

**新興国レポート**

# 2020年に向けたブラジル経済と金融市場の展望

- ブラジル中銀は4会合連続で0.50%の利下げを決定（5.00% → 4.50%）。ブラジル中銀の利下げは最終局面に。
- 堅調な内需を受けて、景気見通しの上方修正が進む。
- 2020年のブラジル企業の業績は増益の見込み。国内投資家の積極的な買いにより、ブラジル株式は史上最高値圏に。
- S&Pの格付見通しの引き上げは海外投資家のブラジル経済再評価に繋がるか。

## ブラジル中銀は4会合連続で0.5%の利下げを決定

ブラジル中銀は12月11日の金融政策委員会（COPOM）において、政策金利を0.50%引き下げ、4.50%にすることを全会一致で決定しました（図表1）。利下げは7月31日、9月18日、10月30日のCOPOMに続き4会合連続となります。

足元では牛肉価格など食品価格上昇によって物価上昇圧力が高まりつつあり、2019年11月の拡大消費者物価指数（IPCA）（インフレ率）は前年同月比+3.3%に上昇したものの、ブラジル中銀は引き続き「基調的なインフレ率は（物価目標圏内の）心地よい水準にある」との見方を示しました。

## ブラジル中銀の利下げは最終局面に差し掛かる

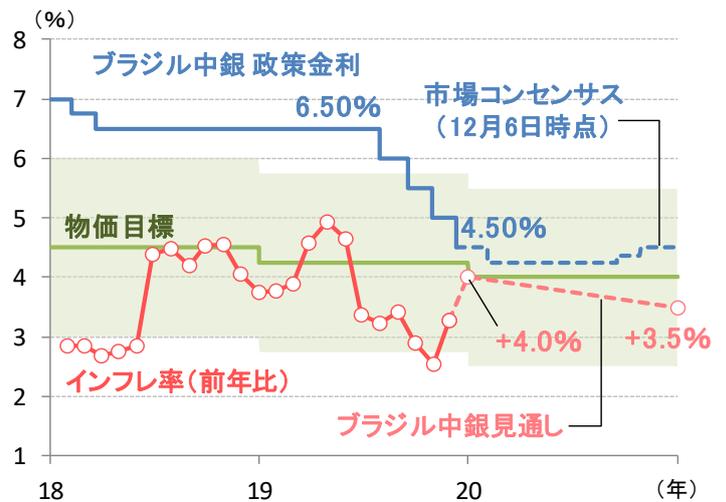
先行きの金融政策に関しては、7月からの累計2.00%もの積極的な利下げの効果を見極めるため、ブラジル中銀は慎重な金融政策運営に移行する可能性を示唆しています。COPOM声明文では、「次のステップは今後の経済動向次第」と述べられています。

市場コンセンサスでは、2020年のブラジル中銀の政策金利は次回2020年2月のCOPOMで0.25%の小幅な利下げ予想に留まっており、ブラジル中銀の利下げは概ね最終局面に差し掛かっていると考えられます。

## 市場の注目は年金改革から経済成長にシフト

2019年のブラジル中銀の金融政策を振り返ると、利下げ決定はブラジル議会における年金改革審議（=財政健全化）の進展と足並みを揃えたものでした（図表2）。

10年間で8,003億リアルという財政改善効果が見込まれる年金改革法は11月12日に公布されています。ボルソナロ政権は年金改革成立の後も、2020年に向けて行財政改革や税制改革、国営企業の民営化などの経済改革を進める方針ですが、市場の注目は「一連の経済改革の成果と経済成長の回復」に集まりつつあります。

**図表1：ブラジル中銀の政策金利とインフレ率**


(出所) ブラジル中銀、ブラジル地理統計院 (IBGE)  
 (期間) 政策金利：2018年1月1日～2019年12月11日 (日次)  
 拡大消費者物価指数 (IPCA) (インフレ率)：2018年1月～2019年11月 (月次)  
 (注) ブラジル中銀のインフレ見通し (市場シナリオ) は、政策金利と為替レートの予想を前提とした市場コンセンサス。

