

中南米諸国は再び債務危機に向かっているのか



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

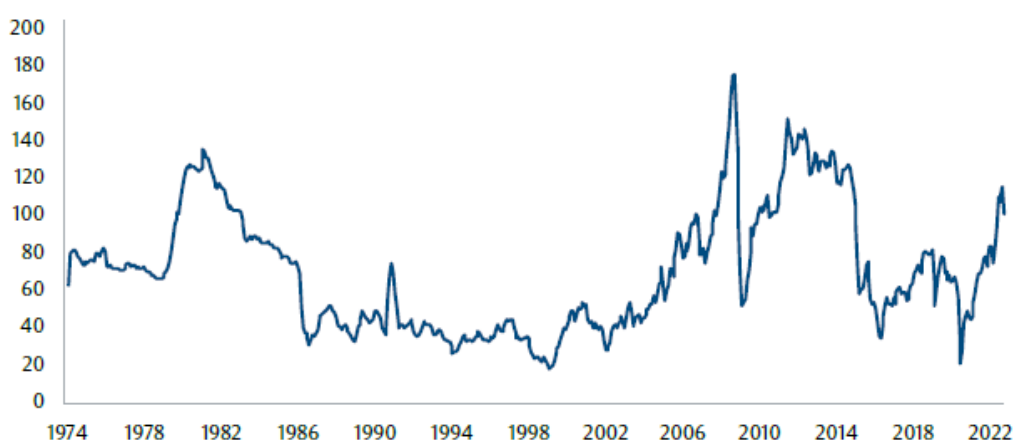
2022年9月22日

現在の世界的な状況と、1980年代に中南米やその他の一部エマージング市場で起きた債務危機の原因には、不気味な類似性があります。

過去を振り返ると、1970年代のオイル・ショックを契機として、中南米諸国に外貨による資金調達のコスト（膨張する経常赤字を賄う必要）と、金融機関に手元にあるリソースを使うコスト（大手マネーセンター銀行は中東のオイル・マネーを原資とした商業ローンを貸し出す必要）が生まれました。米連邦準備制度理事会（FRB）は、1970年代に米国の商業銀行やその他の債権者からの中南米諸国の借入れが劇的に増加した、と記録しています。1970年末時点では、債務残高全体は290億米ドルに過ぎませんでしたが、1978年末には1,590億米ドルに急増しました。1982年には、債務残高は3,270億米ドルに達しました。¹ 2020年4月以降の原油価格の動きは、1970年代に見られた動きと類似しています。

「2020年4月以降の原油価格の動きは1970年代に見られた動きと類似しています。」

図表1：インフレ調整後の原油価格（米国の輸入価格）



出所：Macrobond

1980年代の債務危機の二つ目の引き金となったのは、米国の金融政策の急激な引き締めです。1980年3月に14.8%というピークに達したインフレの上昇に対処する必要がありました。このために、貸し手の銀行は返済期間を短縮し、金利を上げました。その結果、メキシコを中心とした中南米諸国の政府は、債務が持続不可能であることを宣言しました。その後、債務再編の失敗が相次ぎ、1980年代終わりから1990年代初めにかけて、ブレイディ債の発行が相次ぎました。これによって、エマージング（EM）市場債券が取引可能な資産クラスとして誕生することになりました。

¹「1980年代の中南米債務危機」
Federal Reserve History

一見すると、オイル・ショックが起きたこと、そしてFRBが引き締め策を実施していること、という類似点は明らかです。しかし、もう少し掘り下げてみると、このような40年前に起きた出来事の構造や重大さと、現在、中南米諸国、そしてほとんどのEM市場が直面している状況には、重要な違いがあると思います。

最も重要なのは、直近の原油価格の高騰や過去のコモディティ・ブームから得られたオイルマネーを、銀行が同じような商業用貸付に回していない、ということです。その代わりに、オイルマネーは国内投資に充てられたり、政府系ファンドで管理されています。当然ながら、これらの資金は世界的に流動性を高めてきましたが、資金の仲介者や借り手は前回の危機から教訓を得ました。グローバル金融システムのシステミック・リスクは大きく低下しており、債務国政府は緊縮財政を実施し、国内市場を発展させることによって海外資金への依存度を低減させてきました。1970年代に現地通貨建て債券市場は存在していませんでしたが、2022年にはブラジルやメキシコ、コロンビア、チリの財務省は国内で1,600億米ドル以上の発行（ネット）を計画しています²。財政赤字を賄うために海外から資金を借り入れる時は、一般的に固定金利で長期間借り入れることができます。1970年代には、政府は変動金利で短期資金を借り入れていたため、ボルカーFRB議長の利上げは多大な痛みを伴うものとなりました。

