



ポーリーナの視点 二つの海の狭間で - トルコの伝統的金融政策 と地政学的潮流



ポーリーナ・クルドヤフコ
エマージング債チームヘッド

2026年3月

「イスタンブールの美しさは色あせることはありません。しかし、発展途上国でよく見られるお馴染みのパラドックスも存在します。経済的に正統な政策と、政治的に受け入れられやすい政策との間に生じる緊張です。」

イスタンブールを訪れたことはありますか？ボスポラス海峡を挟んで欧州とアジアを結ぶ活気あふれる拠点です。オスマン帝国の歴史と現代のエネルギーが融合した雰囲気を肌で感じることができ、景色は息をのむほどの美しさです。最近のトルコ訪問後、以下の点に強い印象を受けました。

- イスタンブールの美しさは色あせることはありません。しかし、発展途上国でよく見られるお馴染みのパラドックスも存在します。経済的に正統な政策と、政治的に受け入れられやすい政策との間に生じる緊張です。
- トルコの現在の金融政策スタンスは、このジレンマを示す優れたケーススタディとなっており、その影響は国境を超えて広がる可能性があります。
- 同国は正当な金融政策と地政学および政治学的課題などの優先事項をどのようにバランスさせているのでしょうか。

2018年に始まった非伝統的な金融政策の期間を経て、同国の中央銀行は2023年5月の議会選挙および大統領選挙後に、伝統的な政策へと転換しました。それ以降ピーク時には80%を上回る水準にまで達したインフレに対抗しようと、2024年3月には政策金利を50%に引き上げるなど、教科書的とみなされるような金融引き締めサイクルに入りました。インフレが低下し始めると、トルコ中央銀行（CBRT）はより緩やかなスタンスに移行し、今年1月には金利を37%まで引き下げました。年末までにインフレ率が20%台前半から半ばに達すると予想されています。同国の大手銀行の経営幹部との対話から、明確な状況が浮かび上がりました。伝統的なアプローチは機能していますが、代償も伴っているということです。

2024年半ば以降、銀行セクターでは収益性が大きく復活しています。純金利マージン（NIM）は過去最高を更新しており、一部の金融機関は4.5%のNIMを目標としています。これは近年見られていたマージンの低下とは対照的です。市場は今年、インフレ率がさらに低下して20%台半ばになると予想しており、これにより銀行セクターの収益性がさらに向上すると考えられています。インフレ率が100bps上昇するごとに、金利マージンには約15bpsの下押し圧力が生じます。しかし、政策当局者は金利を高水準に維持することには消極的であることから、金融政策を補完するためにマクロブルーデンス政策を積極的に活用しています。これにより、金融機関にとっては微妙なバランス調整を求められる状況となっています。

一部のマクロブルーデンス政策は銀行のバランスシートに負担をかける可能性があり、効果は一時的なものとなり得ます。例えば、トルコ・リラ建て預金を預金総額の60%以上に維持するという要件は、国内預金の獲得競争を促し、銀行のマージンを圧迫するリスクがあります。特に、トルコ国民の金預金へのニーズが強い中、過去1年間の金価格の大幅な上昇や金が外貨預金に分類されることを考慮するとなおさらです。

さらに、現時点から利上げを行う意欲もかなり限定的です。人的コストは明らかです。金利負担が賃金の伸びをはるかに上回る中で、個人信用やクレジットカード債務の返済不能状態にある人が400万人に達しており、不良債権（NPL）は増加しています。銀行は不良債権ポートフォリオの売却などで対応してきたものの、金利上昇に対する社会的および政治的な許容度は明らかに限られています。そのため、イスタンブールで会議を重ねる中で私の頭に浮かんだ疑問は、「ブルーデンス政策が機能しなくなったらどうなるのか?」ということでした。

政府関係者やビジネスリーダーとの対話で最も印象的だったのは、トルコの戦略的計算において、地政学的ポジションの活用が、特定の経済指標の達成よりも優先されているということでした。同国は自国を欧州と東地中海を結ぶ重要なエネルギーハブとして位置づけており、カタール産ガスをドイツに輸送する意欲的なパイプラインプロジェクトや、クルド地域での炭化水素発見の可能性がります。

この地政学重視の姿勢は単なる願望ではなく、国内政策における優先事項を再形成しています。クルド人グループとの最近の和解は、クルド労働者党（PKK）メンバーを訴追なしで帰還させることを目指しており、国内の安定を確保し、対外的な姿勢を支える現実的なアプローチを反映しています。ある上級顧問が指摘したように、トルコの広範な地域戦略においては、「クルド人との友好関係が鍵」となっています。

その影響は重大です。クルド人との和平プロセスは、40年にわたる紛争を終結させるために極めて重要であり、PKKを武装グループから政治的参加者へと転換することで、トルコ、シリア、イラクの安定への道を提供します。トルコが安定を与え、また信頼できるエネルギー回廊としての役割を果たすことができれば、伝統的な金融政策の短期的コストを緩和するほどの経済的利益をもたらす可能性があります。しかし、この戦略には国内の結束と対外的な外交の成功が不可欠であり、いずれも依然として不確実なままです。

おそらく最も象徴的なのは、複数の対話から、選挙戦略において経済パフォーマンスが他の考慮事項よりも後回しにされていることが明らかになったことです。ある銀行幹部は、「現在の再選の優先事項は、経済より、クルド人と共和人民党（CHP）への対応が重視されています」と述べました。これは、政府が、地政学的成功と国内政治での勝利を、即時のインフレ抑制よりも重視していることを示唆しています。財政面でも同様の優先順位の変化が表れています。財政赤字の予想を上回る改善など、健全化に向けて一定程度の進展はみられますが、歳出規律は選択的なままです。政府は政治的に不可欠とみなされる分野では財政の緩みを維持しつつ、他の分野では引き締める姿勢を示しているようです。



トルコの現在のアプローチは一種の戦略的な賭けといえます。それは、短期的にインフレ抑制への注力を緩め、成長と地政学的勝利を優先するというものです。最も懸念される点は、タカ派的なスタンスから徐々に離れていることではなく、むしろこのスタンスの維持を容認しているように見える点です。複数の銀行関係者が指摘したように、インフレ期待は20~25%程度で粘着的なままであり、補完的な構造改革なしには伝統的な金融政策だけでは不十分である可能性を示唆しています。

「トルコの経済的優先事項と地政学的野心をバランスさせる大胆なアプローチによって、橋渡しの役割がさらに発展し、同様に長期的な繁栄が達成されることを願っています。」

トルコの経験は他の新興国市場に警告を与えています。伝統的な金融政策は通貨を安定させ、金融セクターを強化することができますが、より広範な経済改革の代替にはならず、構造的な競争力の問題に対処することはできません。同国の地政学的利益への賭けは成功する可能性もありますが、外部環境が想定通りに進まなければ、長期的な経済的低迷のリスクを伴います。この先の進展は、トルコの独自のアプローチが持続可能な繁栄をもたらすことができるのか、あるいはこの実験のコストが最終的にその利益を上回るのかが試されるでしょう。イスタンブールは、3つの帝国 - ローマ帝国、ビザンチン帝国、オスマン帝国 - の首都として、数千年の歴史と文化を通じて東西を結んできました。トルコの経済的優先事項と地政学的野心をバランスさせる大胆なアプローチによって、橋渡しの役割がさらに発展し、同様に長期的な繁栄が達成されることを願っています。

ディスクレーム

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ようになります。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
	ヘッジ戦略	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、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management