

通貨ニュース(2015年10月6日)

ブラジルレアル: 格下げ後も強まる負の連鎖

スタンダード・アンド・プアーズによる格下げの影響は軽視できないものに

9月9日に米大手格付け会社のスタンダード・アンド・プアーズ(S&P)は、ブラジルの政府債務格付けを「BBB-」から「BB+」に引き下げた。これにより、ブラジル国債は投資適格級を失った(9月10日時点、ムーディーズ:「Baa3」、フィッチ・レーティングス:「BBB」はともに投資適格級を維持)。ムーディーズは、見通しを「安定的」としているものの、フィッチ・レーティングスは想定を上回る速さで財政が悪化をしていることを背景に格下げの可能性が50%を上回るとの見方を示しており、予断を許さない状況が続いている。(図1、2)

国際為替部

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

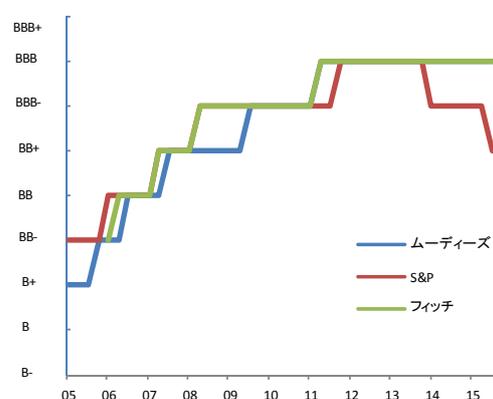
これまで、我々は政府が財政収支改善に引き続き意欲的であり、S&Pも7月に見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げたばかりであったため、早期の投資適格喪失はテールリスクとして位置付けていた。しかし、実際には想定以上に早く格下げが行われた上、S&Pは格下げ後も「財政収支の見通しに改善の余地が見られないのであれば、1/3よりも高い確率で格下げを行う」と更なる格下げを示唆するなど、我々の想定以上に格付けを巡る情勢は悪化している。詳細は後述するが、ブラジル政府は、7月に財政見通しを引き下げ、更に8月末には2016年財政収支は修正後の見込みよりも更に悪化すると発表した。こうした状況と併せて考えると、追加格下げリスクは高く、ブラジルからの資本流出は続くと判断し、10月1日のEmerging Market Monthlyにおいて我々のBRL為替見通しをBRL安方向に変更した。今次採用した追加格下げも視野に入れたシナリオにつき、本稿にて詳細を説明する。

図表1: ブラジル各社 格付状況

	～9月9日		9月10日時点	
	外貨建て 長期債	見通し	外貨建て 長期債	見通し
ムーディーズ	Baa3	安定的	Baa3	安定的
スタンダード ・アンド ・プアーズ	BBB-	—	BB+	ネガティブ
フィッチ	BBB	ネガティブ	BBB	ネガティブ

(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表2: ブラジル 格付け推移(格付会社別)



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

(注) 図表の表記は S&P の方式に揃えている

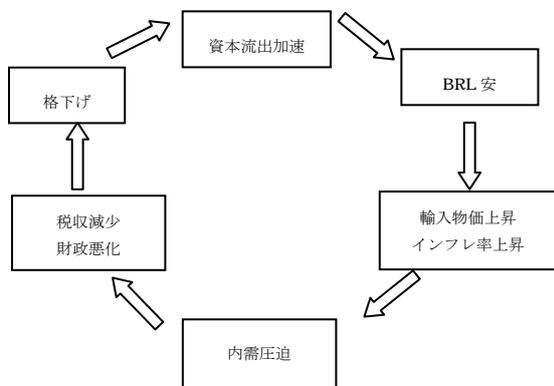
格下げはブラジルが陥っている負のサイクルを加速化

BRL を見る上で格付けを重視する理由は、資本流出入に大きな影響を与えるからである。特に現在のようなブラジルから資本流出が進んでいる局面における影響は大きく、実際、アルゼンチン危機の余波にゆれる中でブラジルの格付けが BB-から B+へと格下げされた 2002 年中旬以降は資本流出が進む結果となった(図表 4)。

