

## ブラジル 石油公社を巡る「闇」は払拭出来たか

～汚職を巡る膿は出したが、实体经济を取り巻く困難は変わらず～

発表日：2015年4月24日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 国営石油公社を巡る汚職スキャンダルは、ブラジル経済に様々な悪影響を与えている。資金流出による資金不足懸念から投資が抑制され生産の足かせとなるほか、通貨レアル安は物価の高止まりを招く悪循環に繋がった。問題はルセフ大統領の同社在職時と重なっており、政権支持率は低下したほか、大統領個人への攻撃も強まっており、過去の反政府デモと異なり政権を取り巻く状況はみえにくくなっている。
- 22日に同社は監査報告を踏まえた昨年の決算書を発表した。事前予想を上回る特別損失を計上するなど膿を出し切る姿勢をみせたことは評価出来る。同社は資金不足に備えて国内外からの金融支援や資産売却を計画しているが、今後は一段の投資計画縮小や燃料価格引き上げによる収益増が避けられない。これらはブラジル経済の足かせとなるため、スタグフレーションに苦しむ同国には依然困難が待ち受けている。

### 《汚職の精算は一旦終わり「アク抜け」期待はあるが、今後の改革案は实体经济にとって重石となる可能性は変わらず》

- 国営石油公社を巡る贈収賄や社内不正をはじめとする汚職スキャンダルをきっかけに、ブラジルでは金融市場のみならず様々なところで混乱が表面化している。きっかけは、昨年11月に新聞報道で社内不正に関して会計監査会社から調査を受けていることが明らかとなり、その後の調査を経て、昨年7-9月期の決算報告を監査法人からの承認のない形で発表する事態になったことがある。同社は株式及び社債市場におけるプレゼンスが高いことに加え、折しも昨年後半以降の原油安により大幅な減収が避けられなくなったことも重なり、同社の財務体質に対する疑念が急速に高まった。同社は国際金融市場で多額の社債を発行するなど借入に依存する財務構造にあるなか、同社は向こう5ヶ年を対象とする総額2206億ドル規模のインフラ投資計画(BMP 2014-18)を打ち上げており、ルセフ政権は同計画をインフラ投資の主軸に掲げるなかで財務の見直しが急務となった。こうした状況を受け、主要格付機関は相次いで同社の格付を引き下げる動きをみせており、主要3社のうち2社が「投機的(ジャンク)」級とするなど起債による資金調達が難しくなっており、計画実現には国民から不人気の燃料価格の引き上げ、ないし政府に対して国営銀行などを通じた金融支援を要請する事態に追い込まれている。その後、同社は投資計画の見直しを通じた支出削減を決定し、先月には財務体質の改善を図るべく大量の資産を売却することで「レバレッジの縮小と手元資金の確保、先行投資に注力する」との考えを示している。ただし、インフラ投資計画の縮小に加え、財務状況の改善を図るべく同社の投資事業が軒並み停止状態に追い込まれている事態を受け、同国では建設部門を中心に財務悪化が急速に悪化する企業が出ており、足下の生産動向には下押し圧力が強まる動きが出るなど、マクロ経済全体にも多大な影響を与えている。さらに、同国経済は慢性的な経常赤字を抱えるなど脆弱な対外収支構造にあることから、ここ数年は海外資金の安定的な流入が同国経済の浮沈を大きく左右する状況が続いてきたが、同社を巡る

図1 鉱工業生産の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

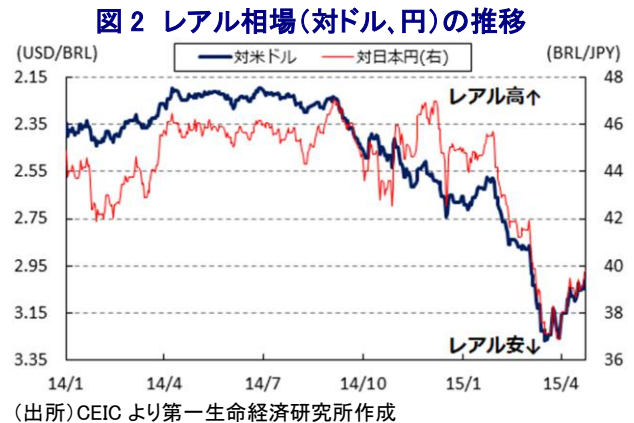
汚職スキャンダル及びその後の対応の拙さを理由に海外資金の流入は急速に細った結果、株価が急落したほか、通貨レアルは米ドルなど主要通貨に対して下落基調を強めている。通貨レアル相場については通貨安が輸入物

価を通じてインフレ圧力を昂進してインフレ率の高止まりを招くなど、景気減速と物価高が並存するスタグフレーションに繋がっており、同国経済の立ち直りのきっかけを削ぐ一因になっている。このような長期に亘る景気低迷に加え、同社の汚職スキャンダルが深刻さを増していることを受け、先月には約 100 万人の参加者が全土 100 ヶ所でルセフ大統領の退陣を求めるデモが発生するなど、政権を取り巻く状況は厳しさを増している。今月発生した 2 回目のデモは前回に比べて規模は小さくなったものの、直近の世論

