

改憲派勝利後のトルコ市場は冷静な反応 －長期的にはトルコの金融資産の魅力が低下する懸念も－

当レポートの主な内容

- ① エルドアン大統領が推進する憲法改正の是非を問う国民投票は、改憲賛成派の勝利で幕を閉じました。
- ② 金融市場は、経済・政治の安定につながると思惑から、冷静に反応したことが窺えます。
- ③ しかし、大統領に権限が集中し、権威主義的な統治体制が強化されれば、トルコの金融資産の魅力が長期的に薄れていく恐れがある点には注意が必要と考えています。

エルドアン大統領に強大な権限

4月16日に行われた、大統領権限を強化する憲法改正の是非を問う国民投票は、改憲賛成派の勝利で幕を閉じました。しかし、賛成51.4%に対して 反対48.6%と、トルコ社会を分断する結果となりました。賛成派は中低所得層が多い地方が中心で、都市部（アンカラ、イスタンブールなど）では反対票が上回った模様です。

昨年7月のクーデター失敗以降、エルドアン大統領は非常事態宣言を発令しました。政権に反対するメディアを営業停止とし、ジャーナリストを多数拘束しただけではなく、クルド系を含む野党の政治家やクーデターを企てたとされる「ギュレン派」の公務員・教員を多数投獄してきたことが、反対派の投票行動を委縮させた可能性があると考えられます。

新たな大統領制（図表1）の下では、行政の長である大統領が司法の人事権、政令の発令（立法）権を握るなど、三権分立を基盤とする民主主義が骨抜きになることが懸念されます。また、2014年に大統領に就任したエルドアン氏が2019年に大統領に再選されれば、最長で2029年までの長期政権になる可能性があります。

1923年に政教分離の世俗国家としてトルコ共和国を打ち立て、「建国の父」と呼ばれるケマル・アタチュルクを超える強大な権力をイスラム至上主義者であるエルドアン大統領個人に与えることに、国内外から懸念の声が高まっています。

市場は冷静に反応

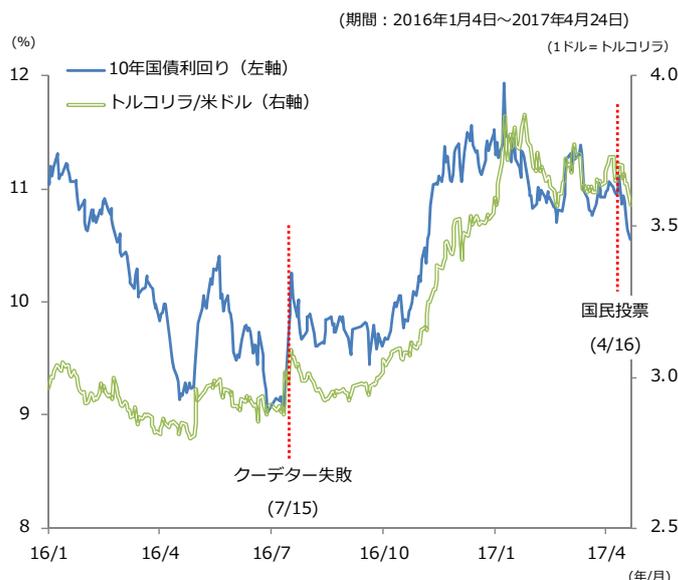
国民投票後の市場の反応は極めて穏やかなものでした。10年国債利回りは低下し、トルコリラも強含み（図表2）、イスタンブールの株式市場も上昇しました。市場参加者は、エルドアン大統領が勝利したことで、同氏の権限・指導力が高まり、不安定な政治情勢・経済環境が改善に向かうと解釈したためと思われる。

図表1 憲法改正で強化される大統領権限

大統領制に移行	2019年の大統領選を経て、首相ポストを廃止し、大統領制へ
	大統領の任期は2期10年まで
	大統領は政党党首との兼任可
大統領の権限	国家予算を決定
	憲法裁判所判事の大半を任命
	非常事態宣言を発令
	議会を解散
	政令（裁判所の審判を受けない）を発令
	国家安全保障会議メンバーを指名

