MIZUHO

Channel to Discovery

【通貨ニュース】

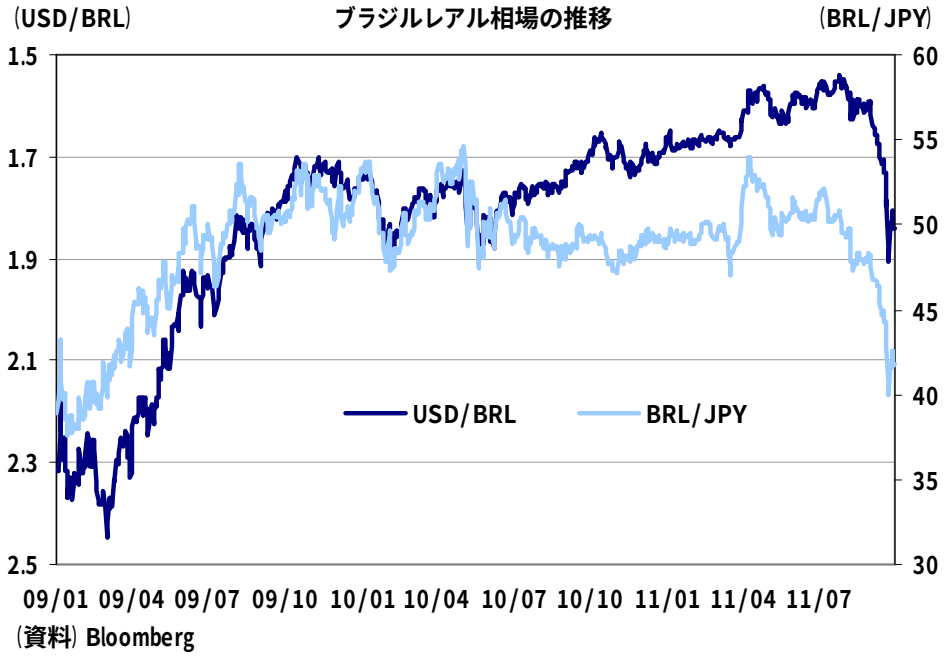
ブラジルレアルを取り巻く状況について
ー 為替相場の動向と注目材料 ー

2011年10月7日

みずほコーポレート銀行
国際為替部

調整を強いられたブラジルレアル相場

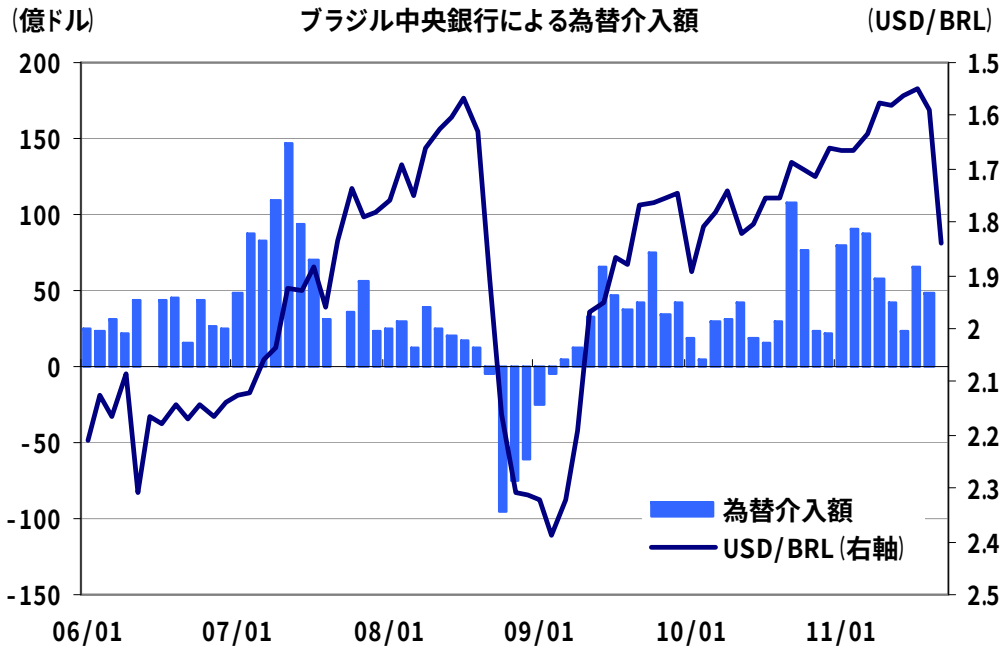
- 米国債格下げを背景にリスク回避の動きに、レアルは軟調地合いに。
- 8月31日の予想外の利下げを決定すると、レアル売りは更に強まった。
- 世界経済の減速、欧州債務問題の緊張の高まりから金融不安へと波及し、市場センチメントが急激に悪化。レアルは一時18%を超す下落となった。
- 市場の不安は当面燻る見込みで、レアルの下値不安は続きそう。



(資料) Bloomberg

レアル高抑制見直しの動き

- 欧州債務問題が世界的な金融不安へと波及しレアルは急落。
- 通貨高抑制に躍起になっていたブラジルだが、一転して通貨安への懸念が浮上。
- 9月22日にブラジル中銀はレアル買い介入に踏み切った模様。



