

## CIO Weekly Perspectives

# アルゼンチンの現状を過度に悲観視する必要はありませんの実態を

Rob Drijkoningen , Gorky Urquieta,  
グローバル・エマージング債券 共同責任者、シニア・ポートフォリオ・マネージャー  
2018年5月23日

優複数の機関による協調的な対応策により、アルゼンチンにおける危機は一定程度沈静化しました。



今週の CIO Weekly Perspectives は、グローバル・エマージング債券共同責任者である [Rob Drijkoningen](#) および [Gorky Urquieta](#) が担当します。

[先々週の当コラム](#)にて、今年ラテンアメリカで予定されている選挙について取り上げましたが、アルゼンチンは選挙が予定されていなかったため、以前のコラムでは触れませんでした。しかし、アルゼンチンでは、同国通貨のペソは急落し、対米ドルでは年初から先週末時点で 25%下落するなど、市場による審査の時期を迎えています。

直近 2 カ月程度続いている米ドル高のトレンドは、エマージング市場の資産および通貨に下落圧力を与えています。そのなかでも、アルゼンチンは市場との不十分なコミュニケーション、中央銀行および政府間の連携の欠如、政策の失敗、中央銀行による対応の遅れなどにより、特に深刻な影響を受けています。

足元の危機は過去に起きた通貨危機における状況と類似している点が複数あります。しかし、今回は以前の危機とは一線を画すと考えられる出来事が 2 つ起こりました。一つは、国際通貨基金 (IMF) との間で融資枠の設定に関する協議に進展がみられたこと、もう一つは LEBAC と呼ばれるアルゼンチン短期中銀債のうち、6,210 億アルゼンチンペソ分 (260 億米ドル) の借換えを成功させたことです。

## インフレ

2015 年にマクリ大統領が就任する以前、同国は 10 年以上にわたり硬直的な経済政策を続けていたことから、今後はマクリ政権の下で、これまでの政策からの転換および各種改革による大きな成果が現れる可能性があると考えています。しかし、このような政策の転換の際には、財政・金融政策運営に対する逆風はつきものであり、実際に実体経済で成果が出るまでには時間を要します。特にインフレ率は依然として前年比 25% で推移しており、インフレ率の低下には想定以上の時間を要しています。中央銀行が 1 月の利下げを正当化するために、2018 年のインフレ目標の引き上げを行ったことも、現在のインフレ率の低下ペースをさらに遅らせる結果となりました。

市場からの売り圧力が高まるにつれて、中央銀行による大規模な為替介入では、資金流出を食い止めることができないことが明白となりました。このような状況に対し、これまでの前例に囚われない、より強固で協調的な措置がとられました。アルゼンチン政府・中央銀行は通貨防衛を目的に、短期国債市場の利回りが上昇するよう市場に介入し、3回の緊急利上げによって政策金利を40%と12.75%引き上げ、保有する米ドルの約5%を売却して自国通貨の買い支えを行いました。また、同国政府は2018年の基礎的財政収支の目標値を-3.2%から-2.7%へ0.5%引き上げるとともに、IMFと融資の要請に関する協議を開始し、また国際決済銀行から20億ドルの融資を受けることで合意しました。

アルゼンチンが取った前述の措置は実に有効であり、市場にとっても歓迎すべき行動でした。IMFへの支援要請を行ったことは特に重要であり、外部機関からの融資を受けるという政治的な代償を払いつつも英断を下すことが出来たマクリ政権はテクノクラートの集団であることを裏付ける結果となりました。フェルナンデス・デ・キルチネル前大統領は、2001年に起きたアルゼンチンの通貨危機はIMFによる政策介入に起因すると主張し、IMFによる介入や監視を回避するために、多額の財政負担を伴うにも関わらず、債務の一括返済を目指していたことを思い出すと、両者のとった行動は実に対照的です。

