

AFRICAN BANKER AWARDS 2026



RBC BlueBay
Asset Management

ポリーナの視点：
ブラザヴィルのサプール – スタイルと本質の物語



ポリーナ・クルドヤフコ
エマージング債チームヘッド

2026年6月

私は最近、中部アフリカ経済通貨共同体（CEMAC）地域のダイナミクスを把握するためにコンゴ共和国を訪問しました。以下の点が印象的でした。

- ▶ 地域の結束がほころびつつある：CEMACの共通通貨とプールされた外貨準備は強みの源泉であるべきですが、同地域の外貨準備高は資源依存型経済に対してIMFが推奨する最低水準を下回っており、歴史的に安定の要と見なされてきたカメルーンは政治的空白に陥っています。
- ▶ 債務構成とガバナンスリスク：過去のIMFのコンディショナリティ（融資条件）により、各国は高コストかつ短期の国内資金調達を余儀なくされ、新たな脆弱性が生じています。一方、公的財政管理はCEMAC全体で具体的な懸念事項となっています。
- ▶ コンゴの前向きな将来への道筋：コンゴは税および税関申告のデジタル化、2026年7月までの単一国庫口座（TSA）の導入、および電力・石油・ガス補助金の再編などの改革を打ち出しています。また、鉱業から再生可能エネルギーまで、未開発の資源ポテンシャルも有しています。
- ▶ 今後6カ月がCEMACにとって重要：複数国とのIMFプログラム協議、原油価格の安定がもたらす一時的な財政的余裕、構造改革の機会を生む政治的移行、そして高まる国際投資家の注目などの複数の要因が揃い、変革が危機のいずれかを生み出すでしょう。

ブラザヴィル（コンゴ共和国の首都）のサプールをご存知でしょうか。非の打ちどころのないファッションセンスとカラフルな服装規定で知られるコンゴの紳士（サプールの）と淑女（サプーズ）によるこの注目すべきムーブメントは、ほとんどの投資家がつかめていない中央アフリカ地域の本質的な何かを表しています。CEMAC諸国が流動性ニーズの高まりに対応するため国際債券市場に目を向ける機会が増える中、この地域のダイナミクスを把握したいと考え、最近ブラザヴィルを訪問した際にこのことを思い出しました。

サプール自身が真のスタイルには個人の才能と集団的な評価の両方が必要であることを理解していると同様に、CEMAC6カ国は国家の優先事項と地域協調のバランスを取るという繊細な課題に直面しています。コンゴ共和国のような小国は、大規模な隣国と比較して、意外にも自国を変革しやすいかもしれません。コンゴ川の土手に立つと、そのコントラストに驚かされます。人口550万人のこの小さな国は、川の向こうに見える人口約1億人の隣国、コンゴ民主共和国（DRC）に比べると小さく見えます。しかし、コンゴ共和国のような国の成功には、個々の努力と同様に地域の結束が重要です。

地域の結束：ほころびる糸

CEMACは、財政調和なき通貨統合の複雑さを示す説得力のある事例となっています。この地域は、カメルーン、中央アフリカ共和国、チャド、コンゴ共和国、ガボン、および赤道ギニアの6カ国で構成されています。共通通貨（CFAフラン）、共通中央銀行（BEAC）が管理するプールされた外貨準備、およびIMFプログラムに関して集団的意思決定要件を持つこの地域の結束は、理論的には強みを提供するはずですが、私が見たのは、全体のデザインが崩れる恐れのある複数の緩んだ糸を持つタペストリーでした。

政策立案者との面談で、CEMAC諸国は課題が複雑に絡み合った状況にあることが明らかになりました。同地域の外貨準備高は輸入の3.8カ月分であり、資源依存型経済に対してIMFが推奨する最低水準の5か月分を下回っています。IMFの地域保証要件は特に逆説的なダイナミクスを生み出しています。基礎的財政黒字を計上しているコンゴ共和国のような国がIMFの目標を達成する意思と能力があっても、加盟国の大多数が政策コミットメントを示さない限り、プログラム融資を受けることができません。

しかし、債務問題に取り組むためにはIMFの支援が必要です。例えば、債務対GDP比率が90%を超えるコンゴ共和国の債務問題は、2014年から2015年の原油価格ショックと、プレファインシング契約を通じて資金調達された大規模投資プロジェクトに起因しています。これらの取り決めは主要プレーヤーとしてはトラフィグラ（大手資源商社）のみが残り、その後減少しており、2027年から2028年までに全額返済される見込みですが、同国は十分な速度で財政支出を抑制することができていません。

