



ブラジル出張報告①: ボルソナロ政権の経済改革の行方

- レッグ・メイソン・アセット・マネジメントはブラジルでの現地調査を実施。ボルソナロ政権の経済改革の行方を探る。
- 過去5年間のブラジルは政治的混乱が続くも、左派政権の退陣や、経済改革の進展、政界浄化の面で前向きな兆し。
- ボルソナロ政権は年金改革を政策の最優先課題に掲げる。現地では年金改革審議への楽観的見方が多く聞かれる。
- 市場関係者は早ければ19年8-9月の年金改革の成立を見込む。年金改革の最大のハードルは下院本会議の投票。
- 政権は民間人材を活用して民営化政策の推進も計画。議会承認が不要な民営化は迅速な改革の実行が可能。
- 民営化は資本市場の発展にも恩恵。5年間で3,000~5,000億レアルの国営企業の民営化・資産売却が見込まれる。

ボルソナロ政権の誕生でブラジルはどう変わるか

レッグ・メイソン・アセット・マネジメント(以下、当社)では、2019年3月下旬にブラジルでの現地調査を行ってきました。今年のブラジル出張の主な目的は、ボルソナロ政権の誕生によって今後のブラジルの政治、経済、金融市場がどう変わるのかを確かめることにありました。

政府機関が集中する首都ブラジリアでは、主な政策当局者や議会関係者に対して、ボルソナロ政権が進める経済改革の方針についてヒアリング調査を行いました。また、最大都市サンパウロでは、政治アナリストや市場関係者、大手格付会社、メディア関係者などと面談し、外部から見たボルソナロ政権への評価やブラジルの経済・金融市場の展望について意見交換をしてきました。

ボルソナロ政権の経済改革への注目高まる

過去5年間のブラジルの市場環境を変遷を振り返ると、ルセフ大統領の弾劾問題や有力政治家の汚職疑惑など、政治的な混乱が経済成長の妨げとなってきました(図1)。

一方、この間にも、①ルセフ大統領罷免を契機に約13年間続いた左派政権が退陣したことや、②その後のテメル政権が経済改革の面で一定の成果(歳出上限法、労働市場改革、民営化推進)を挙げたこと、③主要政治家への汚職捜査や2018年10月の選挙を通じて政界の浄化が進んだことなど、前向きな変化の兆しはみられました。

今年1月に発足したボルソナロ政権は、元投資銀行家のパウロ・ゲデス経済相を中心に、市場経済を重視したリベラルな経済政策を志向しています。テメル政権のもとで築かれた改革の土台(①~③)から、ボルソナロ政権が一段の経済改革を進め、ブラジル経済の本格的回復を主導するかに市場の注目が集まっています。

図1: 2014年以降のブラジル政治の主な変化

政権	年	月	出来事
ルセフ	2014年	10月	大統領選挙でルセフ大統領の再選決まる
	2015年	1月	第二次ルセフ政権の発足
		3月	ルセフ大統領に反発する大規模なデモ
		12月	クーニャ下院議長がルセフ大統領の弾劾申請を受理 ジョアキン・レヴィ財務相が辞任
テメル	2016年	3月	議会がルセフ大統領の弾劾審理を開始
	2017年	5月	テメル副大統領が暫定大統領に就任
		8月	リオデジャネイロ五輪 弾劾裁判でルセフ大統領の失職が決定
		12月	テメル政権が年金改革法案を議会に提出 議会が歳出上限法案を可決
2018年	5月	下院議会の特別委員会が年金改革法案を承認 JBSショック(テメル大統領の汚職疑惑が浮上)	
	7月	議会で労働法改正案が成立	
	8月	下院がテメル大統領への起訴を否決(1回目)	
	10月	下院がテメル大統領への起訴を否決(2回目)	
	11月	テメル政権が規模を縮小した年金改革法案を公表	
ボルソナロ	2018年	2月	テメル政権が年金改革法案の棚上げを決定
	2019年	4月	ルーラ元大統領が逮捕・拘留される
		5月	新興国市場の混乱(アルゼンチン、トルコ)
		10月	大統領選挙でボルソナロ氏が勝利
ボルソナロ	2019年	1月1日	ボルソナロ政権が発足
	2月1日	新議会がスタート(新たな上下院議長を選出)	
	2月20日	政府が年金改革法案を下院議会へ提出	
	3月20日	政府が軍人年金改革を下院議会へ提出	
	4月23日	下院の憲法・司法委員会が年金改革を承認	

(出所)各種報道

●当資料は、説明資料としてレッグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。●当資料に記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当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し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。



