

## ブラジル経済ウォッチ ( 11-12 )

2011年9月29日  
広告審査番号 MFB163-110929  
MSRC 審査番号 06-B-110929-02

新興国通貨のなかでも出遅れるレアル、利下げはインフレリスクに  
～ ブラジル為替、金融政策動向

投資調査部 折原 豊水

### <ポイント>

- ・ レアルは中銀の想定外の利下げで新興国通貨のなかでも下落率大きい、中銀は為替介入を実施
- ・ 中銀総裁はインフレ鈍化に自信、利下げ観測燻る。固定相場制の可能性は否定
- ・ 利下げは先行きインフレリスクとレアル安圧力に
- ・ レアルは利下げ観測とソブリン問題で短期的に下値探りの展開か

### レアルは中銀の想定外の利下げで新興国通貨のなかでも下落率大きい、中銀は為替介入を実施

ブラジル・レアル相場は、欧州のソブリンリスクの高まりに加えて、8月末の中銀会合における想定外の利下げによる内外金利差の縮小を嫌気した外国人の売りなどで急落し、9月22日には対ドルで1.90レアルの節目を割り込んだ。直近7月の高値からの下落率は20%を越えており、新興国通貨のなかでも相対的に下落率が大きくなっている。海外投資家のレアルの先物ポジションは07年8月のパリバ・ショック時と同様の水準までレアル売りポジションが積みあがっている。

ルセフ大統領は22日にレアル安に対する準備は完全に整っていると発言、中銀は同日、直近では初めて、レアル買い介入を実施した(ドル買いスワップの解消)。24日にはマンテガ財務大臣がIMF会合の予定を1日繰り上げて帰国し大統領と協議すると伝わり、市場では金融取引税の一部撤回などレアル安抑制策が発表されるのではないかと期待から、27日には1.80レアルまで反発した。ただ、その後、マンテガ財務大臣が現時点では金融取引税の撤廃などの計画はないと否定するなど28日は反落している。

### 中銀総裁はインフレ鈍化に自信、利下げ観測燻る。固定相場制の可能性は否定

中銀は8月末の決定会合で欧米金融市場の混乱や欧米景気の減速懸念など外部環境の悪化が景気への下押しに繋がるとした。インフレ率も11年10-12月期以降は鈍化傾向となるとの見通しを示し、50bpの利下げを実施、政策金利を12.0%とした。ただ、その後発表された8月インフレ率は前年比+7.2%と伸びが拡大、食料品、運輸、教育、私的支出など幅広い品目で上昇基調が続く、インフレ圧力が強まっていることが確認されている。市場ではレアル高抑制のために内外金利差を縮小したい政府の圧力が働いたとの観測が燻っている。

こうしたなか注目された9月27日の中銀総裁の講演では、景気は雇用の伸びが緩やかになるなど減速の明らかな兆しがあるとしたうえで、インフレ率は11年末にはインフレ・ターゲットの上限(6.5%)を下回り、12年4~5月には2%p程度更に下がると自信を示した。市場の追加利下げ観測を否定するような内容にはなっていない。また、中銀総裁は既に、今回の利下げについて市場で政治の介入観測が燻っていることを受けて、金融政策は政府から独立していると述べているが、今回も「政策金利の主要な機能は経済を調整することである」とし、利下げはレアル高抑制ではなく、ファンダメンタルズの見通しを反映したものであることを確認している。一方、通貨政策については、「変動相場制に手をつけることはブラジルにとって尋常ではないだろう( " would be crazy " )」と述べ、固定相場制は適当ではないとの見方を示した。

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

## 利下げは先行きインフレリスクとレアル安圧力に

今回の中銀の利下げについては、景気は失業率が最低水準にあるなど一部に逼迫感もあるなかで、来年は企業減税や最低賃金の大幅引き上げなど財政の抑制スタンスがやや緩む可能性もあり、利下げで既にピークアウトしているローン金利が更に低下、個人消費の下支えに寄与するとみられる。一方、インフレ率については、景気がマイルドな減速に留まるなかで、最低賃金の大幅引き上げなどで賃金やサービス関連の上昇圧力が続くほか、利下げによる内外金利差の縮小で投機資金が流出、レアル安が輸入物価の上昇をもたらすという副作用も懸念される。中銀としては、前回の金融危機時の政策対応がやや遅れたとの判断があるようであるが、少なくともインフレ圧力が厳しい現時点で利下げを行うのは時期尚早とみている。ブラジルの経済構造はかつてに比べて大きく改善しており、金融政策に対する国民の信頼も高まっているとみられるが、今回の対応がこういった状況に傷をつけることにならないか留意が必要だ。一旦、中銀の信任が揺らげば、インフレが進むなかでの自国通貨安もあって、かつてのハイパー・インフレの時代の再燃なども惹起される。リーマン・ショック以降と同様にインフレ抑制が維持されるのが注目したい。

