



# ブラジル中銀は3会合連続で0.5%の利下げを決定

- ブラジル中銀は3会合連続で0.5%の利下げを決定(5.50%→5.00%)。中銀は12月会合での追加利下げを示唆。
- 年金改革承認を受け、ブラジル国債への投資家の信認が正常化。利下げや年金改革は国債利回りの安定に寄与へ。
- 今後は構造改革と景気対策の両立が経済政策の焦点。19年下半年に入り、ブラジル景気見通しの下方修正は一巡。
- 今年のクリスマス商戦は堅調が見込まれる。20年に向けたブラジル景気の回復進展は海外投資家の再評価要因に。

## ブラジル中銀は3会合連続で0.5%の利下げ決定

ブラジル中銀は10月30日の金融政策委員会(COPOM)において、政策金利を5.00%へ0.5%引き下げる決定を全会一致で下しました(図1)。0.5%の利下げは7月31日、9月18日のCOPOMに続いて3会合連続となります。

ブラジル中銀の声明文では、次回12月11日のCOPOMでの0.5%の追加利下げの可能性が示唆されました。中銀集計の市場コンセンサスでは、政策金利は2019年末に4.50%へ引き下げられた後、2020年内は政策金利の据え置きが続くとの見方が大勢となっています。

## 年金改革を受けてブラジル国債の信用リスク改善

また、ブラジルの上院が10月22日に年金改革法案を最終承認したことを受けて、財政健全化への期待からブラジル国債の信用リスクの改善が顕著となっています。

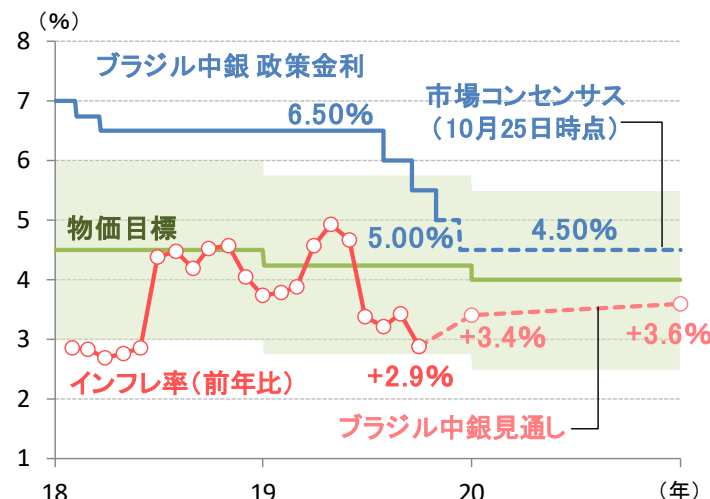
米ドル建てのブラジル国債(5年物)の信用保証料を示すCDSスプレッドは足元で2013年5月以来となる117ベース・ポイント台へ低下しました(図2)。2013年5月の当時、ブラジル国債の格付は投資適格級の「A-」(S&P)が付与されていたことから、足元のCDSスプレッドは将来的なブラジル国債の格上げの可能性を織り込みつつあるようです。

また、2013年6月はブラジルの政治・経済がその後の混乱に向かう契機となる大規模デモが発生した月でした。足元のCDSスプレッドが政治・経済の混乱前の水準へ低下したことは、ブラジル国債に対する投資家の信認が正常化し始めている兆候として捉えることができそうです。

## 金融・財政政策は国債利回りの安定に寄与へ

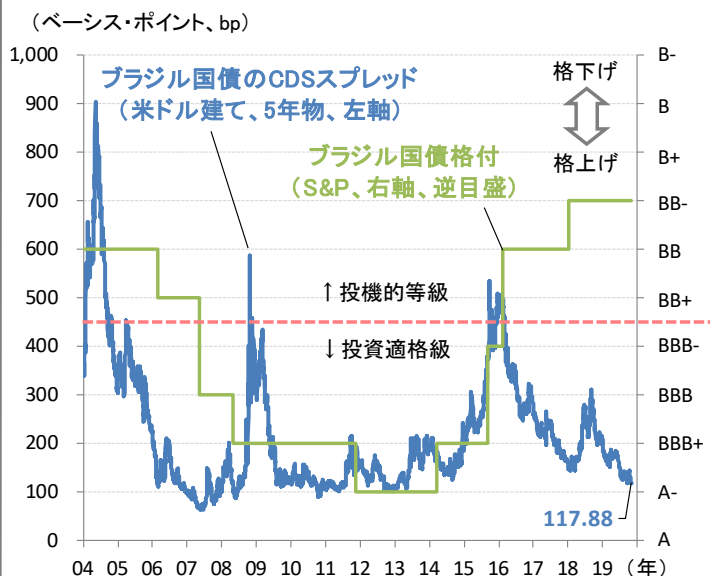
上記のような、物価安定を背景にしたブラジル中銀の金融緩和策や、年金改革の議会承認に伴うブラジル財政への投資家の信認回復は、今後のブラジル国債の利回り安定に寄与すると期待されます。

図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10月30日  
 拡大消費者物価指数(IPCA):2018年1月~2019年9月  
 (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前提に市場コンセンサスを使用したもの。

図2:ブラジル国債の信用リスク指標と格付の推移



(出所)ブルームバーグ (期間)2004年1月2日~2019年10月30日  
 (注)格付は自国通貨建て長期債務格付。1bpは0.01%。

●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。



## 当面は構造改革と景気対策の両立が政策課題に

もつとも、年金改革の成立後も、ボルソナロ政権には多くの政策課題が残されています。特に当面は「行政改革や税制改革、民営化など構造改革の継続」と「経済成長の押し上げを図る景気対策」の両立が焦点となりそうです。

