



アルゼンチン:今回は違うのか?

ローレンス・ベンサフィ
新興国株式チーム副部長

2025年1月

「アルゼンチンの株式市場は100%上昇し、2024年には最もパフォーマンスの良い国のひとつとなりました。」

アルゼンチンは、新興国市場で最も興味深い国のひとつであるにもかかわらず、MSCI指数でも「新興国」に分類されておらず、私たちの投資ユニバースに含まれていません。政治的・経済的な不安定さによって、同国の株式市場は過去15年間で数回にわたって「新興国」への格上げと除外を繰り返しており、2021年以降は、資本規制があることから「スタンドアローン」として分類されています。

しかし、約1年前にハビエル・ミレイ氏が大統領に選出され、その後の国の立て直しの進展により、アルゼンチンの株式市場は100%上昇し、2024年には最もパフォーマンスの良い国のひとつとなりました¹。その結果、投資家が再び関心を示していることは不思議ではありません。そこで、私たちは、株式市場の上昇の持続可能性に関する見通しをまとめ、潜在的な投資機会を探るために、同国を訪問することにしました。

2023年10月の大統領選挙で、自由至上主義、超保守的、極右ポピュリストとレッテルを貼られたミレイ氏が勝利し、世界を驚かせました。同氏が引き継いだのは、外貨準備がなく、為替は公式レートと非公式のレートに100%の差があり、インフレ率は200%に近く、財政赤字は4%を超え、国際的な債券市場へのアクセスがない国でした²。アルゼンチンの国債は過去に9回デフォルトしており、10回目が見近に迫っていました。言い換えれば、国は破産状態であり、再建を予想することは難しい状況でした。

¹ MSCIアルゼンチン指数（米ドル建て）

² フルムバーグ

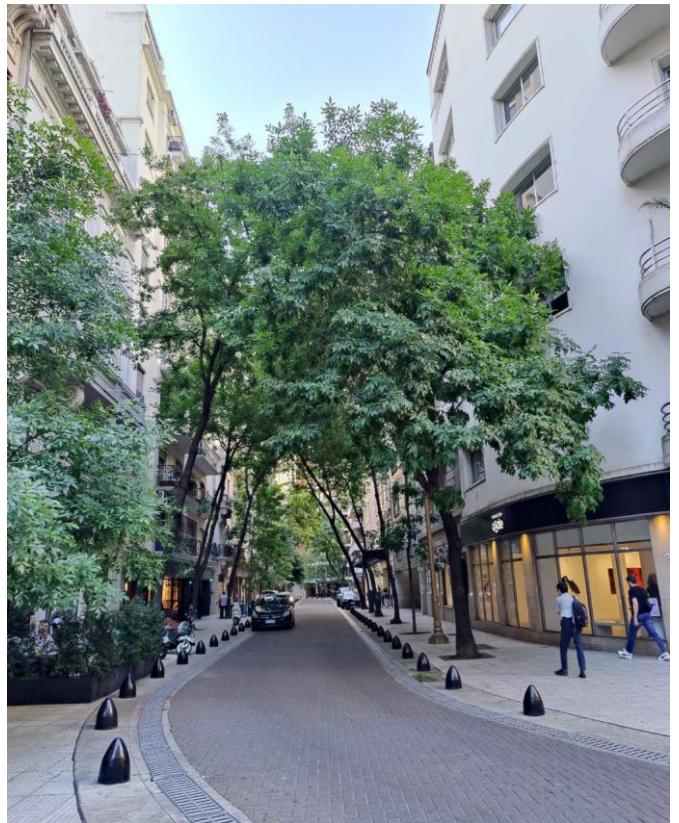
アルゼンチンは他のラテンアメリカ諸国とは状況が異なります。4,700万人の人口の大部分（97%）はスペイン系およびイタリア系であり、19世紀末からの多くの欧州移民によって形成されています。実際、ブエノスアイレスの優雅な並木道には、欧州の雰囲気があります。1900年頃、アルゼンチンは世界でも有数の富裕国であり、一人当たりGDPは高く、ドイツ、フランス、カナダなどの国に匹敵していました。1913年のアルゼンチンの一人当たりGDPは、英国の約70%であり、イタリアや日本よりも高いものでした³。この国の富は、肥沃な土地（パンパ）と高度な農業技術のおかげで、牛肉、穀物、羊毛の輸出によってもたらされました。アルゼンチンはこの期間、世界経済において重要な役割を担い、世界GDPにおけるシェアは、1870年の0.1%から1913年の2.4%まで成長しました⁴。第二次世界大戦の終わりまでに、アルゼンチンは47,000キロメートルを超える世界最大級の鉄道網を有していました。しかし、20世紀を通じて政治的不安定、保護主義政策、経済政策の失敗、貿易と産業の世界的な変化などの要因によって衰退しました。

