

GLOBAL MACRO SHIFTS

with Michael Hasenstab, Ph.D.

第6号 | 2017年1月

ラテンアメリカ: ポピュリズムの盛衰



今回の「Global Macro Shifts」では、ラテンアメリカにおけるポピュリズムの失敗と、その失敗が先進国に与える重要な教訓について取り上げます。

本文書は詳細なリサーチに基づく報告書の概要です。全文に関しては [Global Macro Shifts homepage](http://www.franklintempletonglobal.com/franklintempletonglobal/gms/latin-america) (<http://www.franklintempletonglobal.com/franklintempletonglobal/gms/latin-america>)

をご参照ください。

重要事項

当資料は2017年1月5日時点の著者の分析および意見を反映したもので、フランクリン テンプルトン インベストメンツの他のポートフォリオ・マネージャー、運用チームあるいは運用プラットフォームの意見とは異なる可能性があります。当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、持続、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を構成するものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

すべての投資はリスクを伴い、このなかには元本を割り込む可能性も含まれます。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。新興国市場とりわけフロンティア市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。そのような枠組みは通常フロンティア市場では特に未整備であり、極端な価格変動や低い流動性、貿易障壁、為替管理の悪化の可能性といった様々な要因があることから、新興国市場に関連するリスクがフロンティア市場では拡大します。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。

概要



“我々はラテンアメリカについて楽観的な見通しを持っています。同地域は失敗に終わった過去10年間に亘るポピュリズムと決別し、オーソドックスな経済政策へと転換を進めています。”

マイケル・ハッセンスタブ、最高投資責任者(CIO)
テンプレトン・グローバル・マクロ・グループ

ここ数年、世界各国で幅広くポピュリズム(大衆迎合主義)の台頭がみられます。ポピュリズムの定義は人によって様々ですが、一般的に認められたオーソドックスな政策に伴う痛みなしに、主に経済問題や課題に対して短期間で解決することを約束する政策を意味しています。伝統的な政策は、堅実な財政・金融政策、自由貿易、規制緩和、あるいはより広範なグローバル経済の統合促進など、マクロ経済的な手段を用いて経済の不均衡に対応することを目指してきました。

過去10年間ににおいては様々な世界的危機が発生したことから、こうした伝統的な政策への関心は深刻なほどに低下しています。こうした状況は特に一部の先進国で顕著になっており、英国では欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)の是非を問う国民投票において、有権者の過半数が移民の制限、政策や規制に対する国レベルでの権限の再強化を目指すEU離脱という結果を選択しました。一部のEU諸国においては、ポピュリスト政党、ナショナリズム政党が支持を集めており、2017年に予定されている多くの国政選挙を控え、不透明感が高まっています。

先日の米大統領選挙においても、共和党、民主党の双方においてポピュリスト的な要素が声高に主張されました。具体的には、輸入関税の引き上げ、貿易協定の破棄や見直し、移民の制限といったグローバル貿易に対するより孤立主義的な政策や、より国内重視で介入主義的な経済政策運営に焦点を当てた主張がなされました。

北米自由貿易協定(NAFTA)とメキシコからの移民に対する厳しい批判は、米国がラテンアメリカに背を向けたいとの誘惑にかられているというシグナルとなりました。ただし、このような姿勢は米経済にダメージを与えることが予想されるうえ、特にラテンアメリカの主要国がポピュリスト的経済政策から脱却し、自由市場と企業寄りの改革を採用するという逆の方向に転換を進めている現在においては、皮肉なことです。

本稿では、過去数年間ラテンアメリカ諸国が経験してきたことについての分析を行い、ポピュリスト的経済政策を採用していたアルゼンチン、ブラジル、ベネズエラの3か国に主に焦点を当てています。最近、アルゼンチンとブラジルはポピュリスト的経済政策から転換しましたが、ベネズエラではそのような転換がみられません。これらの国を比較することで、現在ポピュリズムの誘惑に引き込まれるリスクに直面している国々の政策立案者に貴重な教訓を提供できると考えます。

無論、先進国はマクロ経済のファンダメンタルズおよびそのシステムという点では、本稿で取り上げる国々よりもはるかに強固な状況にあります。ただ、誤った政策による経済的な結果は、実質的に同じようなものになるでしょう。

とりわけ、保護主義政策の誘惑が強い状況において、本稿の分析は有益なアドバイスを提供できると考えます。また、本稿は、アルゼンチンとブラジル、さらには堅固で伝統的なマクロ経済政策を展開する国々全般における投資機会の魅力について浮き彫りにしています。

1. ポピュリズムの誘惑

図1には、ラテンアメリカ4か国のこれまでの政策の概要をまとめています。このうちアルゼンチン、ブラジル、ベネズエラの3か国はポピュリスト的経済政策の罠に陥りましたが、コロンビアはこうした罠に陥ることはありませんでした。アルゼンチン、ブラジル、ベネズエラ、いずれの国も程度の差こそあれ、コモディティの「スーパーサイクル」の終了によって打撃を受け、それまでの政策枠組みを維持する能力が試されましたが、ポピュリズムを採用したこれらの国々は結局財政不足に陥ることになりました。右図1は介入主義を強めた政府が展開した政策の概要を示しています。

