

シャープパワー*型の資金支援の登場

2019年5月13日

自身の政策目的を持つ新たな資金提供者の出現によって、デフォルト・リスクは低下したかもしれませんが、ただ単にデフォルトが先延ばしになっただけかもしれません。



ティモシー・アッシュ

シニア・ソブリン・ストラテジスト
エマージング市場

*注：「シャープパワー（Sharp Power）」とは「ソフト（文化や価値観）」でも「ハード（軍事力など）」でもないものを用いて、自国の利益を浸透させていく外交戦略

- シャープパワー型の資金支援（Sharp power lending; SPL）は比較的新しい例で、通常は借り手となる国に対して貸し手が経済面及び地政学面での影響力を強めたいという思いが存在しています。
- シャープパワー型の資金支援は伝統的な多国間融資の代替となる可能性があります。
- これまでのところシャープパワー型の資金支援によってソブリンのデフォルト・リスクは低下したとみています。
- しかし、資金支援に国内の構造改革を伴わない場合、マクロ面での不均衡を助長させるリスクがあるかもしれません。

私は、20年間に亘ってソブリン債の分析を行ってきましたが、その仕事内容は大きく変化してきました。

長年、第一に重視してきたのは、国際収支、財政収支、銀行危機といった面から、海外を中心とした債権者への債務支払能力を脅かすような危機に向かっている国を探ることでした。

第二のポイントは、そうした危機に陥った国が IMF への支援をいつ求めるのかを判断することでした。国内の政治及び社会的な問題から IMF への支援要請が滞ることが多く、状況をさらに悪化させる可能性もあります。

第三のポイントは、債務再編計画が出てきた場合はそれについて分析し、債券保有者といった海外の債権者にどのような影響をもたらすか、を判断することでした。特に債務再編手段の一部として、「負担の共有」や民間セクターの負担（PSI）が含まれているかどうかは重要な点となります。さらに債務支払能力はあるものの、何らかの理由で支払を行わないというケースもあり、問題は「支払能力なのか支払意志なのか」という謎解きも必要です。

ソブリン債の分析の上での最も大きな変化は、グローバル金融危機以降に起きたと考えています。それは、経済面と地政学面での利益を高めるために「シャープパワー」を積極的に活用すべく、新興勢力が二国間の同意の下で多額の援助を行う例が急増したことです。

こうしたシャープパワー型の貸し手として、IMF に代わって、中国、サウジアラビア及びアラブ首長国連邦、ロシアといった三つの勢力が新たに出現しました（ロシアについては復活と言っても良いでしょう）。

こうしたシャープパワー型の資金支援は、IMF の融資プログラムの代替となり（バーレーンやベラルーシ）、時には、IMF プログラムと併用（アルメニア、エジプト、スリランカ、ヨルダン）されるケースもありました。

このような変化によって、ソブリン債のアナリストは追加で以下のことも判断しなくてはならなくなりました。

- その国は海外からの支援を必要としているか。
- 必要とする場合、友好国が二国間契約での支援を行うか。
- 二国間契約での支援を得られた場合でも、IMF による融資も必要か。それは、海外の民間セクターの債権者や債券保有者にどのような意味を持つか。

そこで最近のシャープパワー型の支援について再考してみました。

アルメニア：2014 年以降、ロシアからの金融支援（低金利ローンや安価なエネルギー資源）を受けていますが、同時に IMF からの融資プログラムも受けています。ロシアにはウクライナに続くような事態を避ける地政学的な意図や、EU との自由貿易協定（DFCTA）を阻止する狙いがあったとみられます。

ベラルーシ：2014 年以降、ロシアからの金融支援（低金利ローンや安価なエネルギー資源）を受けており、ユーラシア経済連合の加盟国にもなっています。アルメニアと同様、ロシアには EU との自由貿易協定（DFCTA）を阻止し、自らの勢力圏に収めようとする狙いがあったとみられます。

バーレーン：中東地域におけるイランからの脅威に対抗するために、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、ペルシャ湾岸諸国から 1,000 億米ドルの支援について 2018 年に同意しています。

スリランカ：IMF からの融資プログラムと共に、インドと中国からの支援を受けています。両国にとってスリランカは貿易において重要な位置にあり、中国にとってスリランカは、インドに対抗する役割もあります。

