

TRIP NOTES

トルコ：不確実性が長引く中、短期的には膠着が続く

2019年8月



Jürgen Odenius, PhD

プリンシパル

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・チーム

トルコは、1年前に発生したトルコ・リラの通貨危機を発端として経済危機に陥っている。我々はトルコ経済の見通しを調査・検証すべく、先日改めてトルコを訪れた。本稿は、トルコでの現地調査に基づいたレポートである。

トルコは海外からの大規模な資金調達を必要としており、これが当面にわたる不安定要素となるであろう。良好な外部環境が維持され、資本流入が止まる(あるいは資本流出に転じる)ような状況が回避されれば、資金フローは低水準ながらも正常化に向かうはずである。これに関連して、政治的不確実性は「ピーク越え」し、今や海外からの資金流入の妨げになっていないように見受けられることは注目に値する。

しかし、明らかに場当たり的で非正統的な経済政策が続いている。経済成長が引き続き政策の最優先事項である模様だが、政策が失敗すれば、ただでさえ不十分な(処分制約のない)外貨準備高を減少させるリスクがある。しかし、このようなシナリオが具現化する場合、トルコ当局は最後の手段として IMF に頼ることができる。結論として、我々はトルコに対して慎重ながらも前向きな見通しを持っている。

不十分な外貨準備高、および海外からの大規模な資金調達の必要性

トルコの銀行システムは海外からの借り入れに依存しており、これが現在も続く経済危機の引き金となった。政治的不確実性と場当たり的な政策決定が相まって、通貨の大規模なドル化に拍車がかかった結果、預金残高の半分強が外貨で占められている(図1参照)。

図1：預金残高全体に占める外貨による預金の割合



出所：ハーバー・アナリティクス、および PGIM フィクスト・インカム (2019年5月現在)



James Hyde

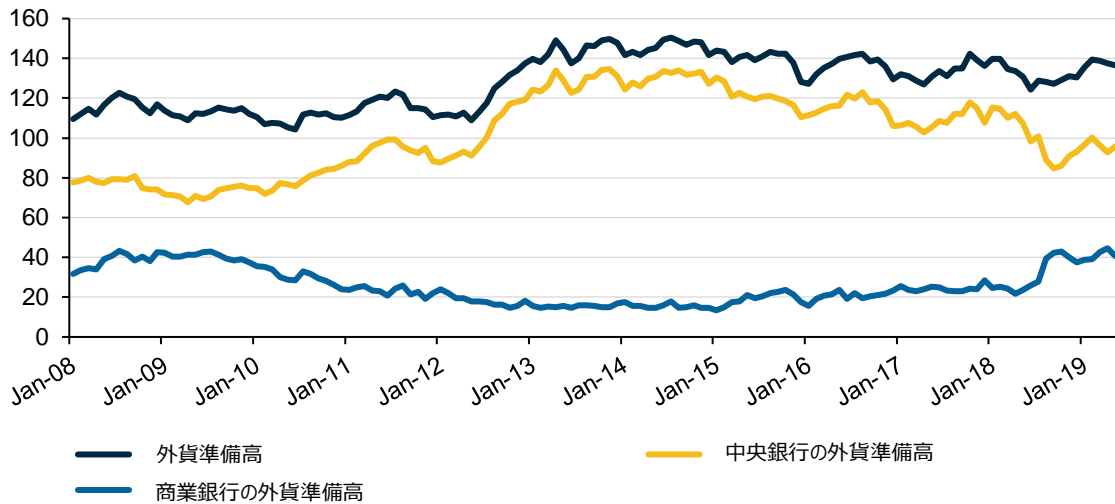
プリンシパル

クレジット・アナリスト

欧州社債リサーチ・チーム

ドル化とそれに伴って引き起こされた銀行部門における外貨保有の増大は、トルコ中央銀行(CBT)の外貨準備高を圧迫した。CBTの外貨準備高は960億米ドル(2019年5月現在)で、通貨危機以前の水準を大幅に下回っている(図2参照)。その上、ドル化は、CBTの外貨準備高にとって大きな負担となっている。CBTは、準備預金制度における中央銀行として、国内銀行システムに対して外貨および金で510億米ドルの「負債」を負っていると我々は推定している。¹ これら資金は明らかに支払準備金をやりくりする目的で利用可能ではあるが、銀行システムに対する負債であり、最終的にはトルコの銀行預金者によって突然引き出されることがあり得る。

