

# 投資適格維持へ正念場のブラジル

## 世界大恐慌以来の2年連続マイナス成長へ

欧米調査部上席主任研究員

西川珠子

03-3591-1310

tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp

- ブラジル経済はスタグフレーションが深刻化しており、2015年、2016年ともマイナス成長の見込み。財政再建が遅れ、投資適格級の国債格付けを喪失するとの懸念もあり、リアル相場は急落している
- ルセフ政権に対する支持率は急落し、大統領罷免要求が高まっている。連立与党の支持確保のために財政緊縮路線の修正圧力に屈しないことが、投機的水準への格下げ回避の必要条件となる
- 外貨建て国債比率が低く、非金融企業の為替ヘッジ利用比率が高いことは、リアル安による債務負担増大リスクを軽減する要因となるが、国際市場での資金調達環境の悪化には警戒を要する

### 1. はじめに

ブラジル経済は、厳しい調整局面にある。2015年1月に発足した第二期ルセフ政権は、今年を「調整の年」と位置付け、短期的な成長の下振れを容認したうえで、財政・金融引き締めを強化し、経済政策運営に対する信任の回復に努めてきた。しかし、景気後退とインフレ高騰が同時進行するスタグフレーションが深刻化する一方で、今のところ財政再建では目に見える成果が上がらず、投資適格級の国債格付けを失いかねない状況にある。国営石油会社ペトロbrasの汚職問題もあり、ルセフ政権に対する世論の支持は急低下し、経済政策運営は困難を極めている。数少ない明るい材料は、経常収支赤字が縮小に向かっていることだが、マネーフローには不安定化の兆しがある。

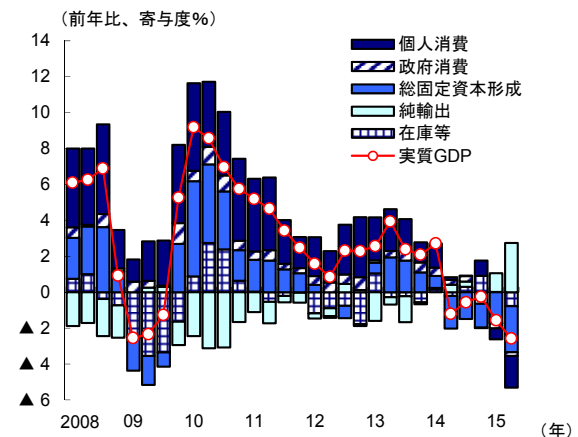
以下では、深刻化するスタグフレーションの現状と見通し、財政黒字目標の引き下げと国債格下げ懸念、急激に進行するリアル安と対外債務への影響について検討する。

### 2. 深刻化するスタグフレーション

#### (1) 2009年以降の景気後退局面入り

ブラジル経済は、2009年以降となる景気後退局面入りしている。2015年4～6月期の実質GDP成長率は前期比▲1.9%となり、1～3月期（▲0.7%）に続き2四半期連続の前期比マイナス成長となった。前年比では、▲2.6%と2009年1～3月期以来の落ち込みを示している。輸入の急減により外需はプラス寄与に転じたものの、緊縮的な財政・金融政策により、内需の低迷が顕著になっている（図表1）。

図表1 実質GDP成長率



(資料) ブラジル地理統計院 (IBGE)

個人消費は、1～3月期に約11年半ぶりに前年比減少に転じた後、4～6月期は同▲2.7%と減少幅が拡大した。失業率が明確な上昇基調に転じ、インフレ高騰により実質賃金上昇率も前年比マイナスとなるなど、雇用・所得環境は悪化している。増税の実施、金利上昇による返済負担の増大で、家計の購買力は低下し、消費者信頼感も悪化に歯止めがかからない状況にある。

4～6月期の総固定資本形成（投資）は、前年比で5四半期連続の減少（▲11.9%）となり、減少幅は一段と拡大した。生産活動が低迷する一方で、金利上昇により資金調達環境は悪化し、企業信頼感もリーマン・ショック時を下回る水準に低下している。投資全体の1割前後を占める国営石油会社ペトロブラスが、汚職問題や原油安の影響により投資計画を大幅に下方修正し<sup>1</sup>、建設・土木、エンジニアリング、掘削、造船などエネルギー開発に関わる広範な企業にも影響が及んでいる。

景気を下支えしているのは外需だ。内需の落ち込みが激しく、輸入が大幅に減少（前年比▲11.7%）した一方、輸出は増加幅が拡大（同7.5%）した結果、純輸出は2002～03年の通貨危機局面以来の大幅なプラス寄与（前年比寄与度2.7%）となった。

## （2）インフレ率は高止まるも、利上げは最終局面に

景気後退にも関わらず、インフレ率は中銀が定める目標圏（4.5%±2%）の上限を大幅に上回って推移している（拡大消費者物価指数：2015年7月前年比9.56%）。財政緊縮策の一環として、ガソリン・ディーゼルなどの燃料価格や公共交通運賃、電力価格等の政府規制価格が大幅に引き上げられていることが、インフレ高騰の主因だ（図表2）。レアル安の影響等により、食品価格も上振れしている。