エジプト：IMF からの融資プログラムと共に、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、ペルシャ湾岸諸国による支援を受けています。中東諸国におけるムスリム同胞団からの君主制に対する脅威に対抗する意図があると考えられます。

トルコ：2018 年にカタールから 150 億米ドルの融資を受けました。中東地域の民主化というムスリム同胞団の目標を支援するトルコとカタールの結束と考えられます。

パキスタン：中国、サウジアラビア及びアラブ首長国連邦からの継続的な支援を受けながら、IMF からの融資プログラムを受ける可能性も高まっています。中国によるパキスタンへの支援は、インドへの対抗勢力としてパキスタンを捉えていることと、一帯一路構想における貿易ルートとしての役割を考慮した結果であると考えています。サウジアラビアを始めとするペルシャ湾岸諸国にとっては、エジプトと同様に、イスラム原理主義に対抗するための防波堤としての役割やイランに対抗するスンニ派の同盟を示すというものだと思います。

オマーン：カタールと中国からの支援を少額受けています。中国は、重要なエネルギーの供給源および貿易ルートとして見ていると考えられます。カタールは、サウジアラビアやその他ペルシャ湾岸諸国からの国交断絶を受けて、貿易ルートとしてオマーンを利用したいという思惑がみられます。

チュニジア：カタールやトルコからの支援を受けています。その背景には、チュニジアのイスラム教徒は、中東地域における民主化という目的を共有するとの考えがあると思われます。最近では、サウジアラビアとアラブ首長国連邦が、チュニジア政府や今年の総選挙の候補者の中の無宗派のグループへの支援を行いました。サウジアラビアとアラブ首長国連邦による支援は、EU や米国からの強い支援に基づく IMF からの融資プログラムに併せて行われています。

レバノン：サウジアラビア及びペルシャ湾岸諸国から支援を受けた直近の国です。イラン及びレバノンのヒズボラの勢力拡大に対抗するためであると考えられます。

これまでのところ、苦難に陥った国がこうしたシャープパワー型の二国間支援を受け、なおかつ海外の債権者が債務減免や民間セクターの負担といった状況を強いられたケースはありません。こうしたことから、シャープパワー型の支援はソブリンのデフォルト・リスクを低下させているとみられますが、この状況が今後も続くか、という点を考える必要があります。

海外の民間セクターの債権者にとっては、こうしたシャープパワー型の資金支援の重要性が増していることによって、救済や民間セクターの負担（またはデフォルト）というリスクは低下したといえるかもしれません。

さらに、IMF への支援要請の必要性も減ったとみられます。しかし、IMF による融資への依存度が低下することで IMF が条件とする構造改革も求められなくなることから、潜在的な問題は積み上がり、デフォルトを先延ばしにしているだけかもしれない、とも考えられます。

しかし、シャープパワー型の資金支援において、構造改革を条件として課しているケースもあります。例えば、2018 年から 2019 年のバーレーンに対するサウジアラビアとペルシャ湾間諸国による支援や、2014 年以降のロシアによるベラルーシへの支援です。

どちらのケースも、資金難にある国が経済改革プログラムを採用することが資金提供の条件となっており、貸し手が進捗状況をモニターすることになっています。ベラルーシの例では、ロシアの金融支援の一部は、IMF のユーラシア版であるユーラシア安定開発基金（Eurasian Fund for Stabilisation & Development）から提供されています。

一方で、構造改革を厳格に条件としない資金支援もみられます。このケースは特に中国で多く、一帯一路構想の一環として、国対国の貸し出しではなく、中国の銀行と企業が分散して貸し出しを行う場合にみられます。この点はロシアやサウジアラビア及びアラブ首長国連邦の資金支援とは異なります。

そのため、中国の場合はトップダウン色が薄く、寄せ集め型の視点となっており、資金支援がマクロ経済全体にどのような影響を与えるか、債権者全体への支払能力にどのような影響を及ぼすか、という点についての考慮が少ないと考えています。

さらに、中国による資金支援によって、持続不可能な債務負担とマクロ経済の不均衡が引き起こされたことで、IMF からの支援が必要となったケースもみられます。具体的には 2017 年のモンゴルへの支援がそれに該当し、パキスタンでも同様の事態に陥る様相を呈しています。

このレポートの内容は 2019 年 5 月 9 日のフィナンシャル・タイムズにも掲載されています。

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） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（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 0.75%（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。