ボルソナロ政権の最優先課題は年金改革の承認

ボルソナロ政権は多くの経済改革を提唱する中でも、**年金改革の議会承認**を最優先課題としています。

ボルソナロ政権は、民間労働者や公務員などを含む包括的な年金改革法案を議会に提出し、10年間で1兆2,365億リアル(約35兆円)の財政改善効果を見込んでいます(図2)。政府にとっては国民への過大な年金支出が近年の財政赤字の主因となっており、年金改革は機動的な財政運営を取り戻すための喫緊の課題と言えます。

現地では年金改革審議への楽観的な見方が多い

当社が現地取材したボルソナロ政権の政策当局者や議会関係者、外部の政治アナリストおよび市場関係者の間では、**今後の議会審議の過程では一定の譲歩は不可欠とみられるものの、総じて年金改革の議会承認には楽観的な見方が多く聞かれました**。現地市場関係者の間では、約70~80%の確率で年金改革は年内に成立する公算が大きいとみられている模様です。

市場関係者は早ければ8-9月の成立を見込む

年金改革の議会審議の現状を確認すると、ボルソナロ政権はすでに2019年2月20日に議会に対して年金改革法案を提出しており、議会審議の第一段階に当たる下院の憲法・司法委員会(CGJ)は4月23日に年金改革法案への承認を下しました。現在、年金改革法案は下院の特別委員会で審議される段階にあります(図3)。

現地市場関係者によれば、**年金改革法案の成立時期(上院本会議での承認)は早ければ2019年8-9月頃、保守的な想定では11月頃**と見込まれています。

年金改革の最大のハードルは下院本会議の投票

今後の議会審議において、特にハードルが高いとみられているのが下院本会議の承認手続きです。下院議会での年金改革法案の承認には、513名の議員のうち308名(60%)以上の賛成を得る必要があります(図4)。

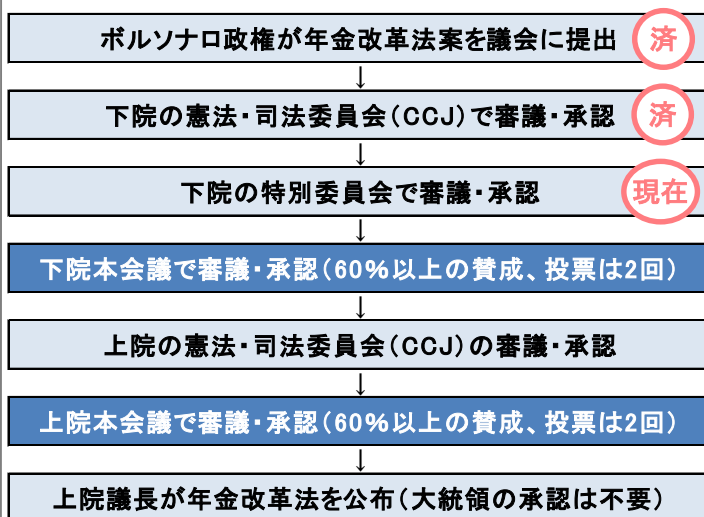
もっとも、年金改革に反対を表明している野党陣営は下院議会のうち140名前後の勢力に過ぎないため、野党の存在は年金改革審議の大きな障害にはならないとみられています。**今後の議会交渉を通じて、ボルソナロ政権が中立派の下院議員(約150名強)との協力関係を築けるかが年金改革法案承認のカギ**となりそうです。

図2: テメル/ボルソナロ政権の年金改革提案の規模

時期	年金改革	10年間の財政改善効果
2016年12月	テメル政権による当初の年金改革提案	8,000億リアル
2017年5月	テメル政権の下院特別委員会の修正案	6,000億リアル
2017年11月	テメル政権の年金改革最終案(2018年2月に法案審議を断念)	4,800億リアル
2019年2月20日	ボルソナロ政権の年金改革提案	1兆724億リアル
2019年4月25日	ボルソナロ政権の年金改革修正案	1兆2,365億リアル

(出所)ブラジル経済省、各種報道

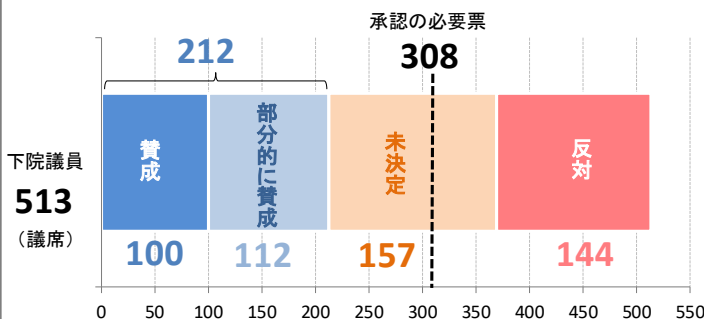
図3: ブラジルの年金改革の議会審議の手続き



市場関係者は早ければ2019年8-9月頃の法案成立を見込む

(出所)各種報道、レグ・メイソン・アセット・マネジメントによる調査

図4: 年金改革に対する下院議員の方針調査



(出所)パロール紙 (注)2019年5月12日時点。

●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。●当資料に記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当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し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。



