

インサイト

トルコのおもてなし：「私たちが望む世界」

2017年12月6日



ポリナ・クルドヤフコ

パートナー

エマージング債チーム(コ・ヘッド、社債)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

トルコは私が幼いころに初めて訪ねた外国の一つでした。その温かい歓迎、素晴らしい気候、そして数々の宝飾品や絨毯、工芸品などが立ち並ぶ、かの有名なグランド・バザールに感動せずにはいられませんでしたが、ただ残念なことに、先週行ったトルコでの現地調査では、投資家に対するトルコ政府の温かい歓迎はありませんでした。

寂しいサミット

私たちはトルコ到着後すぐに、エルドアン大統領及び彼の娘婿であるベラト・アルバイラク・エネルギー天然資源大臣を訪問しました。皮肉にも「私たちが望む世界」と名付けられたボスポラス海峡サミットに、どちらの首脳も時間通りには現れませんでした。それ以上に驚いたことは、その報道を受けて、主要政府高官のほとんどが同サミットへの参加を取りやめたことです。この出来事を機に、投資家はトルコ政府の優先事項を理解することとなりました。トルコの地政学的な一部の同盟国及びレバノンやカタール、ヨルダン、キルギスタンなどの隣国の関係者はサミットでの空席を埋める最大限の努力をしましたが、会場にはむなしいほど空席が目立ちました。

空席が目立つボスポラス海峡サミットにて



必要な変化

その失望感は別にしても、トルコが「私たちが望む投資対象」となるためには、迅速に変化が起きる必要があります。他の多くの主要エマー징国年初来のパフォーマンスから大きく出遅れているトルコの現地通貨建て債券が、直近の大幅な下落から反発するためには、政策金利の200bps-400bpsの引き上げを含むより伝統的な金融政策が必要となります。トルコ人実業家ザラブ氏の米国での裁判に関しては、米当局がトルコ金融機関に対する巨額の罰金を科すという結末を避けるために、政府の厚遇や外交手腕が必要不可欠となります。

トルコはここ数か月に亘ってネガティブにみている国の一つでした。ただし今回の実地調査を踏まえ、足元でトルコの外貨建て債及び現地通貨建て債に対するアンダーウェイト幅を縮小し始めました。高いインフレ率及び過熱気味である国内景気を抑制するためには利上げが必要不可欠であるという政府高官の発言に安心感を抱いたことが背景にあります。しかし、より前向きな見通しを持つにはより明確な発言や行動が伴う必要があると考えています。ザラブ氏の捜査に対するトルコ政府の対応や12月の金融政策決定会合など、今後数週間で予定されているイベントは、トルコに対する相対及び絶対ベースでのリスク選好を決定する上で重要となります。今回の訪問で出会ったトルコ人経済学者の方の発言をお借りすると、「多くの選択肢があるなかで正しいことをすることは、選択肢がないなかで正しいことをすることよりもはるかに価値のあることです」。トルコ政府がこのことを念頭に置くことを願います。

当然ながら、トルコ企業や対外メディア、政策提言者や産業組合などは我々の会合に丁寧に対応してくれました。彼らのメッセージは明確でした。全員が、足元で前年比12%近くとなっているインフレ圧力及び通貨安への対応として利上げが必要であるとの意見で一致していました。1,700億米ドル近くに及ぶ短期外貨建て債務や、400億米ドル近い経常赤字の水準によって、トルコは対外的な流動性引き揚げに対して最も脆弱な国の一つとなっています。トルコ最大の産業及び経済組合であるTÜSIADから政府系銀行に至るまで、インフレ上昇への対応として200-400bpsの利上げが適切であるとの見方で一致していました。

希望の兆候

今回の訪問の目玉は、エルドアン大統領の上級経済顧問として新たに就任したハティジェ・カラハン氏との私的な会合でした。経済学の博士号を有する彼女は同ポストに適任であり、理性の声と新鮮な息吹をもたらしてくれました。カラハン氏はインフレ対策としての利上げの必要性に同意し、政府が対外的により調和のとれた、継続性のあるメッセージを発信していくことの重要性に理解を示していました。透明性が高く、柔和かつ謙虚な彼女の姿勢は、我々にそうであったように、エルドアン大統領に対しても説得力及び影響力を持ち、大統領を正しい判断に導いてくれることを期待させてくれるものでした。

裁判の行方

トルコの銀行が米国の対イラン経済制裁違反した疑いで、イラン系トルコ人のザラブ氏が証言している裁判は、引き続きトルコ経済にとってリスク要因であると言えます。同裁判が法的もしくは政治的な意図によって導かれるかどうかについては議論の余地がありますが、いずれの場合でも結果は後味の悪いものとなるでしょう。トルコ国営ハルク銀行に対する罰金から、トルコに対する経済制裁といったあらゆる可能性が想定されますが、特にトルコ政府が制裁違反を否定し続ければ外交政策上の危機に陥る可能性があります。トルコ経済の対外的な債務に対する依存度を踏まえれば、外交政策上の危機はロシア銀行に対する制裁とは比べ物にならない影響を及ぼす可能性があると思っています。

再び魅力的な投資対象に

トルコの現地通貨建て債のパフォーマンスは年初来で見て大きく弱含んでいます。外貨建て債市場で見ると、BB+格の信用格付けを有するトルコの外貨建て債は、B格のアルゼンチンと同等の水準で取引されています。また、BB格のトルコの銀行の債券はB格のナイジェリアの銀行の債券と同等の水準で取引されています。トルコ経済は比較的分散されてレバレッジは低く、対GDP債務比率は29%です。他のエマージング

国と比較して、銀行セクターの規制は最も厳しく専門性も高い一方、国民は高度な技術を持ち、全般的に教育水準も高いと言えます。

トルコは単に休暇の旅行先ではありません。政治よりも事業を第一に考える商人や起業家が多く存在する国です。世界の有名企業のランキングであるフォーチュン・グローバル500にもランクインした産業コングロマリット最大手のKOCはその代表例であると言えます。過去にはこのようなトルコの側面が多くの投資家を魅了してきました。その哲学がトルコ政府や中央銀行にも波及し、政策決定においてより伝統的な手法に回帰することを願っています。外交関係においても、正統性及びおもてなしの精神を重視することが、トルコを再び最も魅力的な投資対象の一つにすることにつながると見えています。

「多くの選択肢があるなかで正しいことをすることは、選択肢がないなかで正しいことをすることよりもはるかに価値のあることです。」



トルコ絨毯の前で

左から；

Tim Ash (ソブリン・ストラテジスト)

Polina Kurdyavko (ポートフォリオ・マネジャー)

Ramadan (絨毯屋さん)

Meri-Luiz De Camargo (アナリスト)

■手数料等

当社の提供する投資一任業務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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

■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ござい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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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（2017年12月6日）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、当社による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。