

シニア・ストラテジスト  
山本 雅文

マネックス証券株式会社  
www.monex.co.jp

## ブラジルリアル:火ディルマ?

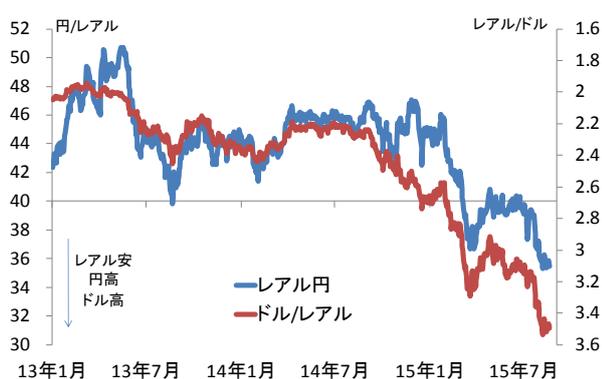
### <要約>

ブラジルリアルは7月入り後、中国株安、原油安、米利上げ期待といった外部要因に加えて、財政悪化やディルマ・ルセフ大統領の支持率急低下などの国内の悪材料も出てきたことから売りが加速した。8月中旬以降はやや安定化しているが、材料面では反転の兆しが見られない。反発にむけては、国内政治の安定化、原油価格の反発あるいは米利上げを巡る不透明感の後退が必要となりそうだ。

### 安値更新の背景:内憂外患

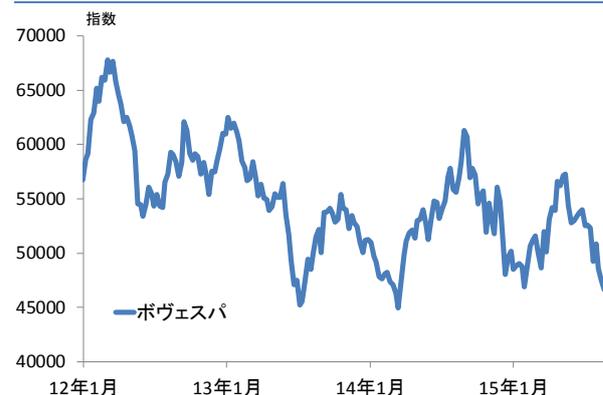
ブラジルリアルは3月に36円台の安値をつけた後、40円丁度前後に反発して安定化したかに見えた。もっとも、7月入り後、米利上げからくる資金流出懸念が燻る中で、中国株価や原油など資源価格が続落するなど、外部要因が重石となった。更に、国内でも政府が7月22日に財政緊縮目標を緩和、格付け機関S&Pによるソブリン格下げに繋がったほか、長引くマイナス成長や与党議員による国営石油会社ペトロブラス関連の汚職疑惑を受けてディルマ・ルセフ大統領の支持率が8%へ急落したことから再び下落基調となり、8月6日に34.91円の安値をつけた(図表1)。その後は35円台で安定しているが、短期的には明確な状況改善は期待薄で、続落リスクが燻っている(ブラジルリアルの下落要因は表1を参照)。