（出所）各種報道より岡三アセットマネジメント作成

図表2 トルコ市場の反応（金利と為替）



（出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

国民の暮らし向きは困窮

トルコは、2012年頃までの新興国の資源ブームや世界の低金利環境の恩恵を享受したとみられます。資源ブームで潤った中東・アフリカと欧州を結ぶ「地の利」を活かし、海外から多くの投資資金を引きつけ（図表3）、企業・個人部門ともに活況を呈しました。2013年5月に米連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和の縮小を示唆し、資金が新興国から流出すると、経常赤字を抱えるトルコも急激な資金退避に見舞われ、トルコ経済のブームに終止符が打たれました。その結果、失業率が上がり始め、昨年後半から物価も上昇し、国民の暮らし向きの悪化が窺われます（図表4）。地方で貧しい生活を強いられたイスラム教徒が、エルドアン大統領の強力な支持層になったと思われます。

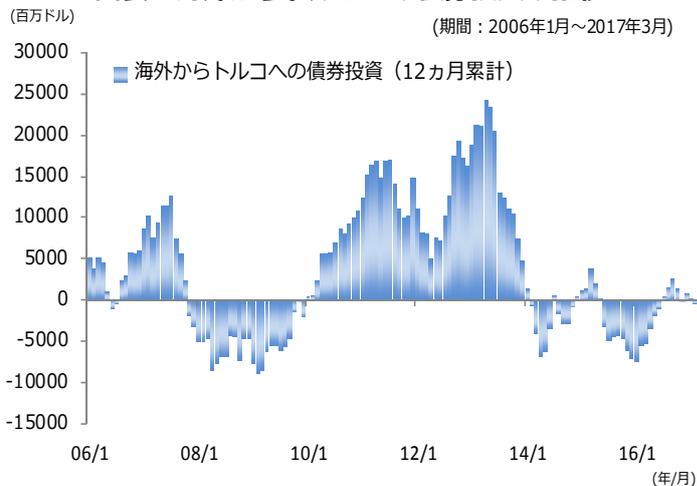
国外からの投資が先細りとなる懸念も

足元で金融市場は落ち着いていますが、将来的に民主主義が脅かされ、エルドアン大統領の強権的かつ人権や資本主義の原則など欧米の価値観に背を向けた政治体制が強化されれば、海外からの直接投資や証券投資が先細りになることが考えられます。

プーチン大統領が国家資本主義を標榜し、人権を無視し、全体主義的な政治運営を行うロシアの株式市場の株価収益率（PER）は、周辺の新興国と比較すると、常に割安に放置されています（図表5）。割安に放置されている理由の一部を、セクターウェイトの違い（ロシア株式は、低PERのエネルギー、素材セクターのウェイトが高い）で説明することは可能ですが、いわゆる「ディスカウント」の根本的な理由は、市場参加者がロシア固有の統治体制を高く評価していないことだと考えられます。

エルドアン大統領の権限が強化され、トルコの統治体制がロシアのようになれば、世界の投資家のトルコ株式への評価が下がる恐れがあります。トルコの株式市場が、ロシア同様に「万年ディスカウント」に陥る時期が、遠くない将来に到来することが懸念されます。

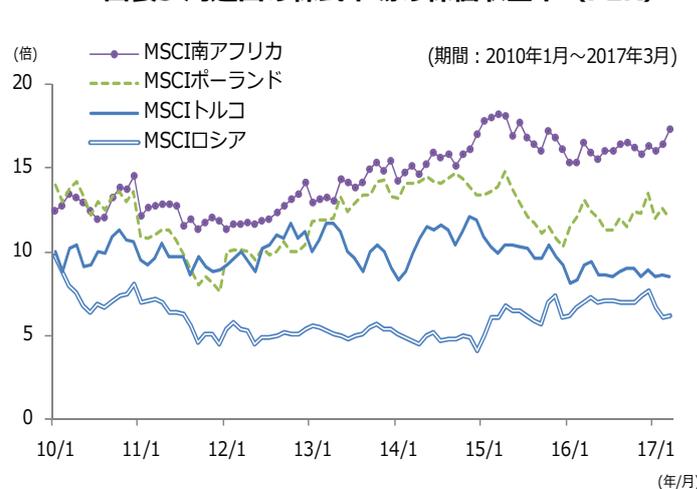
図表3 海外からトルコへの債券投資の推移



図表4 消費者物価指数（CPI）と失業率の推移



図表5 周辺国の株式市場の株価収益率（PER）



（図表3-5の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
 純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）
 ※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料**
監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）
 ※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。
 ※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
 事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

カスタマーサービス部 フリーダイヤル **0120-048-214**（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）