

2017/ 4/14

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

利下げ加速、レアルは年金改革や汚職捜査見極め

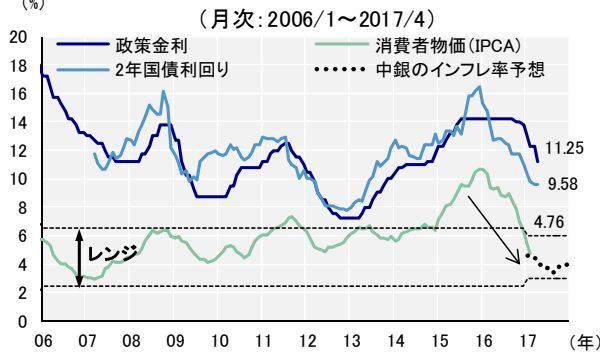
- ブラジル中銀は政策金利を1.0%引き下げ、11.25%に。利下げ幅が拡大し、5会合連続利下げ
- 2017年末時点で政策金利が8.5%まで低下しても、物価安定が続くとした。中銀幹部は政策金利が中立金利の水準を下回ることも有りうるとしており、速めのペースの利下げが続く見込み
- レアルはドル高一服が下支えも、年金改革法案の内容見直しの動きで反落する場面も
- 年金法案の内容がどの程度後退するのか、汚職捜査が審議に与える影響をしばらく見極めか

中銀は利下げ幅を拡大、5会合連続の利下げ実施

ブラジル中央銀行(以下、中銀)は4/12(日本時間13日朝)、政策金利を1.00%引き下げ、11.25%とすることを全会一致で決定した。利下げ幅は前回2月の0.75%から拡大し、5会合連続の利下げ、累計の利下げ幅は3.0%となった。事前の市場予想通りの結果となった。

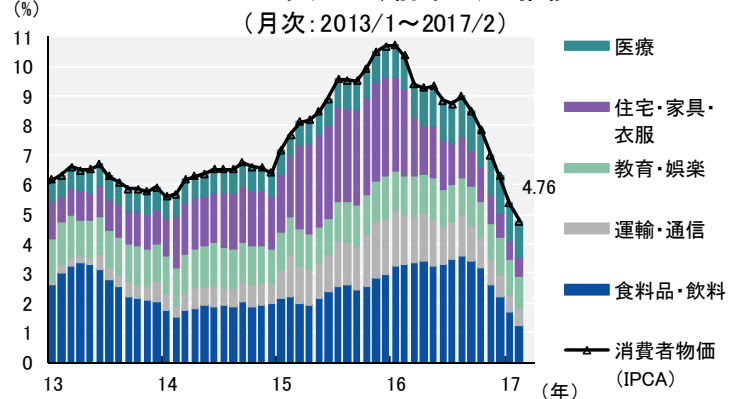
中銀は利下げの理由について、物価見通しの改善や、景気が2017年を通じて緩やかに回復する見通し(にとどまること)を挙げた。中銀の物価予想は、17年末時点の消費者物価は前年比+4.1%と、前回2月会合の同+4.2%から引き下げられた。予想の前提として、政策金利が8.5%まで引き下げられるという市場予想を用いている(市場予想シナリオベース)。前回2月会合時点では9.5%であり、利下げが加速するにも関わらず、物価安定が続く見通しとなっている。18年の物価については、同+4.5%と前回から据え置いた(ただ、政策金利の前提は前回の9.0%から8.5%に低下)。

ブラジル政策金利とインフレ率、国債利回り



(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2月まで、国債利回りは2007/3~2017/4/7、政策金利は4/12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(17年3月時点)
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

インフレ率(IPCA、前年比)の推移



出所:CEICデータよりみずほ証券作成

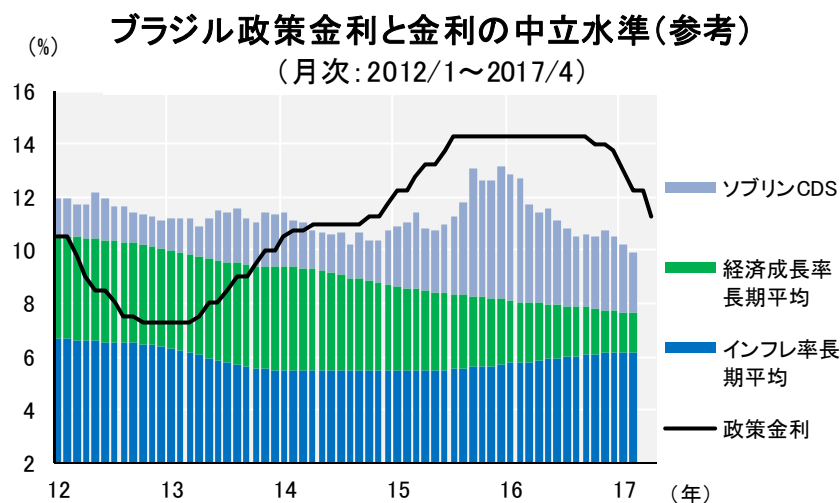
この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。銘柄の選択、投資に関する最終決定はご自身の判断でお願いいたします。また、本資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成したのですが、その正確性、完全性を保証したものではありません。本資料に示された意見や予測は、資料作成時点での当社の見通しであり今後予告なしに当社の判断で随時変更することがあります。最終ページに金融商品取引法に係る重要事項を掲載していますのでご覧ください。

