前年比、%	2.1	▲ 3.0	▲ 8.2	▲ 11.8	▲ 11.5	▲ 6.7	▲ 7.5	▲ 5.7	▲ 6.6	
	商業販売	小売売上高	前年比、%	4.3	2.2	▲ 4.3	▲ 6.9	▲ 7.0	▲ 6.9	▲ 9.0	▲ 4.8	▲ 5.3
		自動車販売台数	前年比、%	▲ 0.9	▲ 7.1	▲ 26.6	▲ 36.7	▲ 28.6	▲ 22.2	▲ 21.6	▲ 19.2	▲ 20.6
雇用	失業率	%	7.2	6.8	8.3	9.0	10.2	11.2	11.2	11.3	11.6	
	全国正規雇用者数(注1)	人	730,687	152,714	▲ 1,625,551	▲ 895,968	▲ 323,052	▲ 226,491	▲ 72,615	▲ 91,032	▲ 94,724	
物価	IPA-DI(卸売物価指数)	前年比、%	5.9	4.6	6.0	11.3	12.9	13.1	12.9	14.8	13.2	
	IPCA(拡大消費者物価指数)	前年比、%	6.2	6.3	9.0	10.4	10.1	9.1	9.3	8.8	8.7	
国際収支	貿易収支(注2)	百万ドル	389	▲ 6,629	17,670	8,739	7,766	14,586	6,222	3,736	4,327	
	輸出	前年比、%	▲ 0.3	▲ 7.2	▲ 15.2	▲ 9.5	▲ 5.1	▲ 3.7	4.9	▲ 15.0	▲ 12.0	
	輸入	前年比、%	7.3	▲ 4.3	▲ 25.3	▲ 32.1	▲ 32.6	▲ 21.2	▲ 20.7	▲ 15.4	▲ 24.7	
	経常収支(注2)	百万ドル	▲ 74,839	▲ 104,181	▲ 58,882	▲ 9,668	▲ 7,593	▲ 899	1,186	▲ 2,488	▲ 4,050	
		対GDP比、%	▲ 3.0	▲ 4.3	▲ 3.3	▲ 3.7	▲ 2.6	▲ 1.8	▲ 1.7	▲ 1.7	▲ 1.6	
	金融収支	百万ドル	▲ 72,696	▲ 100,599	▲ 54,734	▲ 6,855	▲ 4,798	184	2,482	▲ 2,256	▲ 3,551	
	外貨準備高	百万ドル	358,808	363,551	356,464	356,464	357,698	364,152	363,447	364,152	369,340	
	輸入比	カ月	17.9	18.9	24.8	28.4	32.9	31.3	32.2	28.2	31.0	
	対外債務残高	百万ドル	308,625	352,684	334,745	334,745	334,608	332,644	-	-	-	
		対GDP比、%	13.8	15.0	18.9	18.9	18.9	19.1	-	-	-	
財政収支	プライマリー収支(注3)	億リアル	913	▲ 325	▲ 1,020	▲ 590	▲ 1,126	▲ 1,378	▲ 1,413	▲ 1,420	▲ 1,448	
		対GDP比、%	1.7	▲ 0.6	▲ 1.9	▲ 1.2	▲ 2.1	▲ 2.5	▲ 2.5	▲ 2.5	▲ 2.5	
	総合収支	億リアル	▲ 1,575	▲ 3,439	▲ 6,423	▲ 5,993	▲ 6,500	▲ 6,321	▲ 6,338	▲ 6,297	▲ 6,103	
	一般政府債務残高	億リアル	27,480	32,524	39,275	39,275	40,057	41,308	41,139	41,308	42,140	
	対GDP比、%	51.7	57.2	66.5	66.5	67.4	68.5	68.6	68.5	69.5		
金利	SELIC(短期金利誘導目標)	期末値、%	10.00	11.75	14.25	14.25	14.25	14.25	14.25	14.25	14.25	
為替	リアル/ドル	期末値	2.3621	2.6576	3.9608	3.9608	3.5922	3.2130	3.6116	3.2130	3.2489	
株価	Bovespa指数	期末値	51,507	50,007	43,350	43,350	50,055	51,527	48,472	51,527	57,308	

(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(IGBE)、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