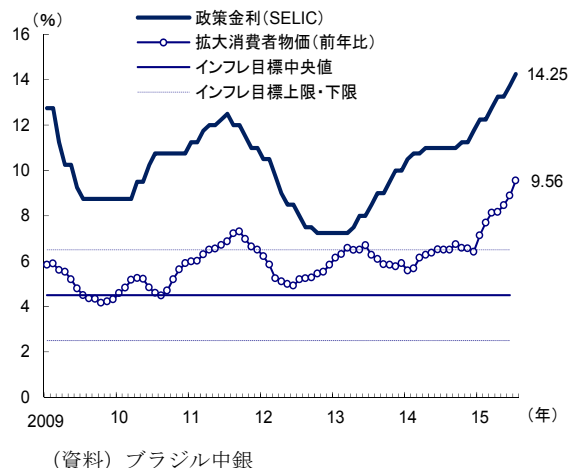
金融政策は、インフレ抑制のための追加利上げを余儀なくされてきたが、景気低迷が深刻化しているため、これ以上の引き締めは難しくなっている。ブラジル中銀は、7月の政策決定会合で政策金利を0.5%ポイント引き上げ14.25%（2006年8月以来の高水準）とした。声明文には、「十分に長い期間、政策金利を現状水準に維持することが、2016年末にインフレ率を目標値に収れんさせるために必要」との新たな文言が盛り込まれ、事実上利上げを打ち止めにして、様子見に移行する姿勢が示された。

一方で、中銀はレアル安への警戒を緩めていない。7月会合の議事録では、財政見通しの悪化によってレアル安が進行し、インフレ見通しが目標値から大きくかい離するような場合には、金利を据え置く方針を転換する意向を示している。また、2017年のインフレ目標について、中央値の4.5%を維持する一方、上限・下限のレンジを従来の±2.0%から±1.5%に縮小する決定を行うことで、中銀はインフレ目標への強いコミットメントを表明した（6月25日通貨審議会決定）。

## （3）世界大恐慌以来の2年連続マイナス成長、インフレ圧力は後退

景気後退は、長期化が予想される。実質GDP成長率について、みずほ総合研究所は2015年▲2.5%、2016年▲0.8%と、2年連続のマイナス成長を予想している。ブラジル経済が2年連続のマイナス成長に陥るのは、1930～31年の世界大恐慌以来のこと

図表2 インフレ率・政策金利



だ。ブラジル中銀が取りまとめている成長率予想も、2年連続のマイナスとなっている（8月28日時点、2015年▲2.26%、2016年▲0.40%）。

内需が低迷を脱するカギは、企業・消費者マインドの好転にある。しかし、マインド悪化に大きな影響を与えている政治的な不透明感が、早期に払しょくされるとは見込みにくい。むしろ、景気の遅行指標である失業率がさらに上昇し、消費者マインドを一段と下押す可能性が高い。その場合、個人消費の低迷が生産調整を長期化させ、企業マインドの改善を阻む局面が長引くとみられる。

2016年は、プラス成長は見込みにくい、成長率のマイナス幅は縮小すると予想される。2016年に入るとインフレ圧力の後退によって金融緩和の余地が広がる。そのため、政策転換が内需の回復を後押しすることが期待される。インフレ率は、需要低迷によるサービス部門の上昇圧力後退や、政府規制料金引き上げの影響剥落などにより、2016年には大幅に鈍化すると予想される。インフレ目標中央値（4.5%）への収れんが視野に入れば、ブラジル中銀は利下げに転じると予想され、家計・企業の金利負担の低減を通じて景気回復を後押ししよう。

ブラジルの実質GDP成長率は、政策金利の前年差と連動性がある。政策金利が現状の14.25%で据え置かれた場合、成長率の下振れ局面が2016年上半期で終わる可能性が見て取れる（図表3）。ただし、財政再建が遅れて2016年も追加的な増税や電力料金の引き上げ等が必要になったり、一段とレアル安が進行してインフレ率の目標圏への収れんが困難になる等の場合は、追加利上げが実施されるリスクがある。

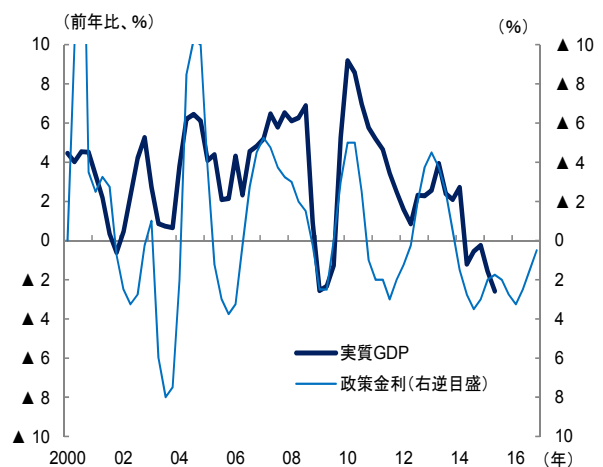
外需は、レアル安や内需低迷による輸入の減少により、引き続き景気を下支えするとみられる。ただし、輸出の約2割を占める最大の貿易相手国である中国景気の減速懸念と、資源価格の下落により、輸出が景気回復を力強くけん引することは期待しにくい。

