

2017/ 8/9

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

## 経済：ブラジル

### 反発するレアル、年金改革を見極め

- ブラジル連邦下院はテメル大統領に関する裁判要求を8/2に否決し、テメル氏を支持。政府は今後、焦点の年金改革審議を再開する方針
- もっとも検察は追加の大統領告訴を近く行う見込みで、法案審議への遅れに留意。また、政府は18年大統領選挙を控えて、年金改革法の年内成立目指すが、連立与党がどの程度賛成に回るか不透明。選挙資金への公的支援拡大等、選挙制度改革により、支持の取り付け目指す
- ブラジル中銀は7月会合で市場予想通り、1.0%利下げも、今後も速めのペースの利下げを示唆しサプライズに、2年国債利回りは8.1%台まで低下
- レアルは汚職疑惑がくすぶるテメル政権のもとでも7月に労働法改正法が成立する等、改革持続期待から急反発、5月中旬のテメルショック前の水準近くまで上昇。年金改革法の下院通過が見えてくれば景気浮揚期待や内外金利差とあいまって上値余地

#### 連邦下院はテメル大統領の裁判要求を否決

ブラジルの連邦議会下院は8/2、テメル大統領の収賄容疑について最高裁で裁判を行うかどうかの投票を行った。下院総議席513のうち、報告官の「裁判の開始に反対」に対する賛成が263票（テメル大統領支持）、反対が227票（同不支持）、等となり、裁判開始に必要な全体の3分の2の票を集められず、検察の訴えを否決した（テメル大統領支持）。裁判要求は拒否されるという事前の市場予想通りの結果となった。

#### 政府は年金改革審議を再開する方針だが、賛成取りまとめにハードルも

今後の焦点としては、年金改革法案の審議の行方が挙げられる。下院議長は、8月の審議を経て、8月末ないし9月にかけて下院本会議で投票を行いたいとしている。下院で2回の投票後、上院委員会審議と、上院本会議での2回の投票を控える。政府によると、10月末から11月にかけて上院で法案を成立させたい意向だ。ただ、憲法改正のためには上下両院でそれぞれ全体の6割の賛成が必要となっている。上記のテメル大統領の裁判要求では棄権・欠席を含めたとしても、下院の3分の2程度の議席を占める連立与党の一部議員がテメル大統領不支持に回ったため、テメル大統領支持は下院の6割に届かなかった。

また、5月に下院委員会を通過した時点では、改革に対する批判を和らげるため、法案を修正したことにより、年金財政の赤字削減効果が当初計画の2割程度低下した。連立与党の支持を取り付けるため、法案の再修正の余地がある。

### 検察は再度、大統領を告訴する方針。年金改革法の年内成立は予断許さず

他方、連邦検察はテメル大統領の不正疑惑について、時間的な要因もあり今回の訴えで盛り込むことができなかった案件を中心に再度、最高裁に告訴する方針。検察庁長官は9月中旬に任期満了により退任するため(テメル大統領が新長官を選んだ)、その前に告訴する見込み。連邦下院で再度、大統領裁判が審議される場合、否決されるにせよ、財政審議はいったん中断されるとみられる。政府はこうした訴えを否決し、年金改革法案の賛成を議会から取り付けるため、2018年10月の大統領選挙と同時に行われる連邦議会選挙において、議員の選挙資金の一部を補助する基金を設立し、税金を投入するような選挙制度改革を検討しているもよう。議会選挙に間に合うためには17年10月初めに選挙制度に関する法案を成立させる必要があり、今後、大統領の裁判要求の否決、選挙制度改革法案や年金改革法案の審議と日程がかなりタイトになることが見込まれる。というのも、18年大統領選挙を控えて、17年末頃までに年金改革法案を成立できなければ、選挙を意識して年金改革法案を19年以降の新政権に先送りする等、市場にとってのネガティブシナリオのおそれがあるため。市場の信任を失えば、汚職疑惑等で国民の支持率が1ケタ程度に低迷しているテメル政権のレームダック化が加速する可能性。今後、下院本会議での年金改革法案の第1回投票のタイミングや法案がどの程度修正されるのかが、市場の注目点となろう。

