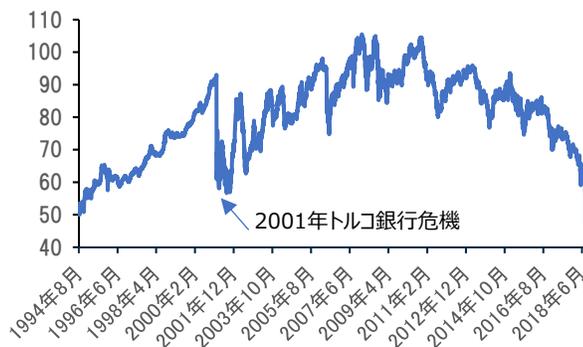


2018年8月16日

急落するトルコ・リラ - 次に何が起きるか？

トルコ・リラは7月末以降約30%下落し、ソブリン・クレジットデフォルトスワップ（CDS）のспレッドは250bp拡大して570bpに達し、現地通貨建て5年債の利回りは24%に上昇している。包括的な政策措置がなければ、リラの急落は継続する公算が大きく、総額1,470億ドルの居住者ドル建て預金を引き出そうとする本格的な銀行取付けが起きるリスクがある。基本的に、採るべき政策は明らかだが、ご多分にもれず、すべては（程度の違いこそあれ）政治的なコストがかさむものだ。決定的な政策措置のタイミングはなお不透明であり、エルドアン大統領とアルバイラク国庫財務相の先週金曜日（8月10日）と週末の政策演説は、市場の信頼をさらに損ねるものだった。

図表1：リラは、実質実効為替レートベースで急落



出所：ブルムバーグ 2018年8月13日現在

危機の根本的な原因は借り入れによる内需ブームにあり、これは今年、トルコの企業、銀行および政府の対外借入所要額を2,290億ドルに拡大させたと推計される。これらの債務の大半は民間セクター（主に銀行と企業）によるものであり、国の債務は110億ドルに過ぎない。問題を悪化させているのは、対外借入所要額

が中期的に増加していることで、以前から指摘されている対外債務への過剰依存が原因である。

リラの急落に伴い、この融資ブームは今や間違いなく、突然の停止に向かっている。海外の資金提供者は、銀行であれ債券投資家であれ、見通しや関連する返済見込みを見直している。スペインとフランスの銀行はとりわけエクスポージャーが大きく、債務の半分超はこれらの銀行に対するものだ。問題は、企業セクターのみならず、トルコの金融システムも、ドルが不足していることである。弊社の推計では、金融システム（中銀と商業銀行）が（2018年6月30日時点で）保有する対外債務（NFL）は約270億ドルである。これは間違いなく対処可能な数値だが、これらの債務は海外の貸し手に対するものに過ぎない。居住者の家計や企業が保有している総額1,470億ドルのドル建て預金を含めると、「調整後」NFLは約1,750億ドルに急拡大する。これが対処し難い数字であることは間違いがない。

この問題の規模は、銀行取付けを回避するために迅速な政策措置が極めて重要であることを物語っている。銀行取付けが起これば、ドル建て預金の大部分が流出し、これまでまずまず健全だった国のバランスシートに負荷をかけるリスクがある。そうした事実上の財政債務を抱えなければ、国の財務状態は全般的に良好だ。一般政府の対外債務残高は950億ドル（2018年3月31日時点、国内総生産（GDP）比で約14%）であり、中期的には、1年当たり100億ドル程度償還される¹。

言うまでもなく、はっきりしているのは、ドルベースのGDPに何が起きるか分からないということだ。ちなみに、トルコの2001年銀行危機の際には、GDPが約25%縮小した。国際通貨基金（IMF）プログラムの下で取られた正統派のマクロ安定化政策が奏功したことで、より顕著な縮小は回避された。同程度の縮小が

¹公共セクター銀行の440億ドルの対外債務（2018年3月末）は、一般政府債務残高から除外した。

Trending...

