

新興国レポート

ボルソナロ政権発足に向けた2019年のブラジル市場展望

- 大統領選挙でのボルソナロ氏勝利を受け、市場は落ち着きを取り戻す。次期政権の改革次第で市場には改善余地。
- 19年1月のボルソナロ次期政権の発足後、2月には新議会がスタート。市場の注目は政策の詳細から議会交渉へ。
- 早期の財政黒字化が次期政権の政策目標。財政再建に不可欠な年金改革の承認には、中立政党の協力が必要に。
- 19年の市場環境は、米国リスクへの懸念が増す中、景気回復や経済改革の面でのブラジルへの再評価が焦点に。

大統領選挙が終わり、市場は落ち着きを取り戻す

2018年のブラジル金融市場は、トルコやアルゼンチンに端を発した新興国市場の混乱や、10月のブラジル大統領選挙を巡る不透明感が投資家の不安心理を高める要因となっていました。しかし、大統領選挙の結果が改革志向のジャイル・ボルソナロ氏（社会自由党（PSL））の勝利となったことを受けて、ブラジル金融市場は落ち着きを取り戻し始めています。

ボルソナロ政権の改革次第で市場に改善余地

ブラジル・レアル先物に対する投機筋ポジションを見ると、2018年は大統領選挙に関連したイベント・リスクを警戒してレアル先物の売り持ちが拡大傾向にありました（図1）。しかし、選挙結果がボルソナロ氏の勝利（市場が警戒した左派陣営の敗北）となったことで市場に安堵感が広がり、足元では売り持ちポジションの解消が進んでいます。

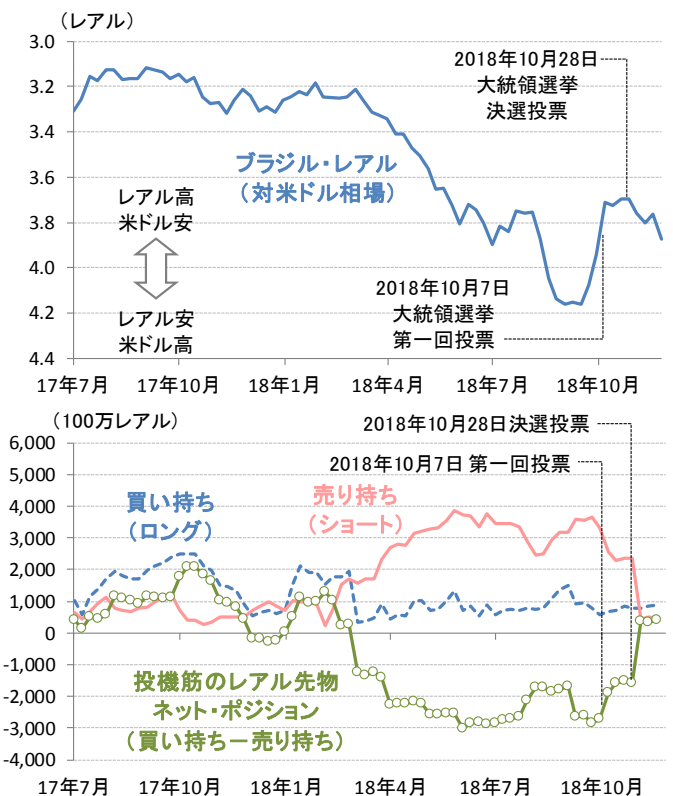
もっとも、レアル先物への投機筋の買い持ちの動きは大統領選挙後も限定的に留まっており、市場はボルソナロ次期政権の政策効果を織り込むまでには至っていないようです。2019年はボルソナロ次期政権が計画する経済改革の進展次第で、金融市場には一段の改善の余地が残されていると考えられます。

