

新興国レポート

# ブラジル経済改革の総点検 (年金改革・民営化など)

- 世界経済の不透明感から海外投資家は新興国市場に慎重姿勢。今後のブラジルの経済改革が再評価のきっかけに。
- 上院は年金改革の早期承認のため法案を分割審議へ。上院では9,000億レアル規模の年金改革が承認される見込み。
- 政府の民営化実績は今年目標に到達目前。今後は大規模油田の入札や電力公社（国営企業）の民営化が焦点に。
- 年金改革の進展を受け、信用リスク指標はブラジルの格上げ余地を示唆。

## 7月中旬以降、ブラジル株やレアル相場が軟調推移

2019年7月中旬以降、ブラジル株やレアル相場の軟調な展開が続いています。主要株価指数のボベスパ指数は、7月10日の史上最高値（105,817ポイント）から8月26日（96,430ポイント）までに8.9%の下落となりました。レアルの対米ドル相場は足元で1米ドル=4.1レアル台、対円相場は1レアル=25円台までレアル安が進行しています。

## 海外投資家は新興国市場への投資に慎重姿勢

ブラジル市場の調整の主な要因は、海外投資家の資金流出とみられます。ブラジル株式市場での海外投資家の売買動向を見ると、7月中旬以降、海外投資家の資金流出が急拡大したことが分かります（図表1）。

足元で海外投資家がブラジルから資金を引き揚げていく背景として、米中貿易摩擦の再燃や世界経済の先行き不透明感から、海外投資家が新興国市場全般への投資に慎重になっていることが考えられます。

2019年7-8月米国上場の新興国株ETF（上場投資信託）の資金フローは80.9億米ドル（約8,500億円\*）の大幅な資金流出となっています（図表2）。主要な新興国株ETFのブラジルへの投資比率は概ね7%程度であることから、新興国株ETFの解約に伴うブラジル株への間接的な売り圧力は約600億円程度にのぼると推定されます。

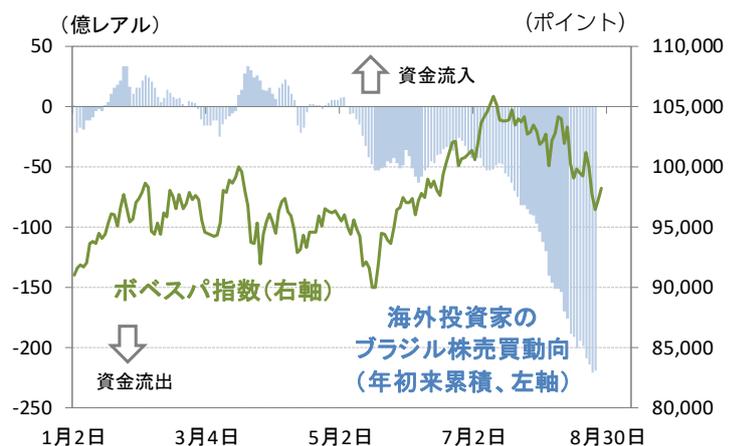
## 経済改革の進展がブラジル再評価のきっかけに

一方、米国上場のブラジル株ETFの資金フローに目を向けてみると、2019年7-8月は約4,000万米ドル（約42億円\*）の小幅な資金流入となっており、ブラジルへの投資に対して海外投資家は必ずしも消極的ではないようです。

