

2018 年 8 月 13 日

通貨ニュース

トルコ: リラ急落 - 待たれる利上げ

- トルコリラ (TRY) は 8 月 10 日に ▲13.7% の下げを記録し、週明け 13 日には一時 7 台に乘せるなど急落している。直接的なトリガーは、8 月 10 日にトランプ米大統領がトルコから輸入する鉄鋼・アルミニウムに課す関税を 2 倍に引き上げることを表明したこと。
- もっとも、TRY が弱いのは様々な理由があり、大幅な経常赤字と高インフレ、中央銀行の独立性を脅かすエルドアン大統領の存在に、米国のトルコに対する制裁発動が TRY 安加速のトリガーを引いたという理解である。
- 購買力平価の観点からは、足許の TRY 安水準は正当化されず、オーバーシュートしている印象である。十分な利上げが実施されるまでは TRY の不安定な状況が続くそうだが、その後の反発余地は大きい。
- 立ちはだかるのはエルドアン大統領であるが、結局は大統領自身が利上げを行うと決断をするか、経済が危機的状況に追い込まれ、外圧で利上げを余儀なくされることになる。

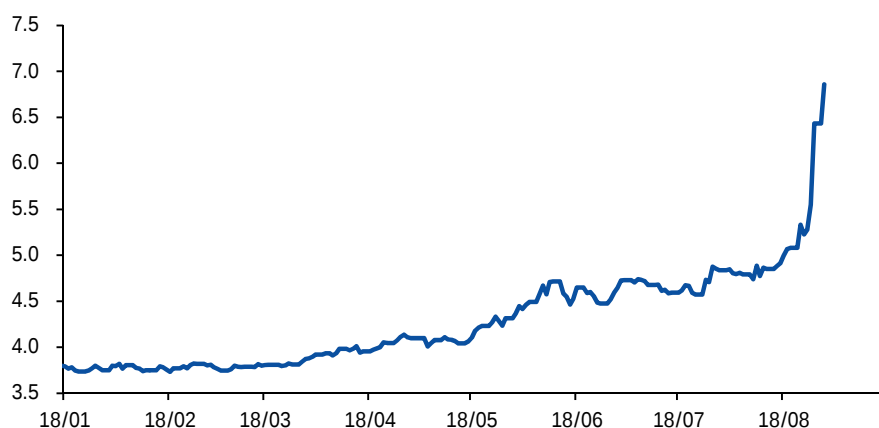
国際為替部
マーケット・エコノミスト
多田 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

米国の制裁発動がダメ押しとなりリラ急落

TRY が急落している(図表 1)。直接的なトリガーは、8 月 10 日にトランプ大統領がトルコからの輸入関税についてアルミニウムを 20%、鉄鋼を 50%とそれぞれ 2 倍に引き上げることを表明したことである。対米関係が悪化する中で TRY は対ドルで 10 日に ▲13.7% の下落を記録した。12 日にはトルコのエルドアン大統領が演説し、「政治的陰謀」「降伏はしない」などと述べ、強硬姿勢を崩さず、「自分が生きている限り、金利のわなには落ちない」と発言。中央銀行による政策金利の引き上げに否定的な考えを示すとともに、「政治的主権を放棄しろというのか」と述べて、国際通貨基金 (IMF) に支援を仰ぐ選択肢も退けた。変わらぬエルドアン氏のスタンスを受けて、週明け 13 日に USDTRY は遂に 7 台に到達した。10 日と 13 日の 2 営業日で一時 20% を超える下げを見せ、もはや暴落と言える状況である。

ここ 2 日間でトルコの金融市場は大きく混乱しているが、TRY は年初から軟調地合いが続いており、7 月以降は新興国通貨の中でも TRY の弱さが際立っていた。ここで、現状に至るまでのトルコの近況を整理しておきたい。そもそも TRY が弱いこと自体にはさまざまな理由があり、大幅な経常赤字と高インフレに加え、中央銀行の独立性に対する信認低下などが挙げられる。中銀の独立性を脅かしているのが強権的なエルドアン大統領の存在であり、本来、インフレ高進が続くトルコでは利上げが期待されるが、エルドアン氏は「利下げをすればインフレ状況も落ち着く」という奇異な主張を展開し、公然とトルコ中央銀行 (CBRT) の金融政策に介入して利上げを妨害している。

