

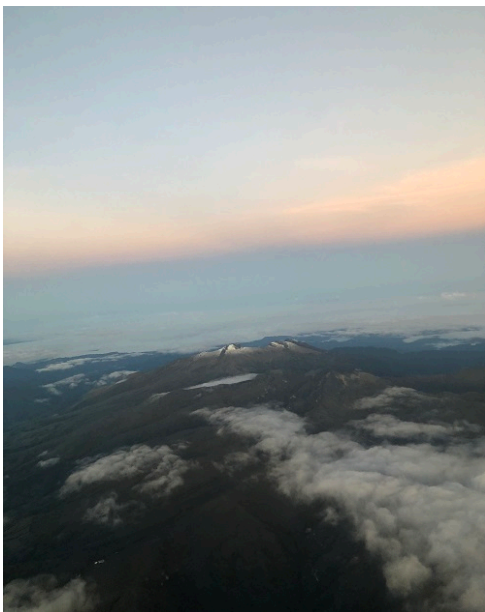
## インサイト

# エクアドル：変化の兆し

2018年2月28日

飛行機の窓の外を眺めながら感傷的になることはほとんどありません。ただエクアドルは違いました。メキシコからの非常に窮屈なシートでの4時間のフライトが首都キトに着陸する直前に目を開けると、最初に飛び込んできた光景に思わず息をのみました。こんなにも美しい景色を有する国が、どうしてこれほどまでに深刻な債務問題を抱えているのでしょうか。

写真1: 飛行機から見たキトの風景



## かつて同じ国であった三カ国

エクアドル、ベネズエラ、コロンビアの三カ国がグラン・コロンビア(コロンビア共和国)を形成していたのはわずか100年前です。しかしながら今日、これらの国が有する共通点は多くありません。豊富な天然資源、スペイン語圏であること、そして国旗の色は数少ない共通点ですが、このうち国旗の色はそれぞれの国が歩んできた道のりを象徴していると言えるでしょう。エクアドルはコロンビアの経済的な力強さを好んできたものの、左派政権が時としてベネズエラにより近い政策を取ってきました。ただし昨年就任したレニン・モレノ大統領は今後数週間のうちに新たな経済計画を発表すると見られており、エクアドル経済は重大な転機を迎える可能性があります。エクアドルへの実地調査を踏まえ、モレノ大統領の政党や前コレア政権の実績、(革命家レーニンの名を受け継いだ)彼の名前にかかわらず、市場に友好的な政策決定を打ち出すとの疑わしき見方をあえて信用してみる価値はあると考えています。



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

写真2: 旧グラン・コロンビアの国々の国旗(左から、コロンビア、エクアドル、ベネズエラ)



出所: Shutterstock

## 債券の投資妙味

エクアドルの8%近い債券利回りは、エマージング外貨建て債市場の代表的な指数であるJ.P. Morgan EMBI Global Diversified Indexにおいて4番目に高い利回りです。エクアドルは、ガラパゴス諸島と相次ぐデフォルト(債務不履行)で最も良く知られていると言えるでしょう。

過去183年の歴史の中で、エクアドルが完済した債務は2015年に償還した債券のみです。ただしエクアドルの波乱に富んだデフォルト歴やここ最近の積極的な起債、さらに過去12か月間に亘る堅調なパフォーマンスを踏まえても、ブルーベイでは足元で機動的にエクアドルへの投資を選好しています。モレノ大統領が今後数週間で公約を守れば、スプレッドの更なる縮小が見込めると期待しているためです。

## 苦難の歴史

エクアドルは長い苦難の歴史を持ちます。競争力に欠ける労働市場や不安定な規制制度により、民間投資(全体に占める割合は2006年の80%から45%に減少)及び海外直接投資(GDPの1%未満)は減少の一途を辿ってきました。さらにこれまでの社会主義的政策に加え、経済が「米ドル化」していることに伴い中央銀行が政策手段に乏しいことも相まって、巨額の財政赤字(GDPの6%)を抱え、その結果として、エクアドルは中国及び債券投資家による資金に依存している状態です。

