

## ブラジル・ボンド・オープン（年1回決算型）

### 利下げ開始が目前に迫る中、 ブラジル債券投資の短期と長期の見方を整理

2023年7月24日

#### お伝えしたいポイント

- 利下げ開始後も債券価格は上昇、為替はおおむね横ばい推移に移行か
- 税制改革と新たな財政枠組みは金融市場の追い風に
- ブラジル国債は長期的に見ても優れた投資対象

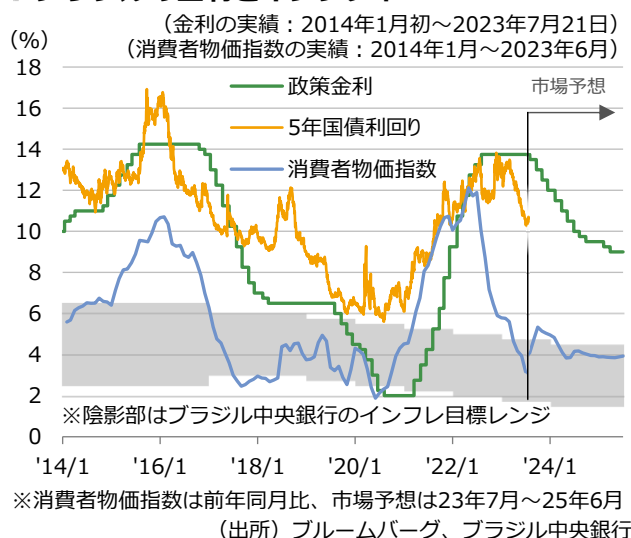
#### 利下げ開始後も債券価格は上昇、為替はおおむね横ばい推移に移行か

ブラジルのインフレ率（消費者物価指数・前年同月比）は6月に3.16%まで減速し、今年のインフレ目標の中心値（3.25%）を下回りました。昨年後半の減税による物価押し下げ効果の反動で、今年後半はインフレ率が再加速するものの、目標レンジからは大きく逸脱せずに推移する見通しです。こうした中、ブラジル中銀は次回8月2日の金融政策決定会合で利下げに踏み切ることが確実視されています。

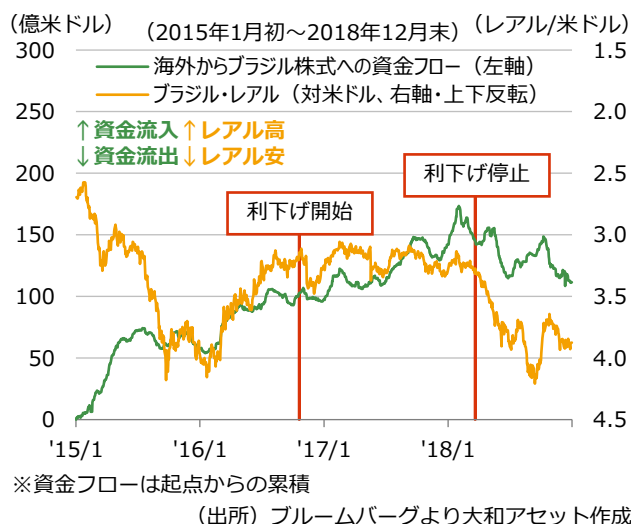
高金利政策を継続した後、利下げを実施した2015年後半から2018年にかけては、国債利回りが利下げ開始に向けて低下（価格が上昇）し、利下げ開始後も緩やかな低下が続きました。今回も同様の展開が想定され、現地通貨建てのブラジル国債は引き続き高い金利収入と価格上昇の両方を期待できる局面にあると考えられます。

またその間、通貨レアルは利下げ開始まで対米ドルで増価し、利下げ期間中は横ばいで推移しました。利下げによりレアルの金利面での魅力は低下しますが、景気浮揚を期待した海外からの株式投資などがレアル買い要因になったと考えられます。なお、利下げ局面では、レアル安が進行する（インフレ懸念が強まる）と利下げペースが鈍化し、レアル高が進行する（インフレ懸念が弱まる）と利下げペースが加速するため、レアルはレンジ相場になりやすいと言えます。このように利下げ開始が必ずしもレアル安につながる訳ではありません。