図表 1:USDTRY 相場の推移



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

エルドアン大統領は 6 月 24 日の大統領選挙で再選を果たし、7 月 9 日にはエルドアン大統領に国政の広範な権限を集中させる実権型大統領制が始動した。中銀人事制度への大統領の関与を強化し、経済政策の司令塔となる財務相には、大統領の娘婿であるアルバイラク氏を指名した。大統領選後の金融政策決定会合(7 月 24 日)では、一段のインフレの加速が確認される状況下(CBRT は 7 月 31 日に公表したインフレ・レポートでは物価見通しを引き上げている)で市場では利上げが予想される中、CBRT は政策金利を 17.75%に据え置いた。CBRT は声明文で、既に行った利上げの効果を見極めることが据え置き の理由と説明したが、エルドアン氏が CBRT 総裁・副総裁の任命権を得たことで、中銀はこれまで以上に金融政策にエルドアン大統領の考えを反映せざるを得なくなっているとみられる。

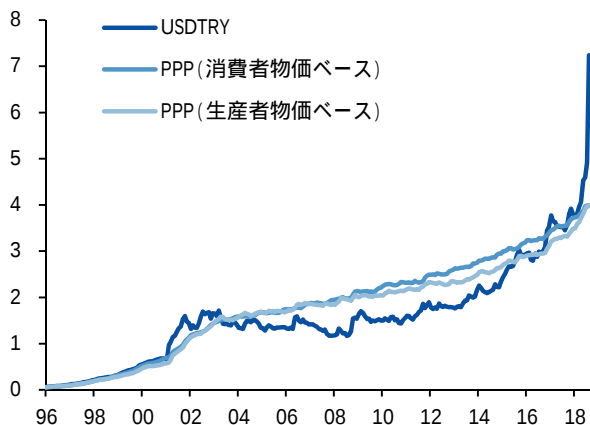
マクロ経済の脆弱性やエルドアン大統領の存在が重石となっていたところに、さらにトルコ政府によるアメリカ人牧師の拘束と、これに対するアメリカの報復制裁が今回の TRY 急落を招いた。トルコでは 2016 年 7 月 15 日に、穏健イスラム教グループであるギュレン派とエルドアン大統領の勢力争いなどが原因とみられるクーデター未遂事件が発生。クーデターは失敗し短期間で収束したものの、敵対する勢力への警戒を強めた大統領は非常事態宣言を発動し、事件への関与が疑われる米国の領事館職員や米国人の牧師を拘束した。米務省は 2018 年 7 月 25 日、2 年に亘って拘束されていた米国人牧師のアンドルー・ブランソン氏が釈放されて自宅軟禁となったことを評価しつつも「十分ではない」との声明を発表、翌 26 日にはトランプ大統領が「米国は長期にわたるブランソン氏の拘束を理由にトルコに対して大規模な制裁を科すつもりだ」と警告した。8 月 1 日にギョル司法大臣とソイル内務大臣に対する制裁が発動され、8 月 10 日には、上述したように鉄鋼・アルミニウムに課す追加関税が引き上げられ、こうした米国のトルコに対する制裁発動が一段安のトリガーを引いたという理解になる。

オーバーシュートするリラ安

TRY は 8 月 13 日に対ドルで一時 7 台まで値を下げたが、USDTRY 相場の現在の水準は客観的にみて正当化されるべきものだろうか。フェアバリューの存在しない為替相場において、客観的に足許の水準の高低を評価することは極めて難しいが、長期的な趨勢を示すのに購買力平価(PPP)の説得力はそれなりに高い。USDTRY 相場の推移をみると、実勢相場は 1991 年を基準とした USDTRY 相場の PPP を下回って TRY 高での推移が継続してきた(図表 2)。しかし、2013 年 5 月のテーバー・タントラム以降は徐々に実勢レートが PPP に近づき、2017 年後半には概ね PPP に収斂していた。2018 年 5 月以降は TRY 安が加速し、今回の急落を受けて USDTRY 相場は大幅に TRY 方向にかい離している。

