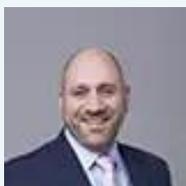




南アフリカ: 明るい未来?



ティモシー・アッシュ
シニア・ソブリン・ストラテジスト
エマーシング債チーム



ブレント・デービッド
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
エマーシング債チーム
通貨担当



ギャリー・セジウィック
ポートフォリオ・マネジャー
エマーシング債チーム

2024年10月

今年、世界中で数多くの選挙が行われており、エマーシング市場も例外ではありません。その中でも、国レベルで、また金融市場に及んだ影響が大きかったのは南アフリカでした。エマーシング債券チームの3名が、これまでの政府の取り組みと、経済と市場への影響を解説します。

背景: 南アフリカの5月末の総選挙では、アフリカ民族会議（ANC）が議会の過半数議席を失い、国民統一政府（GNU）が結成されました。この政党は、ANCと民主同盟（DA）に加え、少数の小規模政党で構成されていますが、重要なこととしてより急進的な政策で知られる「経済的解放の闘士（EFF）」は含まれていません。この結果は、エネルギーセクターのパフォーマンス改善や財政収支の安定化、さらなる経済成長などここ最近見られるポジティブな経済モメンタムの継続に弾みをつけています。

市場とポジション: 中期的には、南アフリカ資産、特に現地通貨建て債に対して前向きな見方を持っています。選挙および新政権の誕生後、資産が大幅に上昇したにもかかわらず、イールドカーブは依然として大きくスティープ化しており、アセットスワップはワイド化しています。こうした中、成長見通しの改善、財政ルールが見直される可能性、インフレ目標の変化などは、イールドカーブのフラット化やスプレッド縮小をさらに進展させる方向に作用します。より短期的には、南アフリカ・ランドは、米連邦準備制度理事会（FRB）の政策や商品価格の方向感など世界的なマクロ要因に対して引き続き脆弱でしょう。外貨建て資産についても建設的に見ており、現地通貨建て債と同様に、スプレッド・カーブがスティープ化する中、長期ゾーンを選好しています。さらなる経済成長や財政緊縮政策、長期的な債務の持続可能性に対する懸念の減少をもたらす改革に進展が見られれば、スプレッド・カーブのフラット化とアウトパフォームの大きな余地があると思われます。

政治的安定対経済的潜在力: これは、南アフリカの経済的潜在力を解放するために必要な要因の一つであると考えています。労働、教育、犯罪対策に關する大胆な構造改革や民間セクターの経済インフラへの参入を促す取り組みは、より長期的な潜在成長力を確実なものとするでしょう。

リスクと想定される政策の行き詰まり: 経済政策は、概ね主要政党間で足並みが揃っています。より大きなリスクは、ブラック・エコノミック・エンパワメント政策、国民健康保険、および長年の地政学の面での政党間意見の不一致から生じると考えています。しかし、私たちは、GNUの2大政党は、政党間の関係維持が自らの最大の利益であると感じていると考えています。ANC内にはひずみがあり、教育法案をめぐる緊張が表面化しつつあります。これに関連して、ANC幹部の要求によりDAや他の政党との摩擦を引き起こす可能性があります。ここで注視したいのは、以前のアパルトヘイト政策のレガシーであるセンターオブエクセレンス（優秀な人材を集約する組織）を維持しつつ（すなわち、選抜教育）、より効果的で公平な教育を、人々に提供できるかということです。

今後の政治的安定: 短期から中期的に政治的安定は維持されるとみており、ANCの新たなリーダーが選出される2027年の次回のANC党大会までは問題は生じないと考えています。DAは、今こそ国の管理と改革において影響を与えるチャンスであると認識しており、最近の教育法案を巡って見られたように、権力維持のために妥協する意思があるでしょう。ANCが政権を維持するためにパートナーを必要としていることも事実です。しかし、その結果、ANCが次回の総選挙を見据える中で、GNU内で分裂が起きやすくなるというシナリオもあります。

改革への前向きな見方: 国営電力会社であるEskom社など国営企業（SOE）の改革が進んでいますが、これはおそらく、前政権からのモメンタムによるものです。また、同国の鉄道公社であるTransnet社にも、期待が持てる改革の兆しが見えてきています。政府は、国営企業の競争相手として民間セクターを参入させることで、何が機能するかを理解してきていると考えられます。

改革成功のシグナルとしてのデータ: 多様な税金による歳入創出、歳出管理、効率化がもたらす財政面の効果を追跡することが重要と考えています。ここ数年続いた計画停電の問題に関しては、Eskom社のエネルギー利用可能率（EAF）を追跡していきます。現時点ではほとんどが状況維持による回復であると見えていますが、EAFの継続的な改善は、同社の改革および、同国の成長を支える電力供給の安定性を確認する上で重要な手がかりとなるでしょう。Transnet社に関しては、鉄道や港湾の貨物量や物流に関する指標などを注視していきます。

エネルギーの安定供給とインフラの改善: エネルギー供給の安定性は過去に比べて問題ではないと考えており、独立系発電事業者（IPP）プロセスと自家発電の両方を通じて、膨大な再生可能エネルギーがオンライン化されました。コストは減少しており、IPPはオンライン化されることがはるかに魅力的になっています。今では多くの発電が遠隔地で行われるため、送電分野での成長は重要であり、今後のインフラの重点分野となります。供給面での制約は少なく、今後もこの状況は継続すると見えています。現在、インフラにおいてより重大なストレスとなっているのは、鉄道や港湾の物流だけでなく、特に政治的なホットスポットであるクワズールー・ナタール地域における水の安定供給でしょう。

FDIを通じた潜在力の開放: 南アフリカは以前は海外直接投資（FDI）の輸出国であるなかで、残念な状況にあります。対内直接投資が増えない理由には、同国が常に誤った理由、例えば、電力不足、犯罪、鉄道の整備不足、ストライキ、非効率な公共交通システム、技能不足/頭脳流出、汚職といったニュースで注目されていたことが考えられます。しかし、GNUの取り組みにより一連のニュースは好転し始めていると考えています。計画停電の状況に改善が見られており、Transnet社がEskom社の立て直しストーリーの追い風になることも期待されています。ハンガリーの自動車産業の例のように、FDIでの目立ったサクセスストーリーは先導役として役立つでしょう。FDIは、持続可能な経済成長の推進力（すなわち、債券発行に頼らない資金調達）として重要であると同時に、多国籍企業が国際的なベスト・プラクティスをもたらす傾向があるため、技術変化/生産性向上をもたらすことにも役立っています。ハンガリーの例と同様に、クラスター効果は好循環を生み出すことができます。

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 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
	ヘッジ戦略	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、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management