

Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文
シニア・ストラテジスト



アルゼンチン、格上げの背景は構造改革への評価

フィッチ・レーティングスは、アルゼンチンの信用格付けを引き上げた。背景には、IMFの経済支援プログラム承認や為替制度の柔軟化などが挙げられる。ミレイ大統領の構造改革を受けインフレが鈍化した一方で、経済成長率はマイナスとなる局面もあった。しかし今後は実質購買力の改善を背景に成長率の回復が見込まれる。アルゼンチンの構造改革は道半ばの面もある。今後の持続性が課題となろう。

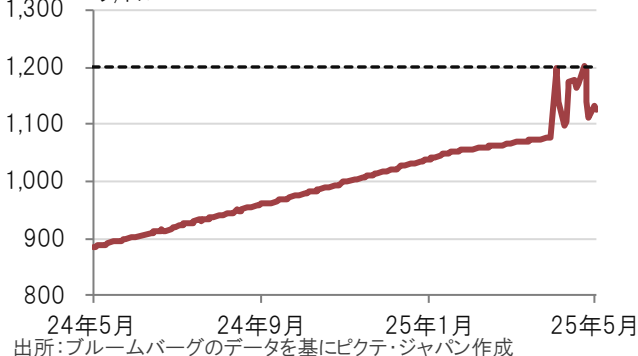
■ アルゼンチン格上げ、IMFからの経済支援や為替制度改革を評価

格付け会社フィッチ・レーティングス(フィッチ)は、5月12日にアルゼンチンの自国通貨建て長期発行体デフォルト格付け、長期発行体デフォルト格付けをCCCからCCC+へ格上げした。

フィッチがアルゼンチンを格上げた背景は、国際通貨基金(IMF)が同国に対し新たな経済支援プログラム(拡大信用供与(EFF))を承認したことと、承認の条件でもあった為替制度の柔軟化により、対外ポジションの改善が見られた点などを評価した(図表1参照)。23年12月に就任したアルゼンチンのミレイ大統領は自由至上主義(リバタリアニズム)を標榜し、様々な改革を導入した。構造改革の導入によりアルゼンチン経済などに混乱も見られたが、成果も現れているようだ。

図表1: アルゼンチンペソ(対ドル)レートの推移

日次、期間: 2024年5月14日～2025年5月14日、点線はバンド制の中心
ペソ/ドル



■ アルゼンチンのインフレ鈍化はGDP成長率を押し上げる可能性も

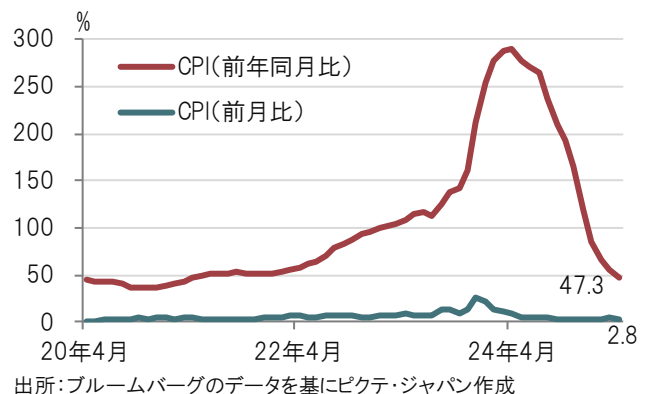
アルゼンチンの信用格付けはフィッチのみならず、ムーディーズ・インベスターズ・サービスなどの格付け会社も、一連の構造改革を背景に格上げする傾向にある。今回はフィッチの格上げ理由を中心に振り返る。

改革の成果が実感できるのはインフレ動向だろう。アルゼンチンの4月の全国消費者物価指数(CPI)は前年同月比で47.3%上昇と、24年4月の前年同月比289%をピークに、12カ月連続で鈍化した(図表2参照)。フィッチの予想では25年末には28%程度にまで鈍化することが見込まれている。

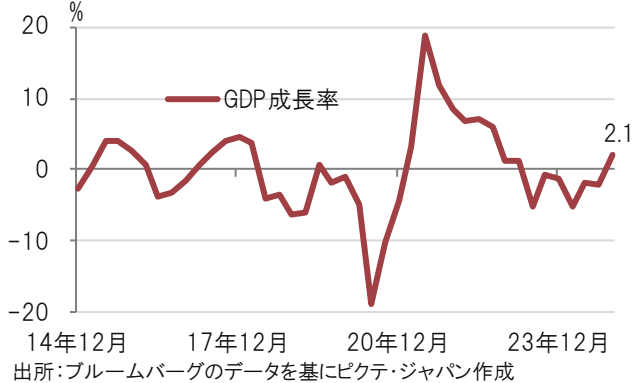
しかし、ミレイ政権の改革は当初、アルゼンチン国民に改革の代償としてGDP(国内総生産)成長率

