債券投資戦略

2025年4月3日

JTG証券 ストラテジー・レポート

米ドル建てブラジル国債投資の効用

経済調査室　上田　祐介
チーフ・インベストメント・ストラテジスト

1. 本レポートの目的　p.2
- 本レポートでは、ブラジル連邦共和国（以下、ブラジル）の概要および経済状況を概観しつつ、米ドル建てブラジル国債の信用力評価について弊社の考え方を示す。

2. ブラジルの概要　p.2
- ブラジルは南米最大の経済大国。名目 GDP は世界経済の約 2%を占める。国土面積は世界第 5 位、人口は世界第 7 位。
- ブラジルは「世界のすべての国との良好な関係を再開しつつ、積極的で誇り高い外交政策」という「全方位外交」を推進している。
- 産業の高度化（サービス化）が進んだ準先進国で米州第 2～3 番目の経済大国。
- GDP における輸出の割合はさほど多くないが、内容は一次産品と工業製品が半々。

3. ブラジルの経済状況　p.6
- 2024 年の実質 GDP 成長率は 3.4%と、2023 年の 3.2%から加速した。第 4 四半期の成長率は前期比 0.2%と鈍化。
- 2025 年 3 月のインフレ率は 5.06%、政策金利は 13.25%へ 4 回連続の利上げ。
- 就業比率は高まっており、国内の雇用環境は悪くない状況。ただし実質所得は減少傾向。
- 政務債務の増大はリスク資産の市場価値には影響するが、ブラジル政府の返済能力への懸念が生ずるほどではない。
- 2024 年 Q2 より純債務国になったが、潤沢な外貨準備により対外債務の返済が難しくなる状況は当面考えにくい。

4. ブラジルレアル(ローカル通貨)の状況　p.9
- 米国とブラジルとの金利差は拡大するもインフレ等への懸念により、為替はドル高レアル安の傾向。トランプ関税起因の世界的な景気鈍化傾向はレアル安傾向を支持しやすい

5. ブラジルのソブリン・クレジット評価　p.11
- ブラジルの発行体格付けはおおむね BB 格。本質的な信用リスクは抑制されやすく、事業会社の投資適格（事業会社の BBB 格）に準じた投資対象として検討し得る。
- 米ドル建てブラジル国債は、固有のリスク要因が信用スプレッドだけに集約され、投資評価を行いやすい商品。
- さらに税制面のメリットもあり、債券投資家にとって相対的に良好なリスク当たりリターンをもたらす可能性がある。

Appendix みなし外国税額控除　p.13

審査承認済　2025-R006

JTG証券
Jトラスト グローバル証券

JTG 証券　ストラテジー・レポート

米ドル建てブラジル国債投資の効用

JTG 証券　チーフ・インベストメント・ストラテジスト　上田　祐介

1. 本レポートの目的

本レポートでは、ブラジル連邦共和国（以下、ブラジル）の概要および経済状況を概観しつつ、米ドル建てブラジル国債の信用力評価について弊社の考え方を示す。

2. ブラジルの概要

[ポイント]

- ブラジルは南米最大の経済大国。名目 GDP は世界経済の約 2%を占める。国土面積は世界第 5 位、人口は世界第 7 位。
- ブラジルは「世界のすべての国との良好な関係を再開しつつ、積極的で誇り高い外交政策」という「全方位外交」を推進している。
- ブラジルは米州第 2～3 番目の経済大国で、産業の高度化（サービス化）が進んだ準先進国。
- GDP における輸出の割合はさほど多くないが、内容は一次産品と工業製品が半々。

① 概要

ブラジルは南米最大の経済大国であり、2024 年の名目 GDP は約 2.1 兆ドルで、世界経済の約 2%を占める。同年の実質 GDP 成長率は 2.9%で、前年の 3%からわずかに減速した。国土面積は約 851 万平方キロメートルで、世界第 5 位の広さを持つ。人口は 2022 年の国勢調査では 2 億 306 万人と推定され、世界第 7 位である。産業構造は多様で、農業、鉱業、製造業、サービス業が主要な柱となっている。特に、鉄鉱石、錫、ボーキサイト、マンガン、金、クォーツ、ダイヤモンドなどの鉱物資源の主要生産国であり、鉄鋼、自動車、電子機器、消費財などの輸出も盛んである。製造業は GDP の約 20%を占め、労働力の 10%以上を雇用している。サービス業も強力で、経済の大部分を支えている。

ブラジルは南米最大の経済大国。名目 GDP は世界経済の約 2%を占める

国土面積は世界第 5 位

人口は世界第 7 位

図表 1　ブラジル連邦共和国の概要

面積	851万418平方キロメートル（日本の約22.5倍）		
人口	2億306万人（2022年国勢調査）出所：ブラジル地理統計院（IBGE）		
首都	ブラジリア	**政体**	連邦共和制
言語	ポルトガル語	**宗教**	主にカトリック
元首	ルイス・イナシオ・ルラ・ダ・シルバ大統領 Luiz Inácio LULA DA SILVA（2023年1月1日就任）		
1人当たりGDP	約10,820米ドル （2025年）出所：IMF（国際通貨基金）		
通貨	レアル		