債券投資家による資金は昨年1年間で75億米ドルから145億米ドルに倍増しました。対GDP債務比率が40%近い状態にあるなか、経済政策の転換なしでは債務増加のペースは持続不可能になり始めています。

エクアドルにとって必要なのは、財政調整及び事業環境の大幅な改善であると考えています。現政権がこれを認識しており、あらゆる意見に耳を傾け、実行に移す姿勢を示していることは良いニュースであると言えるでしょう。モレノ大統領は3月の第一週に政策決定を発表し、コレア前政権の11年に亘る政策面での失敗を払しょくするために財政のベルトを引き締めることを約束しています。具体的には、2020年までの財政赤字目標を6%から3%に引き下げ、特に燃料補助金の廃止などを通じた歳出削減計画を発表するとの噂が聞かれています。

## 現政権への期待

現政権においては、2大スターとされるカルロス・ペレズ・エネルギー相とパブロ・カンパナ貿易相が事業環境や民間投資の改善を主導しているとされています。

ペレズ氏は生産物分与協定を導入し、原油セクターの開放を通してエネルギー投資の促進に注力しています。中国やロシア、英国を拠点とする提携企業が総額100億米ドルを超える規模(GDPの10%近く)の多くのプロジェクトに協力しています。さらに国営のエネルギー関連企業であるペトロエクアドル及びペトロアマゾナスの統合及び再編に

取り組んでおり、コロンビアのエコペット社をモデルとしながら債券及び株式投資家の資金を惹きつける民営の石油・ガス企業の設立を目指しています。これは国としての更なる債務削減につながると見られています。

カンパナ貿易相は、昨年の欧州連合(EU)との自由貿易協定(FTA)締結に続き、商業協定の見直すことで米国との貿易関係の改善に注力しています。

## 中銀の若き総裁

また今回の訪問では、エクアドル中央銀行(CBE)総裁との面談がポジティブなサプライズをもたらしてくれました。エクアドル経済が実質的に「ドル化」していることにより、CBEは金融機関の「最後の貸し手」としての機能を果たせなくなっており、過去には自国の財務省への貸し出しを増やしていることで中央銀行の独立性が損なわれているとして非難の対象となってきました。結果として総資産に対する外貨準備高の比率は70%から50%に低下し、商業銀行とCBEとの信頼関係の障壁となっていました。さらに制度面での弱さから、シャドーバンキングなどが金融セクターの脆弱性をさらに損ねる要因となってきました。そんななか、若干34歳の女性CBE総裁であるヴェロニカ・アルトラ・ジャリン氏が、市場友好的な政策を取り入れる必要性や政府への貸出停止及び財政面での支出削減の必要性について現実的な見方をしていることが会話の節々に感じられ、安心感を与えてくれました。

## 変化への期待

エクアドルが直面する構造的な問題を一夜にして解決することは困難でしょう。エクアドルは原油価格や米ドルの資金調達コストなど、外的要因に大きく依存している国であるとともに、過去を振り返ると政権が任期を全うすることができない状態が続いてきました(コレア前大統領以前にも、4人中3人の大統領が民衆の抗議行動により退陣を強いられました)。これらを踏まえても、昨年就任したモレノ大統領が投資家の疑念をくみ取り、政策に反映させることに対する期待を抱いています。エクアドルにとっては、コレア前政権が取り入れたベネズエラの反米左翼的な政策よりも、コロンビアをモデルとした政策を実行していくことが望ましいと考えています。

2日間の滞在を振り返り、エクアドルの圧倒的な自然の美と人々の温かな歓迎は心を穏やかにしてくれるものでした。今後は政策面でも安心感を抱けることを祈っています。

写真3: エクアドルの首都キトの風景。これまで訪れた街の中でも最も美しい街の一つでした。



#### ■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3月1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