



エマージング・ノート

～2018年を振り返って

ポリナ・クドヤフコ

2018年11月

目次

インド：忍耐力を試すときではない.....	3
ブラジル：高い演技力.....	4
エマージング市場：物理的ではなく心理的なリスク？.....	6
スリランカ：トゥクトゥクの国.....	8
パキスタン：コース外のコース.....	10
中国にて完成.....	12
春の IMF 会合：中華料理の回転テーブル.....	13
がんばれアルゼンチン！.....	15
レバノン：困難を乗り越えられるか.....	16
メキシコ：行き詰まりは投資チャンス.....	18
エクアドル：変化の兆し.....	20
ナイジェリア：落とし穴がないことを願いたい見通し.....	21
トルコのおもてなし：「私たちが望む世界」.....	23
ベネズエラ：悪い癖はなかなか治らない.....	24
ロシア：ブルかベアか.....	25
エマージング市場：百聞は一見にしかず.....	27



ポリーナ・クルドヤフコ

パートナー、エマージング債チーム シニア・ポートフォリオ・マネジャー

シニア・ポートフォリオ・マネジャーでありエマージング債チームのヘッドを務めます。ロシア危機後の1998年に、ロシアのマクロ・リサーチ専門会社にてエマージング市場でのキャリアをスタートさせ、以降広範なエマージング金融資産に関する知見を深めてきました。2005年7月にブルーベイに入社しました。前職は、UBSにて東欧・中東・アフリカ（EMEA）の社債のクレジット・アナリストで、それ以前はアライアンス・キャピタルにおいて当初エマージング株式アナリストを務め、その後エマージング・クオンツ・リサーチを担当していました。ロシア諸民族友好大学院修士課程修了。CFA 保有。

インド：忍耐力を試すときではない

2018年10月発行

今までで最悪のお正月はいつでしょうか

私にとっては15年前のデリーでの新年が最悪の思い出です。それまで私のなかでインドは、キプリングの書いた「ジャングル・ブック」、ロンドンでのヨガや瞑想で感じた静寂、世界の七不思議の一つである荘厳なタージマハル、といったイメージで溢れており、明らかに期待値が高すぎました。

現実にはなかなか厳しいもので、貧困、ひどい渋滞、牛が横たわる道路でのルールを無視した運転、汚水の匂いが充満しており、カオスな人々の暮らしに目が眩みました。ヨガの世界に繋がるヒンドゥー教の僧院「アシュラム」とは全くかけ離れた人生がそこには広がっていました。

しかし投資の観点からみれば、インドは大好きな場所でした。世界最大の民主主義国家で、7%~8%の目覚ましい経済成長を遂げながら、GDPに対する対外債務はわずか20%と対外的な脆弱性は抱えておらず、最近まではエマージング債の投資家にとっては安全でつまらない投資の対象となってきました。

2018年の市場環境

今年、インドの社債はアジアのなかで最も下落が大きくなっており、JPモルガンのエマージング外債建て社債インデックスのスプレッドでみると、中国の社債がわずか33bpsの拡大に留まっているのに対して、インドの社債のスプレッドは82bps拡大して、253bpsとなっています。現地通貨建て国債インデックスでは、インドの下落幅は11%となっていますが、通貨の下落が13%に達したことが影響しています。（いずれも2018/10/23までの年初来、米ドルベースの数値）。

価格水準は魅力的に見え始める水準に近いかもしれませんが、インド経済は今後数か月で更なる圧力に晒される可能性があるかとみています。そのため、インドについては慎重な見方をしています。

投資家は素晴らしい経済成長の数字にいつも惹きつけられてきました。しかし、経済成長の成功とはどのようにして測るべきでしょうか。

GDP成長率は、とりわけインドにおいては経済成長全体の一部を語る指標にしか過ぎません。地方政府の統計担当者によれば、GDPのおよそ40%は、各々のビジネスは小さな非公式経済が占めており、経済成長の予想は誰がしても大して変わらないということです。

インドのいくつかの銀行の役員との会話から、我々はさらに見識を得ました。世界で最速の経済成長の国の一つであるインドが、銀行セクターでは最も脆弱な国の一つであるということが、一体どのように成立するのでしょうか？

全ては刺激策に理由がある

銀行は過去10年のうちの9年間、10%~30%の年間成長を遂げています。国有銀行を中心に融資基準とリスク・コントロールが緩いことから、不良債権比率は今年15%（1,300億米ドル）まで膨らみました。これはアジア金融危機時の韓国の不良債権を上回る水準です。地方銀行を支えるための措置が一部取られる一方で、刺激策に変化はありません。

現地の銀行関係者からは、昨年のローンの伸びは28%だったものの、銀行の株主である政府からは、この成長では不十分と見做された、という話を聞きました。

銀行の自己資本の不足と不良債権の増加は経済成長の妨げとなり、経済への代替的な資金提供者としてノンバンク金融機関（NBFC）の設立と拡大をもたらしました。インドの中小企業や消費者金融を含む信用供与のうち、NBFCが18%のシェアを現在占めています。

ほとんどのNBFCは預金を持っておらず、資金調達には資本市場で行います。資本市場での資金調達に依存したことで、現地の資産運用業界は高い成長を見せており、IMFの試算によれば、運用資産額は2,000億米ドル近くになっています。NBFCは経済成長に必要となるソリューションを提供し、特に住宅ローンや建設セクターにおける資金調達に役立ちましたが、現在は大きな困難に直面しています。

今日の脆弱性：現実

国内の流動性環境は引き締まってきており、対外的には脆弱性が浮き彫りになり始めているなかで、9月にはインフラ関連大企業のCPが債務不履行を起しました。今では130億米ドルの同社債務がデフォルトしており、国内債券市場での資金調達に同社が依存していたことから、NBFCセクター全体に懸念が広がっています。

こうした例はインドに限ったことではないですが、政府の反応と取り組みへのスピードには不安が募ります。このような事態に陥った際には、投資家は透明性と積極的な対応を求めます。

つい数週間前にインドを訪れましたが、中央銀行の高官がミーティングの時間を割いてくれなかったことには落胆しました。しかし、私たちがちょうどミーティングをしていたNBFCに電話をし、すべては收拾に向かっている、と投資家に安心させるように伝える時間はあったようです。また、NBFCの規制当局である全国住宅銀行（National Housing Bank）の方にも会うことができました。CFOが私の質問に何も答えられなかったことから、残念ながらこのミーティングは今回の出張のなかで最も短い時間で終了したミーティングとなりました。

モディ政権の功績

そうは言うものの、すべてが陰々滅々としているわけではありません。モディ政権は、この数年で多くの成功を遂げています。投資家は2016年に

始まった通貨廃止の混乱ばかりに目を向けてはいけません。確かにこれは現金不足を引き起こし、廃止された通貨の交換率が99%であることから、不正所得の洗い出しに失敗しました。

一方で、多くの議論を経て昨年導入された物品サービス税（GST）では官僚主義的なことを大幅に減らし、透明性を高めて政府の収入は増加しました。最大の成果のひとつは、新たな破産法となるインド破産倒産法の導入でした。これにより破産手続きは5年から1年に短縮され、債務再編プロセスにおける株主の影響力は大きく縮小されました。

民主主義の副作用とも言えるのですが、インドは世界でも最も長い判決まで50年間という裁判記録がある国で、この改革はかなり必要とされていました。この進展によって、グローバル金融危機以降、インドのディストレスト債投資において最も興味ある投資機会が現れたと言えます。そうは言いながらも成功をもたらすカギは、運用の質と運用者へのインセンティブとなります。

投資タイミングの選択肢は投資家にはない？

2019年5月に総選挙が予定されており、今後数か月は実行される改革はほとんどない可能性が高く、よりナショナリストなスタンスが強まって行くとみえています。対外的及び国内からの圧力によって、インドの経済成長率（2018年は7.5%が予想される）の下方リスクが高まっている中で、経常赤字（2019年はマイナス3.3%が予想される）のコントロールを続けることは、ますます難しくなるかもしれません。現在GDPの12%に相当する税収のベースをインドが大きく伸ばすことは、5,000万人とされる納税者の少なさを考えるとやや難しいかもしれません。同時に、選挙期間中に原油価格が上昇した場合は、補助金を引き上げる可能性が高く、支出の増加も予想されます。GDPに対する対外債務は20%と低く、外貨準備高は4,000億米ドルに上るものの、国内企業のレバレッジは高くなっています。公共部門の負債合計はGDPの70%を超え、ブラジルに次いで二番目に高い水準です。そして、当局関係者はあまり債務削減に積極的でないように見えます。

第一印象が大事

現在の環境においては、全てのエマージング諸国に投資家の目が集まっており、市場の反応スピードは加速しています。投資家は、インドに第一印象を覆す時間を与えないかもしれないことから、迅速かつ積極的な対応が必要とされています。

15年前の新年の思い出から、インドは私の行きたい国ランキングから遠ざかっていました。しかし、それでも何度もインドを訪れています。そしてインドを知れば知るほど、その景観と文化遺産には感銘を受けるようになりました。しかし、残念ながら今の投資の世界において忍耐と時間は希少資源となっています。

ブラジル：高い演技力

2018年9月発行

私はいまだかつて演技を得意としたことはありませんが、ブラジルはそうではないようです。幼少期にソビエトのTVで初めて観たブラジルのTVドラマ「A Escrava Isaura」から、直近ロシアで開催されたサッカー・ワールドカップに至るまで、私はブラジルに最優秀演技賞の一票を投じます。サッカーのネイマール選手がワールドカップの中で、何度も怪我をしたふりをするYouTubeのビデオは実に愉快なものでした。これに負けず劣らず愉快な展開となっているのは、9名（！）が立候補しており、10月7日に第一回の投票を控えるブラジルの大統領選を前にしたキャンペーンです。市場が選挙戦絡みのニュースに揺さぶられるなか、一步引いて、状況を振り返ってみることが重要であると考えます。

ブラジルは、フィナンシャル・タイムズ（FT）の一面を飾る次のエマージング危機の主演となるでしょうか。実際には誰が国を動かしているのでしょうか。投資家はどのようなリスク要因を注視すべきでしょうか。これらの問いへの答えを見つけるため、先週ブラジルへの実地調査を行いました。

ブルーベイでは、ブラジルの資産に対しては中立的な見方をしています。社債では、幾つかのディストレスト銘柄に投資機会を見出していますが、スプレッドが300bps近辺にあるブラジルの外貨建て国債にそれほど投資妙味があるとは考えていません。今後予想されるボラティリティの高まりは、社債及び国債のエクスポージャーを積み増すための良好な投資タイミングになる可能性があるかとみえています。ブラジル・リアルは年初来で既に20%近く下落していますが、ブラジルの財政上の制約がブラジルの経済成長の重石となる兆しが見られるなか、ボラティリティがさらに高まる余地があると考えています。

ブラジルに対してより前向きな見方を抱くためには、下院及び上院における主要政治家の交代など、政府内で大幅な変化がもたらされる必要があります。それらが実現して初めて、ブラジルでのビジネス方針を変更することができます。さもなくば、演技力という芸術作品のみがブラジルの主な資産となるでしょう。

