

2017/ 3/8

マーケット・フォーカス

経済：ブラジル

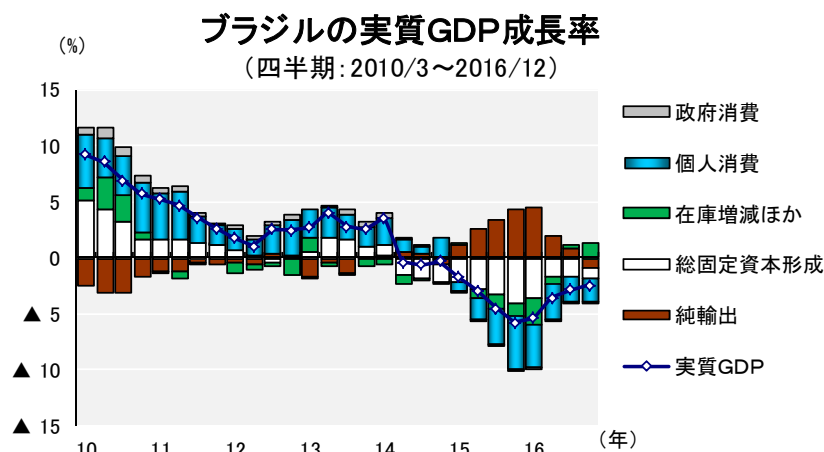
投資情報部
シニアエコノミスト
折原 豊水

レアルは市況高や改革期待で堅調、政治リスク見極め

- ブラジルの17年経済成長率は輸出の回復や利下げ加速により、3年ぶりにプラスへ
- 2月中銀会合では速めのペースでの利下げが続くことを示唆、景気回復や株高をけん引
- 昨年成立した歳出上限法に加え、年金改革法案が成立すれば中期的に財政改善へ
- レアルは内外金利差の縮小あるも、景気回復や財政改善期待が牽引して堅調
- 司法取引では閣僚や与党幹部等、多数の名前が挙がっており、政界への汚職捜査が進展へ
- 今のところ財政改革や政権への深刻な影響は避けられるとの見方が多いが、留意が必要

17年の経済成長率は3年ぶりにプラスへ、輸出や消費の回復が寄与

2016年10-12月期実質GDP成長率は前期比▲0.9%と事前の市場予想(同▲0.5%)や7-9月期(同▲0.7%)よりも悪化した(3/7公表)。需要項目別の内訳をみると、総固定資本形成(同▲1.6%)や輸出(同▲1.8%)のマイナス幅が縮小した一方、個人消費(同▲0.6%)のマイナス幅が拡大したほか、輸入(同+3.2%)がプラスに転じたことがGDPにマイナスに働いた。他方、前年同期比では▲2.5%と7-9月期の同▲2.9%からマイナス幅が縮小、16年通年の成長率も前年比▲3.6%と15年の同▲3.8%からマイナス幅が縮小した。ただ、2年連続マイナスは世界恐慌時の1931年以来となる。インフレ抑制のための金融引き締めや資源関連投資の悪化、政治的混乱による財政改革の遅れが重しとなった。



(注) 前年同期比、統計上不整合は需要項目の残差(在庫増減含む)
出所: CEIOデータよりみずほ証券作成

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ものです。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。

