



ブラジル出張報告③：年金改革後の金融市場の展望

- 近年はブラジル株とリアル相場の乖離が拡大傾向。経済改革に対する国内投資家と海外投資家の見方に相違。
- 海外投資家の慎重姿勢を背景に、ブラジル株には割安感残る。インドの改革相場はブラジルの先行事例となるか。
- 年金改革の成立後にはブラジル中銀に利下げの余地。ブラジル国債には利回り面での投資妙味が残されている。
- 国内では金利低下によりリスク資産への資金シフトの兆し。年金改革が成立すれば株式投資が活性化する可能性。
- 海外投資家は下院での年金改革投票の行方を注視。下院本会議を通過すれば、年金改革成立の可能性高まる。
- ブラジルのOECD加盟交渉も海外投資家の注目材料に。OECD加盟はブラジルへの海外資金流入の呼び水となるか。

年金改革後のブラジル金融市場の中期展望

ブラジル出張報告③では、現地市場関係者との議論を踏まえて、ボルソナロ政権の年金改革の先を見据えた中期的なブラジル金融市場の展望をご紹介します。

堅調なブラジル株と軟調なリアル相場の背景

ブラジル金融市場では、2017年後半以降、ブラジル株とリアル相場の乖離が拡大傾向にあります。主要株価指数のボベスパ指数は2019年3月に史上最高値を更新し、足元でも9万ポイント台の高値水準にある一方、リアル相場は足元で1米ドル＝4リアル台までリアル安が進むなど軟調な展開が続いています(図1)。

こうしたブラジル株とリアル相場の乖離の背景には、ボルソナロ政権の経済改革に対する国内投資家(楽観的)と海外投資家(慎重)の見方の違いがあると考えられます。

インドの改革相場はブラジルの先行事例となるか

一般的に、株式のバリュエーションは株価(市場)に対する投資家の期待値を表します。海外投資家がブラジルへの投資に慎重な姿勢を維持していることもあり、ブラジル株には足元の高値圏の株価でもバリュエーションの割安感が残されています(12ヵ月先予想PERは11倍前後、図2)。

一方、同じ新興国の中でもインドでは、2014年の総選挙による政権交代をきっかけに、モディ政権の経済改革への期待が高まり、インド株のバリュエーションは足元では20倍近辺まで切り上がってきました。

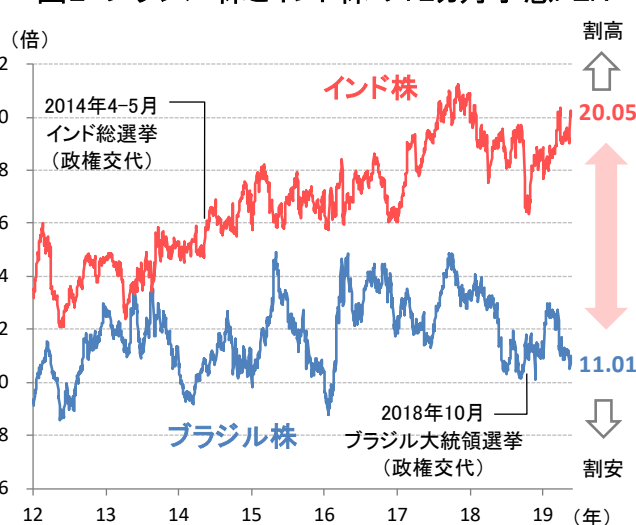
インドの改革相場の先行事例にならない、今後、ブラジル株がバリュエーションの切り上がりを伴った上昇相場に入るかどうかは、年金改革を中心としたボルソナロ政権の経済改革次第と言えそうです。

図1:ブラジル株とリアル相場の推移



(出所)ブルームバーグ (期間)2014年1月2日～2019年5月21日

図2:ブラジル株とインド株の12ヵ月予想PER



(出所)ブルームバーグ (期間)2012年1月2日～2019年5月21日
(注)ブラジル株はボベスパ指数、インド株はセンセックス指数。

●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。



年金改革成立後にはブラジル中銀に利下げ余地

金融政策に関しては、先行きのインフレ見通しが安定する中、ブラジル中銀は年金改革審議と低迷が続く景気動向を注視し、中立的な金融政策姿勢を維持しています。

現地市場関係者の間では、年内に年金改革法案が成立することになれば、財政リスクの後退により、ブラジル中銀が景気支援のための利下げに踏み切る余地が生まれる可能性があるとみられています。レグ・メイソン・グループの現地運用会社では、ブラジルの政策金利は2019年末までに5.75%まで引き下げられると予想しています。

ブラジル国債の利回りには投資妙味が残る

現在、ブラジル国債の利回りは2年国債が7.36%、10年国債が8.98%という水準にあります(図3)。

こうしたブラジル国債の利回りには、先行きの年金改革審議の不透明感がプレミアムとして上乗せされているとみられるほか、市場ではブラジル中銀の利下げシナリオも十分織り込まれていないことから、ブラジル国債には利回り水準の面で投資妙味が残されていると考えられます。