出所：JETRO、外務省サイトなどより、JTG 証券で作成

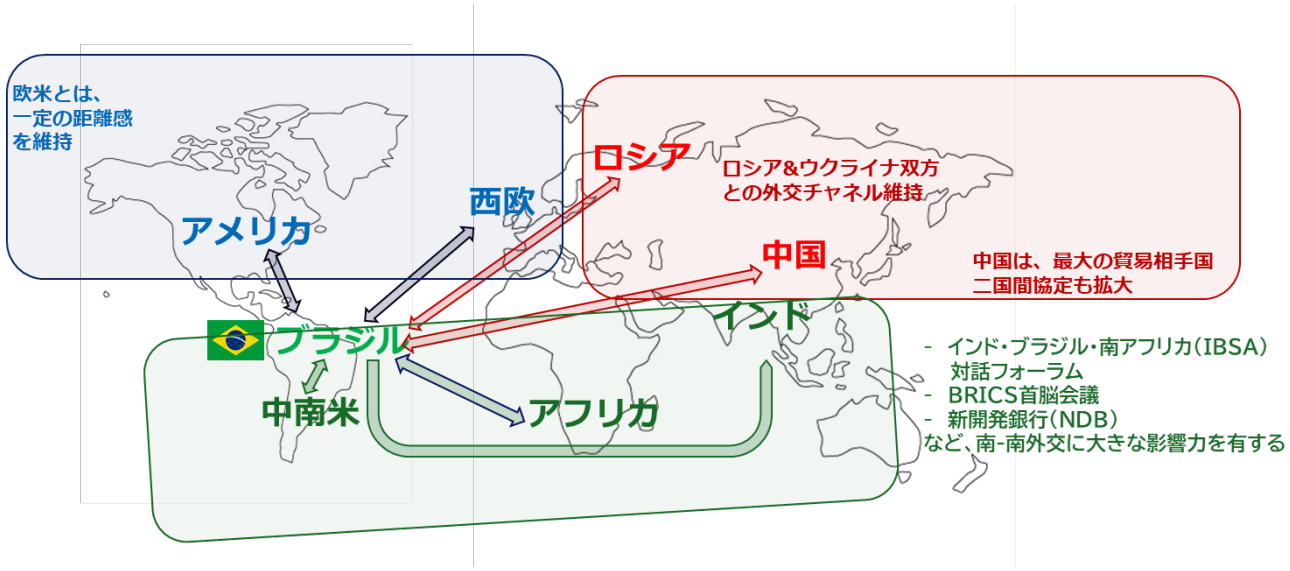
② 外交方針

「世界のすべての国との良好な関係を再開しつつ、積極的で誇り高い外交政策」という「全方位外交」を推進

ブラジルの外交の特徴は「世界のすべての国との良好な関係を再開しつつ、積極的で誇り高い外交政策」という「全方位外交」を推進している。逆に言えば、すべての国と一定の距離を保ちつつ、つかず離れずの距離を保つようコントロールしている。これは 2022 年 10 月の大統領選挙において、現職のボルソナロ元大統領を破って勝利した左派で労働者党のルラ現大統領の方針である（2010 年以前の前就任期にも同様の外交を展開）。米国や西ヨーロッパとは気候変動や環境保全で協力することで支援を求めつつ、ロシアからは肥料や食料の輸入で協調関係を保ち、最大の貿易国である中国からは直接投資の受け入れや二国間協定の拡大などを行っている。また、グローバル・サウスの盟主として、インド・ブラジル・南アフリカ（IBSA）対話フォーラムと BRICS 首脳会議及び新開発銀行（NDB）を使い分け、南-南外交の影響力を高めている。

ブラジルは地理特性的にも地政学リスクから切り離されており、国家間の対立が深まる外交状況下では、グローバル・サウスの代弁者としてのブラジルの重要性の高まりから、むしろ各国からの支援を得やすいのが、外交面での強みとなっている。

図表 2 ブラジルの全方位外交



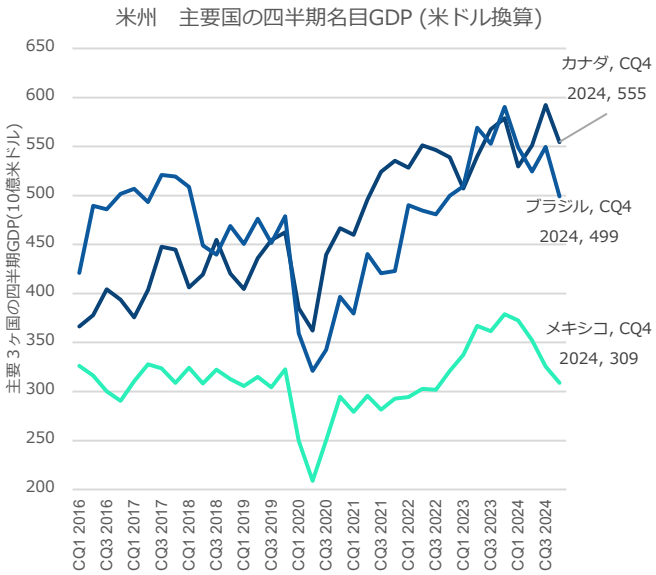
出所：JTG 証券で作成

③ 米州主要国におけるブラジルの相対地位

ブラジルは米州第 2～3 番目の経済大国

近年は、ブラジルとカナダの経済規模はほぼ同等となっており、ブラジルは米州第 2～3 番目の経済大国である。米ドル換算 GDP で比較すると、2016-2019、2023 年はブラジルがカナダを上回り、2020～2022、2024 年はカナダがブラジルを上回るなど、ほぼ同水準で推移している。

図表 3　米州主要国の GDP 推移/主要国の GDP



主要国の名目GDP（単位：10億ドル）

順位	国名	通貨名称	名目GDP(米ドル換算) CY2023	CY2024
1	アメリカ	ドル	27,726	29,210
2	中国	元	18,147	18,734
3	ユーロ圏	ユーロ	15,853	16,283
4	日本	円	4,181	3,984
5	インド	ルピー	3,542	3,830
6	イギリス	ポンド	3,399	3,648
7	カナダ	ドル	2,194	2,228
8	ブラジル	レアル	2,222	2,122
9	オーストラリア	ドル	1,747	1,790
10	韓国	ウォン	1,704	1,661
11	メキシコ	ペソ	1,445	1,359
12	トルコ	リラ	1,030	1,285
13	スイス	フラン	904	929
14	ポーランド	ズロチ	820	905
15	インドネシア	ルピア	808	813

出所：Bloomberg データから JTG 証券で作成

④ 経済構造

ブラジルは産業の高度化（サービス化）が進んだ準先進国

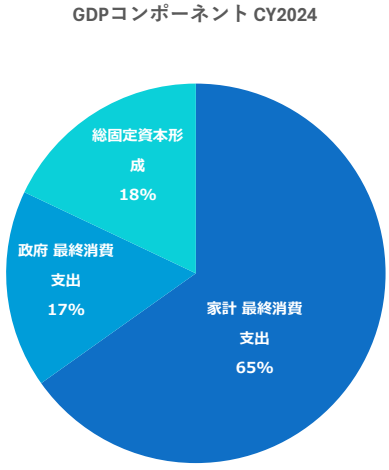
産業別 GDP 構成比：
第一次産業→7%、
第二次産業→22%、
第三次産業→71%