ブラジルはFTの見出しを飾る次の話題を提供することになるでしょうか。およそ一か月後に、近年のブラジルでは最も先行きが不透明であると言われる大統領選挙が第一回目の投票日を迎えます。35の政党があり、EM国の中でも最も断片化された政治的システムを有する国の一つであるブラジル国民が、9名の候補者の中からたった一人の大統領を選出します。第一回投票は10月7日、また過半数を獲得する候補者がいなかった場合の決選投票は10月28日に予定されています。

世論調査の回答者の 43%が投票を棄権すると回答していることから、ブラジルの有権者の政権に対する信頼感が欠如していることは明らかであると言えるでしょう。一様に市場友好的であるとされる候補者がアルキミン氏のみであることから、市場参加者にとって有利な結果がもたらされる可能性は相対的に低いとみられます。その他の候補者に関しては、最も「まし」な候補者（元軍人のボルソナロ氏）から非常に好ましくない候補者（消費者の負債を帳消しにすることを掲げている左翼のシーロ・ゴメス氏）、さらに最悪な展開も予想される候補者（ルーラ氏が出馬できない場合の後継者とされるフェルナンド・アダジ氏）などバラエティに富んでいます。

ブラジルの次期大統領は確かに非常に重要な人物となるでしょう。ただし、ブラジルの経済成長や改革路線を定めるにあたり、市場は一人の人物の権力を過大評価しすぎる傾向があると考えます。いずれの改革アジェンダであっても、実行に際しては議会の承認を得る必要があり、実際の権力はこの議会が握っていると考えています。

新たに当選する議員の 75%が現職の議員となる見込みであるという予想が、その事実を如実に示す例であると言えるでしょう。実際のところ、今回の選挙で大きな変化は見込まれないのです。大統領の改革成功率は、小党分立が著しい下院における主要な利害関係者との間で大統領自身が交渉する能力に依拠する部分が大きと言えるでしょう。したがって、大統領と議会との間での巧みな駆け引きが行われることになるでしょう。最終的には、12 万人の役職指名権を有する大統領が、ブラジル最大の雇用創出者となるのです（トランプ米大統領は 5,000 人）。

現段階で、なぜブラジルにとって改革が急務となっているのでしょうか。ブラジルの財政状況は急速に悪化しており、早急に対処する必要があります。過去 4 年間で、ブラジルの対 GDP 債務比率は 25%も上昇し、足元では 80%近くに達しています。社会保障費が歳出総額の 44%を占めることから、社会保障改革は現地債務比率を安定させるために喫緊の課題となっています。また歳出の 80%近くが義務的経費であることから、改革なしでは歳出を削減する手段は限られていると言えます。

またブラジルにとって経済成長も欠かせません。債務比率を安定させるためには、少なくとも+2.0%の GDP 成長率を維持する必要があります。現状の成長率（昨年+1.0%）では、ブラジルの対 GDP 債務比率は今後 4 年間でさらに 20%上昇し、100%に達する計算になります。失業率が 12%に達しているなか、大企業からも設備投資の明確な兆しがなく、国営銀行の与信能力も限られていることなどを踏まえると、現地エコノミストの多くが予想する 2%の経済成長を達成する確証はないと考えます。



投資家の中にも切迫感はあるとみられますが、先週ブラジリアを訪れた際には同様の感覚が得られませんでした。3 週間前に承認されると期待されていた 6 つの改革案はいずれも棄却されました。ブラジル議会は選挙の準備に大忙しです。さらに、政府試算によれば、2020 年までは政府支出が上限に達することはないとのことで、その結果必要とされる改革を急ぐための緊迫感が議会には存在していない状況です。

では明るい話題は何でしょうか。挙げるとすれば、ブラジルの対外脆弱性が相対的に低いことです。対 GDP 対外債務比率は 2.8%で、これは中南米で最も低い水準です。景気後退期が続いたことで経常赤字幅は縮小し、2018 年の時点で対 GDP 比-0.5%となっている一方、海外直接投資は GDP の 3.2%程度と安定しています。ブラジル企業は過去 3 年間で、有機的及び無機的にレバレッジ削減を進め、2013 年後半の危機のさなかには 5 倍程度であった企業のレバレッジ（EBITDA 負債倍率）は、足元で平均 2.5 倍近くまで低下しました。ブラジル経済は 3 年近くで GDP の 8%を失う景気後退を経験しましたが、統計学的に見れば、ブラジルが何らかの形での循環的な回復期を迎えてもおかしくはないと言えます。

訪問最終日に、何人かの候補者の選挙対策委員の話を書く機会がありましたが、それは演技という芸術作品の極みとも言えるものでした。全ての人々がアカデミー賞の主演男優・女優賞のノミネートに値すると思えました。そして実際の業務遂行がこれらの演技に続くことを心から祈ります。また同様に、大統領が選出されたのち、ブラジルが切実に必要とする改革の実行に向けて議会の俳優たちが協力することを祈ります。ブラジル政府が演技に時間を費やしている暇はありません。それらは、サッカー選手や俳優に任せることにしましょう。

エマージング市場：物理的ではなく 心理的なリスク？

2018年7月発行

私はロンドンの涼しい気候が好きでした。ただ悲しいことに、そのような気候は過去の話です。外気温は既に摂氏 28 度に達し、仕事部屋として使用している自宅マンションの屋上階の一室は、エアコンなしではまるで温室のように 40 度近くに達しています。室温は私の我慢の限界に達しようとしています。頭はクールに保ちながら、EM 市場の現状及び投資家心理について冷静に振り返ってみたいと思います。ここ最近の EM 債券に対する投資家の懸念は、実際の投資資金に対してではなく、投資家心理に対するリスクに起因するものとみえます。

一般的に投資家がしがちなミスは、あるニュースに対して過剰に反応するか、もしくは反応が鈍すぎるかのどちらかであると言えるでしょう。多くの場合、ある投資テーマに対する安心感の欠如やホーム・バイアスなどがこれらの投資家の反応を主導します。EM 市場が資産クラスとして発展してきた一方で、投資家の中には、特定の国を経済としてではなく地理的に捉える傾向も見られます。不確実性が高まる市場局面において、投資家が EM 投資に対する懸念を深め、疑心暗鬼になることは不思議なことではありません。一方新聞などの報道機関は、EM 国についてより積極的にセンセーショナルな見出しで報道するようになりました。EM 市場への投資は、投資家心理にとってのリスクでしょうか、それとも実際の投資家資金へのリスクでしょうか。

年初来で見ると、全ての EM 債券資産のパフォーマンスが弱含んでおり、伝統的なリスク資産のボラティリティに関する前提とは裏腹に、他の債券資産のみならず EM 株式などの資産と比較してもアンダーパフォームしています。EM 外貨建て国債のスプレッドは年初の 260bps から足元（7 月 6 日時点）では 360bps 近くに 40% 近く拡大しており、トランプ・ショックや 2015 年半ばの商品危機時のスプレッド水準に迫っています。パフォーマンス格差に目を向けると、EM 国はおおまかに 2 つのグループに分けることができると言えそうです。一つ目は、新聞の紙面を賑わし、大きく下落している国（アルゼンチン及びトルコの二カ国）、二つ目は単にパフォーマンスが落ち込んでいる国々です。後者のグループ内では、パフォーマンスに大きな開きは見られませんでした。例えば対 GDP 負債比率で見ると 10 倍以上の差があり、原油への依存度や経常収支の構造が大きく異なるレバノンとナイジェリアでも、年初来でほぼ同様のリターンとなっています。

過去数か月で EM 市場のファンダメンタルズは大きく変化していないものの、投資家が想定するテールリスクはより太く（fat）なってきたとみられます。実際の数字を見ると、特に対外債務の面から EM 市場の

ファンダメンタルズが引き続き堅固であることがわかります。過去 20 年間で、EM 国の対 GDP 対外債務比率は 37% から 26% に、約 30% 低下しました。EM 国は、中国を除いたベースで見ても、純経常黒字を維持しています。つまり米ドル資金が流入を続けているということです。

それでは投資家は何を警戒しているのでしょうか。列挙していけば長くなりそうですが、三大リスク要因として、①クレジット・イベント、②流動性引き締めによる影響、③EM 国のリーダーによる政策関連の懸念を挙げる可以考虑です。

- クレジット・イベントのリスクは、このうち最も予測しやすいと言えるかもしれませんが、それは、EM 投資家がこれまでに度重なる信用危機を経験してきたとともに、全体の指標でみて過剰レバレッジや脆弱性は示されていないからです。実際過去数か月を訪れた、最も脆弱な 12 か国を見てみると、広範な市場に影響を及ぼす可能性のある対外債務再編の可能性は低いと考えます。レバノンやザンビア、可能性としてはウクライナが最も脆弱な国に入りますが、投資家にとってはさほど驚くべきことではないでしょう。
- 流動性引き締めリスクに関しては最も精査することが難しいかもしれませんが、米ドル建て流動性コスト上昇やマーケット・メーカーによる流動性供給の減少、債務借り換えリスクなどの多くの側面に掛かるリスクであるからです。市場は、米国における量的引き締め（QT）と利上げが同時に訪れる市場環境について、蓄積された記憶がありません。結果として米国における流動性引き締めによる影響を精査することが困難な状況です。同時に、既に顧客への流動性供給を引き締めている銀行は、更なるバランスシート上の制約を抱え、よりブローカーに近い業務を余儀なくされています。ただしこれまでのところ、EM 国の多くは借り換えリスクに順調に対処しています。アルゼンチンは今後 2 年間の資金調達需要を満たすため、無事に国際通貨基金(IMF)からの融資を取り付けました。短期債の残高が最も大きい国の一つであるトルコですらも、年初来での回転調達（ロールオーバー）率は 100% となっています。投資家からすれば、満期まで 1 年の米国債利回りが 2.4% 程度であることを勘案すると、キャッシュを保有することによる機会費用は以前ほど高くはなくなっています。投資家は、投資せず、政策の方向性がより明確になるまでは静観するという選択肢を有しています。
- そして EM 国のリーダーに関するジレンマがあります。ロシアのプーチン大統領や直近大統領に選出されたメキシコのアンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール氏（通称 AMLO）のようなリーダーから、伝統的かつ市場重視の政策を期待することは困難でしょう。再選したトルコのエルドアン大統領は、ロンドンで投資家向けに行った演説の中で高金利がトルコ経済に与える

悪影響に言及し、投資家の落胆を招きました。ただし、過去のパフォーマンスが示唆する、実際の経済状況と各国のリーダーの言動との関係は、おそらく市場の想定とは異なるものです。つまり多くの場合で、最も抵抗の少ない道と経済的な現状とがパフォーマンスを決定づける要因になります。これを物語る好例が、市場友好的とされ、市場参加者に愛されるマクリ大統領というリーダーを有するアルゼンチンのパフォーマンスが今年最も大きく下落している一方で、対照的に賛否両論とされるプーチン大統領のロシアが年初来で最も良好なパフォーマンスとなっていることでしょう。ロシアへの5年に亘る経済制裁を経て、投資家の多くはリーダーの人物像ではなく、経済の現状により着目すべきかもしれないと再考を迫られています。

上記に述べたテールリスク・イベントの結末を予測する代わりに、ブルーベイにおけるより確信度の高い見通しを以下に挙げたいと思います。今日のEM債券ユニバースを見渡すと、パフォーマンスの変動要因となる要素は3つの“C”であると考えます。すなわち、コンベクシティ（Convexity）、コンバージェンス（Convergence）、及びチャイナ（China）です。