今後、世界経済の先行き不透明感が一巡する過程において、ブラジルの経済改革の進展が海外投資家のブラジルへの再評価のきっかけとなることが期待されます。

(\* ) 為替換算レート：1米ドル=105円

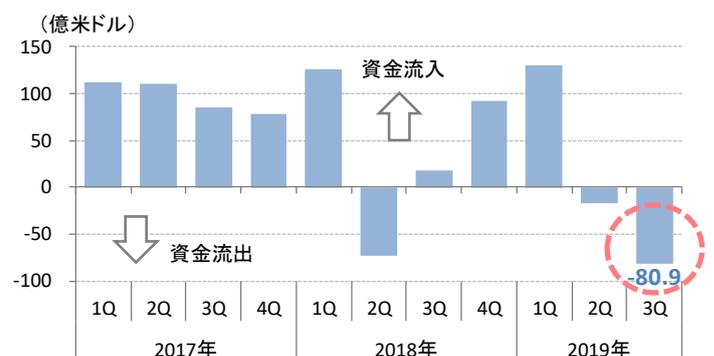
図表1：海外投資家によるブラジル株式売買動向



(出所) ブルームバーグ (期間) 2019年1月2日~8月28日 (日次)  
(注) ブラジル株売買動向は2019年8月26日時点。

図表2：新興国株ETFとブラジル株ETFの資金フロー

### 【米国上場の新興国株ETF（個別国ETFは除く）】



### 【米国上場のブラジル株ETF】



(出所) ブルームバーグ  
(期間) 2017年1-3月~2019年7-9月 (四半期)  
(注) 2019年3Qは7月1日~8月28日の資金フロー。

### 下院で承認された年金改革は上院審議へ移行

ボルソナロ政権にとって最も重要な経済改革である年金改革の動向を振り返ると、第一段階の下院での審議は7月10日の第1回投票と8月7日の第2回投票において圧倒的多数によって承認されました（図表3）。

年金改革法案は8月8日に上院へ送付され、現在、年金改革は第二段階の上院審議へ移行しています。上院での年金改革審議は、憲法司法委員会（CCJ）での審議・投票を経て、10月10日に上院本会議での2回目の投票が実施される予定となっています（図表4）。

### 上院議員の間では年金改革支持派が大勢を占める

エスタード紙による上院議員への意向調査では、年金改革支持派の議員は年金改革法案の承認に必要な49名を上回る53名に達しています（図表5）。すでに上院議員の間では年金改革支持派が大勢を占めており、年金改革の承認時期や修正案の詳細が焦点となりそうです。

### 上院は年金改革の早期承認のため分割審議へ

上院の年金改革担当報告官であるタツソ・ジェレイサッチ上院議員は8月27日、上院案の年金改革法案を公表しました。上院案には下院承認案とは異なる憲法改正項目が含まれているため、通常であれば上院承認の後、法案は下院へ送付され再承認を得る必要があります。

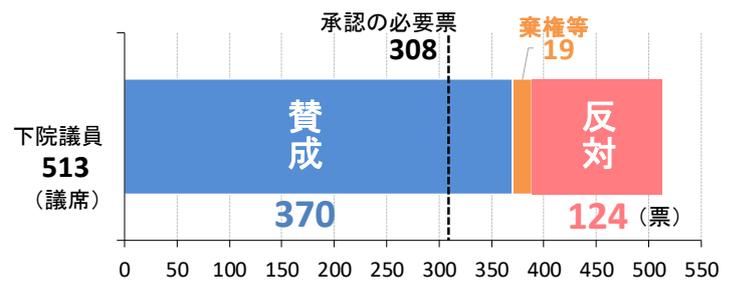
ただし、この方法では法案審議に時間がかかることから、上院は年金改革の早期承認のため、上院修正案を二つに分け、まずは下院再承認の必要のない年金改革の基本法案の審議を先行して進める方針です。残された憲法改正を伴う上院修正案については、上院は追加法案の形で並行審議するとみられています。

### 上院で9,000億リアル規模の年金改革が承認となるか

上院修正案の中で、憲法改正を伴わない修正案は310億リアルの譲歩に留まるため、上院が容易に承認可能とみられる年金改革の基本法案は保守的に見ても9,000億リアル程度の財源を確保できると推定されます（図表6）。

一方、憲法改正を伴う上院修正案には、下院が一度否決した「地方政府公務員の年金改革」や「農業輸出への課税」などの施策が含まれており、審議は難航する可能性もあります。総額4,380億リアルの残りの上院修正案は上院承認後に下院で再承認される必要があります。

