

2017/ 2/17

投資情報部
シニアエコノミスト
折原 豊水

マーケット・フォーカス 為替：ブラジルレアル

財政再建や景気回復期待で底堅いレアル

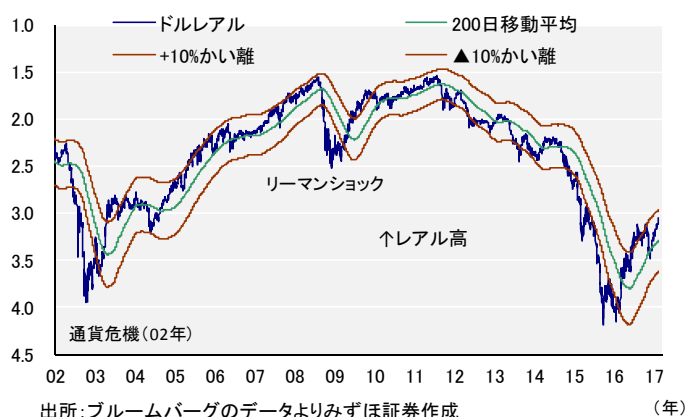
- ブラジルレアルは財政改革の進展や景気回復期待で15年6月以来のレアル高に
- 政府と議会の関係は良好であり、すでに成立した歳出上限法に加え、年金改革法も17年7-9月期にかけて成立する可能性。今春の下院第1回投票が通ればレアル高要因に
- 17年の年金財政はGDP比▲2.8%まで悪化、政府は受給開始年齢の引き上げ等を目指す
- 中銀は利下げ加速やドル高圧力をにらみ、為替スワップ残高の圧縮を慎重に進める見込み
- レアルは1ドル=3.0レアルの大台を試す場面も。レアル円ではドル円の円安余地も下支えに

レアルは3.0レアルの大台をうかがう堅調な展開

ブラジルレアルは2/14、1ドル=3.08レアルと3.1レアルを上回り、2/15には3.05レアルまで続伸、2015年6月以来のレアル高となった。レアルが堅調な背景には、①16年12月に歳出上限法案が成立し、中期的に財政悪化に歯止めがかかるとの期待が生じた、②鉄鉱石価格の急騰や主要産油国の協調減産を受けた原油価格の安定により、ブラジルの輸出や資源関連企業の業績改善期待が高まった、③16年11月の米大統領選以降の米金利の上昇やドル高がいったん和らいだ、等があったとみられる。レアルの200日移動平均線は16年半ば以降、上向きとなっており、レアルは上昇トレンドが続いている。利下げ期待を受けた株高や、海外投資家のレアルの売りポジション(ネット)の縮小がレアル高をけん引した。

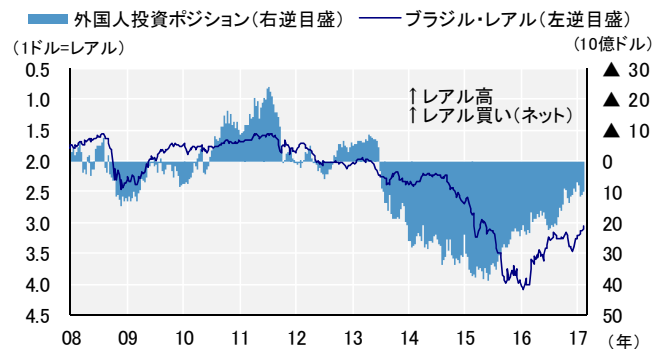
ブラジル・レアルの推移

(1ドル=レアル、逆目盛) (日次:2002/1/2~2017/2/15)



ブラジル・レアルと外国人投資ポジション

(週次:2008/1/4~2017/2/15)



この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。銘柄の選択、投資に関する最終決定はご自身の判断でお願いいたします。また、本資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成したのですが、その正確性、完全性を保証したものではありません。本資料に示された意見や予測は、資料作成時点での当社の見通しであり今後予告なしに当社の判断で随時変更することがあります。最終ページに金融商品取引法に係る重要事項を掲載していますのでご覧ください。

年金改革法の審議が開始され、17年7-9月期に法案成立も

財政改革については、2016年12月に成立した歳出上限法案に続いて、今後年金改革法案が審議される。歳出上限法案と同様に憲法改正が必要であり、上下両院で2回ずつの投票が行われる。まず、下院の特別委員会で審議を開始したあと、17年3月以降下院本会議で審議が行われる。政府は17年4-6月期に下院を通過させ、7-9月期にも上院で法案を成立させたい意向のようだ。