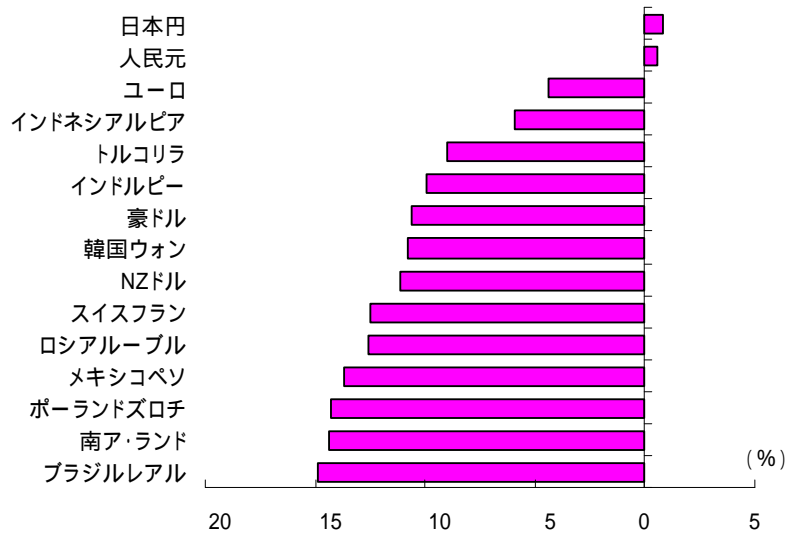
政策金利の見通しについては、上記のような中銀のスタンスからすれば、次回10月19日の会合でも追加利下げに踏み切る可能性がある。11年末時点で11.0～11.5%程度を想定している(市場予想は11.0%)。

## レアルは利下げ観測とソブリン問題で短期的に下値探りの展開か

レアル相場の見通しについては、ブラジル当局としては、主要国の低金利環境が長期化するなかで、「通貨戦争」(マンテガ財務大臣)が容易に収束するとはみていないであろう。当局はこの間、各種のレアル高抑制策を発表してきたが、堅調な景気や内外金利差を背景にした資金流入でほとんど効果がなかった状況だ。欧州の債務問題で外部環境が悪化したこのタイミングで利下げを実施すれば、レアル安圧力を強める結果になることが容易に想定されたなかでの実施であり、やはりこれはブラジルにとって「戦争」であるということであろう。レアルの上昇トレンドを崩すという点では10年前半につけた1.80レアル台後半の攻防が注目されたが、その水準をあっさり下回り、節目である1.90レアルを割り込んだことはひとつのメドになったとみられる。当局としてもこれだけ短期間に急落するとは想定していなかったとみられ、為替介入に踏み切っている。直近、マンテガ財務大臣は、レアルが一旦反発していることを受けて、金融取引税などの変更は現時点で検討していないと発言しているようだ。ただ、今後追加利下げが実施された場合(あるいは利下げ観測が煽る場合)、レアル安圧力になる可能性がある。外部環境としても、10月の欧州金融安定基金(EFSF)の機能拡充の各国承認や、個別金融機関の資本増強の有無、年度末を控えての短期金融市場の資金逼迫懸念などで下値不安が残ろう。中銀としては利下げによってレアル安が更に進むようであれば、金融取引税の一部撤廃や為替介入の継続なども選択肢になるとみられるが、グローバルな投資家のリスクオフが続く場面では効果は限定的とみる。上記を踏まえると、短期的には暫く下値探りの展開がつづいたあと、年末以降はもみ合いに転じるとみている。

