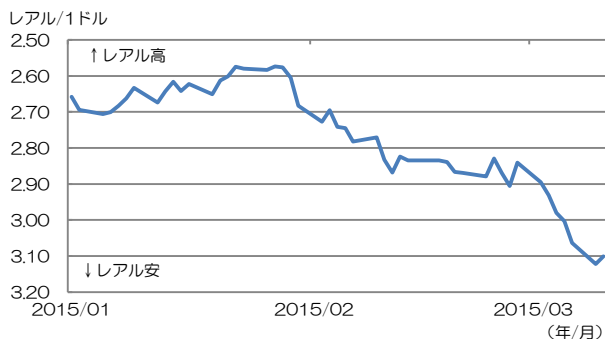


市川レポート (No.28)

ブラジルレアルの見通し

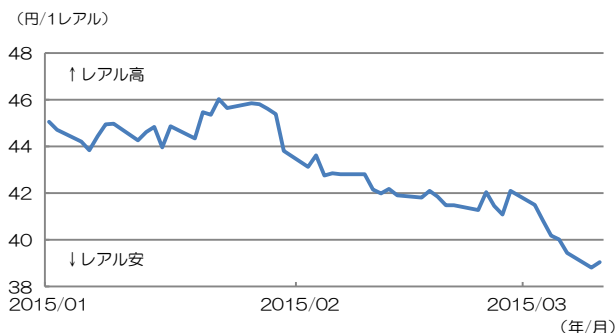
足元でブラジルレアルの下落が加速しています。対ドルの為替レートは3月5日に1ドル=3.00レアルを上回って取引を終えました。終値ベースでの3.00レアル超えは、2004年8月以来となります。今週に入ってもレアルは下げ止まらず、10日には一時、1ドル=3.17レアル水準まで続落しました（図表1）。一方、対円でも10日時点で1レアル=40円を大きく割り込んで推移しており（図表2）、レアルの主要通貨に対する軟調な動きが目立っています。そこで今回のレポートでは、レアル相場を取り巻く材料について整理し、今後の見通しについて解説します。

【図表1：レアルの対ドル為替レートの推移】



(注) データ期間は2015年1月1日から3月10日。  
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：レアルの対円為替レートの推移】



(注) データ期間は2015年1月1日から3月10日。  
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

ブラジルでは景気鈍化と物価上昇が同時進行

はじめにブラジルのマクロ経済の現状を確認します。2014年12月の小売売上高は前年比+0.3%と2カ月連続で伸び率が低下しており、また2015年1月の鉱工業生産は同-5.2%と11カ月連続でマイナスになるなど、消費と生産の低迷が続いています。輸出は最大の輸出相手国である中国の景気減速や、最大輸出品目の鉄鉱石の価格低迷で、2月まで7カ月連続で前年比の伸び率がマイナスになっています。一方、物価は上昇傾向にあります。2月の消費者物価指数は前年比+7.7%と、1月の同+7.14%から伸びが拡大し、ブラジル中銀が設定する物価目標の上限(6.5%)を大幅に上回りました。干ばつと財政支出削減策の影響による、①野菜など食品価格の上昇、②補助金削減に伴う住宅用電力価格の上昇、③バス運賃の値上げ、④管理価格であるガソリン価格の高止まり、これらが物価の押し上げ要因と考えられます。このようにブラジルは、景気鈍化と物価上昇が同時進行する極めて厳しいマクロ環境にあります。

## 金融と財政の引き締め複数の悪材料が重なる

ブラジル中銀は3月4日、物価上昇に対処するため、政策金利を12.25%から12.75%に引き上げ、4会合連続で金融引き締めを実施しました。次回4月28日、29日の会合でも追加利上げを決定するとの見方が優勢です。このような金融引き締めと財政引き締めのポリシーミックスはブラジルの経済成長や、株式、通貨などの資産価格にとって一時的に大きな重しとなります。

