



## フラジャイル・ファイブはフラジャイル・ワンに

4年のときを経て、インドネシアや南アフリカ、ブラジル、インドは大きく変わり、今ではトルコが「フラジャイル・ワン」として残っています。これらの国には投資機会が多く存在しておりますが、一方で地政学的あるいは経済的に困難な状況が待ち受ける、新たなフラジャイル候補も出現しています。

2013年、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締め開始懸念をきっかけに、かの有名な「フラジャイル・ファイブ」という呼び名が広まりました。当時のFRB議長であったベン・バーナンキ氏が、量的緩和（QE）の重要な要素である債券購入の縮小を示唆したことで、市場はパニック状態に陥りました。多くのエマージング国は成長のための資金調達と赤字を埋めるために海外資金に依存しており、QEの終了、金利と米ドルの上昇に対して脆弱な状態にありました。

インドネシア、南アフリカ、ブラジル、トルコ、インドの5つの国は、巨額の経常赤字と対外債務への大きな依存によって、米ドルに対して通貨が最も下落し、特に注目を集めることとなりました。

あれから4年の歳月が経過し、FRBは更なる金融引き締めを実行しており、直近では、昨年12月に2017年の3度目となる利上げを行ないました。2018年にも3回の利上げが行なわれると予想されています。

### インサイト



グラハム・ストック

エマージング債チーム  
シニア・ソブリン・ストラテジスト



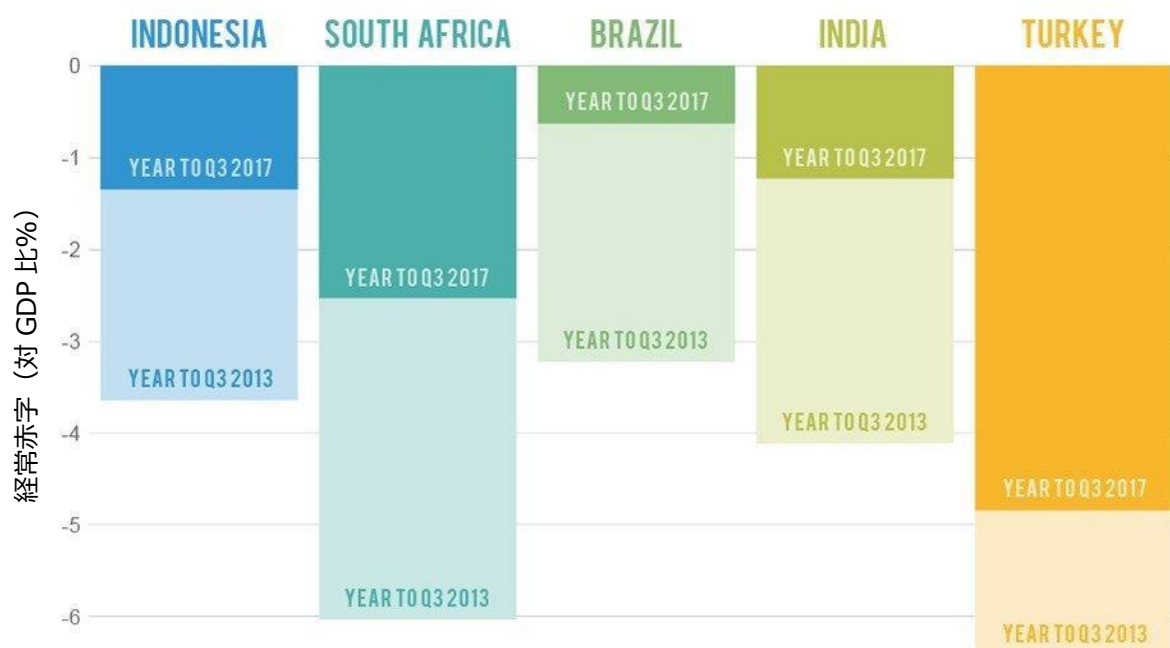
ティモシー・アッシュ

エマージング債チーム  
シニア・ソブリン・ストラテジスト

2018年2月

エマージング国の状況も大きく変わり、今ではエマージング市場全体が 2013 年当時と比較して全般的に良好な状態にあります。ここでは、「フラジャイル・ファイブ」と呼ばれた 5 カ国の経済と政治状況の変化によって、魅力的な投資機会が現れたのかどうかを再考したいと思います。

	インドネシア	南アフリカ	ブラジル	インド	トルコ
2013*	-3.6%	-6.0%	-3.2%	-4.1%	-6.4%
2017*	-1.3%	-2.5%	-0.6%	-1.2%	-4.8%