11年3月末にかけての想定レンジは、対ドルで1.65～2.02レアル、対円で36～48円程度を想定している。

主要通貨の対ドル騰落率



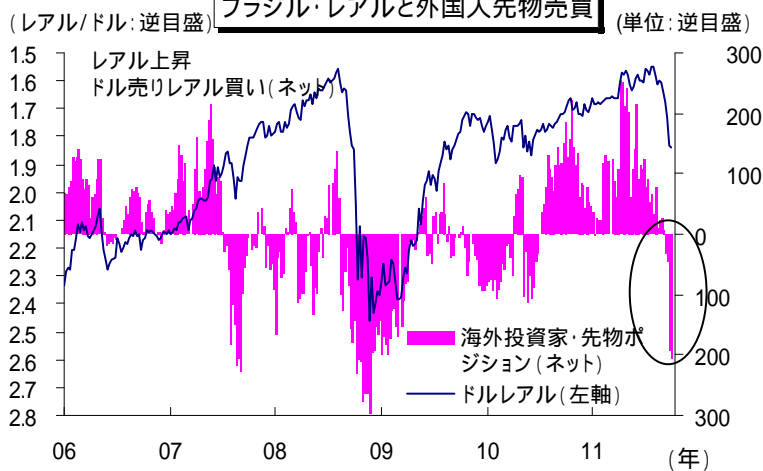
注: 7月末以来騰落率 出所: Bloombergデータを基にMSRC作成

ブラジル・レアル

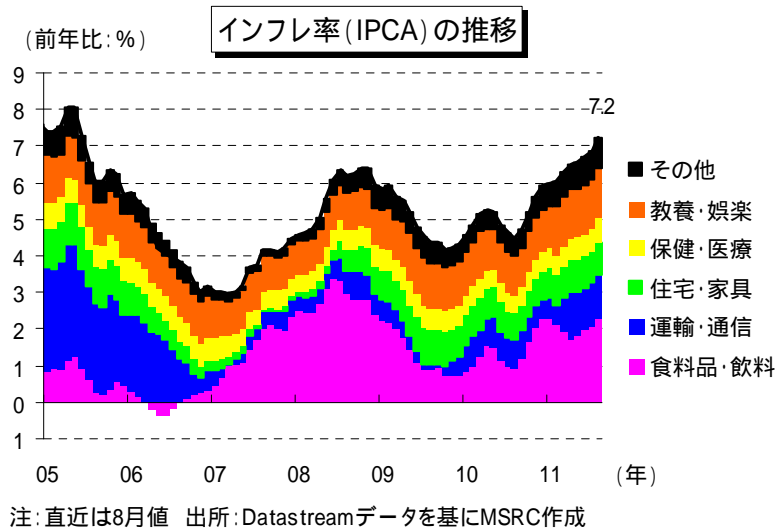
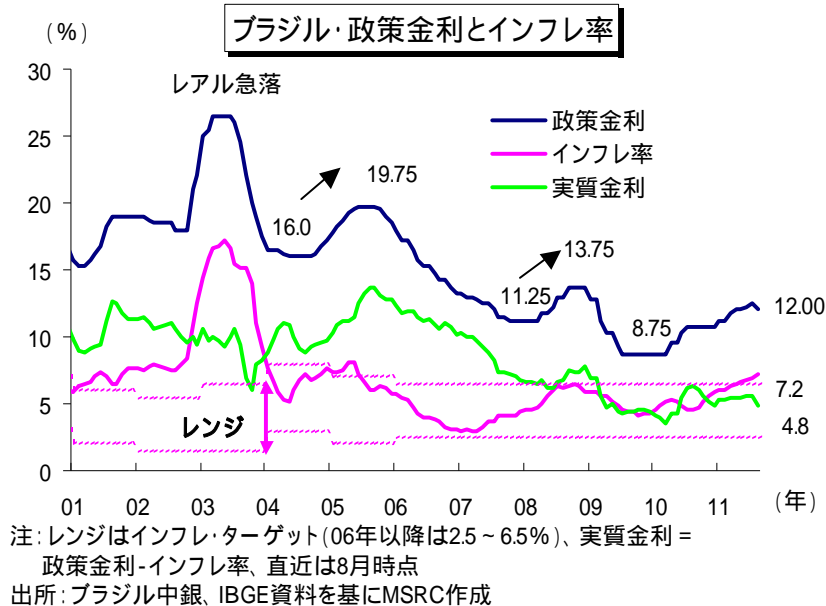
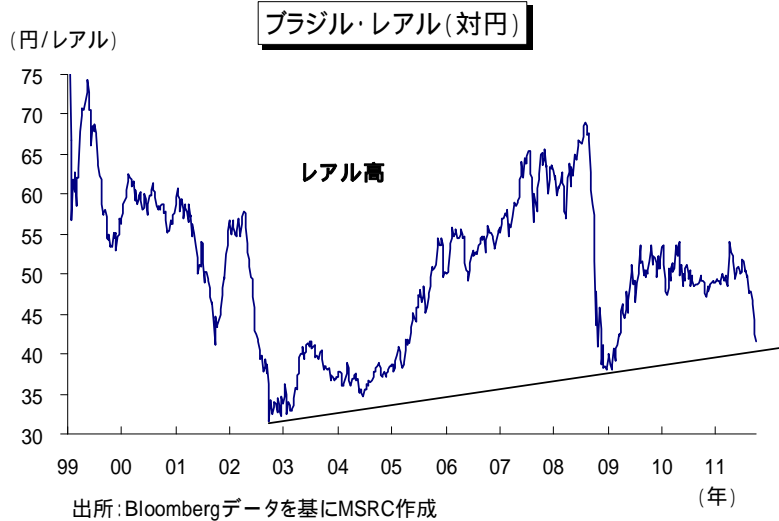


出所: Bloombergデータを基にMSRC作成 (年/月)

ブラジル・レアルと外国人先物売買



出所: BloombergデータよりMSRC作成



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

**【金融商品取引法に係る重要事項】**

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会：日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

**株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL: 03-5203-6501 FAX: 03-5203-6499

URL: <http://www.mizuho-msrc.com/>

**みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。