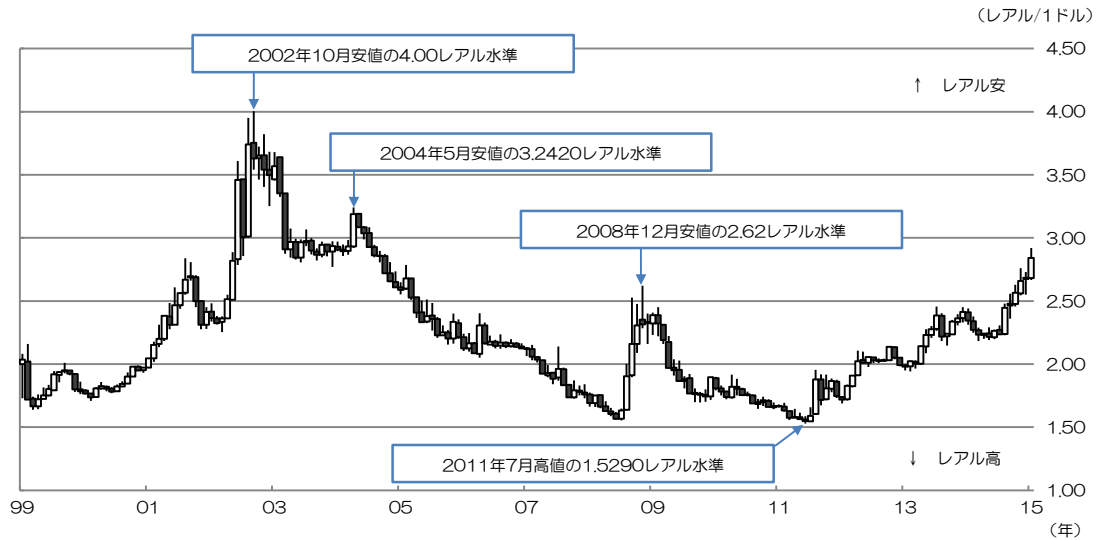
またここに来て、財政健全化法案が議会で否決される可能性が高まっていることや、国营石油会社のペトロブラスを巡る汚職問題が政治家への調査に発展したことなど、悪材料が重なっています。給与税減税の廃止を含む財政健全化法案が否決された場合、景気には好材料となり得ますが、ブラジルの国債が投機的格付けに引き下げられるリスクが高まります。ペトロブラスの汚職問題に関しては、上下両院の議長を含む多数の国会議員の取り調べが行われる見通しで、国会運営に支障が出て財政改革が停滞すれば、やはり国債の格下げにつながる懸念が強まっています。

## レアル相場はいましばらく落ち着きどころを探る展開か

このように低調なマクロ経済に複数の悪材料が重なり、ブラジルレアルへの売り圧力が強まっています。そのためレアル相場はいましばらく落ち着きどころを探る展開が続くと思われますが、以下、チャート・ポイントを確認しつつ、相場反転を見極めるための注目点をまとめます。

図表3はレアルの対ドル為替レート長期推移を示したものです。レアルは1999年1月に変動相場制に移行した後、通貨安が進行し、2002年10月には1ドル=4.00レアル水準の安値をつけました。その後、当時のルラ大統領による財政健全化の推進が奏功して資本流入が活発化したことや、世界的な資源需要の高まりを背景に安定した経済成長が実現したことから、相場のトレンドが転換し、長年にわたってレアル高傾向が続きました。2008年にリーマンショックに起因するリスク回避の動きから、一時的に急激なドル高レアル安が進行する場面も見られましたが、その後は落ち着きを取り戻し、2011年7月に1ドル=1.5290レアル水準の高値をつけました。その後は欧州債務危機などを経て、世界的な資源需要の後退と資源価格の下落を受け、再びレアル安トレンドに転換しました。