## 19年下半期には景気見通しの下方修正が一巡

2019年上半期のブラジル景気は、経済成長見通しの下方修正が続いてきました。年金改革に注力するため、ブラジル政府が景気対策に慎重な姿勢を採ってきたことや、世界経済の先行き不透明感などが市場関係者の弱気な景気見通しに繋がってきたと考えられます。

しかし、年金改革の進展を受けて、ブラジル中銀の金融緩和や政府の景気対策(消費喚起のため退職金基金からの資金拠出など)が打たれ始め、2019年下半期には景気見通しの下方修正はすでに一巡しています(図3)。

## 今年のクリスマス商戦は堅調な消費が期待される

次の二つの要因からは、2020年にかけてのブラジル景気が底堅さを取り戻す可能性も高まりつつあります。

第一に、ブラジル全国商業連合(CNC)によれば、2019年のブラジルのクリスマス商戦は過去6年間で最高の小売売上高の伸び(前年比+4.8%)が見込まれているなど、個人消費の回復期待が高まる兆しがみられます(図4)。

## 金融緩和による景気押し上げはこれから本格化へ

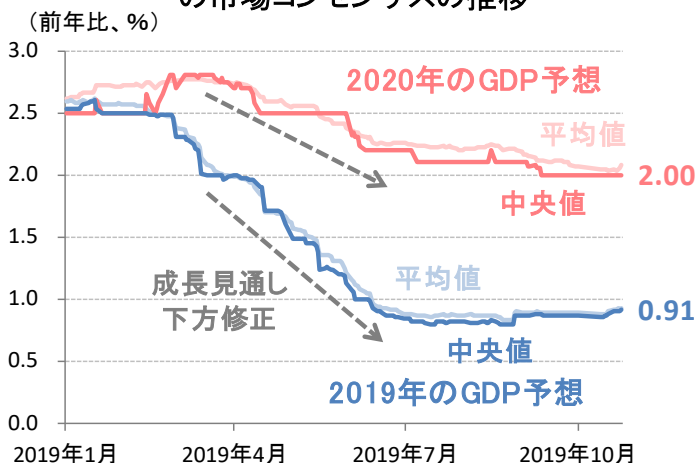
第二に、ブラジル中銀の利下げが経済全体に浸透するには一般に数カ月を要するとみられ、金融緩和による景気押し上げ効果はこれから本格的に現れると考えられます。

すでに、民間銀行セクターの貸出は二桁台の堅調な伸びを示しており、個人による住宅投資や企業の設備投資などを後押しする要因になると期待されます(図5)。

## 景気回復の進展は海外投資家の再評価要因

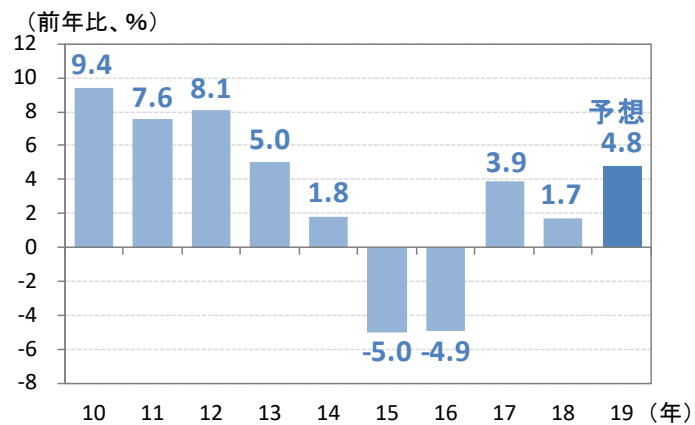
海外投資家がブラジルへの投資に慎重な姿勢を崩していない一因として、ブラジルの景気回復の遅れが影響してきたとみられます。議会で承認された年金改革や、今後の進展が期待される民営化政策に加えて、2020年に向けたブラジル景気の回復進展は海外投資家のブラジルへの再評価に繋がる可能性があります。

### 図3: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



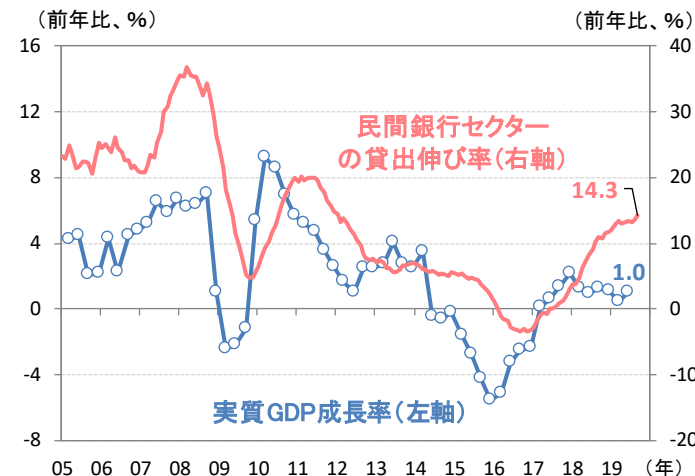
(出所)ブラジル中銀 (期間)2019年1月2日~10月25日  
(注)横軸は予想時点の推移を示す。

### 図4:ブラジルのクリスマス・シーズンの小売売上高



(出所)ブラジル全国商業連合(CNC) (注)2019年はCNC予想。

### 図5:ブラジルの実質GDPと民間銀行貸出の推移



(出所)ブラジル地理統計院(IGBE)、ブラジル中銀  
(期間)銀行貸出:2005年1月~2019年9月  
実質GDP:2005年1-3月~2019年4-6月

●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。●当資料に記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。