(資料) ブラジル中央銀行, Bloomberg

資本流入規制も小休止

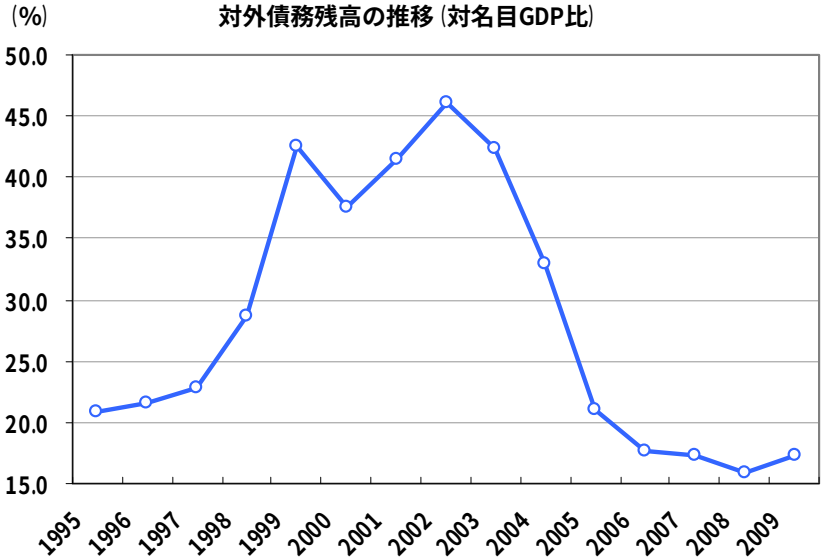
主な資金流入抑制策

日付	政策
2010年10月4日	ブラジル財務省、外国人投資家のブラジル証券投資（株式投資を除く）に対する金融取引税率を2%から4%に引き上げ
10月18日	ブラジル財務省、外国人投資家のブラジル証券投資（株式投資を除く）に対する金融取引税率を4%から6%に引き上げ
12月3日	BCB、マクロプルーデンス政策を発表、定期預金について預金準備率を15%から20%へ引き上げ
2011年1月6日	BCB、市中銀行の一定以上の外貨ポジションに対して60%の所要準備を設定（実施は4月4日）
3月29日	新規の対外短期証券発行と対外借入について、金融取引税率を5.38%から6%に引き上げ、対象となる借入期間も従来の90日までから360日までに拡大
4月6日	対外短期証券発行と対外借入について、金融取引税の対象となる借入期間を従来の360日までから720日までに拡大
4月7日	消費者信用に対する金融取引税率を従来の1.5%から3%へ引き上げ
7月27日	国内における為替デリバティブ取引に対して金融取引税1%を課税、将来的に最大25%まで引き上げられる可能性 **→10月導入予定を12月まで延期（9月23日）**

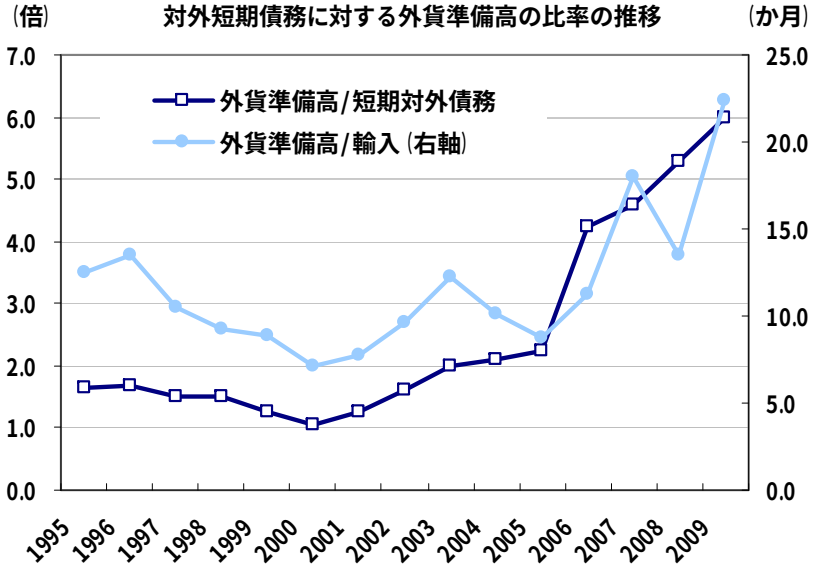
（資料）各種資料より筆者作成

外貨流動性危機は左程懸念されない

- 対GDP比で見た対外債務残高は2002年以降急速に低下している。
- 対外短期債務比率（外貨準備高/対外短期債務）は6倍程度⇒目安1倍。
- 輸入比率（外貨準備高/輸入額）は20か月分程度⇒目安3か月分。
- これらの指標はあくまで目安であるが、急激な資本流出に伴う外貨流動性危機への耐性はある程度備わっている模様。