しかし、悪影響はそこで終わらない。直近のファンドフローとの動きに現れているように、資本流出加速は更なる BRL 安を生む(図表 5)。BRL 安の進行は、交易条件の悪化を背景に輸入物価上昇圧力となり、景気が落ち込んでいるにも拘わらずインフレ率は高止まりする要因になる。当然、政策金利も安易に下げられず、不景気にも拘わらず金利が高いという状況に陥りやすくなる。こうしたマクロ環境になると、内需は圧迫され、税収は落ち込む。税収が落ち込めば財政悪化となる。そうなれば、また更なる格下げ(ないしは格下げ懸念)を呼び込む結果となる。格下げされれば、資本流出が加速し BRL 安は進み、と負の連鎖が続いていく(図表 3)。

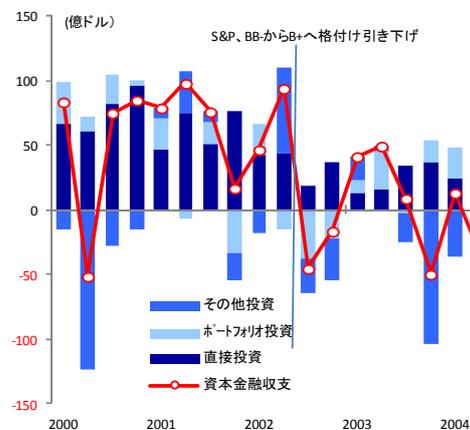
ブラジルが苦しいのは、外国人投資家からの投資に依存している関係上、格下げリスクが非常に高まるような、不景気時の大規模財政政策を打ちづらいことにある。金融政策についても、インフレを放置するような緩和的政策をとれば、通貨安からの資本流出につながるため、不景気であったとしても高インフレ時には身動きが取れなくなる。以上のように、負の循環に陥ってしまった場合の処方箋が、財政・金融ともに大きく制限されてしまうため、この循環を防げずに状況が悪化してしまう素地が今のブラジルには多分にある。

図表 3： ブラジル負の連鎖イメージ



(資料)筆者作成

図表 4： アルゼンチン危機前後のブラジル資本収支動向



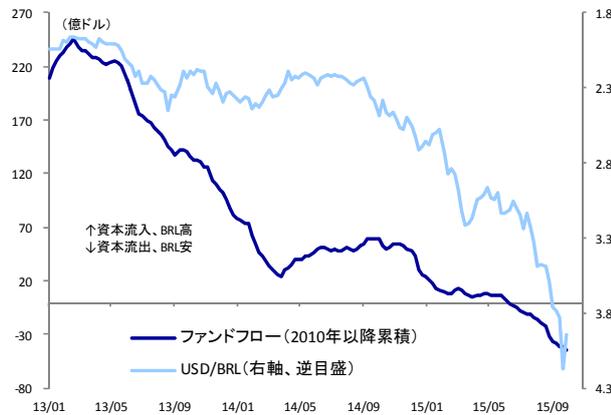
(資料)CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