図2：CBTの外貨準備高は回復途上であるが、その大部分は準備預金制度による処分制約のない資金



出所：ハーバー・アナリティクス、およびPGIMフィクスト・インカム(2019年5月現在)

準備預金制度に基づいて銀行システムに対して負っている準備預金を調整した後の公式な外貨準備高は、2019年5月末現在で450億米ドルとなっている。金で保有されている準備資産を差し引くと、推定の外貨準備高は280億米ドルにまで減少する。² 外貨準備高への圧迫をいくらか軽減させるため、CBTはトルコ・リラの流動性拡大と引き換えにして、実質的には通貨スワップを通じてトルコの銀行システムから外貨を借り入れている。こうしたスワップの取引額は日々変動するが、CBTの処分制約のない外貨準備高をさらに減少させている。

一方で、ドル化によって流動性を持った外貨がCBTから商業銀行システムにシフトしているものの、CBTと商業銀行を合わせた銀行システム全体の外貨準備高は、特に足元の深刻な経済危機を踏まえれば、驚くほど安定した状態が維持している。

足元の経常収支は小幅な黒字に転じており、来年も概ね安定的に推移すると予想されているが、トルコが必要とする海外からの資金調達額は、CBTの流動性を持った外貨準備高をかなりの倍率で上回っている。短期債の償還額だけでも1,190億米ドル(2019年3月末現在)に達し、外貨準備高を上回っている。さらに、来年に償還を迎える中長期債に520億米ドルが必要になると当局は見積もっている。³

総じて言えば、来年トルコが必要とする海外から資金調達額は1,750億米ドル程度になるものと我々は見込んでいる。これは非常に大きな額であり、改めてマクロ経済の安定性、特にトルコ・リラの安定性が不可欠となることは明確である。

¹ 約430億米ドルは外貨預金に対する準備預金制度(RRs)の規定上必要とされるものであり、約40億米ドルは準備オプションメカニズム(ROM)のもとでトルコ・リラ預金に対するRRsの規定を背景に外貨で保有されている。同様に、中央銀行が保有する総額210億米ドルの金保有額のうち、推定40億米ドルは、金にけるROM(トルコ・リラ預金に対するRRsの規定上必要とされる)のもとで商業銀行から預託されているものである。

² 5月のCBTによる金保有額は総額210億米ドル近くに達し、そのうち40億米ドルはROMの準備預金制度のために必要とされる。

³ これらの債務は、2018年のArticle IV Staff Reportによれば約230億米ドル以上となる可能性がある。現在のところ、最新の推計値はIMFから発表されていない。

政策の信頼性によるプレミア

インフレ見通しは、トルコ・リラの安定にとって核となる問題である。消費者物価上昇率は、2018年9月に前年比25%でピークアウトし、その後16.7%に急低下した(2019年7月現在)。昨年の急激な通貨下落が及ぼすインフレ指数へのベース効果は薄まりつつある。現在そのまま推移すれば10月か11月にはインフレ率が底打ちする可能性が高く、2019年末は前年比12%近辺となる可能性が高い。

こうした中でCBTは利下げサイクルを再開し、7月には1週間物レポ金利を425bpsと大幅に引き下げ19.75%とした。こうした予想以上の大幅な利下げは、2018年9月に開始した緊急的な利上げを完全に元に戻すことを意図したものであることは明確である。この利上げにより、CBTとエルドアン大統領との間には大きな亀裂が生じたと言われている。しかし、政策金利が引き下げられたものの、実質金利は3%を維持したままであり、追加的な利下げがなければ実質金利は上昇する可能性がある。今後400bpsの利下げ余地があると我々は見込むが、トルコ・リラの安定性を維持し、さらなるインフレ率の低下を促し、資本流入が止まる(あるいは資金流出に転じる)ような状況を阻止するためには「漸進的アプローチ」が不可欠となる。

少し先に目を向けると、インフレ率の見通しには相当な不確実性が伴う。金融引締め政策が維持されなければ、来年のインフレ・リスクは上昇傾向を示し、当局が引き締めを放棄することがあれば、それはトルコにおいて高いインフレ率がより永続的に続きそうな明確な兆候だと見られることになる。