なお、2016年8月の開催まで約1年となったリオデジャネイロ夏季五輪については、その経済効果は限定的であるとみられる。競技場や地下鉄等インフラ整備を含め、予算総額は約380億レアル（約1.3兆円）に上るとされるが、GDP統計で投資が5四半期連続マイナスとなっている通り、今のところ景気浮揚効果は確認できない。2014年サッカーW杯では、関連投資の達成率は7割弱にとどまったとされ、緊縮財政やペトロプラス汚職に関与した建設請負業者の経営不振の影響等から、五輪関連投資についても一部は見送られる可能性がある。

#### （４）輸出・インフラ投資促進による競争力の改善

ブラジル政府は、経済再生のために必要な政策対応について、①財政再建を中心としたマクロ経済の調整、②輸出・インフラ投資による競争力強化、③税制改革や事業環境の改善、という三つの柱を打ち立てている。なかでも政府が成長の起爆剤に位置付けるのが、輸出とインフラ投資だ。

図表3 成長率と政策金利



(注) 政策金利は前年差、半年先行。  
2016年前半まで金利据え置きと仮定。  
(資料) ブラジル地理統計院 (IBGE)、ブラジル中銀

資源高局面の終焉という新たな現実のもとで、一次産品への輸出依存を是正して、工業製品輸出を拡大すべく、政府は通商協定の拡充や貿易手続きの簡素化等を盛り込んだ国家輸出計画を発表した（2015年6月）。ルセフ大統領による首脳外交も活発化しており、中国との広範な経済協力合意や、通信傍受問題により冷却化していた米国との関係改善、メキシコとの優遇関税品目の拡大等に向けた協議開始といった動きがみられる。日本も輸出振興対象となる重点32カ国に含まれており、今年12月にはルセフ大統領が初訪日する予定となっている。

インフラ投資に関しては、政府が新たな物流インフラ投資計画（PIL）を打ち出している（2015年6月）。高速道路、鉄道、港湾、空港を対象に、2015～2018年に692億リアル、2019年以降に1,292億リアル、総額1,984億リアルを投資する計画だ。建設・運営を民間に委譲する「コンセッション」方式を活用し、運営権の売却収入によって歳入を確保する狙いもある。政府は2012年にもPILを策定しているが、入札条件の厳しさや採算・事業リスクに対する懸念から十分に民間投資を呼び込めなかった側面があり、今後十分に魅力的な条件を提示できるかが成否のカギを握る。

輸出促進とインフラ投資は、いずれも実際に成長率を押し上げる形で成果が得られるには時間がかかると考えられる。それでも、財政緊縮一辺倒ではなく、政府が成長戦略を提示することが、中期的な成長期待をつなぎとめるうえで重要となっている。

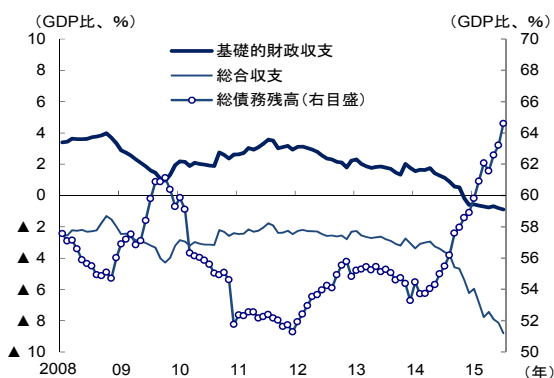
### 3. 財政再建の遅れと高まる格下げ懸念

#### （1）改善しない基礎的財政収支、政府は目標を引き下げ

ブラジル政府が最優先課題に掲げている財政再建は、なかなか成果が上がらない状況にある。2015年に入り、各種増税、歳出削減等の財政緊縮措置が実施されているが、景気低迷による歳入の下振れや、一部の緊縮措置の議会審議の遅れにより、財政収支の改善に結びついていない。7月の公的部門・基礎的財政収支（12カ月累計 GDP 比）は、▲0.9%の赤字と1998年以来の水準となった。利上げの継続により、利払い費等を含む総合収支（同）は、▲8.8%もの赤字を計上している。政府総債務残高（GDP 比）も、64.6%にまで増大している（図表4）。

財政指標の改善の遅れを受けて、ブラジル政府は基礎的財政収支の黒字目標の引き下げに踏み切った（7月22日。2015年：GDP比1.1%→0.15%、2016年2.0%→0.7%、2017年2.0%→1.3%）。

図表4 財政収支・政府債務



（注）基礎的財政収支・総合収支は12カ月累計。  
（資料）ブラジル中銀

図表5 経済・財政見通し

	2015	2016	2017
実質GDP	▲1.8	0.2	1.7
インフレ率	9.25	5.40	4.50
基礎的財政収支	0.15	▲0.34	1.30
総合収支	▲7.00	▲5.86	▲3.54
総債務残高	65.5	68.4	68.8