図表2: アルゼンチンの消費者物価指数(CPI)の推移

月次、期間: 2020年4月～2025年4月、前年同月比、前月比



図表3: アルゼンチンのGDP(国内総生産)成長率の推移
四半期、期間: 2014年10-12月期~2024年10-12月期、前年同期比



に影響が及んだ。24年のGDP成長率はマイナス1.7%と、フィッチの当初の想定を下回る成長率となった(図表3参照)。背景として、ミレイ政権による省庁縮小などに伴う公務員削減や、雇用環境の悪化、また社会保障の削減などが挙げられる。また、図表1にあるように政権発足後のインフレ率の上昇は実質購買力を低下させたと見られる。

しかし、インフレ鈍化に伴い、実質購買力は改善傾向だ。24年10-12月期の成長率は2.1%とプラスに転じた。今後はアルゼンチンの信用力も過去の最悪期に比べれば改善していることが景気の押上げ要因となる可能性もある。フィッチはアルゼンチンの25年の成長率を5.6%と予想している。

■ アルゼンチンの為替制度は変動バンド制に移行した

アルゼンチンの経済を振り返ってきた。ここで再びフィッチがアルゼンチンを格上げた主な背景を振り返ろう。1点目は、IMFが4月にアルゼンチンに対して計200億ドルの融資を理事会で承認したことだ。2点目はIMFの融資の条件でもあった為替制度の変更を断行したことだ。

IMFの融資は期間4年で、これによりアルゼンチンの短期的な債務返済リスクは低減したと見られる。なお、4月に承認され融資のうち120億ドルは月内に入金された。2点目の為替制度変更に伴うペソ下落を防ぐための準備金としてアルゼンチンが求めていたもので、IMFとの呼吸もあっているようだ。

2点目の為替制度について、アルゼンチン中央銀行は4月14日に為替制度を従来のクローリング・ペッグ制から為替バンド制へ移行した。図表1で不自然な右肩上がり(ペソ安)が続いていた時期の為替制度はクローリング・ペッグで、月に2%(25年1月からは1%に変更)切り下げる運営をしていたがこれを為替バンド制に切り替えた。

アルゼンチンは将来的に変動相場制を目指すと思われるが、その前段階となるのが準変動相場制となる為替バンド制だ。下限を1ドル1000ペソ、上限を1ドル1400ペソとしたあと、毎月上限、下限ともに1%ずつバンド幅を拡大させる。バンド内で為替レートは変動できるが、上限、下限を超える場合は為替介入で変動を抑える。またバンド内であっても、裁量的に介入も行えるようだ。

なお、アルゼンチンでは公式為替レートとは別に、ブルーレート(闇レート)など非公式の為替レートも存在し、非効率な経済の温床ともなっていた。闇レートによるドル需要(闇ドル)が根強く、公式為替レートと、非公式レートが過去においては大幅に乖離していた。しかし、足元では一連の為替制度の改革を受け、乖離は縮小する傾向にあるようだ。図表1にあるように、為替バンド制導入後、短期的にペソの変動はあったが、足元でバンド幅の中心(1ドル=1200ペソ)近辺でペソが推移している。新たな為替制度は順調な滑り出しにも見える。

しかし問題は残る。アルゼンチンの構造改革の中長期的な持続性だ。格上げされたといってもアルゼンチンの格付けはCCC格に過ぎない。理由はIMFの融資などで、短期的な債務返済に問題はなくてもさ、中長期的な債務負担は依然重いからだ。構造改革は道半ばで今後も続ける必要がある。

改革の持続性を見る上で注目したいのは10月の中間選挙だ。上院議員の3分の1、下院議員の半分の議席の改選で争われる。少数与党ゆえに議会運営に苦慮する面もあったミレイ政権は、財政改革の継続を訴えている。国民の審判はいかに。

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について(2025年3月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)
※ 申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)
※ ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※ 別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■ 当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■ 運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■ 当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■ 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■ 当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■ 投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■ 投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■ 登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■ 当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・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380号
加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会