図表3：下院議会での年金改革法案への投票結果



(出所) ブラジル下院議会 (注) 8月7日の2回目投票の結果。

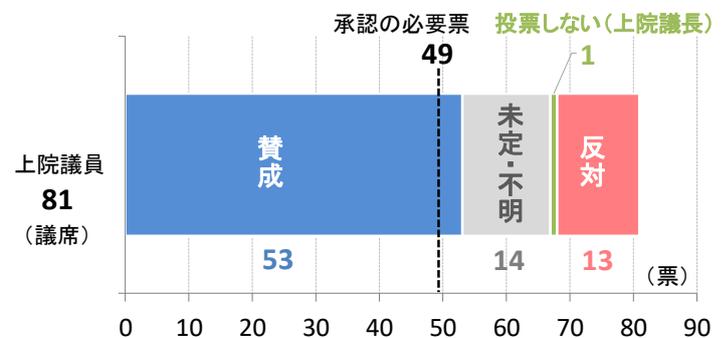
図表4：ブラジル上院での年金改革審議の日程

- 8月8日：年金改革法案が上院へ送付される
- 8月27日：上院報告官が上院の年金改革案を公表
- **9月4日：上院CCJが年金改革に関する投票実施**
- **9月24日：上院本会議が1回目の投票実施（※）**
- **10月10日：上院本会議が2回目の投票実施（※）**
- 10月中旬ごろ：上院議長が年金改革法を公布

(出所) 各種報道

(※) 上院本会議での年金改革法案（憲法改正案）の承認には、上院議員の60%（49名）以上の賛成が必要。CCJは憲法司法委員会。

図表5：ブラジル上院議員の年金改革への意向調査



(出所) エスタード紙 (注) 2019年8月16日時点。

図表6：上院案の年金改革の財政改善効果

(単位:億リアル)		10年間の財政改善効果	円換算値 (兆円)
ベースとなる下院承認案の年金改革		9,335	23.3
上院修正案 (+4,070)	①憲法改正を伴わない修正 (下院の再承認は不要)	-310	-0.8
	②憲法改正を伴う修正 (下院の再承認が必要)	+4,380	11.0
下院承認案 + 上院修正案①		9,025	22.6
下院修正案 + 上院修正案①・②		13,405	33.5

(出所) 各種報道 (注) 為替換算レート：1リアル=25円。

※円換算値は四捨五入しています。

## 民営化の目標進捗率は100%目前となる

議会での年金改革承認に向けて一定の目途が立ち、今後のボルソナロ政権の経済政策の主眼は民営化などの経済活性化策にシフトすると見込まれます。

ボルソナロ政権の民営化政策の現状を整理すると、2019年は主にペトロブラス（国営石油会社）や国営銀行セクターによる資産売却やインフラ運営権（空港、鉄道、港湾）の入札を中心に進められてきました。ブラジル政府の2019年の民営化目標（760億リアル）に対して、8月までに実施された民営化実績は734億リアルに達しており、目標進捗率は100%目前となっています（図表7）。

これはブラジル政府の民営化政策が当初の計画以上のペースで進展していることを示唆しています。

## 11月6日の大規模油田の入札への注目が高まる

2019年末に向けて、ブラジル政府による深海油田の入札が注目イベントとなりそうです（図表8）。

政府は2019年10-11月に3つの油田入札を予定しており、中でも注目されるのは11月6日の大規模油田の入札です。同油田の入札見込み額は1,065億リアルと高額であり、メジャーなどの国際石油会社が落札すれば、ブラジルにとっては、①単年度の大規模な財政改善効果、②リアル相場の下支え要因、③石油開発投資による経済活性化などの効果が期待されます。

図表8：2019年後半の深海油田入札の予定

- 10月10日：36鉱区の油田入札（100億リアル）
- 11月6日：大規模油田（※）の入札（1,065億リアル）
- 11月7日：5鉱区の油田入札（150億リアル）

（出所）各種報道

（注）※は政府が2010年にペトロブラスの生産権利を付与した油田。カッコ内は入札見込み額。

## 電力公社や郵政公社など国営企業も民営化へ

また、2020年に向けて国営企業の民営化も本格化する見込みです。政府は8月21日、郵政公社など新たに9社の国営企業の民営化計画を公表しており、既に計画が進められているエレクトロブラスと合わせ、10社が当面の民営化計画の焦点となりそうです（図表9）。

ボルソナロ政権の民営化政策への市場の期待の高さは、足元でブラジル株が軟調な中でも最高値を更新するエレクトロブラス株のパフォーマンスにも表れています（図表10）。

図表7：ブラジル政府の2019年の民営化の計画と実績

民営化・資産売却分野	億リアル	円換算 (億円)
2019年の民営化実績の合計(①+②+③)	734	18,350
①ペトロブラスの子会社・資産売却	467	11,675
②国営銀行セクターの保有株売却	190	4,750
③インフラ運営権売却(空港、鉄道、港湾)	77	1,925
政府の民営化目標(2019年)	760	19,000
目標進捗率(実績÷計画)	96.6%	

