

2018 年 4 月 13 日

通貨ニュース

ブラジル: ルラ氏収監でもレアル相場の視界は不良

- 4 月 4 日にブラジル最高裁判所はルラ元大統領が申請していた人身保護令状を棄却。積極財政を志向する有力な大統領候補だった同氏は 7 日に収監されたものの、依然として先行き不透明感が強くブラジルレアル (BRL) は続落し、年初来安値を更新している。
- BRL に関するフローは悪化傾向にある。実需に関する需給を示す基礎収支は黒字 (BRL 買い超) を維持するものの、金額は減少しつつある。また、IMM 通貨先物における投機筋のポジションは買い持ちから大幅な売り持ちへと転じた。
- ブラジルレアル建の金融資産は投資妙味が乏しくなっており、政治的不透明感が強い中で投資家が積極的にブラジルヘアロケーションをシフトするとは想定しがたい状況にある。短期筋からの売り圧力がある中、投資フローが縮小する恐れは強く、大統領選までの BRL は軟調推移を予想する。

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

ルラ氏収監も依然として混沌とする大統領選

先週の BRL 相場は大統領選の支持率でトップだったルラ元大統領の訴訟に関する報道に大きく振らされた。週前半は 4 月 4 日に控えたブラジル最高裁判所の判決結果に対する懸念から 3.30 近辺から 3.36 近辺まで軟化。注目の判決はルラ元大統領が収監を回避するため申請していた人身保護令状の請求を退ける結果となったものの、同氏が即時収監を拒否する構えを示したことで、週末にかけて 3.38 近辺まで値を下げた。結局、週末 7 日にルラ氏は出頭し収監されたが、今週に入ってから大統領選の行方が混沌としていることが BRL の重石となっている。

先週の判決を受けて財政拡張を志向するルラ氏の出馬はほぼ絶望的となったが、テメル現政権が進める財政再建策が次期政権に引き継がれるのか未だに不確実性が高い。ルラ元大統領が不出馬となった場合の支持率調査 (ブラジル運輸連盟調査、CNT) によれば、「ブラジルのトランプ」と呼ばれポピュリスト色が強く、財政規律を遵守するか疑いが強いボウソナロ氏が 20% と最も高い支持率を獲得した (図表 1)。2 番手のシルバ元環境相 (支持率: 12.8%) は財政再建路線を維持すると述べているが、出身母体の持続可能ネットワーク (REDE) は少数政党であり、国民に不人気な財政再建策を実行できるか疑問符がつく。大政党に所属しかつ財政規律を重視する候補はアルキミン・サンパウロ州知事 (ブラジル社会民主党、PSDB) であるが、支持率は 8.6% と 3 番手にとどまった。

前述の調査に基づくルラ氏不出馬の場合は態度を決めていないとする有権者は 4 割弱に及んでおり、各候補とも支持率を伸ばす余地は大きくなっている。また、7 日にはメイイレス財務相が出馬するため辞任を表明。テメル大統領の所属するブラジル民主運動 (PMDB) から出馬する見込みであり、大政党のバックアップを受けた同氏が勢力図を大きく変える可能性があるものの、依然として先行き不透明感は非常に強い。

BRL に関する需給は悪化していく恐れ

大統領選を巡る情勢が混沌する中で BRL に関するフローに変化が見られている。実需に関する需給を示す基礎収支(経常収支+直接投資)を確認すると、依然として黒字(BRL 買い超)を維持しているものの、直接投資の減少を背景に黒字幅は縮小しつつある(図表 2)。