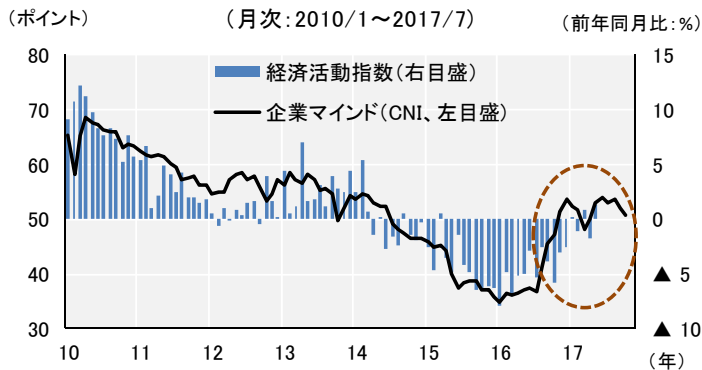
### 中銀は1.0%の利下げ実施も、先行き速めのペースでの利下げを示唆しサプライズ

ブラジル中央銀行(以下、中銀)は7/26の中銀会合で、市場予想通り、政策金利を1.0%引き下げ、9.25%とすることを決定した。7会合連続利下げで、累計の利下げ幅は5.0%。中銀は前回会合で利下げペースの鈍化を示唆していたが、今回の声明文はハト派的内容でサプライズとなった。具体的には、①物価見通しは改善している、②大統領の汚職疑惑が財政改革に不透明感をもたらしているが、今のところ物価見通しに与える影響は限定的とした。今後も速めのペースでの利下げが続く可能性をうかがわせるものとなった。

今後の金融政策について、みずほ証券投資情報部では、速めのペースでの利下げがしばらく続き、17年末時点で7.5%~8.5%を予想している。背景には、①消費者物価は6月に前年同月比+3.0%となるなど、鈍化傾向が続いている。今後、ガソリン等の増税により、消費者物価の伸びはいくぶん拡大するものの、17年末時点で中銀の物価目標(+4.5%)を下回って推移する、②経済成長率は17年1-3月期に9四半期ぶりに前期比プラスとなったものの、4-6月期はテメルショックによる企業や家計マインドの改善一服等もあり、減速する。また、17年通年でも小幅なプラスにとどまるた

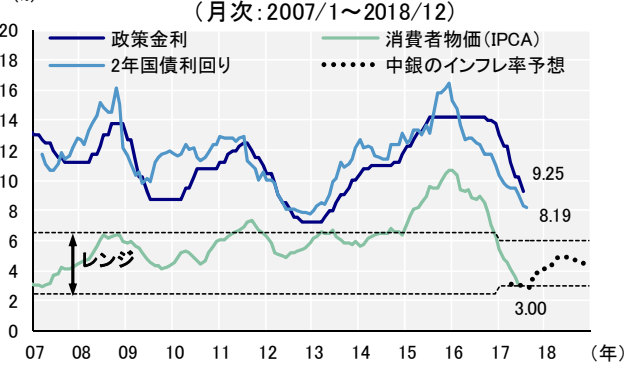
め、景気下支えが必要となっている、③ドル安や内外金利差、景気回復期待によりリアルが底堅く推移している、等が挙げられる。金融市場では2年国債利回りが7/26の中銀会合前の8.5%台から8/3には8.1%程度まで急低下、今後の速めのペースでの利下げを織り込む展開となっている。

### ブラジルの企業マインドと経済活動指数



(注) 経済活動指数は生産等より作成され実質GDP成長率との連動性が高い、17年5月データまで。企業マインド(CNI)は7月データまで、経済活動指数に3か月先行出所: CEICデータよりみずほ証券作成

### ブラジル政策金利とインフレ率、国債利回り



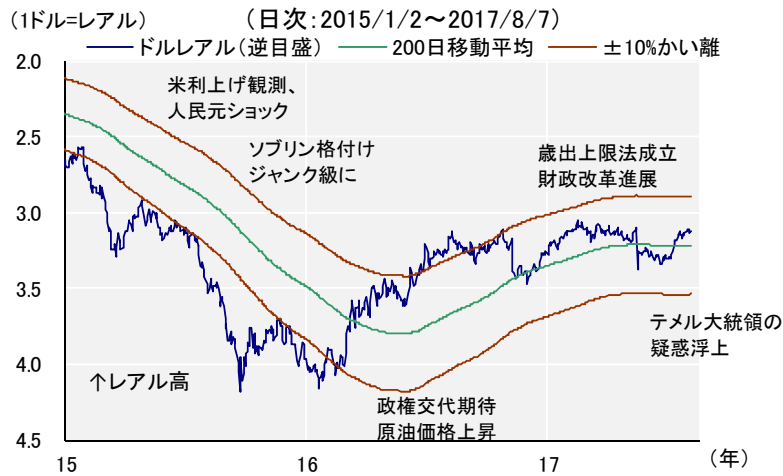
(注) レンジはインフレターゲットで16年まで+4.5%±2.0%、17~18年は4.5%±1.5%。消費者物価は17年6月まで、国債利回りは2007/3~2017/8/7、政策金利は8/7まで、中銀のインフレ予想(マーケットシナリオ、17年6月時点)は17年6月末~18年12月末まで出所: ブラジル中銀、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