調査ではルセフ大統領の支持率が不支持率を大きく下回る事態となっている。同国ではサッカーW杯開催の前年の 2013 年、バス料金など公共料金の引き上げ反対をきっかけに全土に反政府デモが広がる動きがみられたが、当時は政権の経済運営に対する反対の声が大きかったものの、今回はルセフ大統領自身の進退を求める動きであることが大きく異なる。これはルセフ大統領が元々同社の経営幹部であったことも影響しており、今回のデモではルセフ大統領個人が攻撃対象となっていることは前回のデモと大きく異なっており、事態の行方を見えにくくしている。

- こうしたなか、同社は 22 日に開催した役員会における承認を経て、監査済みとなる 2014 年通年の決算報告書を公表し、5 ヶ月に亘った同社の汚職スキャンダルを巡るゴタゴタに終止符が打たれた。発表された内容によると、総額 508 億レアルに上る特別損失を計上することで、昨年通年の収支は 215.9 億レアルの純損失となり、同社としては 23 年ぶりに赤字に転落することが明らかになった。特別損失に計上されたうち、446 億レアルは投資計画の遅延に伴い資産価格が暴落したことの影響や、過去にバランスシート上で資産価値が過大評価されていたことに対する換算替えによるものであり、一連の汚職スキャンダルに関連する費用としては総額 61.9 億レアルが計上された。なお、一連の汚職スキャンダルでは 2004～12 年にかけて同社幹部が設備建設の発注に絡んで水増し契約を締結し、キックバックの形で賄賂を受け取っていたほか、その一部は与党労働党（PT）の政治家に流れることで選挙資金などに充てられていたものとみられている。事前の金融市場の予想では、特別損失の規模は 150 億ドルから多くても 300 億ドル程度との見方が出ていたことから、今回の監査報告を経た決算は想定以上の損失を計上することにより、金融市場で広がっている懸念払

拭を最優先したものと評価出来る。こうしたことを勘案すれば、同社を巡る汚職スキャンダルが金融市場の悪材料となってきた状況はひとまず「アク抜け」したと考えられ、今後は同社のマネジメントの透明性を高めるとともに、政治色を脱して独自性を高めることが出来るかが注目されよう。さらに、同社は汚職スキャンダルを巡って金融市場では社債発行が困難になっている上、株価についても足下では原油相場の底入れを反映する形で上昇基調に転じているものの、依然としてピークの数分の 1 の水準に留まっていることを勘案すれば、資



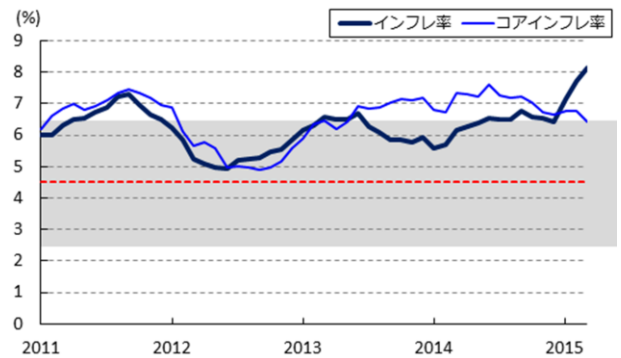
金不足に陥るリスクは残る。こうした事態を受けて、同社は政府を通じて国営銀行に金融支援を求めている上、中国の政府系金融機関である国家開発銀行（中国開銀）からの融資のほか、資産売却などを通じて総額 1200 億ドルもの資金を確保する見通しであり、資金不足を回避することは可能と見込まれる。先月初めに同社は来年にかけて 137 億ドルの資産売却をする方針を発表しているが、今後はそれに留まらず権益を含めたさらなる資産売却、投資計画の縮小、そして、補助金によって低く抑えられている燃料価格の引き上げなどを通じた収益改善などに取り組むことは避けられない。同社は 30 日以内を目処に負債削減策などをはじめとする「中期経営計画」を発表する考えを示しているが、今後はこの内容に注目が集まるであろう。同社の投資計画のうち 7 割は、海底油田に関連した探索やその生産が関連しているが、足下の原油相場は持ち直しの動きがみられるものの、依然低水準での推移が続き、海底油田のコストを

十分に賄える水準とはなっていないため、その実現性の低さは払拭出来ない上、計画自体の縮小も予想される。また、これまでに汚職スキャンダルを巡る資金不安を理由に建設計画が停止していることを受けて、建設セクターで深刻な資金不足に陥る企業が現れており、今後は投資計画自体の縮小が顕在化した場合、建設セクターで格下げの動きが広がることで同国金融市場を動揺させる可能性も出てこよう。そして、投資計画の縮小は同国全体にとっても投資抑制を

通じて景気の足かせとなることは避けられないほか、燃料価格の大幅引き上げは足下において依然中銀の定める目標を上回る水準で推移するインフレ率の高止まりを招き、中銀は一段と引き締め姿勢を強めざるを得ない事態となることも考えられる。昨年の同国の経済成長率は GDP 統計の基準改定に伴う上方修正などが影響して前年比+0.1%と辛うじてプラス成長を維持出来たものの、今年については下押し要因が数多く存在することから、マイナス成長は避けられない見通しである。そうしたなかで物価上昇をもたらす要因が顕在化することは一段と景気の下押し圧力となることから、当面のブラジル経済にとっては依然として「雲」が晴れる見通しは立ちにくいと考えられよう。

以 上

図 4 インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成