

新興国レポート

ブラジル市場のコロナ・ショックと今後の注目点

- 世界的な市場の混乱からブラジル株式やリアル相場が急落。海外投資家の資金流出額はリーマン・ショックを上回る。
- ブラジル国債市場の安定はブラジル経済の正常状態を示唆。バリュエーションの低下によりブラジル株式には割安感も。
- 豊富な外貨準備からブラジル中銀は為替介入の余地を残す。
- ブラジル景気は回復局面の初期段階であり、今後も内需主導の回復が見込まれる。経済改革の議会審議も今後の注目。

世界的な市場の混乱から急落したブラジル株式

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大と原油相場急落による混乱が広がる中、ブラジル株式やリアル相場の急落も顕著となっています。

主要株価指数であるボブスバ指数は1月23日に付けた史上最高値（119,528ポイント）から3月11日には85,171ポイントまで28.7%の大幅な下落となりました（図表1上）。

ブラジル株式市場から海外投資家の資金が流出

足元のブラジル株式の急落を主導する一因として、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大懸念による世界経済の不透明感を嫌気した海外投資家の資金流出の影響が挙げられます。

2020年のブラジル株式市場における海外投資家の累積資金流出額は、3月6日時点で460億レアル（約1兆円*）に拡大しました（図表1下）。これはリーマン・ショックが発生した2008年通年のブラジル株式市場からの海外投資家の資金流出額（246億レアル）を上回る規模です。

*換算レート：1レアル=23円

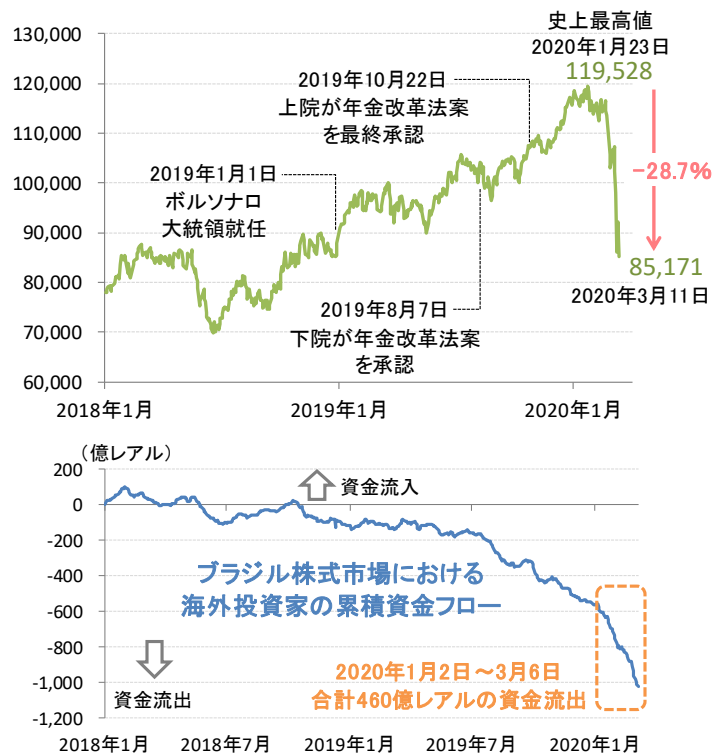
リアル相場は史上最安値へ下落

為替市場では、レアルの対米ドル相場は3月11日に1米ドル=4.82レアルの史上最安値に下落したほか、対円相場でも1レアル=22円台へ下落しています（図表2）。

ブラジル中銀はリアル相場の急落に対応するため、通貨スワップ介入やスポット市場での為替介入などを組み合わせながら、リアル安圧力の緩和に動いています。

ブラジル中銀は3月9日に合計34.65億米ドルのスポット介入を実施し、3月10日も20億米ドルのスポット介入を継続しました。さらに、リアル相場が史上最安値を付けた3月11日には、10億米ドルの通貨スワップ介入を実施しました。また、3月12日にも15億米ドル規模のスポット介入を予告し、25億米ドル即日実施しました。