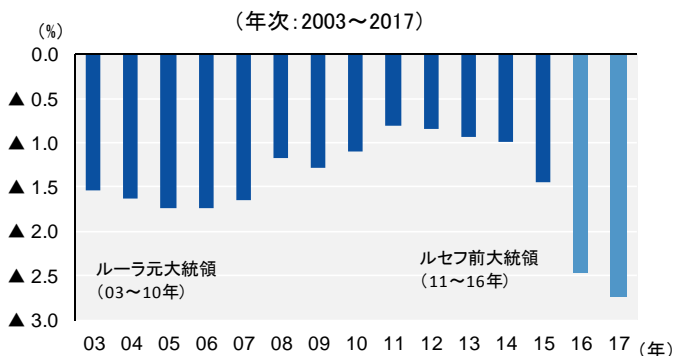
政府によると、年金財政は恒常的に赤字が続いているが、17年にGDP比▲2.8%程度まで赤字が拡大する見込み。ブラジルの中位年齢は2010年で29.1歳と先進国の40.0歳に比べ大幅にも若いにも関わらず、年金支出GDP比は高齢化が進むOECD加盟国並みに高くなっている。年金財政の穴埋めのため、連邦歳出の約4割は社会保障費が占め、財政赤字拡大の要因のひとつとなっていた。

受給開始年齢の低さやインフレ圧力を受けて年金支出の拡大に歯止めがかからず

年金財政の赤字の背景には、年金支給額の伸びに影響を与える最低賃金の伸びが高めとなったことで年金支出の拡大につながったことがある。最低賃金は1年前の消費者物価上昇率と2年前の経済成長率の合計を参照して決められる。物価の伸び以上に最低賃金が引き上げられた結果、産業競争力の低下に加え、年金や公務員の人件費等の拡大により年金や財政の悪化要因となっている。特にルーラ、ルセフ政権のもとでの低所得者層の所得底上げを意識した財政政策により、その傾向が強まった。加えて、足元は景気悪化による家計の収入減で年金収入が弱含んでいることも影響している。また、長期的には人口の高齢化を控え、平均で60歳を下回る年金の受給開始年齢の引き上げが必要となっている。

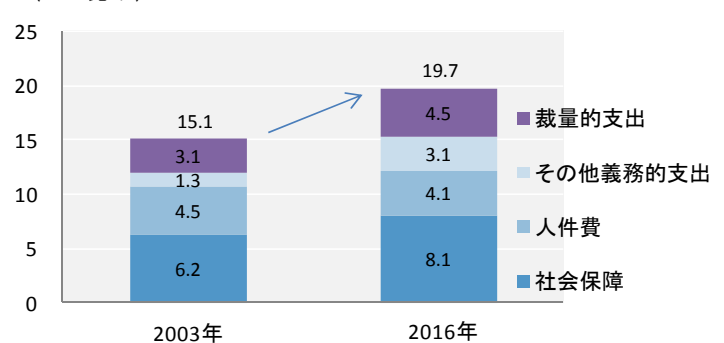
このため、年金改革法案の内容については、現在の年金制度は公務員やサラリーマン、農民等、別々の年金制度となっており、また、男女で年金の支給開始年齢等が異なるが、これを統一したうえで、年金受給の開始年齢を65歳としたい意向だ。

ブラジルの年金財政GDP比率



(注)プライマリーバランスベース、2016~17年はブラジル政府予想(16年12月)
出所:ブラジル社会保障省、IMF、CEICデータよりみずほ証券作成

ブラジルの歳出GDP比率の内訳



(注)ルーラ元大統領就任時の03年との16年の比較
出所:CEICデータよりみずほ証券作成

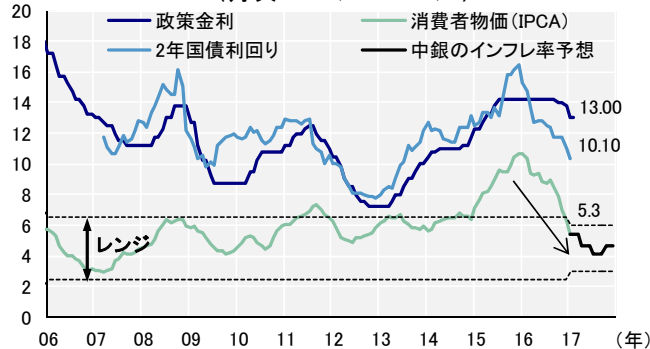
政府と議会の関係は 良好で法案成立の可 能性は高め

年金受給開始年齢の引き上げは国民負担増につながるだけに政府の計画通り法案が成立するか不透明な部分がある。もっとも、2月初めの上下両院議長選挙では、政府寄りで財政改革に前向きな候補が当選し、引き続き政府と議会の関係は良好となっている。懸念されるのは、国営石油大手ペトロブラスや大手ゼネコンに関連した政財界の汚職捜査において、すでに逮捕や起訴されている関係者が司法取引に応じて証言を行い、最高裁が1月末に証拠として認定した点である。現地報道では200名程度の政治家の名前が挙がっており、今後政界に捜査が広がるとみられている。もっとも、閣僚や議会幹部の捜査につながったとしても、テメル大統領本人まで捜査が及ばなければ、後任の人選により審議がやや遅れるといったことにとどまる可能性もある。