市場の注目は閣僚人事から議会交渉に変遷へ

今後の政治スケジュールを確認すると、現状は2019年1月1日のボルソナロ次期政権の発足に向けて、閣僚人事の選定や政策策定の詰め作業が行われている段階にあります（図2）。2019年初の政権発足以降は2月1日に新議会がスタートし、ボルソナロ次期政権が提案する各種政策に関する具体的な議会審議が始まる予定です。

2019年に向けた金融市場の注目材料は、ボルソナロ次期政権の閣僚人事から各種政策の詳細、議会交渉の行方へと徐々に変遷することが見込まれます。

図1：投機筋によるブラジル・レアル先物のポジション



(出所) ブルームバーグ、米商品先物取引委員会 (CFTC)
(期間) 2017年7月4日～2018年11月27日 (週次)

図2：ボルソナロ次期政権発足に向けた今後の予定

日付	主な出来事・予定
2018年10月28日	大統領選挙の決選投票でボルソナロ氏が当選
2018年11-12月	次期政権の閣僚人事の選定や政策の策定
2019年1月1日	ボルソナロ次期大統領の就任 (新政権発足)
2019年2月1日	下院・上院議長の選出、新議会のスタート

(出所) 各種報道

ボルソナロ次期政権は早期の財政健全化

ボルソナロ次期政権の経済政策は、パウロ・ゲデス次期経済相を中心とした経済チームが策定中とされています。

ボルソナロ次期政権は、基礎的財政収支を2019年に均衡化し、2020年には早期の財政黒字化を達成することを経済政策の目標の柱としています（図3）。財政健全化という目標達成のため、次期政権は年金改革や税制改革、民営化および政府資産売却などの各種経済改革を積極的に進める姿勢を示しています。

ブラジル中銀改革や国営銀行改革にも注目

また、ボルソナロ次期政権では、ブラジル中央銀行や国営銀行の改革にも注目が集まりそうです。中銀改革では、ブラジル中銀の総裁・理事に固定任期制を導入し、政権からの中銀の独立性を高める計画が進みつつあります。

また、国営銀行改革では、ジョアキン・レヴィ元財務相（世界銀行専務理事）が経済社会開発銀行（BNDES）の総裁に指名され、国営銀行の経営合理化や国庫への借入金返納などが進められる見込みです。

年金改革を避けては財政均衡の達成は不可能

2019年2月に新議会がスタートした後は、ボルソナロ次期政権による年金改革法案の提案とその議会審議の行方が市場の大きな焦点となりそうです。

次期政権の政策の中でも年金改革が特に重要視されるのは、社会保障収支の赤字が政府の財政悪化の根本原因となっているためです。近年の歳出抑制策の効果から、社会保障収支を除くと基礎的財政収支は黒字に転じており、ブラジル財務省も「年金改革を避けては財政均衡の達成は不可能」との見方を示しています（図4）。

年金改革の承認には中立政党の協力が必要に

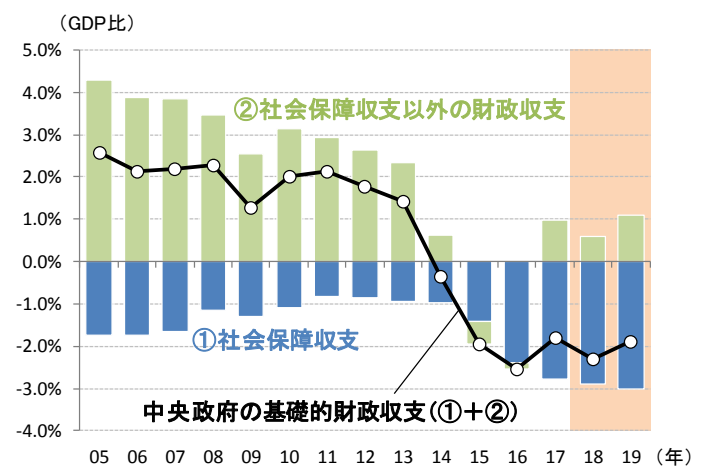
2018年10月の議会選挙の結果を受けた、2019年からの新議会の勢力図は図5の通りです。現時点でボルソナロ次期政権への協力が見込まれる政党の議員は、下院議会の48%、上院議会の38%を占めていると推定されます。年金改革など憲法改正が必要な法案の承認には、下院・上院議会それぞれで60%以上の票が必要であるため、中立政党の協力を得られるかが焦点となります。