#### ブラジルの金利とインフレ率



#### 前回のブラジル利下げ局面における為替の動向



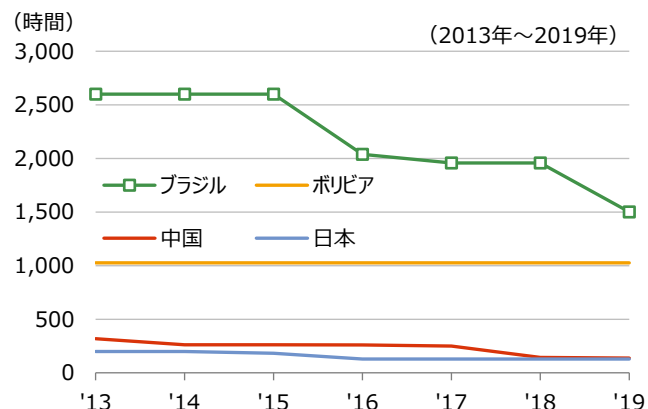
## 税制改革と新たな財政枠組みは金融市場の追い風に

ブラジル連邦議会下院は7月6日から7日にかけて、税制の簡素化を柱とした税制改革法案を可決しました。具体的には、ICMS（商品流通サービス税）とISS（サービス税）をIBS（商品サービス税）に、IPI（工業製品税）とPIS（社会統合基金）とCOFINS（社会保険融資負担金）をCBS（商品サービス負担金）にそれぞれ統合します。2026年から新たな税制での徴収が始まり、2033年には完全に移行する計画です。まだ上院で修正が加えられる可能性は残りますが、「ブラジル・コスト」と言われる複雑な税制による企業の負担が改善に向かうことは、ブラジルへの直接投資や証券投資を呼び込みやすくなると期待されます。

連邦議会は新たな財政枠組み案も審議してきましたが、こちらは下院での最終採決を残すだけです。従来の財政枠組み（歳出上限法）では、歳出の伸びを前年のインフレ率以下に抑えるよう定められていたため、実質ベースでは歳出を増やすことができませんでした。つまり、財政規律を重視するあまり経済成長を犠牲にしてきたと言えます。新たな財政枠組み案では、歳出の伸びを実質ベースで前年比0.6～2.5%とするよう定められています。ただし、前年の歳入の伸びに対して70%以下とすること、基礎的財政収支の目標を達成できなかった場合には同50%とすること、とされています。つまり、経済成長と財政規律のバランスを考慮した枠組みと言えます。

今年1月に左派のルラ大統領が就任し、拡張的な財政政策への懸念が強まる場面もありましたが、中道派が大勢を占める議会がストッパー役となり、過度な懸念は後退しています。そうした中、6月14日に格付け会社のS&Pグローバル・レーティングはブラジル国債の格付け見通しを「安定的」から「ポジティブ」に引き上げました。今後、実際に格付けが引き上げられれば、非居住者によるブラジル国債への投資が活発化することも期待されるため、格付けの動向にも要注目です。

