



債務面でポジティブな進展が期待される国



カスパー・ハンス
シニア・ポートフォリオ・
マネジャー

投資適格債チーム

2023年11月

ギリシャは、大幅なレバレッジ解消を達成してきた、過去10年間の成功例の1つです。

対GDP負債比率の低下はソブリンの信用力を示す指標とされますが、足元では多くの国が正しい方向に向かっているようです。

過去長きに亘って低位に留まっていた金利は上昇し、この先12ヶ月間程度は大きな低下も予想されません。これは、構造的な変化を意味すると言えるでしょう。低い資金調達コストは、これまで長きに亘って各国にレバレッジを高めることを奨励してきましたが、今後はその反対の世界が待っているからです。

ソブリン債の投資家として、このようなレバレッジの解消プロセスを効率的に実施出来る国を探したいと考えます。その際に用いる指標の一つが、GDPに対する各国の総債務の比率です。同指標は完全ではなく、使用に際して注意も必要ですが、道しるべとしては有効です。

足元の環境下において、150%~200%という水準は保守的な水準とみています。そこに到達しそうな有望な国はあるでしょうか？ 以下では、ポジティブな進展が期待される3つの国をご紹介します。

ギリシャ：債務のサクセス・ストーリー

ギリシャは大幅なレバレッジ解消を達成してきた、過去10年間の成功例の1つです。市場で取引可能な(EUのローンではない)ギリシャの債務は足元でわずか90%になっており、2020年から40ポイントも減少しています。そしてその傾向は今後も続く予想しており、政府債務はさらに20ポイント減少すると予想しています。

今後6ヶ月間で、ギリシャのソブリン格付は主要な債券ベンチマークの構成要件を満たす投資適格級に格上げされるとみており、これが実現した場合、パッシブ型のファンドによる200億米ドル近い債券購入が予想されます。これはギリシャの取引可能な国債の4分の1程度に相当し、同国債のドイツ国債に対するスプレッドは大きく縮小するとみています。

より広範な経済及び政治的な状況も、さらなる進展に支援的です。ギリシャではグリーン化への移行が上手く行っており、太陽光発電は今年の夏、1ヶ月超に亘って、単独で同国の電力源となりました。また、今年6月には中道右派の現政権が再選し、この先数年間もギリシャが債務削減に取り組む姿勢であるとの我々の見方をより強固なものとしています。

スウェーデン：過去の教訓から学ぶ

スウェーデンは、1990年代の住宅及び債務危機からの教訓を学び、政府の債務水準は極めて低い状態(総債務で見て30%)で今回の危機を迎えました。高レバレッジであった民間セクターも、1年未満で総債務比率を180%から160%に低下させました。全体では、債務水準は300%から275%まで低下しています。

さらにスウェーデンは、それほどの痛みを伴わずにこれを成し遂げました。これは主に、純資産が豊富であることに起因します。住宅市場は流動性に乏しいものの、企業、そして家計は、株式市場やその他流動性に富んだ資産を十分に有していたため、負債の削減が可能となりました。

スウェーデンの真の状況は、対GDP比の指標が示す以上に良好であると言えるでしょう。家計の負債は対GDP比85%と、十分に管理可能です。スウェーデン企業には実質的に極めて国際的な企業が多く、スウェーデンのGDP対比で捉えた指標ほどにレバレッジを抱えていないと言えます。

米国：ソフト・ランディング期待

レバレッジ解消は究極的には健全なプロセスですが、その結果として混乱につながる場合もあり、ハード・ランディングやソフト・ランディングに関する議論もそのうちの1つです。

米国は一定のレバレッジ解消過程にあり、負債を自ら保有しているという事実も含めて、ポジティブな進展であると言えるでしょう。実際、米国債市場における海外保有比率は、過去5年間で40%から30%に低下しました。

フォワード金利は急上昇しましたが、極めて低い水準からの上昇であったことなどから、依然米国経済のソフト・ランディングを予想しています。しかし、政府債務の急増は米国において問題となり始めています。将来的に財政赤字が8%、総債務比率が120%から150%に上昇するとの見通しについては、パウエル米連邦準備制度理事会(FRB)議長も、その持続可能性に懐疑的な見方を示唆しています。今後数年間での米国債の純発行額を吸収するためには、一般家庭が保有する巨額の現金や株式からの、資金の転換が必要になると言えるでしょう。



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主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	イマ→ンク債	ハイブリッド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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、契約資産を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、別途記載のない限り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をご遠慮下さい。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