

トルコ: 経済分析、次の展開、解決策

2018年8月16日

足元でトルコを巡る情勢は目まぐるしく変化しています。エマージング市場のシニア・ソブリン・ストラテジストであるティモシー・アッシュが、トルコ経済が抱える課題やグローバル市場への影響、さらに今後の見通しにつき Q&A 形式で詳しく解説いたします。



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

何が問題なのか?

トルコの「アキレス腱」、すなわち、大幅な経常赤字（対 GDP 比 6%以上）やそれに伴う対外資金需要は長きに亘って知られてきたことでした。今後 1 年の対外資金需要の総額は 2,300 億米ドルにのぼり、500 億米ドルを優に超える経常赤字と 1,800 億米ドル相当の短期債務によって構成されています。

トルコが抱える 4,670 億米ドルの外貨建て負債総額自体は巨額ですが、危機的に大きな額ではないと言えるでしょう（足元の対 GDP で約 55%という水準は、2008 年の金融危機時における多くのエマージング東欧諸国が GDP 比で 100%超の対外債務を抱えていたことを踏まえれば、低いと言えます）。一方で問題は、それらの約 3 分の 1 に相当する額が、今後 1 年以内に償還を迎えるということです。

トルコ中央銀行（CBRT）の外貨準備高は 980 億米ドル（うち 228 億米ドル相当が金）とやや低く、外貨準備によって手当て出来る外貨の資金需要の比率は 40%程度と非常に低い状態です。

グローバル市場が量的緩和（QE）策主導の流動性に富み、エマージング（EM）資産に対する旺盛な需要が継続していれば、相対的に高い名目及び実質金利によって、（少なくとも）2013 年以來の信用力悪化を目にしても、海外投資家や銀行は異なる見方をしていたと考えます。現実には、エルドアン政権の非伝統的な政策に対する長年の懸念が、最終的に爆発することになりました。しかしながら昨年からは、以下のような複数の要因が複雑に絡み合っており、トルコ固有の懸念は高まっていました。

- 米連邦準備制度理事会（FRB）の政策正常化により、グローバル市場は個々の EM 国を差別化するようになった - 投資家は、EM 国の政策担当者が一手先を行き、流動性引き締め開始に備えた政策を打ち出すとの確証を求めています。つまり、流動性引き締めへの耐性を高めるに、高い実質と名目金利を払い、同時に防衛策とバッファーを得るといった行動を厭わない、すなわち双子の赤字や高い対外債務といった弱点に取り組む意図があることを求めています。
- 上記の防衛力とバッファーを高めるという点において、端的に言えば、トルコの取り組みは十分ではありませんでした。実際、FRB の政策正常化と並行して、トルコの信用評価と政策ミックスは悪化の一途を辿ってきました。2015 年の再選挙や 2016 年のクーデター未遂事件、さらに 2018 年 6 月に行なわれた前倒し選挙を通して、エルドアン政権は権限を強化してきました。一方で財政及び金融政策は緩和されて成長は加速し、不均衡拡大やインフレ上昇を招きました。インフレ率は既に CBRT の目標の 2 倍の水準にあります。
- 景気過熱という状況に直面した政府は、不均衡の是正よりも目先の経済成長を優先し、すでに抱える弱点を増長させてしまうこととなりました。
- これら全てはトルコにおけるガバナンスの変化、すなわちエルドアン政権への権限集中

と、行政の長としての大統領の権力の拡大と並行して行っていました。与党・公正発展党（AKP）において、これまで穏健派とされてきた人物（市場に好感されたアリ・ババジャン氏やメフメト・シムセック氏など）は権力の座を追われ、より国家主義的かつ非伝統的な経済政策を好む人物に取って代わられました。エルドアン氏自身の非伝統的な政策への強い欲求（高金利に批判的など）に対する障壁は少なくなったと見られ、実際にエルドアン氏は、渡航先や投資家との会合において、さらに国内の聴衆に向けてもこのような見方を積極的に公にするようになっていきます。

教科書的な経済学の基本では、実質 GDP 成長が 7%以上に達するという景気過熱と経常赤字の拡大という状況に直面した場合、これを是正するためのブレーキを掛ける必要があるとされています。何年もととは言わないまでも、過去数ヶ月間を見れば、トルコが政策金利を引き上げる必要があるということは国際経済のコンセンサスとなってきました。しかしながら CBRT は継続的にこのような市場期待を裏切り、タイムリーかつ十分な利上げを行ってきませんでした。

巨額の対外資金ギャップに直面した今、政策担当者が利上げによる引き締めや財政政策の引き締めを行なう用意がなければ、為替市場は大きく動く可能性があり、今回の危機はまさにこれに当たると言えます。必要な資本流入を促すために実質金利が十分に高い水準でなければ、トルコ・リラは下落を免れず、実際に今回大幅な下落をする結果となりました。

