

2019年8月13日

アルゼンチン：5つの重要な論点

キャシー・ヘップワース, CFA, エマージング債共同責任者, PGIM フィクスト・インカム

フランシスコ・カンボス・オルティス, PhD, ラテンアメリカ・エコノミスト, マクロエコノミック・リサーチ・チーム

1. **概要**：8月11日のアルゼンチン予備選挙におけるマクリ大統領および与党右派政党の予期せぬ敗北が、アルゼンチン資産価格の大幅な再評価につながっている。予備選挙に関する世論調査では、野党候補が現職のマクリ候補よりも約4%優位に立つと予想され、これは10月27日の第一回投票と、場合により第二回投票での接戦を予想させるものだった。しかしながら、予備選挙の結果はアルバート・フェルナンデス氏が率いる中道左派が15%ポイント(47% vs 32%)リードする結果となった。アルゼンチンの選挙法では、候補者が45%以上の得票を得れば、第1回投票で勝利が決定するとされている。また、重要なブエノスアイレス州の州知事予備選挙でも、中道左派のキシロフ候補が、現職知事を17%もリードした。

この結果を踏まえると、第1回投票で野党が勝利する可能性が大幅に高まったと見込まれる。市場や世論調査では、高いインフレ率、低調な経済、変化を望むアルゼンチンの国民感情が過小評価されていた。2015年にマクリ氏が大統領に選出された背景には、経済状況の悪化があったが、有権者は「あなたの政策を試してみたが、うまく行かなかったので、別のことを試してみよう」と言っている状況である。我々の基本シナリオでは、フェルナンデス候補が10月の選挙で勝利すると見込んでいる。実際の選挙では予備選の結果よりも接戦になるかもしれないが、マクリ氏が勝利するには高いハードルがあると思われる。市場のボラティリティもマクリ氏に対して不利に働く可能性が高い。

2. **市場の反応**：アルゼンチンのドル建てとユーロ建てのハードカレンシー債券は25ポイント以上下落している。現在、多くの債券はすべての年限にわたり50ポイント台前半で取引され、2021年と2022年満期の債券は、これよりもやや高い水準で取引されている。通貨は当初20%以上下落し、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)は1,500bps近く拡大し、ほぼ80%のデフォルト確率を織り込んでいる状況となっている。中央銀行は政策金利を1,000bps引き上げて74%とした。アルゼンチンの株式市場は、選挙の翌日に38%下落した。年内はインフレ率が対前月比で平均3~3.5%上昇し、12月には年率46~50%程度のインフレ率に達すると見られる。経済活動は2020年までマイナスで推移し、来年は0.5%のマイナス成長を見込んでいる(図1を参照)。特に大半のエマージング投資家がアルゼンチンをオーバー・ウェイトするという需給面が状況を悪化させており、合理的と思われる水準よりも大きな価格下落を引き起こしている。
3. **どのような要因が短期的な信用回復をもたらすか**：市場が安定化するためには、通貨が安定し、当面の債券の借り替えが円滑に行われる必要がある。しかし、これが実現する可能性は低い。我々は、当面、通貨、債券の借り換え、ドル化、資本逃避といった市場指標に目を向けるべきであろう。短期的には(選挙前、選挙後、そして新政権が12月10日に就任するまで)、市場はフェルナンデス大統領候補の発言に焦点を当て、こうした発言により市場が落ち着きを取り戻すかどうか注目するだろう。フェルナンデス候補は予備選翌日に債務不履行を望んでいないとコメントしている。一方で、マクリ氏が同国を脆弱にしたと非難した。フェルナンデス陣営(副大統領候補のクリスティーナ・キルチネル氏。2003年から2015年には大統領を務め、非伝統的政策を採用し、マクロ経済に大きな歪みを引き起こした)は、中道左派でポピュリスト指向であり、政権変更によってIMFプログラムの継続と債券の利払い・返済について確信は得られていない。フェルナンデス氏が市場を安定させるインセンティブは現在、低下しているが、選挙後(フェルナンデス氏が勝利した場合)には、インセンティブは現在より高まる可能性が大きいと思われる。現在の債券価格は1年以内のデフォルトを織り込んだ水準になっている。

4. **我々はどうのような要因に着目すべきか** : IMF は現在、次回の資金供与を検討中である。9月の資金供与額(約 55 億米ドル)は、予備選挙の結果から生じる不確実性を考慮すると疑問視されるが、我々は IMF が資金供与と考えている。さらに、市場は、フェルナンデス政権が、誰を財務大臣や中央銀行総裁に指名するのかに注目している。そして最も重要なことは、通貨と準備預金が通貨を支えるためにどの程度使われるかに注目しておくことである。また、今後数カ月間の現地通貨建債券(100~110 億米ドル)と、中央銀行短期債の借り換えを注視する必要がある。現地通貨からドル化される可能性のある中央銀行預け入れ預金は、およそ 200 億米ドルであると推定されている。これらすべてが準備預金の水準に影響を与える。総外貨準備高は現在 660 億米ドルであり、純準備高は 200 億米ドル近くにのぼる。マクリ政権は通貨を防衛するために多額の準備金を使うことはない我々は考えているが、借り換えのスケジュールに対処するために利用可能な資金を確保したいはずである。また、資本規制が課される可能性もある。選挙戦が進展するにつれ、対外的な流動性の状況が厳しくなる可能性があり、信頼感が安定することが求められる。
5. **アルゼンチンは債務不履行に陥るか** : 債務不履行の可能性が無いとは言い切れないが、次期政権が構造改革を実行し、財政再建の足掛かりをつかむために切望される時間を稼ぐには、債務管理がはるかに有効な手段であることが分かってくる可能性も考えられる。今後数年間に発生するすべての公的部門の満期と利払いを考慮すると、同国の資金調達ニーズは大きい。予想される通貨安により、GDP に占める公的部門の負債の割合は 90%を超える可能性が高いため、対外支払能力が問題となる。総額約 3,250 億ドルの公的部門の債務のうち、対外債務は 770 億ドルにすぎない。IMF の支援があれば、海外法準拠の外貨建債券の償還スケジュールは十分に対応可能であることには留意すべきである。海外法準拠の外貨建債券の償還額は、来年が 4 億ドル、2021 年は 45 億ドル、2022 年は 47 億ドルであり、一見して管理可能な金額である。しかし、現行の IMF プログラムでは、2021 年の返済開始が要件となっている。IMF が設定した信用枠は 560 億ドルを超えており(うち約 440 億ドルの融資実行済)、今後 5 年間の返済額は、年間 30 億ドルから 60 億ドル程度である。マクリ大統領が再選されれば、IMF は現在の融資プログラムを EFF(拡張ファンド・ファシリティ)に転換し、満期を延ばすと予想されていたが、現時点では、この可能性は低い。IMF が満期を延長しなければならない場合、IMF は他の対外債務を債務管理に含めることを要求する可能性がある。