国民はこの状況に不満を抱き、何か違うことに挑戦する準備が整っていたことを受けて、ミレイ氏は選挙で勝利しました。同氏の独特の外見、態度、コミュニケーション方法（例えば、髪型、チェーンソーを振り回す、ロックコンサートを行う）により、期待は低く、懐疑的な見方が強くありました。

「ミレイ氏が国の立て直しの権限を与えられたとき、彼の公約は、財政赤字と通貨発行をゼロにすることでした。1年も経たないうちに、通貨の切り下げを通じて、すでに安定化計画の第1段階を実現させています。」

しかし、ミレイ大統領は過小評価されていた可能性があります。実際、彼は鋭い経済学者であり、優れた経済チームを抱え、これまでのところ非常に現実的で、差し迫った問題に焦点を当てています。中央銀行の閉鎖や経済のドル化などの挑戦的な選挙公約は（まだ）実現させていません。

「お金がない」という意味の「ノー・ヘイ・プラタ」は、ミレイ大統領が政府の歳出を削減し、貧困層の割合を50%にしたにもかかわらず、これほどの人気を保ち続けていることについて尋ねたとき、多くの地元民が繰り返した言葉です。



ブエノスアイレスの並木道

ミレイ氏が国の立て直しの権限を与えられたとき、彼の公約は、財政赤字と通貨発行をゼロにすることでした。1年も経たないうちに、通貨の切り下げを通じて、すでに安定化計画の第1段階を実現させています。

まず、アルゼンチン・ペソは2023年12月に1日で100%切り下げられ、同月のインフレ率は25.5%へと急上昇しました⁵。その後、2024年1-3月期に歳出は35%削減されました。顕著な削減対象は退職給付金、資本支出、補助金、および運営経費でした。通貨の切り下げは、15年ぶりにプライマリーバランスの赤字をほぼ即座に黒字に転換させる一助となりました⁶。

財政再建のためのいくつかのメカニズムを通じて、通貨発行の停止や急激な緊縮財政により、月次のインフレ率は2024年10月には2.7%と、3年ぶりの水準にまで急速に低下しました。経済活動は停滞しているようですが、中央銀行は利下げを始めており、2025年のGDPは、2024年から5%以上の成長になる可能性があります。対外収支は改善しており、2024年の経常収支は黒字が見込まれ、今後2年間は石油・ガス生産の力強い成長によりさらなる改善が見込まれています⁷。

3 アルゼンチンに何が起きたか? - The New York Times [\(Link\)](#)。

4 アルゼンチンのベルエポック（1870-1913）における移住と貿易 [\(Link\)](#)。

5 アルゼンチンはペソを切り下げ、財政赤字「依存症」を治すため歳出を削減する | Reuters [\(Link\)](#)

6 ガリシア銀行、経済省とINDECに基づく、2024年9月

7 アルゼンチンの安定化計画の第2段階: いまだ時間との闘い [\(Link\)](#)

これまでのところ、国民はインフレ率の低下と経済成長の回復を歓迎しているため、ミレイ大統領は依然としてかなり人気がありますが、私たちが訪問中に感じた最大の短期的リスクは今年の中間議会選挙です。ミレイ大統領は現在、下院で改革法案を通過させるための過半数の議席を有していないことから、これは党の議席を拡大する鍵となるでしょう。親ビジネス改革派のマクリ元大統領は、プロジェクトが最終的にアルゼンチン人の生活水準を向上させると国民に納得させることができず、選出から2年後の2019年に権力を失うことになりました。

今後数ヶ月は、同国にとって極めて重要です。経済状況は依然として非常に脆弱であり、マイナスの外貨準備高と2025年に返済予定の高水準の債務を抱えています。資本規制は依然として実施されています。その撤廃は同国に多大な投資と資金を呼び込むための鍵となりますが、時期については明確ではありません。2024年7月に成立した「アルゼンチン人の自由のための基盤および出発点に関する法律」により導入された「大型投資奨励制度（RIGI）」は、同国への外国民間投資を促進する一つの材料となります。すでに2つの主要なセクターであるエネルギーと鉱業を中心に複数の案件が2024年に承認されています。最近の石油・ガスへの投資と合わせると、輸出は2030年までに倍増し、これは同国にとってゲームチェンジャーとなる可能性があります。