図3：ボルソナロ次期政権の主要な経済政策の特徴

財政健全化	基礎的財政収支を2020年に黒字化。
年金改革	最低受給開始年齢の緩やかな引き上げ。
	賦課方式から積立方式への緩やかな移行。
	公務員と民間労働者の年金制度格差の是正。
税制改革	税制簡素化や所得・法人税の減税。
民営化	国営企業の民営化や政府資産売却を推進。
中央銀行独立性改革	中銀の総裁・理事ポストの任期制の導入。
国営銀行改革	国営銀行の保有資産売却や国庫への借入金返還。

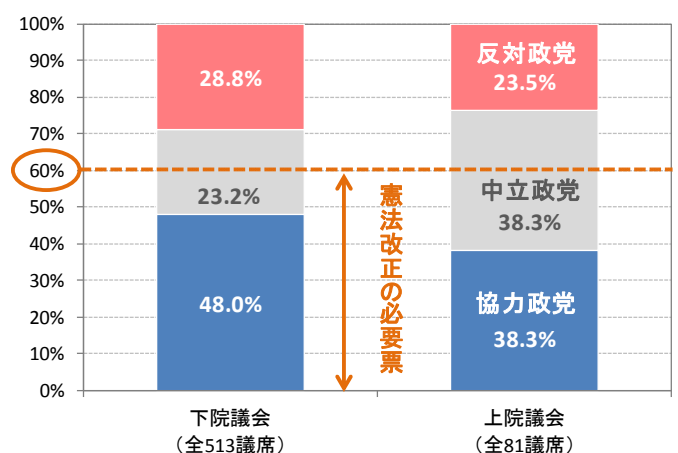
（出所）各種報道

図4：ブラジル中央政府の基礎的財政収支



（出所）ブラジル財務省（注）2018-2019年は予算計画。基礎的財政収支は利払い費を除く財政収支。

図5：2019年からの新議会の勢力図



（出所）ブラジル選挙高等裁判所、ブラジル議会諮問局、各種報道
（注）協力政党、中立政党、反対政党の分類は各種報道に基づくもので、確定的な連立関係を示すものではありません。

19年はブラジル景気の一段の回復が見込まれる

ブラジル大統領選挙に関わる政治的な不透明感が解消されたことで、2019年にはブラジル景気の回復が一段と進みそうです。2014年から2016年にかけて政局の混乱と景気後退に直面したブラジル景気はまだ回復の初期段階にあり、今後は政権の安定と共に内需主導の景気回復が進展することが期待されます。

実際、2018年7-9月期のブラジルの実質GDPは前年比+1.3%の成長に留まりましたが、直近の市場コンセンサス予想によれば、2019年末には前年比+2.8%まで経済成長が緩やかに加速することが見込まれています（図6）。

緩和的な金融政策の維持が景気回復を後押しへ

また、ブラジル中銀の金融政策は2018年3月に一連の利下げが一巡し、足元まで緩和的な政策が維持されています。2018年はトルコやアルゼンチンなど通貨不安を背景に利上げを余儀なくされた国もあった一方、ブラジルでは物価安定を背景に、ブラジル中銀は為替市場の変動に対しても静観する姿勢を維持しています。