出所: Macrobond 及び現地情報提供機関 \* 7-9 月期

2013 年を振り返ると、これらの国の経済状況はいずれも過熱気味でした。QE によって刺激された海外からの資金流入、グローバルに潤沢な流動性、最高値をつけた原油価格（年平均価格は 1 バレル 91.17 米ドル）、さらに世界的に中央銀行が緩和的なスタンスを取っていたことなどが背景にありました。それだけに、テーパー・タントラムはエマージング市場に大打撃となりました。債券利回りは急上昇し、資金が先進国経済へと流れるなか、エマージング市場は大きく下落しました。

その後 4 年間に亘って、エマージング経済は著しい変貌を遂げました。現地通貨建て債市場が海外投資家の中長期的な投資資金を集め始めたことが追い風となり、各国のバランスシートは大きく改善されました。現地通貨建て債市場は 2017 年に特に大きく上昇し、代表的なインデックスである JPMorgan GBI-EM Global Diversified index の年間騰落率は通貨の上昇もあり、米ドル・ベースで 15.2%となりました。前述の 5 カ国においてはいずれも国内経済の収縮が見られ、ブラジルでは 2015 年から 2017 年に掛けて景気後退を経験しました。5 カ国中 4 カ国で経常赤字は残っていますが、2017 年末時点でブラジルの経常赤字はほぼ解消し、2000 年代中盤と同水準まで減少しています。全体として、金融引き締め政策と国内経済の調整への明確な動きが見られたと言えます。

## インドネシア

2013年から経常赤字は50%超減少



2018年の経済成長見通しは5%



出所: Macrobond 及び現地情報提供機関、2018年2月

インドネシアは2013年の時点で抱える課題が最も少なかったと言えますが、その後も比較的安定した経済状況に最も早く回帰したとみています。為替の調整と交易条件の改善により、経常赤字は50%以上縮小しました。また中国経済の成長が追い風となり、アジア地域からの需要が喚起され、インドネシアの輸出が再び活性化されました。商品価格の反発による恩恵も相まって、インドネシアの取引環境は改善しました。

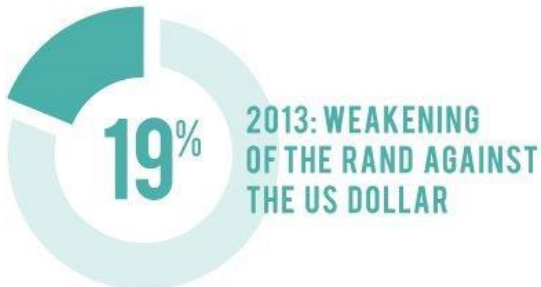
またガバナンス面も強化されました。2014年にユドヨノ大統領の後任としてジョコ・ウィドド大統領が就任し、2014年のガソリンへの補助金廃止や2017年の租税特赦を含む改革政策を進めています。これにより、2018年の経済成長見通しは5%となっています。

インドネシアに対しては前向きな見通しを持っています。他のアジア国と比較では価格水準は高くなっていますが、投資妙味はあり、アジアの中でオーバーウェイトする価値がある国であると考えています。

## 南アフリカ

2013年に南アフリカ・ランドは米ドルに対して19%

ANCの新代表にラマポーザ氏が当選



出所: Macrobond 及び現地情報提供機関

2013年に米ドルに対して南アフリカ・ランドは19%下落し、経常赤字は6.8%という水準であったことから、4年前に南アフリカもブラジルのように名を連ねました。違った側面ながら、南アフリカに対する懸念は続いており、政治的な不透明感が南アフリカの足かせとなっています。

2013年より投資が減速し、消費者と企業信頼感が悪化したことを受けて、経済成長は鈍化して南アフリカ経済は苦しみました。しかし、経済成長の鈍化と南アフリカ・ランドの下落によって、輸入需要が後退したことで経常赤字は縮小しました。ところが、問題が別の方向に飛び火し、公的財政が悪化したことで、財政赤字と公的債務が膨らみました。いわゆる「国家収奪」（ステート・キャプチャー）と呼ばれる腐敗によって国有企業の経営が蝕まれ、国家財政への偶発的な負債が増加することへの懸念が高まりました。

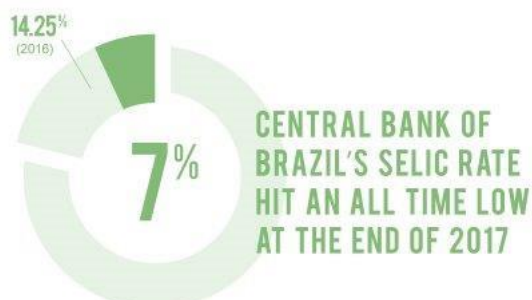
海外投資家は南アフリカの政治と政策、経済見通しの悪化、公的財政状況の悪化に対して不安を抱きはじめました。そして同様の見方を格付け機関もしてきており、S&Pは現地通貨建て債の格付けを2017年11月にBBBからBB+へと投資適格未満に格下げし、Moody'sは投資適格に据え置いたものの、見通しは「ネガティブ」としました。もしMoody'sが格下げをした場合、南アフリカの債券は主要なグローバル債券インデックスから除外されることとなり、債券からの資金流出と南アフリカ・ランドと現地通貨建て債の下落リスクが高まります。