通貨下落は対外資金ギャップの調整の助けとはなりますが、その対価としてインフレ上昇という代償を払わなければならない可能性があります。経済学の理論上、通貨下落を容認することは必ずしも悪いことではないとされますが、それに伴うインフレ上昇という副作用を抑えるために金利を引き上げる必要があるとされています。ここでも、CBRT がこれまで継続的に後手に回ってきたことが問題となります。如実であったのは 6 月の前年比インフレ率が前月から 3%以上も上昇したにも関わらず、100-125bps の利上げを織り込んでいた市場予想に反して、7 月 24 日に CBRT は政策金利を据え置きました。全く利上げをしなかったことは結果的に大きな政策ミスとなりました。

現段階では、市場は CBRT による適切な金融政策の運営に対して完全に信頼を失っており、通貨の急落を背景にインフレ率上昇も予想されるなか、投資家はトルコのポジションを一斉に売って（減らして）います。

このような展開は、困難な状況をさらに困難にしています。問題はもはや 500 億米ドル超の経常赤字を単にカバーすることではなく、海外の銀行と投資家がトルコ資産に投資するに際しての信頼感を回復することです。従って最大のリスクは、500 億米ドル相当の投資が引き揚げられ、1,800 億米ドルの短期債務の借り換えが出来ないことでしょう。投資家の信頼感回復が失敗に終われば、この資金需要総額が危険かつ致命的になるとみられます。

地政学リスクはどうでしょうか？

地政学はトルコの政権運営をさらに困難にする厄介な要因となっています。

ブランソン牧師を巡る問題は、ただ驚くばかりです。NATO（北大西洋条約機構）の同盟国である米国とトルコが互いに制裁を課すなど、1 年前には想像もつかなかったことでしょう。ただしこれは、地政学上、さらに経済及び市場の観点から非常に重要な問題です。トルコの NATO 加盟さらには西側諸国としての立ち位置が危機にさらされています。

今回の危機は、米国との関係を半永久的に断ち切ることに繋がる可能性があり、そうなった場合、トルコを取り巻く環境は大きく変わります。また忘れるべきではないのは、トルコが NATO の加盟国であることと欧州連合（EU）加盟への強い希望は、この数十年間トルコに対する投資家心理の重要な下支えとなってきました。トルコは、西側諸国から離れて新しい方向に向かうことを継続的に警告してきましたが、貿易や投資、資金需要の約 3 分の 2 が西側諸国によって賄われているなか、実際にどのような計画をもってこれを達成するのかは別の問題であると考えています。

国際通貨基金（IMF）の支援は見込めるでしょうか？

西側諸国、とりわけ米国との関係が正常化しない限りは、IMF から金融支援を受けることは困難であると考えています。米国側は、ブランソン牧師及びその他に拘束されている米国人の解放が確実とならない限りは、IMF によるトルコへの資金援助を阻止する可能性が高いとみられます。

仮に米国との関係が正常化した場合は、IMF との合意が成立する可能性も残されているとみています。トルコはこれを必要としており、さらにエルドアン大統領は、最終的には経済の安定化のためであれば手段を選ばないであろうとみています。これに関しては、シリア・トルコ国境付近でトルコがロシア機を撃墜したことを背景に、ロシアのプーチン大統領とエルドアン大統領が敵対して冷えていたロシアとの関係が、2016 年のクーデター未遂後にエルドアン氏がプーチン氏に謝罪したことで大きく改善したことは記憶に留めておくべきでしょう。エルドアン氏は国内でイスラム主義者と国家主義者からの十分な支持を得ているとともに、今年行なわれた選挙での惨敗によって野党は混乱状態にあります。今のところは IMF に対してけんか腰の姿勢を見せているものの、エルドアン氏は IMF にアプローチするための十分な政治的力を持っていると言えます。とは言いながらも、IMF に支援を要請することは、現段階では（おそらく苦しんでいるでしょうが）エルドアン氏の基本戦略ではないでしょう。

それでは東側からのトルコへの支援パッケージはどうでしょうか？

IMF による支援の代わりとして、トルコはロシアや中国、可能性としては中東からも融資枠を確保することが可能であるとみられています。但し、トルコが必要とする巨額の資金需要（信頼回復のために必要な 400 億～500 億米ドル相当の金額）を満たすだけの十分な支援が得られるとは考えづらい状況です。