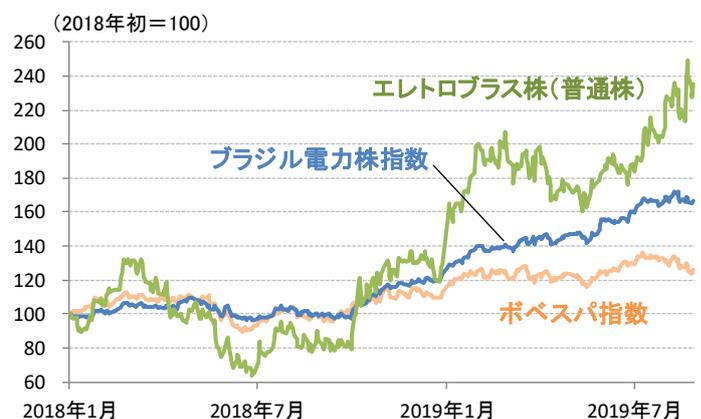
（出所）ブラジル経済省 （注）為替換算レート：1リアル=25円

図表9：今後民営化が見込まれる国営企業のリスト

民営化予定の国営企業		従業員 (人)	売上高 (億リアル)
Eletrobras	エレクトロブラス(電力公社)	15,658	249.8
Correios	郵政公社	103,545	189.8
Serpro	データ処理サービス企業	9,070	33.0
Dataprev	社会福祉データ処理企業	3,644	15.0
Emgea	資産管理企業	-	14.0
Codesp	サンパウロ州港湾企業	1,326	14.0
Telebrás	通信公社	358	2.6
Ceagesp	サンパウロ州中央卸売市場	597	1.0
ABGF	輸出信用機関	58	0.28
Ceitec	半導体製造企業	212	0.057

（出所）各種報道 （注）従業員・売上高は2018年のデータ。

図表10：エレクトロブラス株のパフォーマンス推移



（出所）ブルームバーグ

（期間）2018年1月2日～2019年8月28日（日次）

※個別銘柄を推奨するものではありません。

### 年金改革進展を受けてブラジルの信用力が改善

年金改革審議の進展を受けて、市場ではブラジル国債の信用力改善が織り込まれつつあります。

S&P社によるブラジルの国債格付けは2016年2月に投資適格級を喪失し、現在は投機的等級の「BB-」が付与されています。一方、ブラジル国債の信用リスクを表すCDSスプレッドは、昨年末の207.52ベース・ポイント (bp) から2019年8月28日時点で140.28bpへ低下しています。

主要新興国のCDSスプレッドと国債格付けの関係を比較すると、足元でのブラジルのCDSスプレッドと国債格付けとの間で評価に開き生まれつつあり、これはブラジル国債の潜在的な格上げ余地を示唆していると考えられます (図表11)。

### OECD加盟交渉の先頭を走るブラジル

また、ボルソナロ政権の任期期間 (2019~2022年) に進展が期待されるのが、ブラジルの経済協力開発機構 (OECD) への加盟交渉です。

ブラジル政府は2017年5月にOECDへの加盟申請を提出したものの、米国の反対姿勢から加盟交渉は進展しませんでした。しかし、5月23日のOECD閣僚理事会で米国政府がブラジルのOECD加盟を支持する方針を正式表明したことから、今後、ブラジルのOECD加盟に向けた正式手続きが開始されることが予想されます。

