

ブラジル・ボウソナロ政権、想像以上に手堅い政権運営で改革着手へ

～不透明要因はくすぶるが、金融市場は「期待先行」の色合いを一段と強める～

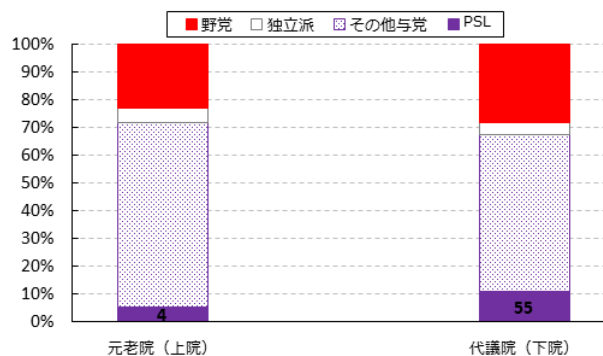
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL:03-5221-4522)

(要旨)

- 先月、ブラジルでボウソナロ新政権が発足した。同政権は構造改革への期待が高い一方、少数政党ゆえに議会対策などが懸念されてきた。しかし、政党間協議を経て中道政党が連立ないし、構造改革に賛成する姿勢を示すなど多数派を形成している。上下両院議長も「ボウソナロ路線」の推進派が就くなど、今後は年金改革など構造改革の法制化が後押しされる。ただし、改革案を巡る協議内容は依然不透明な上、足下ではボウソナロ大統領の長男の汚職疑惑も取り沙汰されるなど不安要因も出ており、改革の行方は予断を許さない。
- こうしたなか、中銀は定例会合で政策金利を7会合連続で6.50%に据え置いた。足下のインフレ率が一段と下振れするなか、今年のインフレ見通しは目標の中央値を下回ると見通した上で、政策金利の引き上げ時期の後ろ倒しを示唆した。政権の構造改革路線への期待を強調しつつ、低金利の維持で景気下支えを図る姿勢を鮮明にしている。先行きの政策運営については「中立」姿勢を据え置いたが、インフレ見通しなどを勘案すれば緩和バイアスが強いとみられ、当面の金融市場では追加利下げが意識されやすい展開が続くであろう。

先月1日、ブラジルでは昨年行われた大統領選で勝利したボウソナロ (Bolsonaro) 氏が大統領に就任し、新政権が発足した。新政権を巡っては、大統領選中から同陣営の経済顧問にシカゴ大出身のパウロ・ゲジス (Paulo Guedes) 氏を据えて『小さい政府』を志向する構造改革を主張し、経済政策の司令塔である経済相に横滑りさせるなど金融市場からの期待は高い。さらに、大統領就任後初の外遊先となった『ダボス会議』の基調講演において、ボウソナロ氏は規制緩和をはじめとする構造改革を通じた同国経済の変化の重要性を述べるなど、金融市場を強く意識する姿勢をみせた (詳細は1月25日付レポート「[ブラジル・ボウソナロ大統領、ダボスで構造改革を訴える](#)」をご参照下さい)。他方、ボウソナロ大統領を支える与党の極右政党であるPSL (社会自由党) は、大統領選と同時に行われた議会選挙で議席数を増やすなど躍進したものの、議会下院 (代議院) での議席数は選挙後の移籍を含めても55議席 (総議席数513)、議会上院 (元老院) での議席数は4議席 (総議席数81) に留まるなど少数与党に過ぎず、構造改革の『本丸』とされる年金改革実現のハードルは高いとみられた。しかし、選挙後に行われた政党間協議を経て、議会選挙において大きく議席数を減らすなど退潮が鮮明になった前与党の中道右派PMD B (民主運動党) のほか、中道右派PSDB (社会民主党)、中道政