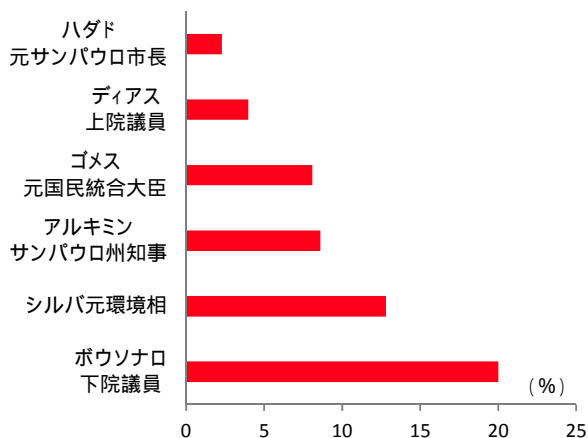
また、IMM 通貨先物における投机筋のポジションは 2018 年に入り買い持ち高が縮小し、3 月には売り持ちへ転換(図表 3)。4 月 3 日時点では▲23 億レアルの売り越しと前回の大統領選投票日(2014 年 10 月 5 日)直後の▲21 億レアルを上回る水準まで拡大した。実需に関するフローは BRL の下支え要因となっているものの、サポートは弱まっている中、短期筋からの売り圧力の強まっていることが足許の BRL の軟調な値動きに繋がっている模様だ。

こうした短期筋のポジション変化に加え、今後は外国人投資家による証券投資フローについても流入の勢いが鈍化する恐れが強い。なぜなら、景気回復に伴う資金流入を背景にブラジルの金融資産の価格は大幅に上昇しており、投資妙味が薄れているためだ。代表的な株式指数であるボベスパ指数は 2018 年 2 月に史上最高値を更新した。株の割高割安を示す株価純資産倍率(PBR)でみると過去 5 年間で最高水準となっている(図表 4)。バリエーションの観点から上昇余地が小さくなっており、政治不安が燦々の中でグローバルな株式投資家が敢えてブラジルに資産を振り分けるのか疑義が残る。実際、証券取引所が公表する外国人投資家の株式に関するフローを見ると、2018 年に入り売り超を記録する日が増加した(図表 5)。

同様に債券投資も落ち込むリスクがある。債券投資家が考える各国のデフォルトリスクを示す商品としてクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)がある。ブラジルの CDS についてソブリン格付けを加味した上で他国と比べると、格付け相応の水準にある(図表 6)。大手格付け会社 2 社が見通しを「ネガティブ」から「安定」へ変更したことが影響している模様だが、どちらも「次期政権が財政健全化路線を引き継ぐこと」を前提としている。つまり、積極財政を主張する候補が優勢になった場合は、格下げへの懸念が強まり債券価格は下落しやすいと言えよう。

2017 年のように米金融市場の緩和度合いが高まることで、新興国の金融市場へ資金が流入しやすい環境であれば、ブラジルへの投資も期待できる。しかしながら、2018 年 2 月以降、ボラティリティの上昇やタイトな流動性により米金融市場は引き締め方向へ徐々に推移している。リスク資産には逆境ともいえる環境下で、政治的リスクを抱えているにも拘らず割安感がないブラジルの金融資産に投資家が積極的に振り分けるとは考えがたい。そのため、今後はファンドによる流入ペースは鈍化する恐れが強く、またポピュリスト的な候補者が優勢となる場合は流出超に転じるリスクすらある。かかる状況下、BRL 相場は大統領選の投票日に向けて軟化していく展開を予想したい。

