

パキスタン：コース外のコース

2018年6月1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

短期的には多くの困難な課題に直面しているパキスタンですが、経済は豊富なポテンシャルを秘めており、起業機会も多く存在していると見ています。中長期的に見れば、社債や株式市場にも心躍る投資機会が存在しているとみて期待しています。

私はスキーが大好きです。15年以上も前になりますが、ゲレンデの外でスキーをしたいという情熱でカシミールを訪れたことがあります。スキー場のコンディションは十分に確認したものの、地政学的目線からの確認はやや不十分であったようです。飛行機から降りて歩いているときに、ライフル銃を持った複数の男性に遭遇し、1947年の独立以降続いているインドとの領土紛争の深刻さを物語る出来事でした。一週間後に帰路についたときにはほっとしました。

先週、ブルーベイのシニア・ソブリン・ストラテジストとともに、渡航注意警告が発動されているなかでパキスタンを訪れました。渡航時間を短縮するため、パキスタンの国営航空会社であるパキスタン国際航空を利用しました。ビジネスクラスでもゴキブリが出るとの悪評高い航空会社です。ただ実際のところ、今回の訪問は想定していたよりもずっと安全に感じられました。また同国の自然美やスムーズな旅の過程、親ビジネスの空気、組織のクオリティの高さ、人的資本などに感銘を受けました。これらはいずれもパキスタンの中長期的な見通しにとって好材料ですが、短期的には克服しなければならない困難な課題に直面しています。

イスラマバードの自然美



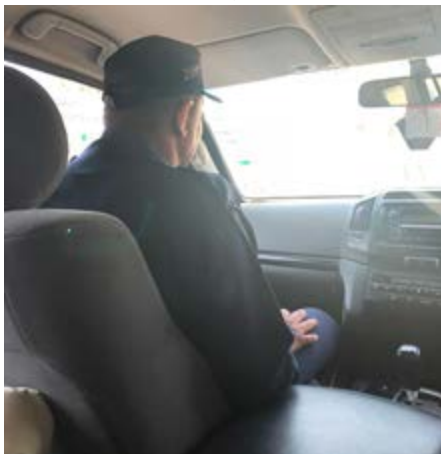
エマージング国債市場において、パキスタンは最も高利回りを提供している国の一つです。一方でパキスタンは今年最も軟調なリターンとなっている国の一つで、国債のスプレッドは年初来で92bps拡大し、足元で467bpsとなっています(2018年5月末時点)。ブルーベイでは、パキスタンの低水準にある外貨準備高や双子の赤字、国際通貨基金(IMF)に従う姿勢が不透明なこと、さらに7月に予定されている大統領選挙が更なるボラティリティの高まりにつながる

可能性があるとみて、短期的にはパキスタンに対して弱気な見通しを持っています。ただし中長期的には、パキスタンは低所得経済から中間所得経済へと拡大する見込みがあるとみており、社債から現地通貨建て債などを含む広範な資産クラスにおいて投資機会を提供する可能性があるかとみています。

エマージング国で経済成長が期待される国として挙げられた、いわゆる「ネクスト 11（インドネシア、韓国、フィリピン、ベトナム、バングラデッシュ、エジプト、イラン、メキシコ、ナイジェリア、パキスタン、トルコ）」において、今日投資家にとって魅力的な投資先の「ゲレンデ外」となっているのはパキスタンのみです。イスラマバードにおいて米財務相と行ったミーティングの場では、主に安全上の理由から、今回のような海外投資家の訪問を受けたのは3年振りであると打ち明けられました。「純粋の地」とも呼ばれるパキスタンは世界第五位である2億人の人口を有し、世界第六位の規模である常任国防軍を有します。1947年の独立以降、4度のインド・パキスタン戦争を経験し、3度の軍事クーデターが起きるなか、2013年に初めて民主化が図られました。今年7月に行われる予定の総選挙は、過去の歴史及び現状の財政的課題に照らして注意深く見守られています。政権発足後4年半の間に、ムスリム連盟ナワズ派（PML-N）の現政権は400億米ドル以上の債券を発行し、対GDP公的債務比率は64%から70%に上昇しました。IMFによれば、債務比率は15年振りの高水準です。外貨準備高は2か月分の輸入しかカバーできない90億米ドル程度と低く、それぞれ5%を超える双子の赤字を抱えています。パキスタンにとって、持続可能な資金調達手段の確立及び財政バランスの改善は喫緊の課題となっています。

