みずほインサイト　米 州　2015 年 9 月 14 日

格下げ圧力にさらされるブラジル
資金調達環境の悪化がもたらす負のスパイラル

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

○財政見通しの悪化を受けて、S&Pはブラジル国債の格付けを投機的水準に引き下げた。今後の政策対応次第では、投機的水準への格下げが他の格付け機関にも広がる可能性がある
○金融・為替市場は、投機的水準への格下げを事前に織り込みつつあった。ただし、ロシアやハンガリーが投資適格を喪失した事例からみると、追加的な格下げ懸念がある間は調整圧力が続くだろう
○格下げは、ブラジル政府・企業の資金調達コストを一段と上昇させる。資金調達環境の悪化が続けば、景気後退が長期化して財政再建が遅れ、一段の格下げを招く負のスパイラルに陥りかねない

１．相次ぐ国債格下げの動き

（１）悪化するブラジルの経済・財政

ブラジルの経済・財政は、悪化が深刻になっている。

2015 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲1.9%と 2 四半期連続のマイナスとなり、景気は後退局面入りしている。景気低迷は長期化し、世界大恐慌以来の 2 年連続マイナス成長が見込まれる深刻な状況だ（みずほ総合研究所予測：2015 年▲2.5%、2016 年▲0.8%）[1]。

景気低迷による歳入の下振れなどにより、財政は悪化している。2015 年 1 月に発足した第二期ルセフ政権は、一期目の財政拡張路線を改め、増税・歳出削減など緊縮措置を実施してきた。しかし、国営石油会社ペトロブラスの汚職捜査などを背景に、議会では政権与党である労働者党（PT）と連立を組むブラジル民主運動党（PMDB）との不協和音が強まっている。両党は、財政再建に関わる合意を形成することができず、むしろ緊縮措置の審議を遅らせたり、緊縮効果を骨抜きにするような動きがみられる。歳入の下振れを相殺するほどの緊縮措置は実現できず、基礎的財政収支は赤字で推移し、政府債務の増大にも歯止めがかからない（図表1）。

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%）。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（8 月 31 日）。

報道では、財政再建を陣頭指揮するレビ財務相は 7 月に提示した黒字維持にこだわっていたものの、「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」を主張する勢力への譲歩を余儀なくされたとされている。2016 年の赤字予算は、投資適格級の国債格付け維持の重要性を繰り返

One MIZUHO 未来へ。お客さまとともに

し主張してきたレビ財務相の影響力低下を示すものと市場では受け止められた。レビ財務相自身は否定しているものの、財政緊縮への支持が得られないため、財務相が辞任するとの観測は絶えない。

（２）Ｓ＆Ｐは投機的水準に引き下げ

短期間での大幅な財政見通しの悪化を受け、ブラジル国債の格下げが相次いでいる（図表2）。

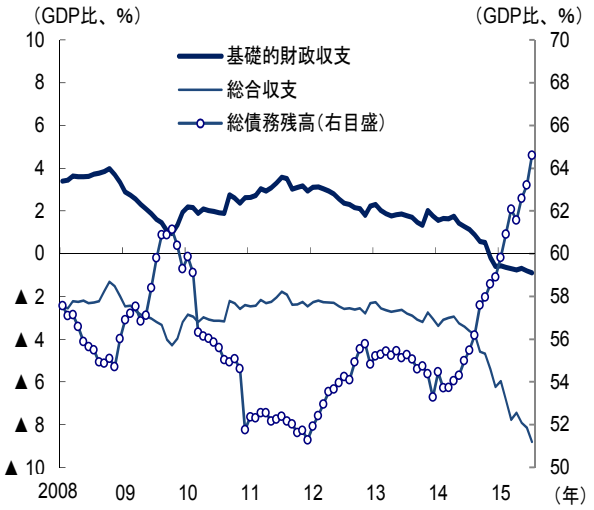
スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は、外貨建て長期債格付けを投資適格級で最低水準のBBBーから、投機的水準であるBB＋に引き下げ[2]、見通しをNegative（弱含み）とした（9月9日）。なお、自国通貨建て長期債についても1ノッチ引き下げたが、投資適格級のBBBーとしている。

