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0.5%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入る。
- 年金改革の成立を受け、市場の注目は経済成長の行方に集まる。内需堅調を受けて、景気見通しの上方修正進む。
- 20年のブラジル企業業績は堅調な増益の見込み。国内投資家の買い増しにより、ブラジル株は史上最高値圏に。
- レアル相場はブラジル中銀が為替介入で下支え。S&Pの格付見通し引き上げが海外投資家の再評価に繋がるか。

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4.50%へ0.5%引き下げる決定を全会一致で下しました（図1）。利下げは7月31日、9月18日、10月30日のCOPOMに続いて4会合連続となります。

足元では牛肉価格などの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）は前年比+3.3%へ上昇したものの、ブラジル中銀は引き続いて「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%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。

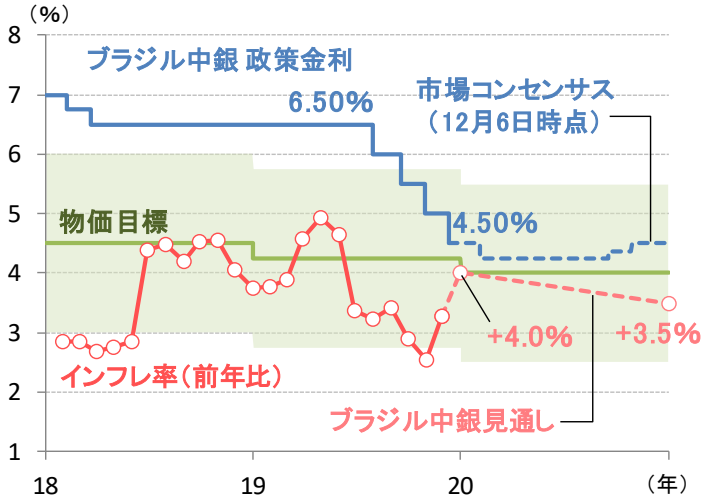
市場コンセンサスでは、2020年のブラジル中銀の政策金利は次回2月のCOPOMで0.25%の小幅利下げが予想されるに留まっており、ブラジル中銀の利下げは概ね最終局面に差し掛かっていると考えられます。

市場の注目は年金改革から経済成長にシフト

2019年のブラジル中銀による金融政策を振り返ると、利下げ決定はブラジル議会での年金改革審議（＝財政健全化）の進展と足並みを揃えたものでした（図2）。

10年間で8,003億レアルという財政改善効果が見込まれる年金改革法はすでに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、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しての経済成長の回復の行方」に集まりつつあります。

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12月11日
拡大消費者物価指数（IPCA）：2018年1月～2019年11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	**ブラジル中銀が利下げ決定（6.50%→6.00%）**
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	**ブラジル中銀が利下げ決定（6.00%→5.50%）**
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	**ブラジル中銀が利下げ決定（5.50%→5.00%）**
11月12日	上院議長が年金改革法を公布
12月11日	**ブラジル中銀が利下げ決定（5.00%→4.50%）**

（出所）各種報道

●当資料は、説明資料としてレッグ・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が、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。

足元でブラジル景気回復の兆しが増しつつある

実際、足元のブラジルの経済指標では、内需を主導にした緩やかな景気回復の兆しが増しつつあります。

ブラジルの7-9月期の実質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%と緩やかな成長加速が示されました(図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する面で奏功し始めている模様です。

さらに各種報道によれば、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ではブラジルの小売業界の売上高好調が伝えられており、10-12月期も個人消費を中心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て、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み始めています(図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時間差を伴って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。

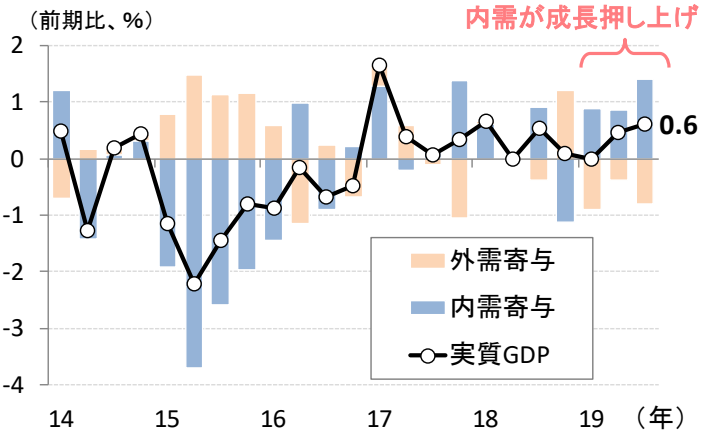
20年のブラジル企業の業績は堅調な増益維持へ

また、実質GDPの面ではブラジルの景気回復は依然として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%と二桁台の増益率が予想されています(図5)。2020～2021年のブラジルの企業業績は、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)が両輪となり収益拡大を主導するとみられています。

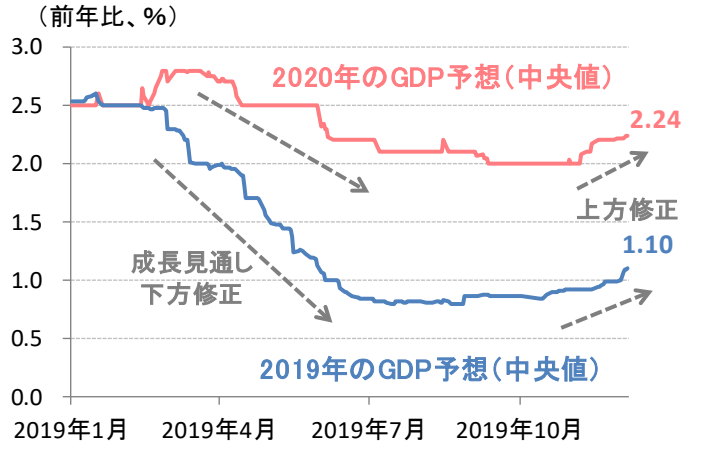
2020年の世界経済は引き続き米中貿易戦争を巡る不透明感が残るとみられ、内需に根差した景気回復や企業業績の拡大はブラジルの再評価要因と考えられます。