もっとも、こうした対応および救済措置が実際にどのように影響するのかに関しては依然不透明感があり、投資家は判断を決めかねている状態です。

## 足元の危機は乗り越えられる

当社では、アルゼンチン国債を引き続き強気にみえています。

直近行われた政策介入は、通貨の更なる下落を最小限に抑え、短期的にアルゼンチンのクレジットリスクの安定化に寄与するとみえています。2001年のデフォルト以降、債券市場から締め出されていた利点の1つは、同国の債務水準がGDP比で50%強程度と、相対的に低位な水準にあることです。先週、アルゼンチン短期中銀債は利回り40%で借換えされましたが、これはセカンダリー市場で取引されている利回りを下回っています。これに続き、約30億ドルに上る現地通貨建ての5年債および8年債の発行も成功させました。こうした状況は、投資家が足元の金融危機は十分に乗り越えられるものだと考えている証拠ともいえます。

また、当社ではマクリ政権による改革は成功するだろうとみえています。アルゼンチンにおける次の選挙は2019年後半まで実施されないことから、今後、同国における改革の成果を確認することができるのではないかと考えています。

## 評判

予定通りに改革が進めば、価格自由化が進んでおり、電力需要に応じて独占的な営業権を付与されている石油・ガス、公益、天然ガスセクターなどを中心に恩恵を受ける企業がでてくるとみえています。これらのセクターも、ペソ暴落の影響を受けると考えられますが、総じて事業環境は良好だといえます。

しかしながら、中央銀行に対する信頼の低下は避けられず、その独立性に対する懸念は高まっています。ハードカレンシー建て債券のスプレッドは魅力的な水準にあると考えていますが、現地通貨建ての債券については、一般に投資家層が短期的な時間軸でポートフォリオに影響を与える要因に対して敏感に反応する傾向にあることから、追加的なヘッドラインが発生した場合の脆弱性が高いと見ており、現地通貨建ての債券については慎重な投資スタンスを取っています。

- CIO Weekly Perspectives 配信サービスの申し込みは[こちら](#)。  
(ページ右上の配信サービス申込ボタンをクリック)

- 過去の CIO Weekly Perspectives は[こちら](#)。
  - Neuberger Berman ウェブサイト [www.nb.com/japan](http://www.nb.com/japan)
- 

当資料はニューバーガー・バーマン株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、本資料の如何なる内容も、投資、法務、会計又は税務に関するアドバイスを目的としておらず、また個別の有価証券等の勧誘等を目的とするものでもありません。当資料は、作成時点において信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、かかる情報(第三者からの情報を含む)のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性および妥当性について、明示または黙示を問わず表明または保証するものではありません。当資料に含まれる意見や見通しについては作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。当資料に記載する商品または運用戦略が、すべての投資家に適合するものではありません。また将来の市場環境の変動等により、運用方針が変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。個別銘柄はあくまで説明のための例示であり、特定銘柄の売買等の推奨、また価格等の上昇や下落を示唆するものではありません。外国有価証券並びに外貨建て有価証券への投資は、為替の変動や政治経済の情勢といった信用リスクを伴い、投資資産の価値並びに利子等に影響を及ぼすことがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。またデリバティブ取引では取引の額が保証金等の額を上回る場合があり、当該取引により生じた損失の額が証拠金の額を上回る可能性があります。当該取引の額の保証金等の額に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。投資一任契約に係る業務については、1.00%(年率、税抜き)を上限として投資一任契約に基づく報酬を徴収します。この投資運用報酬とは別に、かかる戦略を投資信託等の組入れにより実施する場合には、別途当該投資信託等の中での運用報酬等の諸費用が徴収されます。具体的な水準は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬率の徴収の有無等により商品毎または契約毎に異なり、またその他の諸条件も踏まえ個別案件毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。その他成功報酬がこれとは別に徴収されるものもあります。さらにその他の費用として、商品の種類、スキーム等により各種費用(経費、運営費用、ファイナンス・コスト、組成費用、取引手数料等)が発生しますが、これら諸費用は運用状況および資産規模等により変動しますので、その総額や上限等についてあらかじめ記載することができません。

ニューバーガー・バーマン株式会社  
Neuberger Berman East Asia Limited  
〒100-6512 東京都千代田区丸の内一丁目5番1号  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2094号  
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会