

通貨ニュース(2014年7月31日)

ブラジルリアル:相場アップデートと今後の見通し

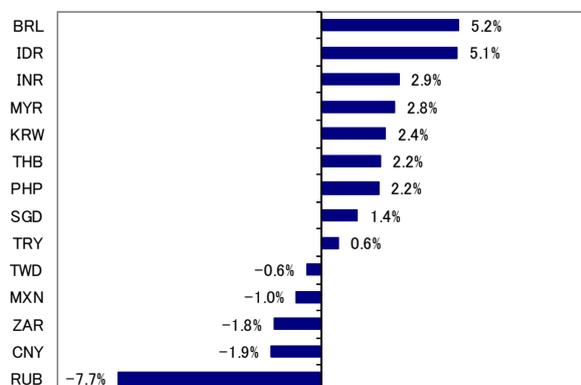
- 2014年入り後のブラジルリアルの騰勢は、米金利先高観の後退と相場のボラティリティ低下によるキャリートレードの再開や、10月のブラジル大統領選挙への期待に後押しされたものと考えられる。
- 一方で、リアルはフラジャイルファイブとして2013年半ば以降、大幅に下落してきたが、その際の売り材料であった経常赤字や高インフレ等のファンダメンタルズの脆弱性に殆ど変化は見られていない。
- 短期的な投機資金による通貨上昇は相場反転時の急落リスクを伴う。8月後半以降はリアル堅調の前提を覆し得るイベントが予定されており、トレンド反転リスクに警戒するべきである。

国際為替部
 マーケット・エコノミスト
 深谷 公勝
 03-3242-7065
 masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

ブラジルリアルは年初来上昇率1位

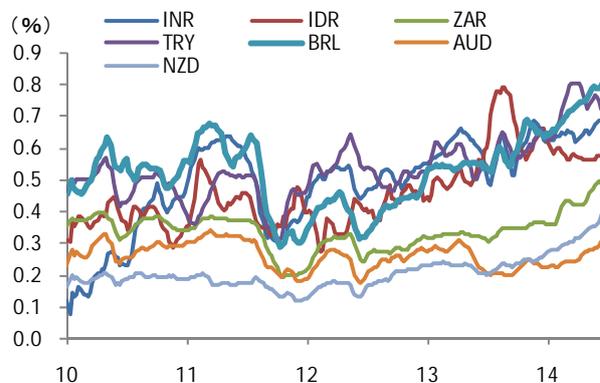
2013年半ば以降、米国の量的緩和(QE)縮小による新興国からの資金流出懸念を背景に新興国通貨は大幅な下落を見せたが、中でもブラジルリアル(BRL)は経常赤字や高インフレといったファンダメンタルズの脆弱性からフラジャイルファイブ(脆弱な5カ国:インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ、ブラジル)として下げを主導。こうした動きは2013年12月にFRBがQE縮小を決定後、今年1月後半のアルゼンチンショックにてピークに達し、BRLはこの間に20%近く急落した。しかし、新興国に関する過度の懸念が和らいだ2月以降、新興国通貨が全般に買い戻される中で、BRLは他の新興国通貨を大きく凌ぐ上昇を見せている。年初来の通貨上昇率は5%を超えており、主要な新興国通貨の中でトップである(図表1)。

図表1: 新興国通貨 2014年初来騰落率(対ドル)



(資料)Bloomberg ※数値は2014年7月30日時点

図表2: 新興国 リスク調整後対米金利差



(資料)Bloomberg ※リスク調整後対ドル金利差は、各通貨1年物対ドル為替先物レートから算出した金利差を対ドル為替スポットレートの1年インプライドボラティリティで除したものの。数値は週次データの4週移動平均

