



BlueBay  
Asset Management



ティモシー・アッシュ  
シニア・ソブリン・ストラテジスト  
エマージング市場

## トルコ出張報告

2017年12月4日

先週はトルコに滞在し、アンカラやイスタンブールで政府高官、大統領の政策アドバイザー、銀行員、ジャーナリスト、アナリストなどとミーティングをしてきました。ここに出張報告として、足元の複雑なトルコ情勢に対する見解を示したいと思います。

### 二つのテーマ

今回の出張では主に二つのことを議論しました。一つは12月14日に中央銀行がどのような政策金利の決定を行うかであり、もう一つはエルドアン政権が取り組む汚職疑惑及び銀行セクターのイランへの経済制裁違反疑惑です。この問題はトルコの評判を悪化させる可能性があります。もし、金取引業者であるレザ・ザラブ氏の裁判で有罪判決が出る、あるいは2013年12月の汚職疑惑問題が膠着するといった場合、トルコ中央銀行はますます難しい判断を迫られることになるでしょう。

### 求められる利上げ

一つ目の政策金利の問題に対しては、経常赤字の拡大、資金調達コストとインフレ率の上昇に現れているように経済は過熱気味であるという見方をしている人が大勢でした。中心的な見方となっているのは、中央銀行の金融引き締めは後手に回っており、それが通貨の下落及びインフレ率の上昇につながっていて、中央銀行は今利上げを実施しなければ、結果として大幅な通貨下落と相当なマクロ金融面での損失を被るリスクが高まるだろう、というものでした。中央銀行は100から150bpsの利上げを行う可能性が高いとみていますが、政策金利である平均資金調達金利と後期流動性貸出金利が、どういった組み合わせで引き上げられるのかは不透明です。インフレ率のトレンドから考えて、中央銀行が経済の調整を図り、中央銀行の信任を再構築するつもりならば、理想的には後期流動性貸出金利(LLW)と一本化して、単一の政策金利として平均資金調達金利を400から500bps利上げすることが妥当であると考えています。しかし、過去のトルコ中央銀行の行動から考えると、期待を上回るよりも失望を買う決定をする可能性の方が高く、LLWを現行の12.25%から13.75%に、平均資金調達金利を現行の12.25%から13.25%に引き上げるのではないかと考えています。

ミーティングで良かったことは、中央銀行は独立しており、利上げの実施は自由である、と政府高官が言っていたことです。但し、利上げについての発言はかなりトーン・ダウンしていました。中央銀行の高官は、ザラブ氏の裁判の行方を見守っているとみられ、大統領の政策アドバイザーは、中央銀行はこの裁判の進展を政策金利の決定に反映すべきである、と公言しました。そのため、ザラブ氏の裁判が引き金となって通貨が下落した場合、中央銀行の金融引き締めへの決断を後押しすると考えています。

### インフレ率の上昇と経常赤字への懸念

マクロ面からは、実質年間GDPは6から7%になるとみられており、一年前の市場予想のおよそ二倍の水準となっています。ベース効果によって7-9月期の経済成長率は二桁に到達し、その後10-12月及び2018年にかけてやや落ち着きを見せてくと予想しています。経済の基調的な強さ、財政刺激策、政府による2,500億トルコ・リラの信用保証スキームの提供、トルコ・リラの下落と輸出市場である欧州経済の回復による純輸出の伸びから、今年の経済成長は上振れしたと考えられます。しかし、高い頻度で発表される経済指標からは、通貨のボラティリティ及び地政学的リスクの高まりがセンチメントの重石となり、経済成長はここ数ヶ月で抑制されてきていることが示されています。この状況は2018年も続く可能性が高く、財政縮小計画がトルコ経済を過熱状態から

引き戻す可能性があります。この経済成長の鈍化予想が、400から500bpsの利上げを行わないという中央銀行の判断を促す可能性があると考えています。

経済成長は鈍化してきている一方で、インフレ率は引き続き上昇しており、短期的に経常赤字が改善するような要因はほとんど見当たりません。インフレ率は、トルコ・リラの下落、賃金上昇圧力及び増税によって今年大幅に上昇しました。10月に消費者物価指数は11.9%上昇し、12月及び来年1-3月期はやや落ち着くことが予想されるものの、11月は12.5%を超える可能性が出てきています。インフレ率ターゲットは5%ですが、中央銀行は価格の安定という主目標を達成できた実績がほぼありません。2016年中旬から平均資金調達金利を400bps引き上げてきた、と中央銀行は主張するかもしれませんが、インフレ率も上昇しており、実質金利でみた場合、その金利水準はほぼ横ばいです。多額の対外不均衡を抱える(経常赤字はGDPの4から5%に相当)国にとっては、これは非常にリスクの高い選択で、この一年のトルコ・リラの下落とインフレ率の急激な上昇は、金融政策が機能していない証拠であると考えています。