1. **Convexity** – 15年前にEM株式の運用からEM債券の運用に転身して以降、EM債券市場に存在するリスク・リターン非対称性に驚かされてきました。とはいえながらも、当資産クラスの最大の魅力の一つは、低価格の長期債が有するコンベクシティであると考えています。過去三か月間の市場変動を経て、足元のEM外貨建て債市場では実に400以上の銘柄が85ポイント以下で取引されています。何らかのクレジット・イベントがない限り、とりわけEM外貨建て国債のパフォーマンスは平均回帰する傾向が過去見られているため、これらの低価格債券は魅力的な投資機会であると考えています。
2. **Convergence** – 直近のEM債市場のミスプライスはファンダメンタルズ悪化に起因するものではなく、ボラティリティの高まりはより広範なリスク資産に当てはまるもので、EM市場に特化したイベントではないと考えます。したがって、特に外貨建て資産について、EMと先進国（DM）資産のパフォーマンスはより近づく（収束していく）とみています。
3. **China** – ブルーベイでは、しばしば議論的となる中国の金融政策が、今後のEM資産のパフォーマンスの鍵を握る要因の一つであるとみています。まず、中国の不動産や地方自治体など複数のセクターは、すでに資金の借り換えにあたり苦しい状況に置かれています。いずれのセクターにおいても、既存債務の30%から50%が今後12か月で償還を迎えるため、比較的短期の資金需要があることが影響しています。一方で、いわゆる理財商品に対する規制強化や外貨建て債市場の閉鎖などを背景に、両セクターの資金調達手段が限定されてしまっています。さらに、中国人民銀行（中央銀行）の政策が、広範EM市場の資金動向に与える影響力が増している傾向がみられます。

今後数か月間のうちに中国の金融政策がより緩和的とならない限り、中国のハイ・イールド債市場を中心に更なる圧力が掛かる可能性があると考えています。

熱気で満たされたマンションの一室でここまでを書き終えた今、明日からの東京訪問が必ずしも楽しみではなくなってきました。東京に住む私の兄は、現地の気候を「摂氏30度を優に超えるサウナ体験」と表現していました。EM市場が同様にオーバーヒート状態とはならず、投資家が冷静さを取り戻すことを願うばかりです。

スリランカ：トウトクの国

2018年6月発行

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、おびたしい数のトウトク（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%がトウト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「トウトクの地」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、エマージング（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。

エマージ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で見ると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。

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。トウトク運転手の一人は、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、トウト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貨建て債（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。車が動き出してからは、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。

パキスタン：コース外のコース

2018年6月発行

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。

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こと、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と考えています。

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。「純粹の地」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？

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。

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。パキスタンはぜひとも、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、送電ロスは依然として高止まりしているものの、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 億人を越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。中国の一党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きれません。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。

中国にて完成

2018年5月発行

私は甘いものに目がありません。北京のホテルに到着すると、私の部屋にはおいしそうなデザートが用意されていました。一つは「オリジナル・パン・オ・ショコラ」と書かれ、そしてもう一つには「中国にて完成 Zang-Zang Bao」とありました。Zang Zang Bao はチョコレート・トリュフのような味で、オリジナル版よりも美味しく感じられました。そしてこのデザートのお皿は、まさに今回中国を訪問して経験したことを象徴しているかのようでした。中国は、多くの分野において最良の「イノベーター（革新者）」ではないものの、他に学び、商品を完成させる技術においては最も秀でている国の一つであるということです。中国版はオリジナル版よりも長く生き延びることが多いものの、時には何らかの材料を加えることを怠り、その手法がオリジナル版を作った者の反感を買うこともしばしばあります。

ブルーベイの運用において、中国に対するエクスポージャーは投資対象のリスク資産ごとに大きく異なります。全般的に、中国経済のシステム上重要な国営企業に対する投資には安心感を抱いています。一方で、一部のハイ・イールド企業に関しては、今後の債務不履行（デフォルト）率上昇の主因になると見ており、慎重な見方をしています。中国の現地通貨建て国債市場の開放により、グローバルの投資家は中長期的に魅力的な投資対象を得ることになるとみており、構造的な中国に対する投資比率を高めるきっかけになると予想しています。ただし現地通貨建て社債市場においては、新規発行の急増とデフォルト率上昇が下押し圧力となることが予想され、短期的には投資妙味に欠けるとみています。

中国は目まぐるしいスピードで変化しています。BMW グループの中国における CEO は我々とのミーティングの冒頭で、「中国は変化に対して非常に寛大です。変化は中国文化の一部です」と述べました。目に見えるイノベーションやラグジュアリーな見た目、具体的な成果、目新しいものへの理解などが中国の消費需要で重要な鍵を握り、今後さらに3億人増加するとみられている中間所得層がこれらの需要を支えています。これは自動車業界のみに当てはまることではありません。テクノロジー大手テンセント・ホールディングスが2011年から経営権を握るソーシャル・メディアの

プラットフォームである WeChat は、中国政府からの補助金を活用しながら、実質的に市場を独占しています。WeChat は10億人以上のユーザーを有し、コミュニケーションからショッピング、銀行サービス、納税、医師の予約、ゲームに至るまで幅広いサービスを提供しています。我々の世界で置き換えれば、Facebook 及び WhatsApp、Netflix、Amazon の全てのサービスが合体したプラットフォームであると言えるでしょうか。彼らが電子識別システムの導入を検討していることは言うまでもありません。

金融セクターにも同様の変化が訪れています。10年前には存在しなかった資産運用業界は、世界第二の規模を誇る65兆元を超える私有財産が下支えとなって目覚ましい発展を遂げています。今回の訪問では、わずか12年前に設立したばかりの金融及び資産運用（ウェルスマネジメント）会社 CreditEase の創業者兼 CEO である Tang Ning 氏と面談の機会を設けました。Ning 氏はその場で、同社のウェルスマネジメント・ビジネスは年間300億米ドルのペースで成長しており、米国における最大のフィンテック関連イベントとされる LendIt Fintech において「Top Consumer Lending Platform（最優秀消費者金融プラットフォーム）賞」を受賞したと述べました。北京ではなくスイスに拠点を置くハイテク企業を訪問しているかのようでした。

2013年にスタートした中国の「一帯一路（One Belt One Road（OBOR）」構想は、20年以上も前に設立された現存のプログラムを中国の手で完成させる一つの例とも取れるかもしれません。中央アジア地域における経済発展の共有及び持続可能な発展を目的として、1997年にアジア開発銀行（ADB）が中心となって中央アジア地域経済協力（CAREC）プログラムを立ち上げました。11カ国が同イニシアチブを支援し、これまでに同地域における300億米ドル以上の投資を促しています。

政策担当者とのミーティングも、緩やかなペースであり中国の特色は色濃く残るものの、足元で改善しています。財務相との直接的な会話が可能となったことは前向きな進展と言えるでしょう。担当チームは財政再建や「市場を重視した持続可能な」経済成長への注力における功績を非常に誇りに感じているようです。また供給主導の改革が、過去にメキシコやブラジルなど多くのエマージング国を悩ませてきたインフレ率の急上昇を回避することにつながったことも強調していました。

一方で、政策が市場主導とはならないセクターも存在します。不動産セクターにおいては、価格上昇や投機的な需要を規制するための行政管理の導入という「計画経済」モデルに回帰しています。ただし、問題の根底にあるのは供給不足である可能性があるとも考えられます。独占状態にある多くの市場において、資源の供給は抑制されがちであるためです。中国では、独占権を有するのは政府となります。不動産価格及び不動産購入に対する規制に加え、不動産開発者にとって資金調達が続続的に

困難になっています。これまで土地購入のための主要な資金源となってきたのは信託資金で、不動産開発者の負債の 20-80%を占めてきました。これらの負債の多くが 12 か月以内に満期を迎えます。資金調達において代替手段がなければ、中小の不動産開発者は急速に流動性危機に陥るとみており、結果として不動産セクターの今年のデフォルト率が上昇する可能性があるかとみています。とはいえながらも、中国における不動産危機を予想している訳ではありません。最終的に中国政府は、同セクターにおけるデフォルトに対処するために「核爆弾」ではなく「中性子」のテクニックを用いると予想しています。生き残りが可能な企業は少ないかもしれませんが、中国の不動産セクターは統合を続けていくとみています。

不動産セクターにおいてもとりわけハイ・イールド企業において、透明性及び企業統治への取り組みが遅れていることは事実です。大手不動産開発企業とのミーティングでは、キャッシュフローの数字を照合し、今後 12 か月間の資金調達手段のオプションを精査するのに 1 時間もの時間を費やしました。最終的に経営陣は、我々の質問に答えることなく、現金の用途及び源泉について、ノートに貸借対照表を律儀に手書きしてくれました。多くの企業において、実際には経営陣ではなく会長が経営に関する決定権を握っていることが問題の源であることも少なくありません。中国企業の会長は投資家と面会しません。このようなビジネス上のルールは、今後変わっていく必要があるでしょう。

米中の貿易摩擦に関してはどうでしょうか。貿易摩擦は深刻であり、テクノロジーセクターや国営企業、市場開放、一党独裁制、中国におけるビジネス手法などあらゆる分野に及ぶことは事実です。両者が早期に合意に至ることは想定しづらいと言えるでしょう。中国はチェスの名人ですが、今回に関しては長期戦が予想されます。ただし今回の訪問を終えて、貿易以外により大きな問題が存在する結論に至りました。

北京での最終日に、現地の資産運用者や銀行員と中国料理店で会食をする機会がありました。私以外は全て中国人で、私は目の前のお箸を取り間違えないよう、ワインではなく白湯を飲んでいました。その場で今回の調査を振り返るなか、外国人が中国という国への理解を「完成」させるためには長い時間を要するというのを痛感せざるを得ませんでした。

春の IMF 会合：中華料理の回転テーブル

2018 年 5 月発行

私は中華料理店で食事をするのが好きです。サービスが早く、バラエティに富んだメニューはどれも美味しいことはもちろんですが、なんと言ってもエンターテインメント性がありながら効率的な回転テーブルが好きです。4 月 21 日にワシントン DC で開かれた春の IMF 会合の感想はまさにこのようなものでした。中華料理店の回転テーブルと同じように、エマーシング各国の高官とのミーティングは楽しく効率的でした。そして、中華料理店を取り仕切っている中国の存在の大きさとその不在に気付かずにはいられませんでした。また、エマーシング各国の存在感が増していること、エマーシング社債市場の方向性に国がより大きな影響力を持っていることも感じました。

春の IMF 会合の効率性は素晴らしいものです。3 日間でエマーシング 18 カ国の中央銀行総裁や財務大臣、IMF 理事といった高官とミーティングをすることが出来ました。エマーシング 30 カ国の代表が徒歩 15 分圏内に集まるなかで、エマーシング資産をひとつの資産クラスとしてこれほどまでに強く感じたことはありませんでした。笑顔、良く知った顔ぶれ、親密な挨拶は久しぶりに会う旧友との会合のようでした。

IMF は、2019 年の経済成長予想を 3.9%とし、短期的な経済成長見通しを引き上げました。しかし、会合全体のトーンはわずかに慎重なものでした。アジア地域の経済成長は堅調ではあるものの、中国が多額の債務を減らせるかどうかを IMF は引き続き懸念しています。グローバルにみると、IMF はグローバルな債務が合計で 164 兆米ドル（グローバル GDP に対して 225%）に積み上がり、2009 年比で 12%増となっていることを考慮し、グローバルな財政引き締め策を推奨していました。エマーシング市場の投資家は、エマーシング国の経済成長ペースに安心感を持っていましたが、米ドルの流動性引き締めがエマーシングの資産価格に与える影響と、エマーシング各国が現在の貿易及び地政学的な地雷を上手く踏まずに乗り切ることが出来るかに注意を払っていました。また、エマーシング国の政策とそれを正しい方向で推し進める意思及び能力についても焦点が当てられました。