ブラジル国内でリスク資産への資金シフトの兆し

また、ブラジルの資産運用業界では、年金基金や投資ファンドを含む運用資産の大半は国債運用が一般的となっています(図4)。国内投資家にとっては、国債利回りの高さから、株式や社債などリスク資産への投資の必要性が認識されてこなかったことが一因とみられます。

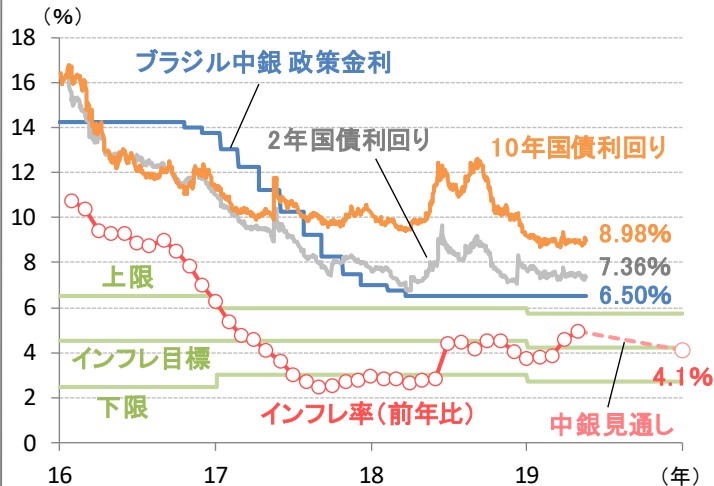
しかし、政策金利や国債利回りが一桁台へ低下する中、近年ではブラジルでも株式などのリスク資産への資金シフトが進む兆しがみられます(2017年以降は株式ファンドやバランス型ファンドへ資金流入が拡大、図5)。

年金改革後に株式投資が活性化する可能性

現地市場関係者の間では、年内にボルソナロ政権の年金改革が成立し、ブラジル中銀が一段の利下げを実施する場合には、一段の金利低下をきっかけにブラジル株式や社債へのリスク・マネーの流入が活性化する可能性を指摘する見方があります。

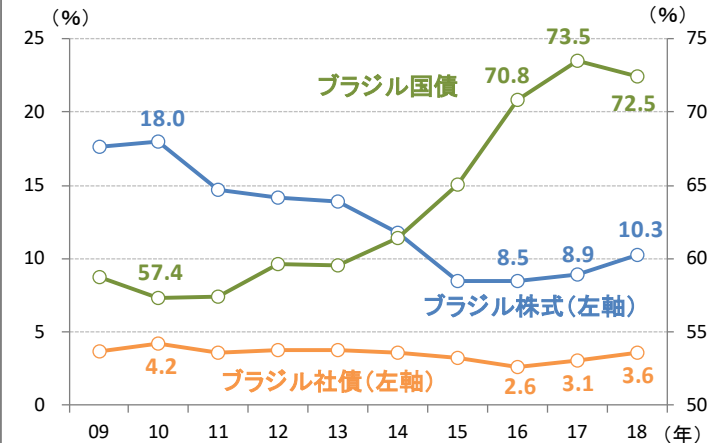
こうしたリスク・マネーの受け皿として期待されるのが、ボルソナロ政権が進める国営企業の民営化です。国営企業の新規公開(IPO)や資産売却を契機に、ブラジル証券市場での投資機会が拡大する可能性があります。

図3:ブラジルの政策金利、インフレ率、国債利回り



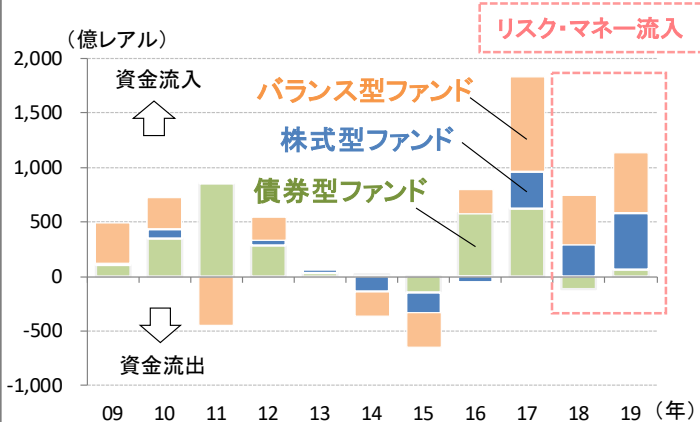
(出所)ブルームバーグ (期間)2016年1月1日~2019年5月20日
(注)インフレ率の期間は2016年1月~2019年4月。

図4:ブラジル資産運用業界の資産アロケーション



(出所)ブラジル金融資本市場協会(ANBIMA)
(期間)2009年~2018年 (注)年金基金や各ファンドを含む。

図5:ブラジル国内の各ファンドへの資金フロー



(出所)ANBIMA (期間)2009年~2019年
(注)2019年は1-3月の年率値。

●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。