S&Pは、主要格付け機関の中で先行して格下げに動いており、2014年3月にBBBからBBBーに引き下げていた。その後、第二期ルセフ政権下で、レビ財務相が緊縮策へのコミットメントを明示したことを評価し、2015年3月時点ではBBBーの格付けと、Stable（安定的）の見通しを維持していた。しかし、7月の財政黒字目標引き下げ後、「政策修正の実行リスクが高まっている」として見通しをNegativeに引き下げた。さらに8月の赤字予算提出を受け、今回の投機的水準への格下げを決定し、見通しもNegativeとした。S&Pは2008年4月に投資適格級のBBBーを付与しており、投機的水準とするのは7年ぶりのことになる。

S&Pは投機的水準への格下げの理由について、8月の赤字予算提出が示した政府の財政緊縮姿勢の後退を挙げている。格下げ発表時の声明では、「政治課題が山積し、第二期ルセフ政権の発足時に示された重大な政策転換と整合的な予算を提示する能力も意思も低下」していると指摘している。政治的な結束力の低下に対する懸念が繰り返し言及され、今後も一段と財政状況の悪化につながるような政策が実施されるのであれば、「1/3より高い確率でさらなる格下げの可能性がある」としている。

S&Pは、2008年に他の格付け機関に先行してブラジル国債を投資適格級に引き上げた際[3]、債務削減や成長見通しの改善に示されるブラジルの制度・政治的枠組みの成熟を評価したとしていた。今回の格下げ判断には、そうした評価が期待外れのものとなりつつあることへの失望がにじんでいる。

図表1　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2　外貨建て長期債格付け

	S&P	Moody's	Fitch
2015	BB＋(Negative)	Baa3(Stable)	BBB(Negative)
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）Thomson Reuters Eikon

（３）ムーディーズおよびフィッチは投資適格級を維持

ムーディーズおよびフィッチについても、格付けや見通しの引き下げを実施しているが、現時点では投資適格級の格付けを維持している。

ムーディーズは、2015年8月11日に外貨建て長期債格付けを投資適格級で最低のBaa3に引き下げた。投資適格級を維持した理由として、「外的な金融ショックへの耐性（潤沢な外貨準備、外貨建て債務や非居住者の国債保有へのエクスポージャーの低さ、経済規模と多様性)」をムーディーズは指摘している。また、ルセフ政権の任期後半（2017～18年）には経済・政治情勢が改善し、2%の成長率および基礎的財政黒字（GDP比）を達成することを前提に、格付け見通しをStable（安定的）とした。格下げ方向で見直すとすれば、想定以上に債務指標が悪化し、任期後半の成長率・基礎的財政黒字の前提が崩れる場合であるとしている。8月の赤字予算発表については、Baa3への格下げ時点ですでに織り込み済との見解を表明している。

フィッチは、3社のなかでは最も高いBBB（投資適格級で下から2番目）を付与しているが、見通しは2015年4月9日にNegativeに引き下げている。フィッチのアナリストは講演で、想定を上回る速さで財政が悪化しているとして、格下げの可能性は50%を上回るとの見方を示している[4]。

２.資金調達環境の悪化がもたらす負のスパイラル

（１）金融・為替市場の反応：投資適格喪失時のロシアとハンガリーの経験

S&P による一段の格下げ有無に加え、投機的水準への格下げが S&P 一社にとどまるのか、あるいは他の格付け機関も同様の判断を示すのかによって、今後の金融・為替市場の調整圧力の大きさは左右されると考えられる。

政府が 2016 年の赤字予算を提出したことで、市場は投機的水準への格下げを織り込みつつあった。しかし、S&P が 7 月に見通しを Negative に引き下げてから、ごく短期間で実際に格下げが実施されたことは驚きをもって受け止められた。格下げ発表後、レアル／ドル相場は一段安となり、CDS プレミアムも 390bp 台に上昇、ブラジルに先行して投機的水準に格下げされていたロシアを上回った。