- **ロシア**は、トルコが NATO から離れることを歓迎するとみられますが、米国からの追加制裁の可能性をかなり意識しており、自身の外貨準備を重視しています。
- **中国**はトルコを支援する資金はありますが、トルコとの歴史的な関係性は良悪入り混じるもので、トルコのファンダメンタルズ（支払い能力）に神経質になることは間違いありません。また、米国が中国との貿易関係に戦略的かつ積極的に取り組んでいる微妙な時期に、さらなる米国との関係悪化の材料となる行動は避けたいとみられます。
- トルコとの結びつきが強い**カタール**は、150 億米ドルの金融支援パッケージを提示しています。これでトルコは時間稼ぎが可能で、当局が不均衡是正のために政策調整や引き締め策を導入するチャンスになるかもしれませんが、支援額自体はトルコの対外資金需要を満たすのに十分であるとは言えません。

事態の解決策は何でしょうか？

エルドアン大統領の過激な言動にも関わらず、現状の政策ミックスを考えれば、大きな再調整が起こると考えています。

政策金利はこれまで 500bps 引き上げられて足元で 17.75%となっており、実際の市場金利はさらに高い 25-30%となっています。通貨リラの価値は今年に入って既に年初の水準の半分までに下落しており、あらゆる指標で見ても割安です。銀行セクターの健全性に関する懸念が高まるなか、銀行の融資拡大ペースは鈍化し、バランスシートは縮小しています。これにより必然的に経済成長は鈍化し、経常赤字が縮小するとともに対外資金需要も鈍化するとみられます。実際に、国際金融協会（IIF）は今週、現状のリラの水準であれば、経常収支は黒字に向かうと指摘しています。経

常赤字の改善は、トルコの弱点の一つを取り除きます。

しかし、トルコが抱える課題は既に再調整という“テーマ”を超え、トルコの政策決定の信頼危機に発展しているとみています。金利に対してこれほど非伝統的な見方を持ったリーダーが率いているのであれば尚更です。

したがって、政策決定に対する**信頼感を植えつける、もしくは回復するためにさらに何かが必要**であり、それは IMF もしくは東側諸国からの支援パッケージであるかもしれません。いずれにせよ、政策担当チームへの信頼を醸成することは必要不可欠であると言えるでしょう（市場から信頼かつ評価されている新たな人材の登用など）。したがって、

- 依然として通貨が弱含んでおり、インフレ率が 15.9%から 20%以上に上昇する可能性がある中、ほぼ全ての経済学者が利上げの必要性を主張するでしょう。**17.75%の政策金利は低すぎます**。ここではアルゼンチンの例が参考になるでしょう。
- 財政政策は着実に引き締められる必要があります。新たに財務相に就任したアルバイラク氏は、財政赤字が今年 GDP 比で 2%、その後は 1.5%に削減されるとし、国内債の借り換え率も 100%に留めると発言しました。これは好感できる発言ですが、市場はこの目標を達成するためのより詳細な計画と実証を求めています。財政ルールを導入した 2011 年の計画を復活させる動きも見られますが、これは正しい方向への第一歩であるとみています。
- トルコの経済と財政が深刻な圧力にさらされているなか、自己資本が急速に損なわれているとの見方など、トルコの銀行で発生している問題に関連した懸念が高まっています。この点では、**エネルギーや不動産、観光、建設セクターなどで、この周知の問題を解決するために政府の積極的な取り組みが必要**でしょう。おそらく、既存の預金保険基金 (SDIF) を用いて、銀行のバランスシートを清算するために、昔からの解決策である「バッドバンク」を活用できるでしょう。ここでは、GDP 対比の公的負債比率が低いという、ソブリンの今のところ健全なバランスシートを活用することになります。

金利に関しては、CBRT が（政策金利であるレポ金利を上回る金利水準で流動性供給を行なうという）**コリドー（金利レンジ）を利用した金融政策を復活させる**可能性があるなど、行動を起こす兆しも見られています。このような政策は、2011 年から 2016 年に掛けてのバシュチュ前中央銀行総裁による政策（貸し手によって異なる金利を用いる）に似ていますが、エルドアン大統領に面目を保つためのオプションを与え、リラを 1 米ドル=6 リラ近辺に留めながら、CBRT が時間稼ぎすることが出来るかもしれません。この為替水準は、海外とさらに国内の投資家心理を落ち着かせるために重要で、銀行の取り付け騒ぎのリスクを緩和させると考えます。

銀行で取り付け騒ぎが発生する可能性は？

トルコ・リラの深刻かつ急激な下落を鑑みれば、まだ取り付け騒ぎが発生していないことに驚きを持って受け止める人もいるでしょう。ただしトルコにおける預金ベースは昨年から非常に磐石で、リラ急落にも関わらず、リラ建てと外貨建ての預金はともに増加傾向にありました。おそらくこれは、2000 年から 2001 年に掛けての危機を経て構築された銀行システム、銀行規制・監督システムに対する基本的な信頼の表れであるとみられます。個人と企業の外貨保有額は既に非常に高く、1,600 億米ドル超と過去最高水準にあるとともに、リラ建ての金利の高さも、顧客が銀行に預金を留めることを促しているとみられます。そこに足元では、愛国心に訴えた道徳的勧告も加わり、磐石な預金ベースの背景になっているとみられます。少なくとも今のところは、そう言えます。

