



## ギリシャ・トルコ：移り行く砂

ヴェロニク・エルブ

ポートフォリオ・マネジャー  
新興国株式チーム

ローレンス・ベンサフィ

新興国株式チーム副ヘッド

2025年12月

**“アクロポリスは、その都市を超えて広がり、古代ギリシャ文明の不朽の力と影響力を想起させる存在です。”**

### ギリシャ

ギリシャは、FTSEでは先進国市場への格上げが行われ、一方でMSCIでは新興国市場に分類されている国です。私たちは、人口1,000万人という小国ながらも歴史的に重要なこの地を訪れることに興味をそそられました。ロンドン・ヒースロー空港からの満席のフライトは、ギリシャの根強い人気を裏付けていますが、乗客の多くは観光客ではなくビジネス客のようでした。

これは驚くことではありません。ギリシャの株式市場は年初来で50%以上、2年で80%という驚異的な上昇を見せているからです<sup>1</sup>。2008年の金融危機以降、そしてその後のソブリン債務危機を経て、ギリシャ経済は先進国経済の中で最も長い景気後退に苦しみ、2013年には先進国として初めて株式市場が新興国市場へと格下げされました。しかし明らかに、ギリシャ経済は復活を遂げています。

アテネの街を歩けば、ここが単なる都市ではないことがうかがえます。アクロポリスは、その都市を超えて広がり、古代ギリシャ文明の不朽の力と影響力を想起させる存在です。また、それは、ギリシャの民主的・文化的遺産の象徴であり、かつては西洋文化への多大な貢献の象徴でした。しかし、今日の通りは観光客とビジネスパーソンで溢れています。私たちもまた、投資機会を探るためにここに来ました。

<sup>1</sup> Bloomberg, 2025年10月時点

最初の訪問先は銀行でした。資本増強を経て健全なバランスシートを持つギリシャの銀行は、インドと同水準の融資の伸びを見せています。これはまだ住宅ローンの伸びが本格化する前の段階であり、企業向け融資主導によるものです。GDP成長率は前年比1.7%で、継続的な投資の回復（前年比6.5%増）、個人消費、サービス輸出が牽引しており、順調な回復が見取れます。

### “ばね効果”

ギリシャは明らかに「ばね効果（反動増）」の恩恵を受けています。あれほどの痛みを伴う経済苦境と、長年にわたる給与削減という内部的な平価切下げ（internal devaluation）を経た後であれば、どの国でもこのような成長を遂げたでしょう。また、コロナ禍後の700億ユーロの支援金と「復興・強靱化ファシリティ（RRF）」の恩恵も受けています。再選されたキリアコス・ミツォタキス首相は、現路線を継続することに対する明確な信任を得ており、政権は非常に有能です。国はプライマリーバランスの黒字だけでなく財政黒字も計上しており、非常に健全な状態にあります。キリアコス・ピエラキス経済財政大臣（前デジタルガバナンス大臣）も同様に印象的で、彼が導入した公共サービスのポータル化は、アクセスを容易にただけでなく経済のデジタル化も促進しました。例えば、納税のデジタル申告が義務化されたことで、徴税実績も向上しています。

## “コロナ禍後の700億ユーロの支援金と「復興・強靱化ファシリティ（RRF）」の恩恵も受けています。”



ギリシャ経済は改善基調



アテネでの銀行とのミーティング

次に、電力会社を訪問しました。この企業は1950年代に設立されたにも関わらず電力ポートフォリオを再生可能エネルギーへと完全に転換しました。年間300日以上晴天に恵まれるギリシャにとって、現時点から2027年の間に6GWの再生可能エネルギーを追加し、50%以上成長させることは理にかなっています。かつて石炭火力に依存し、顧客や株主を重視していなかった企業文化は一変し、現在は脱炭素化を中核に据え、顧客と株主の利益に沿った経営を行っています。これこそまさに、ギリシャがなすべきこと（経済の脱炭素化と将来への投資）です。

ギリシャ経済へのポジティブな要素は明らかですが、「ばね効果」が薄れた時、成長は欧州の中でも相対的に低い水準にまで鈍化する可能性があります。エネルギーセクター以外への海外直接投資（FDI）や、より高付加価値な産業を誘致するための構造改革が実施されなければ、そうなるかもしれません。ギリシャ経済は大企業が支配的であり、革新的な企業はこの環境で苦戦しています。したがって、3年後にRRFが終了した際、かなりの景気減速に見舞われる可能性があります。