ブラジルは、天然資源に頼っているいわゆるエマージング資源諸国とは異なり、産業の高度化（サービス化）が進んだ準先進国である。

産業別 GDP 構成比を見ると、第一次産業の構成比は合計で 7%程度である一方で、第二次産業の製造業が 22%、国内のサービス業など第三次産業が 71%を占めている（図表 5）。航空機（エンブラエル）、鉄鋼（ウジミナス、ジェルダウ他）等、高度な産業集積もあり、自動車も独自ブランドはないが、国内生産規模は 237 万(台/年)と大きい。

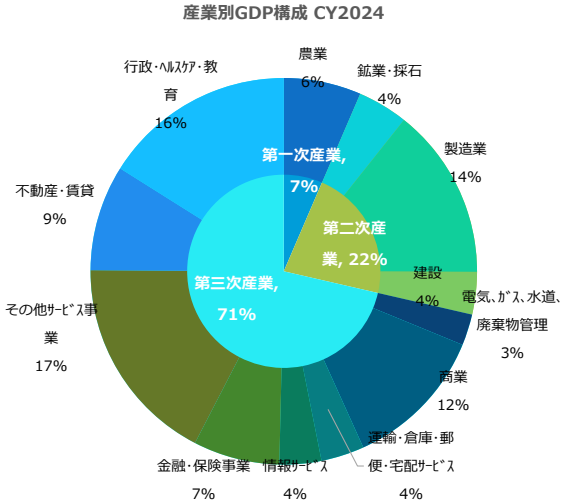
また、資源国ほど GDP 構成比に占める純輸出の割合は大きくなく、資源や農産物に依存した途上国とは異なり、商品相場に起因した悪影響を経済が受けにくい。

図表 4 ブラジルの GDP コンポーネント



出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成

図表 5 ブラジル経済の産業別 GDP 構成比



出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成

⑤ 輸出入

GDP における輸出の割合はさほど多くないが、内容は一次産品と工業製品が半々

GDP における輸出の割合はさほど多くないが、内容は一次産品と工業製品が半々である。輸入は中間財が多く、半製品からの製品化をブラジル国内で行っているという点で、資源依存型のエマージング諸国とは異なる品目構成ということが、ここでも確認できる。

図表 6 ブラジルの主要品目別輸出・輸入（単位：百万米ドル、%）

2024年 ブラジルの主要品目別輸出		
業種	金額	構成比(%)
農畜産業	72,480	21.5%
大豆	42,950	12.7%
鉱業	81,036	24.0%
石油および歴青油	44,964	13.3%
鉄鉱石およびその精鉱・銅鉱石および精鉱	29,860	8.9%
製造業	181,768	53.9%
合計（その他含む）	337,046	100.0%

2024年 ブラジルの主要品目別輸入		
業種	金額	構成比(%)
資本財	35,754	13.6%
中間財	156,544	59.6%
消費財	40,458	15.4%
燃料および潤滑油	30,011	11.4%
合計（その他含む）	262,870	100.0%

貿易(輸出-輸入)	74,177 貿易黒字

出所：ブラジル開発商エサービス省資料より、JTG 証券で作成。

3. ブラジルの経済状況

[ポイント]

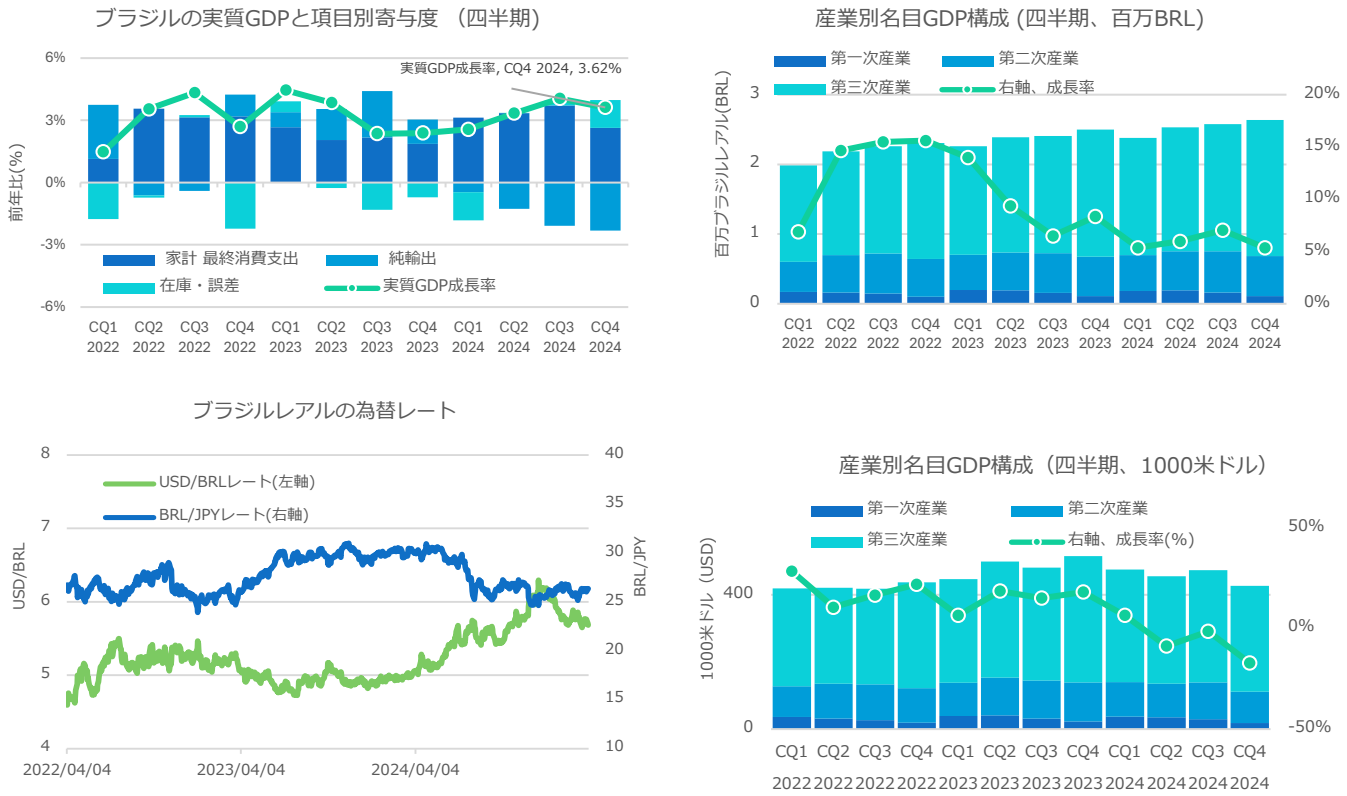
- 2024 年の実質 GDP 成長率は+3.4%と、2023 年の+3.2%から加速した。第 4 四半期の成長率は前期比+0.2%と鈍化。
- 2025 年 3 月のインフレ率は 5.06%、政策金利は 13.25%へ 4 回連続の利上げ。
- 就業比率は高まっており、国内の雇用環境は悪くない状況。
- 政務債務の増大はリスク資産の市場価値には影響するが、ブラジル政府の返済能力への懸念が生ずるほどではない。
- 2024 年 Q2 より純債務国になったが、潤沢な外貨準備により対外債務の返済が難しくなる状況は当面考えにくい。

