

2017 年 6 月 21 日

通貨ニュース

ブラジル：政局混乱を受けたレアル相場の今後について

- 政局安定と景気回復を受けて年初からブラジルレアル(BRL)は上昇していた。しかし、テメル大統領の汚職疑惑をきっかけに不安定な値動きに。
- 市場ではテメル大統領が推進する年金改革の頓挫と財政収支の悪化を背景に BRL 急落が懸念されている。
- 今のところ、基礎収支(経常収支+直接投資)が過去最大規模の黒字となる中、BRL の需給は安定しており急落リスクは小さい。
- しかしながら、時間が経てば経つほど年金改革法案の成立は厳しくなり、足の速い証券投資の流出を招き、BRL の下落圧力は増大していくだろう。

国際為替部
マーケット・エコノミスト
佐々木 貴彦
03-3242-7065
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

テメル大統領の汚職懸念を受け BRL は上値の重い展開に

年初からの BRL 相場を振り返ると、テメル大統領が進める財政改革や景気回復に対する期待を背景に対ドルで 3.30 近辺から 3.05 近辺まで上昇し、その後も高値圏で推移していた。しかし、5 月 17 日にテメル大統領が汚職隠蔽に関わったとブラジル食肉大手企業の幹部が証言し、最高裁が捜査を許可すると 3.40 近辺まで急落。ブラジル中央銀行(BCB)の BRL 買い介入により値を戻すも、選挙高等裁判所における 2014 年大統領選の違法献金を巡る裁判の行方が懸念され軟調推移。6 月 9 日、選挙高等裁判所は同疑惑を否定する判決を下したが、17 日に前述の食肉大手企業幹部が「大統領は下院における汚職組織のリーダー」と供述したことが報じられるなど、スキャンダルは沈静化していない。

その結果、BRL は汚職隠蔽疑惑発覚直前の水準(3.10 近辺)に戻せず、上値が重い展開が続いている。また、USDBRL の 3 か月物リスクリバーサルは汚職疑惑報道時に BRL プットオーバーが急拡大し、現在もテメル大統領が正式に大統領に就任して以来の高値圏で推移している。このようなリスクリバーサルの値動きは市場の BRL 急落に対する懸念が根強いことを示唆する(図表 1)。

年金改革法の遅延が市場の不安を醸成

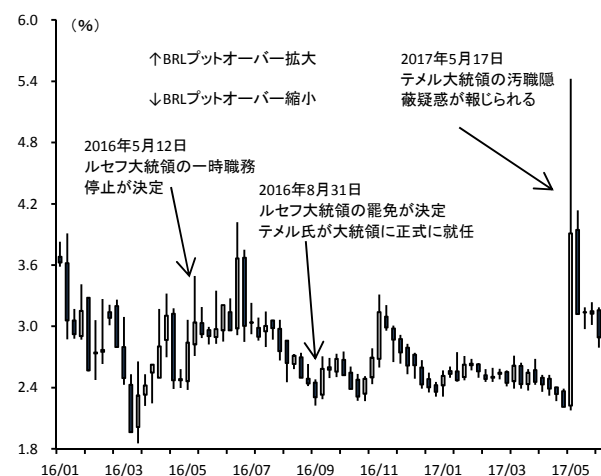
市場が BRL の急落を懸念するのは、テメル大統領が汚職疑惑で有罪となり辞任する可能性が燦々していることながら、財政改革の要とされている年金改革が頓挫する公算が大きくなっているためである。2016 年 8 月のルセフ前大統領弾劾を受けて正式に大統領に就任したテメル氏は、景気後退および BRL 急落の主因となった財政赤字の抑制を図るため、歳出の上限を定める法律を制定した。但し、ブラジル財政の最大の課題は先進国対比でも高水準となっている年金に係る歳出の抑制である。2015 年対 GDP 比+11.3%となった年金関連の歳出だが、IMF によると高齢化の進展に伴い 2021 年には同+14%、2030 年には同+17%と徐々に負担は増大する見通しだ(図表 2)。基礎的財政収支を同▲2.5%(2016 年)の赤字から 2020 年には黒字化を目指すテメル政権にとっては年金改革に伴う歳出抑制は至上命題であり(図表 3)、市場参加者も同改革により BRL は安定すると見ていた。

現時点では急落リスクは小さいが時間の経過とともに増大

現時点では年金改革法が成立する可能性は残っており、大規模な資本流出が起こるとは想定しづらい。実際、ファンドによる投資フローを確認すると、汚職隠蔽疑惑が強まった後も海外投資家からの資金流入は続いている(図表 4)。また経常赤字もルセフ政権時と比べて非常に低水準にとどまっているほか、直接投資も流入が続いているため、基礎収支は BRL 買い需要の拡大を示唆している(図表 5)。こうした状況を踏まえれば、現時点では BRL が急落するリスクは小さい。

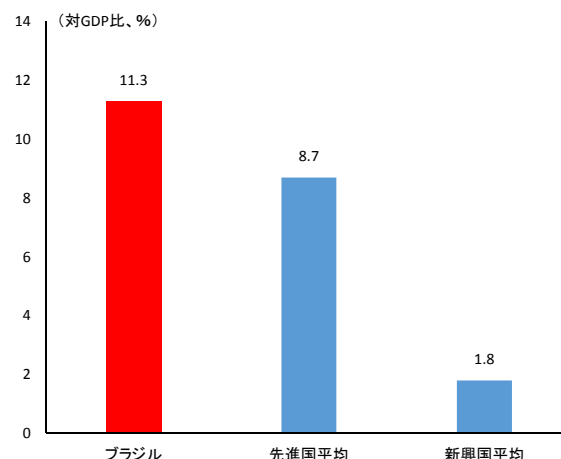
しかしながら、時間が経てば経つほど急落リスクは増大する。年金改革法案は憲法改正を伴うため、下院と上院でそれぞれ 2 回採決をとり、かつ過半数ではなく 2/3 以上の賛成が必要となる。通常の法案制定より時間がかかる上、現時点では賛成票が必要数を満たしておらず、政権は調整を強いられている。ブラジルは 2018 年 10 月に大統領選を控えており、年内の法案成立が困難とみられれば、国民に不人気の年金改革法案は次期政権に先送りされるか、骨抜きになる可能性が高まる。