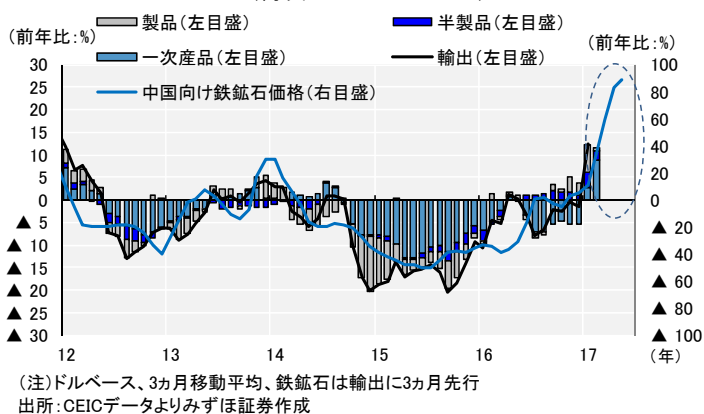
17年の実質経済成長率は前年比+0.5%程度と、3年ぶりにプラス成長、18年は同+2.3%に加速するとみている。背景には、①中国の鉄鋼生産等における供給過剰の削減やインフラ投資の促進等の積極的な財政政策により、鉄鉱石価格が急騰しており、ブラジルの輸出が回復し、資源関連投資の悪化に歯止めがかかる、②個人消費はインフレ圧力の緩和による実質所得の下支えや利下げ加速により増加する、③緩やかな財政再建により、企業の投資マインドが改善、等がある。

中国は鉄鋼等の供給過剰の改善に取り組む、インフラ投資が資源需要をけん引

前述の①については、中国は3/5開幕の第12期全国人民代表大会(全人代)第5回会議で、2017年の経済成長率を前年比+6.5%程度と16年実績の同+6.7%や16年目標の同+6.5%~+7.0%からいくぶん下方修正したものの、今秋の中国共産党大会における政権交代を控えて、構造改革を進めつつも経済の安定を重視する姿勢を強調した。構造改革の一環として鉄鋼の17年の生産能力は5000万トン削減するとした(16年目標は4500万トン削減、同実績は6500万トン削減)。一方、20年までの5カ年計画では道路や鉄道等の交通インフラに15兆人民元(約245兆円)投資するとしている。これは前計画比で2割の増加となっており、鉄鋼や鉄鉱石需要の下支えが見込まれる。中国向け鉄鉱石価格は需給改善期待により1トン=90ドル前後まで上昇、前年同月比では7割上昇している。ブラジルの輸出の大宗を占める一次産品は鉄鉱石価格の急騰や原油価格の安定、輸出数量の増加により17年上期以降、急速に回復するとみている。

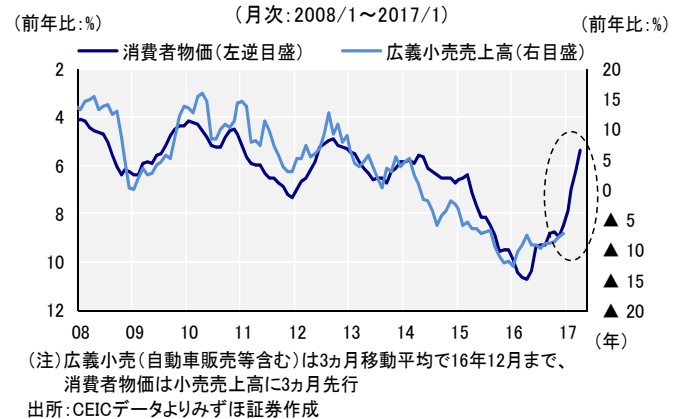
ブラジルの品目別輸出と鉄鉱石価格

(月次:2012/1~2017/2)



ブラジルの広義小売売上高と消費者物価

(月次:2008/1~2017/1)



中銀は物価安定により利下げ加速、個人消費は回復へ

また、前述の②については、2016年初めに10%を超えていた消費者物価の伸び率は足元5%台まで低下した。2月中銀会合では0.75%の利下げを実施、4会合連続で累計2.0%ポイントの利下げを行った。中銀は利下げを加速しても、物価は17年末時点ではインフレターゲット(4.5%±1.5%)の中央値を下回ると予想、今後も速めのペースでの利下げが続くことを示唆した。金融市場では2年国債利回りは9%台後半まで低下、利下げを一部織り込んでいる(現状の政策金利は12.25%、次回中銀会

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されたものですが、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。