① GDP 推移

2024 年の実質 GDP 成長率は+3.4%と、2023 年の+3.2%から加速した。第 4 四半期の成長率は前期比+0.2%と鈍化

2024 年の、ブラジルの実質 GDP 成長率は+3.4%を記録し、2023 年の+3.2%から加速した。しかし、第 4 四半期の成長率は前期比+0.2%と鈍化（第 3 四半期は同+0.7%）し、市場予想を下回った。ブラジル通貨は、2024 年末時点で 1 米ドル＝6 ブラジルレアルを超え、過去最安値を記録した。

図表 7 ブラジルの実質/名目 GDP および為替



出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成

② 物価、政策金利、失業率

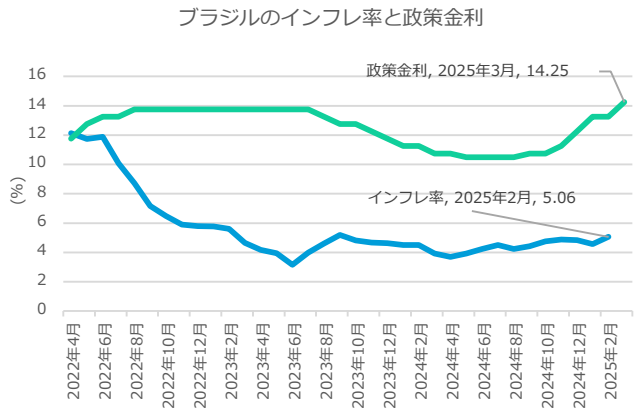
2025 年 3 月のインフレ率は 5.06%、政策金利は 13.25%へ 4 回連続の利上げ

インフレ率は 2022 年には 9%を超える高い水準だったが、政策金利を機動的に 13.75%へ引き上げたことなどで、2023 年 6 月のインフレ率は 3.16%まで低下していた。しかし、2025 年 2 月には 5.06%（中央銀行のインフレ目標は 3%）まで上昇していた。これに対応して、ブラジル中央銀行の金融政策委員会が 2025 年 1 月 29 日に開催され、政策金利を 12.25%から 1 ポイント引き上げ、13.25%にすることを決定した（4 回連続の利上げ）。

就業比率は高まっており、国内の雇用環境は悪くない状況

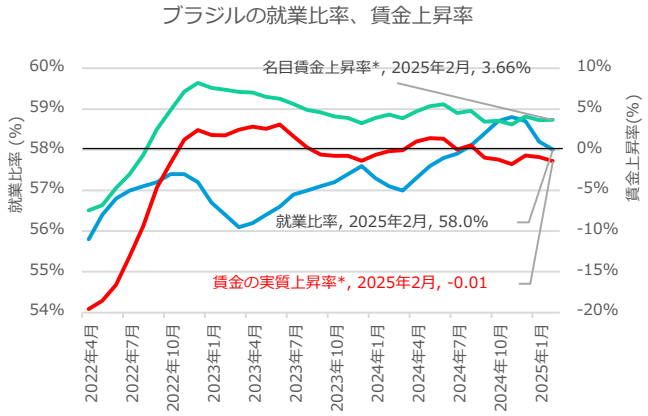
労働環境については強固で、就業比率は 2023 年頃の 56%台から 2025 年には 58%台まで高まっており、国内の雇用環境は悪くない状況にある。ただし、実質賃金の上昇率はマイナスで可処分所得が減少傾向にある。2022 年まではコロナ影響による経済鈍化で実質賃金の減少が継続したあと、2023 年頃に一旦は物価上昇率に近い水準の賃上げで実質賃金を維持、その後はインフレの進展に従って再度実質賃金の低下が続いている。（物価上昇率が 5%台に対し、賃金上昇率は 3%台半ばに留まっている。）

図表 8 ブラジルの物価と政策金利



出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成

図表 9 ブラジルの就業比率と賃金上昇率



出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成
*ブラジル地理統計研究所が公表する実質賃金は、すべての名目で支払われた報酬を包含するという意味の「実質賃金」であるが、物価上昇率との対比では「名目賃金指標」であるため、ここでは名目賃金上昇率としている。