経常赤字について2017年は420から430億米ドルにのぼり、2018年もこの水準が続くということがコンセンサスとなっています。対外短期債務が1,700億米ドルに上ることからも、基調的に外貨への需要は非常に強いと言えます。経常赤字の質は悪化しており、投機的短期資金、いわゆるホットマネーが占める割合は全体の70%に上ります。米連邦準備制度理事会(FRB)が利上げを行い、外貨建ての資金調達は減るものの、コストは上昇するという状況は、さらなる脆弱性をもたらすでしょう。

単純に考えて、もし中央銀行がリスクに見合った金利水準、トルコ・リラの買いを促す金利水準を投資家に提示しなかった場合、外貨調達ニーズとのギャップを埋め合わせるために、トルコ・リラはますます下落しなくてはならないでしょう。さほどの外貨準備を持ち合わせていないことから、中央銀行が為替介入を行う余地は限定的であるとみています。外貨預金が過去最高水準に近づいているということから、金融システムには外貨の流動性がかなりあることは認識していますが、この状況はつまるところ、国内投資家にとっても、インフレ率に対してリスクに見合った国内の金利水準が必要ということで、そして政治的、地政学的、治安に対して幾らかの信頼感が得られない限り、トルコ・リラに再び投資することは難しいということを物語っています。そもそも、非常事態宣言が続いていることが、国内資本を内ではなく外に向けてしまっていると考えています。フェトフッラー派テロ組織(FETO)と呼ばれるギュレン師の組織に対する弾圧が続いている中で、非常事態宣言が解除される見込みはまだ小さい状況です。

## 2013年12月の汚職疑惑

ザラブ氏の裁判と2013年12月の汚職疑惑は、リスク管理の面でトルコの政策チームの足を明らかに引っ張っています。これらの二つの問題は、すでに緊迫している西欧同盟諸国との関係に更なる亀裂を生むかもしれません。また、国内政治の安定性を揺るがし、社会の亀裂をさらに深める可能性もあります。後者については、エルドアン政権はすでに、2013年12月に汚職行為で政府を非難したという疑いで、野党・共和人民党(CHP)議員40名の不逮捕特権を剥奪するという圧力をかけています。これはより大きな国内外政策の危機をもたらす可能性があります。与党・公正発展党(AKP)はザラブ氏の裁判について、ギュレン氏派と共謀した外交的陰謀であると(米国とは名言しないものの明らかに分かる形で)批判しています。エルドアン政権は、CHPによる新たな汚職疑惑と外交及びギュレン派の策略を結びつけています。AKPへの支持が低下し、経済状況が悪化の様相を呈するなか、AKPがナショナリスト色を強め、CHPを孤立もしくは分裂させて、極右の民族主義者行動党(MHP)との連携を強めることを警戒しています。もしこのエルドアン大統領のゲーム・プランが2019年の選挙に向けて実施された場合、経済のために西欧諸国との関係の正常化を望む人々との間に衝突が生じます。しかし西欧諸国、特にEUが、エルドアン政権がクルド系主要政党である国民民主主義党(HDP)に対しても同様の行動を取って、さらにCHPの議員を議会から追い出そうとしている行動を看過するかはわかりません。

エルドアン政権が直面している不正問題、つまりイランへの制裁違反に加え、さらに数多くの問題(シリア、クルド人、ロシアのS400ミサイル、ギュレン氏、民主主義と法治主義など)に関する西欧諸国との不満感情という騒乱の中にエルドアン政権は置かれていると強く感じています。恐れているのは、これらの問題のいずれかで窮地に陥った場合、エルドアン政権が性急な政治行動を取ることであり、これは事態をさらに悪化させるだけだと考えています。

## ザラブ氏の裁判

米国でのザラブ氏の裁判は、非常に特殊な懸念事項であり、市場にもそうですが、恐らくトルコにとって大きな、システミックな困難となるかもしれません。そのため、このことは深堀するに値すると考えています。

当然ながら結果を予想することはできませんが、犯罪活動への関与があり、米国のイランに対する制裁が阻害されたという判断を陪審員が行った場合、これがどういった影響を及ぼすかは熟慮する必要があると思います。こうした判決が出た場合、米国財務省の外国資産管理室(OFAC)は、行動を起こす可能性が高いでしょう。この時点で分かっていることは、制裁が違反されたということで、OFACがこのことを快く思うことは考え難いだろう、ということです。OFACが監督する制裁は、米国の外交政策において重要な役割を果たしており、イラン、ロシア、北朝鮮といった国からの脅威を食い止めるための手段となっています。どのような形であれ、この管理体制が蝕まれたことが証明された場合、OFACはいかなる抜け道も塞ぎ、関与した国に対する態度を変えるでしょう。トルコを大目にみることで、他の国に対して弱みを見せることはないと考えています。