介入主義政策

図 1: 失敗した政策
2016年12月5日現在

	アルゼンチン	ブラジル	コロンビア	ベネズエラ
物価統制	X	X		X
為替管理・操作	X			X
過度な社会保障プログラム	X	X		X
フィスカル・ドミナンス(財政従属)	X	X		X
民間部門への干渉	X	X		X

出所: テンプルトン・グローバル・マクロ・グループ。アルゼンチンは2016年、ブラジルは2015~2016年、ベネズエラとコロンビアは現在。

2. ダメージ

ポピュリスト政策を追求した3か国において、同政策は多大な悪影響を及ぼしました。インフレ率は大幅に上昇し、経済システムには著しい歪みが生じ、生産性の伸びは低迷し、高インフレ下における為替操作により、実質為替レートは大幅に上昇し、競争力が損なわれました。また、公的債務が急速に拡大した例もみられました。

現在、アルゼンチンとブラジルは、堅実なマクロ経済政策からの逸脱によって受けたダメージから回復している最中です。

一方、ポピュリスト政策を維持しているベネズエラに関しては、説明するまでもありません。図2では国別に被ったダメージを示しています。なお、コロンビアは堅実な政策を維持したことで、他の3か国とは結果が大きく異なっています。

ポピュリズムの影響

図 2: ポピュリズム政策による影響
2016年12月5日現在

	アルゼンチン	ブラジル	コロンビア	ベネズエラ
インフレ率の上昇	X	X	X	X
債務の拡大	X	X		X
実質為替レートの過度な上昇	X	X		X
生産性の低下	X	X		X
経済の歪み	X	X		X

出所: テンプルトン・グローバル・マクロ・グループ

3. 政策の転換

アルゼンチンにおける長期に渡る景気低迷は、最終的に2015年11月に行われた大統領選挙で、強力な経済自由化政策を掲げたマウリシオ・マクリ氏がクリスティーナ・フェルナンデスの後継候補に勝利する結果につながりました。新政権は経済システムの強化、金融引き締め、財政再建、為替制度の正常化、国際関係の正常化など幅広い改革を迅速に打ち出しました。こうした強力かつ幅広い改革努力は、過去のポピュリズム的経済政策への明確な決別を示しており、同国政府が新たな経済政策に強力にコミットしているというシグナルを海外の投資家に送っています。そして、このような極めて困難な課題に迅速に取り組むという姿勢は、同国が信頼を得るための最も説得的な方法であると考えます。

ブラジルでは、ルセフ前大統領が政策の修正を迫られました。これは前大統領が持続不可能な政策のために不可欠なファイナンスに対し市場が次第に拒否反応を示すようになり、支持率が急速に低下したためです。テメル大統領が率いる新たなブラジル政府は、財政再建、歳出の上限引き下げ、社会保障制度改革の準備などに向けて最初の段階を進めています。

また、同国政府はそれまでの政策によって引き起こされた歪みの改善を図るべく、従来のミクロ経済運営からの転換を進めています。最大の前進を示す1つが、2015年に導入した統制物価の撤廃です。同年、ブラジル中央銀行はインフレ上昇とリセッションが続く経済に直面するなか、難しいかじ取りを余儀なくされました。中銀は2015年半ばまで実質金利の安定を維持した後、2016年には名目金利の引き下げに着手する一方で、インフレ率の低下を担保する目的で同金利の小幅上昇を容認しました。より堅実な金融政策への転換は、これまでの信用拡大の転換という形でも表れています。

コロンビアでは、深刻な政策の悪化はみられなかったものの、政府は通貨安によって生じたインフレに対応するための対策を講じてきました。金融引き締めが実施され、原油安を背景とした歳入の落ち込みに対応する目的で財政再建策を強化しました。

それと並行して、左翼ゲリラのコロンビア革命軍(FARC)との長年の紛争に終止符を打つための交渉がなされ、同国の民主主義制度がさらに強化、保護されました。

本稿執筆時点でベネズエラは依然、ポピュリスト政策を維持しています。ここにきて、同国国民は高い失業率と深刻な食品・生活必需品不足という厳しい状況に直面しています。これが抗議行動のきっかけとなり、社会の安定に対するリスクが増大していますが、政権交代には至っておらず、政策変更はほとんどなされていません。図3は各国の政策変更の有無の概要を示しています。

政策変更の有無

図 3: 国別の政策変更

2016年12月5日現在

	アルゼンチン	ブラジル	コロンビア	ベネズエラ
物価統制の緩和	+	+		
為替自由化	+			
財政再建	+	+	+	
制度の強化	+	+	+	

出所: テンプルトン・グローバル・マクロ・グループ

4. 次の10年は着実に前進

コロンビアの政策はベネズエラとは正反対であり、ポピュリズム的経済政策の拒否という点で確固とした状況にあります。堅実なマクロ経済政策を維持してきたコロンビアが唯一悩まされていることは通貨安によるインフレ率の上昇であり、ベネズエラに比べ全く対照的な状況となっています。