現在、OECDへ加盟申請中の6カ国の中で、ブラジルは最も多くの加盟基準 (全249項目中74項目) を満たし、加盟交渉の先頭を走っています (図表12)。

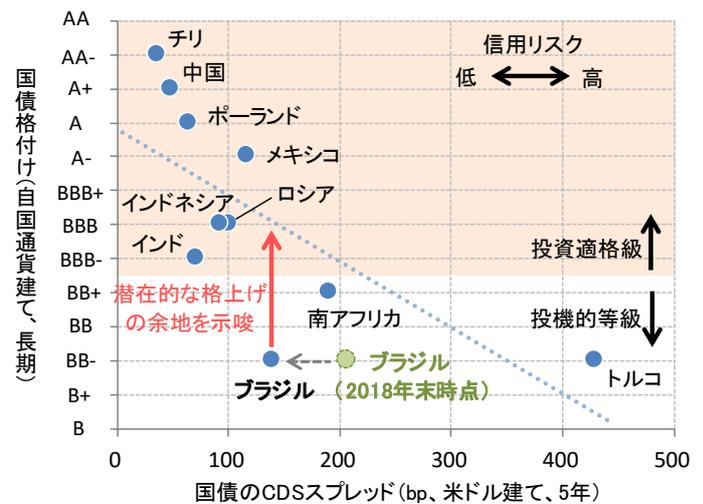
### OECD加盟により海外投資家の投資が期待される

今後、ボルソナロ政権下でブラジルのOECD加盟が実現することになれば、これまで先進国市場を投資対象としてきた海外投資家からの投資流入が期待されます。

2010年5月にOECDへ加盟したチリのケースなど、OECD加盟前後の経済改革の進展により、海外投資家による証券投資が拡大した事例もあります (図表13)。

ブラジルがOECDへの加盟交渉を進める過程では、世界経済との連携強化や国際基準に沿った貿易・投資ルールの適用など一段の経済改革が求められることになるとみられます。このような経済改革はビジネス環境の改善をもたらし、ブラジルの金融市場にも好影響をもたらすものと考えられます。

図表11：主要新興国の信用リスク指標と国債格付け

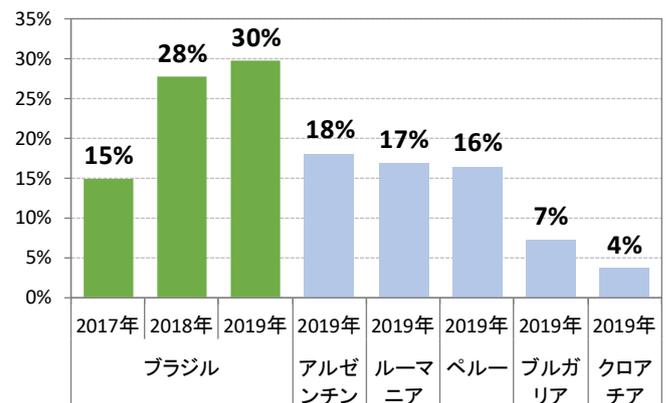


(出所) ブルームバーグ

(注) 2019年8月28日時点。国債格付けはS&P社。CDSスプレッドは対象国債が破たんリスクに対する信用保証料で、各国の信用リスクを示す。

※bpはベース・ポイント (1bp=0.01%)

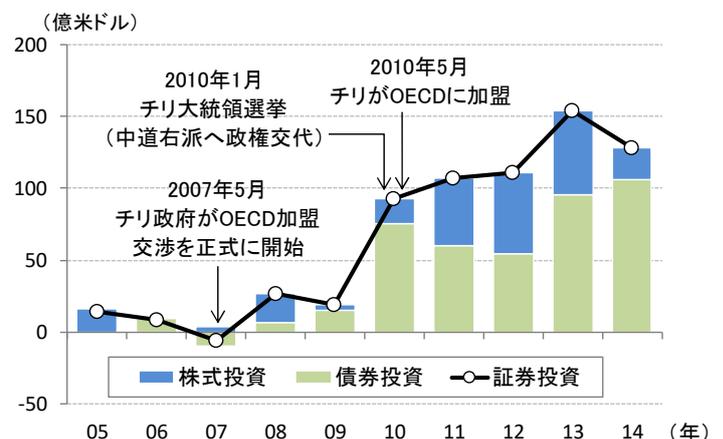
図表12：各OECD加盟申請国の加盟基準の達成状況



(出所) 各種報道・資料

(注) OECD加盟には全249項目の加盟基準を全て順守する必要がある。2019年は5月時点。

図表13：チリへの海外投資家の証券投資の動向



(出所) チリ中銀

(期間) 2005年~2014年 (年次)

## 【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/>