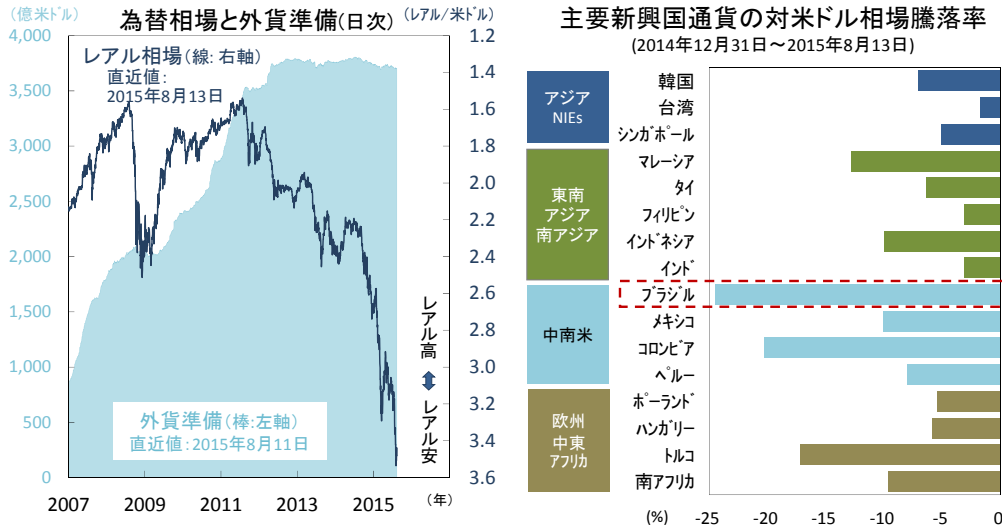


# 低迷が続くブラジル・レアル相場の安定化の条件を考える

【図1】年初より他の新興国通貨を上回って下落するレアル相場

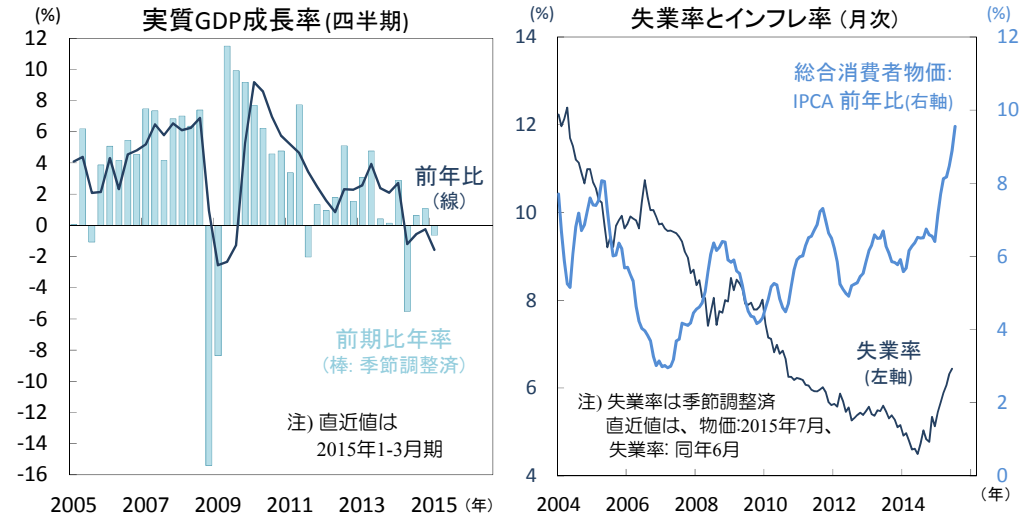


出所) ブラジル中央銀行(BCB)、Bloomberg

ブラジル・レアル相場が軟調です。同通貨は年初より今週13日にかけて対米ドル(以下「ドル」)で24.5%下落、主要新興国の通貨の中で最大の下落率でした(図1)。

同通貨の下落を促したのは、(1)経済状況の著しい悪化、(2)財政悪化に伴う信用力低下の懸念、(3)政治的な不透明性の高まりなどであったと考えられます。同国の景気は不振を極めます。今年1-3月期の実質GDPは前年比▲1.6%と前期の▲0.2%より落込み幅が拡大(図2左)。マイナス成長は4期連続です。6月の鉱工業生産は前年比▲3.2%と前月の▲8.9%より落込み幅を縮小しつつ16ヵ月連続のマイナスとなりました。7月の総合消費者物価(IPCA)は前年比+9.6%と前月の+8.9%より上昇し、失業率は昨年末以降上昇(図2右)。雇用環境の悪化とインフレ高進による購買力低下に見舞われる家計の信頼感低下を続け、小売売上高の伸びは足元でマイナスに転じています(図3左)。今年通年のGDP成長率は▲1%台半ばと昨年の+0.2%より反落し、2012-15年の平均成長率は+0.8%前後と主要新興国最低の水準に低下すると予想されます。

