



インサイト

歴史を作るリーダーたち

2017年12月20日



ポリナ・クoldヤフコ

パートナー

エマージング債チーム(コ・ヘッド)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

我々の多くが、強いナショナル・アイデンティティを持っています。国民を代表し、国家に繁栄をもたらすリーダーを求めています。2017年に入るにあたり、市場が恐れていたことは米国のトランプ大統領が、エマージング(EM)国を踏み台にしてアメリカを再び偉大な国(make America great again)にすることでした。しかしながらトランプ大統領の相次ぐツイートはEM国でのボラティリティ上昇にはつながりませんでした。対照的に、EM国のパフォーマンスの鍵となったのは、それぞれの国における国家主義的なリーダーの存在でした。

EM国には、有力な国家主義的リーダーが数多く存在します。ロシアのプーチン大統領(2000年より現職)、南アフリカのズマ大統領(2009年～)、トルコのエルドアン大統領(2003年～)はいずれも10年近くまたはそれ以上に亘って権力を握っています。ここ最近では、中国の習近平国家主席(2012年～)、ベネズエラのマドゥロ大統領(2013年～)、アルゼンチンのマクリ大統領(2015年～)、ブラジルのテメル大統領(2016年～)、サウジアラビアのムハンマド・ビン・サルマン皇太子(2017年～)も世にその名を知らしめました。これらの人物は、それぞれの国の金融市場及び経済動向を特徴づける要因となりました。

彼らの動向を市場はどのように評価したでしょうか。EM債券市場に目を向けると、外貨建て社債及び国債市場ではブラジル及びアルゼンチンのパフォーマンスが堅調で、ロシアや中国、トルコ、南アフリカのパフォーマンスはより控えめなものとなりました。一方で中東地域は全般的に弱含み、最も大きく下落したのはベネズエラでした。

各国のリーダーが2017年に成し遂げたことは？

アルゼンチンのマクリ大統領は、12年間に亘るキルチネル前政権とは著しく対照的に、可能な限り市場に友好的な政策を実行しようと努めました。企業信頼感を高めるための内閣を組成するとともに、中間選挙勝利後には権力集中を加速させ、助成金の削減を含む財政再建、労働市場の規制緩和、中央銀行の独立性の再確認などを積極的に推し進めました。その結果、公益セクターや銀行セクター、不動産や農業セクターなどを中心に、投資資金の流入が加速しました。

ブラジルのテメル大統領はそれほど大きなことを成し遂げてはいませんが、ブラジルの基準からするとこれは決して悪いことではありません。財政の安定化により、経済成長が回復し、経済サイクルが循環する余地を与えました。これには2016年末にテメル政権が達成した、歳出上限の導入が寄与しています。景気回復の兆候は継続的に見られました。2015年の商品相場危機を乗り越え、デフォルト(債務不履行)が大幅に減少したほか、反汚職捜査によるガバナンスの改善、さらに魅力的な価格評価(バリュエーション)が、一般投資家及び機関投資家双方からの投資資金を呼び込みました。

ロシアのプーチン大統領は、巨大な国有企業を創設し、中央銀行主導による銀行セクター一掃を支援しました。外交面でのパフォーマンスは見事でしたが、トランプ米大統領と友人になることは結果としてロシアにとって好ましいことではありませんでした。ロシアへの経済制裁解除という市場の期待は現実とはならず、結果としてロシアの外貨建て国債及び社債のパフォーマンスは伸び悩みました。社債市場では、大手民間銀行の破たん及びその後の中央銀行による救済が投資家心理の悪化につながりました。ただし中央銀行総裁の申し分のない言動を背景に、ロシアの現地通貨建て資産は堅調なパフォーマンスとなりました。

トルコのエルドアン大統領は、低インフレを達成するための政策金利引き下げを提唱することで、経済学の法則を塗り替えました。地政学面では、近隣諸国の間で友人よりも多くの敵を作り、2016年のクーデター以降の自身への権力集中をさらに加速させ、独立系メディアや言論の自由を積極的に支援しませんでした。トルコの外貨建て社債のパフォーマンスは、個別企業や銀行セクターの健闘によりプラスでしたが、現地通貨建て資産は、非伝統的な金融政策の結果、代表的な指数構成国の中で唯一、年初来でマイナスのリターンとなっています。