政権は民間人材を活用して民営化政策を推進

一方、ボルソナロ政権が年金改革と同時並行的に進めようとしているのが**民営化政策**です。ボルソナロ政権は国有企業や国有資産を民間投資家へ売却することを通じて、左派政権期に肥大化した政府部門の規模を縮小し、民間セクターの活力を取り戻すことを目指しています。

ボルソナロ政権では、民営化政策を推進するため、経済省の傘下に民営化局を新設し、**成功した企業経営者や元投資銀行家などの民間人材を積極的に登用**しています(図5)。政府は大手国営企業の総裁ポストにも改革志向の人材を国内外から集め、国営企業の資産売却や経営改革をトップダウンで進める考えです。

民営化政策は迅速な改革の実行が可能

図6に示す通り、ボルソナロ政権の民営化政策は4つの柱で構成されています。**民営化政策は基本的に議会承認の手続きが不要であることから、政権が主導となり迅速な改革実行が可能**とみられています。

インフラ運営権(コンセッション)入札に関しては、ボルソナロ政権は5月8日に港湾、空港、高速道路の運営権入札に関する計画を公表しました(図7)。入札の実施は主に2020年に予定されており、落札企業は総額約1,333億リアル(約3.7兆円)の大規模な投資を行う計画です。

大規模な民営化は資本市場の発展にも恩恵

一方、今後5年間に見込まれる国営企業の民営化および資産売却の規模は、現地市場関係者によれば、3,000~5,000億リアル(約8~14兆円、GDP比4~7%)にのぼるとみられています。民営化政策の推進により資本市場の活性化が期待され、海外投資家にとってのブラジル資本市場での投資機会も拡大しそうです。

年金改革は広範な経済改革のスタートライン

ボルソナロ政権は今年之最優先課題である年金改革の議会承認を達成した後は、ブラジル・コストの解消のため**税制改革**(複雑な税制簡素化)や**輸入関税引き下げ**(対外開放政策)に取り組むと見込まれます(次頁図8)。

次の大統領選挙は2022年であることから、ボルソナロ政権には様々な経済改革を進める余力も多く残されています。ボルソナロ政権にとって年金改革は、広範な経済改革を進めるためのスタートラインと考えることができそうです。

(※)本レター中の為替換算レート:1リアル=28円

図5:民営化政策を進める政権の中心人物

人物	現ポスト	経歴
経済省トップ		
パウロ・ゲデス	経済相	シカゴ大博士号 元BTGパクチアル共同創業者
経済省 民営化局幹部		
サリン・マタール	民営化局長	企業経営者 ロカリザ社前会長
グスタボ・モンテサーノ	民営化局 副局長	在ロンドン資源商社の前幹部 元BTGパクチアルの投資銀行家
各国営企業総裁		
ジョアキン・レビイ	ブラジル国家開発銀行(BNDES)総裁	前世界銀行専務理事 元財務相、シカゴ大博士号
ペドロ・ギマランエス	ブラジル連邦貯蓄銀行(CAIXA)総裁	民営化政策の専門家 金融セクター担当の元アナリスト
ルベン・ノバエス	ブラジル銀行総裁	ゲデス氏とシカゴ大で同窓 元BNDES理事
カステロ・ブランコ	ペトロプラス総裁	シカゴ大卒 ペトロプラスやバーレの元幹部

(出所)各種資料・報道

図6:ボルソナロ政権の民営化政策の主な方針

- ① インフラ運営権(港湾、空港、道路、鉄道)の入札
- ② 5大国営企業の民営化、資産売却、経営合理化
- ③ 中堅国営企業の民営化、経営合理化
- ④ 政府保有不動産の売却

(出所)レグ・メイソン・アセット・マネジメントによる調査

(注)5大国営企業は、国営石油会社ペトロプラス、国営電力公社エトロプラス、ブラジル国家開発銀行(BNDES)、ブラジル連邦貯蓄銀行(CAIXA)、ブラジル銀行。

図7:ボルソナロ政権のインフラ運営権入札の計画

運営権入札の対象	契約期間	総投資額(億リアル)
港湾(6ターミナル)	20~35年	14.7
空港(22空港)	30年	50.0
高速道路(総距離約14,500km)	10~30年	1,268.0
全体	-	1,332.7

