



- 為替のポイント：高まるレアルの割安感と当局によるレアル安抑制策の継続
- 経済のポイント：回復には時間を要するが当面はレヴィ財務相が進める財政改革の進展が鍵に
- 投資のポイント：レアル投資を通じて相対的に高いインカムの積み上げが期待できる好機

## 大統領選挙後のレアルの動向

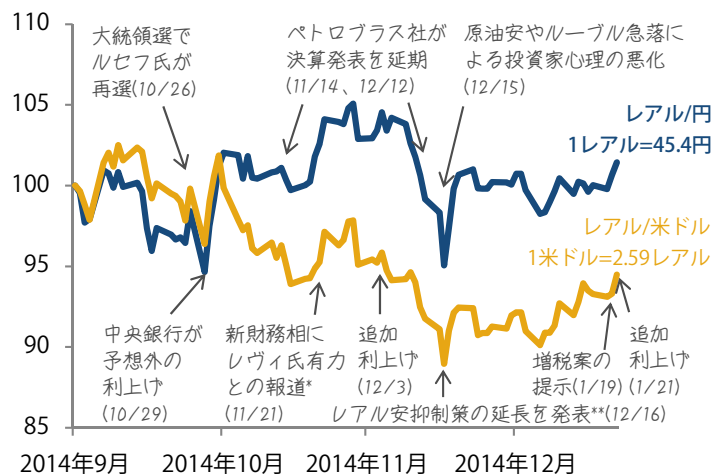
レアルは、ルセフ氏が再選した大統領選挙後も対米ドルでは軟調な推移が続くも、対円では1レアル=45円を中心にレンジ推移に。下記の個別要因に加え、原油安やロシアルーブル急落に伴う投資家の動揺や米国の利上げへの警戒感なども相場の変動要因に。

### <大統領選挙後の主なポイント>

- (+) 中央銀行はインフレ抑制を目的に市場予想よりも早い大統領選挙の直後に利上げを再開・継続
- (+) 新財務相に歳出削減の実績で市場の信認が厚いジョアキン・レヴィ元国庫局長を指名
- (+) 当局は2015年も少なくとも3月末までは為替介入中心のレアル安抑制策を継続することを発表
- (-) 国営石油会社のペトロブラス社が汚職問題の影響で7-9月期の監査済み決算の発表を延期
- (-) 中央銀行の目標上限(6.5%)で高止まるインフレ率

期間：2014年9月30日～2015年1月21日(2014年9月末を100として指数化)  
出所：WMロイター  
\*正式な指名は11月27日、\*\*継続する具体的な内容の公表は12月30日

2014年10月以降のブラジルレアルの推移(対円、米ドル)



## 為替のポイント：高まるレアルの割安感と当局によるレアル安抑制策の継続

### <高まるレアルの割安感>

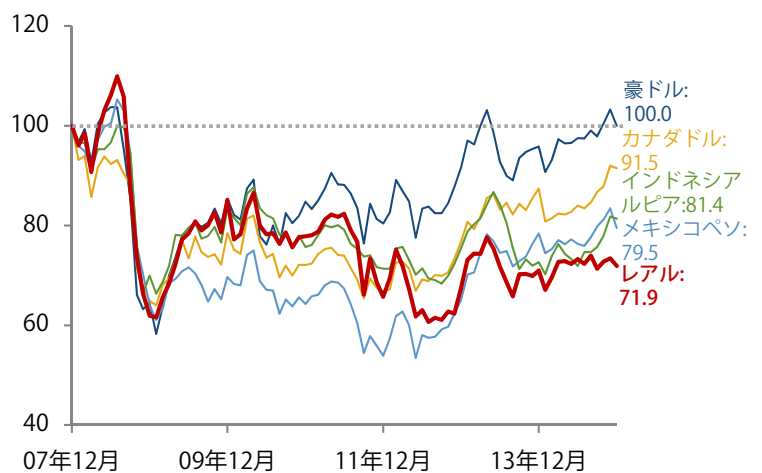
- ✓ レアルは2014年12月以降、対米ドルで2008年12月の金融危機後の最安値水準を下回る水準\*が継続
- ✓ 対円でも、資源国輸出国通貨の多くは金融危機時の大幅な下落からの回復を見せる一方、レアルは未だに回復が遅れており、相対的に割安感が高まる状況