利下げペースは今後の情勢を見極めるとしつつ、中立金利を下回る利下げを容認か

今後の金融政策について中銀は、今回の利下げ幅拡大は「現時点では」適切とし、今後の利下げペースについては、1.0%刻みの利下げペースを続けるかどうかを含めて、①中期的に望ましいと推定される政策金利の水準、②景気の回復動向、③リスク動向、④市場の物価見通しやインフレ期待、等によるとした。①については、中銀は中立金利についてどの程度の水準になるか示しておらず、分析を続けているとしている。なお、4/5には経済政策担当の中銀幹部が、物価見通しが安定しており、政策金利が一時的に中立金利の水準を下回ることはありうると発言した。

ここで経済成長率や消費者物価伸び率の10年長期平均に加え、リスクプレミアムとしてブラジルのソブリンのクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)等を加味した中立金利の水準を簡便的に推計してみると、10%弱の水準まで低下している(下記グラフ参照)。

みずほ証券投資情報部では、物価について当面、安定して推移するとみている。背景として、①農業生産が堅調に増加し、食料品価格の安定が続く、②景気回復の遅れにより需要面からの物価上昇圧力が高まりにくい。実際、2月失業率は13.2%と悪化が続いている、③ブラジルリアルが安定し、輸入物価の伸びやインフレ期待の抑制に寄与している、等が挙げられる。このため、金融政策については、物価安定に加え、今回の中銀会合が利下げ幅を拡大しつつも、先行きについては、ハト派的なトーンを維持していることから、0.75%~1.00%程度の利下げが続き、2017年末時点の政策金利は8.5%~9.5%程度とみている。(次回中銀会合は5/30~5/31)。



(注) 経済成長率はGDPと連動性のある経済活動指数の前年比、インフレ率は消費者物価前年比、長期平均は過去10年間、ソブリンCDSはブラジル、消費者物価とCDSは17年2月まで、政策金利は4/12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

レアルはドル高一服 が下支えも、年金改 革法案の一部修正で 反落

3月米連邦公開市場委員会(FOMC)では利上げを決定しつつも、利上げペースの加速を示唆するものとならなかったことでドル高が一服したこともあり、ブラジルレアルは、3月下旬には1ドル=3.06レアル程度までレアル高となった。ただ、3/21に、政府が年金改革において地方公務員を除外すると表明したことで、3/24には3.15レアル程度まで反落した。年金改革法案の審議は下院の特別委員会で続いているが、現地報道によると、下院議員513名のうち、346名がアンケートに回答し、約半数の251名が法案に反対、政府の法案賛成は条件付き賛成も含め95名にとどまった。政府は内容の見直しで支持取り付けを目指している。具体的には、公務員やサラリーマン、農業労働者等に分かれた年金制度を統一し、年金の最低受給開始年齢を65歳以上と計画していたが、農業労働者の条件を緩和、警察官や教師の受給開始年齢における特権を従来通り認める、等々を行うと示唆した。与党幹部は5月上旬にかけて下院で承認したいとしており、最終的にどの程度、内容が修正され、年金財政の赤字削減の効果が低下するか市場は様子見姿勢となっているといえる。現時点では法案の内容修正により、議会の支持をとりつけ、7-9月期に上院で成立するという見方を維持したい。ただ、内容が大きく後退した場合、法案が成立してもレアルに対する押し上げ効果は低下する可能性に留意したい。