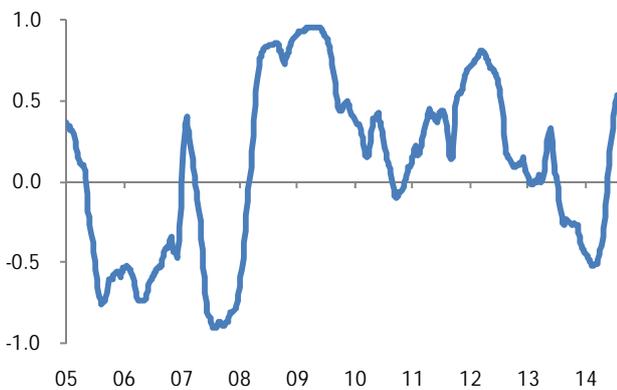
キャリートレードの再開が BRL を押し上げ

BRL の堅調を支える要因の一つとしてキャリートレード(ドルや円などの低金利通貨で資金を調達して、BRL などの高金利通貨で運用する取引)の再開が挙げられよう。図表 2 は主要高金利通貨のリスク調整後金利差(ここでは 1 年物為替先物レートから算出した米ドルと各新興国通貨の金利差を USD/BRL 為替スポットレート of 1 年インプライドボラティリティで除したもの)の推移であるが、ブラジル中銀の 1 年間に渡る利上げサイクルの結果、足許のブラジル対米金利差は新興国通貨の中でも最も魅力的なものとなっている。図表 3 はその金利差と BRL の対ドル為替レートの相関の推移である。両者の相関は 2008 年以降プラス圏で推移(金利差拡大=BRL 上昇)してきたが、2013 年半ば以降は、新興国からの資金流出懸念によりブラジル資産が総じて売られたことで、金利上昇とともに BRL が下落しマイナス圏に低下した。しかし、今年 2 月以降にこの流れは反転し、足許では両者の相関が再び急速に高まってきている。これはキャリートレードの再開が BRL 相場を後押ししていることを示唆しているが、この背景には米国経済の下振れや FRB のハト派姿勢を受けた米金利先高観の後退、欧州銀行の追加緩和による新たな流動性の創出、さらに春先以降の歴史的な低ボラティリティ相場と、キャリートレードのための好条件が再度整ってきたことがあるだろう。

大統領選挙とリアル相場

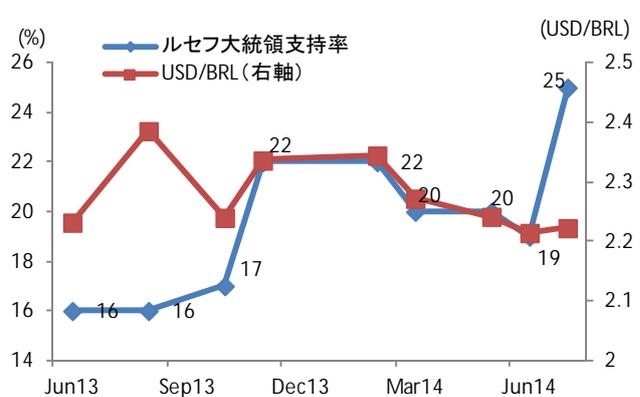
ブラジル固有の要因として今年 10 月に実施される大統領選挙への期待も BRL を下支えしているようである。2013 年初までは現職のジルマ・ルセフ大統領が高い人気を誇っていたものの、2013 年に発生したデモを契機に支持率は大きく低下、その後も国営企業を巡るスキャンダルが同大統領の向かい風になっている。本来、こうした政治の混迷は国内資産の下落要因であるが、同国に限ってはルセフ大統領の政権下にて期待された構造改革が進まなかったという経緯もあり、足許まで同氏の支持率低下がブラジル資産の上昇に結び付くという皮肉な展開となっている(図表 4)。但し、大統領選挙に関して言えば、ルセフ大統領に有力な対抗馬がいるわけではなく、支持率が下がったとはいえ、他の候補者との差は依然大きい。現時点ではルセフ大統領が再選する可能性は高く、今後こうした状況が徐々に明らかになるにつれ、大統領交代期待によるリアル買いは剥落していくと思われる。

