

新興国通貨モニター No. 91008

2010年10月7日 全4頁

ブラジルレアル：上昇に歯止めはかかるか

投資調査部
長谷山 雅巳

金融取引税引き上げ後の見通し

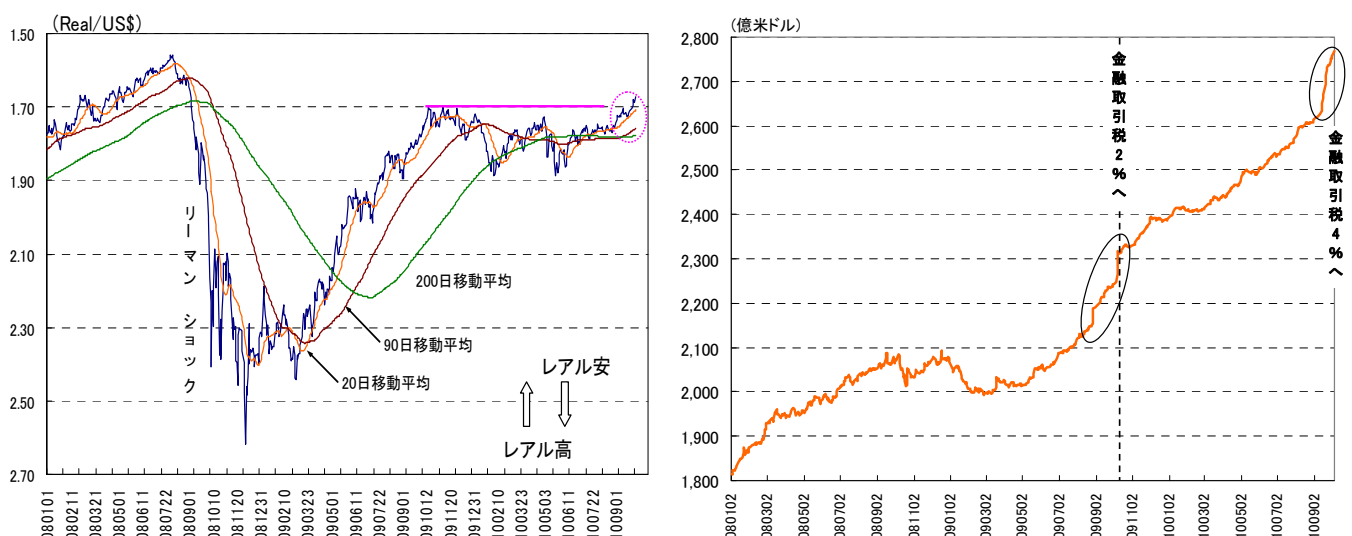
[要約]

- ブラジルのマンテガ財務相は10月4日（現地時間）、金融取引税の税率をこれまでの2%から4%に引き上げることを明らかにした。これは、海外からの資本流入に伴うブラジル通貨レアルの過度の上昇に歯止めをかけることが目的と考えられる。9月を境に上昇基調を強めていたレアルに対して、当局は為替介入で対応したものの、歯止めをかけることができなかったことが、今回の税率引き上げの経緯である。
- ほぼ1年ぶりとなる今回の税率引き上げは、この間、高金利通貨としての魅力を増してきたレアルの上昇エネルギーを冷ますまでのインパクトを及ぼすものではないと判断される。ただ、今回の措置により、当局のレアル上昇阻止に対する強い姿勢を市場に浸透させることに成功した場合は、レアルが上昇基調を強める場面で、追加的な措置が発動されるとの連想が働き、短期的には重石として働いていく可能性にも留意する必要がある。

金融取引税を4%に引き上げ

マンテガ財務相は10月4日（現地時間）、海外投資家による債券投資に対する金融取引税(IOF: Imposto sobre Operacoes Financeiras)の税率をこれまでの2%から4%に引き上げることを明らかにした。翌5日から実施された。今回の措置は、海外からの資本流入に伴うブラジル通貨レアル(対米ドル相場)の過度の上昇に歯止めをかけることが目的と考えられる。

