

市場アップデート – 2018年8月16日 –

Capitol からの Control —トルコ危機が市場の話題を独占—



マーク・ダウディング
パートナー兼投資適格債チームヘッド

トルコ危機が進展し、トランプ米大統領及びエルドアン大統領のいずれも譲歩する兆しがみられない中、トルコ経済持続のための資本規制(Capital Control)の必要性が高まっているとみられます。

先週の金融市場は、トルコを巡る報道で持ちきりでした。通貨急落によって、トルコの銀行セクターや広範なトルコ経済が危機的な状況に陥るのではないかという見方が強まりましたが、その背景にエルドアン大統領が伝統的な政策に否定的な姿勢を維持したことがありました。ここ1年間でトルコ・リラの価値は半減しており、足元で下落のペースが加速するなか、トルコの銀行のシニア債の価格は50セントを目標けて下落し、トルコのCDSスプレッドは500bps近くまで拡大しました。

資金調達という難題

GDP比6%程度の経常赤字を抱えるトルコは海外資本への依存度が高いにも関わらず、足元で資金フローは反対方向へと向かい、トランプ大統領とエルドアン大統領との対立の激化もこの流れを勢いづける要因となっています。またインフレ率の上昇及び通貨の下落にも関わらず、中央銀行が十分な利上げを実施しないことが、ボラティリティやリスクが高まるなかで、このような動きにさらに拍車を掛けています。結果として、海外の銀行及び投資家が継続的にトルコへのエクスポージャーを削減していく可能性があり、トルコ経済が景気後退へと向かっていくなか、国としてのトルコは銀行の最後の貸し手となり、ソブリンのバランスシートがリスクに晒される可能性があると考えられます。トルコ閣僚が、再び国際通貨基金(IMF)に資金援助を仰ぐことは決してしたくないと宣言しているなか、この状況では破綻を避けるために資本規制導入の必要性は増しているとみられ、実質的に外貨フォワード取引市場を閉鎖するなど、実際にここ数日間で取られた政策は、その方向に向かっていくとみられます。

“このような動きは、最終的にトルコが経常収支を黒字化させる必要性を示唆するものと見られ、消費の大幅な縮小や急速な景気後退、さらに銀行セクターにおける不良債権の急速な増加につながる可能性があります。”

先週開かれ、数千人が参加したとされる投資家向けの電話会議において、アルバイラク財務相は資本規制を導入する計画はないと確約しましたが、外貨フォワード取引市場を実質閉鎖しており、指数算出会社が赤旗を上げる可能性があります。トルコは非常に苦しい状況に置かれており、可能な限り多くの友人を必要としていることは事実でしょう。そんななか、他を非難し、米国に制裁を科すというエルドアン大統領のアプローチは全く生産的ではないとみられます。

他のエマージング市場への波及

その他の市場に目を向けると、トルコの影響が他のエマージング（EM）市場に波及し、中でも相対的に利回りが高い国や投資家のロング・ポジションが集中していた国の下落が大きくなりました。ボラティリティは上昇し、大幅な財政赤字を抱える国や目先に比較的大きな資金調達需要がある国が危機にさらされているとみられます。また夏休み期間で流動性が低下していたことや、大手運用会社の投資信託の解約及び流動化なども、極端な価格変動を招く要因になったとみています。

より堅固な先進国市場

これとは対照的に、先進国市場は全般的に小幅な値動きに留まりました。米国債及びドイツ国債利回りが小幅に低下し、クレジット債のスプレッドはやや拡大しましたが、S&P500種指数が底堅さを維持し、米企業の新規発行に対して旺盛な需要が見られるなか（先週はユナイテッド・テクノロジーズによる500億米ドル相当の巨額の新規発行がありました）、価格変動は穏やかで、相対的に落ち着いた市場環境が続いています。トルコは4,500億米ドルの総債務を抱える比較的大きな経済国ですが、国内投資家が保有している部分も大きく、トルコ経済にとってネガティブな方向に進んだとしても、広範なグローバル経済に重大な影響を与えるかどうかは明確ではありません。欧州の銀行は懸念材料となる可能性もありますが、トルコに対するエクスポージャーは現地子会社を通じたものであり、欧州の銀行がさらなる資本投入を選択しない限りは、影響は概ね限定的であるとみています。

ここ最近でスプレッド拡大が目立ったのは、欧州周辺国市場です。イタリア北部ジェノバで高速道路の高架橋が崩落した悲劇的な事件を機に、連立与党の「同盟」のサルビーニ党首はインフラ整備のために予算を拡大するべきであると激しく訴えました。今後予定されている予算案を巡る不安がイタリア資産の継続的な重石となっていますが、先週はトリア経済・財務相やコンテ首相、さらに連立与党「五つ星運動」のディマイオ党首が、歳出増によって欧州連合（EU）が定める財政赤字上限（対GDP比3%）まで財政赤字が拡大することではなく、対GDP負債比率の低下傾向は維持されるとの見方を相次いで示したことなども踏まえ、足元のイタリア国債市場には過度に悲観的な見方が織り込まれていると考えています。特に、イタリア国債のドイツ国債に対するスプレッドには、いわゆる債務持続性やデフォルト・リスクなどよりもイタリアのEU離脱（イタレグジット）のリスクが織り込まれており、この動きはやや行き過ぎであるとみています。一方で、ポジティブなニュースがほとんどない一週間であったにも関わらず、大手格付け機関フィッチがギリシャを2ノッチ格上げしたことは、ギリシャの信用力が改善傾向にあることを示す出来事であったと考えています。

トルコ休場により注目は他へと移るか

今後の見通しとして、来週一週間は祝日の関係でトルコ市場が一週間休場となることから、市場参加者の注目は他市場へと移るとみられます。エルドアン大統領が一步引き下がり、米国人牧師のブランソン氏を自宅軟禁から解放するかどうかは興味深いところです。ただし、米国への制裁やiPhoneなど米国製電子機器のボイコットを表明するなど、ここ最近の言動を見ていると、トルコ側が譲歩するよりも事態が深刻化する可能性の方が高いと言えそうです。一方、トランプ大統領が譲歩する理由もなさそうです。もしあるとすれば、トルコ側を屈服させることができる自身の能力を、「ツイッター大臣」が誇らしげに語ることになるかもしれないということでしょう。米議会（Capitol）は統制（Control）がとれているとみられ、トルコがIMFの扉をノックすることを拒むのを見る限りは、あっけなくハッピーな結末になると考えるのは難しそうです。雨に見舞われるようなことが起こらないことを祈っています。

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となります。

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 1.05%（税抜） / エマージング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（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（2018年8月16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。

以上