図表 3 : 米-ブラジル金利差と BRL 対ドル相場の相関



(資料)Bloomberg ※週次データの后方 52 週ローリング相関

図表 4 : ブラジル ルセフ大統領支持率と BRL 相場



(資料)Datafolha, Bloomberg

ファンダメンタルズの弱さは相変わらず

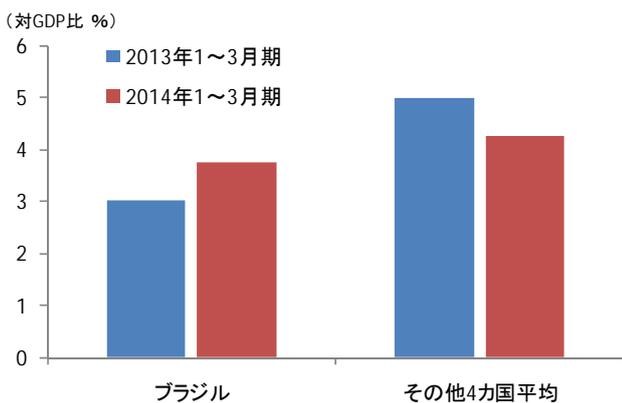
他方、年初までの BRL 下落の要因となったファンダメンタルズの脆弱性に殆ど変化は見られない。経常赤字は依然として拡大中であり、これはインドやインドネシア、トルコといったフラジャイルファイブの他国において、当局の政策が奏功し経常赤字が縮小傾向にあるのとは対照的である(図表 5)。インフレについても、労働需給のひっ迫を背景とした賃金上昇により、サービス価格を中心に引き続き物価上昇圧力は根強い。一方で国内経済は設備投資やアジア向け輸出の伸び悩みを主因に減速が鮮明となっている。IMF も 7 月に公表した最新の世界経済見通しにおいて同国の 2014 年及び 2015 年の成長率見通しを引き下げたが、高インフレや財政規律への対応から金融・財政両面での引き締め継続を強いられる同国の景気低迷は当面続きそうである。

今後 10 月にかけて急速な相場反転のリスク

以上のように BRL の良好なパフォーマンスは主にキャリートレードの再開や大統領選挙への期待に後押しされたものと考えられ、ファンダメンタルズの改善を伴う地に足のついた上昇とは言い難い。実際、米商品先物取引委員会(CFTC)が公表する IMM 通貨先物ポジションでも投機筋による BRL 買いは増加傾向にあり、この投機筋の BRL 買いポジションが全契約に占める割合も上昇している(図表 6)。こうした資金の積み上がりは、相場反転時に急速にポジションが巻き戻される潜在的なリスクといえる。特に今後はイエレン FRB 議長の講演が予定されている 8 月後半のジャクソンホールシンポジウム、9 月の FOMC、10 月のブラジル大統領選挙と重要なイベントが続く。キャリートレードを支える環境の変化やルセフ大統領交代期待の剥落により、短期的な買いポジションが巻き戻されるリスクを警戒しておくべきだろう。

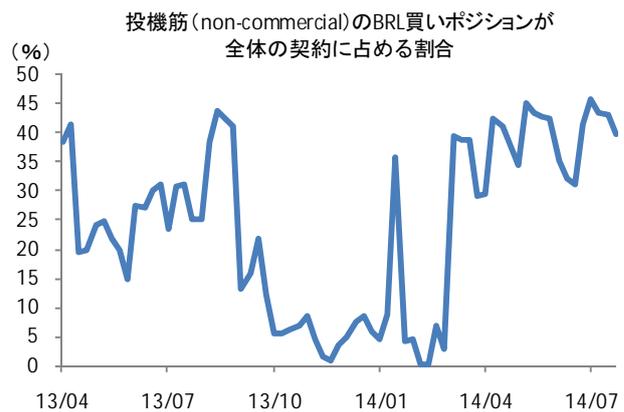
以上

図表 5：フラジャイルファイブ経常収支赤字



(資料)Bloomberg

図表 6：IMM 通貨先物



(資料)CFTC

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客さまご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。