政府の財政収支見込みは刻々と悪化

こうした状況を打破すべく、第二次ルセフ政権は 2015 年を「調整の年」と位置づけ、短期的な景気低迷を容認しつつ、財政・金融引き締めを実行してきた。しかし、急速な景気悪化(2015 年 1~3 月期 GDP 成長率:前年比▲1.6%、4~6 月期:同▲2.6%)及びインフレの急騰(1 月時点:前年比+6.69%→9 月時点:同+9.57%)を受けて、思うように成果が出ていないのが実状である。特に景気悪化のスピードは速く、ブラジル中銀が世界恐慌以来の 2 年連続マイナス成長を予想する(2015 年:前年比▲2.26%、2016 年:同▲0.40%)など、ブラジル政府が見込んでいた景気回復シナリオ(2015 年 GDP 成長率予想:前年比▲1.8%、2016 年:同+0.2%、2017 年:同+1.7%)が崩れつつある。こうした状況を受けて、7 月にブラジル政府は基礎的財政収支の目標引き下げに踏み切った(2015 年:+1.1%→+0.15%、2016 年:+2.0%→+0.7%、2017 年:2.0%→1.3%、いずれも対 GDP 比)。ブラジル政府の債務残高(対 GDP 比)を安定させるには、+2%が必須と言われており、実質的に債務残高の増加阻止が困難になったことを示している。さらに 8 月末の 2016 年予算案では、2016 年の基礎的財政収支は同▲0.34%になると発表。政府は、議会に対し予算圧縮への協力を要請するため、赤字額をあえて公表したとしているものの、上述の予算見通しはルセフ政権が財政目標のため、緊縮財政案を通すために今後も議会との厳しい交渉を続けなければいけないことを示している。

交渉の見通しだが、予断を許さない状況にある。2014 年の大統領選における違法献金の疑い等を受けて、支持率が一桁台に落ち込むなど、大統領の求心力は大幅に低下している。連立与党を組むブラジル民主運動党(PMDB)からも政権への不満が高まっており、10 月 2 日の内閣改造において PMDB に閣僚ポストの割り当てを増やすことで何とか連立崩壊を阻止した。PMDB が離脱すると連立政権の議

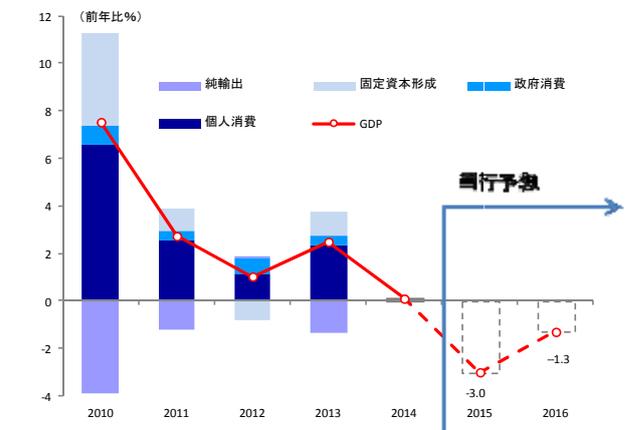
図表 5: ブラジルに係るファンド流出入状況と BRL レート



(資料)EPFR Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

(注) 2010 年からの累積額を計算、データ基準日は 9 月 30 日

図表 6: 今後も景気は悪化する見込み



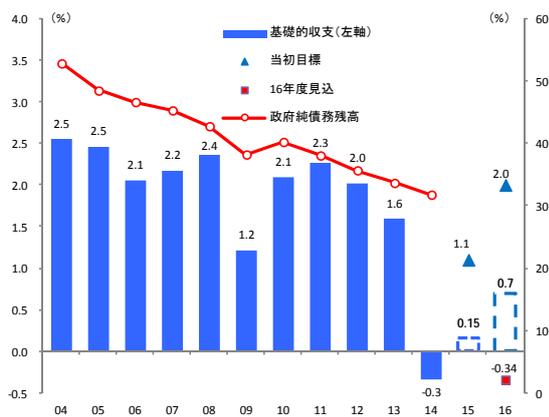
(資料)CEIC、ブルームバーグ、みずほブラジル、みずほ銀行

席数が過半数割れとなってしまうため、ルセフ大統領は PMDB に連立内に留まってもらおうと説得しつつ、支持率低迷を覚悟で緊縮財政を実行していくという綱渡りの政治運営を余儀なくされている。