12月に実施されたアフリカ民族会議（ANC）の党首選挙の結果が、このサイクルに小休止をもたらす機会になったかもしれません。ビジネスに友好的なシリル・ラマポーザ副大統領が勝利をし、2019年の総選挙に向けてANCを率いることとなり、この選挙戦を制した人物がジェイコブ・ズマ大統領の後任となります。しかし、ANCの主要メンバー6名がズマ派と反汚職に力を入れるラマポーザ派で均等になっていることから、新たなリーダーがこの分裂を取りまとめ、大きな改革を実行するには困難が待ち受けているでしょう。しかし、ズマ氏が派閥争いとステート・キャプチャーを主導した人物であることから、ラマポーザ氏が少なくともこの腐敗は止めるだろうという期待が高まっています。国有企業での健全な経営と国家財政での適切な基準の強化によって公的財政の悪化圧力は弱まり、更なる格下げを免れることになるかもしれません。このことから、南アフリカについては慎重ながらも前向きな見通しに移行しつつあります。

## ブラジル

政策金利は 2017 年末に過去最低の 7%に

145 億米ドルの民営化プログラム始動



出所: Macrobond 及び現地情報提供機関

ブラジルは国民にとって良くも悪くも、多くの理由から調整プロセスというゴールデン・チャイルドさながらの展開を辿りました。

通貨と債券価格は共に調整されました。2015 年にジルマ・ルセフ大統領（当時）に対して汚職捜査が実施され、2016 年 8 月に弾劾に追い込まれました。

テメル大統領率いる後の政府は、ルセフ政権下で実施されてきた国営化と補助金という持続不可能な政策によって抑制されていた物価を自由化することに努めました。自由な物価変動と開放された市場によって、ブラジル経済は今や恩恵を享受しています。

マイナス面としては、ブラジル経済はリセッションに陥り、2015 年は 2.8%、2016 年は 3.16%と、それぞれマイナス成長となりました。慢性的に高い金利と中期的な見通しへの悲観論によって、2016 年に失業率は 12%に上昇する一方、投資は 10.2%落ち込みました。中央銀行は 2016 年より政策金利について 14.25%からの利下げを開始し、2017 年 12 月末時点では史上最低の 7%という水準になっています。

現在ブラジルの経常収支は均衡しており、商品需要の落ち込みにもかかわらず海外直接投資は安定しています。通貨の下落によって、ブラジル資産は海外投資家にとって割安となっており、政策転換によって民間市場で幅広い資産に投資可能となりました。テメル大統領は経済を安定させるという公約を果たそうとしており、公共セクターの規模を縮小しようと、ブラジル電力という巨大企業の売却など 145 億米ドルに上る民営化プログラムに着手しています。

その他の改革への努力として、財政緊縮からの 20 年間にわたる公共支出の上限を設けたことや、コストの高い年金システムの改革が挙げられます。しかし、後者については次政権の課題となるかもしれません。

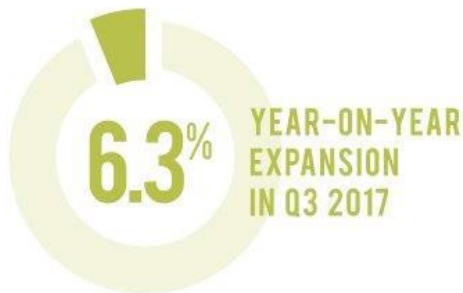
2018 年は総選挙キャンペーンに注目が集まり、投資家にとってはリスク要因となる可能性があります。汚職にまみれていることや経済が悪化したことから、旧来の政治家は不人気となっています。反政府のメッセージが反響する可能性はありますが、有権者が急進的な経済政策に惑わされることはないと考えています。

2018 年に中道右派政権が誕生し、現在の改革路線を推し進めるとみていることから、ブラジルに対しては慎重ながらも前向きな見通しを持っています。現地通貨建て債及び外貨建て債に投資妙味があると考えていると共に、通貨についても機動的な投資機会があると考えています。