図1 党派別の議会勢力図



(出所)各種報道などより第一生命経済研究所作成、2/6時点

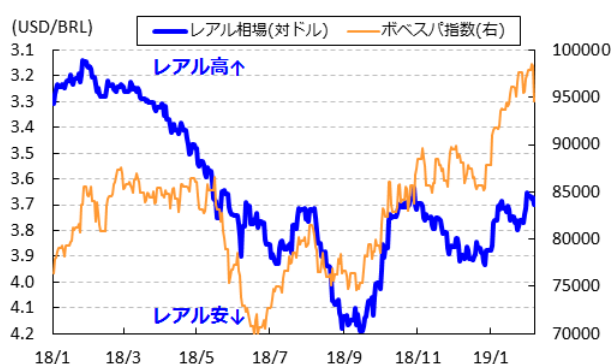
党のDEM（民主党）といった既存の中道政党はボウソナロ政権に協力する姿勢に転じている。結果、今月1日に改選後の議会が初めて召集されたが、ボウソナロ政権及びPSLに協力する政党及び、政権に対する姿勢は是々非々を維持する一方で構造改革路線には賛成する政党を併せると、代議院では7割弱、元老院でも7割強に達している。構造改革の実現には議会上下院での法案可決が必要な上、年金改革については憲法改正も必要になるために議会上下院双方で5分の3以上の多数派を形成する必要があるが、現状はこのハードルを充分クリア可能な水準を確保している。事前協議では上下両院議長人事を巡り紆余曲折もみられたが、最終的に元老院議長にはDEMのダビ・アルコンブリ（Davi Alcombre）氏が新たに就任、代議院議長には同じくDEMのロドリゴ・マイア（Rodorigo Maia）氏が再任されるなど連立与党内のバランスを採ることで決着した。両氏ともにボウソナロ政権が掲げる構造改革路線を支持する姿勢を示しており、上下両院議長が揃って『ボウソナロ路線』の推進派が就いたことで、今後は年金改革をはじめとする重要政策の法制化が一段と後押しされる可能性が高まっている。なお、構造改革の『本丸』である年金改革の柱は支給開始年齢の引き上げであり、現状「少なくとも15年加入していれば、男性は65歳、女性は60歳から受給可能」な上、「男性は35年、女性は30年以上加入していればいつからでも受給可能」という世界的にみて極めて手厚い制度から変更される。政府内では様々なシナリオが検討されており、テメル前政権が提示した当初の改革案（男女ともに65歳）をメインシナリオに据えている模様だが、テメル前政権下

では協議が不十分な状況で改革を推進した結果として政権支持率の低下を招き、最終的に改革自体を断念せざるを得ない状況に追い込まれた。ボルソナロ大統領の就任直後、年金支給年齢に関する発言を巡って政府内がドタバタする動きもみられたが（詳細は1月11日付レポート「[ブラジル・ボウソナロ新政権は出だしからドタバタ続き](#)」をご参照下さい）、足下では慎重な対応をみせるなど協議を重視する姿勢を示しており、

着実な改革前進を志向している様子が見えてくる。こうした状況は金融市場の期待を促し、年明け以降は米FRB（連邦準備制度理事会）が『ハト派』姿勢に転じたことも相俟って通貨リアル相場は堅調に推移しているほか、主要株価指数（ボベスパ指数）も最高値圏での推移が続いている。ただし、足下では上院議員に初当選したボウソナロ大統領の長男（フラビオ・ボウソナロ（Flavio Bolsonaro）氏）を巡る汚職疑惑が浮上するなど、選挙戦を通じて『清廉さ』を売りにしてきたボウソナロ陣営にとって政権運営の足を掬われる要因となる可能性も出ており、構造改革の行方は依然予断を許さないと言えよう。

こうしたなか、中銀は5～7日の日程で定例の金融政策委員会を開催し、政策金利であるSelicを7会合連続で過去最低水準である6.50%に据え置く決定を行った。同行を巡っては昨年11月、総裁のイラン・ゴールドファイン（Ilan Goldfajn）氏が新政権発足に伴い退任し、後任にロベルト・カンポス・ネット（Roberto Campos Neto）氏が就任することが発表されたが、今回の会合も引き続きゴールドファイン総裁の下で行われた。なお、会合後に発表された声明文では、今回の決定も「全会一致」で

