

2020年11月19日

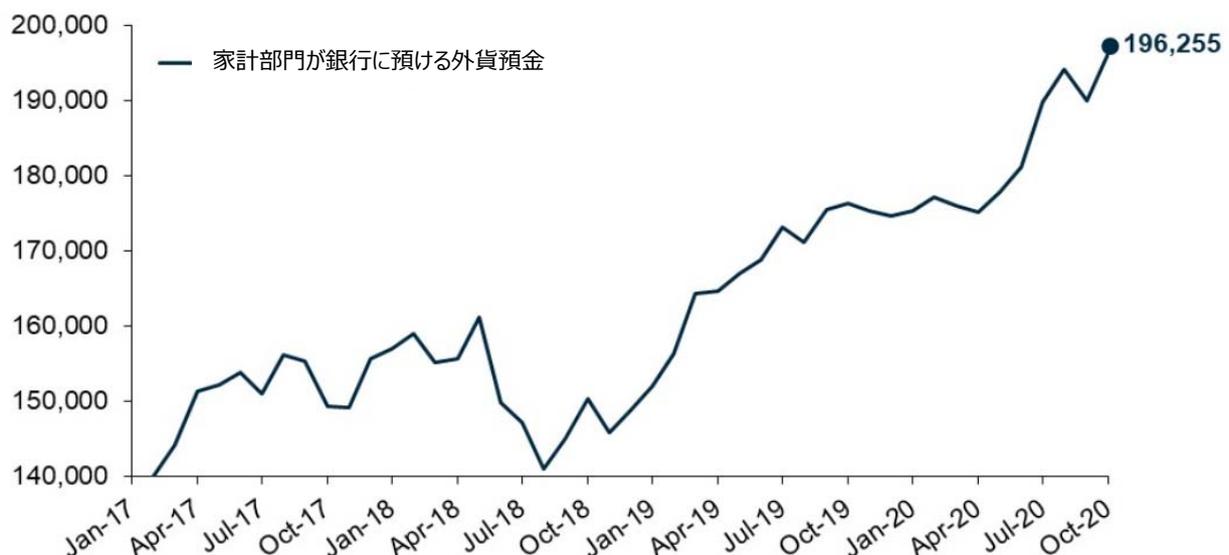
## トルコ：金融政策の信頼性回復への道程 – 今のところ歩みは順調

ユルゲン・オデニウス, PhD, エコノミック・カウンセラー, グローバル・マクロ経済リサーチ

トルコ中央銀行（CBRT）は、新たに就任したナシ・アーバル総裁が初めて議長を務めた金融政策決定会合において、幾つかの主要政策金利を事実上一本化するとともに、1週間物レポ金利を4.75%ポイント引き上げて15%とした。今後、CBRTが実施する全ての資金供給は主要な政策金利である1週間物レポ金利だけを用いることが今回の声明で明確にされた。これまでCBRTは、幾つかの異なる政策金利を多用して資金供給してきており、さまざまな金利による資金供給を加重平均した実質的な資金調達コストを計算すると14.8%となっていた。これが今回の主要金利4.75%ポイントの利上げに繋がった。よって、今回発表された金融引き締めは、実質的には20bpsの利上げに相当するものであり、さらなる金融引き締めが必要との声が挙がっている。

実質的には僅かな利上げに留まるという事実によって、新総裁の就任後即座に実施された大々的な主要政策金利の一本化がもたらす多くの恩恵が損なわれるわけではない。それでも、足元の金融引き締め政策は、トルコ・リラを安定させ、差し迫ったマクロ経済の不均衡を抑止するには力不足との疑念が生じている。よく耳にする言葉であるが、「状況による」というのがエコノミストによる率直な回答である。足下、12%近辺で高止まりしているインフレ率は、今回の声明が「トルコ・リラ安が遅延してもたらす影響、世界的な食料価格の上昇、インフレに対する期待感の悪化がインフレ見通しに与えるマイナスの影響」についても認める内容であったことを踏まえると、今後さらに上昇する可能性がある。インフレ率は来年初めには13%にまで上昇し、その後も更に上昇を続けると我々は考えている。これを受けて、家計がトルコ・リラの高いボラティリティを背景に同通貨の為替ヘッジに動いたことから、外貨預金は急激に増加している（図1）。