(図表1)ブラジルリアル相場の動向



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

(図表2)ブラジルの主要株価指数



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

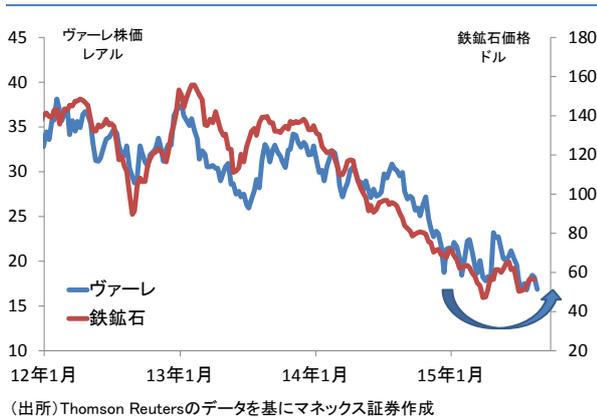
### 反発の条件:貿易収支、インフレ、弾劾、FOMC

表1にまとめているように、リアルを巡っては悪材料が非常に多く、全ての材料が好転して持続的な反

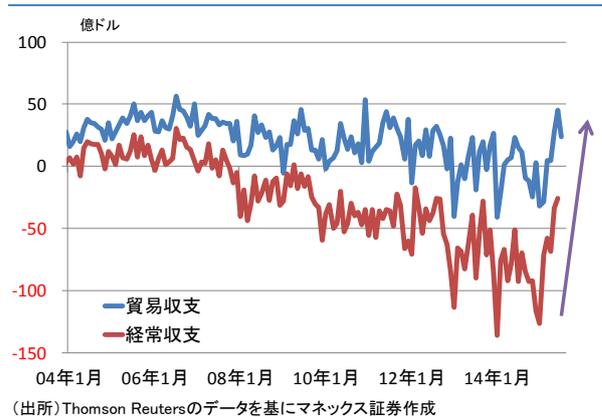
発局面に向かうのは難しそうだ。特に、先進国経済の回復力が弱い中で外需頼みの回復も難しい中、スタグフレーション的状況下でインフレが沈静化しないことには設備投資阻害要因となっている高金利解消に動けず、経済政策運営は非常に難しそうだ。

但し、いくつか今後の反転に繋がり得る兆しもみられてきている。一つは貿易収支で、主要輸出品目の一つである鉄鉱石価格が安値更新地合いにはなく小反発している中で(図表 3)、これまでのリアル安もあってか黒字拡大方向にある(図表 4)。そしてこれを受けて経常赤字も縮小方向にあり、通貨安の正常なポジティブフィードバックが働きつつある可能性がある。

(図表3) ヴァーレ株価と鉄鉱石価格

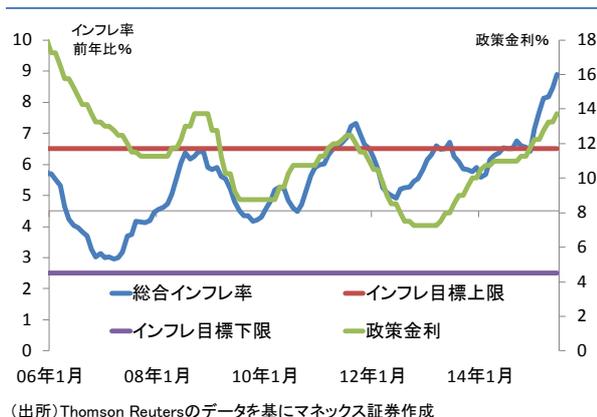


(図表4) ブラジルの貿易収支と経常収支

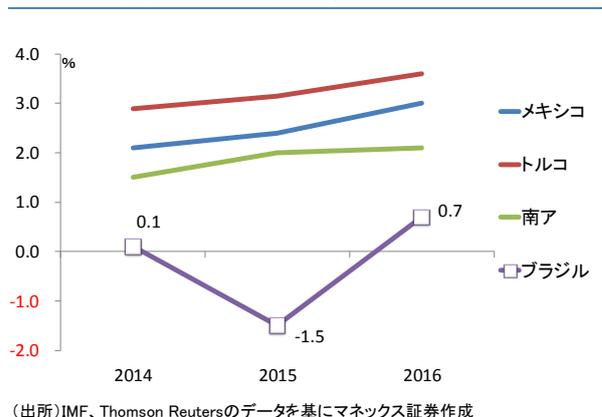


インフレ率についても、確かに足許はブラジル中銀のインフレ目標(前年比+4.5%)の倍程度の伸び率となっているが(図表 5)、財政緊縮策の一部である公共料金の引き上げの影響もあり、同程度の値上げが続かなければ、来年以降前年比ではベース効果剥落によりインフレ率が鈍化に向かう可能性がある。現在の市場予想では、来年2Qに前年比+6.0%と中銀の目標レンジ(3.0-6.0%)内に入ってくる見込みとなっており(図表 7)、その場合には成長支援のための利下げが視野に入ってくる(図表 8)。

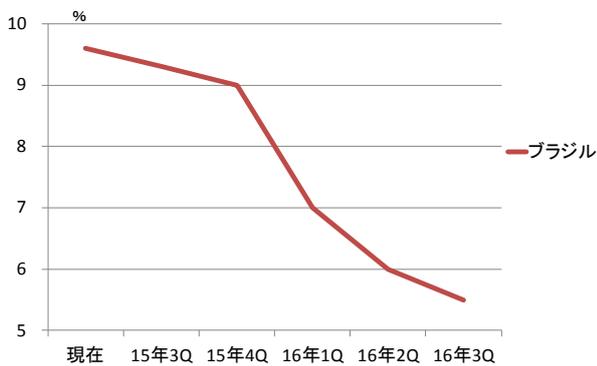
(図表5) ブラジルのCPIと政策金利



(図表6) 新興国の成長率予想(IMF)



