



中南米：2021年のリカバリーの着眼点

新型コロナウイルスの感染拡大に伴う景気後退を経て、中南米のリカバリーに向けた努力では、三方向からのアプローチが必要になるとみています。

2020年12月31日

2021年の中南米におけるキーワードは、「リカバリー」になるでしょう。中南米諸国の政府は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う景気後退から回復する必要があり、それぞれの財政状況の立て直すとともに、パンデミック及びその抑制ための一貫性に欠ける政策に苦しんだ国民からの政府への信頼回復も必要となるでしょう。

国際通貨基金（IMF）の予想では、2020年に8%減少した中南米諸国のGDPが、2021年に3.5%反発すると予想しています。これを踏まえてブルーベイでは、経済活動が2019年の水準に回復するのは2022年に入って以降、もしくはそれよりも先になる可能性があると予想しています。さらに、地域全体での予想は、とりわけ困難に直面している個別の国の状況を覆い隠す傾向にあるとみえています。例えばアルゼンチンは、「失われた10年」の最中にあり、2025年の一人あたりGDPは2017年と同水準に留まると予想されています。

中南米の二大大国であるブラジル及びメキシコの大統領は、ウイルスの脅威を軽視するというポピュリスト姿勢で一致し、力仕事は政府及び地方政府に委ねる格好となりました。ただし、それぞれの国の政策対応は大きく異なる内容でした。

ブラジルは、生活保護のための歳出を増やし、2020年のGDPを5%減に留めることに寄与しました。これとは対照的にメキシコでは、財政保守主義を堅持した結果、9～10%のGDP減が予想されています。

ブラジルでは、失業者への手厚い補償と、税収の減少によって、財政赤字は対GDP比で15%近くに拡大し、対GDP比債務比率は100%近くに上昇しました。

また、コロンビアやペルーでも、比較すると低い水準からではあるものの、昨年3月以降で債務負担が同様に10～15ポイント程度上昇したとみえています。



グラハム・ストック
エマージング債チーム
シニア・ソブリン・ストラテジスト

皮肉なことに、メキシコでも債務負担は同程度増えることになると予想しています。計算上の分子（債務）は、名目上はより控えめな5%程度の増加に留まるものの、分母（GDP）が10%減少するとみられているためです。

したがって、緩やかなリカバリーの過程で、中南米諸国は債務比率を少なくとも安定させ、可能であれば再び低下させるための政策を導入する必要があります。そのためには、最良の時でさえ国民に不人気となりがちな財政調整を行う必要があります。少なくとも中南米全体で50万人以上の命を奪ったとされているパンデミックの影響が残る今は、間違いなく最良の時ではないでしょう。

実際に、コロナ危機前の段階で既に中南米諸国の社会的緊張は高まっており、各国政府の支持率は低迷していました。最もわかりやすい例がチリで、2019年末の路上デモの運動により、ピネラ政権は追加の社会保障及び新憲法制定の是非を問う国民投票が余儀なくされ投票の結果、公的セクターの果たす役割を拡大するよう制度化されるとみられています。

債券投資家としては、2021年の予算案承認及びその後の実施の日程を注視し、中でも支出が十分に制御されているかに注目していきます。多くの国で、賃金保障に関する政策は解除が可能になるとみられています。

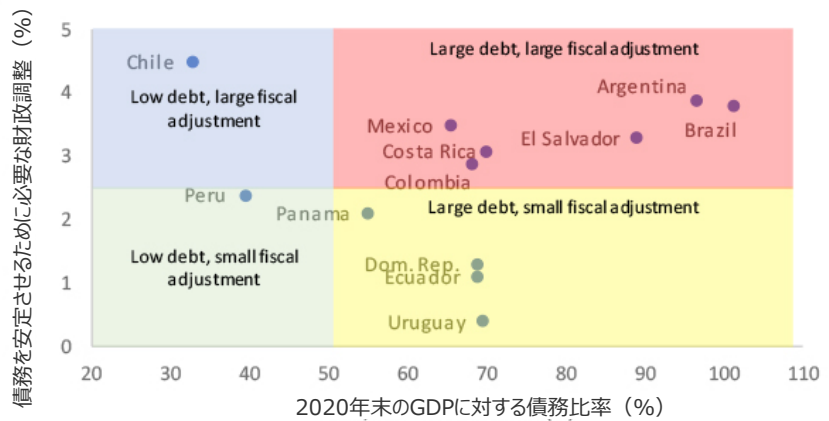
しかし、複数の国の政治家は、既に民間の年金基金の早期引き出しや、ペルーの場合に至っては、未払いの年金システムからの引き出しですら容認したということも踏まえておく必要があります。経済が引き続き苦境に立たされる中、そのようなポピュリスト的な動機には抵抗しづらい状況が続くでしょうが、残された年金が更に不十分となった場合に、将来の公的支出を圧迫しかねないというリスクを孕んでいます。

ブルーベイでは、コロナ危機対応の緊急支援策を解消するのみでは、多くの国の財政状況を持続可能な軌道へと乗せる上で十分ではないとみています。ブラジルやコスタリカ、パナマのように、財政赤字を抑えるための制度が存在する国では、2020年はパンデミック対応のため、当然のことながらそれらの遵守は一時的に猶予される必要がありました。

税収が細り、社会的需要が高まっている中で2021年に再びそれらの制度を有効とするためには困難が伴うものの、段階的に再導入を検討する必要があるかもしれませんが、拡大した財政赤字によって、金利負担は上昇するリスクがあります。

Bank of Americaの試算によると、中南米地域では、債務負担を安定させるために2021年以降対GDP比で3.5%近い財政調整が必要になるとみられています。

図1: 大幅な財政調整が必要



出所: Bank of America Global Research; BlueBay Asset Management

ただし、見通しを明るくする好材料も存在します。ブルーベイでは、グローバルの経済回復により、中南米地域の輸出が回復すると予想しています。過去6ヶ月間において、中南米の主要コモディティ（原油、コーヒー、鉄鉱石、銅、大豆）の価格は20%から40%上昇しました。中でも銅及び大豆の価格は、2020年に30%近く上昇し、鉄鉱石の価格は2019年末からなんと55%も上昇しました。

また、主要国の中央銀行が経済刺激策を続ける中、主要金利も低水準に留まる可能性が高いとみています。結果として、直接投資及びポートフォリオを通じた間接投資の双方による中南米への資金流入の回復は続くと考えています。さらに、民間投資家がナーバスになっている市場では、IMFや多国間の開発銀行を通じた融資によって、国際的なコミュニティが支援をする準備を整えています。ただし、そのような支援には条件が伴います。

パンデミック当初は、それほど多くを問われることなく、IMFのラピッド・ファイナンス・インストルメント (Rapid Financing Instrument: RFI) によって迅速に融資が実行されました。ただしその後のスタンドバイ取り決めや拡大金融ファシリティ (Extended Financing Facility) などの追加プログラムは、構造改革、とりわけ財政調整へのコミットメントによって裏打ちされる必要があります。したがって、ブルーベイでは、引き続き各国の予算協議や社会的緊張を注視していく方針です。

ディスクレーム

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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマーシング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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き、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

コントリブション：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、別途記載のない限り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。