（注）実質GDP、インフレ率は前年比、%。  
基礎的財政収支、総合収支、総債務残高は対GDP比、%。  
（資料）ブラジル予算企画省

その後、歳入増加措置として検討されていた金融取引暫定納付金（通称、銀行小切手税、CPMF、2007年に廃止）の復活が困難となったことなどをを受けて、政府は8月末が議会提出期限だった2016年予算案で、2016年の基礎的財政収支見通しを同▲0.34%の赤字とした（図表5）。報道等では、政府はあえて赤字予算を議会に提示することで、一段の緊縮措置を訴える戦略をとったとされている。2015年については、GDP比0.15%の黒字見通しが維持されているが、公的部門の最大の構成要素である中央政府の基礎的財政収支は、1～7月累計で80億レアルの赤字となっており、黒字目標（58億レアル）達成は危うい状況にある。一部の州政府では、連邦政府への債務不履行が発生するなど、地方財政も悪化している<sup>2</sup>。

政府債務の増大も続く見込みだ。ブラジルが債務残高（GDP比）を安定させるためには、GDP比で2%超の基礎的財政黒字を確保することが必要とされるが、2018年まではその実現が難しい。そのため、2017年の総債務残高は68.8%まで増大する見通しとなっている。

財政緊縮の後退懸念につながらないよう、政府は黒字目標の引き下げと同時に86億レアルの裁量的支出削減を打ち出し、その後も省庁削減などを提案しているが、追加的な財政再建策が手詰まりとなっているとの印象はぬぐえない。

## （2）高まる投資適格級の格付け喪失懸念

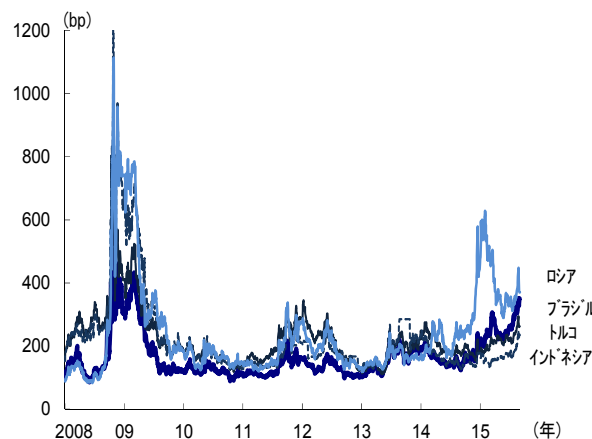
政府による基礎的財政収支の黒字目標引き下げの決定を受けて、市場ではブラジルが2008年以降維持してきた投資適格級の国債格付けを喪失するのではないかと懸念が台頭している。

黒字目標の引き下げ後、主要格付け機関はブラジル国債格付けの見直しに動いた。投資適格級で最低水準（外貨建て長期債格付け：BBB-）を付与しているスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は、政治・経済両面から財政を中心とする政策修正の実行リスクが高まっているとして、格付け見通しをNegative（弱含み）に引き下げた。今後は、「ブラジル政府の政策修正に対する姿勢の後退と判断される状況によって、対外・財政指標が悪化した場合」、格下げする可能性があるとしている。

ムーディーズも、景気が想定以上に弱く、財政改革に関する政治的合意も欠如しているため、債務の増大が続くとの見方から、投資適格級で最低水準（同：Baa2→Baa3）への引き下げを決定した。ムーディーズは、ブラジルの債務状況は同等の格付け国より悪いと指摘しつつ、外的な金融ショックへの耐性などを理由に投資適格級を維持するとしていた。一方で、ルセフ政権の任期後半（2017～18年）には経済・政治情勢が改善することを前提に、格付け見通しをStable（安定的）としている<sup>3</sup>。政府が2016年の財政見通しを下方修正したことをを受けて、格付け機関がさらなる格付けや見通しの変更に踏み切るのかが注目される。

市場は、投機的水準への格下げを織り込む動きをみせている。CDSプレミアムは、2009年3月以来の高水準となる350bp前後まで上昇しており、すでに投機的水準の格付け（S&P：BB+）を付与されてい

図表6 CDS プレミアム（5年）



（資料）Bloomberg

るインドネシアやトルコを上回り、ロシアに並ぶ勢いとなっている（図表6）。

### （3）緊縮姿勢の維持が格下げ回避の必要条件

今後は、ルセフ政権が財政緊縮姿勢を死守できるか否かが焦点となる。ルセフ政権をとりまく政治環境は厳しい。ペトロブラス汚職問題に加え、2014年大統領選挙での違法献金や、2014年予算の不正会計操作など様々な疑惑が浮上し、ルセフ大統領に対する支持率は急落している。Datafolha調査（8月4-5日）では、ルセフ大統領に対する肯定的な評価は8%に低下しており、否定的な評価は71%と1992年に罷免されたコロール大統領を上回る水準に達している。同調査では、議会が罷免手続きを開始すべきとの回答は66%に上っている（実際に辞任するとの見方は38%）。