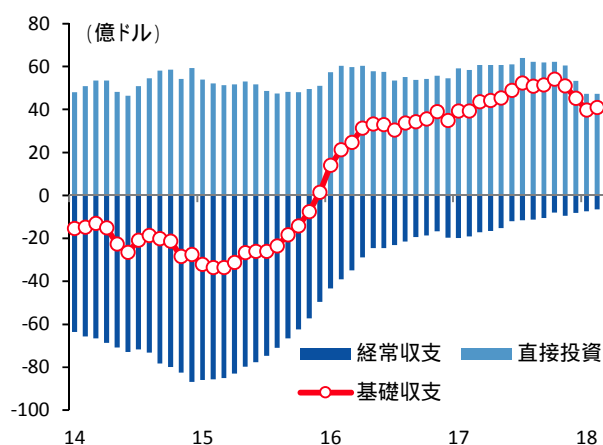
図表 1: ブラジル大統領選における各候補者の支持率



注: 調査期間は2月28日~3月3日。

出所: CNT/MDA、みずほ銀行

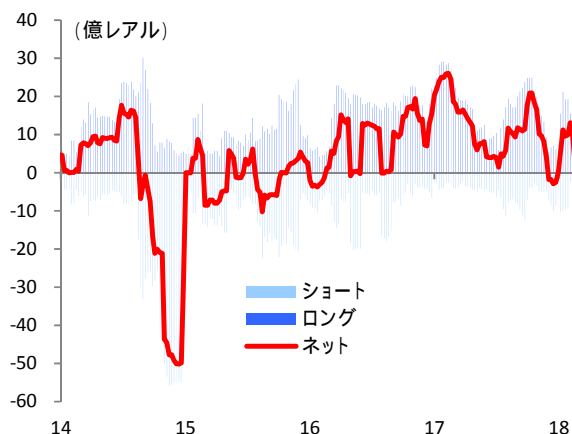
図表 2: ブラジルの基礎収支(経常収支 + 直接投資)



注: 12か月移動平均。

出所: ブラジル中央銀行、CEIC、みずほ銀行

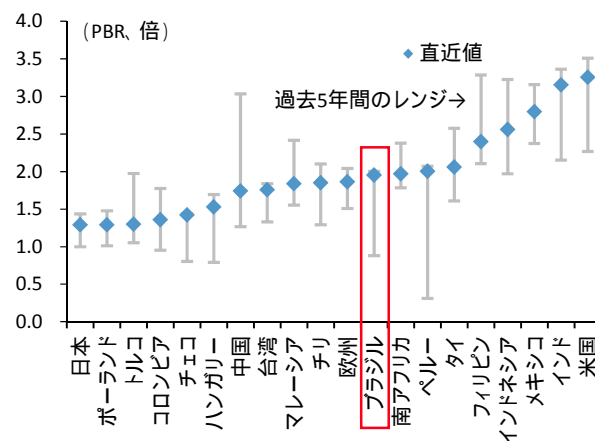
図表 3: IMM 通貨先物における投機筋のポジション(BRL)



注: 2018年4月3日時点。

出所: IMM、ブルームバーグ、みずほ銀行

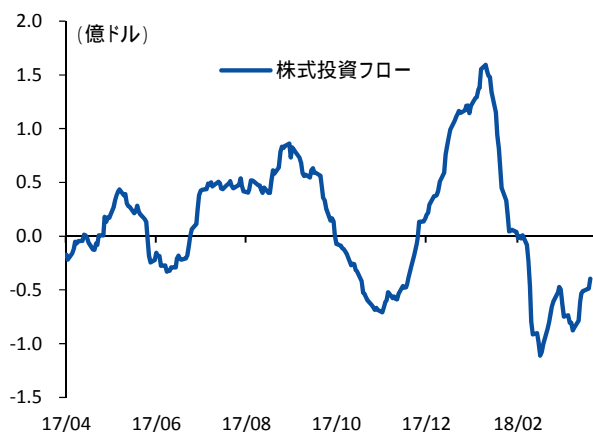
図表 4: 各国株式指数の株価純資産倍率(PBR)



注: 2018年4月12日時点。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

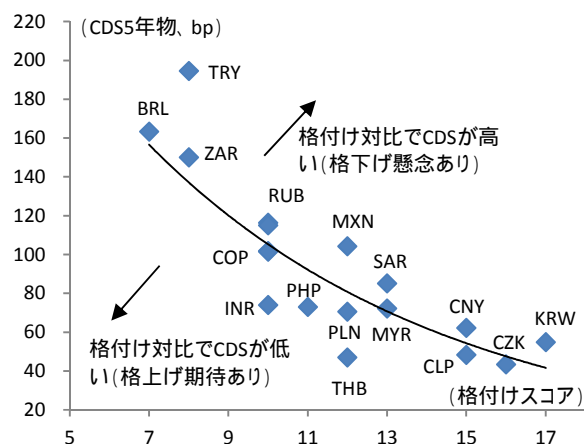
図表 5: 外国人投資家に関するブラジル株式へのフロー



注: 2018年4月10日時点。28日移動平均。

出所: サンパウロ証券取引所、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: 各国のソブリン格付けとCDS



注: 格付けはS&Pを参照し投資適格の最低級(BBB)を11とした。

出所: S&P、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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。