最高裁は政界への 汚職捜査を承認、現 職閣僚や上下両院 議長らが対象に

他方、4/11、ブラジル最高裁判所は現職閣僚8名、上院議員24名、下院議員40名、知事3名を含む100名前後の汚職捜査の開始を承認した。国営石油大手ペトロbrasや大手ゼネコンに関連した贈収賄疑惑に関するもの。現職閣僚では、官房長官、外相、開発商工相、農相等が含まれ、上下両院議長も対象となっている。このほか、ルーラ元大統領やルセフ前大統領らも下級裁判所が承認すれば捜査対象になるとしている。政府としては、閣僚が起訴されれば職務停止や更迭を検討するとみられ、後任人事の人選等により財政審議等が遅れる可能性もある。年金改革の内容修正を巡る議会との折衝と合わせ、向こう1~2か月がヤマ場とみられる。

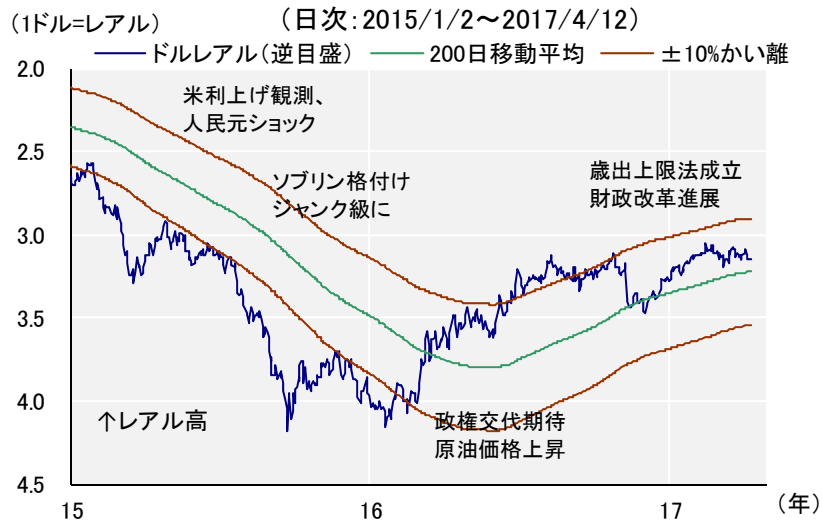
2014年大統領選の 有効性についての裁 判は審議開始を延期

なお、2014年の大統領選挙における違法献金疑惑により、当時のルセフ大統領やテメル副大統領(現大統領)の当選の有効性を争う裁判については、4/4にも選挙高等裁判所で審理を開始するかや、ルセフ氏とテメル氏を同時に審理するかどうか等について投票が行われる予定であったが、延期となった。ルセフ氏とともにテメル氏も選挙が無効となれば、財政改革審議が続かなかで政治的な影響が大きいため、一部の判事は裁判に慎重であったようだ。また、審理が先送りされたことで、4月から5月にかけて2名の判事の任期が切れ、テメル氏の当選無効に慎重とみられる2名の判事が新たに入ることで、政権に有利となる可能性が報じられている。

4/12の中銀会合における利下げは市場予想通りとなり、リアルへの影響は限定的だったとみられるものの、4/13のリアルは地政学リスク等によりグローバルなリスクオフの流れを受けて、3.144リアルと前日の3.125リアルからリアル安となった。

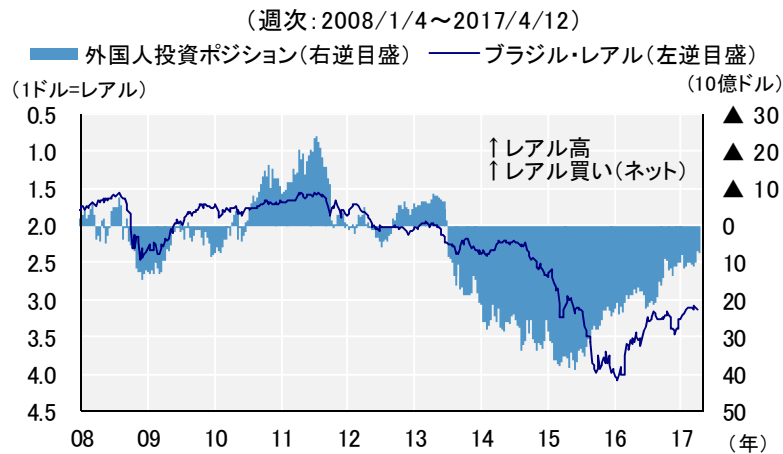
今後のリアルは短期的には前述のように年金改革の審議を見極めようとする動きにより、ボックス相場が続くとみられる。その後は、中銀の利下げによる景気回復期待や財政改革の進展がリアルを下支えするとみている。

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・レアルと外国人投資ポジション



(注)外国人投資ポジションは為替先物と米ドルの金利先物の合計で4/7まで
出所: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：MG5690-170414-03