**図表2：ブラジルの年金改革審議と金融政策決定**

日付	出来事
2月20日	ボルソナロ政権が年金改革法案を議会へ提出
7月10日	下院が年金改革法案を承認 (1回目投票)
7月31日	<b>ブラジル中銀が利下げ決定 (6.50%→6.00%)</b>
8月7日	下院が年金改革法案を最終承認 (2回目投票)
9月18日	<b>ブラジル中銀が利下げ決定 (6.00%→5.50%)</b>
10月1日	上院が年金改革法案を承認 (1回目投票)
10月22日	上院が年金改革法案を最終承認 (2回目投票)
10月30日	<b>ブラジル中銀が利下げ決定 (5.50%→5.00%)</b>
11月12日	上院議長が年金改革法を公布
12月11日	<b>ブラジル中銀が利下げ決定 (5.00%→4.50%)</b>

(出所) 各種報道

## 足元ではブラジル景気回復の兆しが増しつつある

足元のブラジルの経済指標からは、ブラジル経済が内需主導で緩やかに景気回復しつつあることがわかります。

ブラジルの7-9月期の実質国内総生産（GDP）成長率は、個人消費や投資などの内需が成長の押し上げ要因となり、前期比+0.6%と緩やかな成長となりました（図表3）。退職金基金からの早期資金引き出しを解禁した政府の景気刺激策や、ブラジル中銀による金融緩和策が景気回復を後押しし始めているようです。

また、各種報道によれば、2019年11月末から12月上旬にかけてのブラックフライデー／サイバーマンデー商戦におけるブラジル小売業界の売上も好調と伝えられており、10-12月期も個人消費をけん引役にブラジル景気は底堅い回復基調を維持しているとみられます。

## 市場ではブラジル景気見通しの上方修正が進む

足元の経済環境の改善を受け、市場関係者の間では2019年および2020年のブラジルの実質GDP予想の上方修正が進んでいます（図表4）。

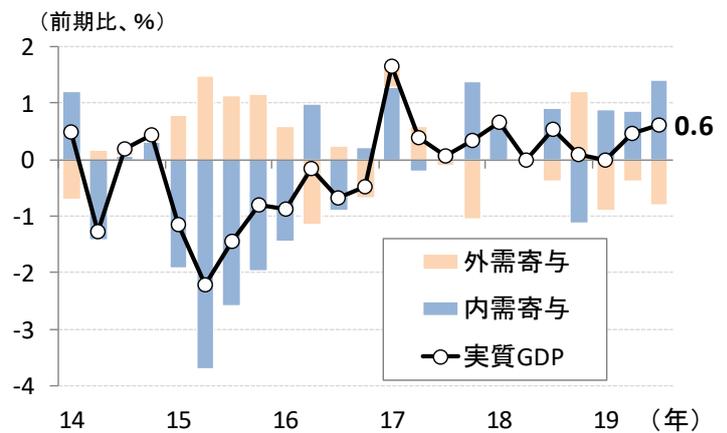
12月6日時点の市場コンセンサスでは、ブラジルの実質GDP成長率は2019年に+1.10%、2020年に+2.24%と一段の回復が見込まれています。今後、ブラジル中銀の金融緩和策が経済全体に浸透し始めれば、2020年の経済成長率が一段と上方修正される可能性もあるとみられます。

## 2020年のブラジル企業の業績は堅調な増益維持へ

また、実質GDPの面ではブラジルの景気回復は緩やかなペースにあるものの、景気低迷期にリストラ策（構造改革）を進めてきたブラジル企業の業績は2020年から2021年にかけて堅調な拡大が見込まれます。

11月末時点の市場コンセンサスでは、ブラジル主要企業の純利益は2020年が前年比+20.4%、2021年が+11.1%と2桁の増益が続くと予想されています（図表5）。なかでも2020~2021年は、資源セクター（石油・鉄鉱石など）と内需セクター（金融・消費関連など）が主導することで、ブラジル企業の業績は拡大するとみられています。

