

# 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きました。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(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は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。

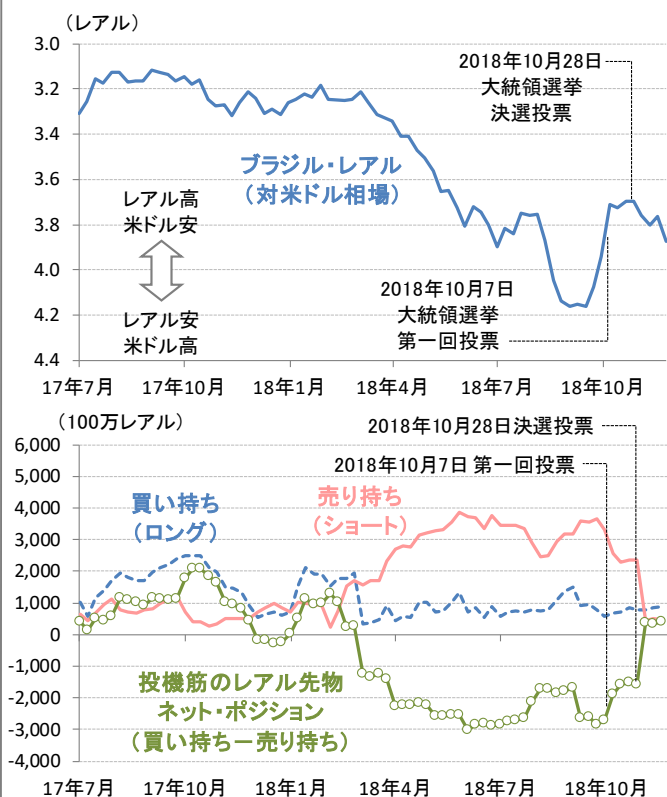
もっとも、レアル先物への投機筋の買い持ちは大統領選挙後も限定的に留まっており、市場はボルソナロ次期政権の政策効果を織り込むまでには至っていないようです。2019年はボルソナロ次期政権が計画する経済改革の進展次第で、金融市場には一段の改善の余地が残されていると考えられます。

## 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

●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、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。●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。また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。





## 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。

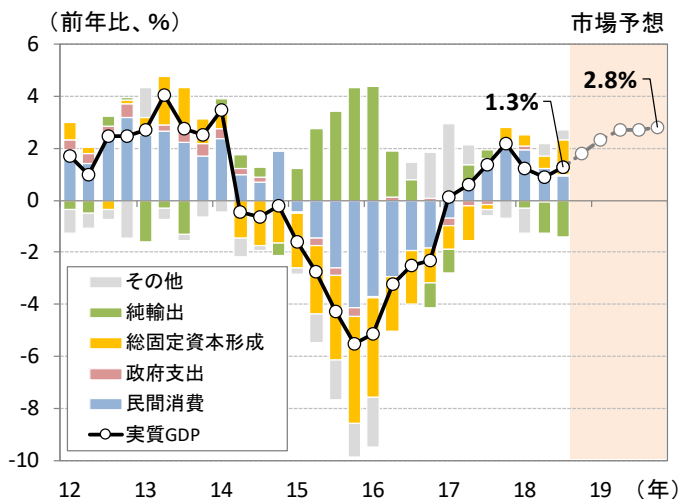
2019年に向けても、緩やかな景気回復と物価安定が続く公算が大きく、ブラジル中銀は緩和的な金融政策を維持すると見込まれます。ブラジル中銀の緩和姿勢の維持は、民間銀行セクターの貸出拡大を通じて、一段の景気回復を後押しする要因になりそうです(図7)。

## 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。

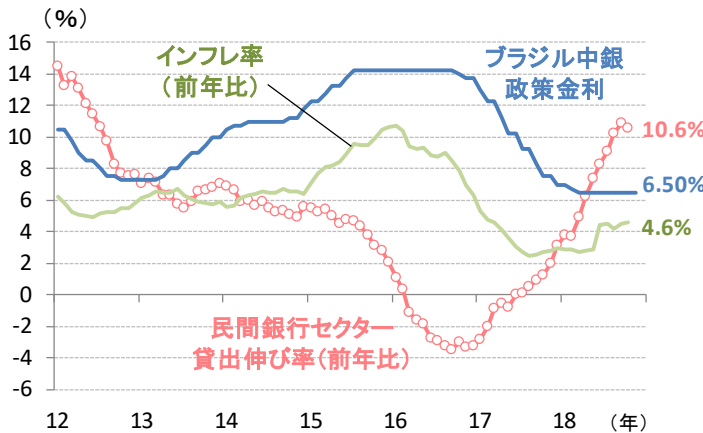
ブラジル株式市場では、ボベスパ指数は足元で史上最高値圏にあるものの、予想PERは11倍台となお割安感が残されています(図8)。今後、ボルソナロ次期政権の経済改革の実行や景気回復が進展し、市場でのブラジル関連資産への見直しが広まるかが焦点となりそうです。

### 図6:ブラジルの実質GDP成長率



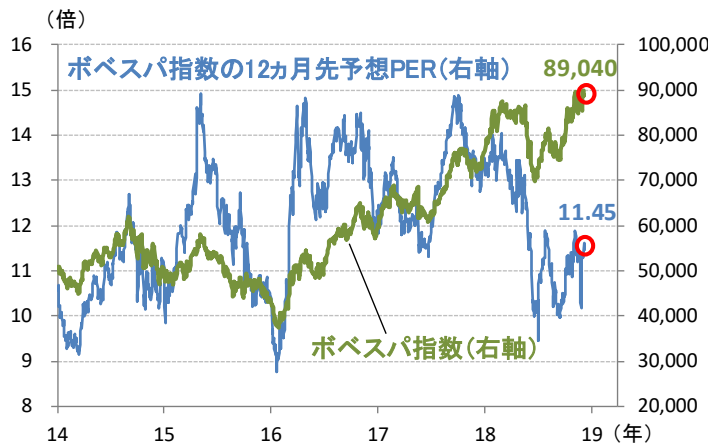
(出所)ブラジル地理統計院(IBGE)、ブラジル中銀  
(期間)2012年1Q~2018年3Q (注)市場予想は11月30日時点

### 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)ブルームバーグ (期間)2014年1月2日~2018年12月5日

●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。