政権与党・労働者党（PT）と連立を組むブラジル民主運動党（PMDB）の不協和音も強まっている。クーニャ下院議長（PMDB）は、自身がペトロブラス問題の捜査対象になったことで、ルセフ政権に対して絶縁宣言し、下院では大統領の罷免要求が高まっている。いまのところ上院では、カリエイロス上院議長（PMDB）がルセフ大統領を支持し、罷免には否定的立場を示している<sup>4</sup>。

弱体化するルセフ政権が、連立与党の支持確保のために緊縮路線の修正圧力に屈しないことが、投機的水準への格下げ回避の必要条件となる。議会では、難航してきた給与税減税の縮小措置が両院で可決されるなど一定の前進もみられるが、政府の緊縮提案を骨抜きにしようとする動きがある。窮地にたつルセフ政権が緊縮路線を維持できるかどうか、綱渡りの状況が続きそうだ<sup>5</sup>。

### （4）国債管理政策を通じた市場リスク・借り換えリスクの低減努力

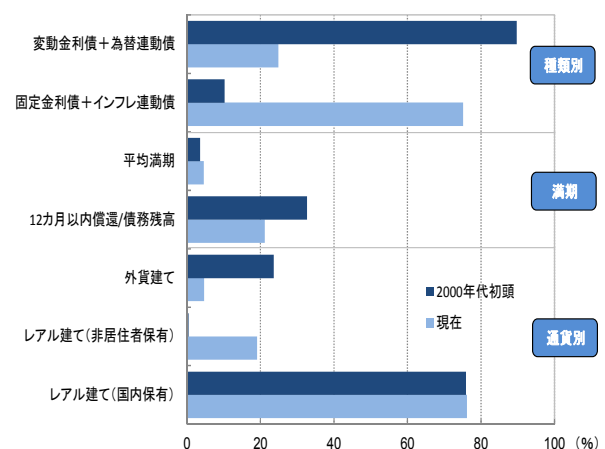
ブラジルが投資適格級の国債格付けを喪失する懸念が強まっているが、国債の債務不履行（デフォルト）リスクは高いのか。ブラジル政府は、過去の債務危機の経験を経て国債管理政策を見直し、市場リスクや借り換えリスクの低減に努力している。

国債管理について、2000年代初頭と現在を比較すると、①為替連動債・変動金利債の構成比低下、②満期構成の長期化、③外貨建て比率の低下、が進展していることがみてとれる（図表7）。

為替連動債・変動金利債の構成比低下は、市場リスクの低下につながる。為替連動債・変動金利債が全体に占める比率は、2002年の89.7%から24.9%へ大きく低下し、固定金利債およびインフレ連動債が75.1%を占めるようになってきている。債務の返済負担は、かつてより金利上昇やリアル安など市場環境変化の影響を受けにくくなっている。

満期構成の長期化は、借り換えリスクの低下につながる。平均満期は、3.6年から4.6年に延伸しているほか、12カ月以内に償還を迎える国債が全体に占める割合（2015年6月時点）は、2012年の32.7%から21.2%へと大幅に低下し、財務省が「居心地の良い（comfortable）水準」とみなす25%を下回っている。なお、同比率はリアル建て債で21.7%、外貨建て債で10.5%となっており、相対

図表7 政府債務構成の変化



（注）2000年代初頭は、種類別、満期は2002年、通貨別は2003年。現在は2015年6月。満期は年、その他は%。

（資料）ブラジル財務省

的に外貨建て債の借り換えリスクは小さい。2015年については、年内に償還予定の5,580億レアルのうち、55.7%が1~4月に集中しており、すでに償還のピークは越えている。

外貨建て国債比率は、2003年の23.6%から4.7%へ大幅に低下している。外貨建て国債（大半はドル建て）に代わる形で、レアル建て国債の非居住者保有分が増加している。レアル建て国債の場合、政府は為替リスクを負わないため、レアル安による債務負担の増大を回避することができる。

もっとも、レアル建て国債の非居住者保有比率は、2015年5月に既往ピーク（20.8%）を付けた後、やや低下している（7月19.6%）。新興国国債については、非居住者保有比率の上昇を借り換えリスクの増大として懸念する見方がある<sup>6</sup>。投機的格付けの国債を保有しない方針のファンド等も存在しており、非居住者の投資行動と資金流出リスクには留意が必要だ。

## 4. 急落する通貨レアルと対外債務への影響

### （1）史上最安値に迫るレアル／ドル相場

レアル／ドル相場は、スタグフレーションの深刻化、財政悪化と格下げ懸念、政治の混乱といった要因を材料に下落基調を強めている。8月末までの年初来下落率は▲26.6%に達しており、すでに2008年のリーマン・ショック時の年間下落率（▲23%）を超え、大統領選挙での左派政権発足観測でレアルが急落した2002年（史上最安値3.95レアル/ドル、年間下落率▲35%）に迫っている（図表8）。なお、米利上げ観測や中国景気の減速懸念による新興国通貨への売り圧力が強いいため、貿易量を加味した名目実効為替レート（国際決済銀行（BIS）データ）の7月までの年初来下落率（▲14%）は対ドル下落率（7月平均、年初来▲18%）を下回る。