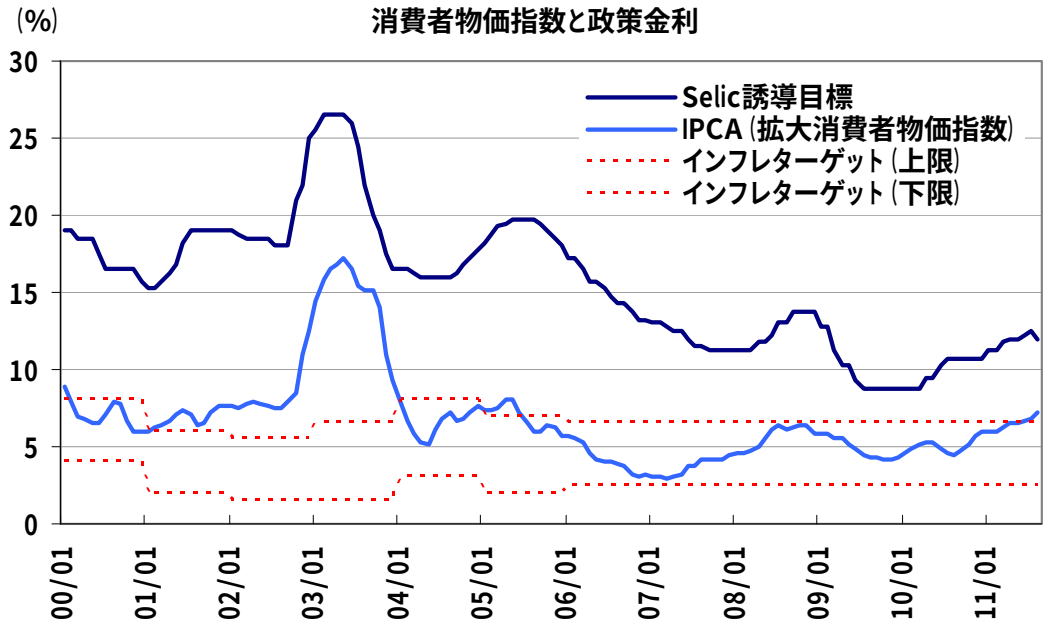
（資料）世界銀行, IMF, Datastream



（資料）世界銀行, Datastream

利下げに転じたブラジル中銀

- 8月31日、ブラジル中央銀行は市場予想に反して50bpの利下げ。
- だが、その後発表された拡大消費者物価指数は前年同月比7.23%増と上昇が加速。6年2か月ぶりの高水準。
- インフレに歯止めがかからなくなる可能性は懸念される。

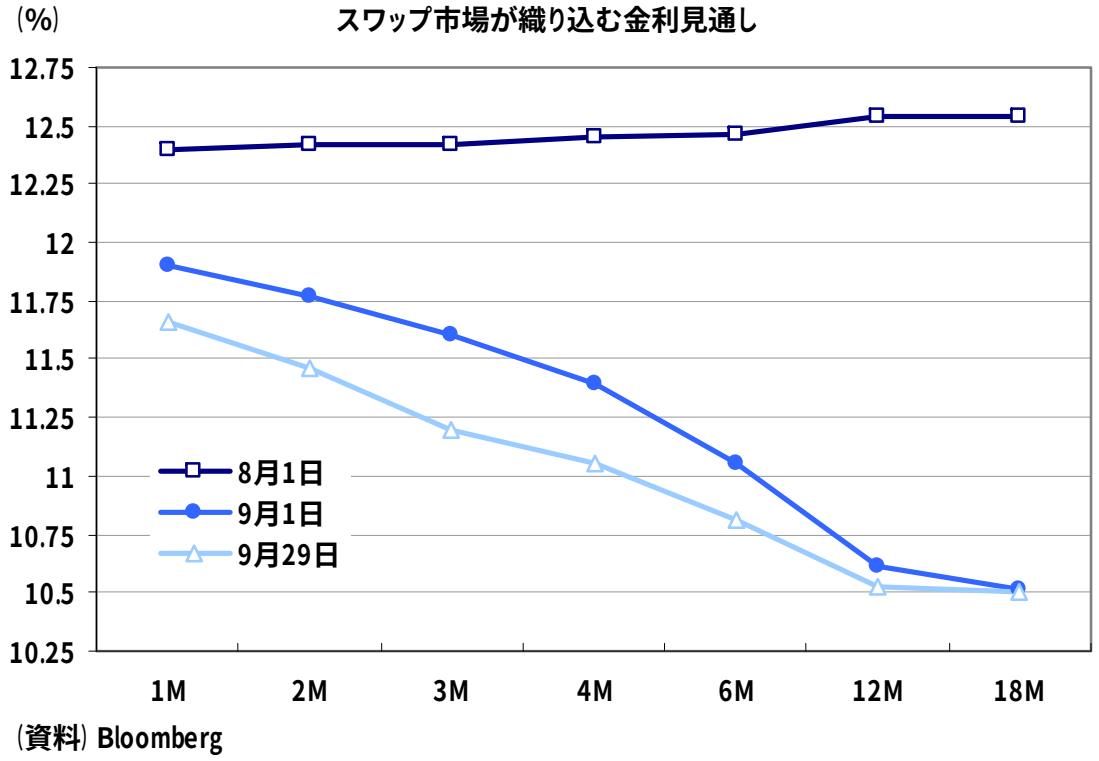


(資料) Bloomberg

Selic金利:連邦債公開市場の翌日物平均金利の指標として中銀が採用する政策誘導目標金利

更なる利下げを見込む金融市場

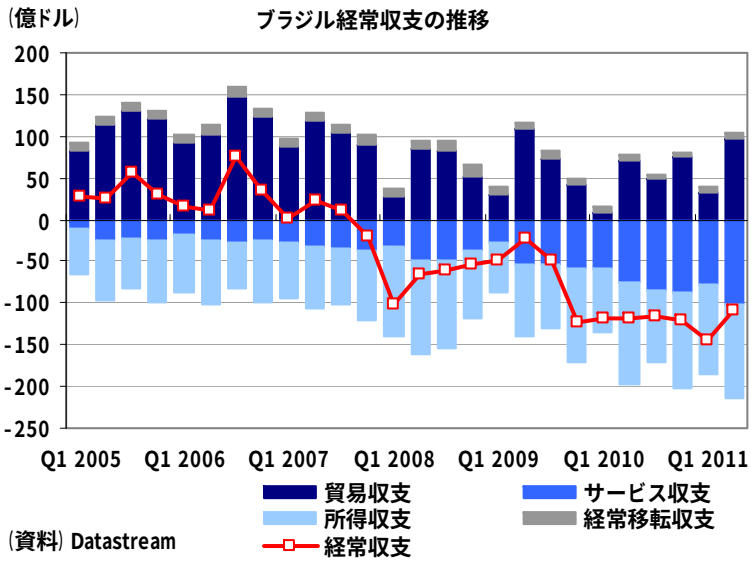
- スワップ市場では更なる利下げを織り込んでいる。
- 利下げによる内外金利差の縮小はレアル安要因。

