

2017 年 11 月 8 日

通貨ニュース

ブラジル: 政治に翻弄されるレアル相場

- 7 月半ばから安定推移していたブラジルレアル(BRL)は年金改革法の頓挫に対する恐れなどを背景に 10 月下旬から軟調地合いに転じた。
- 年金改革法の審議が年をまたぐ公算が大きい中、2018 年 10 月の大統領選を控えて審議の難航が予想されることから、来年の BRL は資本流出圧力に晒されるだろう。
- しかし、為替需給や財政を巡る状況は改善しており、2015 年のような大幅安は免れると見込む。
- リスクは在任時に積極財政を実施したルラ前々大統領が支持率でリードする大統領選。同氏の出馬資格が正式に認められる場合、BRL は急落する可能性が高い。

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

年金改革法の頓挫懸念から BRL は軟調地合い

7 月半ばから 10 月半ばまでの BRL は対ドルで 3.15 を中心とした小幅なレンジ内で安定推移していたが、その後は米金利上昇をきっかけに 3.20 近辺まで下落。テメル大統領を汚職疑惑で起訴するかを問う 10 月 25 日の下院採決では、起訴の棄却に関して賛成 251 票、反対 233 票と棄却が決定したが、接戦となったことが嫌気され、3.2 台後半まで下落。さらに政権内の政争が伝えられる中、一時 3.30 を割れるなど軟調な値動きとなっている。

BRL が底堅さを失っているのは、テメル大統領が財政改革の目玉として推進する年金改革法案が頓挫するとの懸念が強まっているためだ。政権側は年内に下院採決まで持ち込むとしているが、法案は憲法改正を伴うため賛成票が過半数ではなく 2/3 以上必要となる。自身の汚職疑惑に関する採決すら接戦だったことに鑑みれば、年内に政権側が必要な賛成票を集められるかについて市場の疑いは強い。

さらに法案成立には下院と上院でそれぞれ 2 回採決をとる必要があり、通常 of 法案制定より時間がかかるため、審議は来年まで持ち越されるだろう。来年は 10 月に大統領選挙を控えて、不人気政策である年金改革法案に対する風当たりが強まりやすいことを踏まえれば、審議は難航する公算が大きい。そのため、年金改革の頓挫に対する懸念はさらに強まり、来年の BRL は資本流出圧力に晒されると予想する。

2015 年のような大幅安の展開とはならず

もっとも、2015 年のような大幅な下落局面とはならないだろう。BRL が急落し始めた 2014 年後半は赤字だった基礎収支(経常収支+直接投資)は黒字に転換しており、実需からの BRL 下支えが今回は期待できる(図表 1)。

また、2015 年に BRL が大幅安の展開となったのは、ブラジルのソブリン格付けが投資適格級から投機的等級に引き下げられたことによる影響が大きかった(図表 2)。投機的等級に格下げされてからは、ソブリン格付けの動向が BRL に

与える影響は軽減しているため、年金改革の頓挫に伴いソブリン格付けが引き下げられるリスクが大きくなったとしても、当時ほどの値幅は出ないと思う。

なによりも、2016 年 12 月に成立した歳出上限ルールにより、歳出の増加率は前年度における拡大消費者物価指数 (IPCA) の伸び率以内に抑えるという仕組みづくりが出来ているのが、前回の下落局面 (2014 年後半～2015 年) とは大きく異なる。ブラジル財務省は同ルールの下、歳出は対 GDP 比で増加から減少傾向に転じるとの試算を発表している (図表 3)。かかる状況下、年金改革法案の頓挫を受けて直ちに財政規律が緩まる公算は小さいことから、2018 年の BRL は軟調ながらも大幅安を免れるだろう。

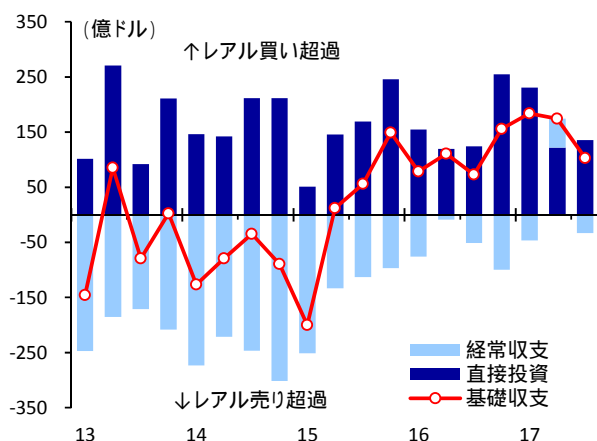
リスクは大統領選挙

だが、来年 10 月に投票が予定されている大統領選の展開次第では急落するリスクもある。足許の世論調査で支持率をリードしているのはルラ前々大統領だ。ルラ氏といえば、在職時に積極的な財政拡張策を実行し、後任のルセフ前大統領時代に政府債務が膨張するきっかけを作った人物である。世論調査通りの結果となれば、同氏が勝利し財政拡張路線に転換する恐れがある。それにも拘らず市場が大きく反応しないのは、同氏が出馬資格を失う可能性が高いとみられているためだ。