会合のアジェンダを見たところ、ある一カ国の不在が目立っていました。それは中国です。一部の IMF の代表を除いては、中国とのミーティングが予定されていませんでした。中国が世界第二の経済大国で、GDP は 11 兆米ドルに上り、3 兆米ドルの外貨準備を有していることを考えると、中国が IMF からの支援をさほど必要としないのは不思議ではありません。しかし、他のエマーシング国の政策当局者と私がミーティングをした際、

ほとんど全てのミーティングで話題になったのは中国でした。

中国はグローバル経済成長の 40%を占め（これは 1990 年代に米国が担っていたポジションですが）、グローバルおよび各国の政策決定における中国の役割の重要性は急速に増えています。従来から中国は、輸出及び輸入の両面で大きな貿易相手国となっていたことから、エマージング国の経常収支を大きく左右してきました。資金の供給者として米国の代わりの役割を担いだしていることから、現在は資本収支における影響力も増えています。2013 年に始まった一帯一路構想の推定予算は 5 兆米ドルにのぼり、中国は多くのエマージング国にとって最も大きな資本の供給者となる可能性が高まっています。そのため、中国の考え方と債権者としてのポジションは、エマージング国と IMF が協力する上で、重要な役割を果たすことになるでしょう。

海外直接投資（FDI）においては、中国は米国に次ぐ世界第二の投資を行っている国となっています。そのため、パキスタン代表団との会合時には、ミーティングの半分以上は、中国からの債務の規模と条件についての話題であり、海外の債券保有者の中での中国の序列といった話題であったことに意外感はありませんでした。

もうひとつ気が付いた点は、エマージング市場経済の重要性が増していること、それがエマージング企業に与える影響が強まっているということです。2016 年初旬に終わった商品価格主導の景気サイクル後の世界では、エマージング市場の次の経済サイクルは内需主導のものになると考えています。なかでも、インフラ主導の経済成長はその好例です。インフラ・セクターの長期スパンの特性とリスクを考えると、各国政府が重要な役割を担うこととなります。かつてないほど、エマージング国の政策決定の影響を理解することがエマージング市場のリスクを正確に捉える上で不可欠となっており、最も影響を受けやすいセクターを特定する上でもカギとなる要素になっています。

今後数年間で、こうした政策を背景としてエマージング市場でパフォーマンスの差別化が広まるのは、国債ではなく社債であると考えています。年初来、エマージング企業による外貨建て債の発行は 4,400 億米ドルに上り、国債の新規発行額の 3 倍に相当しています。年初来でみると、銀行を除く社債の新規発行の 45%は内需主導のセクターからのものでした。昨年はこの割合は 26%に留まっていた。しかし驚いたことは、IMF の会合において社債のバックグラウンドを持つ投資家は私だけとは言いませんが、私の他にはほとんどいなかったということで、もっと多く参加していても良いと思いました。アルゼンチンのインフラ政策、ザンビアの民間鉱業セクター、ロシアで経済制裁を受けた企業などの企業のパフォーマンスの道筋を決めるのは、これらに関する質問に対する政策当局者の回答であると考えています。

IMF 会合での印象から、エマージング市場での投資の枠組みは変わってきていると思いました。IMF は最善策の実践を監視することやエマージング国の支援者として重要な役割を果たしていますが、最後の貸し手

として主要かつ唯一の存在ではもはやありません。中国の存在感が増していること、エマージング国の国内政策の重要性が高まっていることが、エマージング資産のパフォーマンスを左右する大きな要因になってきているとみています。当面の間、中国政府は IMF の枠組みのなかで、政策を決定する必要性はなさそうです。エマージング債の中では、新規発行の規模の大きさと、政策変更に伴うダウンサイドとアップサイドのリスクの差から、エマージング社債において中国は大きな影響を及ぼすことになるかと考えています。さらに、エマージング企業はエマージング国の政策当局が政策の枠組みを決める中で、より強い影響力を持つてくるとみています。エマージング社債とエマージング・ソブリン債の分析の間におけるロスト・イン・トランスレーション（正しい相互理解が失われること）によって、投資家は 考えているよりも大きな痛みを被ることになるかもしれません。エマージング市場の投資家は、中華料理店の回転テーブルの前に座っているのですから、同じ言語を話し、お箸を使えるようになったほうが良さそうです。

がんばれアルゼンチン！

2018年4月発行

私はサッカーファンではありません。しかし、ワールドカップだけは違います。私の母国での開催となれば尚更です。先週はアルゼンチンを訪れましたが、7月からのロシア・ワールドカップで、アルゼンチンが勝利することへの希望と期待が満ち溢れていたことは不思議ではありません。しかし、アルゼンチンは（地元ファンによれば）いつも明らかに優勝候補なのですが、最終ラウンドまではなかなか進みません。強豪チームのひとつであるものの、この90年間で優勝回数は二回だけです。それも30年以上前のことで、1978年の軍事政権下にある母国開催時とディエゴ・マラドーナ氏がチームを率いた1986年のメキシコ・ワールドカップの二回です。その他の20数回の大会では何が良くなかったのでしょうか。サッカー通の友人に聞いたところ、チームワークの欠如、コミュニケーション不足、そして感情的になりすぎるといったことが原因だ、ということでした。

政府高官や企業の経営陣とのミーティングのなかで、アルゼンチンのサッカーと経済回復ストーリーを比べずにはいられませんでした。この2年間、マクリ大統領はマラドーナ氏のような影響力を持っています。それ以前の12年間に亘るキルチネル政権から多大な困難を引き継ぎながら、マクリ大統領は大胆な改革アジェンダを押し進めました。マクリ政権を象徴する二つの言葉は「チームワーク」と「漸進主義」です。構造改革において達成してきたことは目を見張るものですが、アルゼンチンが成功するまでの道のりはまだ遠いです。グローバルな流動性が縮小していく環境のなかで、多額の双子の赤字（財政及び経常赤字はGDP比5%程度）を抱える国のひとつで、GDPに対する債務比率は54%から徐々に上昇傾向にあり、インフレ率は20%以上と非常に高い水準になっています。さらに、過去100年間に亘って経済的な繁栄や金融市場の改革をもたらすことも出来ていません。短期的には、政府の努力は褒められるものですが、長期的には国を変えるには、マラドーナ、マクリ、メッシといったスター全員が協力することが必要であると考えています。

アルゼンチンのポジションについては外貨建て債、現地通貨建て債ともに機動的ながらも選好して投資をしています。アルゼンチンの米ドル建て債のスプレッドは年初から50bps拡大しており、エマージング債インデックスの平均スプレッドと比較すると100bpsワイドな水準である400bps程度で取引されています。現地通貨建て債の利回りは20%台中盤となっており、アルゼンチン・ペソは2017年12月から16%下落しました。4-6月期は季節要因を踏まえ、農産物の輸出が増え、最近の通貨の下落から現地通貨建て債資産は上昇が見込めると考えており、年末まで外貨建て債の新規発行が予定されていないことは、米ドル建て債にポジティブ材料になるとみえています。7-9月期には、経済成長、インフレ率、

双子の赤字の削減といったものの進捗を見てポジションの再調査を行うつもりです。

チリとアルゼンチンにはいくつかの共通点があります。地理的な位置、同水準の国民一人当たりGDP（約13,000米ドル）、豊かな天然資源（特にアルゼンチンのシェール・ガス埋蔵量は世界第4位を誇る）、教育水準の高い中産階級の多さ、などです。しかし、違った観点から見るとこの二カ国には大きな差があります。アルゼンチンは何度もデフォルトに陥っており、1995年以降はエマージング諸国のなかで最も格付の低い国の1つであり（ムーディーズはシングルBの格付け）、多くのエマージング市場の投資家は2001年の債務再編の際に30セントしか回収できなかった苦い思い出を忘れていません。

ブエノスアイレスに魅了されるのは簡単です。良い気候、美味しい食事、高い技術力を持つ聡明な人々を持つ都市です。また、ビジネスをしたいという強い意志や海外直接投資（FDI）が必要であるとの認識を人々が持っていることも強く感じます。これは、投資主導の経済成長モデルを目指すマクリ大統領の経済改革の下支えになると思われ、そこに到達するには何が必要なのかがわかります。昨年だけで政府は、税制改革、各州における財政改革、燃料や電気を含む多くの補助金の削減を押し進めました。交渉が最も難航した相手のひとつは組合です。アルゼンチンの組合は1960年代より中南米で最も強い力を持つと言われています。労働・社会保障相であるホルヘ・トリアカ氏とのミーティングにおいて、賃金交渉における進展について感心しました。ほとんどの組合は、新たなインフレターゲットである15%に順ずる賃金の上昇を受け入れました。これは昨年21.6%に達したインフレ率を抑えるためには必須であると考えています。

アルゼンチンの経済成長見通しは明るいと考えています。昨年のGDP成長率は2.9%でしたが、政府は干ばつによって失った1%を考慮すれば今年3%、2019年には4%の成長率になると予想しています。ブラジルでの継続的な経済回復は、アルゼンチンの輸出先の約20%を占めることから、追い風になると思われます。農業と建設分野での季節的な回復に加え、エネルギー及びインフラ・セクターへの大規模な投資もみられることから、FDIはGDPの1.5%に相当する80から100億米ドルに上るとみえています。エネルギー・セクターでは、ガス分野は年間30億米ドルの赤字を生み出していますが、3、4年の間に黒字に転じると予想しています。電力分野では2020年に収支が均衡するとみえています。また、政府は250億米ドルに上るインフラ投資を促すための官民連携（PPP）プロジェクトを制定し、最初の60億米ドルが2018年4月20日に、そして年末まであと2回の入札がなされる予定となっています。これらは、民間セクターからの前向きなコメントに基づいて、透明性を重視した形で実施されます。

さて懸念材料は何でしょうか。残念ながら、たくさんあります。信用力と経済成長率から考えると、引き続き、世界で双子の赤字が最も大きな国の

ひとつとなっています。経常赤字は 300 億米ドル、財政赤字は 250 億米ドルにのぼり、海外からの資金調達に頼っている状態が続いています。GDP に対する債務比率が 54%（現地通貨建てで 16%、外貨建てで 38%）という水準はそれほど高くないかもしれませんが、グローバルに流動性が引き締められている中で、引き続き多くの資金調達を必要としています。アルゼンチンに必要なのは、消費と輸出が共に牽引する形での経済成長でしょう。インフレ率と現地金利が二桁に達する中、内需主導の経済成長が原動力となることは、それほど容易ではないと思います。輸出主導の経済成長には、グローバル市場でのアルゼンチンの競争力の高さが必要となります。しかし、アルゼンチンの雇用コストはブラジルよりも高く、改訂版の南米南部共同市場（メルコスール）といった新たな貿易協定が合意に至ったとしても、必要な経済の押し上げ効果をもたらすかどうかはわかりません。現地通貨建て債市場は、2008 年の年金国有化以降、成長の分け前として資金を調達できるほどの深みを持っていません。アルゼンチンの株式市場はフロンティア市場として扱われていることも投資家の市場への参加を制限しています。そして、アルゼンチン人は権利のために戦うことが大好きであることも懸念材料となります。タクシーでの移動中に 4 つの別々のデモを見た国はアルゼンチン以外に思い当たりません。