図3:ブラジルの実質GDPの推移



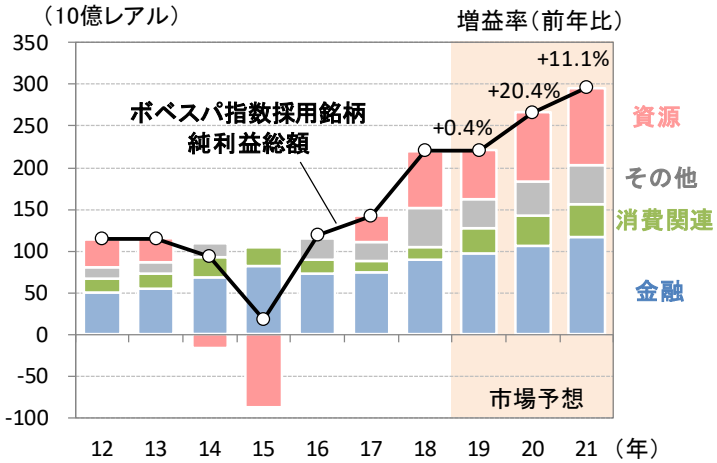
(出所)IBGE (期間)2014年1-3月期～2019年7-9月期

図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
(注)横軸は予想時点の推移を示す。

図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
(注)市場予想は2019年11月末時点。

●当資料は、説明資料としてレッグ・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が、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。

19年はブラジル株とレ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、株価とレ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で+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（図6）。一方、レアルの対米ドル相場は2019年初から軟調な地合いが続き、足元でも1米ドル＝4.0～4.2レアル近辺の低水準に留まっています。

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への見方に温度差が生まれていることが挙げられます。

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て、国内投資家が積極的にブラジル株の買い増しを進めてきました。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400億レアル（約1兆円*）超の大台に拡大しています（図7）。一方、海外投資家は、米中貿易戦争や世界経済を巡る不透明感から、ブラジルへの投資には依然慎重な姿勢を崩していないとみられます。

ブラジル中銀は為替介入でレアル相場を下支え

ブラジル中銀は8月下旬以降、レアル相場が1米ドル＝4レアルを超えるレ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し、レアル相場の安定を支える姿勢を示しています（図8）。

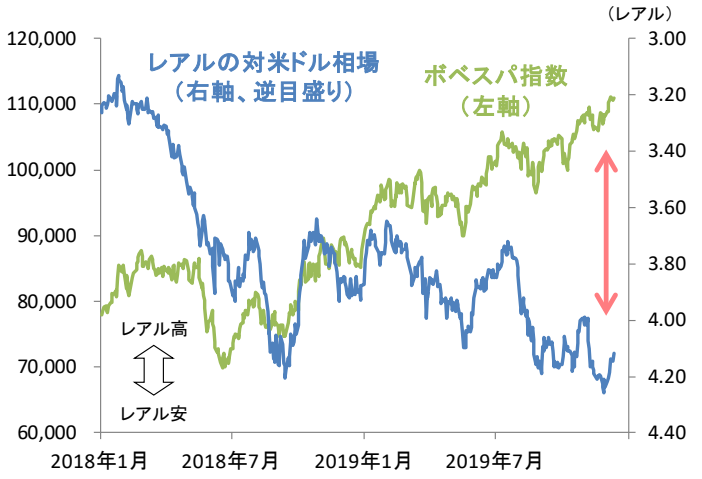
もっとも、ブラジル中銀による為替介入はあくまで一時的なレアル安圧力の緩和措置に過ぎず、今後はブラジル経済のファンダメンタルズ改善が海外投資家の資金流入に繋がるかが当面のレアル相場の焦点と言えそうです。

S&Pはブラジル国債の格付見通しを引き上げ

海外投資家にとっての朗報は、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たことです。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実際の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への再評価のきっかけとなる可能性もありそうです。

（*）為替換算レート：1レアル＝25円

図6：ブラジルのボベスパ指数とレアル相場の推移

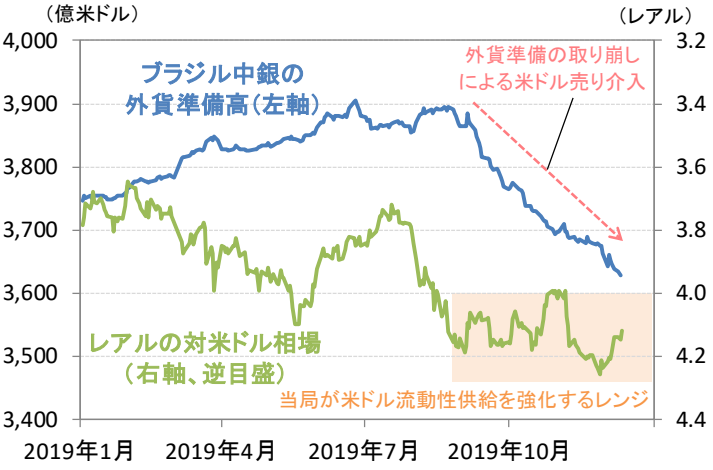


（出所）ブルームバーグ （期間）2018年1月2日～2019年12月11日

図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～12月11日（売買データは12月9日時点）

図8：ブラジル・レ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～12月11日（外貨準備高は12月10日時点）

●当資料は、説明資料としてレッグ・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が、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。