

**新興国レポート**
**ボルソナロ政権経済改革の行方（レッジメイソンからの出張報告①より）**

レッジ・メイソン・アセット・マネジメントでは、2019年3月下旬にブラジルでの現地調査を行いました。現地調査の主な目的は、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。ニッセイアセットマネジメントではその現地調査結果につき、レッジメイソンより情報連携を受けましたので、以下ご紹介いたします。

- レッジ・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**

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<br>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                               |
|       |       | 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<br>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<br>議会が歳出上限法案を可決              |
| テメル   | 2017年 | 5月    | 下院議会の特別委員会が年金改革法案を承認<br>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                             |
|       |       | 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

## 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

レグ・メイソン・アセット・マネジメントが現地で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（CCJ）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）。

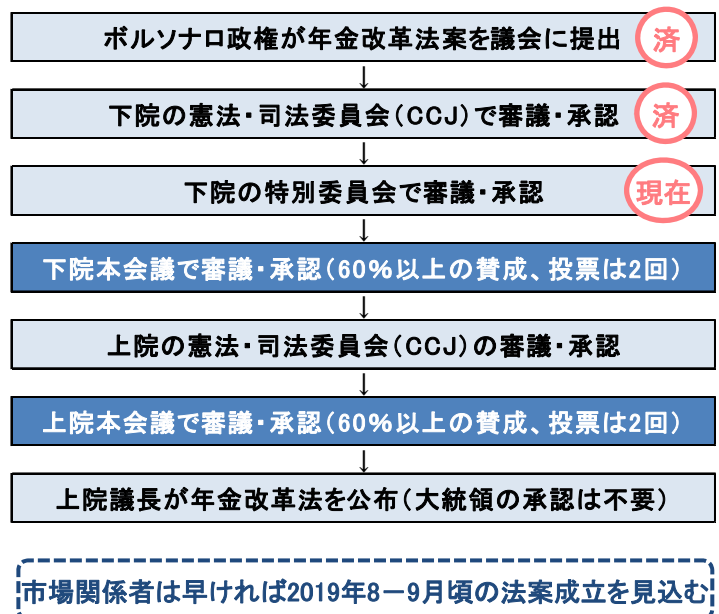
もっとも、年金改革に反対を表明している野党陣営は下院議会のうち140名前後の勢力に過ぎないため、野党の存在は年金改革審議の大きな障害にはならないとみられています。今後の議会交渉を通じて、ボルソナロ政権が中立派の下院議員（約150名強）との協力関係を築けるかが年金改革法案承認のカギとなりそうです。

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 |

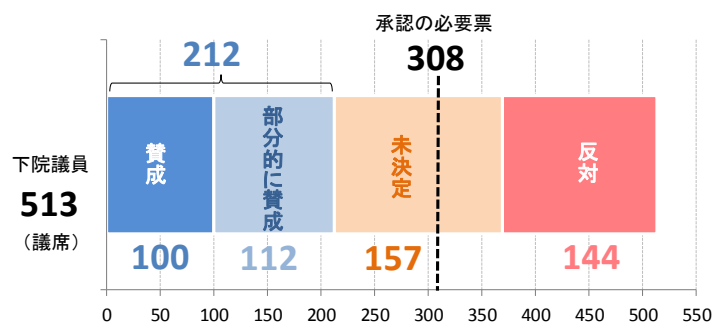
（出所）ブラジル経済省、各種報道

図3：ブラジルの年金改革の議会審議の手続き



（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。

## 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1,333億レアル（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、3,000～5,000億レアル（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の本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。

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                                |
|-------------------|-----------------------|-----------------------------------|
| <b>経済省トップ</b>     |                       |                                   |
| パウロ・ゲデス           | 経済相                   | シカゴ大博士号<br>元BTGバクチュアル共同創業者        |
| <b>経済省 民営化局幹部</b> |                       |                                   |
| サリン・マタール          | 民営化局長                 | 企業経営者<br>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<br>元BTGバクチュアルの投資銀行家 |
| <b>各国营企業総裁</b>    |                       |                                   |
| ジョアキン・レヴィ         | ブラジル国家開発銀行 (BNDES) 総裁 | 前世界銀行専務理事<br>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<br>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院で同窓<br>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<br>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大国营企業の民営化、資産売却、経営合理化
- ③ 中堅国营企業の民営化、経営合理化
- ④ 政府保有不動産の売却