図表 1: USDBRL の 3 か月物リスクリバーサル



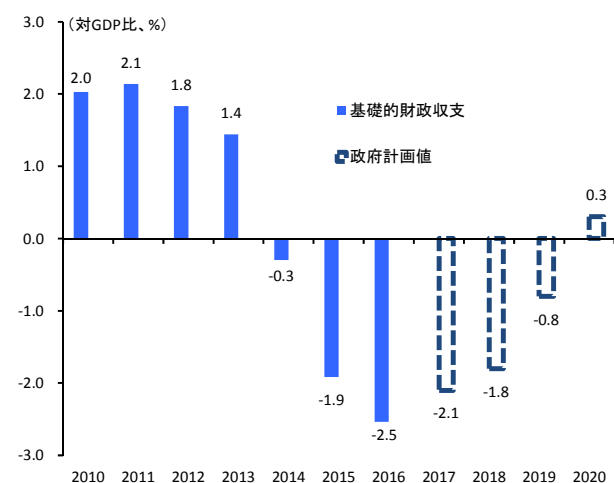
注: 週次データ、6 月 16 日が最新データ。
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 年金に関する歳出規模(対 GDP 比)



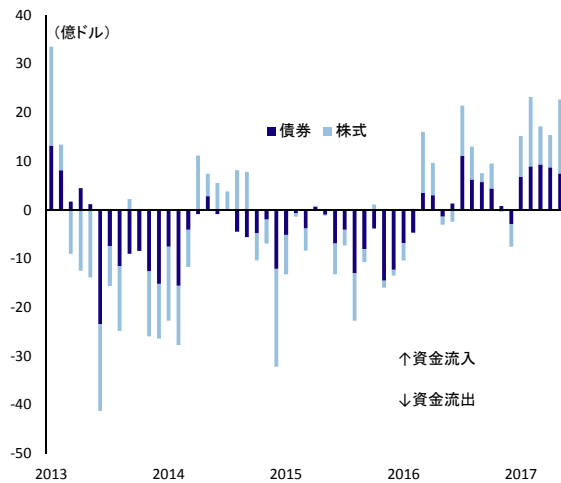
注: 2015 年基準。
出所: IMF Brazil Selected Issue (2016 年 11 月)、みずほ銀行

図表 3: 基礎的財政収支(対 GDP 比)



注: 2015 年基準。
出所: IMF Brazil Selected Issue (2016 年 11 月)、みずほ銀行

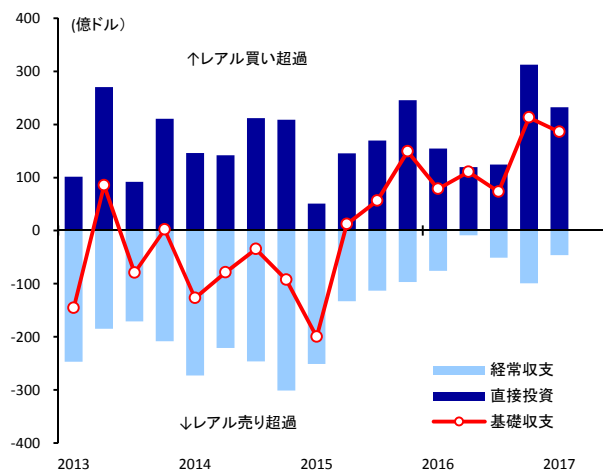
図表 4: ブラジルに対するファンドの投資フロー(月次)



注: 2017 年 6 月 16 日までのデータ、5 月および 6 月分は暫定値。
出所: EPFR Global、みずほ銀行

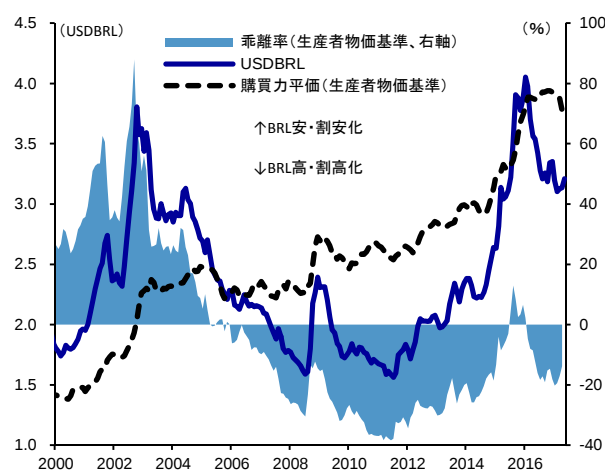
そうなればソブリン格付けは格下げされる見込みだ。2015 年 9 月から 2016 年 2 月にかけて大手格付け会社が投資適格級から投機的等級の最上級に格下げした際は、急速な資本流出を引き起こした。今回は投機的等級内での格下げであり前回ほどの影響はないと想定されるものの、BRL の下落は避けられないだろう。その場合、BRL は購買力平価が示唆する均衡水準(3.7 近辺)まで下落する可能性があると考え(図表 6)。

図表 5: 基礎収支



出所: ブラジル中央銀行、CEIC、みずほ銀行

図表 6: BRL と購買力平価(生産者物価基準、乖離率)



出所: ブラジル地理統計院、米労働統計局、CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

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、お客様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。