

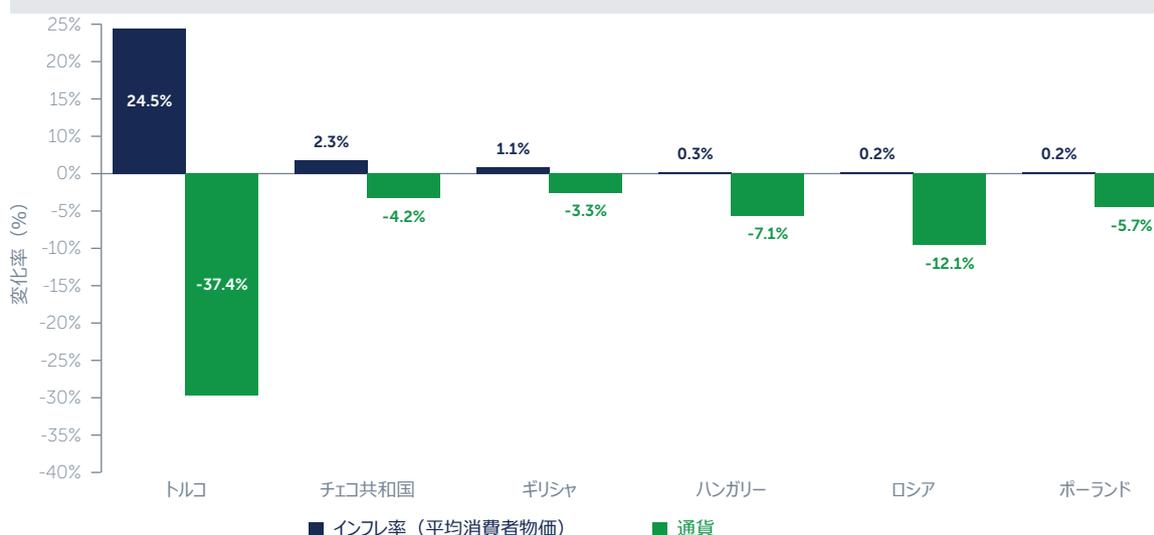
## トルコはどこへ向かうのか？

直近数ヶ月間の動向を踏まえ、ベアリングスのEMEA株式チームがトルコ市場の現状と今後の見通しを解説します。

トルコ・リラが2018年の年初から35%以上も暴落し、株式市場もほぼ半値に下げる<sup>1</sup>など、トルコの金融システムは激動の年となっています。高い経済成長率に優先度を置くエルドアン大統領の政策やエネルギー価格の高騰により、トルコの経常赤字は対GDP比で約6%にまで拡大し、新興国の中では最も高い水準となりました。徐々に進む財政規律の崩壊や過剰な金融緩和政策などを背景に、投資家の信頼を取り戻すことが困難な状況が続いています。さらに、インフレ率の急速な上昇にもかかわらず、エルドアン大統領の圧力下、金融政策を主導すべき中央銀行の独立性に対する懸念が生じるなど深刻な問題が発生しています。ベアリングスでは、トルコは現状の深刻なインフレ圧力を抑制するための強硬な措置を実践する必要があると考えています。そしてこれは今後の継続的な成長に必要とされる堅固な基盤構築にも役立つと考えます。

“トルコの政策立案者や政治家は、トルコ・リラの安定が成し遂げられれば、市場の信頼回復や制御不能なスパイラルに陥ったインフレの抑制が可能になることを認識しています。”

グラフ1: 2018年に入り継続的に圧力にさらされてきたトルコの金融システム



出所: BARINGS、FACTSET 2018年9月30日現在

### 安定による信頼構築

トルコの政策立案者や政治家は、トルコ・リラの安定が成し遂げられれば、市場の信頼回復や制御不能なスパイラルに陥ったインフレが可能になることを認識しています。5月以降、大幅な利上げを通じて協調的な金融・財政政策が実践されてきています(グラフ2)。これは、以前の成長主導の財政拡張政策からの離脱を意味します。

