

ブラジルへの逆風は強まるも、年金改革は前倒しへ

Insights from UBS Asset Management

ポイント

- ・ブラジルの年金改革法案は、前倒しで上院での成立が見込まれ、財政健全化と格上げへの期待が高まる
- ・外部環境は悪化も、年金改革の進展や景気刺激策により、ブラジル経済は緩やかな回復基調を維持すると予想
- ・足元の通貨レアルの下落は外部の投資環境悪化が主因、国内の政治経済の改善を鑑みると魅力的な水準

年金改革が前倒しで成立へ、国債格付け改善に期待

年金改革は、8月上旬に下院で圧倒的多数で承認され、現在、上院の特別委員会で審議中です。下院での承認プロセスに比べ、上院では大きな摩擦もなく、改革案が承認されることが期待されています。9月上旬の特別委員会での投票を経て、2回の本会議（9月～10月）での投票（承認には上院議員の60%以上の賛成が必要）での成立が予定されています。

最終的な成立は10月10日が予定されていますが、審議によって遅れる可能性もあります。8月28日、上院委員会から、財政改善効果を10年間で9,300億レアルから9,000億レアルに若干後退させるいくつかの変更を加えた案が提出されています。一方、この改革案は修正した変更のみを下院に差し戻すため、再度下院の承認を得る必要はありません。当委員会は、改革の財政全体への改善効果を拡大させるために、一部のセクターでの税軽減、州や地方自治体の年金改革の項目追加など実質的な効果増を検討しています。

これらの重大な変更は、いずれも、法案全体の承認を遅らせないために、別途憲法改正案として下院に提出されるとみられています。上院が提案したすべての変更が承認されれば、改革の財政改善効果は1兆3,500億レアルとなると見えています。しかし、最も可能性の高いシナリオは、下院で承認された内容（約9,000億レアル）を10月に若干の修正を加えて承認し、残り

（主に州と地方自治体）は別の法律の一部として上院で審議される展開を見込んでいます。

今後年金改革法案が成立すれば、大手格付会社がブラジルに対する見通しを前向きに変更することが期待されています。現在、ブラジル国債の格付けは、**Moody's / S&P / Fitch** それぞれの格付けは、**Ba2 / BB- / BB-**で見通しは安定しています。年金改革成立に加え、各種経済対策による景気回復を背景に、ブラジル国債は格上げへの期待が強まり、今年から2020年初めにかけて投資適格水準を回復するとみられています。

米中貿易戦争及びアマゾン森林火災の影響について

米中貿易戦争やアルゼンチンでの政治混乱の影響が懸念されています。中国はブラジルの最大の輸出先（2018年で全体の26.6%）であり、中国経済の減速により、米中貿易戦争の間接的な影響を受けています。

一方、ブラジルの輸出は、大豆などの農産物が米国産品の代替となっており、ブラジルの輸出への影響は明確ではありません。また、政治リスクが高まっているアルゼンチンへの輸出額は、中国、米国に次いで第3位ですが、全体のシェアは近年6.2%まで低下しており、影響は限定的と見えています。足元、アマゾン森林火災の対応を巡り政府批判が高まり、ボルソナロ政権に対する支持率は低下しています。国際的な批判も強まっていますが、政府は年金改革後の課題として、大幅な税制改革（税制の簡素化・統一）、民営化と資産

売却の加速化（石油大手ペトロブラスの民営化）、貿易協定（EU - 南米共同市場メルコスール）、規制緩和（経済的自由法案）、消費サポートと短期的な景気刺激策など経済課題に取り組むことで、国民の支持を取り戻していくと見えています。

