

トルコ：絨毯は贅沢品か必需品か

2019年8月1日

グローバルな外部環境を考慮すると、短期的にトルコの外貨建て債は他国を上回るスプレッドの縮小が見込めるかもしれませんが、しかし、トルコにとって時間は贅沢品ではなく必需品となっており、外部環境が変わる前に、非伝統的な政策から転換出来るかどうか重要な鍵を握っていると考えています。



ポリナ・クルドヤフコ
パートナー
エマージング債チーム
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

トルコ絨毯は贅沢品か必需品か、様々な長所と短所を検討しましたが、自宅のリノベーション費用の予算上限を考えると、絨毯は贅沢品だという結論に辿り着きました。そのため、購入に踏み切るにはもう少し頃合いを見ようと思います。

一週間前にトルコに向かっていた時、トルコの金融政策について同じ質問を自分自身に問いかけていました。中央銀行が独立性を持って伝統的な金融政策を打ち出す時期は先延ばしに出来るものなのか、それとも銀行危機を回避するために今すぐに変化が必要とされているのか、を考えていました。

JP モルガンのエマージング外貨建て国債インデックスをみると、トルコ国債は年初来で7.3%のリターンを記録していますが、12.7%のリターンであった同インデックスをアンダーパフォームしました。エマージング外貨建て債市場の高利回り資産のなかで、ベネズエラ、ザンビア、レバノンに続いて4番目にパフォーマンスが振るわない国となっています。

また、トルコ社債のリターンは年初来で10.9%となっており、これまでのところユーロボンドのデフォルトがなかったこともあり、エマージング外貨建て社債インデックスの10.2%と同程度のリターンとなっています。現地通貨建て債市場でもインデックス並の9.7%のリターンとなっています（2019年7月末時点）。

グローバルな外部環境を考慮すると、短期的にトルコの外貨建て債は他国を上回るスプレッドの縮小が見込めるかもしれませんが、非伝統的な政策がスプレッドの縮小幅を制約する可能性が高いとみています。ブルーベイでは、トルコ資産について今後一年以内により魅力的なエントリー・ポイントが訪れるとみています。

経済学者であるアラン・メルツァーは「失敗のない資本主義は罪のない宗教のようだ」と言いました。トルコのリーダーであるエルドアン大統領は、民主主義と自由市場を支持しながらも、金利に対して非伝統的なスタンスを維持しています。しかし、これまでのところ、トルコは公募市場において銀行もしくは企業の債務危機を防いできています。果たして最悪期は脱したのか、それとも私たちは「罪人」を見張っておくべきなのでしょうか。

イスタンブールでは、トルコのゼネラル・エレクトリック CEO と面会しましたが、彼は誇らしげに「欧州で走っている全ての車がトルコの自動車部品を使っています。また、欧州の耐久消費財の 60% がトルコ製です。トルコを単純に切り離すことは出来ないのです。」と言っていました。確かに、トルコは経済及び地政学的な面で無視できない戦略的なポジションにあり、現在の情勢の行方は非常に重要となります。

アンカラやイスタンブールでは政策決定者や企業再編分野の弁護士、現地のファンドマネジャー、ジャーナリストと面会し、以下三つのトピックについて議論したことが印象に残りました。

- **全ては米ドルに関係し、ソブリン及び銀行セクターに米ドルは流入しています。** 海外直接投資額は当初の 90 億米ドル、あるいは GDP の 1% に相当する金額から徐々に増加していますが、事例報告から M&A が急激に増加していることがわかりました。現地でも面会した一人のアセットマネジャーは M&A チームが金融危機前と比べ、10 倍も忙しくなったと言っていました。銀行は熱心に融資を行っており、米国の銀行でさえ、積極的に米ドル建ての借り換えローンを利用しています。ローンの借り換え率は 90% 以上を維持するなか、銀行は多くの米ドルを有し、外貨預金の 50% 以上は米ドルであることから、これをさらに米ドル建て有価証券の積み上げに利用しています（現在は全体の 14% に留まっていますが、2001 年危機時は 30% に達していました）。
- **現地の銀行は不良債権処理を急務と考えていないようです。** 不良債権ローンがローン全体の 20% を占めると推定されているにも関わらず、その処理を急務と考えていない背景には、銀行の流動性が圧迫されておらず、銀行規制の枠組みがローンの債務再編を促すように設計されていないためです。これは中期的な低成長と高い失業率につながるでしょう。特に建設やエネルギーといった、銀行にとって厄介なセクターでは、失業率が上昇しているほか、エネルギー補助金を引き上げる意向もみられないことから、直ちに回復は見込めないと考えています。トルコは国内経済の軟調さを補うために、強い欧州の経済回復を必要としています。
- **政策面では、変化の風が起こると考えています。** 我々が面会した政策決定者と市場参加者は自分たちの見方を述べることや現在の政府を批判することに対して積極的でした。これは一年前とは大きく異なる点です。

上記の要素を考慮しても、トルコが脆弱であるという事実を否定することは難しいと思います。依然として今後一年間で繰り越さなければいけない債務を 1700 億米ドル以上抱えています。中央政府は財政政策を実施する可能性が高く、目標である 1.8% に対して年末には財政赤字が対 GDP 比 3% に達するとみています。また、トルコの GDP 成長率が 5% を下回る状況が続けば、今後も失業率は 13% を上回り続けるとみています。

民間債務は対 GDP 比 75% に達しており、トルコの一般企業は危機の中心にいます（これは 2001 年の銀行が危機にあった時とは異なります）。トルコ企業は、良くとも「修正と延長」の政策を実施しているのみであり、経済システムの債務超過問題の解決にはつながらないと

みえています。さらにこれは金利政策を考慮する以前のものです、金利政策についても現在の政府では早々の変化は期待が出来ないでしょう。

トルコ訪問中に、前首相アフメト・ダウトオール氏のオフィスで美しい伝統的なトルコ絨毯と経済史の古本を見つけました。彼は我々との意見交換に応じるなど、寛大で真摯な対応をしてくれました。現行の政策ミックスにおけるトルコの方向性に対する市場の懸念を強調し、地方政治家と企業オーナーに変化の必要性を声高に叫ぶことを促しました。

トルコでの様々な議論を思い返し、何回の政策ミスをトルコ絨毯で覆い隠すことが出来るか考えてしまいました。そして、どの段階で絨毯を剥がし、もはや覆い隠すことの出来ないひび割れの修繕が必要となってくるのでしょうか。トルコはこのような補修はすぐに必要ないと思っているようですが、米連邦準備制度理事会（FRB）のトーンがタカ派姿勢に変わった途端に、この考えは一夜にして覆されるかもしれません。トルコにとって時間は贅沢品ではないのです。

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） / 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ストレインド戦略：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くか、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