合は4/11～4/12)。このため、インフレ圧力の低下による実質所得の下支えや利下げ加速により個人消費は緩やかな持ち直しが見込まれる。

年金改革は7-9月期にも成立する可能性、中期的な財政改善につながる

財政面では、政府は2016年12月に歳出上限法案を成立させた。テメル政権が議会と良好な関係を維持できており、今後は年金改革法案について、上下両院本会議で2回ずつの投票を経て、17年7-9月期にも成立する見込み。年金財政はGDP比で▲2%台まで赤字が拡大し、連邦歳出の約4割は年金等の社会保障費が占め、15年にGDP比10%台まで悪化した財政赤字の要因のひとつとなっている。政府は年金受給開始年齢の65歳への引き上げや公務員やサラリーマン、農村部等に分かれた年金制度を統一し、男女による受給開始年齢の差もなくしたい意向だ。議会では改革の方向性には賛成が多いものの、国民生活への影響が大きいだけに内容の一部修正を求める動きがある。早ければ17年4月以降にも行われる下院の第1回投票で法案の内容がどの程度修正されるのか留意したい。大きな修正がなければ市場は法案成立の可能性を好感し始めるだろう。

汚職捜査による財政審議の遅れや、14年大統領選の有効性判断に留意

財政改革の進捗やブラジルリアル相場をみるうえで留意が必要なのは、国営石油大手ペトロブラスや大手ゼネコンを中心とした汚職捜査が政界に波及している点だ。ペトロブラスの原油採掘や精製施設の建設、その他の公共事業の受注を巡り、大手ゼネコンが有利に受注をするために政治家に賄賂を贈ったとみられている。ペトロブラスは国営企業であり、人事や経営面で政府や与野党幹部の関与が強かったことが温床となったようだ。ペトロブラス幹部や政党の会計や選挙対策の責任者等、すでに実刑判決を受けた者もあり、ルーラ元大統領は汚職の疑いで被告となっている。足元は大手ゼネコン幹部が司法取引に応じ、1月末には最高裁がその証言を証拠として認定したことで政界への捜査がさらに進展するとみられている。現地報道によると、閣僚や与野党の幹部が多数含まれているもよう。そのなかには、パジージャ現官房長官や、健康問題を理由に直近辞任したジョセ・セラ外務大臣の後任に指名されたアロイジオ・ヌネス上院議員、2014年大統領選挙候補者でルセフ大統領と接戦を演じた連立与党ブラジル社会民主党(PSDB、当時は野党)党首のアエシオ・ネベス氏、上院議長やその経験者の名前が報じられている。

他方、14年10月の大統領選挙時に当時のルセフ大統領やテメル副大統領陣営に政治献金を行い、そのなかに裏金や賄賂が含まれていたことを、大手ゼネコン幹部が高等選挙裁判所(TSE)で証言したようだ。この裁判は大統領選挙後に上記のネベス氏らにより起こされ、15年10月に審理が決定されたもので、同氏も違法献金を受け取ったとの証言が直近出ているが、同氏やテメル政権側はすべて合法的な政治献金と主張している。TSEにおける審理が長引いており、今後はTSEが14年の大統領選挙の無効にまで踏み込むのか、そうした場合、テメル政権側が最高裁まで

争うのか、あるいはテメル大統領の任期中に最終的な判断を裁判所が下すのかどうかを含め予断を許さない。

大手ゼネコン等の汚職捜査の進展により閣僚や議会幹部の辞任等にとどまるのであれば、財政審議が大きく停滞するといったことは避けられるとみられるが、市場にとってのリスクは、年金改革法案が成立する前に14年大統領選挙の無効判断が示され、財政審議が中断してしまうことであろう。その点、ブラジル経済や財政のおかれた厳しい状況からすれば、政府・議会が年金改革を進めている限り、裁判所においてある程度政治的な判断(審理や判決の遅れ等)が働く可能性もあろう。また、17年末以降は18年の大統領選挙をにらんで各党は立候補者の選定を始めるため、選挙モードになることが予想され、政権に対する支持率が2月時点で1割程度に低迷し次期大統領選挙へ不出馬を示唆しているテメル大統領に対する国民の関心は薄れよう。その間を縫って裁判所が大統領選挙の無効といった判断を下す可能性は低いのではないかと。