図表1 ブラジル通貨レアルと外貨準備高の動向



(出所) Haver より大和総研作成 ※ NY 市場の Noon Buying Rate

大和証券グループ 株式会社大和総研 丸の内オフィス 〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 グラントウキョウノースター

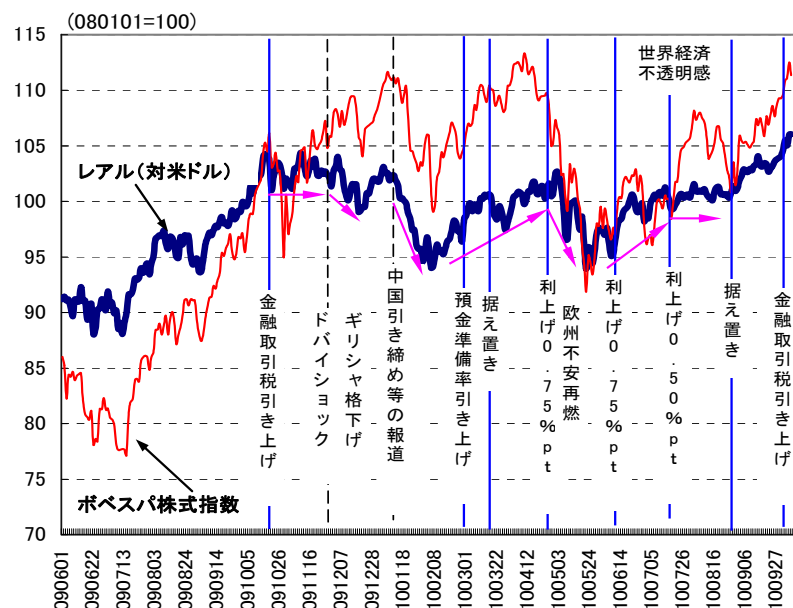
このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。(株)大和総研の親会社である(株)大和証券ホールディングスと大和証券キャピタル・マーケットズ(株)及び大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。

I0F引き上げまでの経緯

実際、レアルの対米ドル相場は、9月を境に上昇基調を強めていた。これが、10月に入ると、リーマン・ショック以降の高値となる1.70の壁を越えて推移するようになった。こうした状況に対して、マンテガ財務相は、9月15日に日本の通貨当局が実施した円売り・ドル買い介入を批判し、ブラジルもレアル高を容認しないとの姿勢を示した。外貨準備はこれを境に急増、為替介入が実施されている様子を示していた。

その後9月20日には、ブラジル政府が「政府系ファンド(SWF)」を活用した為替介入を承認したとの報道が流れた。実施日などの詳細は公表されなかったが、報道によると、マンテガ財務相は「国債発行によって、介入資金は無制限に増やせる」といった内容の発言し、市場を牽制していた。しかし、レアル上昇に歯止めがかからなかったことから、今回、I0F引き上げに踏み切ったのが、これまでの経緯となる。

図表2 レアルの変動要因をクローズアップ



(出所) Haver より大和総研作成 ※レアルはNY市場の Noon Buying Rate

09年I0F引き上げ時との類似性

こうした一連の流れは、ほぼ1年前のI0F引き上げ時とよく似ており、この時の動きと背景を整理することは、レアルの今後を見通す上で、大きなヒントになるものと考えられる。09年は、リーマン・ショックを背景に大きく減価していたレアルが、ブラジル経済の景気回復に伴い、同年3月頃を境に増価に転じていた。上昇傾向を強めるレアルに対して、当局は、懸念を示すと同時に、積極的な為替介入で対応した模様だが、その上昇を阻止するに至らなかった。こうした状況は、今回と同様となる。

これに対して、ブラジル当局が次なる対応として取った行動が、09年10月19日のI0F引き上げ発表だった。I0Fの税率は、リーマン・ショック後に0%に引き下げられていたが、その発表内容は、翌20日から、海外投資家による債券と株式の取引に対して2.0%の税率を課すというものだった。さらに、11月18日には、その抜け穴を防ぐための追加措置という位置づけで、米国預託証券(ADR)などの取引にも課税することが発表(翌19日実施)された。*