### リアルはテメル政権のもと改革持続期待により急反発、年金改革を見極め

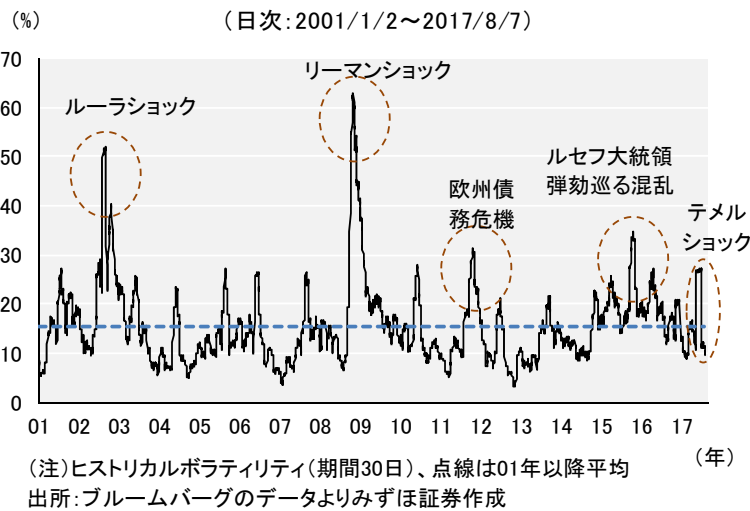
ブラジルリアルは7月初めの1ドル=3.30リアルから8月初めには3.10リアルまでリアル高となった。背景としては、①汚職疑惑で求心力がやや低下しているテメル政権のもとでも、重要法案である労働法改正法案が7/11に上院で可決され、年金改革法案成立への市場の期待をつないだ、②ルーラ元大統領が7/12、連邦地裁において収賄等により有罪判決を受け、2018年大統領選挙に同氏が出馬するといった不透明感がいくぶん和らいだ、③ドル安により新興国通貨全般が堅調だった、等が挙げられる。中銀の7月会合での利下げ継続を受けたリアルへの影響は限定的だった。

今後のリアル相場は、下院本会議における年金改革法案の行方が焦点となろう。テメル大統領の汚職疑惑がくすぶるなかでも、年金改革をまとめる政治力や汚職疑惑のないクリーンな有力政治家が限られるなか、市場は法案成立の可能性が高まったとみれば、リアルは17年末にかけて対ドルで3.0リアル程度を目指す展開となろう。反対に、テメル大統領の不正疑惑に対する検察の追及が続き、財政審議が遅れ、年金改革法案が19年以降の次期政権に先送りとなれば、財政の中期的な悪化懸念により、リアルは3.5~3.6リアル程度へ下落する可能性をみている。

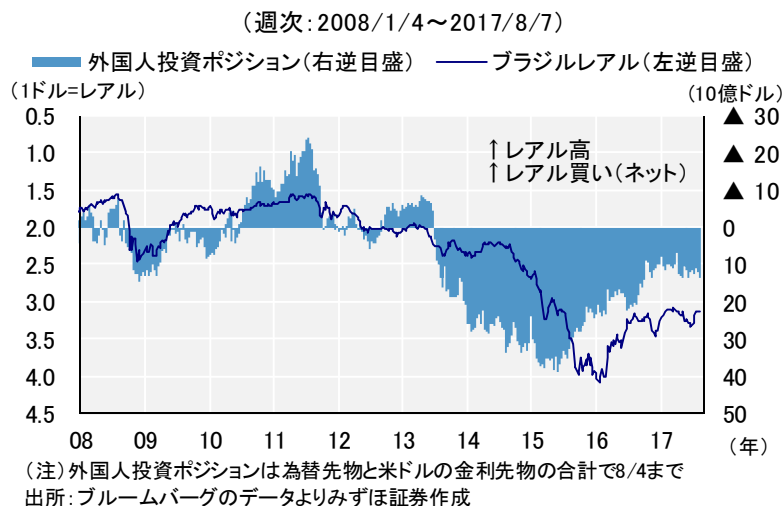
### 米ドル・ブラジルレアルの推移



### ブラジルレアルの為替変動率



### ブラジルレアルと外国人投資ポジション



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をお願いいたします。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。

# 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：MG5690-170808-21