③ 政府債務、外貨準備高

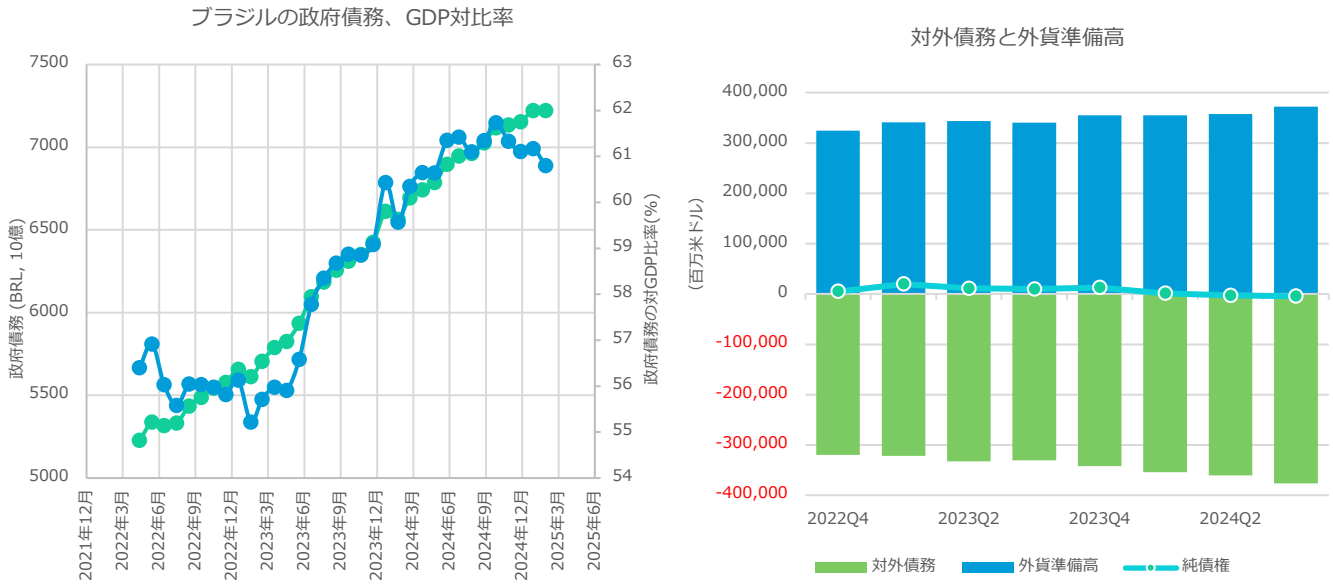
政務債務の増大はリスク資産の市場価値には影響するが、ブラジル政府の返済能力への懸念が生ずるほどではない

2024 年 Q2 より純債務国になったが、潤沢な外貨準備により対外債務の返済が難しくなる状況は当面考えにくい

ブラジルの政府債務を GDP 対比でみた場合（図表 10 左）、一見すると政府債務は非常な勢いで増加を継続しており、GDP 対比で見ても増加している。左派のルラ政権のもとで積極財政を行った結果、2023 年下半期以降は、拡大ペースが増大。今後の財務政策の安定性に懸念もある。ただし、政務債務の増大はリスク資産の市場価値には影響するが、ブラジル政府の返済能力への懸念が生ずるほどではない。

外貨準備高は積み増し傾向にある一方、それ以上に対外債務は増大し、これまでずっと純債権国であったブラジルは、2024 年 Q2 より純債務国になった。それでも当面、潤沢な外貨準備により対外債務の返済が難しくなる状況は考えにくい。この点が、他のエマージング諸国とは異なる点である。

図表 10　政府債務、GDP 対比比率



出所：（左図）Bloomberg データより、JTG 証券で作成、（右図）ブラジル中央銀行データより、JTG 証券で作成

4. ブラジルレアル(ローカル通貨)の状況

[ポイント]

- 米国とブラジルとの金利差は拡大するもインフレ等への懸念により、為替はドル高レアル安の傾向。トランプ関税に起因する世界的な景気鈍化傾向はレアル安傾向を支持しやすい
- ブラジルの GDP のシェアは 2.5%あるが、ブラジルレアルの取引額は 0.4%にすぎない。
- ブラジルレアル建ての債券よりも米ドル建ての債券のほうがリスク当たりリターンの投資効率は良い。この状況は、今後も継続。

① 経常収支と為替レート

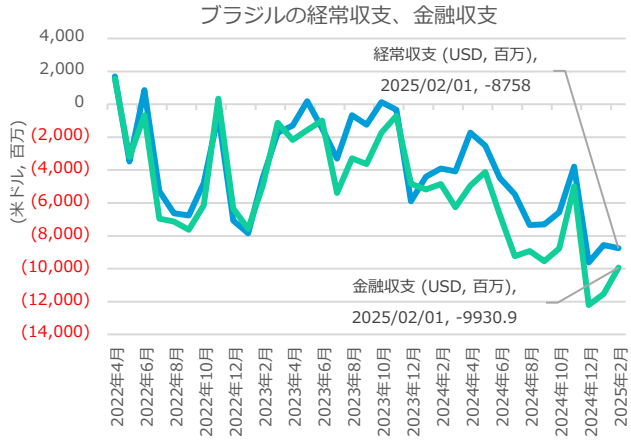
米国とブラジルとの金利差は拡大するもインフレ等への懸念により、為替はドル高レアル安の傾向

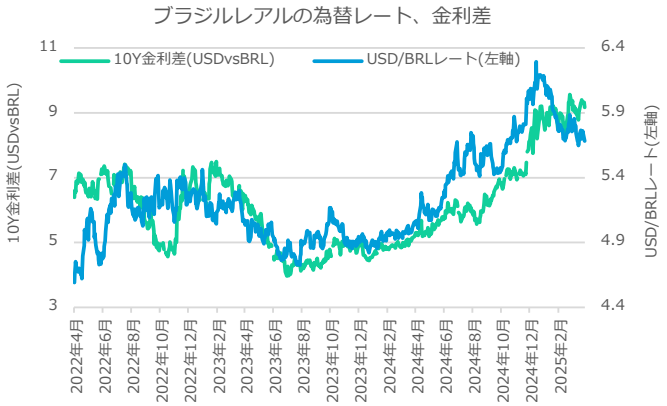
トランプ関税に起因する世界的な景気鈍化傾向はレアル安傾向を支持しやすい

ブラジルの経常収支は、時期により異なるものの経常赤字が続く傾向にある。資源が潤沢な国は似たような傾向をとることが多いが、必ずしも通貨として強いという環境にはない。

米国とブラジルとの金利差は拡大しているが、インフレや財政政策への懸念により、金利差はドル高レアル安を後押しする傾向が生じている。今後、米国の利下げが進むようであればレアル・米ドルレートの反転可能性もないわけではないが、足元ではトランプ関税に起因する世界的な景気鈍化傾向はブラジル等のエマージング諸国にも波及しやすく、どちらかといえばレアル安傾向が支持されやすいと、弊社では考えている。

図表 11　経常収支と為替レート





出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成

② ブラジルレアルの通貨決済シェア

以下では、米州主要国の GDP シェアと通貨決済シェアを比較した。

ブラジルの GDP のシェアは 2.5%あるが、ブラジルレアルの取引額は 0.4%にすぎない

通貨決済シェア（図表 12 右上）の青で塗りつぶした 7 つの通貨は「ISDA が定める 7 つの基軸通貨」に属する国である。通貨別の GDP のシェア（同左下）を見ると、GDP の約 60%を先進国が占めており、通貨決済シェア（同右下）は 80%以上を先進国通貨が占めて