リーダーシップの空白：欠けた中心的存在としてのカメルーン

他のCEMAC諸国に関しては、取り組みの問題は往々にして意思と能力の問題です。カメルーンの場合、テクノクラートのレベルでは意思があるかもしれませんが、政治的空白を踏まえると、取り組む能力には疑問があります。論争となった選挙から8カ月が経過しても、同国は実効的な政府を持たず、大統領夫人と連携するグループと他の権力中枢との派閥争いに陥っています。同地域の市場参加者の中には、大統領自身がもはやリーダーシップを発揮していないと考える人もおり、副大統領のポストは空席のままです。一部の現地関係者は軍事介入の可能性を不安な水準である40%と見積もっており、リーダーシップの空白による影響が地域全体に波及する可能性があります。

カメルーンは伝統的に地域の要としての役割を果たしてきたため、これは特に衝撃的です。ある当局者が述べたように、「かつてはコートジボワールのように」です。同国は歴史的に同地域で最も低い金利で国際市場にアクセスし、安定化の役割を果たしてきました。しかし、現在の機能不全により、他国は代替となる資金調達に奔走する一方で、地域の政策協調は制約されています。

これは、アフリカで成功した変革の事例とは大きく対照的です。ベナンやコートジボワールのような国々は、テクノクラートの能力と政治的意思を一致させることに成功しました。コンゴ共和国の現財務大臣は、技術レベルでは明らかに正しいことをしようとしています。自動支払いシステムの導入、単一国庫口座の導入、エネルギーセクター改革の推進などです。しかし、地域協調にビジョンとリーダーシップが欠けている中で、政策レベルでの足並みをそろえることが依然として課題となっています。

債務構成のパラドックスと銀行セクターの制約

私が直面したもう一つの興味深い構造的問題は、以前のIMFのコンディショナリティがもたらした意図せざる結果でした。前回のプログラム期間中、IMFが対外借入の上限をゼロとすることに固執したことで、長期の新規対外借入が妨げられました。その代わりに、各国は短期で、高コストの国内資金調達に追い込まれ、新たな脆弱性が生まれました。コンゴ共和国のような国では、国内債務が総債務の60%以上を占めるようになっています。

新たなIMFプログラムを開始する場合、各国は難しい選択に直面します。長期の対外市場にアクセスしてIMFのコンディショナリティに違反し、将来の対外脆弱性を高めるリスクを負うか、国内市場の流動性が制約されている中で、国内債務負担を蓄積しながらプログラムの遵守を維持するかです。CEMACの銀行規制・監督機関である中部アフリカ銀行委員会のプルデンシャル規制は、銀行のソブリンエクスポージャーを総資産の30%に制限しているものの、ほとんどの金融機関はすでにこの基準に達しているか、違反しています。フランスの銀行が撤退し（低収益と高い資本要件を理由に）、国内銀行が国債保有で飽和状態にある中、新規の資金調達能力はひどく制約されています。

公的財政管理（PFM）：システム上の盲点

主要な懸念の一つは、基本的な政府運営において明らかな断絶がみられることです。私が面談した一部の上級政策立案者は、CEMAC全体で公的財政管理（PFM）は依然として問題を抱えたままと強調しました。これには、デジタル上の断絶、予算外支出の懸念、未払い債務の管理などが含まれます。コンゴの場合、財とサービスに対する年間支出はGDPの2.1%から5.8%に急増しており、多国間機関の幹部によると、この異例の急増は主に軍事支出によるものとされています。財務省と中央銀行は適切なデジタル連携を欠いており、依然として紙ベースのシステムで支払いを送信しています。これは、財政監視を損なうような根本的な断絶を生み出しており、銀行融資による請負契約を通じた予算外支出は、政府が正確に把握できないほどの多額の未払い債務を生み出しています。

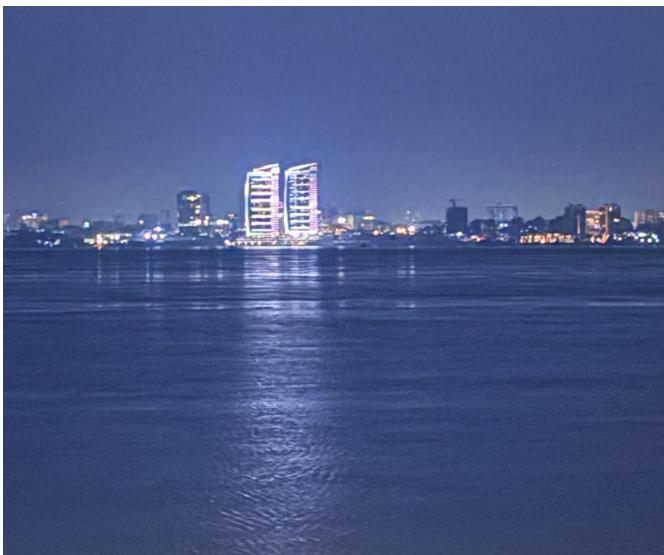
同様の問題は他のCEMAC諸国でも観察されています。例えば、フィッチはレポートの中で、ガボンの資本支出対GDP比率は11%に急増したため、財政赤字は2024年の対GDP比3.7%から2025年には12.2%へと急激に拡大したと指摘しています。これは過去数年間を大幅に上回っており、公的財政に大きな圧力をかけています。