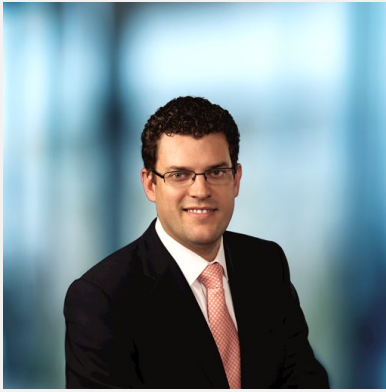
アルゼンチンとブラジルに関しては、政策の修正は始まったばかりですが、楽観的な見方には根拠があります。今後数年間に渡って現在の勢いを維持することが重要となりますが、その一方で、最も重要なことは政治的なコミットメントです。現在はこの政治的なコミットメント

がみられる状況であり、現在の新たな政策が継続された場合には、多大な恩恵が期待できると考えます。

対照的に、ベネズエラに関しては悲観的な見通し以外を掲げることは困難です。同国はサウジアラビアを上回る石油埋蔵量を抱える一方で、世界最速のペースで経済の縮小が進んでいます。インフレ率は1000%¹⁾に向かっていると推定され、食料と医薬品の不足から人道的な危機に向かっています。同国以上に厳しい環境にある国を見つけ出すことは困難な状況です。

これまでに取り上げたラテンアメリカ諸国の例は先進国に重要な教訓を提供しています。ポピュリズムが叫ばれている米国や欧州の様々な国が、本稿で取り上げた例のような極端な道を進んでいくといった危険な状況にあると示唆しているわけではありませんが、その一方で、伝統的な経済政策の策定に対する支持がますます落ち込むリスクがある時期にあって、これらの例はまさに教訓となると考えます。

1. 出所: 国際通貨基金(IMF)「世界経済見通し」2016年10月



Global Macro Shifts について

Global Macro Shifts は、Dr. Michael Hasenstab とテンプルトン・グローバル・マクロ・グループのシニア・メンバーによるグローバル経済についての分析と見方を掲載したリサーチ・ペーパーです。Dr. Hasenstab とチームメンバーは、債券・為替・マクロ戦略のアンコンストレインド運用を含むテンプルトンのグローバル債券運用戦略を運営しています。世界有数の大学で培った専門性を有する当チームメンバーによる詳細なリサーチに基づくグローバルマクロ分析を結集することで、長期的な市場の不均衡を見出し、投資機会に結びつけています。

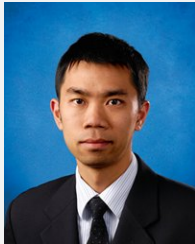
Michael Hasenstab, Ph.D.

Executive Vice President, Portfolio Manager,
Chief Investment Officer
Templeton Global Macro



Sonal Desai, Ph.D.

Senior Vice President,
Portfolio Manager,
Director of Research
Templeton Global Macro



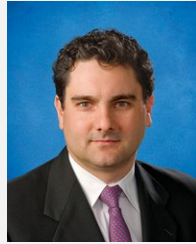
Calvin Ho, Ph.D.

Vice President, Senior Global
Macro & Research Analyst
Templeton Global Macro



Hyung C. Shin, Ph.D.

Vice President, Senior Global
Macro & Research Analyst
Templeton Global Macro



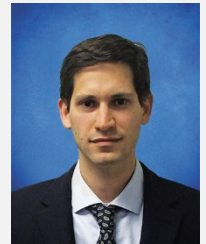
Diego Valderrama, Ph.D.

Senior Global Macro &
Research Analyst
Templeton Global Macro



Attila Korpos, Ph.D.

Research Analyst
Templeton Global Macro



Shlomi Kramer, Ph.D.

Research Analyst
Templeton Global Macro

重要事項

当資料は2017年1月5日時点の著者の分析および意見を反映したもので、フランクリン・templton・インベストメンツの別のポートフォリオ・マネージャー、運用チームまたはプラットフォームの意見とは異なる可能性があります。当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を構成するものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・templton・インベストメンツ(「FTI」)は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FTIは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠に関しては、利用者が裁量で行ってください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFTI関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

データ出所に関する詳しい情報については www.franklintempletondatasources.com を参照下さい。

< 当資料のお取扱いにおけるご注意 >

- 当資料はフランクリン テンプルトン インベストメンツ(フランクリン・templton・リソースズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。)が作成したものを、フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社が抜粋・翻訳した資料であり、特定のファンドの勧誘を目的とするものではありません。
- フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社が設定・運用する投資信託は、国内外の株式や債券など値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額が変動し、投資元本を割り込むことがあります。従って、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益はすべて投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。また、投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、各ファンドの最新の投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容、データ等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。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。

フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第391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

一般社団法人第二種金融商品取引業協会



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

Please visit www.franklinresources.com to be
directed to your local Franklin Templeton website.