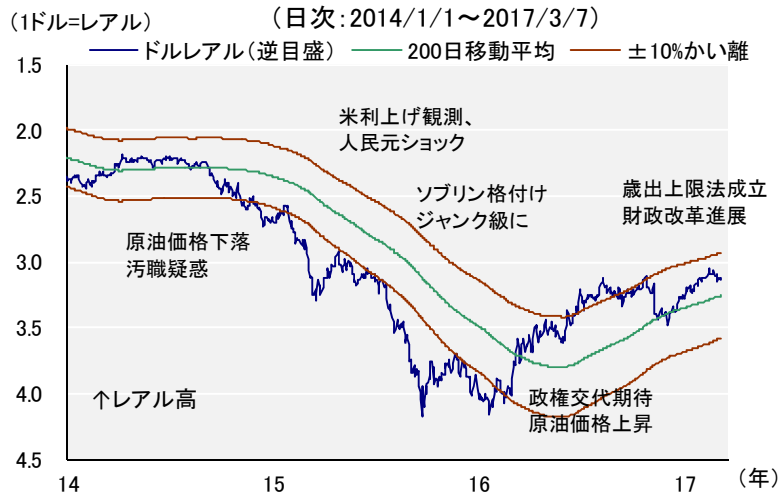
レアルは商品市況の上昇や財政改革、景気回復期待で堅調

ブラジルレアルは2/15には3.05レアルと、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月の米大統領選挙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。その後、カーニバル休暇前の2/24には中銀が過去のレアル安場面で積み上げたレアル買いドル売りに相当する為替スワップ残高のうち、3/1に満期が到来する約46億ドルのロールオーバーを見送ったことや、米連邦準備理事会(FRB)が3月会合で利上げを行う可能性が高まったこと等により、3/2には3.16レアル程度まで下落した。3/7発表の10-12月期実質GDPは事前の市場予想を下回ったものの、同日は3.12レアルと前日比で小幅レアル高となり、影響は限定的だった。

今春以降、年金改革を織り込む展開も。利下げ加速のためレアル安定を望む中銀

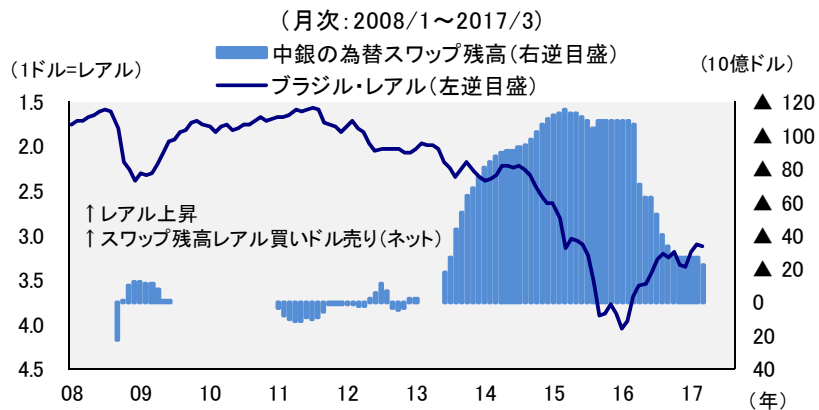
今後のレアルは底堅く推移するとみている。背景には、①年金改革法案は早ければ今春にも下院で第1回投票が行われ、賛成多数となれば法案成立の可能性を織り込んでいくとみられる、②中銀の利下げ加速により内外金利差は縮小するものの、株式市場が堅調なほか、景気回復期待がレアルを下支えする、③中銀の為替スワップ残高の圧縮は、利下げを加速させたい当局の意向からすれば、レアルの安定に影響を与えないように慎重に進める、等が挙げられる。

米ドル・ブラジルレアルの推移



出所: ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

ブラジルレアルと中銀の為替スワップ残高



(注) スワップ残高はレアル買いドル売りはマイナス、レアル売りドル買いはプラス表記、スワップ残高は3/2、レアルは3/6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

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：MG5690-170308-12