



BlueBay
Asset Management

インサイト

ナイジェリア：落とし穴がないことを願いたい見通し

2018年2月7日



ポリナ・クルドヤフォ

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

15年前、新年をインドのデリーで迎えましたが、非常につらい体験として記憶に残っています。先週、ナイジェリアのラゴスを訪問し、当時のデジャブに襲われました。到着すると同時に目にしたのは大混雑した空港で、そこで現地のアシスタントと合流しました。空港からホテルまでの道のりでは恐ろしいほどの渋滞に見舞われ、予想以上のアドベンチャーでした。ぼろぼろである上に高額な料金を請求するホテルは喫煙ルームのみしか備えておらず、夕食のチキンはとても口に出来るものではありませんでした。

お出迎えはやや予想外でしたが、投資に関して言えばナイジェリアは昨年、最も魅力的な投資対象の一つであったと言えるでしょう。外貨建て債及び現地通貨建て債はともに二桁のリターンを達成しました。構造改革への道のりは険しいものの、ナイジェリアはフロンティア市場からエマージング市場への仲間入りを果たす可能性を秘めており、現地通貨建て債には更に上昇の余地があると見ています。問題は、ビジネスに友好的な政策を打ち出せるかどうかです。



(写真1) 空港到着後、混雑を避けるために出発ウイングから空港を出ました

ナイジェリアの人口は現在1億8,000万人ですが、2050年には4億1,100万人に達し、米国を上回って世界第三位の人口を有する国になると言われています。またナイジェリアは天然資源に富んだ国であり、世界第六位の原油生産国です。政治的に見ても、過去20年に亘り民主的な選挙が行なわれています。そのようなDNAを有する国がなぜ、「インドに原油が加わった国」という特性を示す代わりに、第三世界としての印象を与えるのでしょうか。

(表1)世界の人口とその上位国:

1950年	2017年	2050年(予想)
中国 5億5,400万人 世界人口の22%	中国 14億人 世界人口の19%	インド 16億人 世界人口の17%
インド 3億7,600万人 世界人口の15%	インド 13億人 世界人口の18%	中国 14億人 世界人口の14%
米国 1億5,900万人 世界人口の6%	米国 3億2,400万人 世界人口の4%	ナイジェリア 4億1,100万人 世界人口の4%
ロシア 1億300万人 世界人口の4%	インドネシア 2億6,400万人 世界人口の3%	米国 3億9,000万人 世界人口の4%
世界全人口: 25億人	世界全人口: 76億人	世界全人口: 98億人

出所:国連

インドとの共通項

実際、インドとナイジェリアに共通項は多く存在します。ともに英国の植民地としての過去があり、概ね同時期に独立を宣言しました(インドは1947年、ナイジェリアは1960年)。一人当たり国内総生産(GDP)は約2,000米ドルでほぼ肩を並べ、識字率も60%近く、成長著しい人口動態も似ています(出生率はインドが2、ナイジェリアが5)。独立後インドは、広い意味で英国の信仰や文化を拒み、一部の公共サービスやメディア、教育において英語を維持しました。ナイジェリアでは、大英帝国(アラブ人がナイジェリア北部にイスラム教を伝授)を通じて持ち込まれたキリスト教の伝統を受け入れ、食物や言語も維持しながら、国としての統一及び安定を創造することに成功しました。

ただしナイジェリアが抱える問題は根深いと言えます。ナイジェリアでは1960年から1999年に掛けて、少なくとも6回の軍事クーデターがあり、1999年に最初の国民大統領としてオルシェン・オバサンジョ氏が権力を握りました。自然に恵まれ、世界でも有数の原油埋蔵量を誇ることが元凶となり、40年にも亘って外資系石油メジャーとニジェール・デルタにおける少数民族との衝突が続きました。また電力不足も同様に長期に亘って続き、今日でも電力へのアクセスがあるのは国民のわずか40%に留まり、電力の窃盗も多く見られます。失業率は20%近くに達し、国民の実に70%近くが法定貧困レベルを下回る生活をしています。

このような実情とは対照的に、ナイジェリア資産は昨年最も堅調なパフォーマンスとなった資産の一つでした。ナイジェリア株式指数は過去12ヶ月で70%近く上昇しており、リーマン・ショック後の最高値圏で推移しています。またナイジェリアの社債及び国債も昨年は2桁のリターンを達成しました。何がそうさせたのでしょうか。景気循環的な上昇でしょうか、それとも構造的な変化があったのでしょうか。答えはその両方であると考えます。

