



# ECUADOR

## Quito ■

## Guayaquil ■

### エクアドル：現地レポート

エクアドル政府の税制改革法案の採決及び債券価格への影響につき、エマージング債チームのシニア・ソブリン・アナリストであるグラハム・ストックが現地からの情報を交えて解説いたします。

私は先週一週間の大半の時間をエクアドルの首都キトで過ごしましたが、通常の実地調査とはやや異なるものでした。

現地では、財務相や中央銀行高官、現地のエコノミストなど多くの関係者と面談しましたが、キトにおける今回の調査には、特定の目的がありました。

それは、懸案となっている、今後数年間の税収を大幅に引き上げることを目的とする法案を国民議会が可決出来るかどうかを探ることでした。

ここに至るまでの見通しは良くありませんでした。

燃料補助金を廃止するという性急に導入した政策が国民の強い反発を招き、政権はその座を追われる寸前の危機を10月に経験しました。

また11月には、燃料補助金を埋め合わせる増税に加え、銀行や中央銀行、公的金融機関に関する法令の変更といった政府の包括的な改革法案に、国民議会が抵抗しました。当初、議会は30日以内に行う必要がある法案の採決を行わず時間切れとなって、結果的に（法令に従って）モレノ大統領が同法案を実行に移すことが可能になるとみられていました。しかし実際には、議会は同法案を無効化するための70票をかき集めることに成功し、政府の計画を振り出しに戻しました。

しかし今回の面談を通じて直ぐに分かったことは、議会が反対票を投じた理由として、改革パッケージの中身だけでなく、政府の戦略に対しても批判的であったことでした。

2019年12月13日



グラハム・ストック  
パートナー  
エマージング債チーム  
シニア・ソブリン・ストラテジスト

複数の政党の議員に話を聞いたところ、400以上の条項にまたがる複雑な法案に対して、賛成票を投じることで明白に、あるいは期日が過ぎるのを待つことで暗黙のうちに、一ヶ月以内に同意するよう求められていたそうです。さらに多くの議員が、モレノ政権自身による法案の説明及び弁護が十分ではなかったとの不満を漏らしていました。

このような状況を踏まえ、新たな税制改革法案は賛同を増やすことができるのかどうか、思い巡らせました。

そして以下の二つの理由から、支持を得られるかも知れないと考えました。

- 1. 11月の採決に対する市場の反応から、この改革案がいかに重要であるかが浮き彫りになりました。**ドル化されたエクアドル経済では、通貨安や国内金利への圧力など、一般的なストレス時の兆候はありませんが、その代わりとして、国民議会が改革法案を否決した翌日に、外貨建て債が20ポイント近く下落しました。市場に認識されているカントリー・リスクが大きく高まったことで、市場を通じて資金を借り入れることはできなくなりました。その一方で、政府の政策アジェンダが後退することで、国際通貨基金（IMF）やその他の多国間支援を受けることもリスクに晒されました。
- 2. 新たに提出された法案は、歳入増のための政策や、優遇税制を見直すための政策に的を絞ったものでした。**モレノ政権は議員からのフィードバックに耳を傾け、銀行や中央銀行、公的金融機関に関する法案について、2020年になってゆっくりと検討する姿勢を見せました。

これらを念頭に置きながら、モレノ大統領自身が率いる政党であるAlianza PAIS（国家同盟；AP）党の政策顧問や議員と面談したほか、キリスト教社会党、CREO党及びSUMA党の関係者や議員とも面談しました。これらの政党で、137議席からなる国民議会において78議席を占めています。加えて、先住民による地域政党であるCONAIE党の顧問からも簡単な説明を受けました。CONAIE党は、その他の議員と連携しており、10月に燃料補助金の廃止を撤回に追い込んだデモ活動で中心的な役割を果たしました。

国民議会内及びその他で行ったこれらの面談の結果として明らかになったことは、新たな法案に対して、AP党やCREO党、SUMA党、さらにその他少数政党の議員の大半が賛成票を投じる可能性が高いということでした。コレア前大統領を支持する急進派は、現在議会で30議席を有していますが、これらの議員はコレア氏の後継であるモレノ氏の財政改革案に概ね反対の姿勢を示します。また、16議席を有するキリスト教社会党は、支援層である経営者への増税よりも、公的支出削減を重視すべきだとして、増税に対してイデオロギー面から反対を示していました。

これら2政党からの反対票や欠席票、その他の無所属議員の浮動票、さらに一部の反対票などを勘案し、政府は少なくとも75票の賛成を確保できると予想しました。ちなみに過半数は69票です。

最終的に採決は12月9日の月曜日に行われ、税制法案は予想を上回る83の賛成票を獲得して可決されました。コレア前大統領支持者は反対もしくは棄権票となり、キリスト教社会党は、法案可決の見通しが高まったことを受け、棄権するに止まりました。

## 投資への影響

エクアドルの外貨建て債の価格は、10月末から（政府の法案が否決された）11月までの下落分の約3分の2を取り戻しました。回復分の半分ほどは、私が先週行った調査以降に見られました。

今回の実地調査は、短期的な政治情勢に照準を合わせるという、例外的な調査となりましたが、その価値は十分にあったと考えています。

(ご参考) 国民議会の採決結果



	<b>TOTAL</b>	137
	<b>PRESENTE</b> (出席者数)	128
	<b>AUSENTE</b> (欠席者数)	9
	<b>SI</b> (賛成)	83
	<b>NO</b> (反対)	8
	<b>BLANCO</b> (白票)	0
	<b>ABSTENCION</b> (棄権)	37

(出所) エクアドル国民議会

## ディスクレーマー

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

### ■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になりますが、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） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコントレイント戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイ・イールド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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き、契約締結前交付書面をご覧下さい。

### ■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下さい。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。