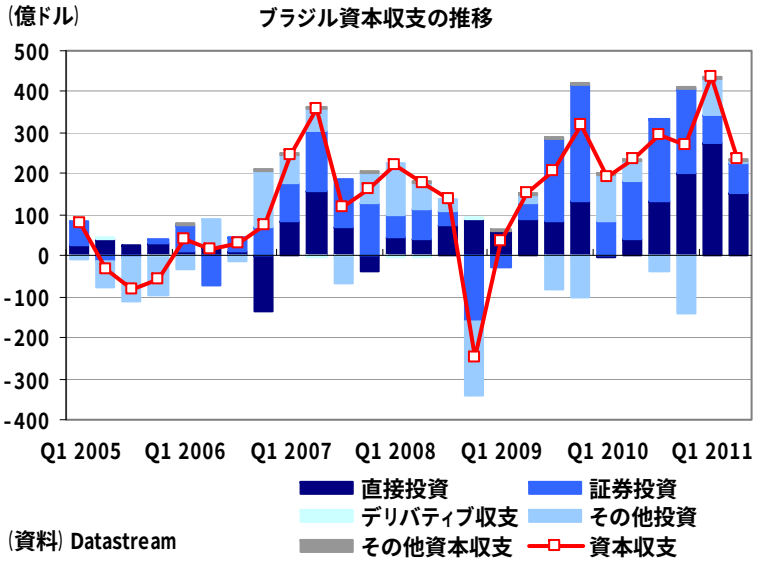


(資料) Bloomberg

拡大する経常赤字と資本収支黒字

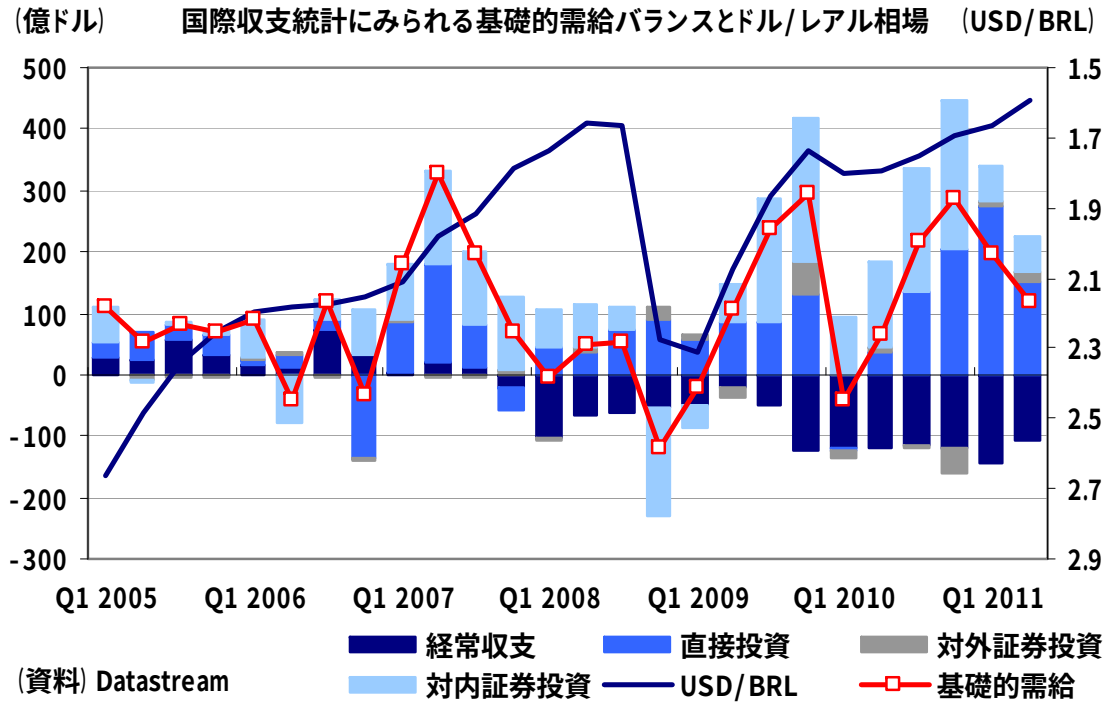
- 2007年10～12月期以降、経常赤字が続く。
  - 内需拡大に伴い、輸入が増加傾向→貿易収支は黒字縮小へ。
  - レアル高を背景に旅行収支等、サービス収支赤字が拡大。
  - 所得収支は利益送金の増加を背景に赤字が拡大。
- 資本収支は大幅な資金流入超。
  - 世界的な金融危機を受けて、2008年10～12月期は資金が流出したが、直ぐに増加基調に。
  - 2010年以降は直接投資が活発化。資金流入の形態としては好ましい。





