



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.
Economic Research Group (New York)
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹
Managing Director & Chief Economist
+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

October 3, 2011

<FOCUS>

急落したブラジル・レアル

- ▶ ブラジル・レアルは、9月下旬にかけて約20%の急落を示した後、足元でも不安定な動きを続けている。レアルが調整した背景は、本質的には、欧州債務問題の深刻化を背景にグローバルな景気悪化懸念が強まるなか、世界的に新興国通貨が売り込まれたものである。その他の中南米通貨も軒並み大幅下落しており、その意味ではあくまで外生要因による通貨安と捉えられる。
- ▶ レアル安の暫定的な評価だが、今後レアル相場が安定化に向かうのであれば、かつ、あくまで中長期的なブラジル経済への影響という点からみれば、プラスの面がある。過去2年ほどの大幅な資本流入を受けたレアル高は行き過ぎで、レアルは他の中南米通貨と比べても割高感が目立っていた。レアルの下落は、今後、輸出競争力の回復を通じ、ブラジル経済にとってプラス要因になると考えられる。
- ▶ 一方、今回の為替相場の変動がリーマン・ショック以来の急激なものとなったことを踏まえると、短期的には注意を要する点もある。とりわけ注視が必要なのは、ブラジルに向かっていた海外の投資資金が一時的に流出に転じる可能性であろう。対内直接投資は堅調だが、欧州債務問題の動向を踏まえると、証券投資については目先楽観は禁物であろう。
- ▶ もう一点注目すべきは、近年、ブラジルが民間セクターを中心に、海外からの負債をドル資金調達という形で増やしていた点。ブラジル国内の貸出金利が極めて高い一方、低金利でのドル調達が容易であったことが背景と考えられる。対外債務はGDPの10%程度と低水準にあり大きな問題にはならないと思われるが、仮に今後レアル相場が一段の下落を余儀なくされた場合には、ドル建債務の実質的負担増という影響は出る可能性をみておくことは必要だろう。
- ▶ 行き過ぎたレアル高の調整自体は必要で、中長期的にみればブラジル経済にとってプラスの面がある一方、今回の様な急ピッチの通貨の調整は、短期的な資本流出やドル建対外債務の負担を高めるリスクも一部孕んでいる。中長期的にみたブラジルの成長余地は変わらないとみられるが、欧州債務問題が長期化・深刻化の様相を強めるなか、当面の経済政策運営は一段のレアル安のリスクを踏まえたものとならざるを得ないであろう。

<FOCUS> 急落したブラジル・レアル

不安定な動き続けるレアル相場

ブラジル・レアルは、9月下旬にかけて約20%の急落を示した後、足元でも不安定な動きを続けている（対米ドル、第1図）。

先月22日、レアル急落を受けてブラジル中銀がレアル下落阻止に向けた為替介入に踏み切ったことで、ここ1週間程度は、1ドル=1.85レアル近辺での揉み合いとなっていたが、本日は約1週間ぶりに再び一時1ドル=同1.9レアル台まで下落している。今のところ、これまでのレアル高トレンドに戻る兆しはない。

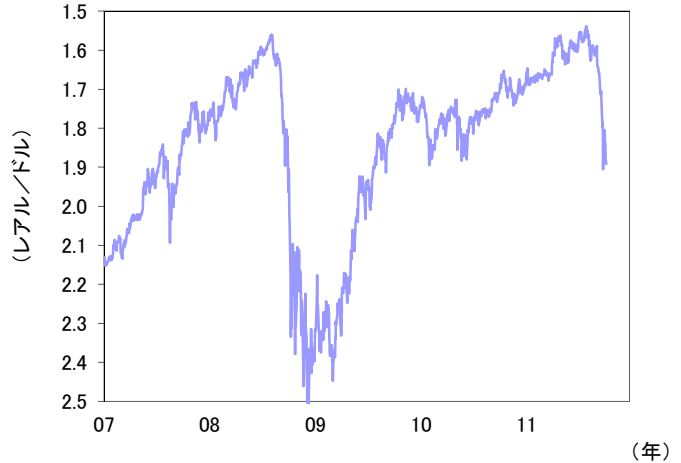
レアル急落の理由は、8月末のブラジル中銀による予想外の利下げも影響しているとみられるが、より本質的には、欧州債務問題の深刻化を背景にグローバルな景気悪化懸念が強まるなか、世界的に新興国通貨が売り込まれたものである。メキシコ・ペソなどその他の中南米通貨も軒並み大幅下落しており、その意味では、外生要因による通貨安と捉えられる。

必要だったレアル高の是正

今回のレアル安の暫定的な評価だが、仮に今後レアル相場が安定化に向かうのであれば、かつ、あくまで中長期的なブラジル経済への影響という点からみればだが、プラスの面があると言えるだろう。