アテネの輝かしいアクロポリス



## トルコ

次の目的地はイスタンブールです。到着してまず、空港のスケールの大きさに圧倒されました。コンデナスト・トラベラー誌の読者投票で「世界最高の空港」に選ばれたのも納得の、真に印象的な空港です。とにかく巨大です！車で市内へと向かう道中、建設ラッシュや賑わうカフェ、煌びやかな高層ビル群と、新築のモスクやアザーン（祈りの呼びかけ）の音色が対照的でした。これらの新しいモスクは、政治的なシンボルとして機能する一種の「見栄のプロジェクト」であると同時に、宗教的に保守的な支持層のニーズを満たし、国家の誇りを表すものでもあると考えられます。

ナショナリスト的なストーリーは20年以上存在してきましたが、2012年の憲法改正以降、ここ10年で加速しています。この改正により、エルドアン大統領の権限は強化され、司法の権限は縮小されました。トルコは権威主義的な道を歩んでいるように見えますが、直近の選挙投票率を見ると80%以上という非常に高い数字を記録しています。これは民主主義が機能していることを意味するのではないのでしょうか。

空港から欧州側を走り、ボスポラス海峡にかかる橋を渡ってアジア側へと入ると、この街のスケール感とトルコの地政学的な重要性を肌で感じます。ここは大陸と文化が衝突する場所なのです。

## “2024年4月には70%を超えていたインフレ率が、現在は年率33.5%まで低下しています。”

### インフレの物語

2024年4月には70%を超えていたインフレ率が、現在は年率33.5%まで低下していますが、トルコの人々はこの状況に慣れており、インフレ自体は目新しいものではありません。この国は1970年代からインフレと戦ってきました。メフメット・シムシエキ財務大臣は、今回のディスインフレ（インフレ沈静化）プログラムを適切に管理しています。彼の正統的な金融政策は、インフレの抑制、トルコリラの安定、そして経済の透明性と予測可能性を向上させることで、トルコ経済を再び軌道に乗せ、安定化させました。



イスタンブールの新しいモスク



イスタンブールでは新たな建設が進む

政治的なリスクはあるものの、トルコは依然として「東洋と西洋が会う」非常にエキサイティングな場所です。その地理的ロケーションこそが、文字通り「切り札」となっています。かつて非正統的な経済政策や非民主的な手法で、彼に好意的だった外国人株式投資家さえも遠ざけてしまったエルドアン大統領ですが、今や彼はあらゆる方面から求められる存在となっているようです。同様に「ストロングマン（強権的な指導者）」と見なされている米国のドナルド・トランプ大統領も彼の大ファンです。

欧州にとっても防衛の面でトルコは必要不可欠です。トルコはNATOにおいて米国に次ぐ第2の規模の軍隊を有しており、サウジアラビア、エジプト、シリア、イスラエル、ガザなど中東諸国との関係修復にも取り組んでいます。ロシア・ウクライナ間の和平交渉においても仲介役と見なされ、重要な役割を果たしてきました。

普通自動車メーカーからスーパーマーケット、ディスカウントチェーン、銀行、白物家電ブランドまで、幅広い企業と面談を行いました。その結果、消費主導による高成長が依然として継続することが理解できました。面談では、今年の第3四半期の自動車販売が20%増加しており、白物家電の売れ行きも好調であると聞きました。この強力な消費ストーリーの一部は、多くのトルコ家庭にとってインフレヘッジであり富の保存手段である「金（ゴールド）」の価格上昇や、銀行で得られる高い実質金利によって支えられている可能性があります。しかし、トルコではこれまでも常に成長率が高く、その大半はサービス業によるものでした。また、過去30年間に大規模な人口流入が見られるなど、大きな人口動態の変化もありました。自動車や家庭用品の販売がこれほど活況で、失業率も一桁であることから、トルコに「経済危機」が訪れそうもないことは明らかでしょう。しかし他の国と同様、中間層は圧迫されています。エルドアン大統領は政治的な同盟者（いわゆる上流階級の取り巻き）には良くし、貧困層には施しを与えているからです。