基礎的需給バランス

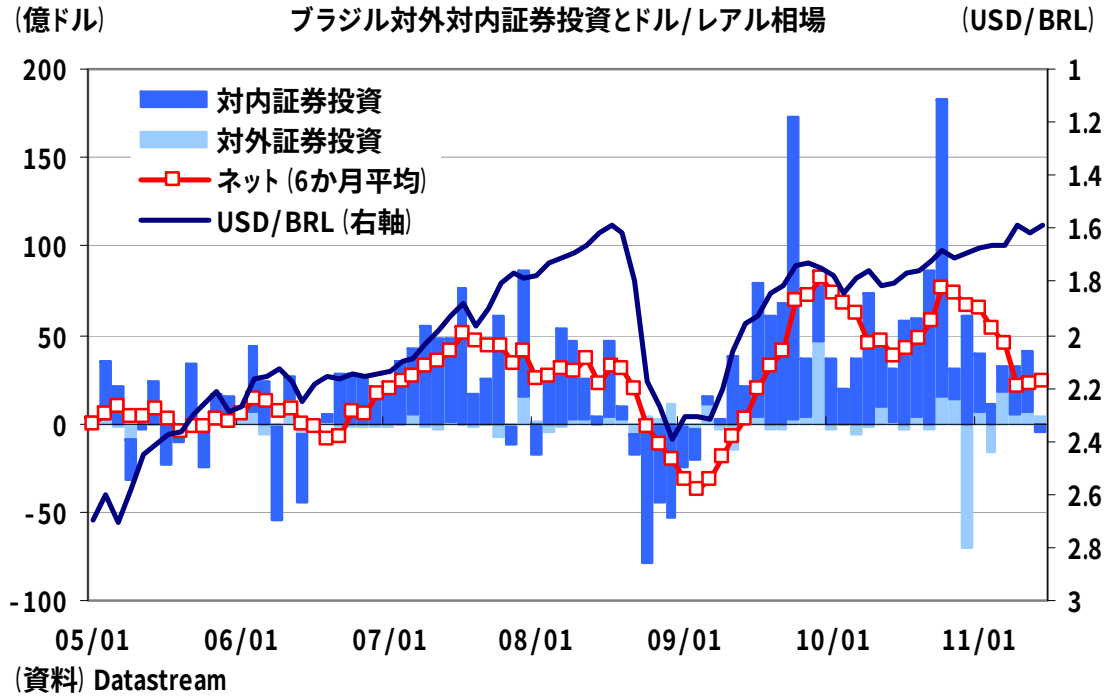
- 経常赤字が慢性化してきており、金融市場が不安定になると通貨売り圧力に。
- 世界経済の減速感が強まり、新興国経済も変調。欧州債務危機や米国債格下げ等、投資家のリスクセンチメントが悪化しており証券投資は低調に。
- 長期的なブラジル経済への期待から直接投資が増加傾向。レアル高を下支え。



(資料) Datastream

対内証券投資は縮小が鮮明に

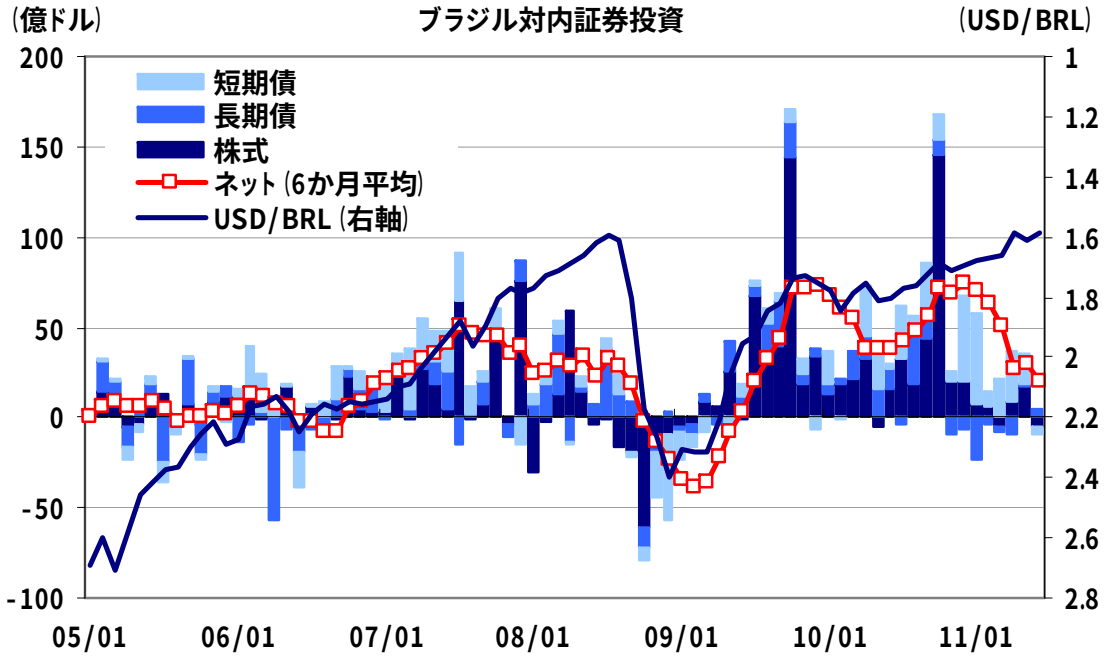
- ブラジルへの対内証券投資が活発な一方で、ブラジルからの対外証券投資は僅かな規模に留まる。
- 証券投資の影響は基本的に外国勢の投資次第。



(資料) Datastream

株式投資から短期債投資へ

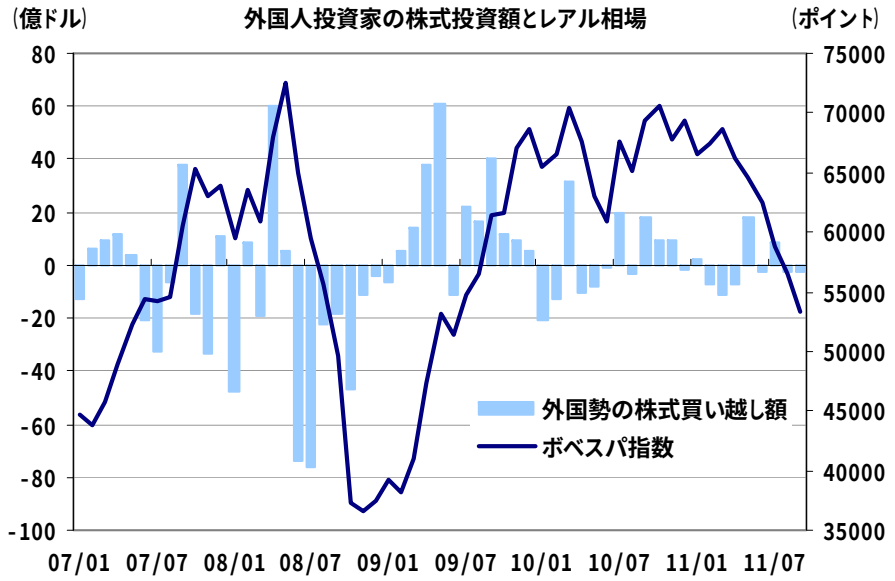
- 2009年3月から景気回復期待から株式を中心に対内証券投資が活発に。
- だが、インフレ抑制に向けた利上げを受けて2010年後半から大きく減少。
- 高金利を背景に短期債への投資は続くが、リスク許容度低下により債券投資も縮小傾向。