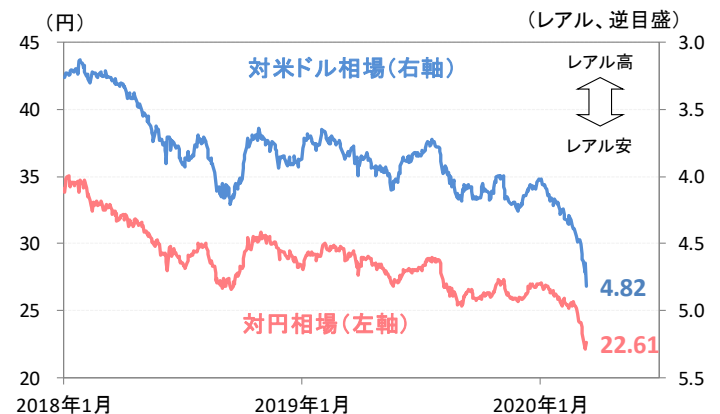
図表1：ボブスバ指数と海外投資家の資金フロー



(出所) ブルームバーグ

(期間) 2018年1月2日～2020年3月11日 (日次) ※資金フローは3月6日

図表2：ブラジル・リアル相場の推移



(出所) ブルームバーグ

(期間) 2018年1月1日～2020年3月11日 (日次)

ブラジル中銀は為替介入の余力を残す

今後リアル相場の急変動が一段と高まる場合には、ブラジル中銀は豊富な外貨準備を背景とした為替介入の発動余地を残していると考えられます。

2020年2月末時点のブラジル中銀の外貨準備高は3,625億米ドル（約38兆円*）です。これは国際通貨基金（IMF）が推定する外貨準備高の適正水準を約6割も上回り、ブラジル中銀が約1,400億米ドル（約15兆円*）弱もの為替介入の余力を残していることを示唆しています（図表3）。

為替市場への高い影響力を保持するブラジル中銀には、リアル相場の急変動が金融危機に発展するリスクを防止する「通貨の番人」としての役割が期待されます。
*換算レート：1米ドル=105円

金利安定はブラジル経済の正常な状態を示唆

ブラジルの10年国債利回りは世界的な市場混乱を受け、3月11日には8.29%へ上昇しました（図表3）。

一方、ブラジル中銀の金融緩和や低水準の期待インフレ率などを背景に、2年国債利回りは相対的に安定した推移となっており、ブラジル国債市場における金利上昇は限定的に留まっています。ブラジル国債市場における金利安定はブラジル経済が依然として正常な状態を保っていることを示唆するものと考えられます（図表4）。

リアル相場急落でもインフレ期待は低水準を維持

過去のブラジル経済であれば、リアル安の加速をきっかけに「インフレ懸念→金利上昇→中銀の金融引き締め→景気減速懸念→国民不安」という負のスパイラルに陥る傾向がみられました。

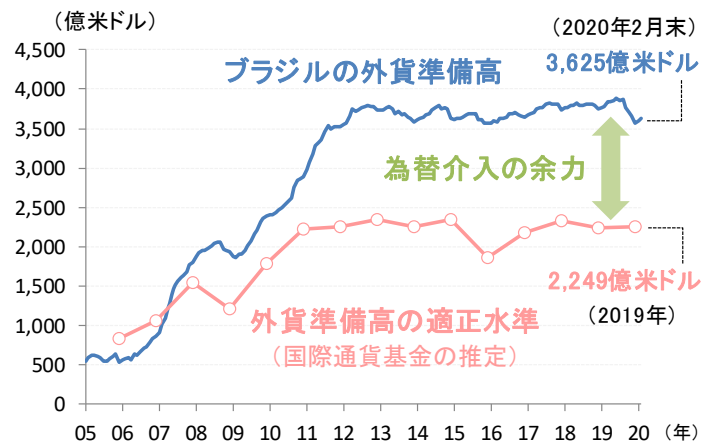
しかし、インフレ連動債から計算されるブラジルの期待インフレ率は、低水準が維持されています。現在のブラジル経済は、リアル安が進む中でも、インフレ懸念の台頭は引き続き限定的に留まると考えられます。