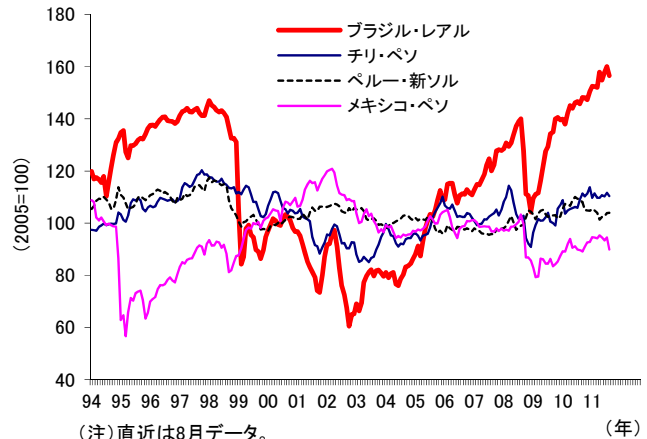
過去2年ほどの大幅な資本流入を受けたレアル高は行き過ぎで、BISが算出する実質実効為替相場で見ると、レアルは他の中南米通貨と比べても割高感が目立っていた（第2図）。レアル高は、ブラジルの輸出競争力の低下と、輸入急増を通じ、経済の下押し要因となりつつあったから（第3図）、いずれはレアル高の是正が必要な状況にあった。レアルの下落は、今後、輸出競争力の回復を通じ、ブラジル経済にとってプラス要因になると考えられる。

第1図: ブラジル・レアルの推移



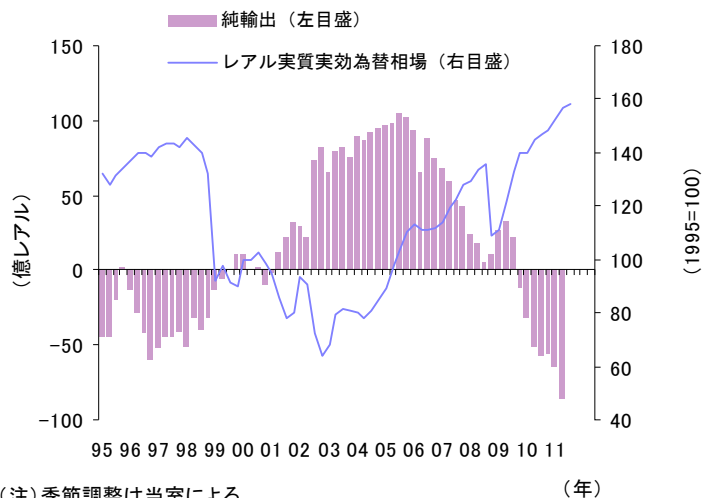
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 中南米の実質実効為替相場



(注) 直近は8月データ。
(資料) BIS資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 実質実効為替相場と純輸出



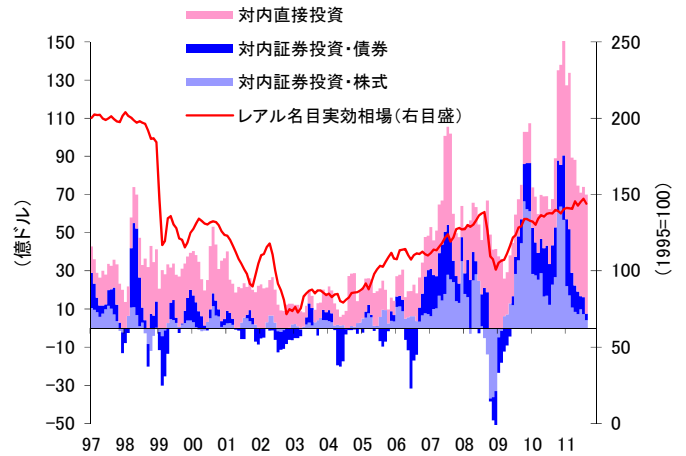
(注) 季節調整は当室による。
(資料) BIS、ブラジル地理統計院資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

短期的には資本流出リスクも

一方、今回の為替相場の変動がリーマン・ショック以来の急激なものとなったことを踏まえ、短期的には注意を要する点も少なくない。

とりわけ、目先注視が必要なのは、ブラジルに向かっていった海外の投資資金が一時的に流出に転じるリスクであろう。ブラジルの対内証券投資は、これまで堅調に流入していた証券投資が足元で急速に縮小している（第4図）。また、証券投資が大幅な売り越しに転じたわけではないほか、対内直接投資は堅調を維持しているが、欧州の債務問題が混迷を深めていることを踏まえると、足の速い証券投資については目先楽観は禁物であろう。また、急激な相場変動で為替差損を被っている投資家も多いとみられ、対内証券投資が元の水準に戻るには多少時間がかかるとみるのが妥当であろう。