ただし、パキスタンの潜在能力を過小評価すべきではありません。パキスタンは、第1千年紀には最も豊かな経済の一つでした。農業や繊維産業、サービス産業、銀行セクターが盛んであるとともに、若くて起業家精神にあふれた高学歴の人的資源を有するパキスタンは、既にトルコやインドネシア、インドなどと並ぶ中間所得国となってもおかしくありません。また今回の訪問で、同国の治安状況も大幅に改善していることがわかりました。2014年のイスラム武装勢力「パキスタン・タリバン運動」（TTP）によるテロ事件以降、国民の強い嫌悪感がパキスタンの治安部隊による取り締まり強化につながり、テロ関連の死亡者数は2009年と比較して3分の1程度に低下しました。クーデターを起こしがちな軍隊は、ここ最近では治安強化に注力しており、経済運営という任務を文民政権に託しています。それでは、パキスタンが潜在能力を発揮するために何が障害となっているのでしょうか？

必要以上に慎重な警備員



パキスタンは抱える多くの課題は、説明することは簡単であっても、解決が難しいものです。財政及び経常赤字は構造的な問題です。4つの州が統合する形で国家が誕生したというパキスタンの歴史的背景を踏まえればわかる通り、各州には比較的大きな自治権が与えられています。

この財政連邦主義モデルにおいて、中央政府の財源の60%以上が各州に割り振られ、中央政府が歳入を得られる余地が限られている一方、利払いや軍事費などの負担が押し掛かっているのです。歳出配分の変更にあたっては国家財政委員会の承認が必要で、早期の実現は非常に難しいとみられます。また2億人の人口のうち、納税者はわずか100万人に満たないため、徴税額も伸び悩んでいます。

対GDPでの投資がわずか16%程度にしか満たず（その他アジア諸国の平均の半分程度に留まる）、パキスタンがやや閉鎖的な経済でもあるという事実も、2005年の自由貿易協定（FTA）締結以降、中国製品の輸入増によって拡大した経常赤字の是正の妨げとなっています。また、ここ最近で2桁に達している輸入の増加ペースは、中国・パキスタン経済回廊（CPEC＝China Pakistan Economic Corridor）に伴う中国のインフラ投資の拡大が主導しています。CPECは、パキスタンのGDPの20%に及ぶ600億米ドル規模のプロジェクトで、今後20年間に亘る新しい道路や線路の建設計画や燃料計画を盛り込んだ内容となっています。戦略的には、パキスタンの中長期的な成長に向けた力強い追い風になるとみられます。ただし短期的には、循環的な輸入増をもたらしている一方で、輸出額の同ペースでの伸びにはつながっていません。さらに為替の動きも重石となっています。パキスタン国民が為替レートの変動に敏感であることから、中央銀行は当面の間5-10%以上の通貨下落を容認できないとみられます。