### <レアル安抑制策は継続へ>

- ✓ 中央銀行は2013年8月に開始し2014年末に終了予定の継続的なレアル安抑制策を2015年3月末まで延長
- ✓ この抑制策が今後終了した場合も、輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力を高めるレアル安が大きく進めば、中央銀行がレアルを買い支える可能性は高い

期間：2007年12月末～2014年12月末(2007年12月末を100として指数化)  
出所：WMロイター  
\*2008年12月の最安値水準は1米ドル=2.59レアル

主要資源輸出国通貨の金融危機前からの推移(対円)





## 経済のポイント：

### 回復に時間は要するものの、当面はレヴィ財務相が進める財政改革の進展が鍵に

#### <新財務相の下、財政改革の進展度合いに注目>

- レヴィ新財務相は直近までブラジルの大手資産運用会社の経営者を務め、以前には同国の国庫庁長官として2003-2006年の任期中に歳出抑制を進めた実績
- 足元では、基礎的財政収支の引き上げ目標に加え、具体的な歳出削減策の導入や増税案を提示。市場が期待する財政改革の進展や格付け動向が当面の鍵に

#### <中長期的にバランスの取れた成長構造を目指す>

- これまでの財政政策は、同国が既に低失業/高賃金を達成している中での需要刺激策であったため、需要拡大よりも高インフレという弊害が目立つ結果に
- 「利上げと財政改革によるインフレ抑制」は短期的には成長鈍化に繋がるも、中長期的には消費偏重の経済構造をバランスのとれたものに移行させる効果
- 同政策は足元で成功しているインド式の改革と類似

#### <これまでの政策>

##### インフレ抑制

- 積極的な利上げ
- レアル安抑制策

↑ インフレに  
\* は逆効果

##### 積極的な財政政策

- 社会福祉策の充実
- 積極的な減税

既に低失業/高賃金の中での需要刺激は拡大余地が小さく、インフレ圧力になりやすい

#### <これからの政策>

##### インフレ抑制

- 高金利策の継続
- レアル安抑制策(継続)

↑ インフレにも効果

##### 財政引き締め

- 財政支出の削減(年金/失業給付の削減)
- 増税(燃料税の再導入)

財政引き締めもインフレ抑制効果があり、安定した物価動向の下でバランスのとれた成長を目指すことが可能に

インド新政権で実施されている構造改革に近い

## 投資のポイント：

### レアル投資を通じて相対的に高いインカムの積み上げが期待できる好機

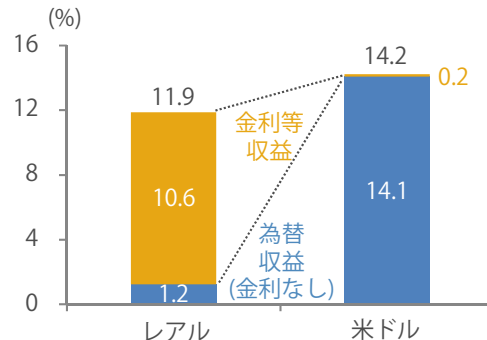
#### <2014年も金利込みで米ドルと遜色ないリターン>

- 2014年のレアルの対円リターンは+1.2%に留まった一方、金利込では+11.9%と米ドルと遜色ない水準
- レアルの短期金利は足元でも10%前後\*と相対的に高く、レアル投資における主要なリターン源泉に

#### <相対的に高い金利収益(インカム)の積み上げ効果>

- 過去5年間の最高値からレアル投資を始めた場合、金利なしのリターンはマイナスとなる一方、金利込み収益は大きくプラスに
- レアルの相対的に高いインカムを中長期で積み上げることで、市場の下落局面や為替の上昇に時間を要する場面でも、投資収益の押し上げ効果が期待可能