（出所）レッグ・メイソン・アセット・マネジメントによる調査

（注）5大国营企業は、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 (億レアル)    |
|---------------------|--------|----------------|
| 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        |
| <b>全体</b>           | -      | <b>1,332.7</b> |

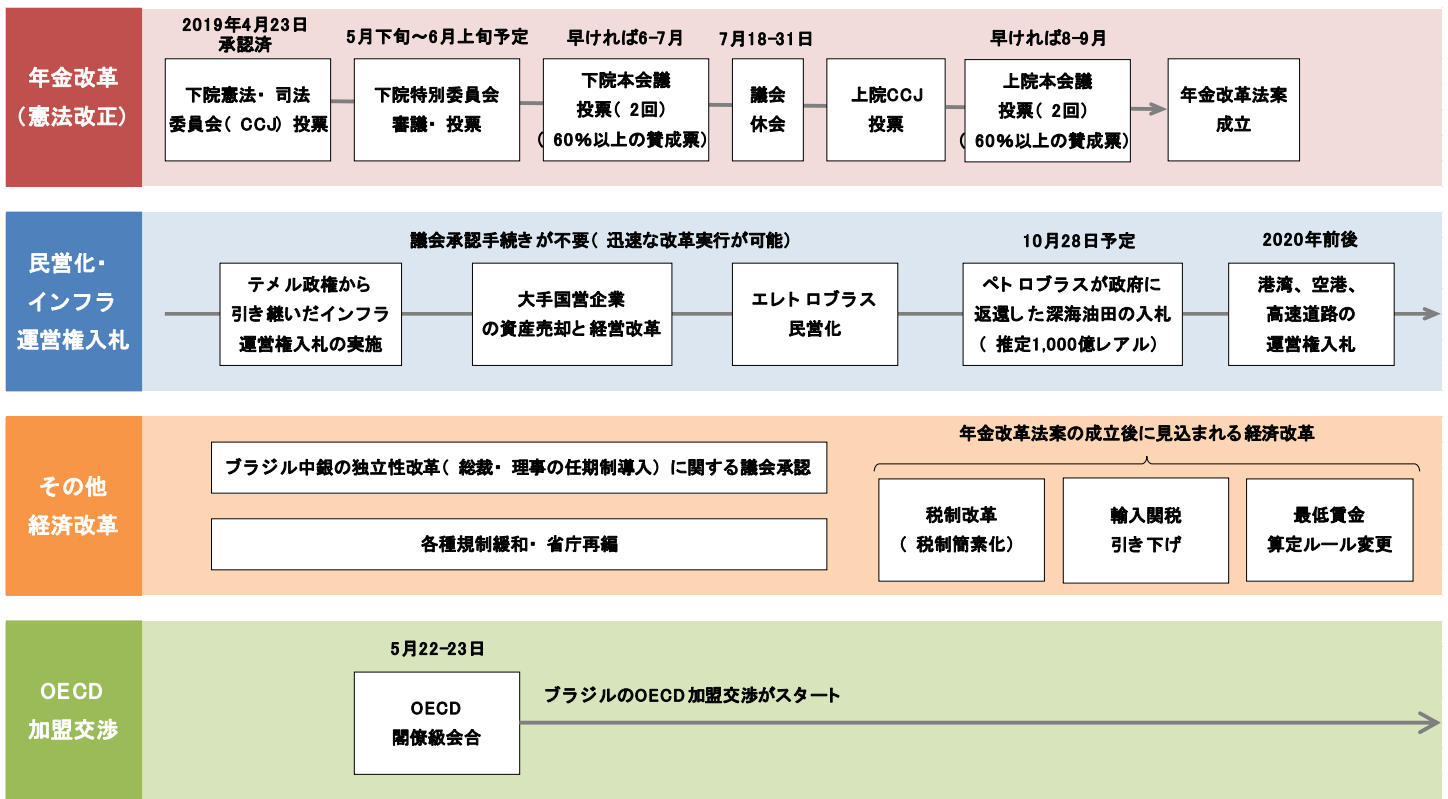
（出所）ブラジル・インフラ省

（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グアルーリョス空港（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。

（※）当レポート中の為替換算レート：1レアル=28円



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。

## &lt;設定・運用&gt;



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/>