ナイジェリアの変革

商品危機を背景に通貨が急落した経験を踏まえ、ナイジェリア中央銀行は為替市場の自由化に舵を切りました。市場はこの動きを好感し、通貨の日次流動性は2.5億米ドルに大きく増加しました。ナイジェリアの銀行も大惨事なく危機を乗り越える能力を発揮しました。20%の自己資本比率と2桁の自己資本利益率(ROE)を有し、ナイジェリアの主要銀行は、かつて同様に英国の植民地であったシンガポールをロールモデルと

して、更なるコスト削減やオンライン・バンキングなどに注力することが可能となっています。また原油生産も足元で日量224万バレルまで緩やかに回復しており、2018年半ばに生産者である企業のライセンスが延長されて以降の設備投資とともに、250万バレルまで到達することが予想されています。2019年2月に予定されている選挙は政治的不透明感をもたらす可能性があります(過去には複数の選挙不正がありました)、選挙キャンペーンの開始は2018年9月以降になると見られます。

またナイジェリアは、今後根本的な変化を成し遂げる可能性があります。「モバイル化」や「ソーラー化」が今後10年間のスローガンとなるかもしれません。特に「ソーラー化」に関しては、太陽光発電をベースとした再生可能エネルギー開発の道を開く可能性があります。現在、ナイジェリアで太陽光発電を活用して電力供給を行う場合、3年から8年の回収期間が与えられ、内部収益率(IRR)は30-80%に及ぶとも言われています。また太陽光パネルの価格低下が続けば、これらのプロジェクトの持続性を強化することになると見えています。現地企業の話では、5年後にはナイジェリアの電力供給の80%近くが太陽光発電によってまかなわれるとの見方もあるとのこと。さらにナイジェリアは、世界第九位の天然ガス埋蔵量を誇り、ガス生産量を増やすことは発電コストの低下に寄与すると見られます。ナイジェリア国内で電力問題を解決することは、足元で15%近くに達しているインフレ率低下に構造的な影響をもたらすと見えています。また「モバイル化」について、ナイジェリアの携帯電話普及率は80%を超えており、実に1億4,000万の顧客が携帯口座を保有していますが、これは3,000万の銀行口座と比較して驚くべき数字です。携帯口座網を活用して銀行口座を増やすことが出来れば、銀行サービスが飛躍的に普及する可能性があるかと見えています。また当局は将来的に、納税申告にあたって携帯電話を活用することが出来るかもしれません(実際ガーナで試行されています)。実現すれば、現状対GDP比5%程度と世界的にも最も低いナイジェリアの税収が増大する可能性があるかと見えています。

隣国ガーナに学ぶこと

またナイジェリアにおいて、ビジネスに友好的な環境を作り上げることは非常に重要となります。この点において、ナイジェリア政府は隣国の経験から学ぶことが出来るでしょう。先週はガーナにも訪問をしましたが、2017年初めに新政権が発足して以降の進展にはいい意味で驚かされました。結果としてガーナではここ最近、高成長及び低インフレの兆しが見られており、政策の改善を踏まえて国際通貨基金(IMF)の支援は2018年以降更新されない見通しです。ガーナ財務省は現在、今後4年間に亘り、200以上の地区それぞれに工場を建築する「One District One Factory(一地区一工場)」プログラムに注力しています。ゴールド・フィールズなどの大手企業は、経営環境の改善や政府との対話に言及しています。さらに電力コストの低下が予想され、企業及び消費者は更なる恩恵を受けると見えています。



(写真2) ビジネスの方法を模索するガーナの起業家たち

フロンティアからエマージングへ

ナイジェリアは、フロンティアからエマージングへと進化を遂げる次の国となるでしょう。わずか20年前、インドの外貨準備高及び海外直接投資はナイジェリアの肩を並べていました。経営への政府の介入を減らすことを目指した経済自由化を経て、インドはエマージング市場における最も魅力的な投資対象となりました。結果として、インドの市場規模は10倍となり、スプレッドは3分の1程度に縮小しました。私個人の印象としても、デリーへの直近の訪問は15年前と比較して飛躍的に心地の良いものでした。一方ナイジェリアへの投資家にとっては、現地通貨建て債の二桁のリターンが今後複数年に亘って達成されることを示唆していると思われ、ナイジェリア株式に関しては更に良好なリターンも期待できます。ただしそのためには、ナイジェリアが目先を優先するメンタリティーや自らの豊かさの追求などの誘惑にとらわれないことが必要不可欠となるでしょう。それはかなりの難題です。

(写真3) ラゴス空港にて、勇気付けられる看板「汚職をやめよう」



■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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：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（2018年2月7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。

以上