

# Market Bulletin

2015年10月26日

## ブラジル：転換点を探る

### 要旨

- ブラジル経済減速の理由は、コモディティ価格の下落だけでない。今回の景気後退は国内の要因もいくつか関係している
- ブラジル経済が持続的な回復軌道に戻るためには、中央銀行が利下げに転じる時期が明確になる必要がある。市場予想からは、インフレ率の低下に伴い、中央銀行が2016年半ばの時期に利下げを行う可能性が示唆されている。加えて、財政面での不透明感が幾分払拭されることも条件となる
- これらの条件が満たされれば、ブラジルのGDP成長率に関する市場予想は上向きへと転換する可能性がある。投資家は、将来ブラジルが迎えるであろう転換点を引き続き意識する必要がある

### 経済成長の足かせ

コモディティの純輸出国であるブラジルは、コモディティ価格の下落に苦しんでいます。これはブラジルに限らず中南米の多くの国に共通した問題です。GDP成長率は過去3年間着実に減速しており、ブラジル経済は今年、景気後退に陥っています。

しかし、ブラジル経済減速の理由はコモディティ価格の下落だけではありません。今回の景気後退は国内の要因もいくつか関係しています。

例えば個人消費はブラジル経済の主要な牽引役であり、GDPの60%超を占めています。個人消費は従来ブラジルの成長を安定的に支えるための中心的な役割を果たしてきましたが、その強力な追い風となった雇用の伸びや消費者マインドは悪化しています。また、ブラジル政府は緊縮財政に取り組んでいるものの、その実行性を巡っては依然として不透明感が漂っていることから、消費者および企業マインドは下押し圧力に晒されています。加えて、公共料金の引き上げが既に高水準にあるインフレ率を一段と押し上げ、ブラジル中央銀行は14.25%と極めて高い水準への利上げを余儀なくされました。

Gabriela D. Santos  
Global Market Strategist  
Market Insights

Akira Kunikyo  
Global Market Strategist  
Market Insights

Guide to the Markets Japan  
のダウンロードはこちらから  
[www.jpmorganasset.co.jp/guide](http://www.jpmorganasset.co.jp/guide)

## 為替: 明るい材料

2011年にGDP成長率がピークを付けて以来、ブラジル・レアルは下落を続けています。年初来、レアルは主要新興国通貨の中でパフォーマンスが最も低い通貨となり、対円では32%下落しました(図1)。

これまでレアル安は輸入物価の上昇を通じて、中央銀行を利上げに追い込んできました。しかし、足元ではレアル安による輸出競争力の向上と輸入の抑制が見られており、貿易収支も改善に転じています。国際的な物価水準を表す実質実効為替レートで見ると、レアルは今や過去10年平均から20%程度割安な水準となっており、長く続いた調整は最終局面を迎えている可能性があります。

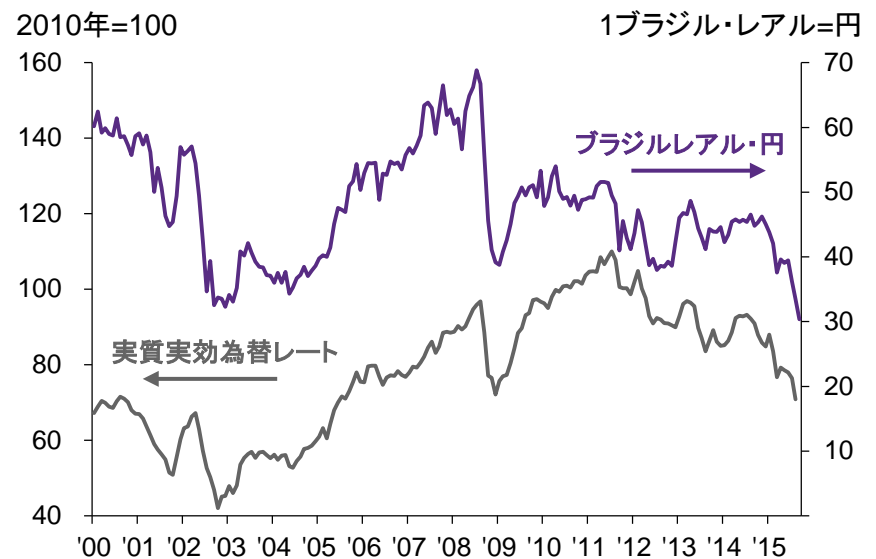
## 政策金利: プラス成長回帰へのカギ

高いインフレ率を背景に、中央銀行は2014年10月以降、政策金利を合計3.25%引き上げました。政策金利は現在14.25%と、景気後退局面にある国としては異例の高水準に位置しています。