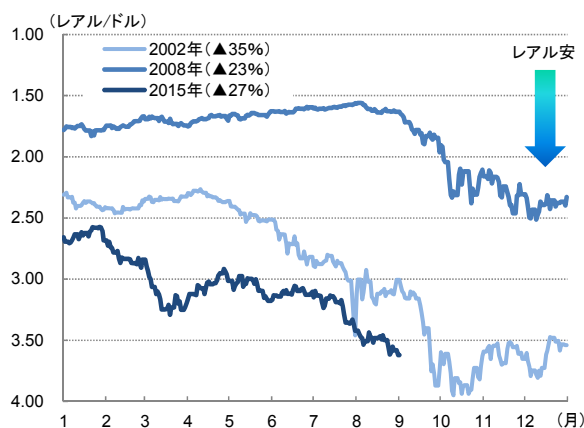
7月下旬以降のレアル安加速を受けて、ブラジル中銀は介入姿勢の修正を迫られた。中銀は、経常収支の赤字縮小を促すため、実効レートベースでの秩序だったレアル安を容認し、今年3月に通貨スワップ入札を終了していた。満期が到来した契約のロールオーバーも縮小する傾向にあったが、レアル安の加速を受けて、8月は100%ロールオーバーする方針に切り替えた。ただし、中銀の為替介入は為替市場のボラティリティを低減することを目的としており、レアル相場の方向性を変えるほどのインパクトはない。

今後についても、米国の利上げ観測や中国経済の減速懸念を背景に、新興国通貨への売り圧力が継続するなか、自国の政治・経済が混迷を極めていくレアル相場は、下値を模索する展開が予想される。

### （2）経常収支赤字は拡大に歯止め、マネーフローには不安定化の兆し

レアル相場に影響を与える要因のなかで改善の兆しが見えるのは、経常収支赤字である。2014年に急拡大した経常赤字は、2015年上半期は縮小傾向にある。

図表8 レアル／ドル相場



(注) 凡例 ( ) 内の数値は年間下落率。2015年は8月31日までの年初来下落率。

(資料) Bloomberg

経常赤字の縮小は、貿易収支の好転によるところが大きい。貿易収支は、2014年に2001年以来14年ぶりの赤字に転落したが、2015年上半期は黒字を計上した。資源価格の下落や中国・アルゼンチンなど主要貿易相手国の景気減速を背景に、輸出は低迷が続く一方、内需の減速やレアル安の影響から、輸入が輸出以上に落ち込んでいるためだ。

経常赤字の縮小は数少ない明るい材料だが、マネーフローには不安定化の兆しがある。2015年4～6月期は、金融収支（除く外貨準備）が経常赤字を上回ったが、資金流入は細る傾向にある（図表9）。4～6月期の証券投資の流入超幅は1～3月期に比べ半減し、7月には流出超に転じている。非居住者の証券保有比率は国債で約2割、株式で約4割に達していることから、非居住者の投資行動の変化が債券・株式市場に与える影響を注視していく必要がある。

### （3）通貨安に対する耐性は強化されるも、資金調達環境の悪化には要警戒

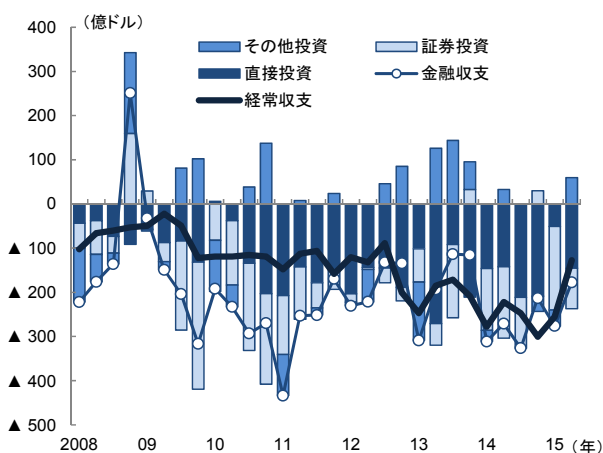
レアル相場が急落すると、対外債務の返済負担の増大が、広範なデフォルトなどの債務危機を誘発するリスクが論点となってくる。対外債務の抑制や外貨準備の積み増し、自国通貨建て債務比率の上昇などにより、通貨安に対するブラジルの耐性は強化されていると考えられる。

対外債務/GDP比率は、10%程度まで低下した2010年を底にやや上昇しているが、2002年の4割超の水準は大幅に下回っている。外貨準備は3,687億ドル(2015年6月末)に達しており、対外債務全体(3,452億ドル)<sup>7</sup>をカバーできる水準にある。流動性を評価する尺度として重視される外貨準備/対外短期債務<sup>8</sup>比率は、資本規制の変更<sup>9</sup>の影響で短期債務が増加したことにより2014年に大きく低下しているが、必要とされる100%を大幅に上回る300%超となっており、短期的な外貨繰りに支障はないと考えられる（図表10）<sup>10</sup>。