(図表7)ブラジルのインフレ率予想



(出所) Bloombergの集計を基にマネックス証券作成

(図表8)ブラジルの政策金利予想



(出所) Bloombergの集計を基にマネックス証券作成

政治面では、ペトロbras関連の汚職捜査については不透明感が残るものの、大統領弾劾については、混乱が収束に向かう可能性もある。まず、大統領弾劾が行われずルセフ大統領が 2018 年まで任期を全うする可能性もある。大統領弾劾が議会で採決されても、3分の2の賛成が必要で、これは困難とみられている。その場合もルセフ大統領残留が決定し、不確定要素が一つ減少する。仮に大統領弾劾に成功したとしても総選挙に向かうわけではなく、ブラジル憲法によれば副大統領が大統領に就任することになっている模様で、法的・手続面では大統領弾劾は収束する。

海外要因では、米利上げを巡る懸念につき、年内に実際に利上げを開始したとしても、米ドルが大幅続伸したり、米国株価の大幅下落につながったりといった、市場の混乱がないことが明らかになれば、新興国に再び国際投資資金が流入してくる可能性がある。米国の景気回復と利上げは、既に 2013 年からの市場の一大テーマであり、相当程度織り込まれている面もある。更に、過去の利上げ局面と違い、利上げペースは四半期に 1 回(25bps)かそれよりも漸進的なものとなる可能性が示唆されており、金利面で米国の魅力が突如高まる訳ではない。

このため、足許はレアルの地合いは非常に悪いが、これらの要因の進展を見極めていく必要があり、好転の兆しが見られ始めたら、レアル押し目買いに妙味が出てくるだろう。

(表 1): ブラジルレアルの下落要因

	現状	市場予想・見通し
<b>&lt;国内経済要因&gt;</b>		
年内マイナス成長	資源安、高金利などから今年 1Q まで 4 四半期連続マイナス成長(前年比)	少なくとも来年 1Q までマイナス成長、一部に来年通年でマイナスとの見方も
財政悪化・格下げ	政府は 7 月 22 日、景気悪化による歳入減を受け財政黒字目標を引下げ 8 月 11 日、格付け機関 Moody's がブラジルの格付けを Baa3(トリプル B マイナスに相当)へ引下げ。但し見通しは中立に	S&P などが更なる格下げを行うと、ブラジルは投資適格級を失い、更なる資金流出も
高インフレ	直近は前年比+9.6%と、中銀のインフレ目標中心値(+4.5%)および上限(+6.5%)を大幅に上振れ。財政再建目的の公共料金引下げが主因だが、レアル安も一因。	来年は、公共料金引上げのベース効果が一部剥落し、前年比伸び率が鈍化へ。
経常赤字	今年 1Q は対 GDP 比で-4.6%と過去最悪に。	直近は貿易黒字化もあって経常赤字は縮小傾向
<b>&lt;国内政治要因&gt;</b>		
大統領支持率低下	一部世論調査では 8%と過去最低。背景としては、 与党労働党議員の多くが国営石油企業ペトロbrasからの収賄疑惑 財政緊縮からくる景気悪化への不満 大統領辞任を求め大規模デモ多発 大統領が弾劾されるリスク上昇	ペトロbras汚職問題については検察当局が厳しく調査、一部議員の辞任・逮捕で一服となるか 大統領弾劾には議会で 3 分の 2 の賛成が必要で、ハードルが高い
<b>&lt;外部要因&gt;</b>		
米利上げ見通し	ブラジルを含む新興国から米国へ資金がシフトするとの懸念	9 月利上げ開始シナリオはやや後退だが、年内利上げ期待は根強い 但し、利上げはかなり織込まれており、また非常に小幅・ゆっくりであることから、一旦利上げすれば市場が安定化も
中国減速懸念	中国景気減速で、ブラジルの主要輸出品である鉄鉱石や原油の需要減・価格下落リスクに 中国株安がブラジル株つれ安リスクおよび国際投資家のリスク回避傾向とブラジルを含む新興国からの資金引き揚げリスクに	鉄鉱石価格は底入れの兆しが窺われる一方、原油価格は下値目処が立たない状況

(出所)各種報道を基にマネックス証券作成

**利益相反に関する開示事項**

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

- ・当社は、本レポートの内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。
- ・記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。
- ・過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。
- ・提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。
- ・当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。
- ・投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。
- ・本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会