ブラジル経済が再びプラス成長に回帰するためには、中央銀行が利下げに転じる時期が明確になる必要があります。筆者は、利下げ時期の予想にあたっては、インフレ期待に注目することが重要と考えています。市場予想によれば、年末のインフレ率は前年比+9.5%と予想される一方、来年は同+5.9%まで低下すると見込まれています。よって市場予想から考えると、インフレ率の低下に伴い、遅くとも2016年半ば頃から利下げを行う可能性があります。

中央銀行の利下げ姿勢が明確になれば、いままでブラジル経済の足かせとなってきた消費者および企業のマインドも改善する可能性があるでしょう。

図1: 為替レートの推移(2000年1月から2015年9月30日まで)



出所: Guide to the Market Japan 4Q P34、国際決済銀行(BIS)、Bloomberg、J.P. Morgan Asset Management

## 財政:リスク要因

ブラジルの財政に関する指標は2013年以降、大幅に悪化しています。今年、格付け機関のS&Pはブラジルの外貨建て債務の格付けを、投資適格未満に引き下げました。他の格付け機関は投資適格級を維持していますが、今後、他の格付け機関による格下げも視野に入れる必要があります。

ブラジルが投資適格級を維持するためには格付機関に対し、財政再建が進む見通しをアピールする必要があります。それには政府が歳出削減に切り込み、財政再建への強固な意志と具体的な方策を明確に示す必要があります。議会の反対も予想される中、財政再建が消費者と企業マインドに安定と改善をもたらすには、長い道のりが必要となるとみられます。

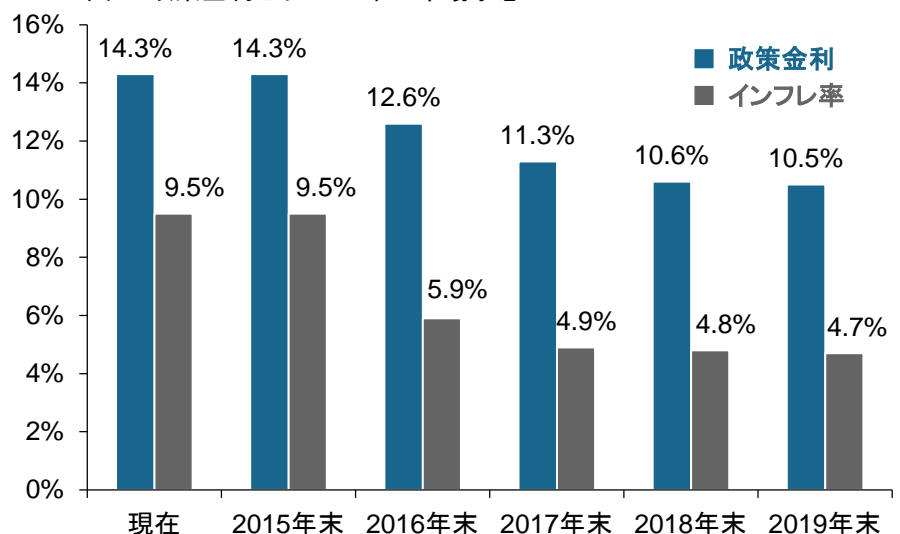
## 投資への示唆

3カ月前の市場予想では、今年のGDP成長率は前年比-1.4%となり、来年は同+0.9%と見込まれていました。しかし9月30日時点で市場予想は下方修正され、2015年が同-2.6%、2016年が同-0.6%とされています。

景気後退に陥っているブラジル経済が再びプラス成長に回帰するためには、①利下げに関してある程度の見通しが立ち、②財政面での不透明感が幾分払拭されることが条件となるでしょう。これらの条件が満たされれば、GDP成長率に関する市場予想は上向きへと転換する可能性があります。

図2にある通り、市場は今後インフレ率の低下と利下げを予想しています。利下げが本格的に視野に入り、将来的なインフレ率の低下が織り込まれれば、為替レートには上昇圧力がかかります。また実際にインフレ率の低下がみられれば、中央銀行が利下げに転じることで、ブラジル債券の金利は低下する可能性があります(債券価格は上昇)。投資家は、将来ブラジルが迎えるであろう転換点を引き続き意識する必要があります。

図2: 政策金利とインフレ率の市場予想



出所: Central Bank of Brazil, J.P. Morgan Asset Management  
データは9月30日時点で最新のものを掲載

本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2015年10月26日時点におけるJPモルガン・アセット・マネジメントの見通しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見通しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場の関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見通しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「J.P.モルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港: 証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、インド: 証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インド・プライベート・リミテッド、シンガポール: 金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール)プライベート・リミテッド、台湾: 金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾)リミテッド、日本: 金融庁の監督下にあるJPモルガン・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330号 加入協会: 日本証券業協会、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)、韓国: 金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(コリア)カンパニー・リミテッド(韓国預金保険公社による保護はありません)、オーストラリア: 証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080) (AFSL376919) (Corporation Act 2001(Cth) 第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断する際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。

© 2015 JPMorgan Chase & Co.