※詳細は、09年12月25日発行、「ブラジルレアル：金融取引税引き上げ後の動向－2010年レアルの方向感と注視すべき変動要因－」をご参照ください。

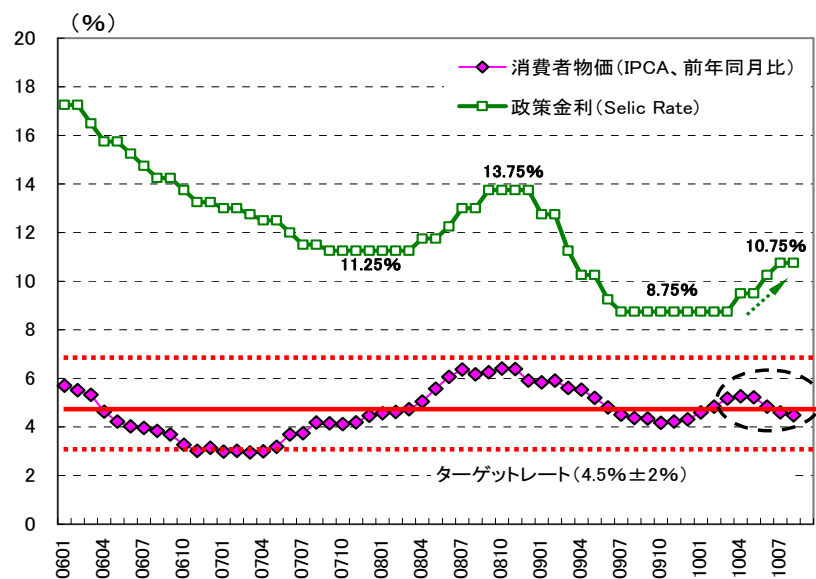
レアルが上昇に歯止めをかけた背景

これを境に、レアルは、それまでの上昇基調に歯止めをかける形となった。しかし、これは IOF の影響というよりも、その後すぐに発生したドバイ・ショックや欧州ソブリン・リスクに対する懸念に始まり、世界経済に先行き不透明感が浮上したことなど、外部的なマイナス要因が重なったことが、レアルの重石となったと考えられる。逆に、こうした状況にも関わらず、レアルが下落に転じなかったとの解釈もできる。

レアルを取り巻く環境は大きく変化

レアルが底堅く推移してきた背景には、この 1 年で、レアルを取り巻く環境が大きく変化していることがある。まず挙げられるのは、ブラジルが、10 年 2 月の預金準備率引き上げ発表を境に、出口戦略に対する姿勢を明確化したことだ。これに伴い、政策金利は、4 月から 3 度の利上げを経て、足元で 10.75% と二桁の水準となり、高金利通貨として、市場におけるレアルの魅力も増してきたのである。

図表 3 拡大消費者物価指数（IPCA）と政策金利



(出所) Haver より大和総研作成

内需牽引型景気回復を継続するブラジル

そして、忘れてはならないのは、ブラジル経済が足元においても、内需が牽引する形で景気回復を継続していることだろう。4 月以降の月次指標からは、景気刺激策として打ち出された各種減税策の期限切れ反動減を示し、4-6 月期 (=Q2) 実質 GDP 成長率も前期比+1.2% (Q1: 同+2.7%) と、3 期ぶりにプラスに転じた 09 年 Q2 (同+1.5% ←Q1: 同▲1.6%) 以降で初めて減速したことが確認されていた。しかし、7 月以降の内需関連指標は持ち直す様子を見せており、7-9 月期の成長が再び加速するとの判断につながる材料が増えていることも確かだ。

先進国経済に対する景気認識は変化

一方、外部要因として、まず挙げられるのは、米欧を始めとする先進国経済に対する景気認識の変化である。それは、世界経済が 09 年初頭をボトムに景気回復が進展しているという認識から、足元の市場では、この継続性に対する判断に迷いが生じていることである。これに伴い、先進国における出口戦略の時期も、これまでの市場予想から後退しているのが足元の状況となっている。