即効性のある施策と天然資源の機会

これらの課題にもかかわらず、コンゴでは前向きな将来への道筋もみられています。財務大臣は、複数の「即効性のある施策」を説明しました。税および税関申告のデジタル化、2026年7月までに単一国庫口座（TSA）を導入、電力・石油・ガスの補助金に対処する包括的なエネルギーセクター改革です。行政上のハードルは残っているものの、これらの改革に対する政治的意思は最高レベルで存在しています。

素朴な生地を志と尊厳の表明に変えるサプールのように、CEMAC諸国は鉱業、リン酸塩、農業、再生可能エネルギーにおける未開発の可能性を持ち、驚くべき変革の潜在力を秘めています。コンゴだけが、ガス、リン酸塩、カリという稀な組み合わせを有しており、肥料生産を自給自足できる潜在力があると同時に輸出機会も生み出しています。

ブラザヴィルと隣国DRCの首都キンシャサを結ぶ橋のようなインフラプロジェクトは、地域内連結性が大きく向上する可能性を表している一方で、複数国にまたがるガス輸出プロジェクトは石油依存を超えた経済の多様化の機会を提供しています。



ブラザヴィルから川を挟んで向こう側に見えるキンシャサの眺め

今後6カ月：重要な分岐点

今後の期間はCEMACの軌道にとって極めて重要であり、今後6カ月が地域の進路を決定する可能性があります。複数の要因が揃い、変革が危機のいずれかを生み出すでしょう。複数国とのIMFプログラム協議、一時的な財政的余裕をもたらす原油価格の安定、構造改革の機会を生む政治的移行、そして好パフォーマンスを維持している高利回りのEMセグメントとしてこの地域に国際投資家の関心が高まっていることなどがその要因として挙げられます。しかし、タイムリーな実行が不可欠です。

リスクと投資機会：投資の視点

ポジティブな面では、原油価格の上昇が財政余地を提供すると同時に、イタリア開発金融やその他の譲許的融資は、適切に活用されれば変革を加速させる可能性があります。世界銀行だけでもコンゴに10億米ドルを提供しており、拡大の余地があります。より最近では、同地域の一部の国々もIMFプログラム交渉の開始前に国際市場にアクセスすることができ、流動性の圧力を一時的に緩和しました。

ネガティブシナリオは地域の分断を中心に想定されています。カメルーンでの権力移譲が停滞したまま、他国が高コストの国債発行や石油担保取引（最近のガボン政府とトラフィグラによる10億米ドルの石油担保取引など）を通じて債務を積み上げた場合、地域全体が信任の危機に直面する可能性があります。実際、投資家が潜在的なデフォルトに対して過敏なままである状況において、エマージング市場ユニバースのこの小さなセグメントが、より広範なエマージング市場に対する外部からのイメージを損なう可能性があります。

投資の観点から見ると、CEMACは好パフォーマンスを維持しているEM債の最も高利回りのセグメントであり、課題にもかかわらず投資家の継続的な注目を集めています。しかし、ガバナンスや透明性の基準に基づいて、国家間で大きな差別化が生じています。認識されているボラティリティとデフォルトリスクにより、グローバル債券投資におけるエマージング債券への配分が依然として低水準に留まる中、適切な開示を追求する国とデューデリジェンスなしにプライベート・プレースメントを選択する国との間のスプレッド差は拡大する一方でしょう。

サプールのパラドックス再考

ブラザヴィルのサプールとサプーズに話を戻すと、これらの卓越した人々は変革について何か奥深いことを理解しています。真のエレガンスには、個人の卓越性と集団的な承認の両方が必要だということです。彼らは単に個人的な満足のために着飾るのではなく、コミュニティ全体の志と達成の基準を高めるために着飾るのです。

CEMAC地域も同様の課題に直面しています。各国は健全な政策を追求し、目覚ましい変革を達成することができると思っています。コンゴの改革プログラムは、この可能性を示す説得力のある証拠であると考えています。しかし、集団的な成功には、財政協調や制度強化、透明性、良好なガバナンスへの共通のコミットメントといった複数の側面にまたがり同時に調整することが必要です。

ブラザヴィルのサプールは、この繊細なバランスを習得し、個人の志を集団的な達成に変えてきました。今後6カ月で、彼らの国、そしてより広範なCEMAC地域が同じことを成し遂げられるかどうかは明らかになるでしょう。これがCEMACの将来を決定づける問いとして残っています。



ディスクレーム

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 資産運用業協会会員、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ようになります。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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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、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



RBC BlueBay
Asset Management