【図2】低迷が続く景気(左)、上昇する物価と失業率(右)



出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、CEIC

2012年以降の成長率の低迷は、資源価格の低迷による交易条件の悪化、資源ブーム期に生じた経済構造の悪化、近年の経済運営の質の悪化などが背景と考えられます。

同国経済は2004-08年にかけて年率平均+4.8%の力強い成長を実現し、国際金融危機の直後の2010年にも同+7.6%と急回復。豊富な一次産品、競争力ある製造業部門、巨大な消費市場を持つ有望な新興国として注目を集めました。世界的な一次産品需要の伸び、前ルラ政権による消費刺激策(低所得家計への条件付現金給付等)によって経済成長が加速。前任のカルドソ政権下での物価の鎮静化、財政の健全化、経常収支の改善など経済の安定化が高成長の持続を可能にしました。2011年にはルセフ現大統領が就任。しかし、一見好調に見えた同国経済の構造は当時すでに悪化していました。ルラ政権は、複雑な税制や過剰な労働者保護などを放置。企業投資は低迷し経済の供給能力が停滞する一方、消費刺激策によって消費は急成長するなど経済の不均衡が拡大(図3右)。この不均衡は資源ブームの追い風が止むとともに、一気に顕在化しました。

## ● 近年は低成長、高物価、経常赤字拡大と経済状況が悪化

資源ブームの終息とともに景気は減速。しかし、消費の勢いは強く、景気減速と物価高が進行、供給力不足によって経常赤字も拡大しました(図4左)。資源ブーム期には賃金とサービス価格とリアル相場が上昇し、製造業部門の輸出競争力が侵食されました。景気が減速を続ける中で、ルセフ政権は景気回復を目指し財政刺激策を強化。財政収支目標の達成が危うくなると、財政統計を大胆に操作するとともに、政策銀行による低利融資など予算外措置も多用し、格付会社等から批判を受けました。しかし、供給能力が回復しないまま需要刺激を続けたため、経済の病状は一層悪化しました。

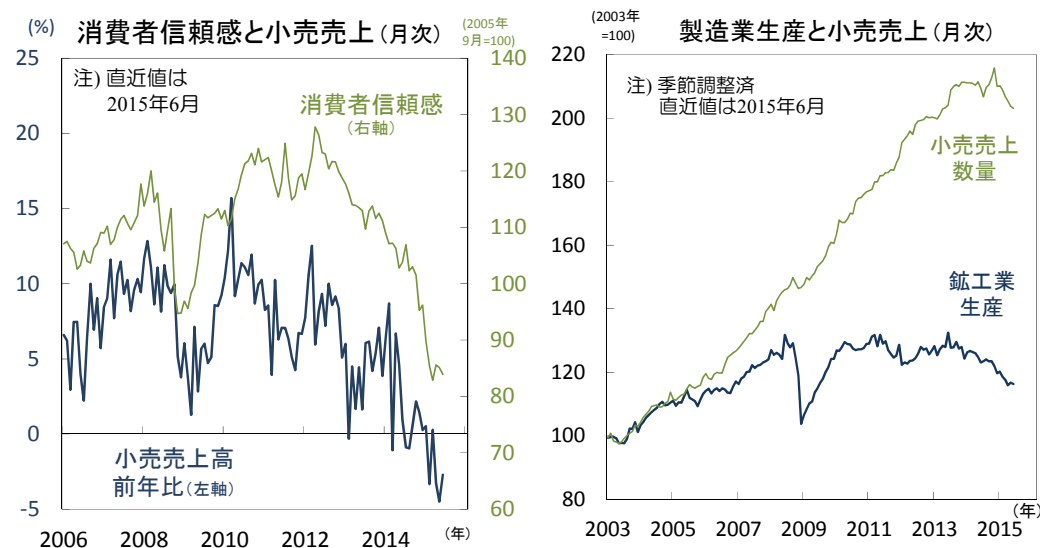
昨年10月の大統領選ではルセフ氏が僅差で勝利し、直後に通貨と株価は失望売りで下落。しかし、経済運営を批判された同大統領は、自らの政策を厳しく批判していたレビ氏を財務相に指名し、財政と経済の再建を任せるといった市場の予想外の行動を取りました。レビ財務相は、低位に抑えられていた公共料金の引上げ、歳出削減と増税などに着手し、中央銀行も大統領選挙前に休止していた利上げを再開(図4右)。重い病に冒された経済に激しい痛みを伴う治療を施すことをためらわない経済チームによって、近年悪化を続けてきた経済がようやく健全化すると期待が生まれました。