金融・為替市場の調整は、追加的な格下げ懸念がある間は続く可能性が高い。投資適格級の国債格付けを喪失した際の CDS プレミアムおよび対ドルレートの調整度合いについて、ロシアおよびハンガリーとブラジルを比較したものが図表3である。最初の格下げ前後の 100 日（週末除く）間の推移をみると、投機的水準への格下げが行われるまでに、相当程度 CDS プレミアムの上昇や対ドルレートの下落が進行し、市場が格下げを事前に織り込んでいく姿がうかがえる。

ロシアについては、2015 年 1 月に S&P、2 月にムーディーズが外貨建て長期債格付けを投機的水準に引き下げた（フィッチは投資適格維持）。S&P、ムーディーズは、見通しを Negative としているが、追加的な格下げはいまのところ実施しておらず、比較的短期間でいったん調整は収束（CDS プレミアムは低下、対ドルレートは上昇）している[5]。

ハンガリーについては、2011 年 11 月にムーディーズ、12 月に S&P、2012 年 1 月にフィッチが投機的水準に引き下げ、S&P が 2012 年 11 月（図表の範囲外）に 1 ノッチさらに引き下げている。ハンガリーの場合、断続的に格下げが実施されていることから、ロシアに比べて調整は長期化しており、CDS プレミアムの低下、対ドルレートの上昇幅も限定的にとどまっている。

最近のロシアの事例では、ウクライナ問題と欧米の経済制裁など地政学リスクの影響もあり、格下げ判断に至った経済・政治状況、各国の政策対応も異なることから、単純に過去の他国の事例からブラジルについて今後を類推することには限界がある。それでも、投機的水準への格下げ実施までにある程度の調整は進展しているものの、政治的な不透明感が払しょくされず、一段の格下げ懸念がくすぶり続ける限り、市場の調整圧力が継続することはみてとれよう。

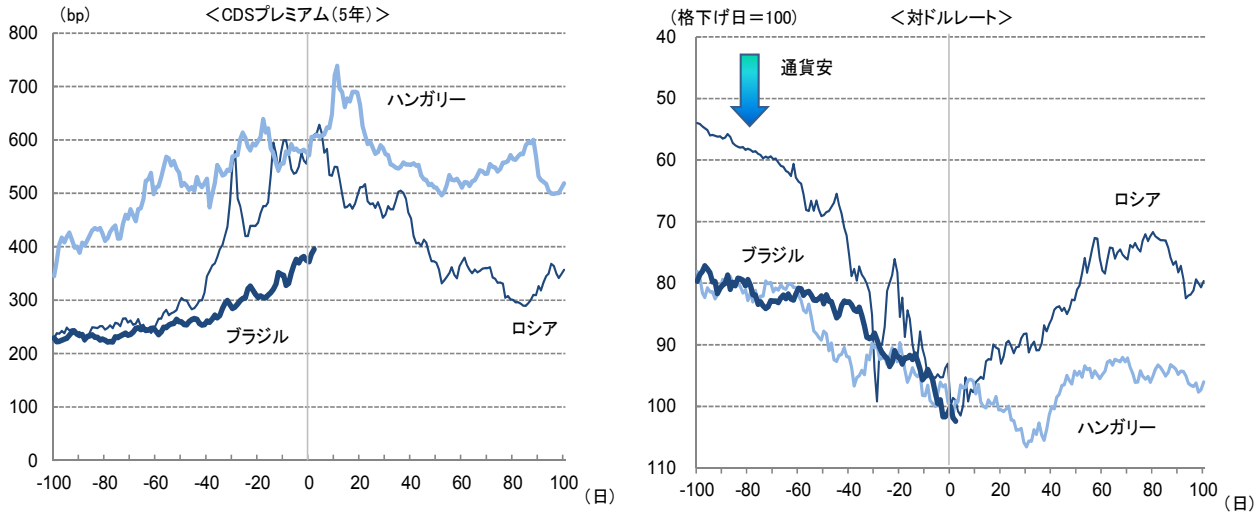
（２）問われる連立与党の協調姿勢

今後、さらなる格下げが行われるか否かは、政府・議会の政策対応次第である。S&Pによる投機的水準への格下げを警鐘と受け止め、PT・PMDBの連立与党が財政緊縮で協調し、早期に2016年予算の基礎的財政収支を再び黒字に修正することができれば、一段の格下げを回避できる可能性が高まる。しかし、実効性のある緊縮策で合意できるかは、現時点では不透明である。