これらの対外債務の返済に加えて、国内法準拠の米ドル建てと米ドル連動型債券の借り換え、償却があり、更にペソ建て債券もある。国内市場、特に地方公共セクターは、これらのペソやドル建ての借り換えの一部を吸収することができると見られる。今後数年間の利払いは年間 190 億ドル近くに上ると推計される。こうした環境では、均衡のとれた経常収支と貿易黒字はプラス要因である。投資家の信頼失墜と新たなマクロ動向を考慮すると、部分的な債務の再編やリストラクチャリングもあり得ると思われる。

当面の問題は、どのようなタイプの債務の再編・リストラが起きるかということである。市場が望むような着地点が見いだせるのか、あるいはハードランディングで債務不履行となるのか? フェルナンデス氏が次期大統領になると仮定した場合、IMF や投資家と協力することは、彼にとって最善の利益である。次期政権は、債務管理や債務再編、停滞する経済状況の責任を、マクリ現政権に押し付けると同時に、IMF による信用枠を維持するための財政調整にもコミットすることができる。このシナリオでは、アルゼンチン国内機関は、国内で発行された債券(ドル建てとペソ建て)の満期を延長するよう要求される可能性があるが、海外法準拠債券については、満期の延長またはクーポンの改定で済まされる。これらが、IMF の支援と信頼できる政策の枠組みの下で正しい文脈で実施されれば、債券価格が現在の水準から 70 ポイント以上へと回復する可能性があることを示唆している。これが我々の基本シナリオであり、これを前提とした場合、債券価格の上値余地は大きい。

50 ポイント台の現在の価格は、多くのグアンスサイドのシナリオを織り込んだ水準である。10月27日の選挙前までの短期的な視点では、テクニカル面の弱さ(大半のエマージング投資家はオーバー・ウェイト)を考慮すると、価格がやや下落する可能性がある。そして、中期的に事態を安定化させるためには、労働、税、社会保障の改革が必要である。次期政府がこれらの改革にどのようにコミットするかは明らかではないが、フェルナンデス氏が政策運営の成功とマクロ経済の安定を望むならば、実務的な選択をする可能性が高い。

友好的でない「ハードな債務不履行」の場合は、デフォルト債券の回収価値が 40 米ドル台となる可能性がある。もし市場が 12 月まで悪化し続ければ、この確率は上昇するが、フェルナンデス氏が次期大統領に選出された後、新政権が市場を落ち着かせるように動き、このシナリオの確率を下げると予想している。

投資戦略： 予備選挙のショック、劇的な価格下落、テクニカル面の弱さを考慮すると、アルゼンチンの先進国通貨建て資産に対するエクスポージャーを現在の価格水準で削減することは賢明でないと考えられ、中期的には上振れの可能性があると考えている。したがって、事態がより明確になるまで現在のポジションを維持する方向で考えている。

我々の基本ケースは、フェルナンデス氏の勝利を前提としている。海外法準拠のドル建債券について債務再編やリストラが行われた場合、回収価値は現在の水準よりも十分に高くなると推定している(図 1 を参照)。

図 1 : PGIM フィクスト・インカムによるアルゼンチンのマクロ経済予測

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GDP, % YoY	2.4	-2.5	2.7	-2.1	2.7	-2.5	-2.4	-0.5
Curr Acct Bal, % GDP	-2.1	-1.6	-2.7	-2.7	-4.9	-5.1	-1.6	-1.1
FX Reserves, \$bn	28.1	29.0	23.4	36.3	53.0	64.0	55.8	52.2
Govt Debt/GDP, %	39.3	41.2	52.9	53.2	56.1	85.5	89.6	91.9
Primary Balance, % GDP	-2.4	-3.5	-4.1	-4.2	-3.8	-2.6	-0.5	0.0
Fiscal Balance, % GDP	-3.7	-5.0	-6.2	-5.8	-5.9	-5.2	-3.5	-3.3

出所 : PGIM フィクスト・インカム (2019 年 8 月現在)

留意事項1

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2019年8月現在。

PGIM フィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社であるPGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIM フィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界における次の事業も含まれます。(i) ロンドンのPGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京のPGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iii) シンガポールのPGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルデンシャル社とはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たって、PGIMはお客様に対して受託者としての役割を果たしているではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたしません。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

英国および欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の2014/65/EUに定義されているプロの投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2019 PFI and its related entities.

2019-3922

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Argentina: 5 Key Questions"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびブロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392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
PGIMJ201908140885