

トルコ：友人作りのスキル

2023 年 1 月 9 日

ポリーナ・クルドヤフコ

パートナー、エマージング債チームヘッド、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



「まさかの時の友こそ真の友（A friend in need is a friend indeed）」は、私が学校で初めて習った英語のことわざです。良い友人を見つけるのは簡単なことではありませんが、グローバル規模の戦略的な提携を結ぶことは、このスキルを別の次元に引き上げることになります。トルコのエルドアン大統領ほど、戦略的友好関係を築く能力に長けている人物は他にいないでしょう。

昨年はエマージングソブリン債券の大半が二桁代のマイナス・リターンに苦しんだ一方で、トルコはその流れに抗った数少ない国のひとつとなりました。エマージング（EM）の主要国の中で最も非伝統的な政策をとるトルコは、2022 年に他国をアウトパフォームしただけでなく、政策エンゲージメントのルールを再定義することにも成功しました。トルコの金融錬金術の秘密の要素とは、そして非伝統政策ミックスによる代償とは何なのでしょう。

赤字があれば、資金調達が必要となります。2022 年の経常赤字が 500 億米ドルと過去 25 年で最悪の水準に達したトルコでは、資金源が投資家の最大の懸念になっていました。インフレ抑制に金利を引き上げ、政策ミックスに対する投資家の信頼を高め、海外資本を引きつけるなどの伝統的なアプローチをエルドアン大統領は好みませんでした。その代わりに、戦略的友好関係や提携の力に賭けたのです。

エルドアン大統領は実用主義の指導者であることを示してきましたが、ここ最近の地政学面から見た影響力や近隣諸国との関係の転回は注目に値します。わずか 1 年前の、中東の近隣諸国との関係はよく言っても微妙なものでしたが、大統領は地域全体との戦略的提携を結ぶだけでなく、10 年以上に亘り敵対してきたイスラエルなどの国との外交関係を再構築することに成功しました。ロシア・ウクライナ戦争において、エルドアン大統領の地政学的戦略は非常に優れており、ウクライナに無人機を提供し、ロシアから低コストのガス供給を確保するなどして、双方との戦略的友好関係を維持しました。

伝統的な金融政策に消極的な大統領は、地政学的な提携関係だけでなく、新たな輸出ルートや、サウジアラビアやカタールなど資金力のある国から数十億米ドルの融資を通して必要な資金を確保するために、国際舞台での色を変えることになったのです。わずか半年前までは、トルコの港からサウジアラビアに商品を送ることができませんでしたが、足元で、サウジアラビアはトルコ港湾の貿易量の 20% 近くを占めており、多くのトルコ企業が同国での存在感を高めようとしています。

トルコの戦略的な実用主義は、現在のところ成功しているように見えます。しかし、これらの政策による代償は何でしょうか、また将来の脆弱性はどこにあるのでしょうか。2022 年に 5% を以上の力強い GDP 成長を遂げた一方で、現地で企業を訪問した時に多くの脆弱性を見つけました。最も顕著なのは、かつて低コストの拠点として、また深みのある金融市場を持つ競争力のある経済国の一つであったこの国の立場が、大きく反転しています。通貨の安定性に重点を置き、インフレが 100%

を超えるなかでも、金利を 13%とする非伝統的な金融政策によって、トルコ・リラは昨年 40%以上上昇しました。これはトルコの輸出競争力に大きな影響をもたらしています。

行政管理メカニズムに焦点を当てた結果、銀行セクターだけでも年間を通じて 200 以上の規制が発表されました。このため、金融セクターは信用伝達メカニズムとしての役割を十分に果たすことができず、大半の銀行が 6 ヶ月以内に償還を迎えるローンを抱えながら一年以上も借入枠が得られないという事態に直面しました。国内外の流動性に十分なアクセスがない状況から、企業部門では運転資金ニーズが高まり、最終的に支払遅延が生じるという大きな問題を引き起こしています。多くのトルコ企業が利益マージンの大幅な縮小と収益性の低下に苦しんでいるものの、スタート時点のレバレッジが比較的低いことから、まだ債務再編のリスクには直面していません。

昨年末に、株式チームの同僚とトルコを訪問しました。20 年以上前に同国を訪問して以来初めて、面談をした企業は将来を非常に悲観し、国内市場からの分散を図るための海外に目を向けていました。すでに今日、自動車セクターの一部企業にとっては、生産はトルコで行うよりもルーマニアで行った方が利益率が高く、また消費セクターの一部企業にとって、トルコよりサウジアラビアで商品の販売の方が魅力的なのです。

現状はいつまで続くのでしょうか？この政策ミックスの短期及び長期的な影響は何でしょうか？大統領選挙が半年以内に迫るなか、結果次第で景気回復のペースにも差が生まれるのでしょうか。エルドアン氏が勝利すれば、現在の政策ミックスは当面変わらないと考えています。野党が勝利すれば、中期的に伝統的な政策に転換する可能性があるものの、短期的に V 字型の景気回復には至らないと見ています。レバノンのような国は、金融錬金術が複数年に及ぶ実証となることを体現しており、特にグローバル経済全体で広がるリセッション懸念が経済回復のペースに及ぼす影響は相当なものになると見ています。メキシコのような国は、政府の伝統的な政策ミックスや低い生産コスト、比較的割安な通貨を背景に比較的早く回復できるとしている一方で、トルコのように数年に亘ってリセッションの環境に直面する可能性がある国もあります。わずか 1 年前まで、私はトルコの非伝統的な金融政策に関する問題は比較的簡単に解決できると考えていました。しかし、アルゼンチンが典型的な例ですが、その問題が長引けば長引くほど、構造的なものになってしまうのです。

グローバルの要因によりトルコのインフレ率が大幅に減速すれば、足元のインフレの落ち着きが政府の安心感につながっているように、ソフトランディングとなる可能性があります。さらなる行政管理は経済において歪みを生じさせるだけかもしれません。例えば、政府が食肉価格を制御したところ、数週間のうちにチーズの価格が三倍となってしまいました。さらに、年初に実施された最低賃金の 200%引き上げは、企業のコスト負担にさらなる圧力がかかり、期待インフレを高めると考えています。地政学的不確実性が高まり、大統領選挙前のキャンペーンのさなかで、大統領は全ての不均衡をうまく調整することができるのでしょうか。現在のところ、彼はうまくやっていると思います。また、大統領が非伝統的な金融政策スタンスをとるなかで、財務大臣も、財政赤字の削減や市場参加者とのエンゲージメントに注力し、いくつかの不均衡を緩和するだけでなく、投資家の懸念を和らげることに重要な役割を果たしました。

これまでのところ、トルコは伝統という重力に抗うことができています。足元の戦略的友好関係や提携を考慮すると、この功績が中期的に続くどうか、現時点ではまだわかりません。“友情というのは、お金と同じようなもので、儲けるのは簡単だが、持ち続けるということはなかなか困難なことである。サミュエル・バトラー”

トルコのスーパーマーケットにおける価格統制の例です。特定の種類のパンの価格が統制されている（写真 1）一方で、違う種類のパンは市場で価格が決定されています（写真 2）。

写真 1



写真 2





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主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジ・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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、別途記載のない限り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るようお願いいたします。

以上