(資料) Datastream

停滞する外国人投資家による対内株式投資

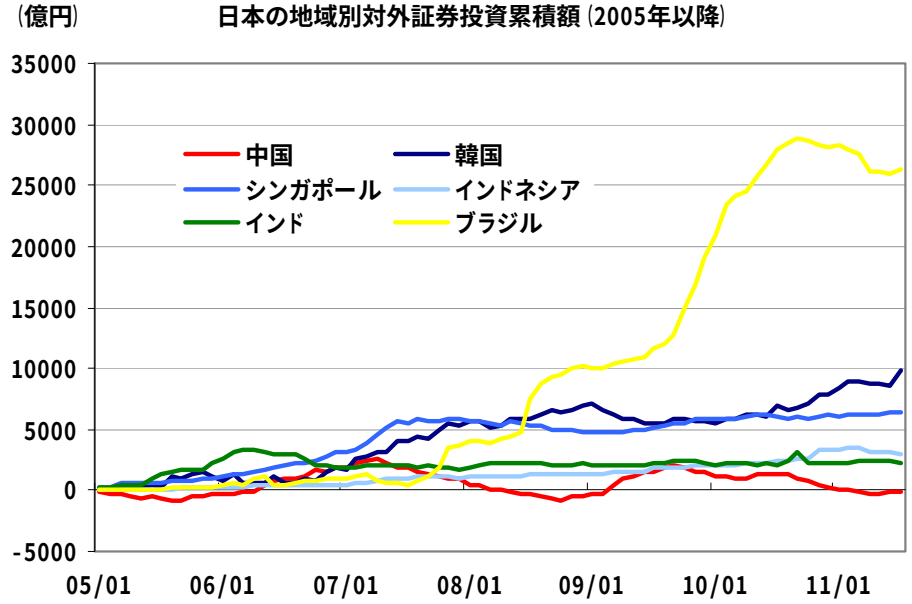
- 2009年2月に買い越しに転じて、株価の上昇と共に外国人投資家による買いが膨らんだ。
- だが、その後は利上げや欧州ソブリン問題に圧迫された。
- 2011年に入っても中東･北アフリカ情勢の緊迫化や、欧州ソブリン問題、米国債格下げ等相次ぐ投資家心理を冷え込ませるイベントに、積極的な投資は控えられた。
- 足許は、経済の減速感もあって売られやすい地合いが続いている。



(資料) Bloomberg

日本からの対内証券投資

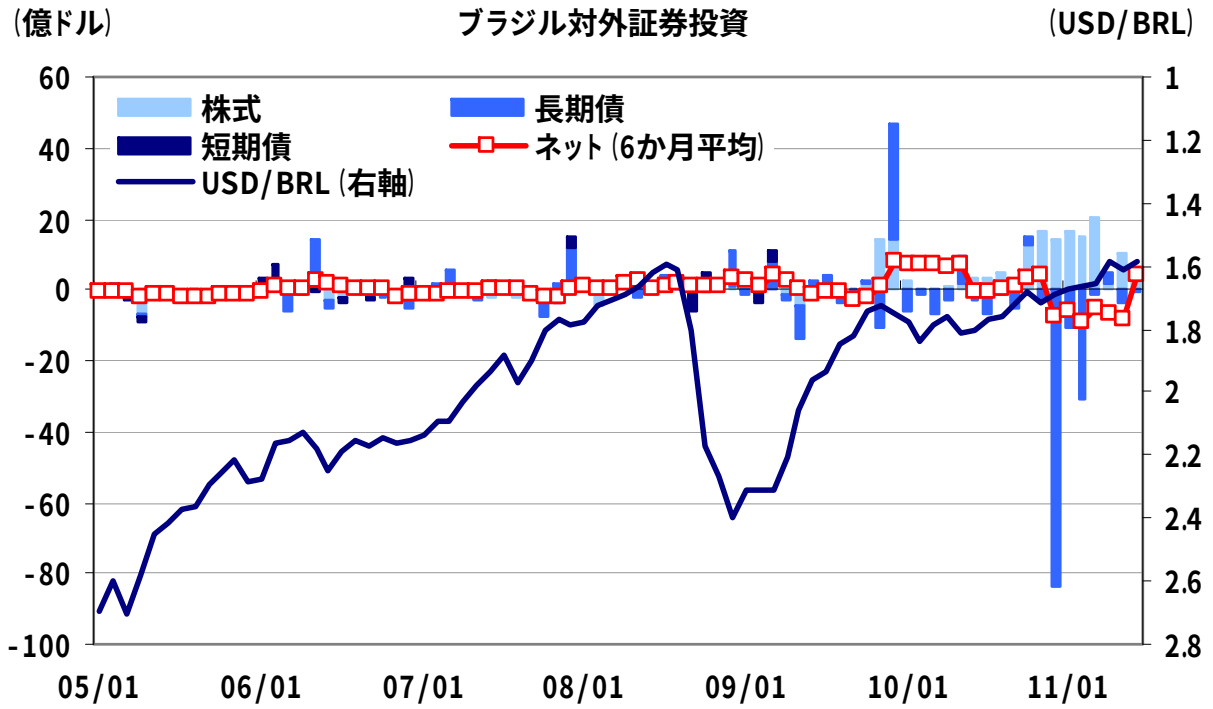
- 日本からのブラジル向け証券投資は、特に2009年半ば以降急速に盛り上がった。
- 通貨選択型投資信託においてレアル建てが人気を集めていたのも記憶に新しい。
- 今回のレアル急落を受けて、相応のポジション巻き戻しがあった可能性。
- 日本からの証券投資の急増はレアル高に効いていたと思われ、今後の投資行動に回復が見られない場合はレアル高圧力の緩和に繋がるだろう。