こうした多くの困難が立ちだかっていますが、アルゼンチン政府は今回ばかりはベストを尽くしていると思います。サッカーと同様に、アルゼンチン政府は民間セクターからの知識人であるテクノクラートを含む、最良のプレイヤーが大統領を助けています。不人気となりがちな改革が導入されて以降も、マクリ大統領の支持率は引き続き高い状況です。野党であるペロン党は必死になっていますが、2019 年の選挙に向けて野党の勝利へのモメンタムが高まる可能性は低いとみています。マクリ大統領を支えるチームの強さを過小評価すべきではなく、マルコス・ペーニャ首相、マリア・ユージニア・ビダル・ブエノスアイレス州知事、ルイス・カプト金融相（民間セクターからのテクノクラート）などの布陣が揃っています。特にカプト金融相とのミーティングは印象に残るものでした。経済回復時という揺らぎやすい時期であり、中央銀行と政府は時折ロス・イン・トランスレーション（相互理解の揺らぎ）に陥ることがありますが、今のところアルゼンチンのリーダーたちはひとつのチームとして行動しています。経済面では、対外的な経済成長の堅調さとブラジルの経済回復が、政府の経済成長を促したいという強い意志の追い風になると考えています。

アルゼンチン訪問を通して、アルゼンチン政府とアルゼンチンのサッカーチームには多くの共通点を見出しました。両者とも非常に優秀なプレイヤーがおり、勝ちたいという強い意欲とチームで働こうという意思が見て取れました。しかしサッカー選手と同様に、信念ある政治家は、戦略と実行によって良いゲームとできるものの、勝利には運が大いに影響すると知っています。マクリ大統領はプーチン大統領とのミーティングでこう言いました。アルゼンチンが勝利するかどうかは、神とメッシが決めることだ、と。サッカーチームと同じようにマクリ大統領のチームも意欲的な改革には運が欠かせないでしょう。

レバノン：困難を乗り越えられるか

2018 年 3 月発行

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、その場の雰囲気明るくしようと努めました。

Eマージング外貨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。代表的な指数で見ると、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嗜好することは難しいと判断しています。

多くの人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ました。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。

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、低成長及び債務持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。

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。

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。

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。

メキシコ：行き詰まりは投資チャンス

2018年3月発行

メキシコの政策当局の高官と会うのはいつも楽しみです。投資家には、彼らの語る見通しは音楽を奏でているかのように聞こえるのです。米国の一流大学（イェール、ハーバード、MIT）を卒業し、家柄もよく、メキシコが抱える問題やその解決策について熟知しています。数週間前にメキシコを訪れた際には、アレハンドロ・ディアス・デ・レオン中央銀行総裁、大統領の首席アドバイザーであるカルロス・ペレス・ヴェルディア・カナルス、ホセ・アントニオ・ゴンサレス・アナジャ財務公債相など、多くの高官とミーティングをしました。彼らがどれだけ高い労働意欲を持って働いているのかを紹介すると、大統領首席アドバイザーは、通常午前1時よりも早く仕事を終えることはない、と話していました。

これらのミーティングを通じて我々は信頼と期待を持ちました。しかし、ここで疑問となるのは、こうしたリーダーシップと豊富な人的資源を持ちながら、メキシコはエマージング国としてのレッテルをなぜ貼られ続けているのかということです。

メキシコ資産のパフォーマンスはまちまちとなっています。現地通貨建て債は年初来で7%超上昇し、堅調に推移している一方、外貨建て債のスプレッドはほぼ横ばいとなっています（2018/3/13時点）。しかし少し長い目で見てみると、この5年間でメキシコ・ペソの価値は半分となり、スプレッドは2倍となっています。つまり、メキシコ資産には多くの悪いニュースが織り込まれていると考えています。そうしたものとして、例えば商品価格の下落、トランプ氏の大統領就任、NAFTA再交渉、これらほどの影響ではないものの今年控えている大統領選挙などが挙げられるでしょう。ブルーベイではメキシコ資産が下落した時は、投資チャンスであると捉えています。

メキシコ中央銀行は模範的な独立性を保っており、政府も財政規律を強く意識していますが、メキシコはひとつ重要な要素を欠いています。それは経済成長です。この20年間、メキシコの平均成長率は2.5%にしか達していません。国内の専門家は、今年の経済成長率を1.5%から2.0%と予想しており、2008年の金融危機以降での最低水準に近い成長です。メキシコの経済規模は世界第13位となっており、GDPは1兆米ドルを超えています。人口は1億2,300万人ですが、世界で15番目の最貧国で、貧困ライン以下の人口比率は46%です。労働人口の57%にあたる3,000万人が非公式経済に就業しています。犯罪発生率はシリアに次ぐ世界第2位の高さです。2017年には、過去最高となる殺人率となり、2万3000人が殺されました（国際戦略研究所による）。何が問題なのでしょう。

その答えの一部は過去にありそうです。カルロス・サラナス大統領（当時）が1994年に北米自由貿易協定（NAFTA）にサインした時、大規模な民営化プログラムを打ち出しました。しかし、準独占的なモデルを適用した、ロシアのエリツィン政権スタイルの民営化は新興財閥を生んだものの競争力は高まりませんでした。カルロス・スリム氏（世界で最も裕福な人物の1人で、資産は700億米ドルに上ります）は1990年にテレフォノス・デ・メヒコ（テルメックス）の将来の利益を政府に支払うという形で同社を買収して、メキシコの電話市場全体を入手しました。経済開発協力機構（OECD）の試算によれば、2005年から2009年にかけてのメキシコ経済の通信セクターにおける割高な料金とインフラ投資不足による経済的損失額は1,300億米ドルに上るとされています。フォーブスが発表する世界で最も裕福な人物上位にあるメキシコの実業家11名は、メキシコのGDPの13%に相当する1,300億米ドルの資産を有しますが、いずれの人物も旧国営企業のオーナーです。現在の大統領であるペニャ・ニエト氏は、2013年にこうした準独占企業体制を打ち砕こうという改革に乗りだしました。その改革は概ね成功しましたが、これが堅調な経済成長に結びつくまでには何年もの時間を要するとみられます。こうした努力にもかかわらず、ペニャ・ニエト大統領に対する批判の中心が汚職問題であることは皮肉なことです。メキシコの実業家が経済や政治の決定に及ぼす影響を過小評価してはならないと考えています。メキシコはプーチン政権下のロシアとは違い、新興財閥は国によって「任命」されているわけではなく、政策決定の一端を担っています。独立した司法システムも、メキシコの経済成長にとっては必要となる要素でしょう。



最近の企業信頼感の減退は、トランプ大統領の挑戦的な公約に関係しています。NAFTAの再交渉によって、メキシコは行き詰まっています。米国はメキシコの輸出相手国として83%を占め、1994年のNAFTA導入以来その金額は6倍に膨らみました。商品によって地域間依存は50%から75%の幅がありますが、NAFTAの崩壊は誰も明らかな勝者となることなく、複雑さだけをもたらすものと思われる。

NAFTA のアドバイザー・チームは、NAFTA の崩壊によってメキシコが受ける影響は甚大ではあるものの、消化できるものであると話していました。NAFTA が廃止された場合、輸出関税は一桁前半となり、メキシコ経済には 90 億米ドルの打撃になると試算されています。さらに米国が新たに導入する輸出関税はより厳しいものになる可能性があります。最近議論の中心となっているのは、5 年ごとの合意を求めるサンセット条項や紛争解決のメカニズムに関するものになっています。メキシコが今取れる最善策は 議論を主導しないことです。そのため想像に難くないように、企業活動と投資は手控えられています。

経済成長がみられない別の理由に、投資適格を失う可能性があるとの懸念や 1994 年のテキーラ危機による過去の痛い思い出から支出を増やすことへの恐怖心があるかもしれません。GDP に対する債務比率は 47%まで上昇しましたが、まだ警告を発するような水準ではありません。政策当局と大統領候補者は、支出を増やすことやそのことに触れることを恐れているようにみえます。中央銀行は更なる通貨下落リスクを心配し、非常にタカ派なスタンスを取っています。その結果、メキシコの実質金利はエマージング諸国のなかでも非常に高い水準となっており、メキシコ・ペソは資金調達のための通貨からキャリー通貨へと変わってきているとみています。銀行セクターは、経済の仲介機能としての役割を上手く果たしておらず、GDP に対するローン比率は 20%にしか達していません。エネルギー改革によって海外資本は惹きつけられたものの、国有の大企業であるメキシコ石油公社（ペメックス）は、組織再編を欠いており、財務負担が重くのしかかっていることから（売上の 70%は国のものとなります）、生産量はこの 5 年間で 25%下落しました。安全保障も何年間にも亘って大きな問題となっていますが、安全保障に割り当てられる予算は GDP の 1%に過ぎず、これはブラジルやコロンビアと比較しても 3 分の 1 の割合です。

大統領選挙に向けて主力 3 候補のキャンペーン・チームにも会いました。選挙前のキャンペーンにおいて、アンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール（AMLO）氏、リカルド・アナヤ氏、ホセ・アントニオ・ミード氏の各陣営は慎重な財政運営と為替レートの安定を焦点にしなが、汚職及び安全保障についても注力していくという議論が中心になりました。現地の投資家は、世論調査でリードしている左派候補である AMLO 氏の当選の可能性について警戒しています。AMLO 氏が勝利した場合、短期的にボラティリティが高まることが予想されます。現地の年金基金のほとんどは米ドル建て資産を最大限ロングしています。そのミーティングのひとつで言われたことは「強気相場においてアンダーパフォームしてもクビになることはないが、下落相場において元本毀損を防ぐことが出来なければ職を失う」というものでした。

ブルーベイでは、メキシコの行き詰まり状態に対して投資を行うことで上昇を狙うことは出来ると考えています。メキシコは何年間にも亘って困難に直面し、多くの場合明白な解決策はないように思われました。

しかし、メキシコ政府機関と政策当局の強さと信用力は、数多くの外的及び内的ショックに対する耐性をを見せてきました。NAFTA 交渉の話題は投資家心理の重石となっていますが、合意内容の細かい解釈に焦点が充てられているということは、メキシコ経済に大きな変化をもたらすものにはならないことを意味していると捉えています。2018 年はメキシコにとって移行の 1 年になるとみられています。メキシコは、政府機関の磐石さだけではなく、実業家たちの牙城でもあることから、新大統領がメキシコ経済の方向性を大幅に変えることは難しいかもしれません。しかし、懸念材料はすでにメキシコ資産に織り込まれていると考えています。循環的なものか構造的なものかを問わず、もし経済成長やこれまで挙げてきたリスク要因にポジティブ・サプライズがみられたら、メキシコ資産に対して多くの資金流入がみられるかもしれません。

7 月に誰が勝利しようとも、アイビリーグで教育を受けた働き者の政策当局者がそこにいることに変わりはありません。そのため、大統領選挙が終われば、メキシコは行き詰まった状態から回復にようやく向かうかもしれません。そうなれば、優秀な実務者たちは今とは違う問題の解決策について朝早くから悩んでいることになるかもしれません。

