

# アルゼンチン T-bill 債 (Lebacs) への投資事例

2016 年 10 月

## 信用力の改善

先進国での「長期的な」低金利環境という考え方が、「永遠の」低金利環境に姿を変えるなかで、エマージング資産が提供する高利回りは魅力的な投資機会となるかもしれません。

こうした投資機会の例として、限られたチャンスではあったものの、アルゼンチン T-bill 債 (Lebacs) への投資例をご紹介します。

## 政治リスクの後退により堅固なファンダメンタルズを提供

エマージング外貨建て債は 60 カ国以上で投資機会があり、それぞれが異なる経済及び政治サイクルにあることから、投資家には様々な投資機会があります。

エマージング市場は政治及び経済の両面から、リスクの高い投資先であるとの共通認識が持たれています。しかし、政治面について言えば改善が見られていると考えています。中でも、ペルー、ブラジル、アルゼンチンなどの中南米の国では、ポピュリスト的な政府から経済改革に注力する実務型の政府への移行が見られます。

アルゼンチンは、2015 年 11 月の大統領選挙においてマウリシオ・マクリ氏が勝利し、政治及び経済改革を進めています。今年 4 月にはおよそ 15 年ぶりに国際債券市場に復活し、165 億米ドルの新発債には発行額を大きく超える入札が見られ、投資家の改革への期待を示す形となりました。

## アルゼンチン・ペソは資本規制解除後上昇



出所 : Bloomberg, 2016 年 8 月 31 日

多くの投資家は、主に流動性の高まりにより、米ドル建ての新発債の投資機会に注目しました。しかし、2015 年 12 月の資本規制解除を受けて、投資家はあらゆる投資の可能性を分析し、最も魅力的なリスク・リターンを提供していると考えられるアルゼンチン資産に投資が可能となりました。

アルゼンチンの地方債の投資家は、米ドル建て債の発行への市場のポジティブな反応から恩恵を受けることが出来ると思われました。地方債の新規発行額は、ユーロ債市場でベンチマークとなるような大型発行ではありませんが、それでもなお、投資家は上昇の可能性があるとの見方を持っています。

アルゼンチンの現地通貨建て債市場も投資可能であるものの、ボラティリティが高いことが懸念材料となります。これまで、元本が戻らないという懸念から海外投資家は同市場から遠ざかっていました。12年間に亘るキルチネル政権により、アルゼンチンは高インフレ、低成長の上に透明性も欠如しており、一層投資家を踏みとどらせる状況にありました。

しかし、中央銀行は30%を超えるインフレ率を抑えることを最も重視しています。3月初旬には、政策金利が引き上げられ、現地通貨建て債の利回りは41%まで上昇しました。先進国での利回りを考えると、この利回り水準は桁外れな水準です。しかし、この利回り水準の高さは、リスクの高さも示していると言えるでしょう。

## 現地通貨建て債の利回り上昇により Lebac's への投資機会が生まれる

こうした利回り水準においては、Lebac'sへの投資は非常に魅力的に思われました。リスク状況に改善が見られるなかで、高いキャリーを得られるからです。

### 民間銀行間のローン金利



出所：Bloomberg, 2016年8月31日。

しかし、この取引の投資期間は限られていました。ファンドの資金流入によりアルゼンチン・ペソが上昇し、中央銀行は輸出競争力が弱まることを懸念して海外投資家によるT-bill市場へのアクセスをより困難なものにしたためです。

Lebac'sは、現地通貨建て債のインデックスに含まれていないことから、パッシブ運用のマネジャーは投資を行うことが出来ず、現地通貨建て債について専門的な知識を持った投資家しか投資を行うことが出来ませんでした。

エマージング市場にはこうした固有の投資機会があると考えており、アルゼンチンのLebac'sはそうした投資機会の一例に過ぎないと考えています。

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  
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

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（2016年10月3日）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、当社による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。