



選挙 ; トルコ、メキシコ、ブラジルが脚光を浴びる

- 今年は、エマージング市場の主要国で選挙が実施されます。選挙結果は政治の方向性に大きな影響を与えます。
- 2018年はトルコ、メキシコ、ブラジル、2019年はアルゼンチンと南アフリカに注目が集まります。
- 選挙によって国ごとの差はますます拡大し、アルファ獲得の投資機会をもたらすと考えています。最適なポジションを取るために状況を注視していきます。
- 通貨は、投資家心理の先行指標になると考えており、機動的な投資を行う方針です。



グラハム・ストック

エマージング債チーム
シニア・ソブリン・ストラテジスト



ティモシー・アッシュ

エマージング債チーム
シニア・ソブリン・ストラテジスト

2018年5月

2017 年は稀にみるボラティリティの低い一年となりましたが、2018 年は選挙の一年となります。10 億を超える人がエマージング市場で投票を行うこととなりますが、選挙キャンペーンにおける共通のトピックは、経済改革、貿易政策、汚職撲滅、です。

トルコは予想外に選挙リストへ加わりました。総選挙は当初 2019 年 11 月に実施される予定でしたが、エルドアン大統領が大統領の座を守るために、今年 6 月に前倒しとなりました。ほとんどの人がフェアな選挙戦を予想していませんが、将来的な政権交代のきっかけとなる可能性があることを期待しているひともいます。メキシコでは、アンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール (AMLO) 氏がリードしており、ブラジルはまだ先ですが、エマージング市場のボラティリティは高まることが予想されます。

トルコ-6月24日；エルドアン大統領の治世

当初予定されていたよりも一年以上も早く、6月24日に選挙が実施されるという驚きのニュースによって、トルコ資産は反発しました。公正発展党 (AKP) の設立者であるレジェップ・タイイプ・エルドアン大統領は15年間に亘って実権を握り、2014年の大統領就任以前は首相を務めていました。今回の選挙においては、議会選挙と2017年4月の国民投票で賛成が得られた憲法改正を受けて、任期が延長された大統領選挙が実施されます。コンセンサスではエルドアン大統領と AKP が勝利を収めると見られており、エルドアン大統領の強い個性、リーダーシップ、キャンペーンの巧みさを反映したものといえるでしょう。エルドアン大統領は弁舌巧みで、筋金入りのリーダーです。エルドアン大統領の在任中に1.5百万人の新規雇用が創出されています。

エルドアン大統領と AKP の対抗馬は、エルドアン大統領への権力集中への不満を持つ異なるグループの乱立で、シリア情勢、ナショナリズムの高まり、地政学面において西側から東側にシフトしていること、非伝統的な経済政策、国内での権威主義と反自由主義的な雰囲気、といった側面に対する懸念を持っています。最も強力なライバルとなるのは、メラル・アクシェネル氏とムハレム・インチェ氏と言われています。アクシェネル氏は、最近民族主義行動党 (MHP) を離党し、良い政党 (IYI) を立ち上げました。インチェ氏は、共和人民党 (CHP) からの候補者です。エルドアン大統領は初めてかなり統一された反対勢力と戦うことになると見られており、第2回目投票においては対抗候補同士が投票で支持にまわるとみられています。

突然の前倒し選挙の発表による市場の反発は、早期選挙によって不透明感が後退するという期待の現れであると考えています。トルコは2016年から非常事態宣言の状況にあります。経済的な苦難にも直面しており、クルド人問題、シリア情勢、西側諸国との関係悪化、2016年のクーデター未遂後の粛清などの問題も抱えています。新政府は6月後半から7月にかけて着任し、以下のような今にも塹壕で爆発しそうな市場リスクの解決に向かうことが期待されています。

- 二桁の根強いインフレ率
- GDP に対して約6%近く、さらに膨らみ続ける経常赤字
- 巨額の外貨調達額 (2,200億米ドル超) と低水準の外貨準備高 (50%以下)

しかし、市場がどのような反応を見せるかはまだわかりません。

とは言うものの、市場が不透明感を嫌うのは確かです。短期的にはエルドアン大統領が大統領戦で勝利し、AKP も議会選挙で勝利した場合、エルドアン大統領は在任中に政策の正常化 (それが西側寄りに回帰することなのか、より一般的なマクロ政策なのかは分かりませんが) に向かうとの期待感から反発することが予想されます。しかし、対抗候補が

勝利した場合もポジティブ材料として受け止められると思われま。なぜなら、より西側寄りの姿勢と伝統的な政策を採ることが期待されるからです。選挙結果についてのワースト・ケースはエルドアン大統領が僅差（1%以下）で勝利することです。選挙の不正操作を疑う声が出るリスクがあり、社会不安をもたらす、予想できない結果をもたらす可能性があるためです。その他にも、エルドアン大統領が大統領選挙には勝利するものの AKP は敗北に終わる、もしくはその逆の結果となった場合にも不透明感が高まる可能性があるでしょう。

メキシコー7月1日；改革モメンタムの継続

メキシコでは7月1日に、大統領選挙と議会選挙が行なわれます。大統領選挙での支持率でトップに立っているのは左派政党である国家再生運動（MORENA）を率いるロペス・オブラドール氏（通称 AMLO）で、金融市場では政治的リスクの高まりが織り込まれ始めてきました。

