

がんばれアルゼンチン！

2018年4月18日

アルゼンチン政府とサッカーチームは共に、非常に優秀なプレーヤーを持っており、勝ちたいという強い意欲とチームで働こうという意思がある、という共通点があると思いました。



ポリナ・クルドヤフコ
パートナー
エマージング債チーム(コ・ヘッド)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

私はサッカーファンではありません。しかし、ワールドカップだけは違います。私の母国での開催となれば尚更です。先週はアルゼンチンを訪れましたが、7月からのロシア・ワールドカップで、アルゼンチンが勝利することへの希望と期待が満ち溢れていたことは不思議ではありません。しかし、アルゼンチンは（地元ファンによれば）いつも明らかに優勝候補なのですが、最終ラウンドまではなかなか進みません。強豪チームのひとつであるものの、この90年間で優勝回数は二回だけです。それも30年以上前のことで、1978年の軍事政権下にある母国開催時とディエゴ・マラドーナ氏がチームを率いた1986年のメキシコ・ワールドカップの二回です。その他の20数回の大会では何が良くなかったのでしょうか。サッカー通の友人に聞いたところ、チームワークの欠如、コミュニケーション不足、そして感情的になりすぎるといったことが原因だ、ということでした。

政府高官や企業の経営陣とのミーティングのなかで、アルゼンチンのサッカーと経済回復ストーリーを比べずにはられませんでした。この2年間、マクリ大統領はマラドーナ氏のような影響力を持っています。それ以前の12年間に亘るキルチネル政権から多大な困難を引き継ぎながら、マクリ大統領は大胆な改革アジェンダを押し進めました。マクリ政権を象徴する二つの言葉は「チームワーク」と「漸進主義」です。構造改革において達成してきたことは目を見張るものですが、アルゼンチンが成功するまでの道のりはまだ遠いです。グローバルな流動性が縮小していく環境のなかで、多額の双子の赤字（財政及び経常赤字はGDP比5%程度）を抱える国のひとつで、GDPに対する債務比率は54%から徐々に上昇傾向にあり、インフレ率は20%以上と非常に高い水準になっています。さらに、過去100年間に亘って経済的な繁栄や金融市場の改革をもたらすことも出来ていません。短期的には、政府の努力は褒められるものですが、長期的には国を変えるには、マラドーナ、マクリ、メッシといったスター全員が協力することが必要であると考えています。

アルゼンチンのポジションについては外貨建て債、現地通貨建て債ともに機動的ながらも選好して投資をしています。アルゼンチンの米ドル建て債の спреッドは年初から50bps拡大しており、エマージング債インデックスの平均spreッドと比較すると100bpsワイドな水準である400bps程度で取引されています。現地通貨建て債の利回りは20%台中盤となっており、アルゼンチン・ペソは2017年12月から16%下落しました。4-6月期は季節要因を踏まえると、農産物の輸出が増え、最近の通貨の下落から現地通貨建て債資産は上昇が見込めると考えており、年末まで外貨建て債の新規発行が予定されていないことは、米ドル建て債にポジティブ材料になるとみています。7-9月期には、経済成長、インフレ率、双子の赤字の削減といったものの進捗を見てポジションの再調査を行うつもりです。

チリとアルゼンチンにはいくつかの共通点があります。地理的な位置、同水準の国民一人当たりGDP（約13,000米ドル）、豊かな天然資源（特にアルゼンチンのシェール・ガス埋蔵量は世界

第 4 位を誇る)、教育水準の高い中産階級の多さ、などです。しかし、違った観点から見るとこの二カ国には大きな差があります。アルゼンチンは何度もデフォルトに陥っており、1995 年以降はエマージング諸国のなかで最も格付の低い国の 1 つであり (ムーディーズはシングル B の格付け)、多くのエマージング市場の投資家は 2001 年の債務再編の際に 30 セントしか回収できなかった苦い思い出を忘れていません。

ブエノスアイレスに魅了されるのは簡単です。良い気候、美味しい食事、高い技術力を持つ聡明な人々を持つ都市です。また、ビジネスをしたいという強い意志や海外直接投資 (FDI) が必要であるとの認識を人々が持っていることも強く感じます。これは、投資主導の経済成長モデルを目指すマクリ大統領の経済改革の下支えになると思われ、そこに到達するには何が 必要なのかがわかります。昨年だけで政府は、税制改革、各州における財政改革、燃料や電気を含む多くの補助金の削減を押し進めました。交渉が最も難航した相手のひとつは組合です。アルゼンチンの組合は 1960 年代より中南米で最も強い力を持つと言われていています。労働・社会保障相であるホルヘ・トリアカ氏とのミーティングにおいて、賃金交渉における進展について感心しました。ほとんどの組合は、新たなインフレ・ターゲットである 15%に順ずる賃金の上昇を受け入れました。これは昨年 21.6%に達したインフレ率を抑えるためには必須であると考えています。