図表3：ブラジルの実質GDPの推移



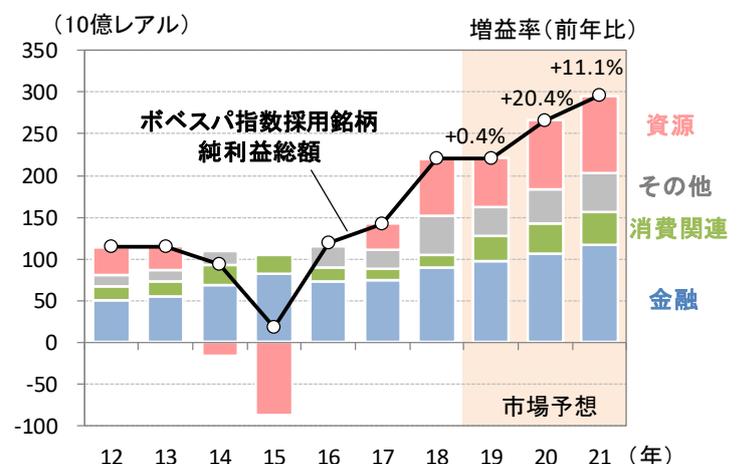
(出所) IBGE  
(期間) 2014年1-3月期~2019年7-9月期 (四半期)

図表4：ブラジルの実質GDP成長率（2019-2020年）の市場コンセンサスの推移



(出所) ブラジル中銀  
(期間) 2019年1月2日~12月6日 (日次)  
(注) 横軸は予想時点の推移を示す。

図表5：ブラジル主要企業の純利益見通し



(出所) ファクトセット  
(期間) 2012年~2021年 (年次)  
(注) 市場予想は2019年11月末時点。

## 2019年はブラジル株とリアル相場の乖離が拡大

2019年のブラジル金融市場の特徴として、株価とリアル相場の乖離が大きく拡大したことが挙げられます。

ブラジルの主要株価指数であるボベスパ指数は、12月11日時点の年初来騰落率が+26.3%という堅調なパフォーマンスを示しており、株価水準も11万ポイント台の史上最高値圏にあります。一方、リアルの対米ドル相場は2019年初年から軟調な地合いが続き、足元でも1米ドル=4.0~4.2リアル近辺の低水準に留まっています(図表6)。

## 国内投資家と海外投資家の見方に温度差

こうしたブラジルの株価と為替のパフォーマンス乖離の一因として、国内投資家と海外投資家の間でブラジルに対する見方に温度差が生まれていることが挙げられそうです。

2019年のブラジル株式市場では、ボルソナロ政権下での年金改革審議の進展やブラジル中銀による利下げを受け、国内投資家が積極的にブラジル株式を買い進めてきました。足元では国内投資家によるブラジル株の年初来累積投資額は400億リアル(約1兆円\*)超の大台に拡大しています(図表7)。

(\*) 為替換算レート：1リアル=25円

## ブラジル中銀は為替介入によりリアル相場を下支え

ブラジル中銀は8月下旬以降、リアル相場が1米ドル=4リアルを超えるリアル安が進む局面で機動的に外貨準備を取り崩した米ドル売り介入を実施することで、リアル相場の安定を支える姿勢を示しています(図表8)。

しかし、ブラジル中銀による為替介入はあくまで一時的なリアル安圧力の緩和措置に過ぎず、今後はブラジル経済のファンダメンタルズ改善が海外投資家の資金流入に繋がるかが当面のリアル相場の焦点になると言えそうです。

## S&Pはブラジル国債の格付見通しを引き上げ

米格付会社S&P社が12月11日、ブラジルの国債格付の見通しを「安定的」から「強含み(ポジティブ)」に引き上げ、今後2年以内の格上げの可能性を示唆しました。S&P社などの大手格付会社がブラジル政府の経済改革の進展を格付判断の評価に反映し始めたことは、海外投資家のブラジル経済への再評価のきっかけとなる可能性もありそうです。

図表6：ブラジルのボベスパ指数とリアル相場の推移



(出所) ブルームバーグ  
(期間) 2018年1月2日~2019年12月11日(日次)

図表7：国内投資家のブラジル株投資フローの推移



(出所) ブルームバーグ  
(期間) 2019年1月2日~2019年12月11日(日次) (売買データは12月9日時点)

図表8：ブラジル・リアル相場と外貨準備高の推移



(出所) ブラジル中銀、ブルームバーグ  
(期間) 2019年1月2日~2019年12月11日(日次) (外貨準備高は12月10日時点)

## 【当資料に関する留意点】

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、レグ・メイソン・アセット・マネジメントの情報を基に、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

## &lt;設定・運用&gt;



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者

関東財務局長（金商）第369号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

ニッセイアセットマネジメント株式会社

コールセンター 0120-762-506（受付時間：営業日の午前9時～午後5時）

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>