ブラジル景気は回復局面の初期段階

2015年から2016年にかけて、政局の混乱による景気後退に直面したブラジル経済は、政権交代を契機に、依然として景気回復局面の初期段階にあると考えられます。

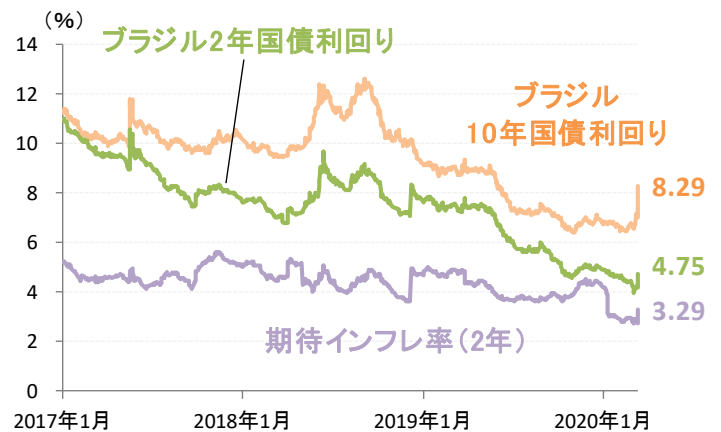
2019年10-12月期のブラジルの実質GDP（国内総生産）成長率は、内需主導で前年同期比+1.7%の回復となりました（図表5）。直近の市場予想では、2020年後半以降には同2%台への景気回復が見込まれています。

図表3：ブラジル中銀の外貨準備高の適正水準



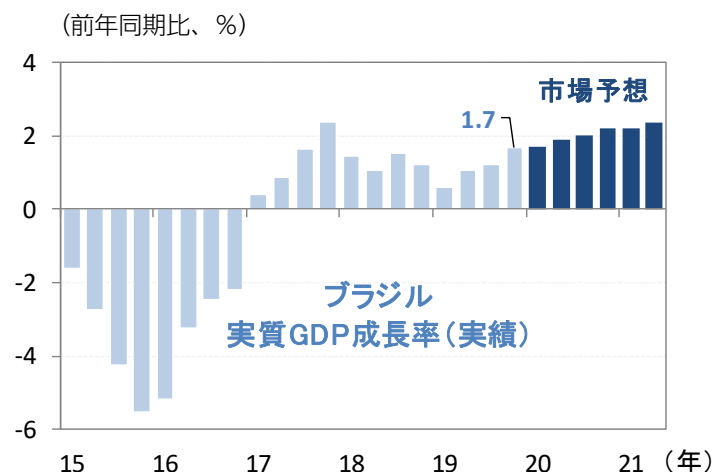
(出所) ブラジル中銀、ブルームバーグ
(期間) 外貨準備高：2005年1月末～2020年2月末（月次）
外貨準備高の適正水準：2005年～2019年（年次）

図表4：ブラジルの政策金利と国債利回り



(出所) ブルームバーグ
(期間) 2017年1月2日～2020年3月11日（日次）

図表5：ブラジルの実質GDP成長率の実績と見通し



(出所) ブラジル地理統計院、ブラジル中銀
(期間) 2015年1Q～2021年2Q（四半期）
(注) 市場予想は3月6日時点。

世界的な新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、短期的には輸出減速などを通じてブラジル景気にも悪影響が及ぶ可能性はあるものの、内需主導の景気回復基調は今後も維持されると期待されます。

