

PRAEVIDENTIA WEEKLY (6月7日)

BRL：働く通貨はキャリーだけ

<要約>

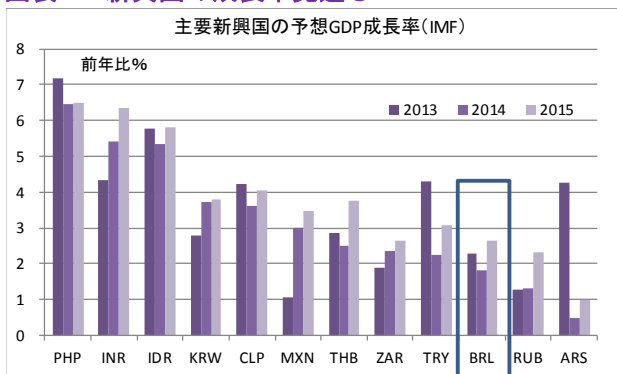
成長率鈍化、サッカーW杯開催の景気への悪影響や反政府デモなど、ブラジルを巡るニュースはポジティブなものが多い。もっとも、リアル相場は比較的安定しており、特に高い金利を考慮すると、キャリー取引通貨としての相対的な魅力は高い。10月の大統領選や来年にかけての米利上げといったイベントリスクがあるものの、他の新興国通貨と比べてリターンを確保しやすいとみられる。

経済は他の新興国対比で見劣り

かつては BRICs 諸国の一角として世界から投資資金を集めたブラジルだが、最近では他の新興国対比で成長率の見劣りが著しい。サッカーワールドカップ開催（6月12日から1か月）も当初の投資増からくる景気押し上げ効果期待の局面は過ぎ去り、むしろ円滑な開催への懸念が高まっているほか、W杯開催中の消費その他経済活動全般の鈍化リスク、更に丁度1年前に高まったバス運賃値上げに端を発した反政府デモが再び広がっている。こうした中、主な新興国の GDP 成長率に関する IMF の直近4月世界経済見通し（WEO）をみると、経済・通貨危機のアルゼンチンやウクライナ情勢の悪影響が出ているロシアに次ぐ低成長となっている（2014年：+1.8%、2015年：+2.7%、図表1）。

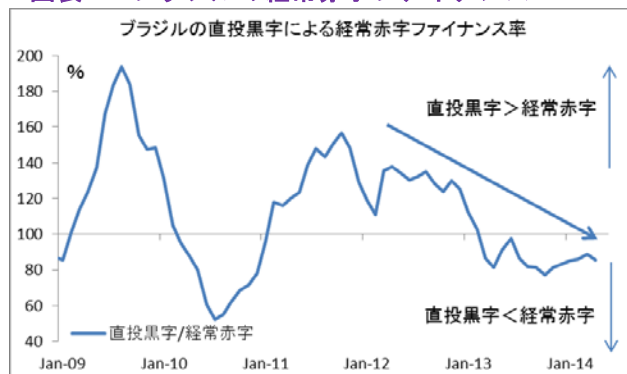
こうした低成長見通しを反映してか、ブラジルへの資金流入にも変調がみられる。ブラジルは慢性的な経常赤字国だが、高成長からくる活発な輸入を反映しているほか、過去数年は経常赤字額を上回る直接投資流入があったことから、新興国では珍しく、経常赤字ファイナンス面では全く問題なかった。もっとも、最近は経常赤字拡大が続く一方、直接投資額はそれに見合ったかたちで増加せず、結果として直接投資黒字額で経常赤字をカバーする比率が低下傾向にある（図表2）。依然として80%台と高水準にあるものの、対外収支のバランス、ひいては為替需給が短期的に出入りする証券投資等のフローに左右される度合いが高まりつつある。