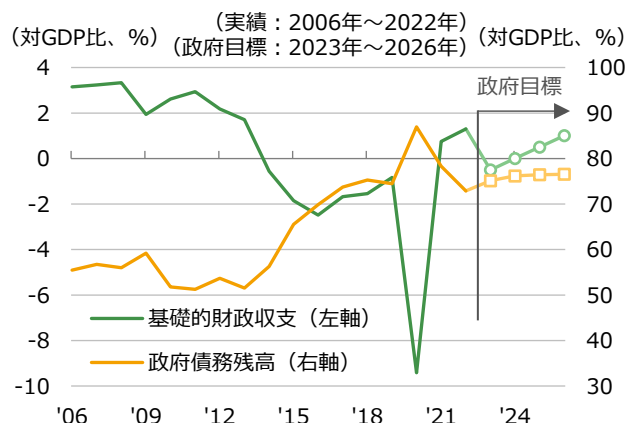
### 企業が税関連業務に費やす時間



※2019年時点で236カ国・地域のうちブラジルが最も多く、2番目がポーリア

(出所) 世界銀行

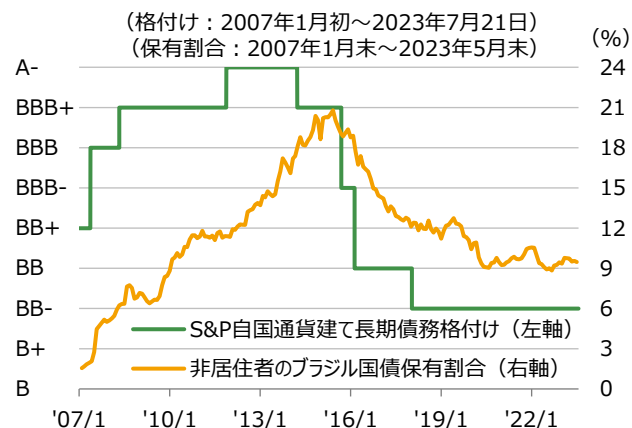
### ブラジルの財政状況



※基礎的財政収支の目標は2023年から順に-0.5%、0.0%、0.5%、1.0%のそれぞれ±0.25%

(出所) CEIC、ブラジル財務省

### ブラジルの国債格付けと非居住者の国債保有



(出所) ブルームバーグ

## ブラジル国債は長期的に見ても優れた投資対象

1999年末に57円だったブラジル・レアル円は、直近で30円になっているため、その間、レアルを単純に持っていたとすると円を持っていた場合に比べ、価値はおよそ半分に目減りしたことになります。しかし、円の金利に比べてレアルの金利は大幅に高いため、金利収入も考慮すると、実際はレアルを持っていた方が円を持っていた場合よりも6.6倍価値が増えた計算になります。

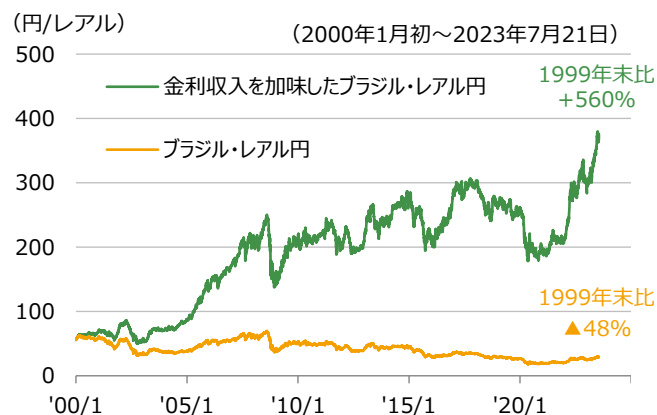
ブラジルのインフレ率は長年にわたって日本より高く推移してきました。そのため、購買力平価の観点から長期的にレアル円は円高レアル安になりやすかったと言えます。

一方、ブラジルの政策金利は日本よりも著しく高く、その金利差はインフレ率の差よりも大きかったため、円高レアル安によるレアルの目減りを勘案したとしても、レアルの金利収入の方が円の金利収入よりも多かったということです。

来年からブラジルのインフレ目標は3%に引き下げられ、日本のインフレ目標である2%との差はわずか1%になります。そのため、購買力平価の観点では、以前に比べてレアル円は下落しづらくなると言えるでしょう。一方、ブラジルの中立金利（景気に対して緩和的でも引き締め的でもない中立的な金利）は、かつてに比べて低下したとは言えまだ8%程度あると推計されています。つまり、今後もブラジルと日本の金利差はインフレ率の差を平均的に上回って推移する可能性が高いとみられます。そのため長期的には、円を上回るレアルの金利収入は、レアル円の下落によるレアルの目減りを補って余りあると考えられます。

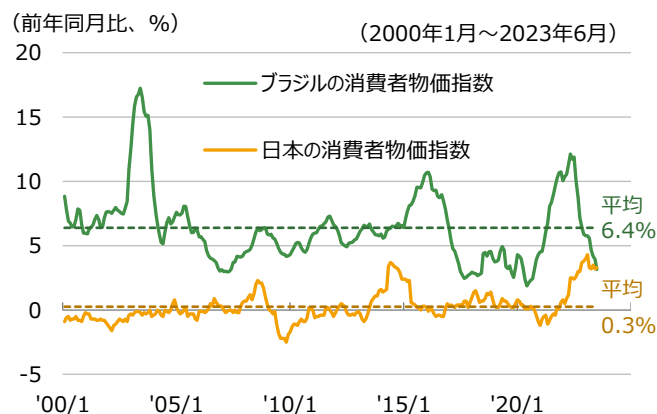
以上のことから、ブラジル国債は長期的に見ても優れた投資対象とすることができそうです。