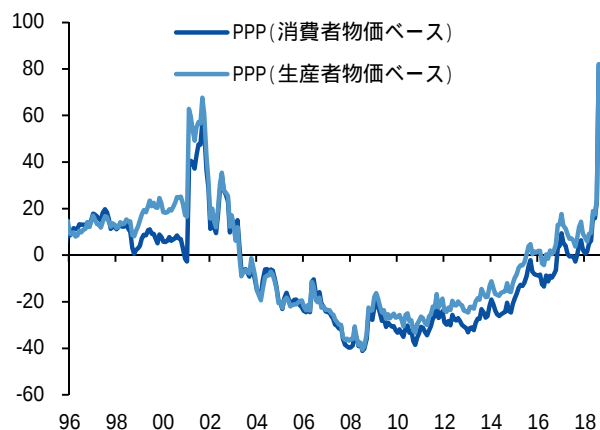
1991 年を基準とした USDTRY 相場の PPP を参照すると、2018 年 7 月時点での消費者物価ベース PPP は 1 ドル=3.987 リラ近辺、生産者物価ベース PPP は 1 ドル=3.974 リラ近辺となっており、実勢相場は足許で 80%以上過大評価(TRY は過小評価)されている(図表 3)。実勢相場と PPP のかい離に注目すると、過去に最もかい離が広がったのは 2001 年 9 月であり、消費者物価ベース PPP から 57.0%、生産者物価ベース PPP からは 67.6%の過大評価となるまで TRY 安方向にかい離した。当時はクローリング・ペッグ制から変動相場制への移行期(2001 年 2 月に移行)であり、その前後での金融市場の混乱と通貨急落が見られた局面であった。上述したように、足許では既に当時よりもさらに PPP から大幅安の水準まで TRY が売り込まれており、PPP の観点からは正当化される水準とは言いにくい。市場にオーバーシュートが付き物であるが、既に USDTRY 相場はセリングクライマックスを迎えても不思議ではないレベルまで TRY 安が進んでいる。

図表 2:USDTRY の実勢相場と購買力平価(1991 年基準)



出所:トルコ統計局、米労働省、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3:USDTRY の購買力平価からのかい離(%)



注:購買力平価は 1991 年基準。足許のかい離は、8 月 13 日のブルームバーグにおける安値 7.2362 と 7 月時点の購買力平価とのかい離を表示。

出所:トルコ統計局、米労働省、ブルームバーグ、みずほ銀行

リラ反発に必要なのは十分な利上げ

ファンダメンタルズから大きく相場がかい離しているとみられる状況下、しかるべき措置を取れば、TRY 相場は落ち着きを取り戻し大きく反発する余地がある。具体的には、今回のような危機的状況に陥った場合、中銀が利上げを実施し、実質金利を大幅なプラスにする必要がある。過去の通貨危機や、最近では 2014 年のロシアルーブル安、2015 年のブラジルリアル安、2016 年のメキシコペソ安などの事例、市場参加者の声などを踏まえると、実質政策金利が 5～10%なることを求める向きが多いようだ。

もっとも、厄介なのは上述したようにエルドアン大統領の存在である。元より景気に過熱感が見られ、世界有数の経常赤字(対 GDP 比)かつ高インフレを抱えるトルコでは金融引き締めが必要にもかかわらず、大統領が中銀への圧力を強める中で中銀は利上げに踏み切れずにいる。中銀は仕方なく、流動性供給や資本規制の強化で対応しているが、こうした小手先の対応で危機を脱することは難しいだろう。8 月 6 日にトルコ中銀は外貨準備率の上限を 45%から 40%に引き下げ、市中における外貨の流動性供給を行い、8 月 13 日にはリラ建ての預金準備率をすべての期間に対し 250bp 引き下げるとともに、ドルなどの外貨建て債務に対する預金準備率を期間 3 年までを対象に 400bp 引き下げるとを発表した。もっとも、こうした準備率引き下げは中央銀行の独立性がない(利上げはできない)との見方が強まるだけの状況となっており、有効な手とは言えない。8 月 13 日早朝には、トルコ銀行調整監視機構(BDDK)は、国内銀行による海外投資家とのスワップ、スポット、フォワード取引を銀行資本の 50%以内に制限すると発表しており、これにより投機的な TRY 売りの抑制を企図している。しかし、資本規制を強化するほど、経常赤字をファイナンスするための対内投資が期待できなくなるという危機時によく見られる構図に陥る可能性が高い。結局、エルドアン大統領が自身で利上げを行うことを決断するか、経済が危機的状況に追い込まれ、外圧で利上げを余儀なくされるかのどちらかになるのだろう。十分な利上げが実施されるまでは TRY の不安定な状況が続きそうだが、その後の反発余地は大きいとみている。

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。