中銀はインフレ圧力 の鎮静化を受け、利 下げ加速、市場は利 下げを一部織り込み

ブラジル中央銀行(以下、中銀)は景気下支えのため、2016年10月に政策金利を0.25%ポイント、11月に0.25%ポイント引き下げと慎重に金融緩和を開始したが、17年1月は0.75%ポイントに利下げ幅を拡大し、政策金利を13.00%とした。インフレ圧力が急速に鎮静化していることが背景。今後も連続的な利下げを行う可能性が高くなっている。すでに金融市場では、2年国債利回りは16年初の16%台から、直近は10%程度まで低下し、利下げを一部織り込んでいる。加えて、利下げの加速は景気回復や企業業績の下支えにつながるとみられるため、株式市場はボバスパ指数が直近1年間で約70%上昇しており、海外からの株式投資資金の流入がレアルの下支えに寄与している。

ブラジル政策金利とインフレ率、国債利回り
(月次:2006/1~2017/2)



(注)レンジはインフレターゲットは16年まで+2.5%~+6.5%、17年は+3.0%~+6.0%、消費者物価は17年1月まで、国債利回りは2007/3~2017/2/10、政策金利は2/15まで、中銀のインフレ予想(マーケットシナリオ)は17年1Q~17年4Qまで
出所:ブラジル中銀、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

中銀は利下げ加速 やドル高をにらみ、 慎重にスワップ残高 の圧縮進める

こうしたなか、通貨当局の為替政策の変化が気になるところである。中銀は過去のレアル安場面で行ったレアル買いドル売りに相当する為替スワップの残高を削減してきた。ピークの2015年3月時点で1150億ドル程度あったが、16年11月時点では266億ドルまで減少している。スワップの満期が到来したものについてロールオーバーしないこと等で残高が減っている。ただ、16年11月の米大統領選以降、米金利

この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。銘柄の選択、投資に関する最終決定はご自身の判断でお願いいたします。また、本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成したのですが、その正確性、完全性を保証したものではありません。本資料に示された意見や予測は、資料作成時点での当社の見通しであり今後予告なしに当社の判断で随時変更することがあります。最終ページに金融商品取引法に係る重要事項を掲載していますのでご覧ください。

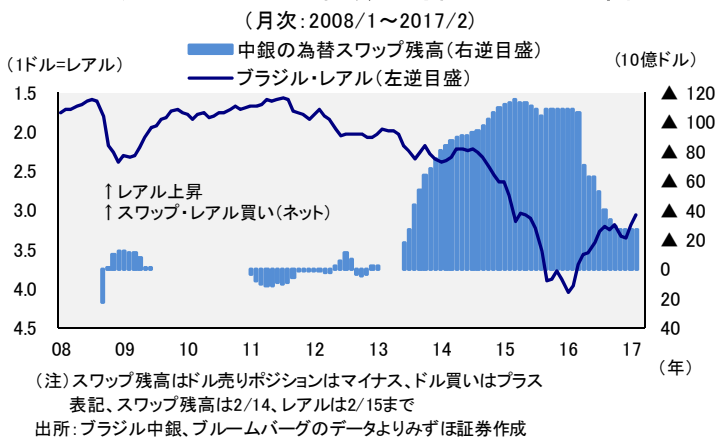
の上昇やドル高が通貨安や物価の上昇圧力になるといったリスクに配慮して、スワップのロールオーバーを再開し、残高はほぼ横ばいとなっていた。こうしたなかゴールドファイン中銀総裁は17年1月末に、スワップ残高を削減する可能性があるとし、2月に入るとスワップのロールオーバーを見送っていた。ところが、2/14になって3億ドルの入札を実施、レアルが底堅く推移していただけにサプライズとなり、レアルは節目となっていた3.1レアルを上回った。2/21～2/22開催予定の次回中銀会合では、市場は0.75%の利下げ予想が多くなっている。