エクアドル：変化の兆し

2018年2月発行

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。

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リア政権の実績、（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。

エクアドルの8%近い債券利回りは、エマーシ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嗜好しています。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。

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な政策に加え、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、コリア前政権の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・ガス企業の実装を目指しています。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。

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。

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（コリ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、コリ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。

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月発行

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。

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

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ゲン・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で元凶となり、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か月で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。

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と考えています。

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が（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と考えています。

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。

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2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考えられ、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。

トルコのおもてなし：「私たちが望む世界」

2017年12月発行

トルコは私が幼いころに初めて訪ねた外国の一つでした。その温かい歓迎、素晴らしい気候、そして数々の宝飾品や絨毯、工芸品などが立ち並び、かの有名なグランド・バザールに感動せずにはいられませんでしたが。ただ残念なことに、先週行ったトルコでの実地調査では、投資家に対するトルコ政府の温かい歓迎はありませんでした。

私たちはトルコ到着後すぐに、エルドアン大統領及び彼の娘婿であるベラト・アルバイラク・エネルギー天然資源大臣を訪問しました。皮肉にも「私たちが望む世界」と名付けられたボスポラス海峡サミットに、どちらの首脳も時間通りには現れませんでした。それ以上に驚いたことは、その報道を受けて、主要政府高官のほとんどが同サミットへの参加を取りやめたことです。この出来事を機に、投資家はトルコ政府の優先事項を理解することとなりました。トルコの地政学的な一部の同盟国及びレバノンやカタール、ヨルダン、キルギスタンなどの隣国の関係者はサミットでの空席を埋める最大限の努力をしましたが、会場にはむなしいほど空席が目立ちました。

その失望感は別にしても、トルコが「私たちが望む投資対象」となるためには、迅速に変化が起きる必要があります。他の多くの主要Eマージング国の年初来のパフォーマンスから大きく出遅れているトルコの現地通貨建て債券が、直近の大幅な下落から反発するためには、政策金利の200bps-400bpsの引き上げを含むより伝統的な金融政策が必要となります。トルコ人実業家ザラブ氏の米国での裁判に関しては、米当局がトルコ金融機関に対する巨額の罰金を科すという結末を避けるために、政府の厚遇や外交手腕が必要不可欠となります。

トルコはここ数か月に亘ってネガティブにみている国の一つでした。ただし今回の実地調査を踏まえ、足元でトルコの外貨建て債及び現地通貨建て債に対するアンダーウェイト幅を縮小し始めました。高いインフレ率及び過熱気味である国内景気を抑制するためには利上げが必要不可欠であるという政府高官の発言に安心感を抱いたことが背景にあります。しかし、より前向きな見通しを持つにはより明確な発言や行動が伴う必要があると考えています。ザラブ氏の捜査に対するトルコ政府の対応や12月の金融政策決定会合など、今後数週間で予定されているイベントは、トルコに対する相対及び絶対ベースでのリスク選好を決定する上で重要となります。今回の訪問で出会ったトルコ人経済学者の方の発言をお借りすると、「多くの選択肢があるなかで正しいことをすることは、選択肢がないなかで正しいことをすることよりもはるかに価値のあることです」。トルコ政府がこのことを念頭に置くことを願います。

当然ながら、トルコ企業や対外メディア、政策提言者や産業組合などは我々の会合に丁寧に対応してくれました。彼らのメッセージは明確でした。全員が、足元で前年比12%近くとなっているインフレ圧力及び通貨安への対応として利上げが必要であるとの意見で一致していました。1,700億米ドル近くに及ぶ短期外貨建て債務や、400億米ドル近い経常赤字の水準によって、トルコは対外的な流動性引き揚げに対して最も脆弱な国の一つとなっています。トルコ最大の産業及び経済組合であるTÜSIADから政府系銀行に至るまで、インフレ上昇への対応として200-400bpsの利上げが適切であるとの見方で一致していました。

今回の訪問の目玉は、エルドアン大統領の上級経済顧問として新たに就任したハティジェ・カラハン氏との私的な会合でした。経済学の博士号を有する彼女は同ポストに適任であり、理性の声と新鮮な息吹をもたらしてくれました。カラハン氏もインフレ対策としての利上げの必要性に同意し、政府が対外的により調和のとれた、継続性のあるメッセージを発信していくことの重要性を理解を示していました。透明性が高く、柔和かつ謙虚な彼女の姿勢は、我々にそうであったように、エルドアン大統領に対しても説得力及び影響力を持ち、大統領を正しい判断に導いてくれることを期待させてくれるものでした。

トルコの銀行が米国の対イラン経済制裁違反した疑いで、イラン系トルコ人のザラブ氏が証言している裁判は、引き続きトルコ経済にとってリスク要因であると言えます。同裁判が法的もしくは政治的な意図によって導かれるかどうかについては議論の余地がありますが、いずれの場合でも結果は後味の悪いものとなるでしょう。トルコ国営ハルク銀行に対する罰金から、トルコに対する経済制裁といったあらゆる可能性が想定されますが、特にトルコ政府が制裁違反を否定し続ければ外交政策上の危機に陥る可能性があります。トルコ経済の対外的な債務に対する依存度を踏まえれば、外交政策上の危機はロシア銀行に対する制裁とは比べ物にならない影響を及ぼす可能性があると考えています。

トルコの現地通貨建て債のパフォーマンスは年初来で見て大きく弱含んでいます。外貨建て債市場で見ると、BB+格の信用格付けを有するトルコの外貨建て債は、B格のアルゼンチンと同等の水準で取引されています。また、BB格のトルコの銀行の債券はB格のナイジェリアの銀行の債券と同等の水準で取引されています。トルコ経済は比較的分散されてレバレッジは低く、対GDP債務比率は29%です。他のEマージング国と比較して、銀行セクターの規制は最も厳しく専門性も高い一方、国民は高度な技術を持ち、一般的に教育水準も高いと言えます。

トルコは単に休暇の旅行先ではありません。政治よりも事業を第一に考える商人や起業家が多く存在する国です。世界の有名企業のランキングであるフォーチュン・グローバル500にもランクインした産業コングロマリット最大手のKOCはその代表例であると言えます。過去にはこのようなトルコの側面が多くの投資家を魅了してきました。その哲学がトルコ政府や中央銀行にも波及し、政策決定においてより伝統的な手法に回帰することを願っています。外交関係においても、正統性及びおもてなしの精神を重視する

ことが、トルコを再び最も魅力的な投資対象の一つにすることにつながると見えています。

「多くの選択肢があるなかで正しいことをすることは、選択肢がないなかで正しいことをすることよりもはるかに価値のあることです。」

ベネズエラ：悪い癖はなかなか治らない

2017年12月発行

これまでの間、ベネズエラについてのコメントを書くことを差し控えてきました。ベネズエラは潤沢な天然資源を持ち、債務支払いについてコミットメントを示しているにもかかわらず、人道面での危機に晒されており、そのためベネズエラへの投資というのはモラル・ハザードである、と考えてきました。しかし、最近のアフリカ大陸での出来事がベネズエラにとっての希望の光になるのではないかと期待しています。

変化が訪れるときが早ければ早いほど、ベネズエラへの投資によるアップサイドは大きくなるでしょう。エマーシング市場での過去の事例からこのことは分かってきています。しかし今のところ、ベネズエラについて積極的に前向きな見通しを持てる段階にはありません。

私の父親は共産主義者でした。私がこうした職業を選択したことを快く思っていませんでした。しかし、キューバなどの社会主義国を私が訪れたときの話は喜んで聞いてくれました。どれだけそうした国が成功しているか、が聞けることを期待していたようでしたが、悲しいことにさほどの成功ストーリーを語ることは出来ませんでした。またベネズエラなどの国における困窮について、前向きな兆しが見られると話すことも困難でした。そのような中で今週、ジンバブエの社会主義の大統領として最も長く在任したムガベ大統領が失脚したという出来事は、私に希望をもたらしました。変化は可能なのだ、ということをお願いさせてくれました。

ベネズエラとジンバブエの共通点

両国とも天然資源が豊富で、人々はよく働き、それぞれの地域で最も識字率の高い国のひとつです。ベネズエラではウゴ・チャベス氏（1998年より）が、ジンバブエではロバート・ムガベ氏（1987年より）が高い支持を得て、実権を握りました。独立、平和、安定、反汚職及び貧困撲滅計画を約束しました。二人とも非常に強いリーダーシップを持つ人物でしたが、同時に自分はリーダーになるために生まれてきたのだ、と信じていました。しかし、残念ながら、脆弱な体制と非民主化が進む政治方針によって、社会主義の夢を叶えることが出来ませんでした。それから30年後に示された腐敗度指数において、175カ国中、ジンバブエは150位、ベ

ネズエラは166位という惨憺たる結果となりました。ベネズエラの殺人率は世界一位で、ジンバブエの世界飢餓度指数は187カ国中156位となっています。ベネズエラのインフレ率は三桁で、ジンバブエはインフレ率が2008年11月に790億% (!) に上昇した後、2009年に自国通貨を廃止しました。IMFの推計によれば、失業率はベネズエラでは25%を超え、ジンバブエの失業率指数は11から95%（靴磨きや行商といった非公式部門の比率の高さが影響）の間で動いています。

産油国のベネズエラとアフリカの穀倉地帯として名高いジンバブエが崩壊した理由

当初、社会主義政策は成功を収めました。平等、教育、住宅に焦点を充てた政策で二人のリーダーは人気を博しました。しかし、資源が不足するにつれ、ナショナリズム化が進みました。ベネズエラでは、2007年にチャベス大統領（当時）が、300億米ドルに相当する石油4プロジェクトの過半数を海外勢から奪いました。ジンバブエでは、2000年にムガベ大統領（当時）が農地の国有化を始め、2008年には鉱業及び銀行セクターも国有化しました。権力を固持するために両者とも軍部の支援に大きく依存し、支援を維持するために軍隊が裕福になるようなメカニズムを構築しました。ベネズエラにおいては、並行通貨政策を通じてこれを実施し、ジンバブエでは鉱業、農業、ホテル・チェーンなどの経済活動は軍指導者に割り当てられました。このモデルを賄うために、両国は多額の借入れを行いました。ジンバブエの政府債務の合計額はGDPの300%に相当する110億米ドルで、ベネズエラの対外債務はGDPの100~120%に相当する1,400億米ドルに上ります（実質の為替レートを使用して換算）。

国民にとってはどんな意味を持つのか

頭脳の流出は何年にも亘って続いていますが、ここ数か月特にベネズエラの状態は著しく悪化しています。ジンバブエそしてベネズエラ出身の同僚がおり、現在の状況についての実体験に基づく情報を幸運にも得ることが出来ました。トレーダー、医師、家政婦など様々な職業の人から、ベネズエラの日々の実態がいかにひどいものであるかを聞くことも出来ました。一週間のうちに一度しか食料を買うことが許されていない、といった話も聞かれました。また、パスポートを印刷する紙がないという口実で、国を離れることが許されていない、という話もありました。医者や家族は、簡単な薬も病院が手に入れることが出来ず、職務を遂行することが不可能となったことから、数か月前に国を離れたと言います。トイレット・ペーパーといった生活必需品も海外からコンテナ船で輸入しなければいけない状況だそうです。ジンバブエでは、インフラは崩壊しかけており、すでに何年にも亘り、水道水はなく停電は日常茶飯事の出来事のようなです。

