

レバノン：困難を乗り越えられるか

2018年3月28日



ポリナ・クルドヤフコ

パートナー

エマーシング債チーム(コ・ヘッド)

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

度重なる戦乱や経済危機にも関わらず、レバノンはこれまで債務不履行を回避してきました。レバノンが今後さらなる発展を遂げるためには、異なる宗教及び政治的勢力が一丸となって国内の課題と向き合い、改革を実行していくことが必要不可欠になると見えています。

これまで言葉を失う、という経験はほとんどしたことがありませんが、先週レバノンを訪れた際にはそうならざるを得ませんでした。政策担当者にレバノンへの投資の印象を聞かれ、可能な限り控えめかつ外交的な返答として私の口から出たのは、「どのようにしてこれまでデフォルト（債務不履行）を免れてきたのですか？」という質問で、その場は一瞬の沈黙に包まれました。そこで私は作戦を変更し、レバノンの良好な気候や美味しい食べ物、優れた人的資本に言及することで、その場の雰囲気をもくくしようと努めました。

エマーシング外債建て債市場において、レバノンは年初来で最も堅調なパフォーマンスとなっている国の一つです。代表的な指数で見て、市場全体が-2.15%の下落となっている一方、レバノンは+1.27%の上昇となっています（3月27日時点）。同時にレバノンは指数構成国の中でも最も高い利回りを提供している国の一つで、460bps程度のスプレッドはウクライナやバーレーン、さらに複数のアフリカ諸国と肩を並べています。ただしブルーベイでは、レバノンの改革アジェンダに更なる進展が見られない限り、レバノンへの投資を愛好することは難しいと判断しています。

レバノンの過去と現在

多くの方がレバノンと言うと戦争や衝突、混乱を思い浮かべることでしょう。レバノンの国土は米コネチカット州よりも小さく、150%に達する対GDP比債務比率はギリシャと日本に次いで世界で3番目に高いと言われていています。またレバノンの経常赤字（18%）及び財政赤字（10%）は2桁台の状態が続いており、経済成長は1桁前半（1-2%のGDP成長率）と伸び悩む一方で、失業率は25%高水準に留まるなど恒常的に苦しい状況にあります。1975年から1990年まで15年間に及ぶ内戦ののち、ハリリ首相が2005年に暗殺されると、その後12年間に亘って国家予算は策定されず、2014年から2016年までの2年間は大統領が不在となりました。そのような状況下でもレバノンは債務履行を続け、デフォルトすることなく生き延びてきました。その秘訣は何であったのでしょうか。

ギリシャの生き残りが欧州において重要な意味を持ったと同様に、レバノンは中東地域においてわずかながら残る平和の維持において重要視されてきました。1960年代には「中東のスイス」の異名をとったレバノンは、18の異なる宗派をまとめあげ、同地域において唯一認められた民主主義国であるとされてきました。レバノン政府は宗派間の衝突を回避するため、各宗派に政治権力を配分してきました（信条主義）。今回の訪問では、レバノン

の優れた人的資本や、政策担当者及び企業経営者の素養の高さに感銘を受けました。さらに質の高いサービスや食べ物や、美しい首都ベイルートの魅力は観光客を惹きつけるという点でライバルのドバイにも引けを取らないとの印象を受けました。

ベイルートの街並み



金融セクターと金融政策

これまでのところ、レバノン存続の屋台骨となっているのは金融セクターです。海外移住をした多くのレバノン系移民の支えもあり、レバノンの銀行セクターは 1,700 億米ドル（GDP の 340%程度に相当）の預金を有します。レバノン国内に暮らす 400 万人に対して、海外には 1,200 万人ものレバノン系移民が暮らしています。1993 年に就任したレバノン中央銀行のリヤード・サラメ総裁は、外貨準備高（足元で 430 億米ドル）の維持や、80 億米ドルの経常赤字を補うための継続的な預金確保を目的として、様々な錬金術を講じてきました。レバノン中央銀行は、同国の商業銀行が預金を惹きつけるために人工的に高い利率を付与できるよう、金利差分を補助する策を講じてきました。ただし為替相場では、実質的に為替レートが米ドルに固定される固定相場制を維持しているため、中央銀行の政策手段は限られています。ここ最近の金融工学の発達により短期的な措置は施されたものの、低成長及び債務存続性というレバノンの中長期的な課題を解決するには至らないと見ています。