ブラジルレアル建ての債券よりも米ドル建ての債券のほうがリスク当たりリターンの投資効率は良い

この状況は、今後も継続

いる。一方、グローバル・サウスなどが属するその他のローカル通貨（人民元を除く）国の GDP シェアは 14.4%だが、通貨の取引額のシェアは 6.7%とかなり小さい。ブラジルに関しても、GDP は 2.3%あるが、通貨の取引額は 0.4%にすぎない。

為替相場の変動リスク、通貨の切り下げ等の投資リスクを考慮すると、ブラジルレアル建ての債券よりも米ドル建ての債券のほうがリスク当たりリターンの投資効率が良い状況は、今後も継続しやすい、と弊社は考える。

図表 12　主要国の GDP シェアと通貨決済シェア

主要国の名目GDP

順位	国名	通貨名称	名目GDP(米ドル換算) CY2023	名目GDP(米ドル換算) CY2024	上位26国中構成比	(注)
1	アメリカ	ドル	27,726	29,210	31.2%	
2	中国	元	18,147	18,734	20.0%	
3	ユーロ圏	ユーロ	15,853	16,283	17.4%	
4	日本	円	4,181	3,984	4.3%	
5	インド	ルピー	3,542	3,830	4.1%	
6	イギリス	ポンド	3,399	3,648	3.9%	*
7	カナダ	ドル	2,194	2,228	2.4%	
8	ブラジル	レアル	2,222	2,122	2.3%	
9	オーストラリア	ドル	1,747	1,790	1.9%	
10	韓国	ウォン	1,704	1,661	1.8%	
11	メキシコ	ペソ	1,445	1,359	1.5%	
12	トルコ	リラ	1,030	1,285	1.4%	
13	スイス	フラン	904	929	1.0%	
14	ポーランド	ズロチ	820	905	1.0%	
15	インドネシア	ルピア	808	813	0.9%	

通貨区分	主要26ヶ国内シェア
ISDA（国際スワップ・デリバティブ協会）が定める７つの基軸通	62.0%
中国（外貨との兌換が自由にできない人民元経済圏）	20.0%
その他の先進国通貨	3.6%
その他のローカル通貨	14.4%

通貨決済店頭取金額

順位	通貨決済 店頭取扱金額（10億米ドル/１日当たり）	2022 金額	2022 シェア(%)*
1	米ドル(USD)	6,639	44.2
2	ユーロ／米ドル(EUR)	2,292	15.3
3	米ドル／円(JPY)	1,253	8.3
4	英ポンド(GBP)	968	6.4
5	中国元(CNY)	526	3.5
6	オーストラリア　ドル(AUD)	479	3.2
7	カナダ　ドル(CAD)	466	3.1
8	スイス　フラン(CHF)	390	2.6
9	香港　ドル(HKD)	194	1.3
10	シンガポール　ドル(SGD)	182	1.2
11	スウェーデン　クローナ(SEK)	168	1.1
15	インド　ルピー(INR)	122	0.8
16	メキシコ　ペソ(MXN)	114	0.8
18	南アフリカ　ランド(ZAR)	73	0.5
19	ブラジル　レアル(BRL)	66	0.4
27	トルコ　リラ(TRY)	27	0.2

通貨区分	通貨別取引シェア
ISDA（国際スワップ・デリバティブ協会）が定める７つの基軸通貨	83.2%
外貨との兌換が自由にできない人民元	3.5%
その他の先進国通貨	6.6%
その他のローカル通貨	6.7%

（左表）出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成、（注）*は CY2024Q4 の値に弊社推計値を使用。
（右表）出所：BIS データから JTG 証券で作成、（注）一般に為替の取引シェアは往復(合計 200%)で示すが、ここでは見やすくするために合計 100%に換算して表示している。

5. ブラジルのソブリン・クレジット評価

[ポイント]

- ブラジルの発行体格付けはおおむね BB 格。本質的な信用リスクは抑制されやすく、事業会社の投資適格（事業会社の BBB 格）に準じた投資対象として検討し得る。
- 米ドル建てブラジル国債は、固有のリスク要因が信用スプレッドだけに集約され、投資評価を行いやすい商品。
- さらに税制面のメリットもあり、債券投資家にとって相対的に良好なリスク当たりリターンをもたらす可能性がある。

① 信用格付

ブラジルの発行体格付けはおおむね BB 格

ブラジルは BB 格でも、事業会社向けの BB 格よりも信用リスクが抑制されている可能性

投資適格（事業会社の BBB 格）に準じた投資対象として検討し得る

ブラジルの発行体格付けはおおむね BB 格であり、国として投機級の格付を付与されている。ただし、国（ソブリン）の信用格付は必ずしも事業会社向けの信用格付とは同列には比較できないことを指摘しておく。

例えば、S&P によるソブリン債格付と事業債格付で長期のデータに基づく累積デフォルト率の傾向を比較（図表 14）すると、BB 格のソブリン債の累積デフォルト率は、少なくとも 9 年目までは事業債よりも大幅に低く、破綻する可能性が低い、との傾向を示していた。また、実際のソブリン債のデフォルト事例を見た場合、地域内で最大経済規模であり金融ハブともなっている国家が、戦争以外の理由でデフォルトした事例は極めて少ない。前述したとおり、ブラジルの地政学リスクは低い。

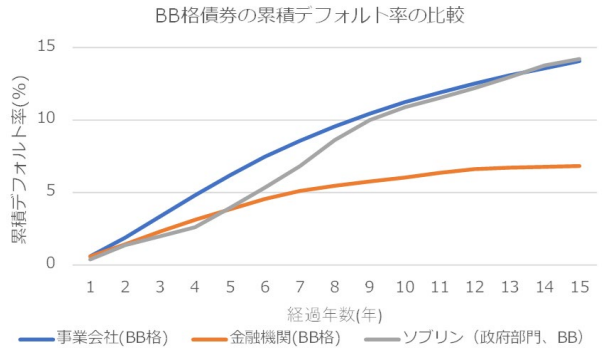
これらの傾向から、国の規模が大きく国際支援を得られる可能性が高いためデフォルトしづらいなど、一定の条件を充足する BB 格のソブリン債は、投資適格（事業会社の BBB 格）に準じた投資対象として検討し得る、と弊社では考えている。