BRL の対ドル安値目処は？

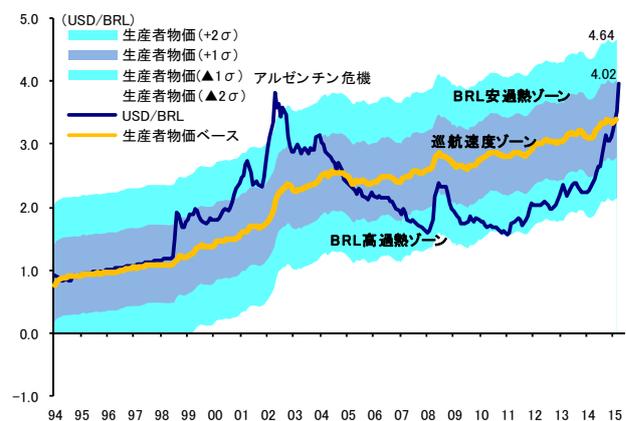
こうした状況下 BRL 安基調が続くと予想され、2016 年には対ドルで 4.00 を上回る傾向が続き、一時的には 4 台半ばまで到達する局面もあると考えている。同見通しレンジは、購買力平価(94 年、企業物価基準)からの歴史的乖離を踏まえて設定した。レンジ計算のために、94 年以降からの実勢値と購買力平価の差を取り、その標準偏差を計算した。統計上一定の仮定に基づけば、どんなデータでも平均から上下 1 単位分の標準偏差(平均 $\pm 1\sigma$)内に全データの約 3 分の 2 が入るとされている。そのため、為替レートに置き換えれば、大概の値動きはこのレンジ内に収まるとされている。下図(図表 8)では、このレンジを「巡航速度ゾーン」として表示した。もちろん、この「巡航速度ゾーン」をはみ出すことがある。その時の上値(下値)目安として、平均 $\pm 2\sigma$ のレンジを設定した。統計上、このレンジ内に全データの約 95%が入るとされている。そのため、深刻な危機状態でない限り、このレンジは抜けないと見込まれる。実際、BRL で同レンジを確認すると、レンジを突破したのは 2001 年末のアルゼンチン危機で一時的に抜けただけである。なお、 $+1\sigma \sim +2\sigma$ (又は $\blacktriangle 1\sigma \sim \blacktriangle 2\sigma$)のレンジは、全データの約 15%しかカバーしておらず、このゾーンに入った場合は、直に「巡航速度ゾーン」に戻ると考えられる。そのため、BRL 安方向は「BRL 安過熱ゾーン」、BRL 高方向は「BRL 高過熱ゾーン」とした。

図表 7：基礎的財政収支は悪化傾向(対 GDP 比)



(資料)CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8：購買力平価が示すレンジイメージ



(資料)CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

同分析に基づけば、足許の BRL は「BRL 安過熱ゾーン」へと足を踏み入れている。しかも、過去の値動きを見てもわかる通り、BRL は巡航速度ゾーン内で落ち着くことが少なく、BRL 安過熱から BRL 高過熱へ(またはその逆)と振り子のように振れていることが分かる。こうした歴史的経緯に鑑みても、年内に「BRL 安過熱ゾーン」に本格的に足を踏み入れ始め、来年にかけて同ゾーン内に徐々に深くはいつていくと思われる。FRB の利上げ断念や来年 11 月の米大統領選を控えてドル高牽制の動きがでるなど対外要因からのサポートがない限り、同ゾーンからの脱出は難しいと予想している。

図表 9 : 新 BRL 見通し

	2015年 1～9月(実績)	10～12月期	2016年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
USD/BRL	2.5493 ～ 4.2478 (3.9475)	3.75 ～ 4.35 (4.05)	3.95 ～ 4.55 (4.30)	4.11 ～ 4.61 (4.36)	4.03 ～ 4.53 (4.28)	4.00 ～ 4.40 (4.20)
BRL/JPY	28.163 ～ 46.148 (30.366)	27.6 ～ 34.1 (30.1)	26.1 ～ 32.1 (28.1)	25.5 ～ 32.5 (27.5)	25.6 ～ 32.6 (27.6)	24.6 ～ 31.6 (27.6)

(注) 1. 実績の欄は9月30日までで、カッコ内は9月30日のクローズ。
 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。
 3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。