この裁判においては、市場の注目の中心はトルコの金融機関に課される罰金の水準、もしくは米ドル建て市場へのアクセスや資金調達に制限されるような経済制裁が科されるかどうか、という点であると考えています。しかし、米国がどのような対応をするかを考える際は、この行動を通して何を達成したいと米国が考えているかを考慮することが重要であるとみています。OFACの制裁が機能していることを確実にするように、米国は抜け道を塞ぎ、行動を変え、そして機関やシステムの高めることを中心的に行うと考えています。罰金を課す、もしくは米ドル建て市場へのアクセスを制限することは、将来の法令遵守を確固たるものにするという目的です。問題を終結させるための手段であって、それ自体が目的ではありません。米国の財政赤字を埋め合わせるという目的やトルコ経済の崩壊を目指すわけではないと考えています。なぜなら、トルコは今でも北大西洋条約機構(NATO)の中で重要な役割を果たす同盟国だからです。

この裁判は、単にトルコが罰金を支払うことになる、ということではなく、より重要な点は、法令遵守上の問題がどこにあったのかを理解し、その問題点を無くすよう行動して、過失が起こったことをトルコが認めることにあると思います。

トルコでは、一部に政府は罰金をいくらでも支払うものの、責任も過失も否定するとの声があります。私の考えからすると、こうした考えをOFACが受け入れるとは思えません。なぜなら、過失を完全に認めない限り、同じ過ちを繰り返すことになり、それを解決するための行動を取ることができないからです。そのため、トルコ政府もしくは責任があるとOFACが判断したトルコの金融機関は、罰金を支払い、責任を認め、こうした法令遵守上の問題と弱点を完全に改善する行動を取ることをOFACに求められるでしょう。トルコがこうした行動を取らなかった場合、OFACは過去最高の罰金を科す、米ドル建て市場へのアクセスを制限する、最終手段として金融活動作業部会(FATF)のブラックリストに追加するといった行動を取る可能性があります。

類似の例で、欧州の金融機関がイランへの経済制裁に違反したことを米政府が認識した際に、適切な責任を取らなかった金融機関に対して、罰金が実際に増額されました。フランスや英国への対応とトルコへの対応が異なるとは思えません。もしOFACが違った対応をした場合には、経済制裁には抜け道がある、もしくは違反できるというサインを場合によっては送ることになり、弱点を見せてしまうこととなります。これはOFACの信用力にもかかわる問題で、2018年はトランプ政権がイランへの圧力を強めようという動きが見られるなかで、さらに重要な点になってくると考えています。

この裁判は政治的に非常にセンシティブな問題で、トルコ政府高官は、この裁判の裏側には政治的な動機があるとして、米国の司法当局を激しく非難していました。エルドアン大統領も、トルコは何も間違ったことはしておらず、そもそも米国のイランに対する経済制裁に従うことに同意した事実はない、と最近主張しています。米国政府とOFACに優位な形でルールが決められている中では、こうしたアプローチを取ることは賢明とは言えないでしょう。トルコが直面している困難がさらに深刻化し、米国当局によるより厳格な対応に晒される可能性があります。

トルコは罰金を支払うことを拒否する、あるいは米国に従わなくとも何とかなる、という議論もあるかもしれませんが、この選択肢はトルコにはないと考えています。忘れてはならないのは、トルコが一年間に必要とする外貨資金調達額は2,200億米ドルで、外貨準備ではこの50%しか埋め合わせることができません。時間を稼ぎ、米国に従わない態度を取る事は、米ドルによる資金調達ができないリスクを高め、外貨資金調達と国際資本市場への依存度の高さという弱点を晒すことになるでしょう。事態は急速に悪化し、銀行や経済全体にシステミックな打撃を与えることにつながるかもしれません。抵抗しても無駄であると思います。

グローバル金融危機を経てこの数年間で誰もが学んだことは、この金融業界において法令遵守が交渉可能なものではなく、何事においても第一に行うべきものであるということです。トルコも、この裁判の判決や勧告がどのようなものであろうとも、完全に、そして誠心誠意、その結論に従うべきでしょう。

OFACは、トルコに対して徐々に圧力を強めていくと考えています。最初は裁判と捜査で関与が認められた金融機関に対する罰金を通じて、そして法令遵守がなされていなければ、それら金融機関に対して米ドルの資金調達や市場へのアクセスを制限し、最終手段としてはFATFのブラックリストへトルコを加える選択肢もあり、銀行セクターや全体に影響を与えると考えられます。トルコ当局があまりに大きく見誤らない限りは、そこまで進展することはないとみていますが、OFACが動き出すなかで、痛い思いをする可能性はあります。

---

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務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となります。

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あり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（2017年12月7日）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。

以上