

ブラジル、政策の矛盾を理由に格付引き下げ

～「投資適格」の最低水準に。他の格付機関が追随する可能性あり～

発表日：2014年3月28日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 24日、米S & P社はブラジルの信用格付を1ノッチ引き下げ、同国は「投資適格」の中で最低水準になった。同社は、格下げの理由として「政策の一貫性の欠如」と「低成長の継続」を挙げている。インフレ懸念がくすぶる中、中銀は一貫して利上げを実施する一方、政府は財政拡張による景気維持を図っており、金融引き締め効果が相殺されてきた。さらに、近年はプライマリー黒字幅の縮小が続くなど財政悪化が懸念されており、これも格下げを後押ししたと考えられる。他方、同国は潤沢な外貨準備を背景に対外的には純債権国であるが、経常赤字の拡大が続くなか、今後はそのファイナンスが厳しくなることが予想される。これは先行きも景気浮揚が図りにくいことを意味しており、景気については困難が続くであろう。

《財政/金融政策の「矛盾」を理由に格下げ。ファンダメンタルズの悪化で景気は厳しい展開が続くと予想される》

- 24日、米格付会社のスタンダード・アンド・プアーズ社(S & P社)は、ブラジルの外貨建長期信用格付(ソブリン格付)を1ノッチ引き下げて「BBBマイナス」とする決定を発表した。「BBBマイナス」は同社が付与する格付のうち「投資適格」とされるなかで最も低い水準であるが、主要な新興国のなかで同水準の格付を付与されている国にはインドやフィリピンがあり、主要国の中ではスペインと同格に当たる。なお、今回の格下げの理由として同社は「ブラジル政府の政策に一貫性がなく、財政と経済政策の信頼性に欠ける」ことを挙げており、先行きの同国経済についても「今後数年は低成長に留まる」との見方を示している。ブラジル経済を巡っては、近年の世界経済のけん引役となってきた中国をはじめとする新興国経済の勢いに足下で陰りがみられるなか、これに伴う国際商品市況の低迷を背景に2011年秋をピークに交易条件は悪化しており、景気への悪影響が懸念されてきた。一方、景気は勢いを失いつつあるにも拘らず、国内の製造業をはじめとする産業は保護主義的な政策の影響で閉鎖的な環境に置かれており、他の新興国などに比べて価格競争力は乏しく、国内の物価高を招く一因になってきた。さらに、公務員の最低給与水準や年金支給額などは、法律に基づき過去数年のインフレ率に連動して引き上げられることから、足下では景気減速が進行しているにも拘らず賃金上昇が促され、それが新たなインフレ圧力に繋がる悪循環を招いている。中銀はインフレを警戒して昨年4月から金融引き締めを断続的に実施しており、2月の定例の金融政策委員会でも25bpの利上げを実施して政策金利(Seleic)は10.75%となるなど、物価に対する「タカ派」的な姿勢を強めている。中銀は過去に起こったハイパーインフレを教訓にインフレターゲット制を導入しており、これまでもインフレ率の動向に対して時に神経質とも言える反応を示すなど、物価抑制を最重要課題に据えた政策運営を実施している。一方で、こうした中銀による姿勢は、基礎的条件(ファンダメンタルズ)の急激な悪化を防ぐ「砦」とみられており、同国経済が景気減速に見舞われる状況にありながらも底堅い資金流入が続く一因になってきたと考えられる。
- 他方、同国政府の経済政策運営を巡っては、中銀が物価や為替の安定を目指して金融引き締め姿勢を強めているにも拘らず、景気の下支えを図るべく減税や補助金の拡充に動いているほか、政府系金融機関を通じた低利融資を拡充させるなど実質的な歳出拡大に繋がっており、金融引き締めの効果を相殺してきた。他方、政府は前政権から行ってきたインフラ投資拡充策に伴う歳出拡大によって、ここ数年の財政状況が悪化基調を辿って

いることを懸念しており、昨年以降度々歳出削減策を発表する動きをみせている。こうした歳出削減による効果などもあり、2013年通年のプライマリー黒字のGDP比は+1.9%と事前の政府目標（2.3%（当初予算時は3.1%だったが後に下方修正））を下回る水準となっている上、今年度はこれまでのところサッカーW杯関連のインフラ建設の進捗が遅れたことで今後は関連支出の拡大が見込まれ、財政への負荷が高まることは避けられない。さらに、昨年のサッカーコンフェデレーションズ杯の開催に併せて全土で広がった反政府デモは、公共バス料金の値上げをきっかけにしたものであったが、その後は社会保障や教育関連の歳出拡充を求める動きに広がったことから、歳出削減が見通し通り進むかは不透明である。また、同国では深刻な干ばつが発生しており、これに伴って水力発電は能力を十分に発揮出来ずコスト上昇を招き、電力料金への影響は免れない事態となっている。こうしたことから、政府は一部の輸入品や消費財に対する関税を引き上げる一方、これを財源に電力業界を支援する方針を明らかにしているが、エネルギー関連の補助金には今後も上昇圧力が掛かりやすい展開が予想されることから、歳出削減努力の達成は困難と見込まれる。他方、足下の同国経済は「底」のみえない状況が続いており、先行きについても不透明な状況にあることを勘案すれば、歳入の急速な改善は期待しにくい展開が予想される。このように考えると、政府は今年度予算における前提となる経済成長率を引き下げたほか（3.8%→2.5%）、追加の歳出凍結を行う方針を掲げているものの、プライマリー黒字目標（1.9%）の実現は極めて怪しくなっている。こうしたこともS&P社による格下げ決定を後押ししたと考えられ、今後は他の格付機関が追随して格下げを実施する可能性もあると見込まれる。

- なお、政府は今回の格下げに対して「底堅いファンダメンタルズと矛盾する」との見方を示しており、その理由として潤沢な外貨準備の存在を挙げている。事実、2月末時点における外貨準備高は3772億ドルに上る一方、昨年末時点の対外債務残高は3086億ドルと外貨準備高を下回る水準に留まるなど対外的には純資産国である上、対外債務に占める短期債務残高は326億ドルに留まる。したがって、今後米国の金融政策の変更などによって国際金融市場では短期的に資金の撒き戻しが起こる事態にな

った場合でも、同国発で危機的状況が誘発されるリスクは極めて低いと考えられる。この点では、国際金融市場において「フラジャイル5」などと呼ばれる国々の中でも、同国は最もファンダメンタルズは堅調と評することが出来るであろう。他方、同国経済は足下においても経常赤字の拡大基調が続いており、このファイナンスに向けて海外資金を取り込む必要があり、今後は米国の金融政策の正常化に向けた取り組みに伴い世界的な「カネ余り」の解消に向かう動きが強まるなかでは、困難さが増すことも予想される。したがって、今後も景気の底入れは期待しにくい展開が続くと見込まれ、財政面では一段と厳しい状況が予想されるなど、ブラジル経済にとっては試練とも呼べる環境が続くものと考えられる。

以上