資本規制の可能性は？

トルコ当局は継続的に資本規制の可能性を否定しています。おそらく、広範なトルコ経済や企業活動、貿易に及ぼすであろう影響を十分に認識しているのでしょう。

与党 AKP の幹部は伝統的な金融政策を認めていないかもしれませんが、企業活動や貿易に関しては理解が深いと言えます。（あらゆる対価ではなくとも）一定の対価を払ってでも、これらの妨げとなるものは避けたいとみられます。ただし、資本規制には多くの形態が存在します。外貨預金の引き出し禁止や輸出による外貨回収請求、様々な為替デリバティブ取引の禁止などが一例ですが、CRBT がリラ防衛に躍起になるなか、これらのいずれかが早期に実施されても不思議ではないとみています。

最も極端な例は、ある種の対外債務支払いの一時停止であるとみています。ただしこのことが最終的にトルコの実体経済へ与える影響は大きく、その可能性は現段階では非常に低いとみています。与える影響がより小さい手段としては、通貨の下落を容認するとともに、政策金利の上昇と国内経済の原則を認め、民間セクターの企業が必要に応じて債権者との間で債務交渉を行なうように促すことであると考えます。

グローバル市場に与える影響は？

対外債務残高全体が 4,700 億米ドル相当であるトルコの危機は、グローバル市場にシステミックな影響を及ぼす可能性があると言えそうです。年初来でのリラの大幅な下落は、外貨建て債務者には厳しいストレス・テストとなるでしょう。

ただしプラス要因としては、GDP 比の公的負債比率がわずか 28%であるなど、国レベルでの負債比率は低いということです。つまり、不良債権の増加（今回の危機発生時には 3-4%であったものの、10%台以上に上昇するとみられる）や自己資本の減少など、銀行セクターにおいて発生する問題の一部をソブリンのバランスシートが吸収する余地が多くあるということです。民間セクターの負債はある程度再編される可能性があります。それほど大きな額ではなく、アドホックに発生することを基本シナリオとして考えています。

一方で、当局が為替の安定化に失敗し、より強硬な資本規制が導入されるというシナリオも残されています。最も極端かつ最悪のケースは、対外債務の支払い停止、最終的には債務再編となった場合です。トルコが抱える対外債務の額面上の総額を踏まえれば、EM 市場、ひいてはグローバル市場に与える悪影響は甚大になる可能性があります。ただしこれはブルーベイの基本シナリオではありません。

欧州の金融機関のエクスポージャーは？

これに関しては、これまでのところあまり的確に報道されていないと考えています。欧州銀行が現地法人を通じてトルコに対してエクスポージャーを持っていることは事実ですが、報道されている外貨建て負債は、リラ建ての負債も含まれており、やや水増しされていると考えています。欧州銀行にとっての最終的な債権は、これらの子会社への株主資本を通じたエクスポージャーと、トルコへの直接的な外貨貸し出しによるものであると考えます。

エクスポージャー額の評価手法の問題については、国際決済銀行（BIS）のデータに基づけば、スペインの銀行が 823 億米ドルのエクスポージャーを有するとされていますが、このうち純粋なエクスポージャーは 348 億米ドルに「過ぎません」（それでも巨額ですが）。

また BIS のデータでは、海外の銀行からのトルコへの融資は非常に分散されていることが示されています。その他の海外銀行のエクスポージャーを見ると、フランス（201 億米ドル）やイタリア（166 億米ドル）、米国（162 億米ドル）、英国（156 億米ドル）、日本（138 億米ドル）、スイス（82 億米ドル）と続いていました（全て 2018 年 1-3 月期のデータ）。またドイツの融資総額は 171 億米ドルでした。

さらに、BIS に含まれない銀行、特に中東地域の銀行のトルコに対するエクスポージャーも非常に大きいことにも触れておきます。つまりは、トルコの債権が海外の銀行セクターの間で広範に分散されており、最悪のシナリオになった場合には国際金融システム全体に影響を及ぼすことになるでしょう。トルコにおける海外（BIS に加盟する国）銀行の債権は 1,830 億米ドル相当にのぼり、トルコの対外債務総額の 4,700 億米ドルの残りは、資産運用会社や機関投資家によって広範に分散保有されています。また資産運用会社や機関投資家も、銀行同様に地理的に広く分散されています。

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となります。

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 1.05%（税抜） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（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） / 金融ハイブリッド債戦略：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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、当社の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れるようお願いいたします。