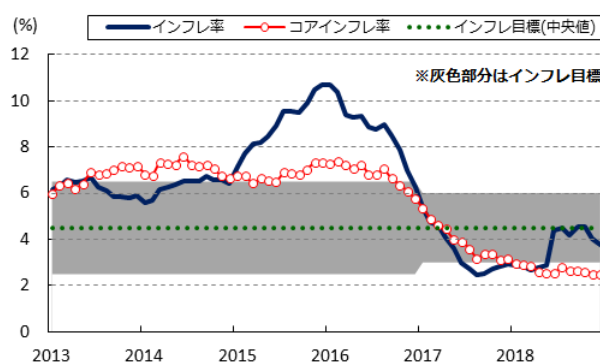
図2 レアル相場(対ドル)と主要株価指数の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

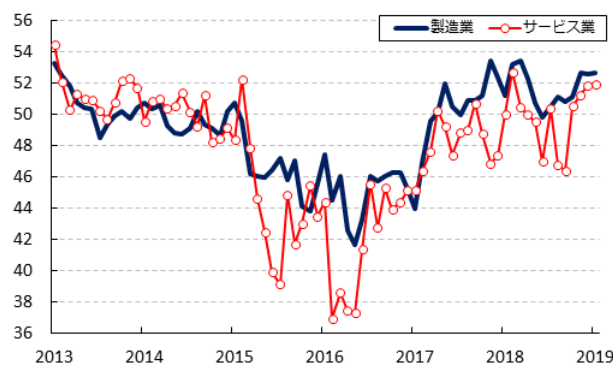
決定されたほか、足下の同国経済について「緩やかな回復を示す経済指標が確認されている」との認識が示された。世界経済については「先進国における金融政策の正常化の減速に伴い短期的なリスクは後退する一方、貿易摩擦やBREXITなど不確実性の高まりに伴う世界経済の減速リスクは拡大するなど、極めて難しい状況に直面している」との認識を示している。その上で、足下の物価について「様々な要因により足下では適切かつ快適な水準で推移」しており、先行きは「2019年のインフレ率は+3.9%、2020年は+3.8%（←+3.6%）になる」との見通しを示した上で、政策金利についても「2019年末時点で6.50%（←7.50%）、2020年末時点で8.00%になる」とするなど、利上げ時期の後ろ倒しを示唆している。一方、先行きのインフレについては引き続き「上下双方のリスクがある」とし、「①高水準の余剰能力に伴う予想外の景気回復の弱さを受けたインフレ圧力の後退」のほか、「②構造改革期待の頓挫や必要な構造調整が進まないことによる市場の期待剥落に伴うリスクプレミアム上昇とインフレ圧力の昂進」、「③新興国経済の低迷による世界経済の下振れ」の3つを要因に挙げたが、「②及び③の可能性がより高い」との見方を示した。ただし、前回合点に比べて「世界経済の見通しと関連する形でインフレリスクは抑制されている」としている。こうしたベースラインシナリオを元に、政策委員は「現時点においては全会一致で政策金利を据え置くことが望ましい」と判断したとしている。その上で、「構造改革や必要な構造調整の進展はブラジル経済にとって中長期的な低インフレと金利低下、持続可能な景気回復の実現に不可欠であり、改革の工程表に示されている改革の行方はマクロ経済の見通しを大きく左右する」と前回合点と同じ文言を示すなど、ボウソナロ政権による改革進捗に期待する姿勢を強調している。また、今後の政策運営については「景気動向やリスクを巡る状況、インフレ見通し及び期待が規定する」として中立姿勢を維持したものの、上述の通り今年のインフレ目標が同行の定めるインフレ目標（ $4.5 \pm 1.5\%$ ）の中央値を下回る水準で据え置かれたことは、緩和バイアスが幾分高いことを示唆している。他方、足下の企業マインドは新政権による構造改革期待に加え、海外資金が回帰する動きを強めていることも相俟って改善傾向を強める動きをみせており、年金改革をはじめとする一連の構造改革が着実に前進すればさらなる上振れも期待される。その一方、構造改革が予想外に頓挫する事態に陥った場合や、米中貿易摩擦の激化やBREXITの行方などをきっかけに世界経済の下振れ圧力が一段と強まる事態となれば、結果的に企業マインドに悪影響が及ぶとともに景気の重石となる可能性も考えられる。足下の通貨レアル高の進展に伴う輸入物価

図3 インフレ率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図4 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)IHS Markitより第一生命経済研究所作成

の下押しによりインフレ率が下振れすることも予想されるなど、当面は追加利下げが意識されやすい展開が続くであろう。

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