起されれば、トルコのドルベースの GDP は約 6,500 億ドルに縮小しよう。だが、こうした政策が取られなければ、悲観的なケースでは、ドルベースの GDP がこの数字を大幅に下回る水準（場合によっては約 4,000 億ドル）に縮小する可能性がある。いずれにせよ、国の債務負担自体は、なお対処可能であるように見える。

とはいえ、この結論は、国のバランスシートへの民間債務のフローを限定することが決定的に重要であることを浮き彫りにしている。民間セクターは、1,200 億ドルの対外短期債務と、さらに 2,270 億ドルの対外長期債務を保有している（2018 年 3 月 31 日時点）。中央銀行の推計によると、非金融セクターは 2,170 億ドルの対外純債務を保有している（2018 年 5 月）。この大規模な純債務ポジションは、大きなドル建て収入のない輸送、通信、エネルギー、建設セクターの企業がデフォルトに陥るリスクを示唆している。デフォルトの重荷が、欧州の突出した貸し手ではなく、国内銀行システムに及ぶとすれば、事実上の財政リスクが高まることになる。

困難な政策的選択肢

現段階で、トルコ経済はスタグフレーションに入る可能性が高い。リラの急落と対外資金調達量の減少が相俟って、経済活動が抑制され、インフレ圧力が高まることは必至だ。あらゆる政策的な選択肢は苦痛を伴うが、そのコストは迅速な実施に大きくかかっている。過度に先送りすれば、経済的・政治的なコストが高まるリスクを冒すこととなろう。あらゆる政策パッケージの最も重要な目標は、トルコの高水準の対外借入所要額を管理し、深刻な資金不足に伴う経済的・社会的影響を限定することであろう。こうした戦略の鍵を握る要素は、銀行にあるリラや外貨預金を引き出そうとする預金者の取付けを防止することだ。

正統的な政策パッケージ

正統的な政策パッケージには、いくつかの重要な施策が含まれよう。そして、そのタイミングと信頼性が重要だ。過度に先送りすれば、IMF に頼らざるをえなくなり、当局にとってやはり望ましくない結果となろう。

- **金融政策：**信頼を構築する利上げが必要だ。インフレ期待の蝶番が外れている可能性があり、政策金利が現在の 17.75% から約 800bp 引き上げられるというシナリオを市場は織り込んでいる。小出しに政策引き締めを行う必要性を回避するためには、少なくとも 10% の利上げが正当化されよう。主要中央銀行からのスワップ・ラインは大いに役立つとみられるが、対外政策面の緊張を踏まえると、調整することは困難であろう。
- **景気サイクルに見合った財政引き締め：**政治的に極めてコストが高いが、貯蓄・投資不均衡を縮小し、ひいては経常赤字を均衡水準に近付けるために必要だ。海外借入所要額は、それに見合う形で減少しよう。
- **生産性強化のための構造改革：**潜在成長率を引き上げ、貯蓄・投資不均衡を縮小するために必要だ。

非正統的な政策パッケージ

正統的な政策パッケージの政治的コストを考慮し、代替的なアプローチが取られる可能性がある。非正統的な政策パッケージでは、正統的な政策引き締めによる投資家の信頼の再構築や対外資金調達の確保ではなく、資本規制が中心になろう。市場の「絶対的命令」を回避しようとする試みの中では、国内の銀行に存在する大量の外貨預金を活用する誘惑に駆られよう。これは基本的に、これらの預金の一部をリラに強制的に転換することにより、実施可能であろう。こうしたアプローチは極めて評判が悪いうえ、かなりのリスクを内包している。資本規制が示唆されれば、これをきっかけにトルコから資本が大量に流出する恐れがある。さらに、対外資金調達源のかなりの割合が直ちに枯渇し、より深刻な景気後退の引き金になろう。投資レジームの劇的な変化は中長期的にも、大きな悪影響を及ぼすとみられる。もう 1 つの可能性は、トルコが他の対外資金調達源（ロシア、中国など）に目を向けることであろう。トルコが北大西洋条約機構（NATO）加盟国であることを踏まえると、その影響は甚大なものになりかねない。