## ● 経済安定化と投資環境改善が実現すればリアル安定化も

しかし、次の不幸が同国を襲います。石油公社ペトロbrasによる不正資金流用疑惑が拡大するとともに大統領の支持率が低下し、政権の求心力が急低下。国会ではレビ財務相による財政健全化策を骨抜きにしようとする動きが活発化しました。予想を上回る景気後退に伴って税収も低迷。政府は7月に財政健全化目標を修正し、基礎的財政収支のGDP比を2015年: +1.1% → +0.15%、2016年: +2.0% → +0.7%とすることを強いられ、S&Pによる外貨建格付BBB-の見通しをネガティブに変更されました。

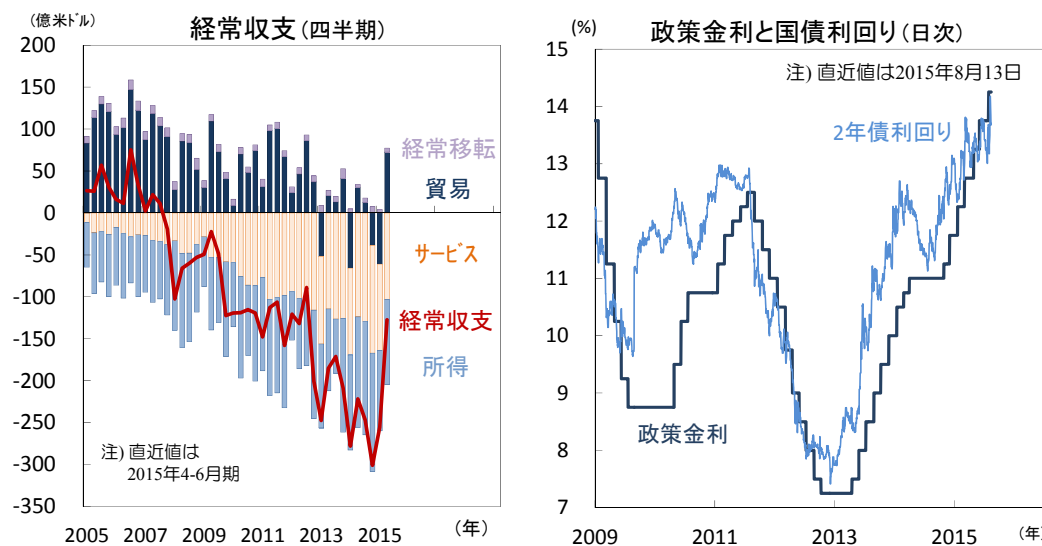
経済状況と信用力と政治状況の悪化に伴って、通貨レアルのリスク感度は上昇。ドル高局面では、同通貨が他の新興国通貨を上回って下落することが目立ちます。年内に米利上げ開始が予想される中、同通貨の対ドル相場は引き続き低迷するでしょう。ただし、高水準の金利とドル高局面で進むであろう円安が対ドル相場下落の円建て投資成果への影響をある程度和らげると予想されます。また、レアル安の進展は、同国の製造業部門が失った競争力を回復することを助けるでしょう。厳しい政治環境の中で、現政権が今後数年以内に財政の健全化や投資環境の改善に成功した場合、経済は再び安定化し、レアル建て資産の価格の安定化に寄与すると期待されます。(入村)

## 【図3】悪化する信頼感と低迷する消費(左)、近年悪化した経済構造(右)



出所) ブラジル地理統計院(IBGE)、ジェトゥリオ・ヴァルガス財団(FGV)、CEIC

## 【図4】近年拡大した経常赤字(左)、物価沈静化のための大幅利上げ(右)



出所) ブラジル中央銀行(BCB)、CEIC、Bloomberg

### 本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できる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・完全性等を保証するものではありません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信経済調査部の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。