こうした不確実性を拭き去ることは現時点では困難だが、この点に関しては2020年予算が重要な情報を示唆する可能性がある。一方で、過度に楽観的な経済成長および歳入の想定は、インフレ・タックスへの依存を余儀なくし、永続的な高インフレを招く可能性がある。こうした戦略は、さらなるドル化を加速させるリスクを伴い、また何より重要な海外からの資金流入を減退させてしまう可能性がある。我々は考えている。その結果、外貨準備高がさらに減少し、トルコが抱える喫緊の課題であるマクロ経済の脆弱性がさらに悪化するリスクがある。

政治的不確実性はピークを越えた模様

トルコは、絶えず政治的問題が持ち上がることで定評のある国である。エルドアン大統領と公正発展党(AKP)は6月のイスタンブール市長再選挙での敗北を認め、野党に対して初めて大きな敗北を喫した。当面の影響は軽微であると思われるが、この結果は反体制勢力に新たな勢いをもたらす、政治情勢に変化の兆しが現れつつある。アリ・ババカン前経済担当副首相は、新しい政治運動の形成に取り組んでおり、年末までの始動を目指している。この動きは、エルドアン大統領への支持を徐々に切り崩し、AKPの前党首でもあるダウトオール前首相が形成しつつある別の新しい政党のように、現在支配的な座にあるAKPにおいてエルドアン大統領に異議を唱える議員を引きつける可能性がある。

銀行は健全性を維持すべき；若干の資本増強が効果的

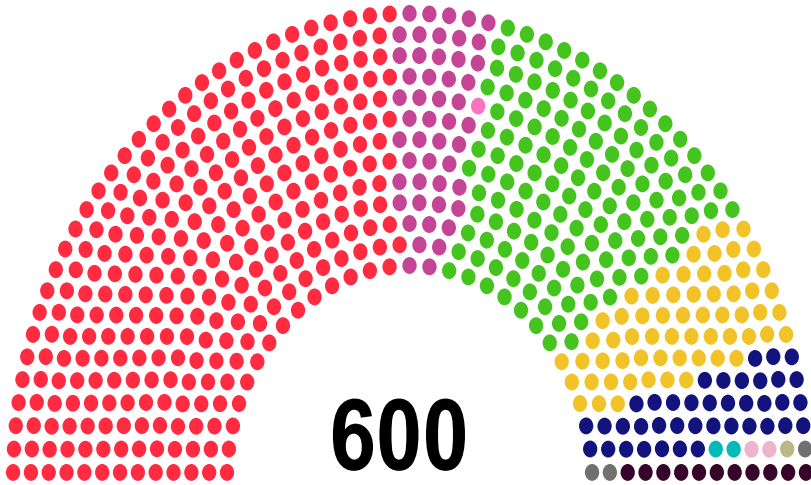
海外からの資金調達必要性は、引き続きトルコの銀行にとって主要な不安定要因ではあるが、これは緊急の懸念事項ではないように思われる。現在の外貨の過剰流動性は、今後18~36ヶ月以内に償還期限が到来する大手行の外貨建債券やシンジケートローンに対して十分な残高(借り換えができなかった場合を想定)があると推計される。より大きな懸念事項は、外貨預金を含む預金者の逃避であろう。ただ、2018年8~9月に発生したトルコショックの際にも、外貨の大幅な引き出しやSWIFTを通じた海外送金にはつながらなかった。

多くの投資家は、公表されている銀行セクターの不良債権額の信頼性に疑問を持っている。こうした不良債権の算出基準は、新たに登場した欧州銀行監督機構(EBA)の基準とは異なっている。主な相違点は、リストラされた、もしくは債権放棄された既存のローンの扱いに関連している。つまり、トルコの規制当局によって発表された足元の「ステージ3の不良債権」は対融資で4.36%であったが、新しいEBA基準では約7%と試算される。大まかに1米ドル=6トルコ・リラの為替レートで計算すると、トルコ規制当局が発表した不良債権額175億米ドルに対してEBA基準では300億米ドル、貸倒引当金は400億米ドルに相当する。