図表1：新興国の成長率見通し



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

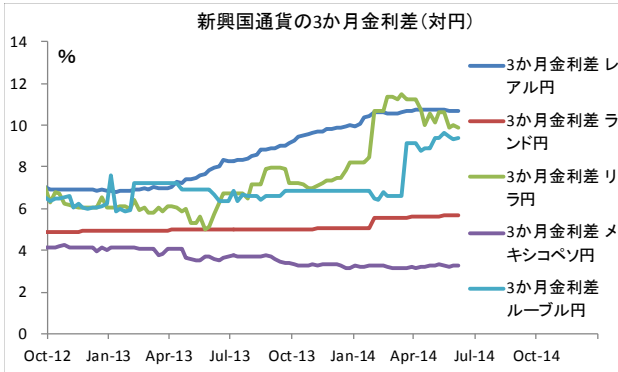
図表2：ブラジルの経常赤字ファイナンス



働く通貨はキャリーだけ！？

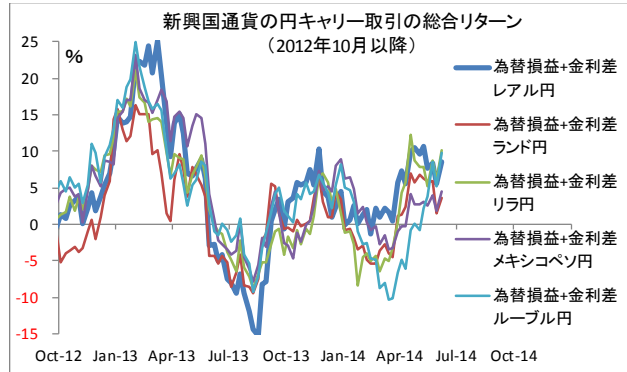
それにも拘らず、ブラジルリアルは比較的底堅く推移している。昨年末から今年初めにかけて新興国通貨は総じてほぼ無差別に売り圧力を受けたが、ブラジルリアル下落は比較的小さかった。この間、ブラジル中銀は低成長にも拘らず（低成長の犠牲を払い）、高インフレ、通貨安対策として連続的な利上げを行い、政策金利を11%へ引き上げてきたことから、為替の変動（3か月前対比の変化率）と金利収益（3か月物金利の円金利との格差。3か月分）を合わせた対円でのキャリー取引の総合リターンをみると、ブラジルリアルは今年に入ってからマイナス化せず、為替が上昇しなくともキャリーの大きさから他の主要新興国通貨対比でも安定的な高リターンを挙げている（図表3、4）。

図表 3：新興国通貨の対円金利差（3 か月物）



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：新興国通貨の円キャリー取引の総合リターン（2012年10月以降）



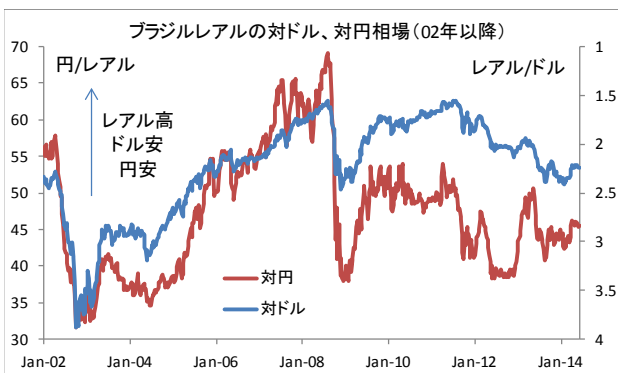
ルセフ対ネベス

今後のイベントとして 10 月 5 日予定されているブラジル大統領選があるが、ブラジルレアルにとってリスク要因となるだろうか？まず、最近の新興国における選挙後の為替相場の動きをみると、3 月 31 日のトルコ統一地方選、5 月 7 日の南ア総選挙、5 月 12 日までのインド総選挙、5 月 25 日のウクライナ大統領選と、いずれの場合も、概ね事前の世論調査通りの結果となったことから、（勝利した候補あるいは党が政権を担うことがその国にとって最善かどうかは疑わしいが）、イベントリスク消化で少なくとも直後の反応としてはトルコリラ、南アランド、インドルピーやロシアルーブルなど関連通貨が買われるという結果となっている。ブラジルでも、ディルマ・ルセフ現職大統領が世論調査で他候補を引き離してリードしている中、ルセフ現大統領再選は（ルセフ大統領が現在のブラジルにとって最適任かどうかはさておき）イベントリスク消化からレアル買いに繋がる可能性が高い。直近 5 月世論調査では、ルセフ現大統領が 40%、社会民主党（PSDB）党首のアエシオ・ネベス候補が 20%、社会党（PSB）党首のエドゥアルド・カンポス候補が 11%だった。

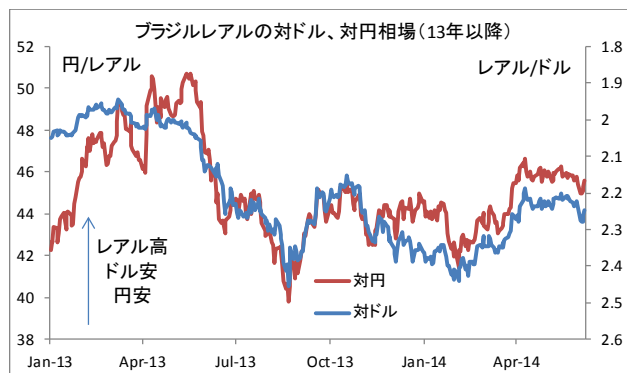
もっとも、これまでの低成長や高インフレを背景に、ルセフ大統領および与党労働党（PT）への支持率が低下している一方、ネベス候補およびカンポス候補の支持率が上昇し、格差が縮まってきている。この間、有権者の間には「変化」を求める声も高まっており、10 月 5 日の選挙までに更に格差が縮まり、僅差で決選投票に持ち込まれ、ネベス候補が勝利する可能性は徐々に高まっている。上述の他国の例から類推すると、市場は不確実性を嫌うことから、決選投票に持ち込まれどちらがなるか分からない場合は、リスク回避から一時的にレアルが売られるかもしれない。但し、仮にこれまでの想定と違ってルセフ現大統領以外の候補が勝利する場合でも、ルセフ政権下で実現できなかった各種改革実施の可能性が高まり、将来性への期待感からレアルが買われる展開も十分に考えられる。このため、10 月に向けては世論調査におけるルセフ大統領とネベス候補（およびカンポス候補）の支持率の格差の縮小度合いへの注目度が高まっていくだろう。