ルセフ大統領は、9月7日の独立記念日の演説で、社会政策を重視して財政拡張路線をとった一期目の経済政策運営の過ちを認め、「苦い薬が必要」として増税など一段の緊縮措置の必要性を訴えた。また、レビ財務相は、S&Pの格下げを受けた声明で、2016年の基礎的財政収支黒字（GDP比0.7%）を確保するための緊縮策を実現する意向を示し、財政再建に対するコミットメントを再確認した。政府は追加的な緊縮措置として、所得税の最高税率の引き上げ、寄付・相続税や燃料税の引き上げ等を検討する方針だ。しかし、テメル副大統領をはじめとする連立与党のPMDB幹部は、歳出削減の必要性には同意する一方、増税は「最後の手段」として反対の姿勢を表明している。

ルセフ大統領に対しては、2014 年の大統領選挙でのペトロブラス関連の違法献金などの疑惑が浮上している。違法献金関連では、すでに大統領側近であるメルカダンテ官房長官とシルバ社会広報庁長官の２閣僚の捜査開始を最高裁が承認し、政権への逆風は一層強まっている。

図表 3　投資適格喪失時の CDS プレミアム・対ドルレートの推移



（注）データは日次（週末を除く）。外貨建て長期債が投機的水準に格下げされた最初の日をゼロとする。
格付け機関の格下げ発表日は以下の通り。
ブラジル：　2015 年 9 月 9 日（S&P：BBB－→BB＋）
ロシア：　2015 年 1 月 26 日（S&P：BBB－→BB＋）、2015 年 2 月 20 日（Moody's：Baa3→Ba1）
ハンガリー：2011 年 11 月 24 日（Moody's：Baa3→Ba1）、2011 年 12 月 21 日（S&P：BBB－→BB＋）、
2012 年 1 月 6 日（Fitch：BBB－→BB＋）、2012 年 11 月 23 日（S&P：BB＋→BB）
（資料）Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

第二期ルセフ政権は、今年1月に発足したばかりであり、次回の大統領選挙は2018年になる。テメル副大統領は、ルセフ大統領が罷免される可能性を否定しつつも「低支持率が続けば、残り3年余りの任期は全うできない」と発言している。ルセフ大統領が罷免された場合には、テメル副大統領が後継となるが、2014年大統領選挙での違法献金の罪が確定すれば、正副大統領は辞任し、再選挙となる可能性がある[6]。政権交代への期待も浮上しているが、短期的には政治的な不透明感が著しく高まり、企業・消費者マインドに悪影響を及ぼすことが懸念される。

（３）資金調達環境の悪化が景気後退を長期化させ、一段の格下げを招く負のスパイラル

財政緊縮に向けた政治的合意を形成できなければ、ブラジル経済の低迷は、いっそう長引きかねない。格下げと急速なレアル安により、ブラジル政府・企業の資金調達コストは上昇し、資金調達環境の悪化は、景気後退を長期化させる要因となる。