第4図：ブラジル対内直接投資・証券投資の推移



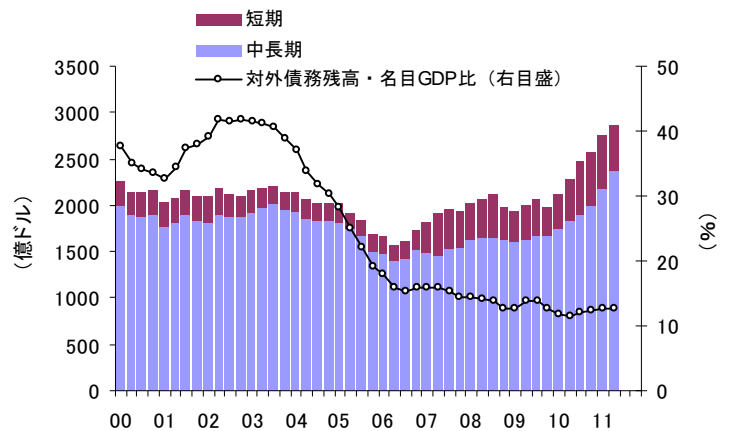
(注) 当室による季節調整値・3ヶ月平均値。
(資料) ブラジル中央銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室

目立つドル建て債務の増加

もう一点注目すべきは、近年、ブラジルが民間セクターを中心に、海外からの負債をドル資金調達という形で増やしていた点である（第5図）。ブラジル中銀によると、6月末時点の対外債務のうち、8割弱が銀行を含む民間部門、同じく8割強がドル建てとなっている。また、ドル調達の比率は2007年末時点の70%台半ばから徐々にだが上昇してきている。

ドル建を中心とした対外債務が増加してきたのは、ブラジル国内の貸出金利が20～30%程度と極めて高い一方、先進国の金融緩和により低金利でのドル調達が容易であったことが背景と考えられる。また、過去数年のリアル高トレンドをみて為替リスクをヘッジをしていないケースも少なくないとみられる。

第5図：ブラジル・対外債務残高



(注) 親子ローンを除く。
(資料) ブラジル中央銀行資料から三菱東京UFJ銀行経済調査室

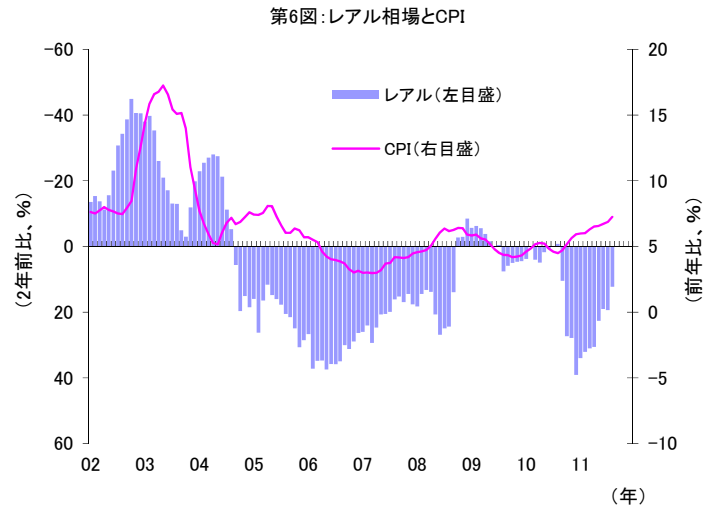
対外債務の規模はGDPの10%程度と低水準にとどまっているほか、債務の中身も中長期の負債が中心であるから（同図）、さほど大きな問題にはならないと思われるが、仮に今後リアル相場が一段の下落を余儀なくされた場合には、ドル建債務の実質的な負担増という影響が出る可能性をみておくことは必要だろう。

当面の政策運営は通貨安阻止に主眼

このように、行き過ぎたリアル高の調整自体は必要であり、中長期的にみればブラジル経済にとってプラスの面がある一方で、今回の様な急ピッチの通貨の調整は、短期的な資本流出やドル建対外債務の負担を高めるリスクも一部孕んでいる。

既述の通り、足元のレアルの調整自体はあくまで欧州の債務問題に端を発したものであり、ブラジルサイドの要因によるものではないほか、中長期的にみたブラジルの資源国としての強みや、内需を中心とした成長余地は変わらないとみられる。

しかし、肝心の欧州債務問題については、金融市場でギリシャの債務再編は不可避で、その他周縁国への波及も避けられないとの見方が強まるなど、長期化・深刻化の様相を強めている。世界経済の減速基調が続くなか、さすがのブラジル経済も、製造業 PMI が 4 ヶ月連続で企業活動の拡大・縮小の分岐点となる 50%を割り込むなど、短期的には景気減速が明確化しつつあるが、今般の大幅な通貨安や、それによって輸入を通じたインフレ圧力が高まりやすくなることも踏まえると（第 6 図）、今後の経済政策運営は、景気の減速度合いと一段のレアル安のリスクを比較考慮したものとならざるを得ないであろう。このため、当面の金融政策は様子見スタンスとなり、為替介入やこれまで強めてきた金融取引税を中心とする資本流入規制を緩和することで、通貨価値の安定を図る展開を迎えるように思われる。逆に言うと、次の一手によって、ブラジル当局が景気減速とレアル安に対するリスク・バランスをどうみているかが読み取れることとなるであろう。



(注)レアルは名目実効為替相場。
 (資料)ブラジル中央銀行、BIS資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

< FOCUS >



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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室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。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.