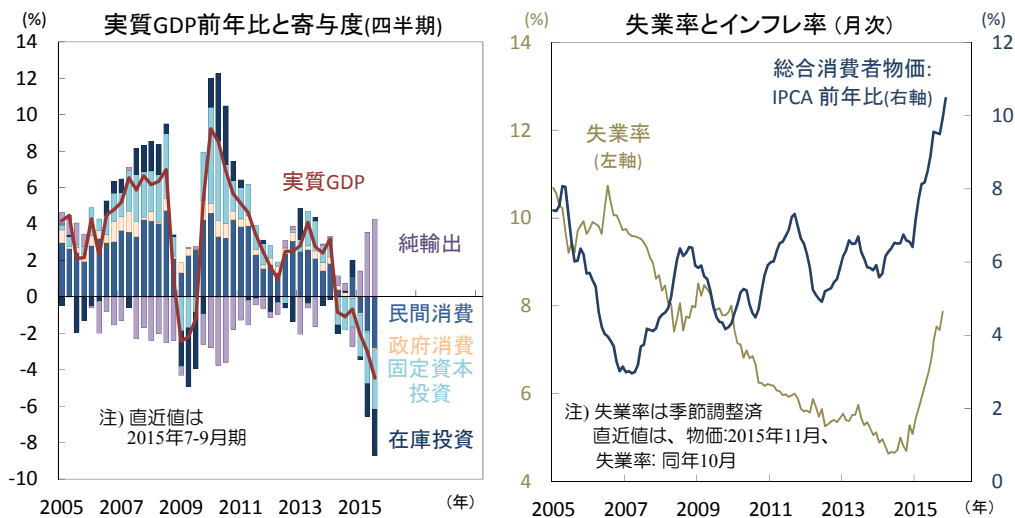


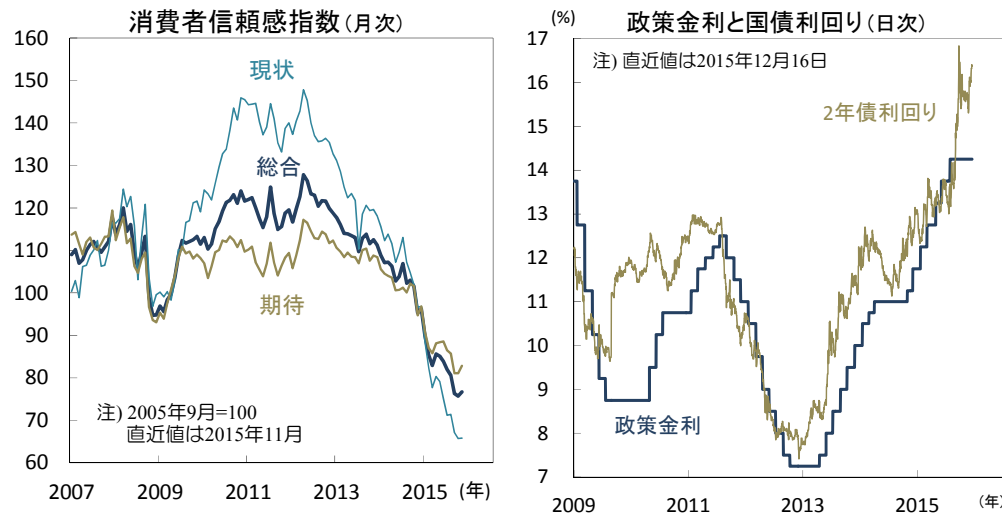
# フィッチがブラジルの長期格付を投機的等級(BB+)に格下げ、見通しはネガティブ

【図1】 深刻な景気後退(左)、上昇するインフレ率と失業率(右)



出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、Bloomberg

【図2】 悪化する消費者信頼感(左)、上昇する短期金利(右)



出所) ジェトゥリオ・ヴァルガス財団(FGV)、ブラジル中央銀行(BCB)、CEIC、Bloomberg

12月16日、格付大手フィッチはブラジルの長期格付(外貨/本国通貨)をBBB-からBB+に引下げ、見通しをネガティブに維持。外貨建格付の投機的等級への格下げは、9月9日のS&Pに次ぎます。ムーディーズもBaa3格付の格下げ方向の見直しを12月9日に開始、大手3社が揃って同国を投機的な等級とするのは時間の問題とみられます。

フィッチは格下げ理由として、(1)当初予想を上回る深刻な景気後退、(2)持続的に悪化する財政、(3)政治的不透明性の高まりに伴い政府債務を安定化させるための財政措置を効果的に導入する政府の能力が低下していること等を列挙しました。経済は不振を極めます。今月1日公表の7-9月期の実質GDPは前年比▲4.5%と前期の▲3.0%より悪化。マイナスの伸びは6期連続です(図1左)。民間消費は同▲4.5%と前期の▲3.0%より落込み幅が拡大。雇用環境が悪化を続ける中で(図1右)、消費者信頼感は著しく悪化(図2左)、インフレ高進に伴う購買力の低下も加わり家計消費は今後も低迷を続けるでしょう。企業の景況感も大きく悪化しており民間投資も低迷を続ける見込みです。