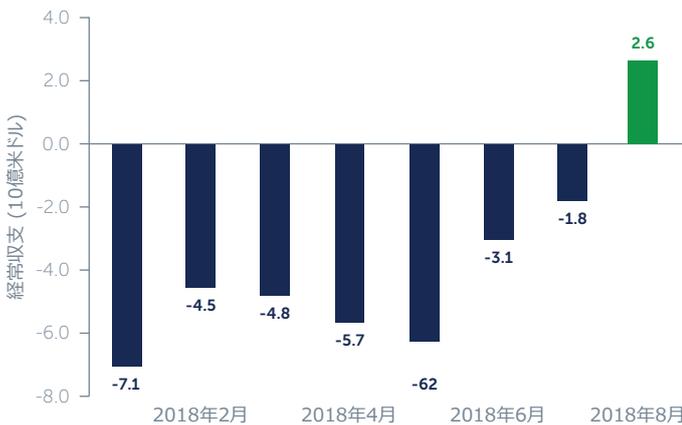
1. 2018年9月30日現在 MSCIトルコ指数ベース

グラフ2: 2018年5月以降、協調的な金融政策が実践されている



出所: BARINGS, FACTSET 2018年9月30日現在

グラフ3: 月次ベースで2015年以降初となる経常黒字を計上



出所: BARINGS, CBRT 2018年9月30日現在



マシアス・シラー、CFA  
EMEA株式責任者

2006年にベアリングスに入社し、2016年にEMEA株式責任者に就任。ベアリング・エマージング・ヨーロッパPLCのリード・マネジャーの責務も担う。1997年に中東欧株式及びデリバティブのマーケットメーカーとしてオーストリアのラファイゼン中央銀行にて金融業界での経験をスタートさせた。2001年にパワグ・PSKインベストにてEMEA株式担当のポートフォリオ・マネジャー、2003年にラファイゼン・キャピタル・マネジメントにて中東欧株式のポートフォリオ・マネジャーの職責を担う。ウィーン大学にて経済学及び経営学の修士号取得。CFA協会認定証券アナリスト。ドイツ語に堪能。

9月の利上げ幅はエコノミスト達の事前予想を上回るものであり、利上げを好まないことで知られるエルドアン大統領からの中央銀行の独立性を鮮明に示していると解釈した投資家から好意的に受け入れられました。

利上げを行うことで、トルコは銀行システムへの圧力を緩和する機会を得ました。建設やエネルギーなど環境の厳しい業界向け債権で膨張してきた銀行のバランスシートを改善するべく、政府関係者が過去数ヶ月間迅速な行動を取ってきたことは非常に明るい材料です。このことは、不良債権 (NPL) をトルコファンド及び保険管理団体である預金保険基金 (TMSF) に売却したトルコ国営のハルク銀行の例からも明らかです。さらに、トルコ国営銀行のワクフバンクは、3億米ドルの劣後債権を同国の失業手当基金に売却しました。このような支援は真に必要なとされる資本に自由度を持たせるとともに、クレジット市場の凍結状態を最終的に解消するカタリストとして作用すると思われる。また、トルコ・リラ安にもかかわらず、銀行セクターは、リセッションの結果もたらされる潜在的な企業格付けの悪化や不良債権の増加に対抗するに十分な資本を備えているものと私達は考えています。

### 経常収支の改善

エコノミスト達は長きにわたり、トルコの経常赤字は海外資本の流入が近年のトルコの急速な経済成長を支えてきた証左である点を懸念してきました。大幅な経常赤字は、トルコが外的なマクロショックに対してより脆弱であることを示唆しており、新興国市場に対する投資家の懸念が増大している現在の局面においてはこの傾向は特に明らかです。トルコは現在リセッションに入っていますが、トルコ・リラの急落により輸入が急減し、8月には月次ベースで2015年以降初となる経常黒字を計上するなど、経常赤字が一時的に急速な改善の兆しを見せていることは好材料です。通貨の下落はまた、トルコ経済の外資依存度を低下させ、純輸出増加の形で経済の下支え要因となっています。伝統的に黒字傾向のサービス部門も、夏場で旅行者数がピークに達していることを受け、経常収支の改善に寄与しています。

トルコは信用回復の第一歩を踏み出したものの、顕著な回復には時間を要するとみられます。長期にわたるネガティブなセンチメントは同国への信頼感や投資に影響を及ぼす可能性があります。短期的には、インフレが引き続き懸念材料となるでしょう。トルコは石油をほぼ輸入に頼っているうえ、米ドルで取引される原油は価格面で企業や消費者に圧力をもたらしているためです。しかしながらベアリングスでは、これまでに実施された財政・金融政策によりインフレが次第に抑制され、投資家の信頼を回復する素地が築かれるものと考えています。直近の様々なイベントにもかかわらず、トルコ市場には、価格決定力と健全なバランスシートを有する企業への投資機会が数多く存在するとみています。これらの多くは現在、魅力的なバリュエーションで取引されており、中期的な投資ホライズンを有する投資家に魅力的なエントリーポイントを提供しています。

*Barings is a \$310+ billion\* global financial services firm dedicated to meeting the evolving investment and capital needs of our clients. We build lasting partnerships that leverage our distinctive expertise across traditional and alternative asset classes to deliver innovative solutions and exceptional service. Part of MassMutual, Barings maintains a strong global presence with over 1,900 professionals and offices in 16 countries.*

#### IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. **PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.** Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents for the details and specific risk factors of any Fund discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Barings Real Estate Advisers Europe Finance LLP, BREAE AIFM LLP, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, and Baring Asset Management Korea Limited each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate").

**NO OFFER:** The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projections or predictions.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright in this document is owned by Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

当資料は、ヘアリングス・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396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)(以下、「当社」)が、ヘアリングスLLCが作成した資料を翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらが変更されたり修正されたりすることがあります。

Complied (東京):2018年11月8日 M20184Q34

**LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.barings.com)**

*\*As of September 30, 2018*

*For investment professionals only*

18-635257