## インド

2017年7-9月期の前年比成長率は6.3%

伝統的な金融政策は安全策すぎるのか



出所: Macrobond 及び現地情報提供機関

インドに良い時代をもたらす、とのモディ首相の情熱的な選挙公約実現へのプレッシャーが高まる中、在任期間の折り返し地点では経済成長は鈍化しています。2017年7-9月期の前年比成長率は6.3%となり、モディ首相の支持者は多くの成果があると言っています。ディーゼル価格の規制撤廃、調理用ガスへの補助金の削減、高額紙幣の廃止、物品・サービス税（GST）導入といった経済改革はモディ首相のリーダーシップの下で実現しましたが、雇用不足と所得の大きな不均衡という問題は残されています。一方、反対派は、伝統的な中央銀行の政策とインフレを抑えようとする政策が経済成長の鈍化を招いているという批判をしており、より大胆な後継者を望む声が上がっています。

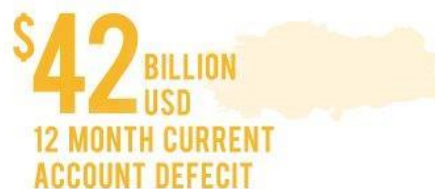
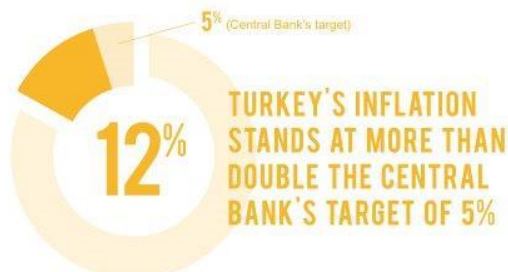
インドの経常収支と資金調達の質は2013年より改善しており、脆弱性が弱まり、中央銀行は利下げを行うことが可能となっています。これらを踏まえると、インドの改革ストーリーは進んでおり、フラジャイル・ファイブからの卒業につながっていると考えています。

現地通貨建て債は幾らかの投資価値があると思われませんが、やや慎重な立場を取っています。通貨の足場は固まっていると考えており、通貨リスクをヘッジせずに現地通貨建て債のポジションを取ることが、インドの財政状況の改善を考えると理に適っていると考えています。2019年の総選挙によって、更に前向きな投資見通しを持つことが出来るかもしれませんが、今年はインフレ指標に着目しています。

## トルコ

インフレ率は中銀のターゲットとする5%の二倍以上の12%

12ヶ月の経常赤字は420億米ドルに上る



出所: Macrobond 及び現地情報提供機関、2018年2月

フラジャイル・ファイブの中で、トルコ経済は引き続き問題を抱えており、2013年のファンダメンタルズの脆弱性の多くが今日もそのまま続いています。実際にインフレ率は12%を超え、中央銀行がターゲットとする5%の2倍以上の水準であり、中央銀行の低金利によって抑制されていない状況にあります。2017年7-9月期の実質GDPは11%となっており、経済の過熱感を示しています。しかし、経済の主要な問題は外貨資金調達です。トルコの1年間の経常赤字額は420億米ドルにのぼり、さらに1,700億米ドルの短期債務を抱えていることから、1年間で必要な外貨額は2,100億米ドル以上ですが、外貨準備で賄えるのはおおよそ半分にすぎません。

自国経済を支えるために、これほどまでに外貨資金調達に頼っている国にとって、さらに懸念となっているのが政治面です。貿易、投資、資金調達の3分の2は西欧諸国からのものですが、根幹となる外交関係は悪化しています。クルド人問題、シリア問題、ロシアとの関係、2016年7月に失敗に終わったクーデターに対する対処での対立など、圧力となるポイントは数多くあります。トルコと西欧諸国の関係はこの50年間で最悪の状態にあると考えており、これにより必要な外貨資金を得られる可能性が低下するかもしれません。

こうしたトレンドを受けて、トルコに対しては構造的に慎重なスタンスを取っています。しかし、高ベータの投資対象であるという認識は持っていることから、機動的な投資が求められると考えています。経済指標、政治的な進展、投資家のポジショニング、市場心理のモニタリングを怠ることなく、柔軟な姿勢を維持していきます。

この4年間でフラジャイル・ファイブには大きな差が生まれ、2013年と比べると、量的緩和の解消という次のステージを磐石な状態で迎えらるるとみています。エマージング経済において、安定した航海は稀にしか見られないかもしれませんが、インドネシア、ブラジル、インドはフラジャイルというレッテルから脱却することに成功し、より前向きな見通しと海外投資家からの興味を惹きつけていると考えています。南アフリカ経済の過熱感は収まってきたとみられるものの、政治面が魅力を削いでいます。しかし、2013年と比較すると先進国の金融引き締めに対して影響されにくい状況になったとみています。トルコは、地政学面及び経済面が絡み合っており、残念ながらフラジャイル・ワンとして取り残されていると考えています。2018年のフラジャイル候補としては、オマーン、カタール、バーレーン、レバノン、ウクライナ、パキスタンが挙げられると考えています。政治及び経済面での不安があることから、注意深く見ていきたい国です。

---

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。

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

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をご覧ください。

#### ■ 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（2018年2月2日）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。