アルゼンチンの経済成長見通しは明るいと考えています。昨年の GDP 成長率は 2.9%でしたが、政府は干ばつによって失った 1%を考慮すれば今年 3%、2019 年には 4%の成長率になると予想しています。ブラジルでの継続的な経済回復は、アルゼンチンの輸出先の約 20%を占めることから、追い風になると思われます。農業と建設分野での季節的な回復に加え、エネルギー及びインフラ・セクターへの大規模な投資もみられることから、FDI は GDP の 1.5%に相当する 80 から 100 億米ドルに上るとみています。エネルギー・セクターでは、ガス分野は年間 30 億米ドルの赤字を生み出していますが、3、4 年の間に黒字に転じると予想しています。電力分野では 2020 年に収支が均衡するとみています。また、政府は 250 億米ドルに上るインフラ投資を促すための官民連携 (PPP) プロジェクトを制定し、最初の 60 億米ドルが 2018 年 4 月 20 日に、そして年末までにあと 2 回の入札がなされる予定となっています。これらは、民間セクターからの前向きなコメントに基づいて、透明性を重視した形で実施されます。

さて懸念材料は何でしょうか。残念ながら、たくさんあります。信用力と経済成長率から考えると、引き続き、世界で双子の赤字が最も大きな国のひとつとなっています。経常赤字は 300 億米ドル、財政赤字は 250 億米ドルにのぼり、海外からの資金調達に頼っている状態が続いています。GDP に対する債務比率が 54% (現地通貨建てで 16%、外貨建てで 38%) という水準はそれほど高くないかもしれませんが、グローバルに流動性が引き締められている中で、引き続き多くの資金調達を必要としています。アルゼンチンに必要なのは、消費と輸出が共に牽引する形での経済成長でしょう。インフレ率と現地金利が二桁に達する中、内需主導の経済成長が原動力となることは、それほど容易ではないと思います。輸出主導の経済成長には、グローバル市場でのアルゼンチンの競争力の高さが必要となります。しかし、アルゼンチンの雇用コストはブラジルよりも高く、改訂版の南米南部共同市場 (メルコスール) といった新たな貿易協定が合意に至ったとしても、必要な経済の押し上げ効果をもたらすかどうかはわかりません。現地通貨建て債市場は、2008 年の年金国有化以降、成長の分け前として資金を調達できるほどの深みを持っていません。アルゼンチンの株式市場はフロンティア市場として扱われていることも投資家の市場への参加を制限しています。そして、アルゼンチン人は権利のために戦うことが大好きであることも懸念材料となります。タクシーでの移動中に 4 つの別々のデモを見た国はアルゼンチン以外に思い当たりません。

車中からの街の様子



こうした多くの困難が立ちはだかっていますが、アルゼンチン政府は今回ばかりはベストを尽くしていると思います。サッカーと同様に、アルゼンチン政府は民間セクターからの知識人であるテクノクラートを含む、最良のプレーヤーが大統領を助けています。不人気となりがちな改革が導入されて以降も、マクリ大統領の支持率は引き続き高い状況です。野党であるペロン党は必死になっていますが、**2019**年の選挙に向けて野党の勝利へのモメンタムが高まる可能性は低いとみています。マクリ大統領を支えるチームの強さを過小評価すべきではなく、マルコス・ペーニャ首相、マリア・ユージニア・ビダル・ブエノスアイレス州知事、ルイス・カプト金融相（民間セクターからのテクノクラート）などの布陣が揃っています。特にカプト金融相とのミーティングは印象に残るものでした。経済回復時という揺らぎやすい時期であり、中央銀行と政府は時折ロス・イン・トランスレーション（相互理解の揺らぎ）に陥ることがありますが、今のところアルゼンチンのリーダーたちはひとつのチームとして行動しています。経済面では、対外的な経済成長の堅調さとブラジルの経済回復が、政府の経済成長を促したいという強い意志の追い風になると考えています。

アルゼンチン訪問を通して、アルゼンチン政府とアルゼンチンのサッカーチームには多くの共通点を見出しました。両者とも非常に優秀なプレーヤーがおり、勝ちたいという強い意欲とチームで働こうという意思が見て取れました。しかしサッカー選手と同様に、信念ある政治家は、戦略と実行によって良いゲームとできるものの、勝利には運が大いに影響すると知っています。マクリ大統領はプーチン大統領とのミーティングでこう言いました。アルゼンチンが勝利するかどうかは、神とメッシが決めることだ、と。サッカーチームと同じようにマクリ大統領のチームも意欲的な改革には運が欠かせないでしょう。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上