図表 13 ブラジルの信用格付

発行体	ブラジル連邦共和国	
	発行体格付	直近変更日付
ﾑｰﾃﾞｨｰｽﾞ 自国通貨建発行体格付	Ba1	2024/10/01
ﾑｰﾃﾞｨｰｽﾞ 外貨建発行体格付	Ba1	2024/10/01
ﾑｰﾃﾞｨｰｽﾞ 格付見通し	ポジティブ	2024/10/01
S&P 自国通貨建長期債務発行体格付	BB	2023/12/19
S&P 外国通貨建長期債務発行体格付	BB	2023/12/19
S&P 格付見通し	安定的	2023/12/19
ﾌｨｯﾁ 自通貨建長期発行体ﾃﾞﾌｫﾙﾄ格付	BB	2023/07/26
ﾌｨｯﾁ 外貨建長期発行体ﾃﾞﾌｫﾙﾄ格付	BB	2023/07/26
ﾌｨｯﾁ 格付ｱｳﾄﾙｯｸ	安定的	2023/07/26

出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成
注：格付については巻末の無登録格付に関する説明書をご参照下さい。2025/4/3 時点

図表 14 S&P ソブリン格付の特性



出所："Default, Transition, and Recovery: 2021 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study", 13Apr, 2022 , S&P
"Default, Transition, and Recovery: 2021 Annual Global Financial Services Default And Rating Transition Study", 12 Dec, 2022 , S&P
"Default, Transition, and Recovery: 2021 Annual Global Sovereign Default And Rating Transition Study", 4 May 2022, S&P
（注）単年度格付け推移行列を、年度数分だけ複数回かけ合わせることで年限別・格付別累積デフォルト率を計算している点に注意。

複雑なリスクを反映したローカル通貨（レアル）建て債

より単純にリスクがスプレッドだけで示される米ドル建て債

ブラジルへの投資を検討するのであれば、米ドル建て債は投資評価を行いやすい商品

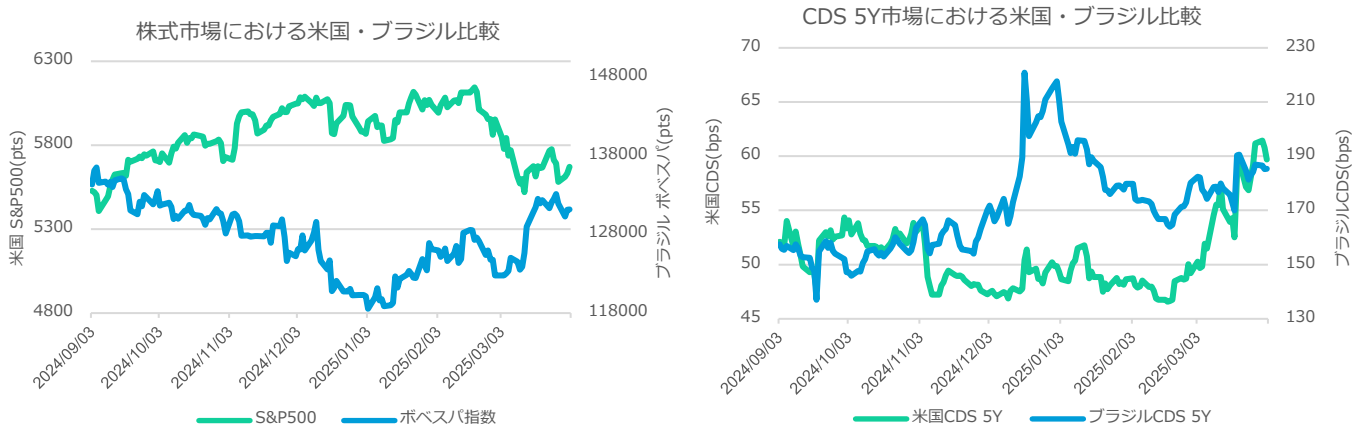
さらに税制面のメリットも

ブラジルの経済状況は厳しく、経済状況も悪化している。貿易赤字や経常赤字は再拡大し、インフレも再燃し、政策金利は再び引き上げられている。その結果、レアル安が進行し、レアル建ての金融商品は投資対象としては魅力的とは言えなくなってきている。

しかし米ドル建て債の場合、土台となる金利は米国の金利であり、上乗せ部分（クレジットスプレッド）だけがブラジル国債のクレジットリスクを反映している。こうした点から複雑なリスクを反映したローカル通貨（レアル）建てと比較し、より単純にリスクが示される米ドル建て債は相対的にリスク要因が単純化され、投資評価を行いやすい商品といえるだろう。

また、利回り以上にブラジル国債に特有の大きな利点があるのが、税制面の違いである。通常、外国債券を購入した場合、クーポンから得られる収入等に対し約 20%の源泉徴収がかかり、それを差し引いたものが手取り額となる。しかし、ブラジルは「みなし外国税額控除」の適用対象であり 20%の源泉徴収税が実質的に課されない [1]債券である。その結果、見た目上の利回り格差以上に実質的な利回り格差が大きくなる、より高いリターンが得られやすいという特徴を持っている（Appendix 参照）。

図表 15　株式市場/CDS5Y 市場における米国・ブラジル比較



出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成

[1] 実務的には、一旦徴収された後に、確定申告により戻し税を受け取る手続きが必要。

Appendix みなし外国税額控除

① みなし外国税額控除

日本においては、ブラジルへの経済支援として「みなし外国税額控除」という租税条約上の制度が適用される。(日伯租税条約第 22 条(2)(b)(i)(B))。そのため、実際にはブラジルで税金を納付していないにもかかわらず、税率 20%で納付したとみなして外国税額控除の適用を受けることができる。

例えば、ブラジル国債など(ブラジルに国籍のある発行体が発行する債券*[2])の利子に対しては、税率 20.315%(所得税・復興特別所得税 15.315%、住民税 5%)の申告分離課税が適応される。

国内の証券会社等から支払いを受ける際に税率 20.315%で源泉徴収された金額については、確定申告でみなし外国税額控除の適用を受けることにより、一部還付を受けることができる[3]。