部門別にみると、レアル安による債務返済負担の増大リスクは、公的部門（一般政府・中央銀行）では過去に比べ低下していると考えられる。非金融企業部門の対外債務拡大には留意が必要だが、対外債務比率の水準はさほど高くなく、為替リスクの大半はヘッジされている。

公的部門の対外債務は、2000年代初頭にはブラジルの対外債務の4割を占めたが、2015年6月末の段

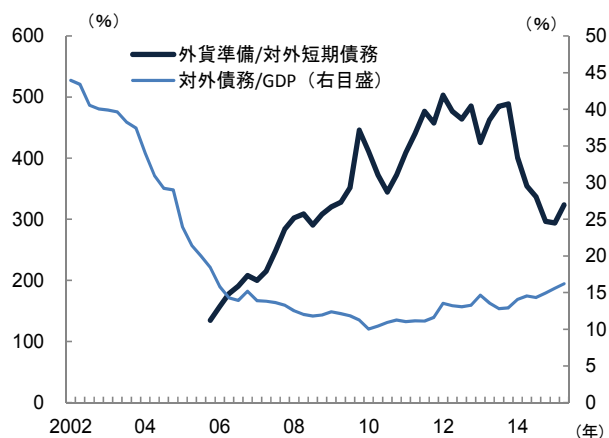
図表9 経常収支・金融収支



(注) 1. 2013年まではIMF国際収支統計マニュアル第5版、2014年以降は第6版に基づく。  
2. 金融収支は外貨準備除く。その他投資は金融派生商品含む。金融収支の-表示は資本流入。

(資料) ブラジル中銀

図表10 対外債務関連指標



(資料) ブラジル中銀



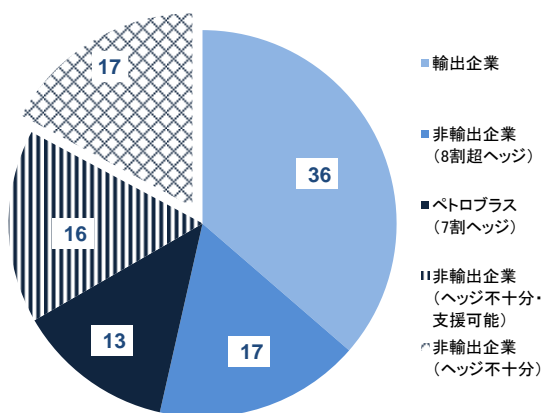
階では2割程度まで低下している<sup>11</sup>。前述した国債の外貨建て比率低下や市場リスク・借り換えリスクの低減努力は、公的部門のレアル安への耐性強化につながっている。ブラジル政府は、2002年の通貨危機局面でIMF融資としては既往最大（304億ドル）の金融支援を受けたが、2005年には対IMF債務を全額繰り上げ返済した。リーマン・ショック後の2009年にはIMF債購入を決定し、IMFに対しては債務国から債権国に転じている。

一方、非金融企業部門では、債務全体に占める対外債務比率が上昇している。先進国の金融緩和による資金調達環境の改善や、欧州債務危機による外銀からの与信縮小等を背景に、オフショア市場での債券発行が増加したことが、対外債務比率の上昇をもたらした（2010年20%→2013年26%）。

ただし、対外債務比率は、2000年代初頭の5割前後の水準を下回り、同比率が4割を超えるメキシコなどの他の新興国よりも低い。また、大半の企業では、外貨建て収入増加によるナチュラル・ヘッジや、デリバティブ等により、対外債務の為替リスクはヘッジされている。ブラジル最大の企業であるペトロブラスは、非金融企業の外貨建て債務の13%を占めるが、石油輸出による外貨建て収入に加え、デリバティブにより為替リスクの70%をヘッジしている。そのほか、ナチュラル・ヘッジが機能する輸出企業が同36%、デリバティブにより8割超の為替リスクをヘッジしている非輸出企業が同17%を占めており、ヘッジが不十分（8割未満）な非輸出企業は同33%となっている。このうち、グループ企業の支援が可能な外資系企業を除くと、為替リスクに脆弱な企業債務は、全体の17%程度にとどまる（IMF (2015b)）（図表11）。

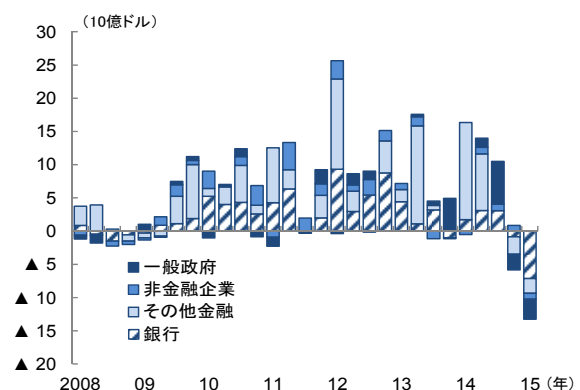
外貨建て国債比率が低く、非金融企業の為替ヘッジ利用比率が高いことは、レアル安による債務負担増大リスクを軽減する要因となる。ただし、景気低迷やペトロブラス問題の波及でブラジルの信用リスクが高まるなか、国際市場での資金調達環境が悪化していることには警戒を要する。BIS統計によれば、ブラジルの国際証券（債券および短期金融商品）の純発行額（発行から償還を差し引いたネット）は、2014年10～12月期から2期連続で純減している（図表12）。2015年1～3月期は、銀行部門が大幅な償還超過となっており、貸出の抑制など国内信用市場への波及を注視すべき状況だ。