レアルは1ドル=3.0レアルの大台を試す場面も

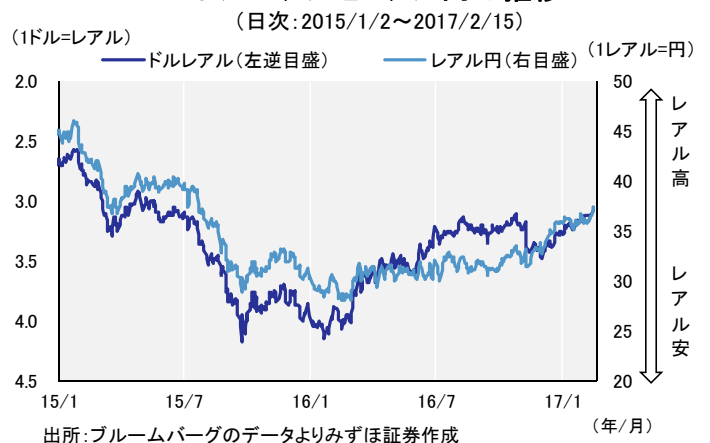
今後については、レアルは1ドル=3.0レアルの大台を試す場面があるとみている。レアル円も、ドル円の円安余地が下支えとなり、底堅く推移するとみている。背景には、①年金改革法案は早ければ今春にも下院で第1回投票が行われ、賛成多数となれば法案成立の可能性をかなり織り込んでいくとみられる、②物価安定や中銀の利下げ加速により株式市場が堅調なほか、景気回復期待がレアルを下支えする、③中銀の為替スワップ残高の圧縮は、利下げを加速させたい当局の意向からすれば、レアルに影響を与えないように慎重に進める、等が挙げられる。

リスクとしては、第1に、米国金利の上昇ペースが速まり新興国通貨の重しとなる、第2に、汚職捜査が多く政治家に進展することによって国会審議が停滞するほか、テメル大統領の汚職疑惑や景気回復の遅れにより、大統領の弾劾を求める動きが生じる、第3に、鉄鉱石や原油価格の上昇を受けて供給が増加したり、中国等の景気減速の動きが強まることで商品市況が反落する、等が挙げられる。

ブラジルレアルと中銀の為替スワップ残高



ドルレアルとレアル円の推移



金融商品取引法に係る重要事項

■国内株式のリスク

リスク要因として株価変動リスクと発行者の信用リスクがあります。株価の下落や発行者の信用状況の悪化等により、投資元本を割り込むことがあり、損失を被ることがあります。

■国内株式の手数料等諸費用について

○国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大 1.134%(税込み)、最低 2,700 円(税込み)の委託手数料をご負担いただきます。ただし、売却時に限り、約定代金が 2,700 円未満の場合には、約定代金に 97.2%(税込み)を乗じた金額を委託手数料としてご負担いただきます。

○株式を募集等により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

○保護預かり口座管理料は無料です。

■外国株式のリスク

○外国株式投資にあたっては、株価変動リスク、発行者の信用リスク、為替変動リスク(平価切り下げ等も含む)、国や地域の経済情勢等のカントリーリスクがあります。それぞれの状況悪化等により投資元本を割り込むことがあり、損失を被ることがあります。

○現地の税法、会計基準、証券取引に関連する法令諸規則の変更により、当該証券の価格に大きな影響を与えることがあります。

○各国の取引ルールの違いにより、取引開始前にご注文されても、始値で約定されない場合や、ご注文内容が当該証券の高値、安値の範囲であっても約定されない場合があります。

○外国株式において有償増資等が行われた場合は、外国証券取引口座約款の内容に基づき、原則権利を売却してお客さまの口座に売却代金を支払うこととなります。ただし、権利売却市場が存在しない場合や売却市場があっても当該証券の流動性が低い場合等は、権利売却ができないことがあります。また、権利が発生しても本邦投資家が取り扱いできないことがあります。

○外国株式の銘柄(国内取引所上場銘柄および国内非上場公募銘柄等を除く)については、わが国の金融商品取引法に基づいた発行者開示は行われていません。

■外国株式の手数料等諸費用について

○外国委託取引

国内取次手数料と現地にかかる手数料および諸費用の両方が必要となります。現地にかかる手数料および諸費用の額は金融商品取引所によって異なりますので、その金額をあらかじめ記載することはできません。詳細は当社の担当者までお問い合わせください。国内取次手数料は、約定代金 30 万円超の場合、約定代金に対して最大 1.08%+2,700 円(税込み)、約定代金 55,000 円超 30 万円以下の場合、一律 5,940 円(税込み)、約定代金 55,000 円以下の場合、約定代金に対して一律 10.8%(税込み)の手数料をご負担いただきます。

○国内店頭(仕切り)取引

お客さまの購入単価および売却単価を当社が提示します。単価には手数料相当額が含まれていますので別途手数料および諸費用はかかりません。

○国内委託取引

当社の国内株式手数料に準じます。約定代金に対して最大 1.134%(税込み)、最低 2,700 円(税込み)の委託手数料をご負担いただきます。ただし、売却時に限り、約定代金が 2,700 円未満の場合には、約定代金に 97.2%(税込み)を乗じた金額を委託手数料としてご負担いただきます。

○外国証券取引口座

外国証券取引口座を開設されていないお客さまは、外国証券取引口座の開設が必要となります。外国証券取引口座管理料は無料です。

外貨建商品等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。

商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 94 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

広告審査番号：MG5690-170217-13