(資料) 財務省

対外証券投資がレアル相場に与える影響は僅か

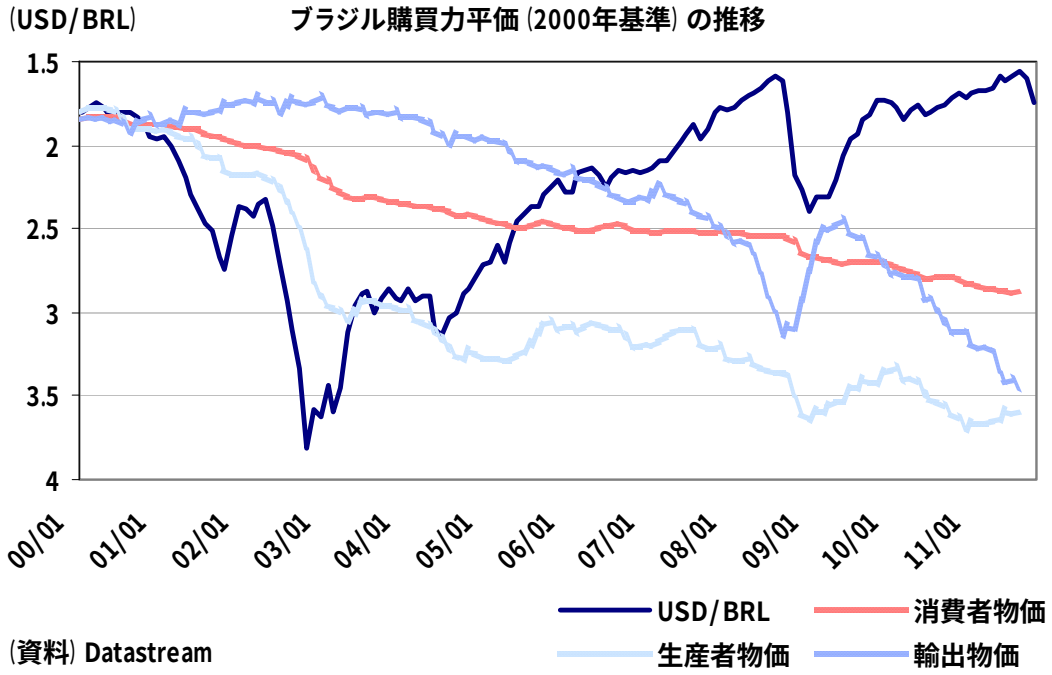
- ブラジルからの対外証券投資は小規模。レアル高を止める材料にはなり難い。



(資料) Datastream

購買力平価で見る水準感

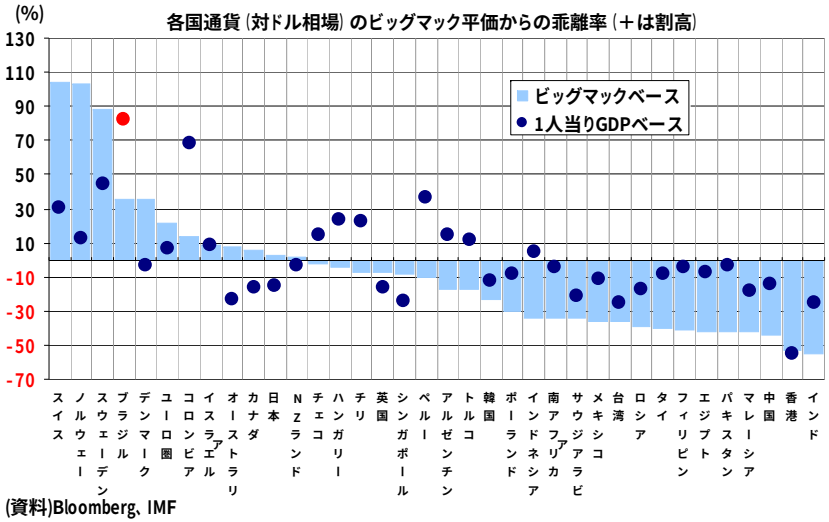
- 購買力平価で見ると、レアルは通貨安方向の圧力が強い。
- 世界経済の減速や欧州金融システム不安を背景に、レアルは一旦調整を迫られた。
- 投資家の心理が改善に向かえば成長期待、高金利を背景としてレアルは買われる公算が大きいが、景気後退期や金融危機等の混乱を機に通貨安方向への揺り戻しが警戒される。



