



RBC BlueBay  
Asset Management

## クレジットストーリーの改善:トルコの回復



ティモシー・アッシュ  
シニア・ソブリン・ストラテジスト  
EMチーム

2024年7月

近年、グローバルなマクロ指標や地政学的イベントに注目が集まるなか、新興国市場における前向きな動きの一部は見逃しやすいものとなっています。格付け見通しの改善がトルコのクレジットストーリーの好転をどのように反映しているかをみていきます。

7月後半にはムーディーズが市場を驚かせ、トルコの信用格付けを2段階引き上げてB1とし、見通しはポジティブを維持しました。1ノッチの格上げが予想されていましたが、この2ノッチの動きによって、3つの格付け会社すべてがB1/B+の格付けとなりました。フィッチとS&Pによるさらなる格上げを期待し、その可能性は高いとみています。

この格上げは、2023年5月の議会選挙以降に明らかになったトルコのクレジットストーリーの好転と、私たちがしばらくシグナルを発してきたものを反映したものであると考えています。

それ以来、エルドアン大統領は、インフレ・スパイラルが2桁台後半とトルコ・リラの急落に見舞われていた非伝統的な金融スタンスから、180度転換した著しい政策変更を行ってきました。

エルドアン大統領は、評判の高いメフメト・シムシエキ元副首相を、かつて担当していた財務大臣に再任しました。シムシエキ財相は、中央銀行をはじめとする経済政策運営の場において、信頼できる正統派の考えを持つメンバーをチームとして再雇用することを進めました。チームは早急に財政・金融政策を引き締め、政策金利を8.5%から50%に引き上げました<sup>1</sup>。エルドアン大統領の低金利政策を持続させてきた蜘蛛の巣のように複雑な金融錬金術は取り払われ、金融ポリシーミックスは簡素化され、伝達（トランスミッション）メカニズムは改善しています。

<sup>1</sup> <https://www.ft.com/content/70ad468f-1fc7-4cdb-9920-14ff64f3c609>

政策の見直しは、インフレがピークに達した（そして、低下に向かう）ように見える中で、トルコ・リラの安定化と経常赤字は前年比で半分以上減少し、機能し始めています。投資家の信頼感は改善しており、過去1年間のポートフォリオの流入額は約200億米ドルであった一方、脱ドル化も始まっています<sup>2</sup>。このため、中央銀行は外貨準備高を再構築することが可能となりました。ネットの外貨準備高は一時、極めて厳しい水準となるマイナス600億米ドルまで落ち込みましたが、150億米ドル以上まで回復し、グロスの準備高は現在は過去最高水準に近い1500億米ドルを超える水準まで積み上がってきています<sup>3</sup>。トルコの5年物CDSは、2023年初めには、エルドアン大統領の非正統的な政策に対する懸念の高まりによって700bpsまで拡大しましたが、足元まで約250bpsとなっており、市場の信頼は回復しています<sup>4</sup>。

実際、EM現地通貨建て債市場において、トルコは2024年の有望な取引のひとつとなっています。なぜなら、中央銀行はインフレが終息するまで政策金利をより高く、より長く維持し、現在の前年同月比75%から、年末までには35~40%、来年末までには10%台に引き下げる、という道筋を市場は評価しています。

しかし、リスクを警戒しておくことは重要です。最大のものは、おそらく、エルドアン大統領が伝統的な金融政策について再考し、正統派の中央銀行総裁であったナジ・アーバル氏を在任6ヶ月足らずの2021年3月に解任したようなことを繰り返す可能性があることでしょう。エルドアン大統領がシムシエキ財相と彼のチームを解任することは、市場にとっては惨事となり、その場合には、トルコがシステミックな危機に直ちに陥る危険性をはらんでいるかもしれません。そうした事態になったときには、エルドアン大統領が再び現在の政策を妨げる可能性が高いと言えるでしょう。

大統領がシムシエキ氏を続投させるという私たちの見解を後押しするのは大統領のアドバイザーたちと私たちとの独自の交流によるものです。チームは変化を遂げ、現在は親ビジネスでマーケットに精通したメンバーで構成されており、大統領の近親者も含まれています。彼らは、大統領に真実を伝え始めており、2023年に方針を変更していなかったならば、システミックな危機はすぐそこに差し迫っていたということを明確にしているようです。

今年3月の地方選挙での与党公正発展党（AKP）の敗北は、トルコの第一の経済問題はインフレであるとの明確なメッセージをエルドアン大統領に認識させることとなりました。エルドアン大統領は、インフレに打ち勝つことが、4年後の再選を勝ち取るための必須条件であることを認識しており、そのためにはシムシエキ氏と同氏のチームを手放さないでいる必要があることをわかっていると考えています。

こうした評価から、トルコのロングを維持すること、特に、トルコ・リラと地方政府債を通じて現地通貨建てでの投資を維持することに高い確信度を持っています。

## 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、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management