CPECはインフラ改善の手助けとなったものの、カラチの盗電は依然としてあからさま



結果として、パキスタンは現在250億米ドルの財政不足を抱えており、主に債務によって賄われている財源にも乏しい状況です。国内の株式市場がまだ未熟であり、時価総額がわずか900億米ドル程度であることから、代替的な財源が限られています。パキスタンにとって最後の砦となる資金援助者は誰で、どの程度の額を援助してくれるのでしょうか。パキスタンはぜひいたくにも、それぞれ経済的及び地政学的観点から同国に関心のある中国及び米国という戦略的パートナーを有しています。とりわけ中国の関与は、これまでもパキスタンがインフラ投資を行うための独自の機会をもたらしてきました。結果として、送電ロスはいまだに高止まりしてはいるものの、国内の電力供給は飛躍的に改善しました。ただし国民の間では、中国の影響力が高まっていること、さらに中国の「植民地化」についてやや懐疑的な見方もあります。またIMFは2007年よりパキスタンに関与しており、パキスタン政府は現在IMFの支援プログラム下にあります。ただし、IMFの画一的なアプローチに疑心暗鬼となり、不人気かつ困難となる多くの改革（財政連邦主義や国営企業の民営化、循環債務問題など）を含みかねない財政緊縮の名の下で5%の成長を見送ることに消極的な財政担当者もいます。7月の選挙で政権を握る政党にとって、これらの選択肢を選ぶ、もしくは組み合わせにあたり慎重な舵取りが必要となります。

選挙結果は、パキスタンが抱える財政問題に早期の解決策をもたらすでしょうか？そうとは言い切れません。数週間前に、元クリケット選手であり今回の選挙でパキスタン正義党（PTI）から出馬するイムラン・カーン氏との昼食会に参加しましたが、彼の著名人としてのステータスや軍事同盟にも関わらず、経済的な側面に関してはクリケット選手時代のカリスマ性や強い確信度を感じられませんでした。IMF や中国との今後の協力関係について質問を投げかけたところ、パキスタン国民は自国の問題解決を自分たちの手に委ねることができるとの発言がありました。私はこの発言を、有権者目線のやや甘い考えの表れか、もしくは事を十分に理解していない証拠であるかのどちらかであると捉えました。現政権の PML-N やパキスタン人民党（PPP）は世論調査において支持率を順調に伸ばしており、既存の政策アジェンダを引き続き掲げるとみられています。

目先は試練に直面していることは事実ですが、パキスタンにおいて起業機会は豊富に存在しています。パキスタンは親ビジネスであるとともに、就業人口は毎年 2%のペースで拡大しています。GDP に占める民間部門も緩やかなペースで拡大しており、銀行のバランスシートも概ね健全です。パキスタンの中間所得層は 1 億人を超えることが予想されており、ユニリーバなど消費セクターの大手企業が世界 150 カ国の中でもパキスタンを最も有益な国として見ていることも不思議ではありません。不動産セクターにおける活動も活発化しており、ここ最近の治安改善を受け民間セクターの機会は飛躍的に拡大することが予想されます。またパキスタンにも汚職は存在していますが、ナイジェリアなどその他のフロンティア国と比較すれば規模は小さいと言えるでしょう。パキスタン株式市場の中国人シニア・マネジャーとお会いしましたが、彼は中国人投資家がパキスタン株式市場の 40%近くを買い占めたのちに就任したと言い、仕事上の主な葛藤は、「いわゆる民主主義においては全ての人が意見を主張したがるというビジネス慣習」に関連したものだと言います。中国の単独独裁政権と比較すれば大きな差があることはよくわかります。ただし彼であっても、株式市場にアカウントを有する人口が 25 万人にしか満たない現状を踏まえ、パキスタンにおける成長の機会は非常に豊富であることを認めていました。

カラチからの帰りの飛行機で今回の旅を振り返り、カシミールを訪れた際の思い出がよみがえってきました。現状の困難を過小評価するわけではありませんが、パキスタンには国内経済を発展させるポテンシャルがあり、投資家にとっては社債及び株式市場の両方で、トルコやインドネシア、インドと将来肩を並べるくらいの新たな心躍る投資機会の可能性が待ち受けていると言えるでしょう。パキスタン及びカシミールでの経験は似ていないとは言い切れません。安全上の問題以上に、両方の土地にはとてつもないポテンシャルがあり、目を見張るほどの自然美がありました。いつかカシミールで自由にスキーが出来ること、パキスタンで実りある投資が可能となることを願ってやみません。

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） / 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