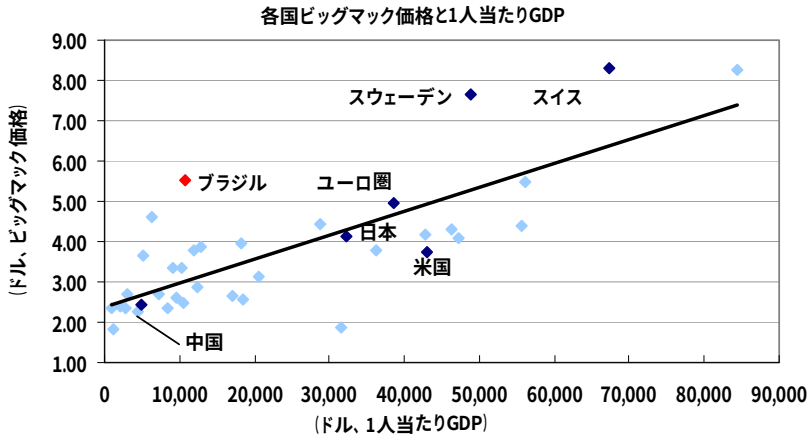
(資料) Datastream

ビッグマック平価（1人当たりGDPベース）で最も割高

- ビッグマック平価から割高/割安を見ると、レアルは35%程度割高。
- また、ビッグマック平価を公表するThe Economist誌が着目するように、各国1人当たりGDPとビッグマック価格には正相関がある。それを基に割高/割安をみると、レアルは82%程度と最も高い。



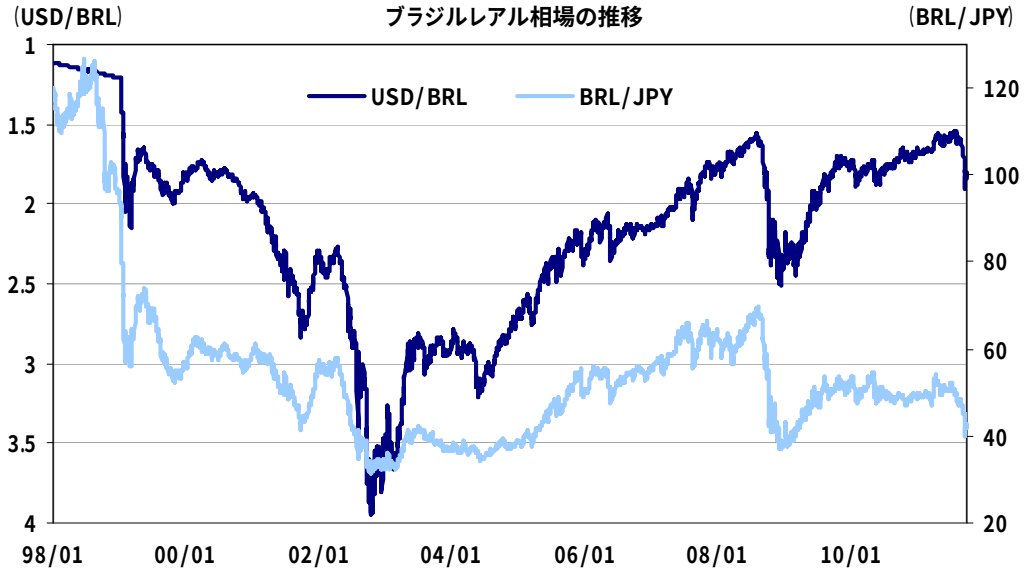
(資料)Bloomberg、IMF



（資料）Bloomberg, IMF, The Economist ※同誌とは使用するレート等が異なり、結果も若干異なる。
またBloombergで欠損しているデータはThe economist誌の以下URLから取得。
http://www.economist.com/blogs/dailychart/2011/07/big-mac-index
ユーロ圏の1人当たりGDPはIMFから筆者が試算。

(参考) 変動相場制移行後のブラジルレアル相場

- 変動相場制移行後レアル安基調が続き、02年に債務不履行を宣言する可能性があるとみられていた労働者党ルーラ氏が大統領選挙戦において優位に立ったことや、アルゼンチンが経済危機に陥ったことが嫌気され、02年後半には4.0付近まで下落した。
- ルーラ政権発足後は、同政権が堅実な経済政策を踏襲したことに加えて、一次産品価格高騰もあって貿易黒字が拡大したことなどから1.55台まで上昇した。しかしその後、証券投資資金の引き上げ等に伴い、レアルは2.512まで大幅下落。
- 2009年以降、景気回復期待を背景に大量の資金が流入し、過去最高値1.53台をつけた。



(資料) Bloomberg

ブラジルレアル相場の今後の見通し

- 年内は弱含むが、年明け後は再びレアル買いが優勢に。
  - 市場は更なる利下げを期待しており、レアルは売られ易い地合いが続きそう。
  - 世界経済の減速や欧州債務問題を背景に、リスク回避が強まり易い。
  - 利下げに転じたブラジル中銀だが、国内経済は底堅く、観測期間中に利上げ路線に帰する可能性。
  - 依然として内外金利差は大きく、市場の不安が鎮まればレアルは選好され易い。
  - 世界経済が踊り場を抜け出し回復が強まれば、再び新興国への資金流入が活発に。

	2011年 1～9月（実績）	10～12月期	2012年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
USD/BRL	1.5391 ～ 1.9055 (1.8403)	1.70 ～ 2.00 (1.85)	1.65 ～ 2.00 (1.80)	1.60 ～ 1.95 (1.75)	1.55 ～ 1.90 (1.70)	1.50 ～ 1.85 (1.65)
USD/JPY	75.95 ～ 85.53 (76.67)	75 ～ 79 (78)	74 ～ 80 (79)	75 ～ 82 (80)	76 ～ 84 (82)	77 ～ 85 (83)
BRL/JPY	40.017 ～ 54.018 (41.712)	38.0 ～ 45.0 (42.2)	38.0 ～ 47.0 (43.9)	39.0 ～ 51.0 (45.7)	41.0 ～ 53.0 (48.2)	42.0 ～ 54.0 (50.3)

(注) 1. 実績の欄は9月30日までで、カッコ内は9月30日のクローズ。
2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

（国際為替部　多田出 健太）

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、完全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。
当資料は投資判断の参考となる情報の提供を目的として作成したものであり、特定の投資戦略を勧誘するものではありません。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にお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほコーポレート銀行に属し、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。