もう十分！

長期的にこうした政権が存続することはありえませんが、何が変化のきっかけ

となるでしょうか。ジンバブエでは、ここ数週間で事態が展開しました。ムガベ大統領の高齢化、彼の妻が後継に就こうという野望、ムナンガワ前副大統領を解任したことによる軍部の反発が重なりました。今週のイベントは 37 年間に亘るムガベ大統領の独裁政治からの脱却につながるかもしれません。

ベネズエラにとってのきっかけ

債務のデフォルトや自国通貨の廃止がきっかけとなるでしょうか。自国通貨が廃止された場合、軍が反政府側につくことになるでしょうか。チャベス主義の人道派がイデオロギー派に勝利するでしょうか。政権の変化への道筋は様々にあります。しかし、ベネズエラがジンバブエのように 20 年間に亘って同じリーダーが居る、という状況にならないことを切に願っています。また、同時にムガベ大統領の後任が、チャベス大統領の後任がニコラス・マドゥロ大統領となったような道を辿らないことを祈っています。

海外投資家にとっての意味合い

現在、ベネズエラの米ドル建て債務は約 30 ポイントで取引されています。ムーディーズによれば、デフォルトを発表したエマーシング国のその発表後の平均取引価格は 31 ポイントとなっています。体制変化がソブリン債の債務再編を伴った場合と伴わなかった場合について例が過去にいくつかあります。インドネシアは 1998 年に軍事独裁者であるスハルト大統領が失脚し、体制変化が起きました。米ドル建て債務についてデフォルトは回避され、その後 4 年間の年率リターンは 20% に上りました。ウクライナは、2013 年から 2015 年にかけて、ユーロマイグン革命という体制変化とともにソブリン債のデフォルトも経験しました。ソブリン債は 40 ポイント近くまで下落しましたが、一年間で 80 ポイントまで回復して 100% のリターンをもたらしました。この堅調なパフォーマンスの背景には、海外投資家との債務の再交渉を成功裏に収めたことがあります。一方、デフォルト債が回復しなかったケースとしてはキューバが挙げられます。キューバは 1980 年代にデフォルトし、1996 年に米国がキューバ債の取引を禁じました。現在キューバの債券価格は 1.5 から 1.9 ポイントとなっており、この 30 年間で債務再編及び体制変化に関する進展は何もみられません。こうした例から、変化のタイミングと意思は重要なポイントであるといえるでしょう。

こうした社会主義国を訪れた場合は、その後、子供たちに現地の人々の優れた才能や豊富な天然資源について語るだけでなく、政治モデルにかかわらず、指導者がきちんとしていれば、国の潜在力は無限大であるということを伝えていきたいと思えます。

ロシア：ブルカベアか

2017 年 11 月発行

先日、企業の経営陣や政府高官（そこにはプーチン大統領も含まれますが）に会いにロシアに行ってきました。最終日にはロシア・サーカスにも行きました。ショーの目玉は牛の背中に熊が乗るというものでした。

この姿をみながら、これは投資家にロシアの債券にブルになるべきかベアになるべきか、を問いかけているのではないかと思います。緩和的な財政及び金融政策によって、ゴルディロック型の投資環境となっていますが、企業活動において独自のルールを持つ国に対する西欧からの目は懐疑的です。

ロシアの債券資産は割高な水準にあると考えています。2018 年 3 月の大統領選挙後に新政府が発足することから、今後一年間はボラティリティの高まりが予想されます。民間銀行セクターでは更なる混乱がみられる可能性があり、追加制裁のリスクも残っています。

10 月にはロシア革命 100 周年記念がありましたが、プーチン大統領からの特別なパフォーマンスはありませんでした。しかし、この数年間を振り返ると、彼が地政学的に行ってきたパフォーマンスには目を見張るものがあります。カタールの財務相が今年のロシア訪問が 13 回目になることを高々と発表したことには、何の驚きもありませんでした。二国間の繋がり力の強さを示すための礼儀正しい方法だったのではないのでしょうか。

プーチン大統領は強気で、国内に焦点をあてたスピーチをしましたが、質疑応答の時間はありませんでした。

過去最低水準のインフレ率、2019 年までに均衡予算の見通し、原油への依存度低下といったことは全て、投資家にとってポジティブ材料のように聞こえてきます。経済成長の牽引役としてプーチン大統領は、高い技術革新、教育、ロシアにとって友好的な資本流入を通じた経済の効率化の必要性について強調しました。しかし残念なことに、これらの期待がどれだけ現実的なものであるかを問いかけることは出来ず、9 年間で初めてプーチン大統領は質問を受け付けませんでした。もしかしたら、大統領選挙に向けて忙しすぎるのかもしれませんが、2018 年 6 月発足の新政府は答えよりも多くの質問を投げかけることになるからかもしれませんし、最近の公務でただ単に疲れすぎただけかもしれません。

今回の出張でハイライトしたい人物が二人います。それは、ロシア連邦中央銀行エリヴィラ・ナビウリナ総裁とアントン・シリアノフ財務大臣です。大統領も彼らの功績を称えましたが、特にナビウリナ総裁には感銘を受けました。彼女のリーダーシップの下、ロシア中銀は過去最低水準までインフレ率を押し下げることが出来たとともに、ルーブルは安定を維持し、

長らく必要とされてきた銀行セクターの債務再編も進みました。正直な知識人でありながら謙虚であるという、素晴らしい人間性を兼ね備えた人物でした。これはロシアの官僚のなかでは非常に珍しいことではないかと思えます。

しかし、民間セクターと非エネルギー部門の経済成長の源泉に対する質問の回答は得られないままとなっています。投資銀行は 4 年ぶりに 2017 年は 15 億米ドルに上る三件の IPO を報告できたことを誇らしく思っているかもしれませんが、これは国有企業の事業活動の影に隠れています。ロシア経済の 70%は国有企業が占めています。民間セクターにおいても新興企業は政府が後ろ盾になっているケースが多い、と政治コンサルタントは言っていました。

ロスネフチはその良い例でしょう。ロスネフチは、この一年間買収を繰り返しており、海外及び国内の財務レバレッジは上昇しています。エジプトのガス資産の買収、国内石油会社バシネフチの統合、国内外でのガス事業の拡大などが挙げられます。引き続き制裁下にはありますが、ロスネフチは中国と強い戦略的関係を結んでおり、グレンコアとカタール投資庁（QIA）から、中国華信能源（CEFC）はロスネフチ株の 14%を買いました。また、ガス供給市場を確保するために、子会社の株式の 20%を国有の北京ガスに売却しました。ロスネフチは最終的に「経済制裁を行うには大きすぎる」というステータスを獲得し、ガスプロムに取って代わることになるのでしょうか。

中国とロシアの関係は強化されているものの、ロシアが資金を頼っていることから中国のほうが上手でしょう。CEFC の代表が英語ではなく北京語でスピーチを行ったことは印象的でした。また、ミーティングを行った民間セクターの企業は、一帯一路の取り組みの一環としての石油及びガスセクター以外にも、中国の関与が強まることを期待していました。これまでのところ、中国の買い手のターゲットとなっているケースは、不動産会社一社であるとみられます。石油・ガスセクターでのトレンドが、その他のセクターに広まっている状況は今のところまだみられません。

ソビエト時代を思い起こすことになった出来事は、国有の VTB 銀行のアンドリュー・コスティン頭取が、スターリンの軍服のレプリカを VTB 銀行主催のガラディナーで着用していたことでした。その軍服には「万国の労働者よ、団結せよ！」という共産主義の有名なマニフェストをもじって、「万国の投資家よ、団結せよ！」と書かれていました。共産主義のマニフェストにおいては、資本主義システムに対する労働者の団結を求めているわけですが、投資家は何に対して団結を求められているのでしょうか。

VTB 主催のディナーとロシア・サーカス（こちらも国有化されてもうすぐ 100 年ですが）からの帰りの道すがら、私が育ったソビエト連邦と今のロシアに変わりはない、と感じました。人的資本は素晴らしい素質を秘めているにもかかわらず、強大化する国の力、ソビエト連邦に対する妄想と恐れ、という青春時代の記憶を現代のロシアの道を歩くなかで思い出しました。

エマージング市場：百聞は一見にしかず

2017年10月発行

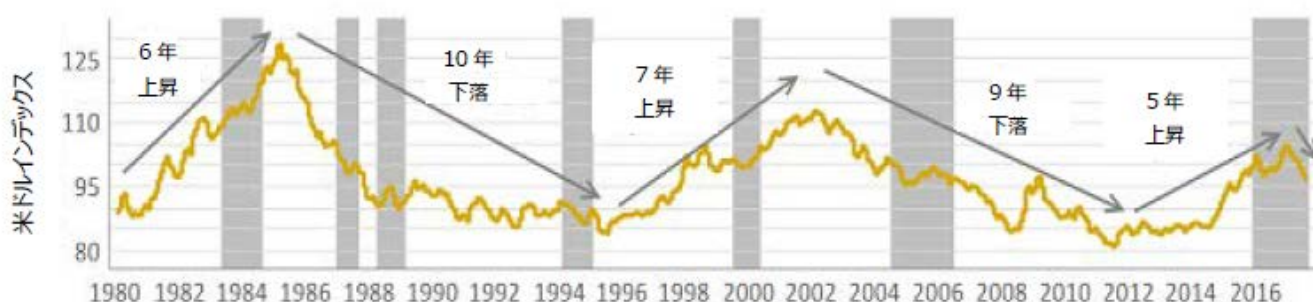
私は視覚的な学習スタイルが好きです。そうすることによって難しい問題をシンプルに理解することが出来ると思っています。まさに「百聞は一見にしかず」です。先週、エマージング債運用チームでワークショップを開催しました。朝のセッションでは、97枚のスライドを通じて、地域ごとの注目すべき進展や投資アイデアについて話しました。この97枚のスライドを一度ではなく三度見返し、その都度それぞれのスライドに興味深い点を見出しました。今日はその中でのお気に入りをご紹介しますと思います。

エマージング市場について、以下のような事実はご存知でしょうか。

FRBの利上げを恐れるべからず

1980年代から、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ局面でエマージング外貨建て債のリターンがマイナスとなったのは、1994年からのサイクルの一回だけです。それ以降の三回の利上げ局面では、エマージング債のリターンはプラスとなっています。

実質（インフレ調整後）貿易加重平均米ドルとFRBの利上げサイクル（グレー網掛け部分）



FRBの利上げサイクル時の各資産クラスのトータル・リターン

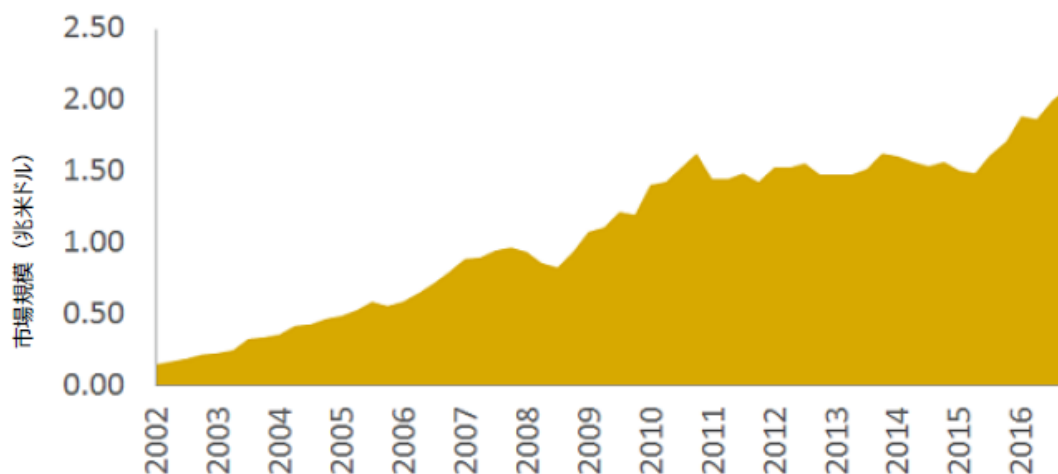


S&P500：米国株式、US HY：米国ハイ・イールド債、EM HC：エマージング外貨建て債、EM IG：エマージング投資適格債、EM HY：エマージング・ハイ・イールド債、EM LC（EMLI+）：エマージング現地通貨建て債
出所：ブルームバーグ、2016年12月