金融緩和を追い風に民間銀行の貸出が拡大

特に、2020年以降のブラジル景気の回復を支える要因として、ブラジル中銀による金融緩和の効果が挙げられます。

ブラジル中銀の積極的な利下げやボルソナロ政権の公的銀行改革（公的銀行の資産圧縮）という追い風を受けて、足元では民間銀行セクターがブラジルの銀行貸出の拡大をけん引しています（図表6）。

今後は税制改革などの議会審議の行方にも注目

コロナ・ショックによる海外投資家の資金流出を目的のあたりにしたことで、ボルソナロ政権の経済運営チームや議会幹部の間では、経済改革の必要性が一段と増しているとみられます。今後は税制改革や行政改革などの議会審議の行方にも注目が集まりそうです。

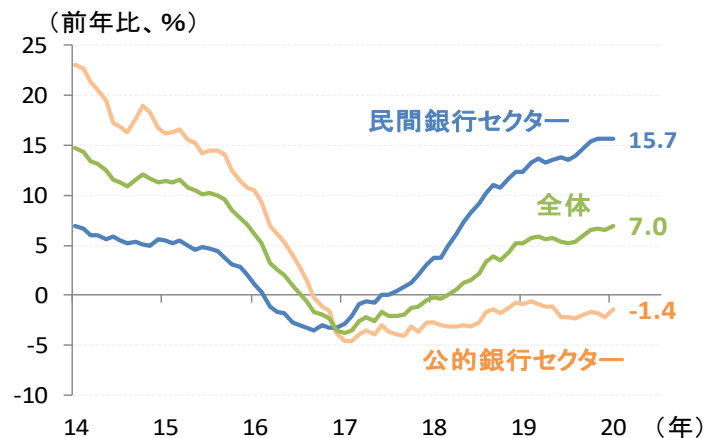
予想PER低下でブラジル株式に割安感が生まれる

世界的なリスクオフムードによる株安・通貨安を受けて、ブラジル資産に割安感も生まれつつあります。

ブラジル株式の12カ月先予想PERは、3月11日には2019年5月以来の低水準の10.50倍まで低下しており（図表7）、2014年初から2020年3月11日までの平均を下回っていることから、現在の株価は割安な水準であると言えます。

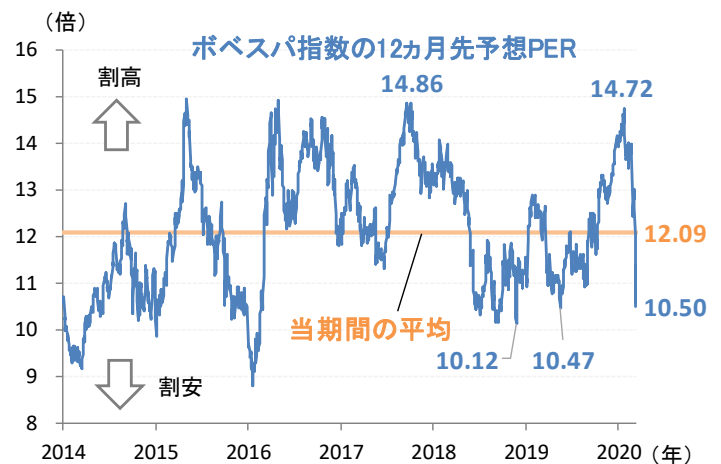
世界的な新型コロナウイルスの感染拡大が終息に向かい、世界の市場環境が安定化する過程では、ブラジル株式が見直される可能性も残されていると考えられます。

図表6：ブラジルの銀行貸出残高の伸び率の推移



(出所) ブラジル中銀
(期間) 2014年1月～2020年1月 (月次)

図表7：ブラジル株のバリュエーションの推移



(出所) ブルームバーグ
(期間) 2014年1月2日～2020年3月11日 (日次)

【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。

<設定・運用>



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/>