図表 5：レアル相場（2002 年以降）

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成



図表 6：レアル相場（2013 年以降）



低成長・高インフレ下で高金利・為替政策で綱渡り

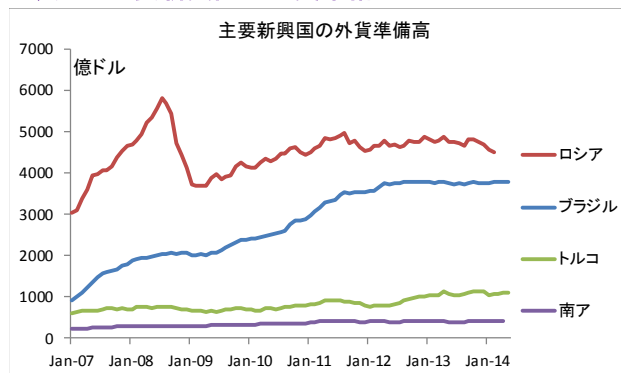
ブラジルは経常赤字、高インフレ、低成長といった、典型的な新興国の症状を示しており、通貨安、高インフレを防ぐために高金利政策を採り、それが成長を阻害する悪循環を断ち切れたかは不明だ。このため当面は世

界の投資家に積極的に買われる通貨とはなりにくい。とは言え、高金利政策と通貨安防衛策によりレアルがある程度下支えされ、なんとか均衡を保っている。またブラジル中銀は5月の金融政策会合（COPOM）で追加利上げを実施せず、低成長への配慮を示したかたちだが、金利面では絶対水準として既にかなり高い水準であるほか（SELIC 金利は 11.0%）、トルコなど競合する他の高金利国は利下げに転じており相対的な高金利は維持されている。またブラジルの外貨準備は比較的高水準で、レアル安抑制のための介入を継続することが可能だろう（図表 7）。経済が W 杯中の減速リスクを持ちこたえれば、高金利政策と為替政策によりレアルは下落の場合でもキャリーでカバーできる状況が続くだろう。

こうした中、当社は対ドルでのブラジルレアル軟調継続を予想しているが、市場予想よりも小幅な下落しか予想していない（図表 8）。対円では、当社は年末にかけてのドル安円高を予想していることから、レアル/円相場も昨年の安値近辺である 40 円台への下落の可能性があるかとみているが、その後は米国の利上げに向けた議論の活発かがドル/円の反発に繋がるとみていることから、レアル/円も反発に向かうだろう。

来年の米利上げ開始、あるいは今年秋以降、Fed のテーパリング縮小終了後の利上げ開始時期に関する議論の高まりが新興国通貨に対して再び動揺を与えるリスクはある。但し、昨年半ばのテーパリング開始の議論のような寝耳に水ではないほか、今後利上げがあるにしても非常にゆっくりとしたペースで、結果的な利上げ幅も過去の利上げ局面よりも小さいとみられることから、新興国への影響があるとしても相対的にマイルドなものに留まるだろう。

図表 7：主要新興国の外貨準備



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 8：当社のレアル相場予想

当社のブラジルレアル予想					
通貨ペア	直近	14年6月末	14年9月末	14年12月末	15年3月末
ドル/円	102.5	100	98	95	98
(市場予想)		104	105	107	108
ドル/レアル	2.25	2.25	2.30	2.35	2.40
(市場予想)		2.3	2.3	2.4	2.5
レアル/円	45.6	44.4	42.6	40.4	40.8
(市場予想)		45.2	44.4	43.2	42.1

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。

当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
 金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	「円高に対する生命保険」(14年5月2日) 「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日) 「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日) 「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日) 「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日) 「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日) 「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)
ドル	「FOMC:相手選びは慎重に」(13年10月25日) 「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日) 「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)
ユーロ	「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日) 「来年のユーロ：金融政策とプルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日) 「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)
ポンド	「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日) 「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日) 「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)
豪ドル	「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（ベア）？」(14年5月17日) 「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日) 「豪ドル：タ立は一日降らず」(13年8月9日)
NZドル	「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日) 「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日) 「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)
加ドル	「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日) 「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)
フラン	「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)
主要通貨	「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日) 「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日) 「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)
新興国通貨	「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日) 「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日) 「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日) 「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日) 「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日) 「ZAR：負けないで」(14年1月10日)
テーマ	「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日) 「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日) 「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日) 「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日) 「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト(13年11月29日) 「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日) 「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)