#### 2014年のレアルと米ドルの金利込リターンの比較(対円)



#### 過去5年間のレアルの推移(対円) 過去5年間の最高値から投資したレアルのリターン分解(円ベース)



期間：

(上図) 2013年12月末~2014年12月末

(左下図) 2009年12月末~2014年12月末

(右下図) 2010年5月3日~2014年12月末

出所：WMOイーター、JPモルガン

金利込みリターン：

レアルはJPモルガン・ELMIプラス・ブラジル・サブインデックス、米ドル

は為替リターンに米ドル1ヶ月Liborの年間平均値を加算した数値を使用

\*2015年1月2日~1月21日のJPモルガン・ELMIプラス・ブラジル・サブインデックスの利回りの平均は10.2%



## 【コラム】インドにおける経済改革の成功事例

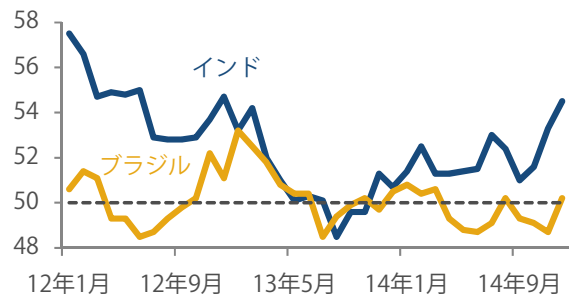
### <高金利政策と財政改革によるインフレ抑制>

- ✓ インドは2000年代から続いた高成長に対し、インフラなど供給面からの対応が遅れ、需要刺激策に傾倒した結果、インフレ率が高騰し低成長に陥る結果に
- ✓ 2013年9月に中央銀行総裁に就任したラジャン氏の下、3度の利上げを含む高金利政策を実施
- ✓ 2014年5月の選挙で誕生したモディ新政権が財政支出削減を含む改革を進めインフレ率は大きく低下\*\*

### <成長の土台を作る構造改革が海外資金の呼び水に>

- ✓ 高金利政策と財政改革によるインフレ抑制は短期的には需要を抑制し成長の鈍化要因に
- ✓ しかし、インフレ率の安定化が企業マインドの改善等に繋がり、製造業指数の回復が続く
- ✓ 2015年1月にはインフレ率低下を背景に中央銀行が利下げを実施。景気への更なる後押しが期待される
- ✓ 同国への海外資金流入も増加傾向にあり、同国の株式や為替は他の新興国と比べ堅調な推移に

インドとブラジルの製造業PMI\*の推移



期間：2012年1月末～2014年12月末

出所：ブルームバーグ

\*PMIは購買担当者景気指数で50を上回ると景況の改善を示唆

\*\*2013年12月の9.9%から、2014年12月には5.0%に低下

### 【今後のブラジル経済への3つの示唆】

- ① 財政の規律を高め、効果的にインフレ抑制を推進
- ② 高金利と財政引き締めによるインフレ抑制は短期的には成長の鈍化要因に
- ③ インフレ率の安定化により、中長期的には企業投資の回復などを伴うバランスの取れた成長構造へ

当資料は、一般的な情報提供を目的にピムコジャパンリミテッド（以下、「弊社」）が作成したものです。投資助言や特定の有価証券、戦略、もしくは金融商品の売買の勧誘や推奨を目的とするものではありません。

記載された情報は充分信頼できるものと考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における弊社の判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、コメント等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。また記載された投資戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、デリバティブ取引等の価値、金融市場の相場や金利等の変動、及び組入有価証券の発行体の財務状況や信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、損失をこうむることがあります。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。

弊社が行う金融商品取引業に関してお客様にご負担頂く手数料等には、弊社に対する報酬及び有価証券等の売買手数料や保管費用等の諸費用がありますが、それらの報酬及び諸費用の種類ごと及び合計の金額・上限額・計算方法は、投資戦略や運用の状況、期間、残高等により異なるため表示することができません。

PIMCOは、アリアンツ・アセット・マネジメント・オブ・アメリカ・エル・ピーの米国およびその他の国における商標または登録商標です。THE NEW NEUTRALおよびYOUR GLOBAL INVESTMENT AUTHORITYは、パシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーの米国およびその他の国における商標または登録商標です。

### 留意点

当資料及び記載されている情報に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

- 資料の作成 -

# PIMCO

ピムコジャパンリミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第382号

加入協会/一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会

PIMCOはパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味し、その関連会社を含むグループ総称として用いられることがあります。