## 現地の生活

当社エマージング債券チームのソブリン債シニア・ストラテジストであるティモシー・アッシュが、彼のマクロ経済のコンタクト先とのミーティングを数多く設定してくれたおかげで、「リアルな」トルコと現地の実情を聞くことができました。話題に上った「ビザ危機」、すなわち多くの人が欧州などへのビザ発給を待っている状況は、トルコの人々が休暇を国内で楽しんでいることを意味します。温暖な気候と豊富なビーチや島々の選択肢があることを考えれば、この「ビザ危機」より悪い危機はいくらでも思いつきます！

また、一般の人々が享受している高等教育のレベルにも感銘を受けました。ギリシャと同様、トルコも高等教育に重点を置いており、学生たちは修士号や博士号を取得しています。しかし、痛手となっているのは教育費の高騰です。現地のミーティングで聞いたところによると、幼稚園や小学校の費用でさえ2倍、3倍になっているとのこと。

**“ギリシャと同様、トルコも高等教育に重点を置いており、学生たちは修士号や博士号を取得しています。”**

全体として、経済危機の兆候は見られず、システミック・リスクのようなものもなさそうです。さらに、大幅な経常赤字はなく、外貨準備高は問題ない水準、消費は健全、成長率は良好、銀行システムも安定しており、エルドアン大統領は人気があり、政治的背景も「まずまず」に見えます。最後のミーティングで、ある例え話を聞きました。「思春期を迎えて大人になる子供は、以前とは変わってしまう」というものです。トルコは思春期には「悪い子」でしたが、今は大人へと成長しているところだそうです。彼によれば、これが新しい世界秩序なのだそうです...今のところは。

私たちは、トルコの主な課題が「根強く続く高いインフレと金利」であるという点について、幻想は抱いていません。残念ながらこれは構造的な問題であり、食品インフレなどの要因に対処しない限り、状況は変わらないでしょう。発電能力の増強は影響を多少緩和できるかもしれませんが、十分ではないでしょう。



エマージング債券チームの同僚と



イスタンブール訪問

したがって、政治環境がやや落ち着き、インフレ率が20%台前半まで低下すれば、株式市場は好調に推移するかもしれませんが。しかし重要なのは、高いインフレ率を低下させ、株式市場が長期間にわたって正常に作用するレベルまで金利を下げるための「改革」が必要だということです。

## 結論

現時点では、ギリシャとトルコの両市場ともバリュエーションは魅力的ですが、持続的な株価上昇には、さらなる改革が必要です。私たちは関心を持ってこれらの地域を注視していきます。

執筆者

## ヴェロニク・エルブ

ポートフォリオ・マネジャー

2004年に英国Cass Business SchoolにてMSc（金融）取得。1998年に英国サリー大学にてBSc（経済学およびドイツ語）を取得。



RBC GAM UKのRBC新興国株式チームのポートフォリオ・マネジャーで、東南アジアおよびサウジアラビアを担当。2015年に入社する以前は、CLSA Asia Pacific Marketsにて15年間、日本を除くアジア株式を、同地域の地政学、マクロ経済、およびファンダメンタル分析を含め担当。2000年に投資業界でのキャリアをスタート。

## ローレンス・ベンサフィ、CFA

マネージング・ディレクター、ポートフォリオ・マネジャー兼新興国市場株式副部長

2004年にCFA取得。1997年にフランスのトゥールーズ大学でMagistère d'Économiste Statisticien & D.E.S.S. Statistique et Économétrieを取得。



マネージング・ディレクターであり、RBC GAM UKのRBC新興国株式チームのポートフォリオ・マネジャー兼新興国市場株式副ヘッド。2013年に入社する以前は、Aviva Investorsのエマージング・マーケット・チームのヘッドであり、グローバル・エマージング・マーケット・インカム・ファンドの運用、定量的銘柄選択・分析モデルの開発を担当。1998年にソシエテ・ジェネラル・アセットマネジメントのクオンツ・アナリストとして投資業界でのキャリアをスタート。ポートフォリオ構築及び銘柄選定プロセスを支援するクオンツ・モデルの開発を通じて、欧州株式及びグローバル株式のポートフォリオ運用をサポート。





**RBC BlueBay  
Asset Management**

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

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（Royal Bank of Canada（RBC））の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management（U.S.） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc.（RBC GAM Inc.）、RBC Global Asset Management（UK） Limited（RBC GAM – UK）、RBC Global Asset Management（Asia） Limited（RBC GAM – Asia）、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、英国金融行動監視機構（FCA）によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



## ■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となります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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