

レバノン：アップデート

2019年11月6日

レバノンではハリリ首相の辞任後、後任が決まらない状況にあります。エマージング債チームから同国の現況と投資戦略について報告いたします。



ポリナ・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

何が起きたのか

レバノンではこの数週間、抗議活動が拡大しています。宿痾となっている汚職、経済情勢の悪化、高い失業率、超富裕層の権力掌握、といったことに対する抗議が行われています。こうした怒りを抑えるために、政府は10月下旬に改革法案を成立させ、政府高官の報酬削減、銀行セクターへの課税、社会保障制度の充実などを示しました。

しかし、こうした改革の約束も抗議デモの怒りを静めることは出来ず、デモの勢いが衰えないことで10月29日にハリリ首相が辞任するという事態に至りました。

しかしながら、ハリリ首相の後任が明確にならず、レバノンは今や全面的な危機に陥っています。

こうした状況から、レバノンの脆弱な銀行セクターに対する懸念が特に強まっていますが、銀行セクターは外貨預金による外貨流入を呼び込み、政府予算の資金を調達するという極めて重要な役割を担っています。参考までに、レバノンのGDPに対する債務比率は極めて高く（およそ150%）、また同時に双子の赤字（財政と経常収支）を抱えています。

ハリリ首相の辞任によって、銀行セクターへの投資家の信任はさらに損なわれ、短期債務を借り換えることが極めて困難になっています。年限を問わず債券価格は20%近く下落し、デフォルト・リスクが高まっていることを織り込んでいますが、短期債の方がやや下落は小さくなっています。

レバノン 2021 年債



出所：Bloomberg

投資方針

レバノンには外貨建てエマージング国債インデックスの構成国であり、ブルーベイでもアクティブにリスクを取ってきました。ファンダメンタルズ面からは、レバノンに対してかなり慎重な見方をしていますが、これについては以前にレポートを書いております（[「レバノン：困難を乗り越えられるか」](#)）。

しかし、2019年の9月中頃に、政治面の混乱が高まってきており、短期債務の借り換えが相当難しいという認識を強めました。こうしたことから、レバノン国債が更に下落すると可能性があると考え、アンダーウェイトのポジションを取りました。このときから、レバノン10年国債の спреッドは350bps 近く拡大し、この投資スタンスは上手く行きました。

見通し

危機が終息しない中で、債券価格はさらに下落する可能性があります。状況を慎重に見守っていますが、魅力的な水準と思われるところまで下落をすれば、値上がりを狙えるチャンスがあると考えています。

10年債の спреッドで言えば、1,625bps は投資チャンスがあると考えており、現状よりも150bps ワイドな水準です。しかし、債務再編の場合の最終的な回収価格は、債務水準が持続困難であることを鑑みれば、25セント程度になる可能性もあると考えています。

これまで、中東の富裕国が現金供与などの手段を通じて、積極的にレバノンの赤字を補填してきましたが、ハリリ首相が辞任をして後継体制が不透明なことで、こうした国がレバノンに今までのような関与を続けることは難しくなっています。しかし、海外からの支援の可能性はまだ残っており、湾岸諸国や西欧諸国からの支援があれば、債券価格は上昇する可能性があります。

引き続き注視をしていきます。

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のようになります。

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 0.60%（税抜） / エマーシング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング債アンコンストレイント戦略：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ござい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