メキシコは二院制の国であり、6年に一度の選挙で選出される大統領が「Sexenio」（メキシコ大統領の任期期間を指すスペイン語）中に経済活性化を目指して手腕を振ります。野党側は大統領に協力することに利益がないため、法案を成立させ、構造改革を実行することが困難になっています。過去を見ると、大統領は再選を意識する必要がないことから、自らの利益と政策を任期期間中に推し進めることに注力してきました。

経済的にみて、メキシコはやや困難な時期にあります。主要貿易相手国である米国との外交関係が悪化しており、過渡期に直面しています。今回の選挙における主な論点は、以下の通りです。

- 米国及びカナダとの北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉
- エネルギーや教育、通信セクターにおける構造改革モメンタムの維持
- 財政規律

AMLO は、国有石油会社と共にメキシコの電力セクターの民営化を止め、伝統的な政策に立ち返ることを政策アジェンダとして掲げています。現段階で有力とされる AMLO の対立候補はアナヤ氏とミード氏です。左派と右派の3党合同会派である「メキシコのための前進」からの候補者であるリカルド・アナヤ氏は現段階で支持率第二位につけており、彼自身が党首を務める国民行動党（PAN）は親ビジネスの経済政策を打ち出しているものの、選挙戦ではより本格的な汚職捜査を呼びかけています。支持率第三位につけているホセ・アントニオ・ミード氏は与党・制度的革命党（PRI）から出馬しており、現職の大統領が後継として指名している候補者です。

予想される選挙結果及び投資への影響は以下の通りです。

AMLO 勝利の場合

- 直後の反応としては、メキシコ・ペソは下落するとみられるものの、すでに為替ヘッジがかなり行われていることで、下落は抑えられるとみる
- AMLO は懸念していたほどではないにしても、政策は徐々に市場に非友好的な方向へと流れとみられる
- NAFTA 再交渉が後退する、もしくは破綻する可能性がある
- エネルギー改革は頓挫し、過去の入札に参加したメキシコ企業はリスクにさらされる可能性がある

アナヤ氏勝利の場合

- 直後の反応としては、AMLO の勝利を想定したヘッジ・ポジションが解消されるなか、メキシコ・ペソは上昇するとみられる
- より厳格な財政規律が予想され、結果として外債建て債と現地金利の良好なパフォーマンスが予想される
- 政党間の動きに注目する必要がある、PAN と PRI が選挙期間中の対立姿勢を弱め、連立政権樹立に向けて動く可能性がある

ミード氏勝利の場合

- 現状維持—改革導入が続くとみられる
- かなり実務的な人物（テクノクラット）が引き続き予算財務相及びメキシコ石油公社（ペメックス）を主導すると予想される
- 現職のペニャ・ニエト政権における低支持率を引き継ぐなか、統制力が試される

ブラジル—10月7日；鍵を握るテレビ放送

ブラジルにおける選挙戦はまだまだ始まったばかりで、ブラジル国内では政治よりもサッカーのワールドカップがより注目されている状況です。ただし W 杯が決勝戦を迎える頃には、徐々にモメンタムが形成され始めると見られ、各党は 7 月までに正式な候補者を選出することになっています。

現段階では、強い反体制というテーマの下で候補者への支持はバラバラです。これは、ここ数年のブラジルの軟調な経済状況を反映しており、「洗車作戦」と呼ばれる汚職捜査の継続による影響もあるとみられます。史上最大の汚職スキャンダルとして、企業経営者や政治家（最も知名度の高い例としてルラ元大統領）などの投獄などにも至っている今回の汚職捜査によって、従来の政治家が有権者の支持集めに苦戦していることは不思議ではないと言えるでしょう。

そのような有権者の雰囲気は、反体制派の支持を集めている極右政治家のボウソナロ氏が現在支持率でトップを走っていることに表れているとみられます。彼は従来の政治家とは異なり、巨大政党の支援も受けていません。したがって、今後選挙戦が加速するなか、存在が薄れていくことも予想されます。

ブラジルの選挙において重要な鍵を握るのは、8 月から 9 月にかけてブラジル全土で放映される候補者の公費によるテレビ放送です。「洗車作戦」によって、候補者が民間資金を活用することがより難しくなっているなか、今年選挙戦では公的な政見放送が以前にも増して影響力を持つと見られています。放映時間の配分は、議会における各党の議席数に基づいて決定されることから、政見放送が始まって以降は中道右派が多くを占める既存の政党の影響力が増していくとみえています。

ブルーベイでは、ブラジルの次期大統領が議会における全体として市場友好的な勢力を率いる存在となることを基本シナリオとして考えており、結果として年金改革に代表される構造改革を推し進めることが可能になるとみえています。ただし選挙戦は依然として初期の段階であり、投票日までには多くのイベントが予想されます。市場の見方と我々の見方との差異が拡大する兆候を見極めるために、市場動向を注視していく方針です。

投資にどのように反映していくか

各国の通貨は、投資家心理の先行指標として動くと予想されることから、機動的な運用に努める方針です。外貨建て債の運用については、いずれのケースにおいてもより前向きな見通しをもっています。トルコの債務残高は比較的低く、ブラジルはそれよりも高いですがほとんどが国内債務です。メキシコはその中間ですが AMLO 政権下においても財政見通しは安定していると考えています。

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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

■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ござい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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、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、当社による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。

以上