なお、所得状況等によって外国税額控除の金額が異なるため、還付金額についても申告する人ごとに異なる。また、みなし外国税額控除分 20%を仮に全額日本の税金から差し引くことができた場合も、復興特別所得税分 0.315%の負担が生じる。

税率 20.315% ー みなし外国税額控除率 20%＝復興特別所得税分 0.315%

外国税額控除とは、控除限度額を超えない範囲において外国で収めた税金を控除して差し引くことができ、仮に控除限度額を超えた場合も 3 年間の繰り越しが可能な制度になっている。

図表 16 ブラジル対象の皆税額控除の“典型例”

簡略化のため架空の債券(時価 100)を例にとった場合

例. ブラジル国債で 6.9%クーポンの債券があった場合	例. 他の中南米の法人債で 9.0%クーポンの債券があった場合
⇩	⇩
6.9 x (1-0.00315)=**6.88%を受領**の可能性	9.0 x (1-0.20315)=**7.17%を受領**の可能性

出所: JTG 証券で作成

[2]「みなし外国税額控除」が受けられる債券かどうかは、税理士などの専門家にご確認ください。

[3] 確定申告を行う場合は、税理士にご相談ください。

② みなし外国税額控除の注意点

みなし外国税額控除について注意が必要な点は、この制度はあくまで「開発途上国に対する経済協力」として行われている日本国政府による支援であり、対象国が十分な経済成長を達成したとみなされた場合は、みなし外国税額控除の対象から除外される可能性があるという点である。実際、過去にはインド、シンガポール、マレーシア、韓国などへの適用は廃止され、今残っているのはザンビア、スリランカ、タイ、中国、バングラデシュ、ブラジルの6か国のみである。この中で次に見直されるとすれば、中国やブラジルなどの高度な経済構造を持った国である可能性は否定できない。もしみなし外国税額控除の対象国から除外された場合は、適用廃止された後の利金について源泉徴収されることになる。

図表 17　みなし外国税額控除の注意点

外国税額控除は、内国法人の場合外国法人税を納付することとなる日の属する事業年度において適用。
継続適用を要件として、納付確定税額を納付ベースその他税務上合理的な基準に基づき費用として計上した日の属する事業年度において適用することも認められる。
個人の源泉徴収では、元利金の支払い日ベースで適用の可否を判定。

申告納税方式：	申告書の提出の日 （その日が法定申告期限前である場合にはその法定申告期限、更正または決定があった場合にはその更正または決定の日）
賦課課税方式：	賦課決定の通知日
源泉徴収方式：	**源泉徴収の対象となった利子、配当、使用料等の支払日**

みなし外国税額控除への政府見解

（みなし外国税額控除は）開発途上国に対する経済協力という政策的配慮から認められているものではあるが、一方において、税負担の公平等の課税の基本原則を踏まえる必要もあり、これを認める場合にはこうした諸点に照らし合理的な範囲内に限るべきものであると考えられる。

税制調査会「税制の抜本的見直しについての答申」（昭和 61 年 10 月）69 頁（公益社団法人日本租税研究協会 HP より）

充分な経済成長を達成した場合などには、みなし外国税額控除対象から除外され得る。

過去には 19 か国が実質的な経済支援としてみなし外国税額控除の対象とされていたが、インド、シンガポール、マレーシア、韓国など 13 か国への適用は廃止。令和 3 年 10 月 1 日現在においても効力を有するみなし外国税額控除の規定は、6 か国（ザンビア、スリランカ、タイ、中国、バングラデシュ、ブラジル）との租税条約のみ。

出所：税制調査会「税制の抜本的見直しについての答申」（昭和 61 年 10 月）69 頁（公益社団法人日本租税研究協会 HP より）、JTG 証券で作成

以上

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

〇登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

■ムーディーズ・レーティングスについて

格付会社グループの呼称等について
格付会社グループの呼称：ムーディーズ・レーティングス（以下「ムーディーズ」と称します。）
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について
ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界について
ムーディーズ・レーティングスの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っていません。
ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

■S&P グローバル・レーティングについて

格付会社グループの呼称等について
格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について
S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.spglobal.com/ratings/jp/index）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」（https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered）に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界について
S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。
信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。
S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

■フィッチ・レーティングスについて

格付会社の呼称について
格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第７号）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.fitchratings.com/ja）の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」（https://www.fitchratings.com/ja/regulatory）の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界について
フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。
フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。
信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

この情報は、2024年6月25日に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・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、J トラストグローバル証券（以下、JTG 証券）が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は JTG 証券が行っております。

JTG 証券では調査部門の活動（リサーチ・レポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチ・レポート作成に関する適切な基本方針と手順等、 組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチ・レポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、 分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で JTG 証券が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性が客観的に検証しておりません。本資料内で JTG 証券以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について JTG 証券は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。
JTG 証券は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証を表明しておりません。また、JTG 証券は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において JTG 証券が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。JTG 証券では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、 JTG 証券は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、JTG 証券では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。JTG 証券は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象（直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況）についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。 特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあり得ます。JTG 証券では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、JTG 証券及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と JTG 証券並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。
間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、JTG 証券では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright　JTG 証券 Co. Ltd. All rights reserved.
本資料は JTG 証券の著作物であり、著作権法により保護されております。
JTG 証券の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

東京都渋谷区恵比寿 4-20-3
恵比寿ガーデンプレイスタワー7 階
Jトラストグローバル証券株式会社 経済調査室

ご投資にあたって

本資料に記載の内容を参考にしてお取引をされる場合、商品毎に以下の手数料等をご負担いただきます。

【上場株式等】
店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満を除く)の場合は約定代金に対して最大 1.1524%(税込)(但し約定代金の 1.1524%(税込)に相当する額が 3,300 円(税込)に満たない場合は 3,300 円(税込)の委託手数料をご負担いただきます。

【投資信託】
投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます

【債券等】
債券等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。また、外貨建ての債券の場合、円貨と外貨を交換する際には外国為替市場の動向を踏まえて当社が決定した為替レートによるものとします。

投資リスクについて

各商品等には、株式相場、為替相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の価格の変動等及び有価証券の発行者の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)があります。

商品毎に手数料及びリスク等は異なりますので、当該商品の目論見書または契約締結前交付書面をよくお読みください。

Jトラストグローバル証券株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長(金商)第 35 号
貸金業者登録番号　東京都知事(1)第 31946 号
加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会