南アフリカのズマ大統領に関しては、実に6度の結婚と21人の子供を持つという個人的な偉業の達成が、本職での功績に勝ったと言えるでしょう。ズマ大統領の政策の副作用として、南アフリカの信用格付けは23年前同様に再びジャンク級に引き下げられ、国有の公益企業エスコムの汚職スキャンダルが発覚したほか、経済及び財政状況は大幅に悪化しました。億万長者であるグプター族との密接な関係性から、複雑な政府の契約網や賄賂、不正なキックバックやマネーロンダリングなども明るみに出ました。良いニュースとしては、これを機に投資家はESGの原則を強化し、エスコムで経営陣及びガバナンス体制が大幅に刷新されない限りは資金調達を行うことが出来ないよう働きかけることが出来るということでしょうか。

中国の習近平国家主席は、自らの在任期間を延長し、自らの功績が毛沢東や鄧小平とともに憲法に刻まれることを確実なものとししました。レバレッジ解消や反汚職への取り組みは継続し、中国の信用市場において引き締め初期兆候が見られ始めました。指数レベルで見ると、中国の外貨建て社債はやや軟調でした。ただしこれは主に、新規発行が増え需給要因でスプレッドが拡大したことによるものです。次にスプレッドが拡大する局面は、デフォルト率の上昇によってもたらされるでしょうか。

サウジアラビアのムハンマド・ビン・サルマン皇太子は、6月にいとこであるムハンマド・ビン・ナイーフ氏を皇太子の座から降ろし、サルマン国王退位後の第1位の継承順位を獲得して以降、数十年来の既存体制を解体しました。さらにベテラン閣僚を解雇するなど長年に亘る同国のエリート層を標的にすると、王族を含む数十人の富豪を拘束しました。この独裁色を強めたワンマン政権から次はどのような策が飛び出すでしょうか。

ベネズエラのマドゥロ大統領は、2億米ドルの既存国債2銘柄の利払いを行えなかったことで、同国の国債はデフォルトとなりました。結果としてベネズエラの外貨建て債は指数レベルで30%近く下落しました。2018年に大統領選を控え、デフォルトは今後増加していくでしょうか。マドゥロ氏のベネズエラ大統領としての日々は残りわずかとなるでしょうか。

西側諸国とは明らかに異なる EM 国の強固なリーダーたちを見ての教訓

これらの新たなリーダーの出現は、歴史の新たな1ページを意味しているかもしれませんが。過去200年に亘って、西側諸国は異常なほど権力を持ち、多くの国を支配してきました。この結果、明確に反西側諸国という姿勢を持つ勢力の台頭につながりました。米国及び欧州の影響力が後退するなか、世界的に非西洋的なリーダーの力が強まっています。そのようなリーダーがもたらす影響はさまざまです。ベネズエラでは、悪い癖はすぐに治らないということが明らかになりました。人道危機や反政府運動に発展しているに

もかわらず、現政権は権力を維持するとともにその基盤を強固なものとしています。トルコでは、クーデター未遂が失敗に終わった後、エルドアン大統領への権力集中がさらに加速しています。これらの国はいずれも市場で売り圧力にさらされました。

またロシアや中国の場合を踏まえると、投資家は言論の自由よりも経済への影響をより重視することがわかりました。その一方で、長期に亘って誤った政策が実行されている場合は、変化が避けられないということも学びました。このことは、30年以上に亘って独裁支配を続けていたジンバブエのムガベ大統領が、軍に軟禁され辞任に追い込まれたことが物語っているでしょう。また直近行われた南アフリカの与党代表選の結果を見ても、汚職や景気後退への不満が限界に達したことがわかります。これらはいずれも勇気づけられる兆候です。他のEM国も、遅かれ早かれこの流れに乗ることが出来るかもしれないという期待を持つことができます。

2018年にEM国で政権交代の可能性はあるでしょうか。今よりも良くなるでしょうか、それとも悪くなるでしょうか。

来年は多くの選挙が予定されています。南アフリカやロシア、コロンビア、ベネズエラ、メキシコ、ブラジルはその一例です。新たな政権が誕生した場合には、実際に新しい衣装を着たリーダーであるかどうかを見極める必要があると見ています。政策面で具体的な変化がもたらされるのかどうか、またそれが正しい方向であるかどうかを注視していきます。

ブルーベイにとって、2018年はリターンのはらつきが一つの投資テーマとなります。多くのイベントが予定されていることから、実地調査の回数は増えると考えており、メンバー全員が胸を躍らせています。EM投資において重要となるトピックについては、12月19日のレポート「[「エマージング債チームによる2018年のQ&A」](#)をご参照いただければと思います。

おわりに

誰もが強いナショナル・アイデンティティを持っていることは事実です。

ちなみに私は、ルーツを持つロシア、アルメニア、英国、イタリアの中で、クリスマス休暇の旅先としてはイタリアを選択することにしました。

よいクリスマスを！

■手数料等

当社の提供する投資一任業務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のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

■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ござい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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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（2017年12月20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。