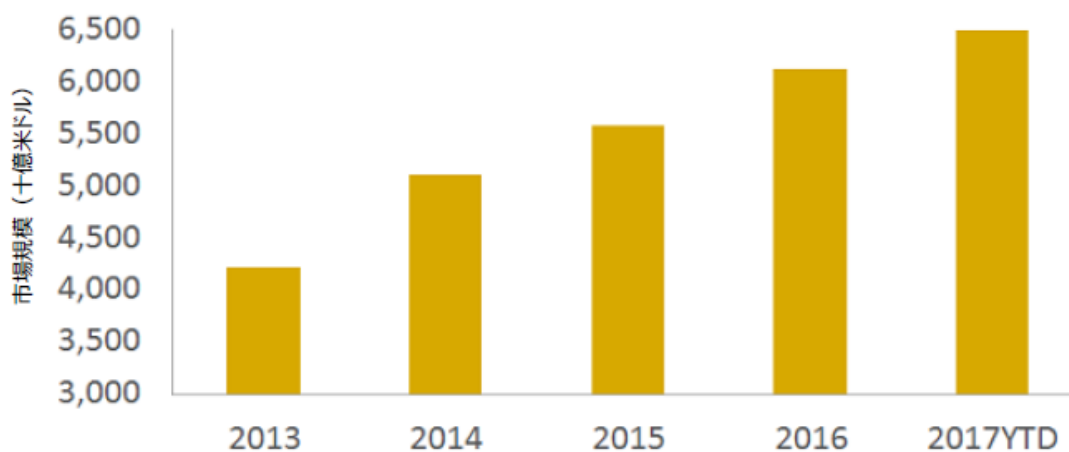
エマージング現地通貨建て社債の市場規模

エマージング現地通貨建て債市場の市場規模は6兆米ドルとされています。ユーロクリアで決済可能な債券の市場規模は4,000億米ドルで現在も成長を続けており、この一年半の間に新たに、アルゼンチン、ペルー、インド、南アフリカの企業が起債を行ないました。エマージング現地通貨建て社債インデックスの利回りはグローバルな債券市場の中で、最も利回りの高いインデックスとなっています。

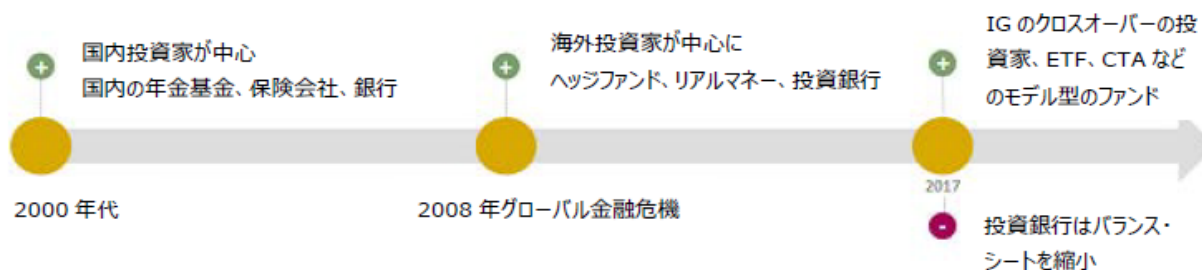
エマージング現地通貨建てソブリン債市場の市場規模の推移



エマージング現地通貨建て社債市場の市場規模の推移



エマージング現地通貨建て債市場の進展



出所：JPモルガン、BoAメリル・リンチ、ブルーベイ・アセット・マネジメント、2017年8月末

海外投資家の中国の現地通貨建て債市場へのアクセス

香港と中国本土の間の債券相互取引「債券通（ボンドコネクト）」によって、海外投資家による中国の現地通貨建て債市場へのアクセス可能額は 20 倍になりました。もし中国がバークレイズ・グローバル総合インデックスに含まれることになると、現在のインデックスの最終利回りである 1.6%よりも、中国の銘柄は約三倍（4%超）高い利回りを提供することになると考えられます。最終的に中国はインデックスの 15%を占め、50 兆米ドル超の投資家の資金を集めることになるとみられます。

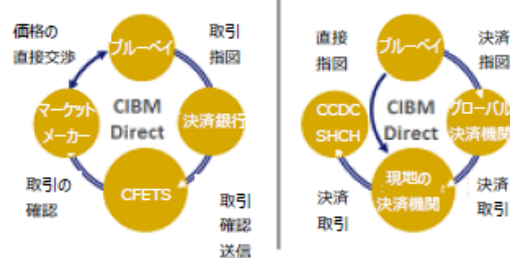
中国の現地通貨建て債市場—豊富な投資機会を提供—



インターバンク市場 (CIBM) を通じたルート

- ブルーベイでは、HSBC を現地決済機関として、CIBM を通じた取引を行なえるアカウントを開設しました。
- 指定国外機関投資家 (QFII) とは違い、割り当て、ロックアップ、海外送金の制限などはありません。
- 豊富な投資機会をもたらす、分散が可能です。
- CIBM はボンドコネクトよりも広範な債券への投資を可能とします。

CIBM での取引と決済



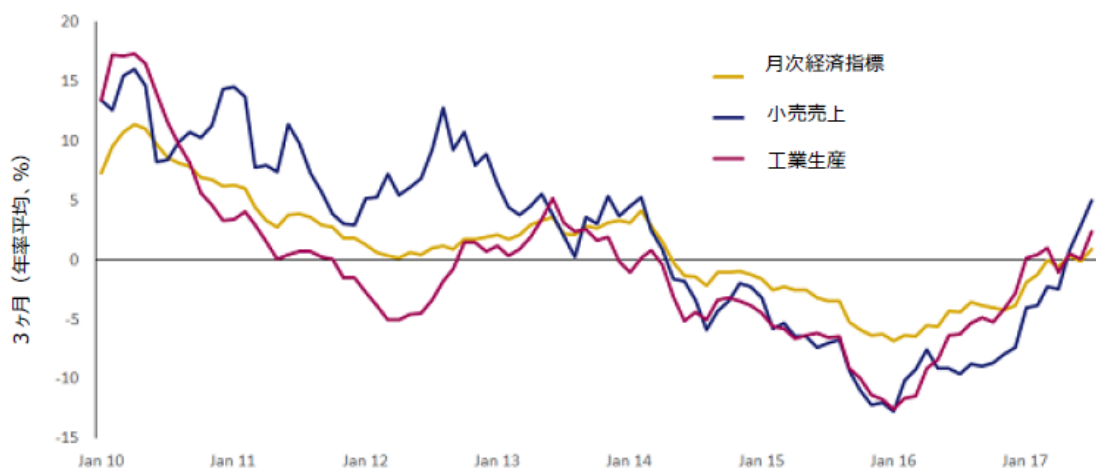
CFETS：中国外貨取引センター、CCDC：中国証券保管振替機関、SHCH：上海清算所

出所：HSBC、2017年9月

ブラジルの 2018 年のマクロ見通し

ブラジルは、米国のチャプター11の完全な複製となる倒産法を導入する最初の高利回りエマージング国となる可能性があります。アルゼンチンやナイジェリアでも構造改革が続けられると考えられます。

ブラジル経済は2016年初めに好転



出所：BCB、IBGE、2017年7月

エマージング市場で最も高い ESG スコアを持つナイジェリアの銀行

2015 年の商品価格の下落を受けて、エマージング社債は魅力的なイベント・ドリブンの投資機会があります。流動性のあるデストレスト債の投資機会は、昨年エマージング企業のデフォルト率の急上昇を経て、二桁のリターンを創出する可能性があります。

以下のESGスコアのすべてを満たすナイジェリアの銀行

取締役会の 独立性	Yes
プライバシーと データの機密	Yes
監査委員会	Yes
会計の透明性	Yes
MSCI ESG スコア	AA

平均所得から考えると中国の不動産価格は先進国市場と比較して妥当な水準

中国の大都市の平均所得に対する不動産価格よりも、ムンバイのほうが高くなっています。中国の不動産市場をバブルと呼んで良いのでしょうか。財務レバレッジの上昇と潜在デフォルト率の高まりは、アジアでは不動産よりも工業セクターの方が明白にみられると考えています。

中国の不動産価格の上昇はバブルではない

	UK	London	K&C	Germany	Frankfurt	France	Paris
人口 (百万人)	65.0	8.5	0.2	83.0	0.8	65.0	2.2
一平方メートル単価 (GBP)	206	673	1,052	336	440	364	794
年間給与 (GBP)	27,600	34,300	37,800	39,292	42,124	31,407	44,251
住宅ローン金利	1.75%	1.75%	1.75%	2.05%	2.05%	2.25%	2.25%

	China	Shanghai	Beijing	Chongqing	Shenzhen	India	Mumbai
人口 (百万人)	1,400.0	36.0	21.5	30.0	14.0	1,325.0	18.4
一平方メートル単価	84	461	489	113	555	99	517
年間給与 (GBP)	8,393	12,724	12,572	7,207	11,730	4,873	7,394
住宅ローン金利	5.10%	4.91%	4.99%	6.00%	5.15%	10.28%	10.28%

出所：Numbeo.com、China National Bureau of Statistics、2017年9月

来年のパフォーマンスの源泉

これまでのグラフや図を少しでも興味深いと思っていただけたら幸いです。より詳細がお聞きになりたいければ、ご遠慮なくお問い合わせ下さい。

来年のリターンの源泉

マクロな転換点

- ブラジル、トルコなどの国は非常に良好な進展を見せています。
- 構造改革が続くのであれば、こうした国への投資はさらにリターンをもたらすかもしれません。

現地通貨建て債 ；高いリターンを 得られる潜在性

- エマージング現地通貨建て債市場のファンダメンタルズは良好です。
- 特にエマージング現地通貨建て社債は比較的低いボラティリティで高いリターンが望める資産クラスであるとみています。

新たな市場と 商品

- アルゼンチン及びエジプトのTビル債市場は非常に魅力的です。ウルグアイは現地通貨建て債インデックスに加入しました。
- ウクライナ GDPリンク債は年初来で約100%のリターンとなっています。

流動性のある イベント・ドリフの 投資機会

- 流動性のある公募債はイベント要因によって魅力的な投資機会を生むことがあります。
- イベント、ディストレストの水準、銘柄を見極めることで30%超のリターンを得られることがあります。

本当に「百聞は一見にしかず」です。エマージング市場は光と色に溢れています。



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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（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 0.75%（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す。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