「大型投資奨励制度（RIGI）」は、同国への外国民間投資を促進する一つの材料となります。」

2025年10月以降、ミレイ大統領が権力を維持しても、今後数年間は多くの課題に直面するでしょう。例えば、インフラ、教育、ヘルスケアの分野では、政府はある時点で支出を再開する必要があります。これによって構造改革を進め、製造業の発展、外国投資の誘致、資源産業への依存度低下を促す必要があります。今後数年にわたって見込まれる経済成長が、人口の大部分を貧困から救い出すのに不十分であれば、同国は昔のパターンに戻る可能性があると考えています。結局、依然として資源価格のような外的要因が左右する状況が続いています。

投資機会

アルゼンチンでの3日間、大手市場企業の経営陣と面談し、エコノミストとディスカッションを行い、タクシーの運転手をはじめとする地元住民とも簡単な会話をしました。これらの会話から、今回は違うかもしれないという期待が芽生えました。最大手企業の1社のCFOは、「ミレイ氏に投票しなかったが、ミレイ大統領がこれまで行ってきた変化を考慮すると、今年は喜んで投票する」と語ってくれました。

他の新興国と比較して、経営陣と話をするときには欧州の影響を受けていると感じました。また、出会った経営陣の質の高さにも感銘を受けました。



農業企業の本社訪問

実際、私たちは同国最大の民間銀行2行と話をしましたが、非常に不安定で困難な環境下で経営しているにもかかわらず、ここ数年間は黒字を維持しています。アルゼンチンは、依然として世界で最も銀行普及率が低い国の一つであることを思い出しました。ガリシア銀行によれば、GDPに対するローンの比率は、メキシコが37%、チリが99%であるのに対し、アルゼンチンはわずか9%です。従って、成長の可能性は大きく、また、そのために必要となる資金を銀行は有しています。

美しいブエノスアイレスの街を眺め、印象的な経営陣と話していると、ついつい同国に夢中になってしまいます。しかし、多くの投資家が過去に痛い目に遭っており、不確実性とリスクが高いため、私たちは変わらず慎重な姿勢を保っています。今後1年は、同国にとって極めて重要な時期となるでしょう。私たちは、同国に進展があったことを認識しています。一方、バリュエーションを見ると長期的および地域的な平均を下回ったままであることから、株式市場はこの進展を部分的に織り込んだに過ぎません。

慎重にエクスポージャーを取るひとつの方法は、アルゼンチンで事業を展開しているラテンアメリカの企業を経由することです。例えば、チリやブラジルに拠点を置く食品・衣料品小売業者の多くはアルゼンチンに店舗を持っています。その一方で、資本規制の影響もあり、株式市場はアルゼンチンでの事業価値をゼロと見なす傾向があります。アルゼンチンから利益を得ることは非常に困難であることを意味しています。

ブエノスアイレスを発つにあたり、私たちはアルゼンチン人の楽観主義にならない、今回は本当に違う、となることを願っています。

執筆者

ローレンス・ベンサフィ、CFA

ポートフォリオ・マネジャー兼新興国市場株式副部長



RBCブルーベイ（RBCグローバル・アセット・マネジメントの北米外事業）のマネージング・ディレクター、ポートフォリオ・マネジャー兼新興国市場株式副部長。2013年の入社以前は、英国の大手資産運用会社の新興国株式チームのヘッドとして、グローバル・エマージング・マーケット・インカム・ファンドの運用、定量的銘柄選択・分析モデルの開発を担当。1998年、欧州の大手資産運用会社のクオンツ・アナリストとして投資キャリアをスタート。ポートフォリオ構築及び銘柄選定プロセスを支援するクオンツ・モデルの開発を通じて、欧州株式及びグローバル株式のポートフォリオ運用をサポート。1997年にフランスのトゥールーズ大学でMagistère d'Économiste Statisticien & D.E.S.S. Statistique et Économétrieを取得。CFAチャーターホルダー。

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

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management (UK) Limited、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay
Asset Management

■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。