【図表3：レアルの対ドル為替レートの長期推移】



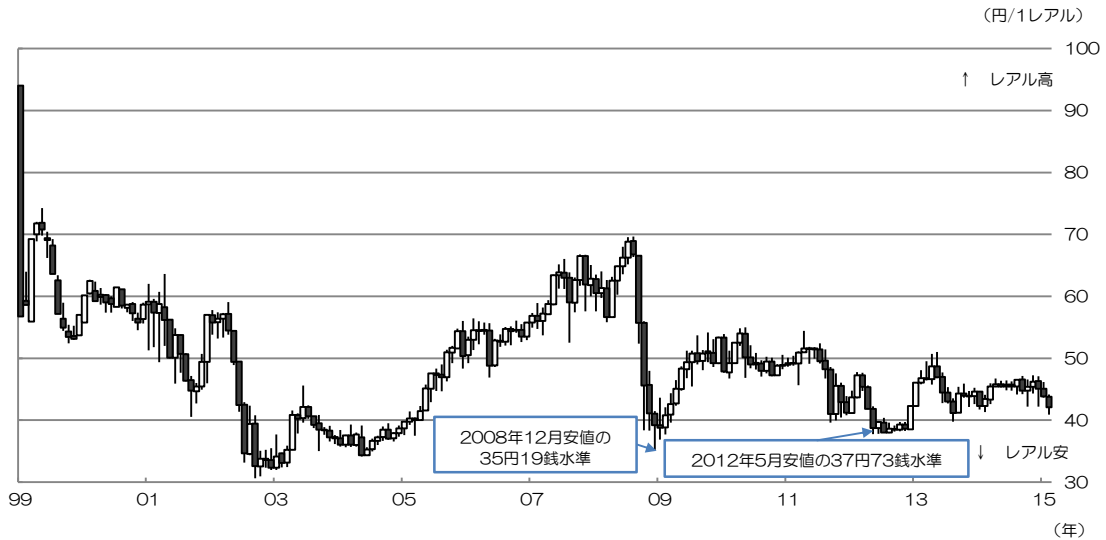
(注) データ期間は1999年1月から2015年2月。  
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

現在もレアル安基調が続いていますが、節目の1ドル＝3.00レアルを割り込んでいるため、次の下値目途として、2004年5月安値の3.2420レアル水準、フィボナッチ・リトレンスメント(※)に基づく前述安値から高値の76.4%押しとなる3.4199レアル水準が考えられます。一方、短期的にはレアル売りが過熱しているため、買い戻しも予想されますが、トレンド転換には少なくとも節目の3.00レアルを上抜けて、リーマンショックの際につけた2008年12月安値の2.62レアル水準まで戻ることが必要になりそうです。

※相場が反転した場合、先行きの到達水準の目安として用いられる分析手法で、23.6%、38.2%、50.0%、61.8%、76.4%の数字がよく用いられます。ここでは2002年10月の安値1ドル＝4.00レアル水準から2011年7月の高値1ドル＝1.5290レアル水準までのレアルの上昇幅について、76.4%押しとなる水準を算出しています。

レアル円については、円が対ドルで下落していますが、それ以上にレアルの対ドル下落率が大きいため、レアル安円高に振れています(図表4)。レアル円も下落基調にあり、下値目途として2012年5月安値の37円73銭水準、その下は2008年12月安値の35円19銭水準が意識される可能性があります。またレアル円も下げに過熱感がみられるため、目先は買い戻しの時間帯が発生する可能性があります。ただこちらもトレンド転換には少なくとも節目の40円台を回復し、足元の下げが加速する前につけた1月23日高値の46円15銭水準までの戻りをみる必要があると思われます。

【図表4：レアルの対円為替レートの長期推移】



(注) データ期間は1999年1月から2015年2月。  
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

### ただし材料を消化する過程で、トレンド転換のエネルギーは相場に蓄積されよう

最後に相場反転を見極めるための注目点をまとめておきます。目先は財政健全化法案の行方で、ペトロプラス問題の国会運営への影響とあわせてみておく必要があります。財政引き締めは短期的に痛みを伴いますが、財政再建の道のりを示すことができれば、海外投資家の信頼も高まり、中長期的にみれば資産価格にはプラスと考えます。先にお話した通り、2002年10月以降にレアルが上昇トレンドに転じたのは財政健全化の推進によるところが大きく影響しています。

またブラジル中銀による通貨安抑制のための為替介入プログラムが3月末までとなっているため、これが継続されるかにも注意が必要です。マクロ経済面では、物価動向に落ち着きが見られた場合、相場にも好影響を与える可能性が大きいと思います。なお長期的な課題としては、インフレ体質や輸入依存から脱却するための投資拡大策が必要と思われます。現状は厳しい状況にあるレアル相場ですが、これらの材料を一つ一つこなしていく過程において、トレンド転換のエネルギーが蓄積されていくと思われます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会