地政学

トルコの経済状況は米国とトルコの関係によって極めて複雑化しており、双方に多くの不満がある。米国は、トルコがエルドアン大統領に対するクーデターの共謀者として逮捕した米国人のブランソン牧師を釈放し、トルコが対イラン制裁に完全に参加するよう圧力をかけている。さらに、米国との関係は、トルコがイラク戦争時に基地や空域の使用に消極的な姿勢を示したことで悪化した。一方、トルコはクルド人に対する米国の軍事支援の停止、将来の対イラン制裁の免除と過去の違反に対する寛大な措置、2016年のクーデター未遂を組織したと主張しているギュレン師の引き渡しを要求している。双方とも強硬姿勢を強めているように見え、トランプ政権は先週の金曜日（8月10日）に、トルコの鉄鋼・アルミニウムに対する関税を2倍にすることをちらつかせ、エルドアン大統領は演説で、欧米はトルコに対する経済戦争を仕掛けていると主張した。

朗報は、双方が会合を継続していることだが、残念ながら、これまでのところ効果は見られない。2018年8月8日のトルコの9閣僚と米国のサリバン国務副長官の会合は、どちら側からも動きが見られないまま終わった。

投資戦略と市場見通し

上記のすべてを踏まえると、弊社の基本シナリオは、トルコ資産のボラティリティが続くというものだ。ブランソン牧師が釈放されれば、政治的な行き詰まりの改善のシグナルとなり、市場に短期的なプラスの影響を及ぼす可能性がある。こうした状況が起きた場合でも、マクロ経済政策の鮮明な転換がなければ、トルコ経済はハード・ランディング（GDPの大幅な縮小、企業や銀行の破綻）のリスクに晒される。弊社では、国内銀行のハードカレンシー建て預金の取付けの可能性や、資産と負債の通貨ミスマッチによる企業のストレスを示す兆候を注視している。

トルコ・リラは急激な下落により、インフレ調整後ベースで、1990年代以降の水準よりも割安になっている。しかし、トルコ政府による正統的な政策対応をよ

り明確に認識できるようになるまで、弊社はトルコ国内市場へのエクスポージャーを回避している。

ハードカレンシー建てソブリン債の短期的な見通しも不透明だが、トルコには引き続き支払い能力があるというのが弊社の基本シナリオだ。対外政府債務/GDP比率が11%と低水準にあることに加え、短期債務が対処可能な水準にあることがトルコの信用力を支えているが、予想されるGDPの大幅な縮小、銀行システムの救済資金の必要性、正統的な経済政策の実施に対するエルドアン政権の非妥協的な態度により、健全なバランスシートがもたらす下支え効果が部分的に相殺されている。

【筆者紹介】

Jurgen Odenius

PGIM フィクスト・インカム マクロ経済チーム
エコノミック・カウンセラー

2011年4月 PGIM フィクスト・インカム入社。それ以前は、国際通貨基金（IMF）において、欧州局のミッション・チーフとして先進国およびエマージング諸国を担当。IMFの「Global Financial Stability Report」等に多数の論文を発表。

IMF以前は、ロンドンにおいて、SBCウォーパバーグのエマージング債券市場のアナリスト、コメルツ銀行のエマージング市場経済及び戦略のグローバル・ヘッドを歴任。

ボン大学（ビジネス及び経済）、欧州大学院（経済学）修士課程修了、ピッツバーグ大学（経済学）博士課程修了。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。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社とし、世界における次の事業も含まれます。(i) ロンドンの PGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iii) シンガポールの PGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルデンシャル社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もありません。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、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているわけではありません。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、意見及び推奨を示したものです。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じます。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。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。

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。

© 2018 PFI and its related entities.

留意事項 2

本資料は 2018 年 8 月 14 日に PGIM フィクスト・インカムが発行した英文レポート“Free Falling Turkish Lira – What’s Next?”を PGIM ジャパンが翻訳したものです。本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等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。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。

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 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

PGIMJ201808160860