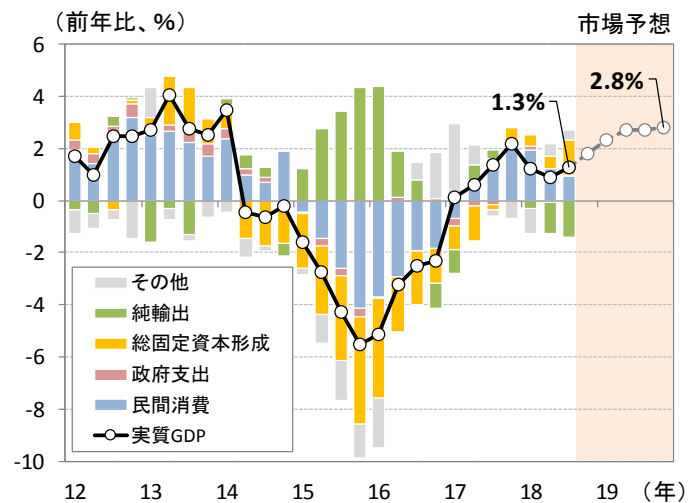
2019年に向けても、緩やかな景気回復と物価安定が続く公算が大きく、ブラジル中銀は緩和的な金融政策を維持すると見込まれます。ブラジル中銀の緩和姿勢の維持は、民間銀行セクターの貸出拡大を通じて、一段の景気回復を後押しする要因になりそうです（図7）。

米国と異なる景気・政策サイクルにあるブラジル

2019年の世界の市場環境を見据えると、米中貿易戦争や、米国の景気減速、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げ継続の是非など、市場関係者の間では米国の景気や政策の先行きに対する懸念が高まっています。こうした米国リスクを回避する上で、「米国との景気・政策サイクルの違い」という側面が分散投資対象としてのブラジルの再評価要因となる可能性もあると考えられます。

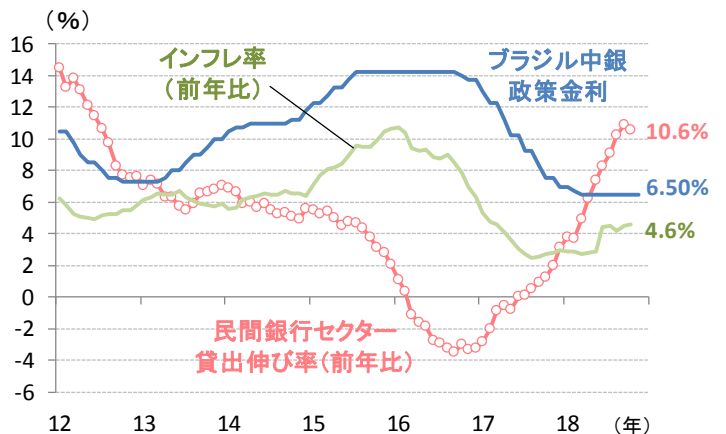
ブラジル株式市場では、ボベスパ指数は足元で史上最高値圏にあるものの、予想PERは11倍台となお割安感が残されています（図8）。今後、ボルソナロ次期政権の経済改革の実行や景気回復が進展し、市場でのブラジル関連資産への見直しが広まるかが焦点となりそうです。

図6：ブラジルの実質GDP成長率



(出所) ブラジル地理統計院 (IBGE)、ブラジル中銀
(期間) 2012年1Q～2018年3Q (注) 市場予想は11月30日時点

図7：ブラジルの政策金利、インフレ率、銀行貸出



(出所) IBGE、ブラジル中銀
(期間) 2012年1月～2018年11月 (インフレ率と貸出は10月時点)

図8：ブラジル株と12ヵ月先予想PERの推移



(出所) ブルームバーク (期間) 2014年1月2日～2018年12月5日

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、レグ・メイソン・アセット・マネジメントの情報を基に、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 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。
- 当資料のいかなる内容も将来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。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

<設定・運用>



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイ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369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

ニッセイアセットマネジメント株式会社

コールセンター 0120-762-506（受付時間：営業日の午前9時～午後5時）

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>