ルラ氏は今年 7 月に汚職疑惑により禁固刑を言い渡され現在は控訴しているほか、マネーロンダリング (資金洗浄) の容疑でも訴追されている。いずれの容疑でも有罪が確定すれば出馬資格を失うため、同氏が所属する労働者党内からも失格に備えて代替候補を準備すべきとの声が挙がっている。

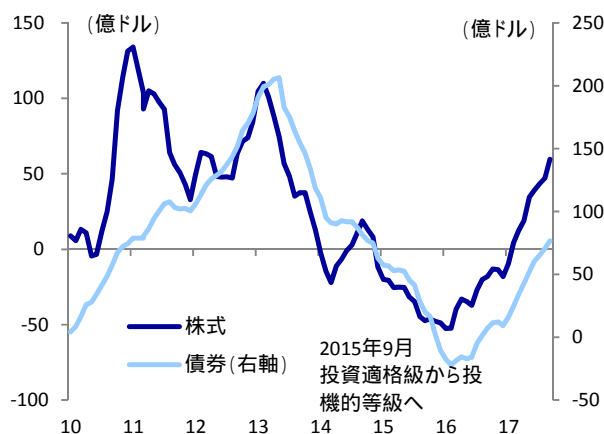
但し、ルラ氏側は裁判所に自身の潔白を証明する書類を積極的に開示するなど、必死の抵抗をしており状況は予断を許さない。仮にルラ氏の控訴が認められ、出馬資格を正式に得る場合、BRL は急落を免れないだろう。実際、BRL オプションの期間構造 (カーブ) をみると、大統領選が近づく 9 か月や 1 年物のインプライド・ボラティリティ (IV) が上昇しており、市場はルラ氏が正式に大統領選参戦することに対して警戒感を強めている模様だ (図表 4)。

図表 1: ブラジルの基礎収支 (経常収支+直接投資)



出所: ブラジル中央銀行、CEIC、みずほ銀行

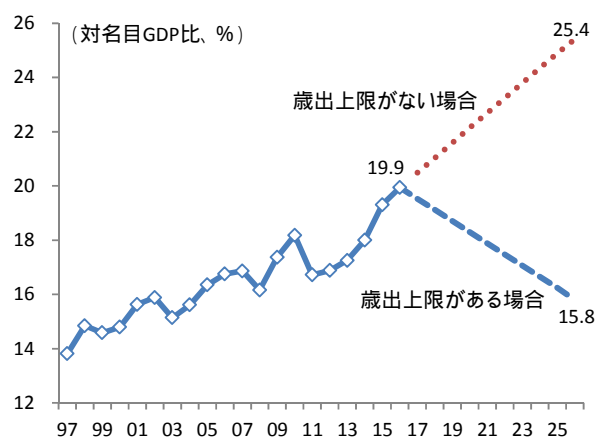
図表 2: ファンドのブラジルに対する累積投資額



注: 2010 年からの累積額、2017 年 9 月末基準。

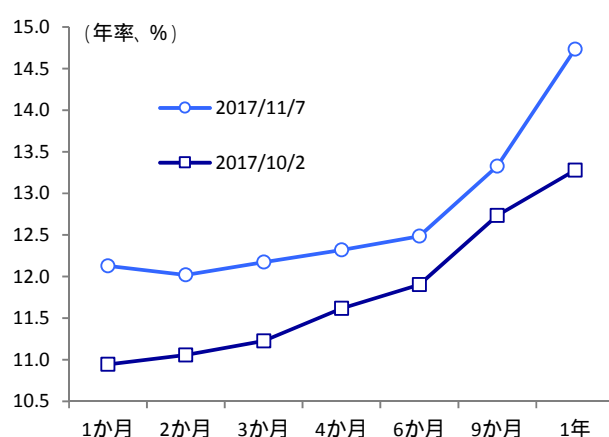
出所: EPFR Global、みずほ銀行

図表 3: 歳出上限ルールに基づく歳出予測値(対 GDP 比)



出所: ブラジル財務省、みずほ銀行

図表 4: BRL オプションのインプライド・ボラティリティカーブ



出所: 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。