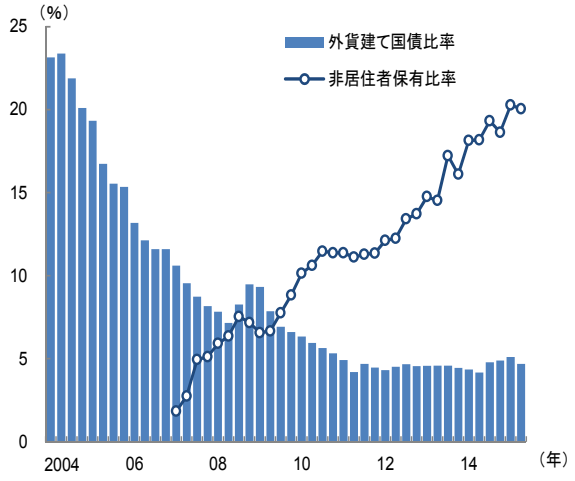
ブラジル国債の95%はレアル建てであり、S&Pは自国通貨建て国債の格付けについては投資適格級のBBBーを維持している。しかし、追加的な格下げ懸念がくすぶるなか、10年物レアル建て国債利回りは、年初の12%程度から15%を超える水準まで上昇している。外貨建て国債比率は2004年の20%を超える水準から2015年6月には5%割れへと大幅に低下しているため、ブラジル政府にとってはレアル安による債務負担の増大リスクは低減している。一方で、レアル建て国債の約2割を保有する非居住者はレアル安による損失拡大に直面しており、格下げによる資金流出圧力に十分な注意を払う必要がある（図表4）。

また、S&P は国債格付けと同時に、ペトロブラスや主要銀行についても格付けを投機的水準に引き下げており、企業の資金調達環境も一段と悪化している[7]。ペトロブラスの格付けについては、ムーディーズも2015年2月時点で投機的水準に引き下げている。ペトロブラスは、2015～19年の投資計画を4割近く下方修正したが、資金調達環境の悪化により一段の投資削減が必要になる可能性があり、低迷する景気をさらに下押しすることが懸念される。また、景気後退による資金需要の低迷もあり、銀行の新規貸出はすでに前年割れとなっている。主要銀行の資金調達コストの上昇が、国内信用市場の一層の収縮につながるおそれがある。

格下げ懸念を背景にレアル安が続けば、金融引き締め局面が長期化しかねない。レアル安は、インフレ率（2015年8月9.5%）が中銀目標圏内（4.5%±2.0%）に鎮静化することを阻害する要因となるため、政策金利（14.25%）の引き下げに転じるタイミングは遅れることになる。

資金調達環境の悪化は、景気後退を長期化させ、歳入を押し下げて財政再建を困難にし、一段の格下げをもたらしうる。財政緊縮に向けた政治的合意を形成できない限り、ブラジル経済は負のスパイラルに陥りかねない。

図表4　非居住者の国債保有比率



（注）非居住者保有比率は、レアル建て国債に占める非居住者の保有割合。
（資料）ブラジル中銀、ブラジル財務省

[1] 景気の現状と展望については、西川珠子「投資適格維持へ正念場のブラジル～世界大恐慌以来となる 2 年連続マイナス成長へ」（みずほ総合研究所「みずほインサイト」2015 年 9 月 1 日）を参照されたい。
[2] S&P よれば、BB+は「他の投機的格付けに比べて債務が不履行になる可能性は低いが、債務者は高い不確実性や、事業環境、金融情勢、または経済状況の悪化に対する脆弱性を有しており、状況によっては当該債務を履行する能力が不十分となる可能性がある」と定義されている。
[3] 外貨建て長期債格付けの投資適格級への引き上げは、S&P2008 年 4 月 30 日、フィッチ 2008 年 5 月 29 日、ムーディーズ 2009 年 9 月 22 日。
[4] 2015 年 9 月 11 日付け Bloomberg 報道。
[5] なお、原油価格の再下落などを背景に、2015 年 5 月以降、ロシアの CDS プレミアムは上昇、ルーブル/ドルレートは下落基調を強めている。
[6] ブラジル共和国憲法によれば、大統領・副大統領が職務を遂行できない、あるいは大統領府・副大統領府が空席となった場合、下院議長、上院議長、連邦最高裁長官の順に職務を代行する。大統領府および副大統領府が空席となった場合、90 日以内に再選挙を実施しなければならない。
[7] Bloomberg によれば、S&P、ムーディーズ、フィッチによるブラジル企業（銀行除く）の格下げは、2015 年に入り 186 社と 2014 年（69 社）から急増している（2015 年 9 月 11 日付け）。

●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。