

スリランカ：トゥクトゥクの国

2018年6月12日



ポリナ・クドヤフコ

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

スリランカ経済は、壊れた信号機が原因となった交通渋滞のようにやや停滞気味ですが、高い資質を兼ね備えた政策担当者や優れた労働力、米国及び中国にとっての地政学的な重要性などの魅力的な側面も兼ね揃えており、飛躍的に成長する可能性を秘めていると感じています。

私は冒険旅行が大好きです。出張で訪れる行き先のほとんどが、多くの人が休暇で訪れたいと願う場所からはかけ離れていますが、今回スリランカに到着したとき、綺麗なビーチや素晴らしいサービスなどスリランカに対して大きな期待感を抱いていました。実際のところ、スリランカで最も人目を引いた光景は、おびただしい数のトゥクトゥク（三輪自動車のタクシー）でした。2,000万人の人口のうち、125万人の男性、スリランカの就業人口全体に対する割合にしてなんと15%がトゥクトゥクの運転手だったのです。65,000km²の島国で、彼らが一体どこに行くのかを訪ねざるを得ませんでした。

では、投資家の多くがグローバル金融市場の混乱のさなかにあるなか、なぜ私はこの「トゥクトゥクの地」に関するレポートを書いているのでしょうか。スリランカの米ドル建て国債は、アジア市場の中でも最も発行規模の大きい高利回り債です。スリランカは国内での内紛のさなかであった2007年に初めて起債を行いました。当時債券を購入した投資家のどれほどが、十分なデューデリジェンスを行ったのかはわかりません。またスリランカは、エマーシング（EM）国の中でも最も急成長を遂げている国の一つです。2018年の予想GDP成長率は4.5%増で、比較的小さな国土にも関わらず、中国及び米国の双方にとって地政学上重要な位置にあります。

コロンボの中心地で、見渡す限り続くトゥクトゥクの列



エマーシング国債市場の代表的な指数で見ると、スリランカはアジアのハイ・イールド発行体として最も大きな構成比となっている国です。既存の外貨建て債務は総額120億米ドルにのぼり、

指数構成比は 2%近くとなっています。6.6%程度の利回りは、アジア諸国の中で 2 番目に高い水準です。ブルーベイでは、国際通貨基金 (IMF) からの支援を踏まえ、スリランカ国債の中でも短期債に対して機動的ながらも強気な見通しを持っています。ただし中長期的な見方はそれほど前向きではありません。現状 B 格の格付けを BB 格に引き上げるためには、多くの構造的な課題を克服する必要があるとみています。

スリランカの経済規模は、GDP で見て 900 億米ドル程度、人口は 2,000 万人程度とそれほど大きくありませんが、スリランカが世界的にトップクラスを誇る分野は多く存在します。教育、寿命、一人当たり所得などの水準を図る、人間開発指数 (Human Development Index) と呼ばれる指数で見ると、スリランカは東南アジア諸国でトップです。スリランカでは 1983 年から 2009 年までの約 30 年間に亘って内紛が続いていたこと、さらにスリランカが、2004 年に発生した津波による甚大な被害から、各国の援助を受けて復興した国であることを考慮すれば、素晴らしい結果であると言えるでしょう。スリランカが米国及び中国の双方にとって地政学的に重要であると述べましたが、米国にとっては安全保障面での重要拠点であり、中国にとってはグローバルの海上原油貿易の実に 80%以上がインド洋を通じた取引となっているなかで最も活発な航路帯となっています。中国は 2016 年に、アジアから中東、欧州を結ぶ現代のシルクロードを構築することを目的として、湾岸都市の開発に 40 億米ドルを投じることを発表しました。中国によればこれは、今後数年間でさらに 130 億米ドル相当がスリランカに投資されることを意味しているとのことです。