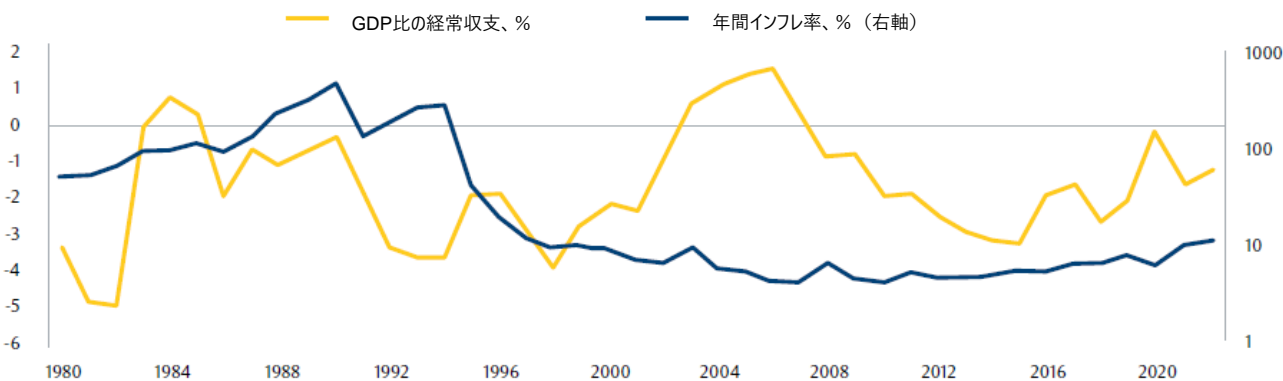
データからは、1970年から1982年の間に、南米諸国の対外債務が米ドル・ベースで10倍、年平均で20%以上増加していたことが示されています。その後の40年間で対外債務の増加は6倍以下で、年間の増加率は5%以下となっています。経済もほぼ同じペースで成長しており、GDP比の対外債務比率も1982年とほぼ同じ水準に留まっています。

もう一つは、この地域は以前よりも耐性があることです。1980年代の債務危機は、国際収支の危機と深く関係していました。多くの国が経常赤字を抱えており、債務返済に必要な米ドルを保有していませんでした。通貨安でインフレはますます上昇し、1973年から1990年代半ばまで、地域全体の平均インフレ率は8%~23%の水準にあり、アルゼンチンやペルー、ブラジルなどの一部の国ではハイパー・インフレが発生しました。

「グローバルの金融システムのシステミック・リスクは大きく低下しており、債務国の政府は緊縮財政を実施し、国内市場を発展させることによって海外資金への依存度を低減させてきました。」

これに対して、現在この地域は、約8,350億ドルの外貨準備がありますが、対外債務の40%以上に相当します。通貨は、持続不可能なペッグ制やクロージング制ではなく、ほとんどが変動相場制となっています。足元の経常赤字は非常に小さいか、海外直接投資などの長期的な資本フローで適切に賄われています。一方、この10年や20年に亘ってインフレ率のターゲットを設けてきた中央銀行は、欧米とほぼ同水準の、相対的に安定したインフレ率と期待インフレ率を維持しています。

図表2：中南米諸国の現在の経常収支及びインフレ率



出所：Macrobond

²実際には、予想より予算管理が上手く行っていることから、実際のネット発行額は1,000億米ドルを下回ると推定しています。

従って全体から見れば、中南米地域で新たな債務危機が起きることを懸念する必要はないと考えています。しかし、これらの平均的な状況は、以前のオイル・ショックやFRBの利上げを経験しながらも、拙い政策によって1980年初期に苦しんだのと同じような状況に晒されている個別国を覆い隠しています。例えば、アルゼンチンは何度もデフォルトしており、IMFへの返済繰り延べを前提に2020年に国債の債務再編を実施しました。連邦政府の債務はGDPの74%と比較的穏当な水準（公的機関が3分の1以上の債権を保有）にありますが、アルゼンチンの債務返済能力は、特に現在のペロン派政権のポピュリズム的経済政策の下では、慢性的に弱い傾向にあります。25ポイント前後の実勢国債価格は、こうした課題を十分に反映しており、2024年に市場友好的な政府が誕生する可能性を市場が評価すれば、40～50セントに価格が近づくと考えられます。

中南米以外では、より広範なエマージング危機に向かっているかと言えば、そうではないと考えています。1990年代終わりのアジアの国際収支危機やロシアのデフォルトといった、他の地域で起きた難局も加えて、1980年代から借り手と貸し手は共に教訓を得てきています。変動相場制、外貨準備の積み上げ、財政規律、国内の資本市場の発展などによって、リスクは緩和しています。中南米でのアルゼンチンのように、政策ミスや不安定な政治システムによって、債務がディストレスト水準になった国もあります。特に、中国の銀行が1980年代の欧米の経験を見学したケースや、直接融資を受けている国では用心が必要そうです。その主たる例として挙げられるのがスリランカとザンビアです。しかし、概して言えば、広範なエマージング危機への懸念は見誤りであると考えています。

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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	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、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



RBC BlueBay
Asset Management