### ブラジル・レアル円



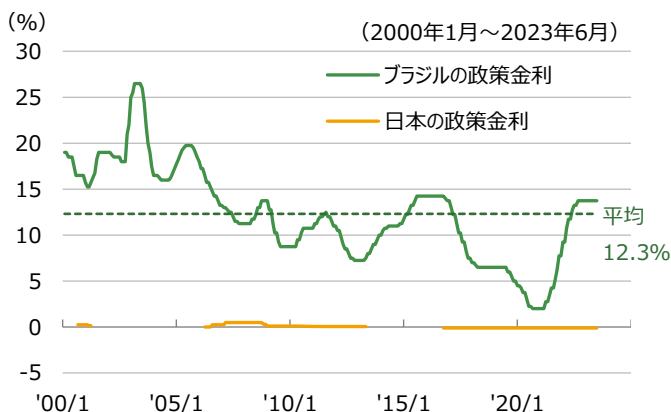
※金利収入を加味したブラジル・レアル円は1999年末のブラジル・レアル円を基準に算出 (出所) ブルームバーグ

### ブラジルと日本の消費者物価指数



(出所) ブルームバーグ

### ブラジルと日本の政策金利



※日本の政策金利がない期間是非表示

(出所) ブルームバーグ

## 今後の運用方針

ブラジルの国債の金利水準は先進国と比べて相対的に高く、債券の金利収入の安定的な積み上げにより、為替及び債券の下落による影響を一定程度緩和することが期待されます。当ファンドはブラジル・レアル建て債券に投資し、金利予測に基づく債券年限構成と、物価予測に基づく物価連動債の組入比率の変更を通じて投資パフォーマンスの向上を図っていきます。政策金利は現行の13.75%で据え置かれた後、インフレ率は低下傾向となっており、来月8月から利下げサイクルに入ると想定しています。今後は利下げに伴い、短期から中期にかけての金利低下幅が相対的に大きくなると見込んでいることから、中期年限のウエイトを高めた運用を行っており、当面はこの運用を継続する方針です。また、インフレ率の低下を今後想定しており、物価連動債の組み入れは見送る方針です。ただし、政治、経済および市場環境の不透明感が強い状況が続きやすく、状況に応じて適宜、運用方針を見直していきます。

## ポートフォリオの状況（2023年7月20日時点）

《主要な資産の状況》

※比率は、純資産総額に対するものです。

資産別構成		
資産	銘柄数	比率
外国債券	5	95.6%
コール・ローン、その他※		4.4%
合計	5	100.0%

※外貨キャッシュ、経過利息等を含みます。

債券 種別構成		合計95.6%
種別	比率	
国債	95.6%	
固定利付債	67.4%	
割引債	28.3%	

債券 ポートフォリオ特性値	
直接利回り(%)	10.3
最終利回り(%)	10.5
修正デュレーション	3.1
残存年数	4.2

債券 格付別構成		合計100.0%
格付別	比率	
AAA	---	
AA	---	
A	---	
BBB	100.0%	
BB	---	
B以下	---	

※債券 格付別構成の比率は、債券ポートフォリオに対するものです。

通貨別構成		合計100.0%
通貨	比率	
ブラジル・レアル	97.4%	
日本円	2.6%	

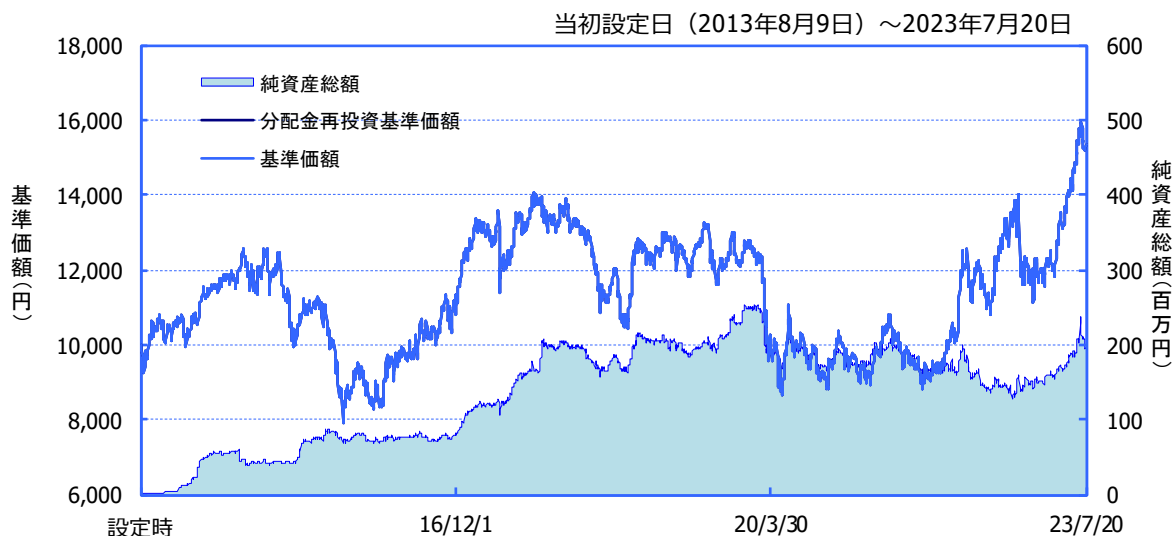
※債券 ポートフォリオ特性値は、ファンドの組入債券等の各特性値（直接利回り、最終利回り等）を、その組入比率で加重平均したものです。