ブラジル経済見通し及び金融政策について

ブラジルの経済回復は、今後数カ月のうちに議会が構造改革を実施できるかどうかにかかっています。ブラジルの景気回復は、2018年（1.1%）と2017年（1.0%）に非常に緩やかな伸びを示した後、2019年に入り第1四半期は停滞しました。第1四半期は、大統領と議会の調整が不十分で年金改革の審議が遅れたことを受け、投資が後ずれしたことを背景に成長鈍化を招きました。4-6月期の実質GDPは前期比+0.4%と前期の同-0.1%からプラスに転じ、前年比の伸びは+1.0%と前期の+0.5%から持ち直しています。今後について当社は、勤続期間補償基金（FGTS）などの引き出しが個人消費を支援するほか、年金改革の進展による企業信頼感の改善を見込んでおり、緩やかな成長軌道への回帰を予想しています。

ブラジルの金融政策においては、米連邦準備制度理事会（FRB）による0.25%の利下げや、下院での年金改革法案の審議の進捗などを背景に利下げ余地が生じたことから、ブラジル中央銀行は7月31日の会合で政策金利を0.5%引き下げ、6%とすることを決定しました。追加利下げ観測も高く、歴史的な低金利環境が引き続きブラジル経済を下支えすると見られる一方、他の多くの新興国が金融緩和に乗り出しているため、高金利通貨レアルの相対的な魅力は維持されると見えています。

足元のブラジルレアルの下落について

足元のブラジル為替市場ではレアル相場への下落圧力が高まっています。8月末には一時レアルの対米ドル相場は史上最安値に近づく1米ドル=4.17レアルへ下落し、対円相場も1レアル=25円台まで調整しました。足元でのレアル安圧力の高まりの背景として、次の3つの要因が挙げられます。

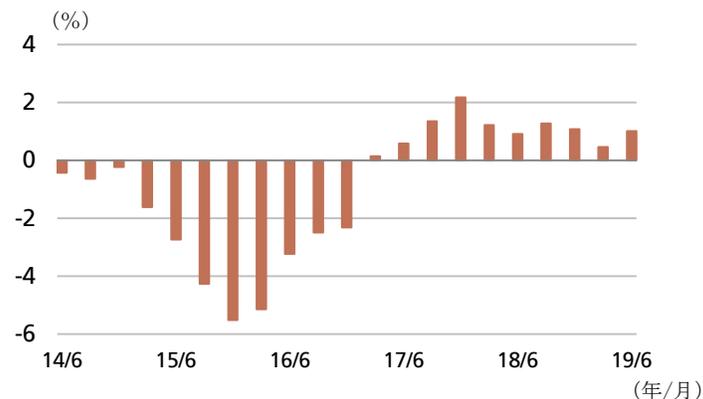
- ① 世界的な景気減速への懸念と投資家のリスク回避姿勢の強まりです。中国やドイツの経済指標悪化や米国での長短金利差逆転が嫌気され、8月には世界の株式市場では株安の連鎖が広がりました。
- ② ブラジルの隣国アルゼンチンの市場混乱の余波です。8月14日にはアルゼンチン・ペソ相場は対米ドルで前日比7.8%の大幅下落となり、隣国として経済政治面への影響が懸念されました。
- ③ 米ドル建て債務を返済し、ブラジル国内での資金調達にシフトするブラジル企業の動きです。ブラジル企業が米ドル建て債務を返済する過程で、為替市場では米ドルの現金需要が増しているとみられています。

急速なレアル下落に対し、ブラジル中銀は8月14日、2009年以来となる外貨準備を活用した米ドル売り介入策を公表し、その後は通貨市場での需給の安定化を目指す動きを強めています。

通貨レアルは外部からの逆風を受け大幅に下落していますが、国内での経済改革が前倒しで進んでいることなどを考慮すると、魅力的な水準にあると見えています。

■ブラジルGDPの推移

（前年同期比、2014年4-6月期～2019年4-6月期）



出所：リフィニティブのデータ等を基に当社作成。
上記のデータは過去のもの及び作成時点の見通しであり、将来の動向を示唆、保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。

商号： UBS 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412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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、信頼できると考えられる情報をもとにUBSアセット・マネジメント株式会社によって作成されておりますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。本資料に記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。