戦乱の影響

シリア戦争はレバノンに様々な影響を及ぼしてきました。一方では、7 年間の戦乱によって 150 万人のシリア難民がレバノンに移住し、レバノンの人口を約 30%押し上げたことがレバノン経済の重石となりました。他方では、難民受け入れというカードを効果的に活用し、主要国から地政学的及び金融支援を取り付けてきました。ただしイスラエルと、イスラム教シーア派及びイランやシリアのアサド政権の支援を受けるシーア派武装組織であるヒズボラ間での緊張の高まりは、引き続き対米国及びその他中東諸国に対するレバノンの地政学的立ち位置に重くのしかかっています。

レバノンにおける内戦や地政学的緊張を物語る銃弾を浴びたホテルや建物



山積する課題

国内に目を向けると、早急に修正しなければならない多くの課題に直面しています。レバノンの財政支出構造は柔軟性に欠け、歳出の70%以上が債務支払い及び公務員の給与に充てられている一方で、GDPの4.5%に相当する電力補助金がレバノン経済の大きな足かせとなっています。言い換えれば、ここ数年間に亘ってレバノンの債務の40%（300億米ドル）以上が、機能不全に陥っている電力セクターの立て直しに充てられたと言えます。電力供給の継続性を改善することで、徐々に補助金を削減していく計画は存在するものの、計画を実行に移すことが課題になると見えています。また天然ガス生産を飛躍的に拡大させるというポジティブな計画もあり、Eni（イタリア炭化水素公社）やトタル、ノバテックなどの外国企業が天然ガス田開発のプロジェクトに参加し、2035年までにGDPの10%に相当する収益を上げることが期待されています。ただし、これらの天然ガス田の幾つかはレバノンとイスラエルが対立する排他的経済水域の境界線上にあり、開発にあたっての懸念材料となっています。また当然のことながら、はびこる汚職や説明責任の欠落も投資にあたっての障壁として存在しています。

レバノンでは今年5月6日に、8年振りとなる議会選挙が行われる予定となっています。宗派間の分裂が長年に亘ってレバノンの政治を悩ませており、それぞれ異なるグループを支援するイランやサウジアラビアの対抗心による影響も受けてきました。今回の選挙結果が全てのグループを統合させ、レバノンに必要とされる改革進展に力が注がれることが望まれています。先週はヒズボラを率いる指導者ナスララ師に至っても、歳出合理性を図る指標を設ける必要性や公的債務の削減、汚職撲滅などの重要性について言及していました。今度こそ、政党間での根本的な意見の食い違いに終止符を打てるのでしょうか。これまで通りの主要人物が、新たな枠組みの中で異なる結果をもたらすことが出来るのでしょうか。

経済危機によってレバノンに残された唯一の選択肢は、国際的な支援を得るために勢力を統合し、改革を推し進めるということです。4月6日にパリで行われる予定となっているドナー（資金援助者）会議において、レバノンが資本投資プログラム下で要請する

資金援助（10年間で160億米ドル規模）はその一例として挙げられます。今回の訪問でレバノン首相のオフィスを訪れた際、政府担当チームの深い知識及び資金援助に向けた周到な準備がみられたことはポジティブ・サプライズでした。ただし担当チームに説得力があったとしても、真の課題は異なる政治グループが改革実行のために協働することが出来るかどうかです。資金を提供する前に、資金提供者は改革の進展が見られることを期待するでしょう。

繁栄につながる道

現場のムードは比較的楽観的ですが、レバノンは困難な課題に直面しています。「上手く行くまでは上手く行っているふりをする」という政策の効力は、時間とともに失われるでしょう。米ドルの流動性が不足し、海外の資金提供者の要求が日々厳しくなるなか、レバノンには確たる結果を残すことが求められています。ここ最近の歴史の中で、レバノンの国民は驚くほどの回復力を見せてきました。今度はレバノンの政策担当者が政治的及び宗教的な信念の違いを超えた政策実行能力を発揮する番であると考えます。過去の基準からすると難しい要求かもしれませんが、レバノン繁栄への道を切り開く鍵となることでしょう。次回の訪問時には、私が返答の代わりに投げかけた質問は、ポジティブな返答に取って代わられることを祈っています。

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

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■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となります。

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

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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詳しくは、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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、当社の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