※格付別構成については、R&I、JCR、Moody's、S&P、Fitchの格付けのうち最も高いものを採用し、算出しています。

組入上位10銘柄					合計95.6%
銘柄名	種類	種別	利率(%)	償還日	比率
Brazil Notas do Tesouro Nacional Serie F	ブラジル国債	固定利付債	10	2029/01/01	39.5%
BRAZIL LETRAS DO TESOIRO NACIONAL	ブラジル国債	割引債	---	2026/01/01	25.1%
Brazil Notas do Tesouro Nacional Serie F	ブラジル国債	固定利付債	10	2027/01/01	23.8%
BRAZIL NOTAS DO TESOIRO NACIONAL SERIE F	ブラジル国債	固定利付債	10	2033/01/01	4.0%
Brazil Letras do Tesouro Nacional	ブラジル国債	割引債	---	2024/01/01	3.1%

## 基準価額・純資産の推移 (2023年7月20日時点)

基準価額	15,374 円
純資産総額	195百万円



※「分配金再投資基準価額」は、分配金(税引前)を分配時にファンドへ再投資したものとみなして計算しています。  
 ※基準価額の計算において、運用管理費用(信託報酬)は控除しています(後述のファンドの費用をご覧ください)。  
 ※上記は過去の実績を示したものであり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。

## 基準価額の変動要因分解 (2023年3月末~7月20日)

基準価額(円)		変動額(円)	債券要因	為替要因	分配金要因	運用管理費用 要因等
2023年7月20日	2023年3月31日					
15,374	12,736	2,638	1,231	1,477	0	-70

※変動要因分解は、基準価額の変動要因の傾向を把握するために大和アセットマネジメントが日々のデータを基に簡便法により算出した概算値であり、実際の基準価額の変動を正確に説明するものではありません。なお、金融取引税は債券要因に含まれます。運用管理費用要因等には、運用管理費用のほか、コスト等その他の要因が含まれることがあります。

※分配金は、収益分配方針に基づいて委託会社が決定します。あらかじめ一定の額の分配をお約束するものではありません。分配金が支払われない場合もあります。



## ■ ファンドの目的・特色

### ファンドの目的

- ブラジル・リアル建債券に投資し、信託財産の着実な成長と安定した収益の確保をめざします。

### ファンドの特色

1. ブラジル・リアル建債券に投資します。
    - 金利や物価の動向、経済情勢や市場環境等を勘案し、ポートフォリオを構築します。
    - 固定利付債および割引債の組入比率の合計を、信託財産の純資産総額の50%程度以上とします。
    - 投資する債券は、政府、政府関係機関、国際機関等が発行するものとします。
    - ブラジル・リアル建債券の運用については、イタウ・ウニバンコ銀行の運用部門であるイタウ・アセットマネジメントの助言を受けます。
  2. 毎年4月25日（休業日の場合翌営業日）に決算を行ない、収益分配方針に基づいて収益の分配を行ないます。
  3. 当ファンドは、ファミリーファンド方式で運用を行ないます。
    - マザーファンドは、「ブラジル・ボンド・マザーファンド」です。
- ※くわしくは「投資信託説明書（交付目論見書）」の「ファンドの目的・特色」をご覧ください。

## ■ 投資リスク

- 当ファンドは、値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、投資元本が保証されているものではなく、これを割込むことがあります。信託財産に生じた利益および損失は、すべて投資者に帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。基準価額の変動要因は、以下のとおりです。