12月11日にブラジル中央銀行(BCB)が集計した市場予測の中央値は2015年の成長率が▲3.62%、2016年は▲2.67%に低下。市場は深刻な景気低迷の長期化を見込んでいます。11月の総合消費者物価(IPCA)は前年比+10.5%と前月の+9.9%より上昇(図1右)。公共料金や燃料価格の引上げとレアル安による輸入物価上昇が主因です。期待インフレ率も上昇する中、深刻な景気後退の中でも引き続き物価の高止まりが予想されます。BCBは11月25日に政策金利を14.25%で据え置くも(図2右)、政策委員の内2名は0.5%の利上げを主張。今後も物価の高止まりが続けば追加利上げの可能性が高まるでしょう。

深刻な景気低迷に伴って税収も低迷。変動金利と物価連動国債の比重の高い同国では、金利と物価の上昇は政府の利払い負担を膨らませます。財政赤字の拡大と深刻な景気低迷で政府債務のGDP比は上昇が見込まれ、2016年に70%と2013年の53.3%を大きく上回るとフィッチは予想(図3左)。同水準はフィッチのBBB格付国の中央値の43.0%とBB格付国の44.4%を大きく超過、財政状況の悪化が格下げの主因となった模様です。

## ● 深刻化する政治混乱と遅延する財政再建への取組み

石油会社による不正資金流用疑惑などに伴う政治混乱も深刻化しています。12月2日、下院議長はルセフ大統領の弾劾手続きの開始を決定。政府財政会計の不正操作が理由でした。翌3日、レアルは対米ドル(以下「ドル」)で2.1%上昇。市場参加者の一部は、大統領の弾劾や辞任による政治混乱の収拾も期待した模様です。しかし、弾劾には上下院の3分の2以上の賛成が必要であり、現段階で弾劾成立の可能性は高くないとみられます。大統領は徹底抗戦する構えであり、弾劾審議が長引く間に財政再建に向けた審議が停止し、財政状況が更に悪化するリスクは無視できません。

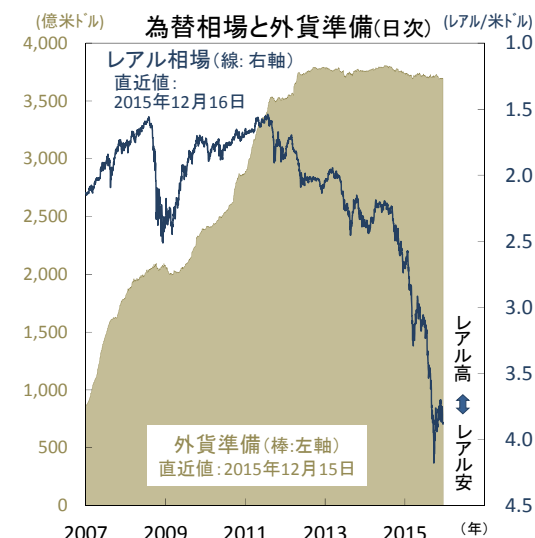
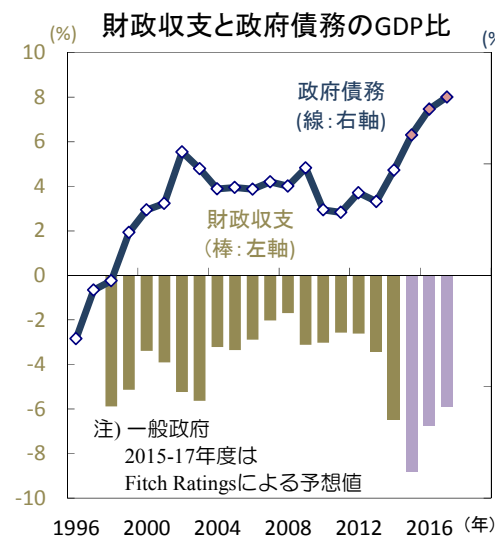
現地では昨年10月に再選されたルセフ大統領に財政再建を任されたレビ財務相が辞任するとの憶測も絶えません。メイレス元BCB総裁など市場の信任の厚い人物が後任候補との観測が浮上し、レアル相場が上昇する局面も見られました。しかし、景気が低迷し雇用状況が悪化し物価が上昇する中で、有権者の政府への支持率は大きく低下。また、石油会社を巡る汚職疑惑の追及が進み政治状況も流動化しています。仮に優秀な後任者が財務相に就任したとしても、景気後退下の財政再建という困難な課題を遂行できる可能性は低く、財政再建への見通しは極めて厳しいと考えられます。

