



エマージング債： 徹底したリサーチは投資の決定に重要な役割を果たす

2016年10月13日

中南米では、今年、ポジティブと言える政治的進展が数多く見られています。

アルゼンチンではすでに多くのイベントが見られ、政権交代により経済状況だけでなく投資家層にも変化が見られています。

また、ペルーでも大きな政策転換が見られ、世界銀行のエコノミストであったペドロ・パブロ・クチンスキ氏が新大統領に就任し、構造改革に取り組み、資源に依存した経済からの脱却を図ろうとしています。

一方、ブラジルではルセフ大統領が罷免され、新たに大統領となったテメル氏による経済改革に期待が持たれています。

その他にコロンビアでは、フアン・マヌエル・サントス大統領が50年続くコロンビア革命軍(FARC)との内戦を終えようと努めています。

そこで、コロンビアの現状と政府が提案した停戦合意が国民投票で否決されたことによるプラス面とマイナス面について考えていきたいと思います。

コロンビアの政治状況は不安定なものとなっていますが、経済状況はそれとは対照的に比較的良好な状態が続いています。これは、エマージング市場へ投資をすることの難しさを示していると考えており、投資決定が十分な情報と議論のもとでなされるように徹底したファンダメンタルズ分析が必要となります。



グラハム・ストック

エマージング債チーム(国債)
リサーチ・ヘッド

政府の計画は国民の意思に沿うものの、否決される

10月初旬にコロンビアは、多くの国で最近見られるように重要な国家戦略について国民の信を問う投票を行いました。国民は政府の考えに反対を示しました。サントス大統領は、50年以上に亘る内戦を終結させようと、FARCのリーダーに対して忍耐強く4年間に及ぶ交渉を続けてきました。すでに海外の首脳を招いた公式の調印が行われ、10月2日の国民投票は政府の和平交渉に対する国民からの承認を得る目的で実施されました。事前の世論調査では停戦支持が20ポイント上回る状況となっていたものの、結果的にはアルバロ・ウリベ前大統領率いる反対派が支持を集め、50.2%の得票率を獲得して反対派の勝利となりました。合計で1,300万の投票がありましたが、わずか5万票の差がこのような結果を招くことになりました。さらに、ハリケーン「マシュー」の上陸により、サントス氏及び和平取引の支持基盤であるカリブ海沿岸地域での投票率が低下したこともこの結果に影響したと考えられます。しかし、FARCのリーダーたちがこれまでの罪から逃れ、議会への参加が認められることへの反対が、反対票を投じたひとの主な理由であることは明白であると考えています。

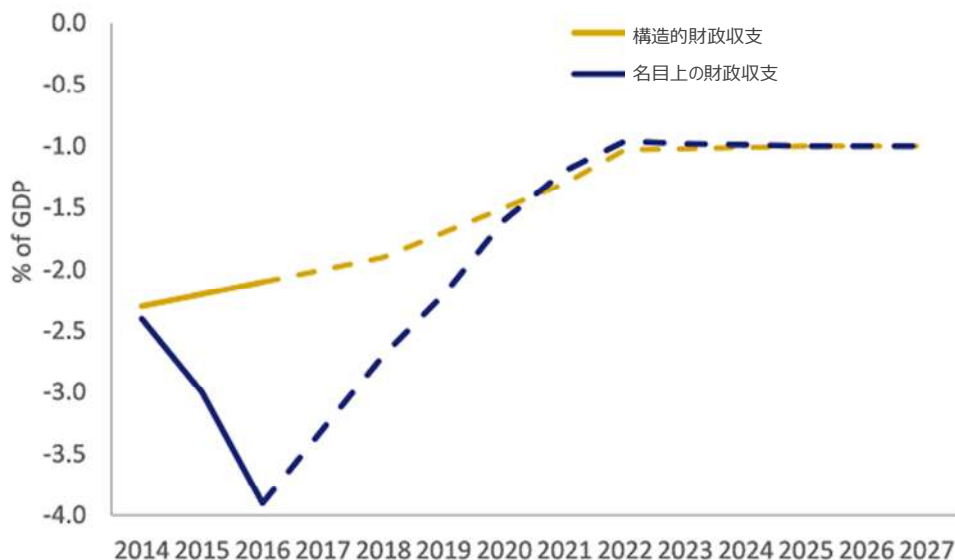
停戦合意へのプロセスは続く

国民投票では反対派の勝利となりましたが、これによって停戦合意への道が完全に閉ざされたわけではありません。現政権の敗北になると予想はしていなかったものの、内戦が再び激化するとも考えていません。内戦は徐々に落ち着きを見せてきていたことから、停戦に向けた枠組みは両者の間で合意されました。実際に、政府、FARC、そして反対派勢力は新たな合意に向けて共に前進していくことを約束しました。FARCのリーダーに対する免責をさらに制限する動きによって、派閥間の分裂が起きるかもしれませんが、農村地域で内戦が続く中でコロンビア経済は長きに亘って堅調に推移してきたことは悲しい事実です。サントス大統領がノーベル平和賞を受賞したことから、今後の交渉にこのことがどのように影響するか、注目しています。