おそらく、未知数ながらもより重要となるのは、今後起こり得るピーク時の不良債権比率であろう。新興国における深刻な銀行危機(政府債務の不履行を除く)を背景として定められた不良債権の最大比率の基準は、住宅ローンの7.5%、自国通貨建レバレッジド社債の15%、国内通貨建無担保消費者ローンの20%、外貨で大きな売り上げを持たない一方で外貨借入を行っている企業の債券の25%となっている。トルコにおける企業債務の構成を検証してみると、加重平均による不良債権比率は17.5%となっている。この場合、加重平均による予想損失率は75%近くになる。こうした影響を考慮すれば、景気後退局面を通して、銀行は400億米ドル弱の追加的な損失引当が必要となる。これは、銀行システムが2020年末に生み出すことが可能な予想引当金計上前の予想利益(年初来の金額を基準にした試算)とほぼ同額であり、銀行システム全体としては、全く利益を積み上げていないも同然である(現在のところ、配当金はほとんど支払われていない)。

我々の推定では、100億米ドルという若干の資本増強は、同セクターが現在の平均自己資本比率を維持するのに効果的であると考えている。こうした資金は、銀行の外国人所有者や資本増強ファンドを通じて得られるかも知れない。

図3：AKP-MHP 連立政党は主導権を維持しているが、状況によっては早期の総選挙の可能性は排除できない



政党	議席	党派
AKP-MHP	340	連立与党
CHP	139	野党
HDP	62	野党
İYİ	39	野党
その他	10	その他野党
空席	-	10

出典：トルコ大国民議会、および PGIM フィクスト・インカム

しかしながら、大統領制の下では、早期の総選挙を要求するために、議会は5分の3の票を獲得する必要があり、このためには600人の国会議員のうち360票が必要となる(図3参照)。言い換えれば、110人の議員が与党であるAKP-MHPの連立政党を離反する必要があり、野党は早期の総選挙に向け連帯して賛成票(250票)を投じる必要がある。⁴これは非常に困難な条件であり、よって国家主義政党の民族主義者行動党(MHP)が、どこかのタイミングで連立政権から離脱することなしには実現不可能のように思われる。ただ、現時点ではMHPは連立政権にとどまる意思表示をしている。MHPの離脱が起これば、野党は最大50票の議決権を動員することができ、政府はAKPによる少数与党の政府となるであろう。その場合には、早期の選挙もあり得ない話ではない。

結論

トルコは海外からの大規模な資金調達を必要としており、これが外貨準備高の少なさとともに、引き続きトルコ経済のアキレス腱となるだろう。しかし、短期的には、政治的不確実性はピークを越えた模様であり、またロシア製S-400兵器購入問題に対して、今のところ米国は軽微な経済制裁しか示唆していない。さらに、予想外に落ち着いた外部環境の中で、海外からの資金フローは正常化し始めている。一方、銀行システムは、デレバレッジを開始するために、外貨の流動性を利用している。さらなる追い風として、昨年の急激なトルコ・リラ下落が及ぼすインフレ指数へのベース効果が薄まりつつある中でインフレ率は急速に低下しており、中央銀行には利下げ余地が生まれている。

このような短期的には良好な状況に反して、2020年の予算案は今後のリスクを示唆する重要な指標となる可能性がある。もし、現実的な経済成長とインフレ率の見通しに基づいた適度な財政の緩和政策が景気回復を支えるならば、中央銀行は、昨年のトルコ・リラ下落がもたらしたベース効果の希薄化という単なる「幸運な追い風」の域を超えて、インフレを抑制する順応性を持つであろう。このような政策はリラを押し上げ、外国からの継続的な資金流入を下支えし、トルコが抱える大きな不安定要素を和らげる可能性がある。

一方、2020年予算において過度に楽観的な歳入・歳出の増加を想定した場合は、財政負担を賄う手段として、当局がインフレ・タックスに依存せざるを得なくなるリスクが大きく高まる可能性がある。金融面の綻びは、不安定なリラの再燃と海外からの資金流入の減少を引き起こすかもしれない。しかし、例えこのような場合であっても、ソブリン債の償還見込みについて引き続き我々は前向きな見方をしており、ハードカレンシー建を中心にトルコのエクスポージャーを拡大している。

⁴ 野党は連帯して250の議決権を有しており、議会には10の空席がある。

留意事項1

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、2019年8月現在。

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はお客様に対して受託者としての役割を果たしているではありません。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止いたしません。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。

英国および欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが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からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。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に定義されているプロの投資家に対して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）

© 2019 PFI and its related entities.

2019-3885

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Turkey—A Short-Term Reprieve Amidst Persistent Uncertainties"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

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ブロック・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
PGIMJ201909131034