図1：トルコ・リラのボラティリティ上昇により、トルコでは大規模な米ドル化が進んだ

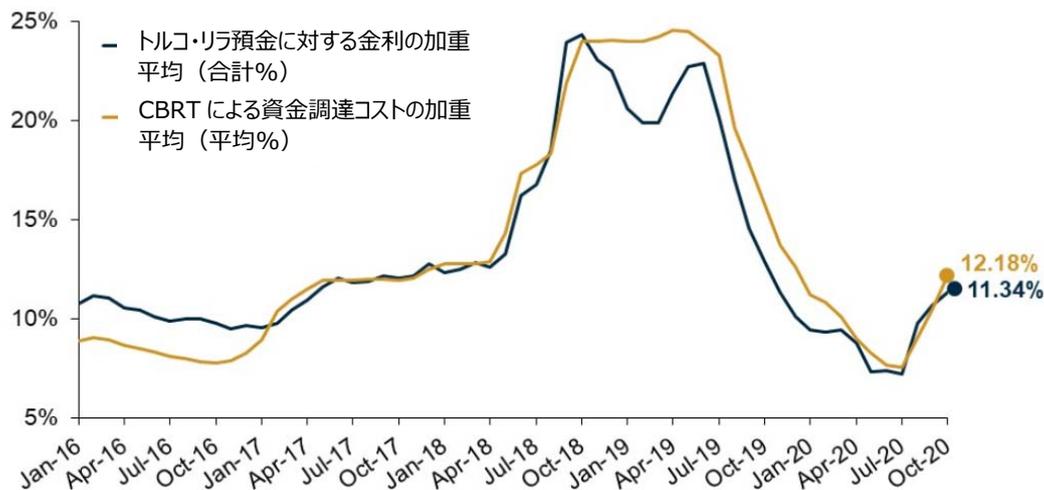


出所：ハーバー・アナリティクス

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

銀行がトルコ・リラ預金に対して支払う金利によって、最終的には家計部門における外国為替への需要が左右される。トルコ・リラ預金に対する金利は、中央銀行による資金調達のコストを示すものであり、図2にも示されている通り政策金利に同調した動きを見せる傾向があるため、今後上昇することは間違いない。一般的に、トルコ・リラ預金に対する実質金利が3%超上回ることで米ドル化が巻き戻される動きがあった。今後のインフレの動向によっては、実質金利が米ドル化を食い止めるのに必要な水準を下回るような可能性もある。

図2：トルコ・リラ預金に対する金利は上昇基調にあるが、米ドル化を食い止めるためには、より高い実質金利が必要となるだろう



出所：ハーバー・アナリティクス

いずれ来年早々にインフレ率が上昇するような場合には、トルコ・リラの安定性を維持するために、CBRTは改めて金融政策を引き締める必要が生じる可能性がある。それを見越して、今回の声明は非常にタカ派的な内容となっており、「インフレ率の恒久的な下落が成し遂げられるまで、金融引き締め政策が断固として維持される」ことを示唆するものであった。インフレに加え、今回の声明では「恒久的な低インフレ環境が確立されることにより、カントリー・リスク・プレミアムの低下、米ドル化基調の巻き戻し、外貨準備高の蓄積、長期にわたる資金調達コストの下落がもたらされ、これを通じてマクロ経済および金融の安定にプラスの影響が及ぶ」と述べられており、マクロ経済環境が改善に向かっている可能性を確認する基準についても言及する内容であった。すなわち、インフレ率の低下に加え、CBRTは関連するマクロ経済指標および金融指標の広範囲にわたる改善についても追求する姿勢を示している。こうした取り組みは、これまでのところ非常に順調に推移している。

本資料は2020年11月19日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム。

## 留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iv) 香港拠点の PGIM (香港) における債券運用部門 (PGIM Hong Kong)、(v) シンガポール拠点の PGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore)。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

**利益相反:** PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV 第2A 部をご覧ください。

欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは英国の金融庁(FCA)からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。（登録番号：15003620）PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の2014/65/EUに定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2020 PFI and its related entities.

## 留意事項 2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した“TURKEY'S PATH TO POLICY CREDIBILITY – SO FAR, SO GOOD”をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号  
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会  
PGIMJ77180