こうした景況感と金融政策の違いが、ブラジルへの資金流入の後押し要因となっているのである。レアルは、高金利通貨として、上昇エネルギーを温存させながらも、海外資金のリスク許容度に左右されてきたのが、これまでの状況だろう。9 月以降のレ

アル上昇は、米国の雇用統計が市場予想よりも良かったことに加え、中国の統計が強めだったことで、リスク許容度が拡大した結果と見ている。

高金利通貨としての 魅力を温存

市場において世界経済の先行き不透明感が解消したと確信されるまでには、もう少し時間が必要と考えられ、レアルは引き続き、海外資金のリスク許容度に左右されやすい状況下に置かれる可能性がある。ただ、「景気の先行き不透明感漂う先進国」と「内需主導型の景気回復続くブラジル」という構図にしばらく変化がないものと考え、レアルは高金利通貨としての魅力を温存していくことになるだろう。

I0F引き上げのインパ クトは限定的、追加措 置発動には警戒感

こうした観点からは、今回1年ぶりのI0F引き上げは、レアルの上昇エネルギーを冷ますまでのインパクトを及ぼすものではないと判断される。ただ、今回の措置により、当局のレアル上昇阻止に対する強い姿勢を市場に浸透させることに成功した場合は、レアルが上昇基調を強めていく場面で、追加的な措置が発動されるとの連想が働くことで、短期的には重石として働いていく可能性にも留意する必要がある。

図表4 レアルの為替予想（月中平均）

	直近値	10年12月	11年3月	6月	9月
対米ドル	1.72	1.70	1.70	1.68	1.68
対円	49.1	52.4	52.9	54.8	54.8

（注）直近値は9月の平均

（出所）大和総研

【重要な注意事項】

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大 1.20750%（但し、最低 2,625 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 非上場債券（国債、地方債、政府保証債、社債）を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、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経費、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。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書等をよくお読みください。
- 外国株式の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。こうした銘柄については、外国証券内容説明書をご覧ください。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 108 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

【重要な注意事項】

広告等審査済

広告等における表示事項

(金融商品取引法第 37 条に基づく表示事項)

本書面と一緒にご提供いたします各資料に記載した情報に基づき弊社とお取引いただく場合は、次の事項に十分ご注意ください。

- お取引にあたっては、商品の購入対価の他に、個々のお取引ごとに、あらかじめお客様と弊社との間で決定した売買手数料(注)をいただきます。また、購入対価に含まれる場合や手数料をいただかないお取引もありますので、お取引の都度、ご確認ください。なお、非居住者のお客様につきましては、有価証券をお預かりする場合には、最大で 1 年間に 2 百万円(税込)の常任代理人手数料をいただく場合があります。
- デリバティブ取引や信用取引等の場合、あらかじめお客様と弊社との間で決定した担保や委託保証金を差し入れていただく場合があります。その場合、お取引の額は、通常、差し入れていただいた担保や委託保証金の額を上回ります。
- 金利水準、為替相場、株式相場、不動産相場、商品相場等の変動に伴い、金融商品の市場価格が変動すること等によって、損失が生じるおそれがあります。また、お取引の内容によっては、損失の額が差し入れていただいた担保や委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 弊社がご案内する店頭デリバティブ取引の売付け価格等と買付け価格等には差がある場合があります。
- 金融商品の経理、税務処理については、事前に監査法人等の専門家に十分にご確認ください。

(注) 売買手数料の額は、その時々々の市場状況や個々のお取引の内容等に応じて、お客様と弊社との間で決定しますので、本書面上にその額をあらかじめ記載することはできません。

なお、実際のお取引にあたっては、必ず契約締結前交付書面等をよくお読みになり、お客様のご判断と責任に基づいてご契約ください。

商号等 : 大和証券キャピタル・マーケットズ株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第 109 号
加入協会 : 日本証券業協会、社団法人金融先物取引業協会