図表11 非金融企業の為替リスク・ヘッジ状況



(資料) IMF (2015b)

図表12 国際証券の純発行額



(注) 国際証券（債券および短期金融商品）の発行から償還を差し引いたネット。

(資料) BIS Quarterly Review

## 5. おわりに

第二期ルセフ政権が打ち出した政策の方向性は正しい。緊縮的な金融・財政政策とレアル安を容認する姿勢は、1990年代にカルドゾ政権（ブラジル社会民主党（PSDB））時代に導入され、ブラジル経済安定の礎となってきた「インフレ目標、基礎的財政収支の黒字目標、変動為替相場制」へのコミットメントを強めるものだ。輸出・インフラ投資による競争力の改善や、税制改革・事業環境の改善といった政策も、高い輸送コストや税負担などの「ブラジル・コスト」を軽減し、ブラジルが投資主導の成長に移行するうえで不可欠である。レアル安の容認により、経常赤字が縮小に向かうなど、改善の兆しが全くないわけではない。

しかし、政治・政治が混迷の度合いを強め、市場参加者や格付け機関は、ルセフ政権の政策遂行能力に対する懐疑的な見方を強めている。投資適格級の国債格付けを喪失すれば、資金流出が加速し、「調整の年」が2015・2016年のみならず、さらに長期化するリスクがある。ルセフ政権は、投資適格級の格付け維持にむけ、まさに背水の陣での政策運営を迫られている。

### 【参考文献】

Banco Central Do Brasil (BCB) (2015), *Relatório de Estabilidade Financeira*, Março  
International Monetary Fund (IMF) (2015a), “Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks,” *World Economic and Financial Survey*, April  
——— (2015b), “Brazil Selected Issues,” *IMF Country Report No. 15/122*, May  
National Treasury Secretariat (2015), *The Federal Public Debt Monthly Report*, June, July

<sup>1</sup> ペトロブラスは2019年までの5年間の投資額を37%削減し1,303億ドルとする方針。

<sup>2</sup> リオグランデ・ド・スル州は2015年8月、連邦政府に対する2.8億レアル（8100万ドル）の債務不履行に陥った。地方政府の債務不履行は1997年以来とされる（8月22日付Bloombergによる）。

<sup>3</sup> ムーディーズは、債務増大を抑制し財政の持続可能性を確保するためには、ルセフ政権任期後半に実質GDP成長率、基礎的財政収支黒字GDP比が各々少なくとも2%に達することが必要としている。

<sup>4</sup> 汚職等の背任罪による大統領の罷免は、下院議員の2/3の賛成で手続き開始が認可され、上院で審理が開始されると大統領の職務は停止される。上院議員の2/3の賛成で背任罪が確定すると、大統領は罷免される。

<sup>5</sup> 政府は、自動車産業等の支援・雇用維持策として政府系金融機関による融資枠設定を打ち出したが、政府系金融機関の役割拡大は政府債務の増加要因となっており、従来の役割縮小方針を覆すものとして、批判的な見方がある。

<sup>6</sup> 非居住者保有比率は、メキシコ（38.5%）、インドネシア（38.1%）、マレーシア（47.3%）などの新興国で高く、20%程度のブラジルは相対的には低い部類に属する（IMF(2015a)）。

<sup>7</sup> ブラジル中銀が、対外債務関連指標算出の対象としている対外債務は2015年6月末時点で3,452億ドル。企業内の親子ローン（2,097億ドル）、非居住者保有債券（1,472億ドル）を加味した広義の対外債務は7,022億ドル。

<sup>8</sup> 1年以内に満期を迎える長期債務を含む。実額は2015年6月末時点1,140億ドル、対外債務全体の33%。

<sup>9</sup> 金融取引税（IOF、6%）の対象となる対外借入の満期が、360日から180日に引き下げられ、180日超360日以内の短期借入については非課税となったことによるもの。

<sup>10</sup> IMFは、外貨準備は外部調達必要額（1年以内に満期を迎える短期債務＋経常赤字）の2倍を超えており、必要とされる1～1.5倍の基準を満たしていると評価している（IMF(2015b)）。また、BRICSは、2014年7月に1,000億ドル規模の外貨準備基金（Contingent Reserve Arrangement, CRA）創設で合意している（ブラジルは180億ドルを拠出）。

<sup>11</sup> 公的部門に代わり、現在では金融部門が対外債務の4割超を占め、最大の借り手となっている。ブラジル中銀は、為替変動が自己資本比率に与える感応分析の結果、為替変動が金融システムに与えるインパクトは大きくない（irrelevantes）と評価している（BCB(2015)）。