「公社債の価格変動（価格変動リスク・信用リスク）」、「為替変動リスク」、「カントリー・リスク」、「その他（解約申込みに伴うリスク等、税制に伴うリスク等）」

※新興国には先進国とは異なる新興国市場のリスクなどがあります。

※基準価額の変動要因は、上記に限定されるものではありません。

※くわしくは「投資信託説明書（交付目論見書）」の「投資リスク」をご覧ください。

## Ⅰ ファンドの費用

投資者が直接的に負担する費用		
	料率等	費用の内容
購入時手数料	販売会社が別に定める率 〈上限〉 <b>3.3% (税抜 3.0%)</b>	購入時の商品説明または商品情報の提供、投資情報の提供、取引執行等の対価です。
信託財産留保額	ありません。	—
投資者が信託財産で間接的に負担する費用		
	料率等	費用の内容
運用管理費用 (信託報酬)	<b>年率 1.474% (税抜 1.34%)</b>	運用管理費用の総額は、日々の信託財産の純資産総額に対して左記の率を乗じて得た額とします。
その他の費用・ 手数料	(注)	監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、先物取引・オプション取引等に要する費用、資産を外国で保管する場合の費用等を信託財産でご負担いただきます。 ※ブラジル国内債券投資に伴い、ブラジル・レアルを取得する為替取引に対しては金融取引税が課されます。なお、2023年4月末日現在、税率は0%です。ブラジルにおける当該関係法令等が改正された場合には、前記の取扱いが変更されることがあります。

(注)「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ため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

※購入時手数料について、くわしくは販売会社にお問合わせください。

※運用管理費用の信託財産からの支払いは、毎計算期間の最初の6か月終了日(休業日の場合翌営業日)および毎計算期末または信託終了時に行なわれます。

※手数料等の合計額については、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。

※くわしくは「投資信託説明書(交付目論見書)」の「手続・手数料等」をご覧ください。

設定・運用:

**大和アセットマネジメント**

Daiwa Asset Management

商号等

大和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352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

## 当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は、ファンドの状況や関連する情報等をお知らせするために大和アセットマネジメント株式会社が作成したものです。
- 当ファンドのお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「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のうえ、ご自身でご判断ください。
- 投資信託は値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は大きく変動します。したがって、投資元本が保証されているものではありません。信託財産に生じた利益および損失はすべて投資者に帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。
- 投資信託は預金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。証券会社以外でご購入いただいた投資信託は投資者保護基金の対象ではありません。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆さまの実質的な投資成果を示すものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。記載する投資判断は現時点のものであり、将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 当資料中で個別企業名が記載されている場合、あくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 分配金は収益分配方針に基づいて委託会社が決定します。あらかじめ一定の額の分配をお約束するものではありません。分配金が支払われない場合もあります。



ブラジル・ボンド・オープン（年1回決算型）

販売会社名（業態別、50音順） （金融商品取引業者名）		登録番号	加入協会			
			日本証券業協会	一般社団法人 金融先物 取引業協会	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
株式会社足利銀行	登録金融機関	関東財務局長(登金)第43号	○	○		
株式会社イオン銀行	登録金融機関	関東財務局長(登金)第633号	○			
株式会社SBI新生銀行 (委託金融商品取引業者 株式会社SBI証券)	登録金融機関	関東財務局長(登金)第10号	○	○		
株式会社SBI新生銀行 (委託金融商品取引業者 マネックス証券株式会社)	登録金融機関	関東財務局長(登金)第10号	○	○		
株式会社沖縄銀行	登録金融機関	沖縄総合事務局長(登金)第1号	○			
株式会社きらぼし銀行	登録金融機関	関東財務局長(登金)第53号	○	○		
株式会社きらぼし銀行 (委託金融商品取引業者 きらぼしライフデザイン証券株式会社)	登録金融機関	関東財務局長(登金)第53号	○	○		
株式会社きらやか銀行	登録金融機関	東北財務局長(登金)第15号	○			
株式会社佐賀共栄銀行	登録金融機関	福岡財務支局長(登金)第10号	○			
株式会社清水銀行	登録金融機関	東海財務局長(登金)第6号	○			
auカブコム証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第61号	○	○	○	○
株式会社SBI証券	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第44号	○	○		○
岡三証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第53号	○	○	○	○
きらぼしライフデザイン証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第3198号	○			
内藤証券株式会社	金融商品取引業者	近畿財務局長(金商)第24号	○			○
松井証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第164号	○	○		
松阪証券株式会社	金融商品取引業者	東海財務局長(金商)第19号	○			
マネックス証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第165号	○	○	○	○
楽天証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第195号	○	○	○	○

上記の販売会社は今後変更となる場合があります。また、販売会社によって、新規のご購入の取扱いを行っていない場合や、お申込み方法・条件等が異なります。くわしくは、販売会社にお問合わせ下さい。