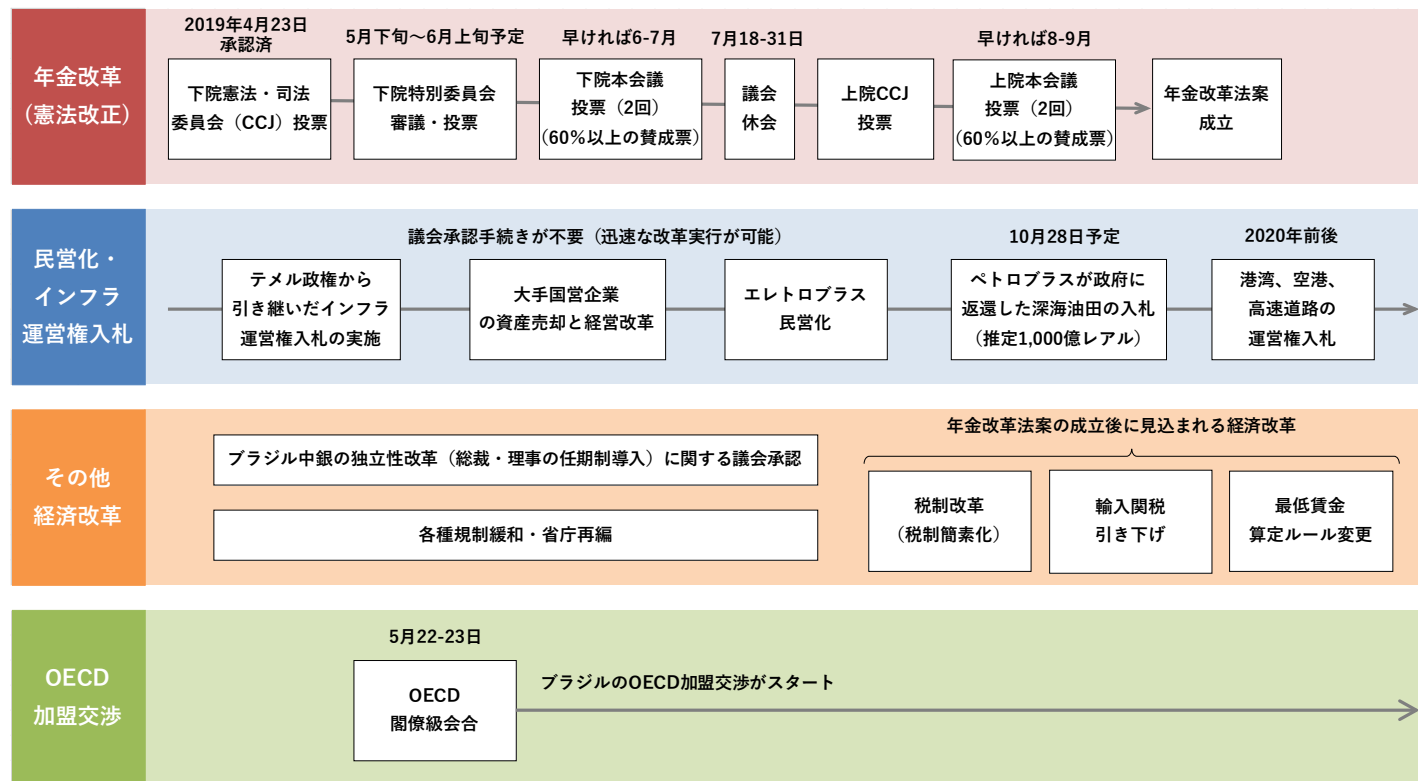
(出所)ブラジル・インフラ省

(注)入札は主に2020年実施の計画。計画には空港運営公社インフラエロが保有するガアルーリョス空港(サンパウロ)、ブラジリア空港、ガレオン空港(リオ)、コンフィンス空港の持ち分の売却も含まれる。

●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。●当資料に記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当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し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。



図8: ボルソナロ政権の各種経済改革を巡る今後のスケジュール



(出所)各種資料・報道、レグ・メイソン・アセット・マネジメントによる調査 (注)OECD: 経済協力開発機構

【ブラジル議会から大統領府、最高裁判所、三権広場を望む(首都ブラジリア)】



(出所)レグ・メイソン・アセット・マネジメント撮影

●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。●当資料に記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当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し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。