国民投票の犠牲は経済政策となる可能性

反対派の勝利は停戦合意を支柱としてきたサントス政府にとっては打撃となるかもしれません。サントス氏が大統領職に留まることを予想していますが、かなりの政治的な財産をこれまで投じており、ハバナでのFARCとの交渉を復活させるために、さらなる政治的財産を投じる必要があると考えられます。政府の作戦は、和平合意支持によって得られた高揚感をそのまま引き継いで、不人気な税制改革を議会に出すというもので、国中に国家の威信を最終的に行き渡らせるべく、増税は歳入強化に必要であると言ってきました。実際、税制改革は原油価格の下落と原油生産の低下による影響を埋め合わせるために、どちらにしろ必要となるものでした。下図のように、政府の長期財政予想にも財政改革が見て取れます。

コロンビアの財政改革計画



注: BlueBay, Bloomberg; 2016年9月

税制改革は必要であると格付け機関はすでに警鐘を鳴らす

コロンビアは投資適格の国で、大手3社の格付け機関からBBB格の格付けを付与されています。しかし、そのうちの2社であるS&Pとフィッチは、今年初めに見通しをネガティブとし、政府が期待に沿う税制改革に取り組まなかった場合、格下げの可能性が高いとの警鐘を鳴らしました。ムーディーズも国民投票の結果を受けて、同様の見解を示しました。政府は効果的な財政改革を得るために立場が弱まっているとの懸念から、今後数カ月間で格下げが実施されるとブルーベイでは予想しています。しかし、これは1ノッチの格下げに留まり、投資適格の格付けは維持されるものと見ています。

エマーシング債:

徹底したリサーチは投資の決定に重要な役割を果たす / P2

短期的にはさらなる下落が予想されることから、投資戦略においては投資を控える方針

国民投票の結果、税制改革の道筋、原油価格の下落、格付けの見通し、といった懸念材料から、現地通貨建て債戦略においてはコロンビアをアンダーウェイトとし、外貨建て債戦略においては非保有としています。国民投票の結果を受けて、通貨、現地通貨建て債、外貨建て債は、原油価格が上昇したにも係わらず下落しました。和平プロセスからもっと幅広い政策課題、特に税制改革及び格下げに投資家の目が移るにつれ、さらなる下落が見られると予想しています。そのためコロンビアに対しては短期的にはネガティブな見通しを持っています。

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 17 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。

無登録の信用格付業者による格付けについて

（信用格付業者の登録の意義等）
格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。また、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

（信用格付業者について）
お客様にご提示しております本件資料では、スタンダード＆プアーズ（S&P）、ムーディーズ並びにフィッチが行った格付けを基にした情報の記載を行っております。これらについては、グループ内の一部が本邦金融商品取引法における登録信用格付業者に該当していますが、それ以外のグループ法人は、同法に基づく登録を行っていない業者（「無登録信用格付業者」）に該当します。以下では、金融商品取引法により求められるこれらの法人に関するご説明を記載いたしますので、ご確認いただくようお願い申し上げます。

（スタンダード＆プアーズ）

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：
スタンダード＆プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

格付業者グループが使用する呼称：
S&Pグローバル・レーティング（S&P Global Ratings）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：
スタンダード＆プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（http://www.standardandpoors.com/ja_jp/web/guest/home）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（www.standardandpoors.co.jp/unregistered）に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：
上述のスタンダード＆プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ中の「無登録格付け情報」（www.standardandpoors.co.jp/unregistered）では、「格付の前提・意義・限界」として下記の説明が掲載されています（平成28年10月17日現在）。当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはスタンダード＆プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

S&Pグローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&Pグローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pグローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

以上

(ムーディーズ)

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：
ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

格付業者グループが使用する呼称：
ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：
ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（<http://www.moodys.co.jp>）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：
上述のムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」では、「信用格付の前提、意義及び限界」として下記の説明が掲載されています（平成28年10月17日現在）。
当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下、「ムーディーズ」という。）の信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。
ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

以上

(フィッチ)

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

格付業者グループが使用する呼称：
フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（フィッチ日本語ホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」をクリックした後に表示されるページ）にある「格付方針等の概要」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：
上述のフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページにある「規制関連」欄の「格付方針等の概要」では、「信用格付の前提、意義及び限界について」として下記の説明が掲載されています（平成28年10月17日現在）。
当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。
フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

以上

以上

エマーゼン格付：

徹底したリサーチは投資の決定に重要な役割を果たす / P4