コロンボの湾岸都市—全速力での建設が予定されている



それでは、スリランカの信用格付けが依然として B 格に留まっている理由は何でしょうか？ 高水準の債務比率と政策的な枠組みの脆弱性であると言えるでしょう。今回の訪問で出会った高官は憤りを持ってこのような表現をしました；「スリランカの政策担当者は、単に自国経済の運営方法を知らないのです。」スリランカは現在、2016 年に開始され 2019 年に完了する予定となっている、国際通貨基金 (IMF) の第 15 次 (!) 支援プログラム下にあります。対 GDP 債務比率は 75%、2018 年の財政赤字は 4.7%になると予想されているなか、歳出及び債務増加に歯止めを掛けることが急務となっています。また税法順守がわずか 13%と同地域において最低水準にあることも懸念視されます。過去数年間で、燃料価格の自由化などの進展も見られましたが、国営企業改革や貿易の自由化などの次なる改革が待たれます。ただし、2020 年初めに大統領選挙を控えていることから、2019 年は連立政権が必要とされる改革を実施するには困難な年になる可能性があります。

スリランカの主要輸出品目は紅茶とゴムで、25 年前から大きな変化はありません。そこにも問題が潜んでいます。安価かつ熟練した労働力にも関わらず、貿易量が限定的であることからスリランカ経済はやや閉鎖的となっています。ベトナムの貿易高が GDP に対して 180%程度で

あるのに対し、スリランカはわずか50%未満に留まっています。国内産業が国際市場に進出する手助けとして、スリランカ政府は2014年に輸入品に対する保護体制の一環として導入された準関税を廃止する必要があると考えます。また当然のことながら、海外直接投資（FDI）も、近隣諸国の3-5%と比較してGDPの1.5%程度と低位に留まっています。失業率は4.7%程度と低いものの、人的資本をより生産性の高いセクターへと振り分けることに苦戦しています。トゥクトゥク運転手の一人は、給与が2分の1である写真スタジオでの職を諦め、より柔軟性の高い運転手の道を選んだと言っていました。実際、トゥクトゥク運転手という職業は、多くの若い世代の現地人にとって名誉ある起業家的な職業であるとみなされているようです。また今回の訪問を経て、スリランカの政策決定において、中長期的な計画が欠如していると感じました。大幅な免税期間が与えられている中国のプロジェクトを見たところ、スリランカにとっての中長期的な経済メリットが十分に分析された証拠が見られませんでした。

ただし短期的には、スリランカにとっての追い風も幾つか存在しているとみています。例えば観光業は、今年1月から4月までの期間で前年比+16%の伸びとなり、昨年同期の+3.2%と比較しても素晴らしいスタートを切っています。コロンボ港の稼働率は80%で、東南アジアの主要積み替えハブとして軌道に乗り始めています。また、短期の資金需要も概ねコントロールできているとみられます。スリランカ政府は直近、25億米ドル相当の外債建て債（5年及び10年債）の起債を行ったほか、中国国家開発銀行から8年間で10億米ドル相当の融資を取り付けました。

スリランカ財務相は、今後12か月間の資金需要はわずか5億米ドル程度であるとの予測を発表しています。またIMFも、少なくとも今年末までは、支援プログラムが予定通り実行されるとの見方を示しています。さらに政府の一部テクノクラート（専門知識を持つ官僚）は投資家が信頼するに値する、素晴らしい資質を兼ね備えているということも付け加えておきたいと思います。中央銀行総裁や財務副大臣はともに、非常に信頼できる人物であり、スリランカが直面している課題に関して深い知識を持っているとの印象を受けました。

空港への帰路につく途中、私たちはひどい渋滞に巻き込まれました。トゥクトゥクの海に囲まれてほとんど前に進むことが出来ない車の中で、壊れた信号機を目の前に、帰りの飛行機に乗り遅れる恐怖に襲われました。ほとんど希望を失いかけたとき、突然渋滞していた車が動き出し、ゲートが閉まる数分前に何とか飛行機に乗ることが出来ました。車が動き出したからは、これまで経験した中で最も高速のドライブとなりました。今回の旅の経験と同様に、スリランカは現在、壊れた信号機につかまって停止してしまっているかのようです。ただし幾つかの的を絞った政策とともに、今後とても速いスピードで構造的により良い場所に辿り着くことが出来る可能性も秘めていると考えています。

コロンボ中心地からの美しい風景



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録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録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