## ● 9月末以降、徐々に安定度を増すレアル相場

レアルは年初より9月末にかけて対ドルで▲32.7%と、主要新興国で最大の下落率を記録(図3右)。しかし、その後12月16日にかけて同+1.7%上昇するなど、主要新興国最弱通貨の座を返上しつつあるようです。(1)経済と財政状況と信用力の急速な悪化を金融市場がすでに織込みつつあること、(2)対ドル相場急落に伴ってレアルの実質実効相場(REER)が長期平均を14%下回るなど割高感が解消されたこと(図4左)、(3)内需の急減速で輸入が減少しレアル安にも助けられ輸出の落込み幅が縮小するに伴って経常赤字が縮小していること(図4右)などがレアルを下支えしていると考えられます。

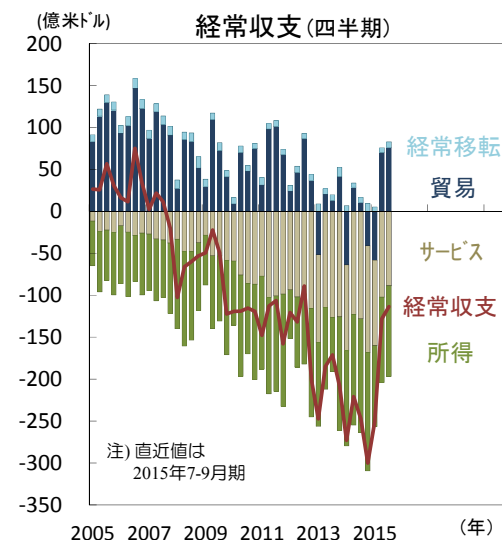
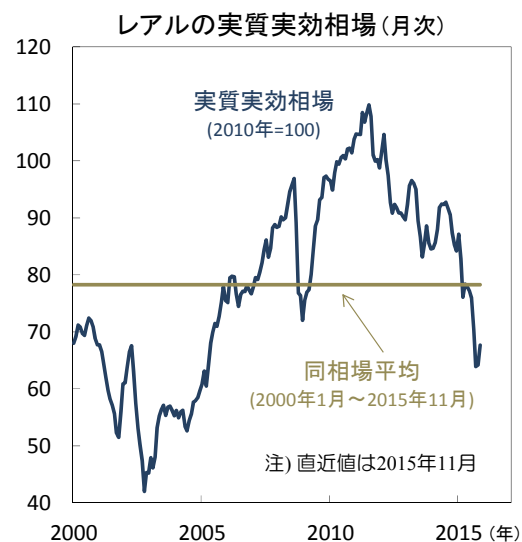
しかし、来年1-2月にかけて大統領弾劾に向けた手続きが進むにつれて、政治的な不透明感が高まり、レアルには再び下押し圧力が加わるでしょう。近い将来のムーディーズによる格下げも一時的に市場の変動性を高める可能性があり、中国経済の成長率鈍化に伴う一次産品価格の低迷も引き続き重石となる見込みです。もっとも、上記のとおり、レアルのリスク感応度は9月末以降低下しているとみられます。今後の相場下落速度は従来より緩やかなものとなり、高水準の金利も相まってレアル建て資産投資の総合収益率は緩やかに改善する可能性が高いと考えられます。(入村)

【図3】 拡大する財政赤字と上昇する政府債務の水準(左)



出所) Fitch Ratings、ブラジル中央銀行(BCB)、Bloomberg

【図4】 解消された通貨の割高感(左)、緩やかに縮小する経常赤字(右)



出所) 国際決済銀行(BIS)、ブラジル中央銀行(BCB)、CEIC

## 留意事項

### ◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。したがって、投資者のみなさまの投資元金が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた損失はすべて投資者のみなさまに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

### ◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

・購入時（換金時）手数料 ... **上限3.24%（税込）**

※一部のファンドについては、購入時（換金時）手数料額（**上限37,800円（税込）**）を定めているものがあります。

■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

・運用管理費用（信託報酬） ... **上限年3.348%（税込）**

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

### 《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

## 各資産のリスク

### ◎株式の投資に係る価格変動リスク

株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

### ◎公社債の投資に係る価格変動リスク

公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

### ◎信用リスク

信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

### ◎流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

### ◎為替変動リスク

海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨建資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元金を割り込むことがあります。

新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

### ◎カントリーリスク

新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込む可能性が高まる場合があります。

## 当資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 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。
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況であり、また、見通ししないし分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また税金・手数料等は考慮しておりません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の三菱UFJ国際投信経済調査部の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご留意ください。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404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