

2020年9月11日

通貨ニュース

トルコ: 史上最安値の更新が続くリラ

新興国通貨の中で TRY のパフォーマンスの劣後が目立つ。3月以降の急落局面は5月に一巡、事実上の資本規制を強めることで奇妙な TRY 相場の安定が7月まで続いたが、8月に史上最安値を再び更新した後もじり安が続いている。この背景としては、金融政策の透明性低下と従来からの構造要因、現エルドアン政権の対外強硬路線の3点が指摘できる。以下に整理したい。

まず、金融政策だが、トルコ中央銀行(CBRT)は8月までに3会合連続で政策金利を据え置いている。すでにインフレ率が反発、国内景気の底打ちにも言及が見られる中で、CBRT はなぜ利上げに動かないのか。それは現政権からの強い要請のためというは周知の事実だろう。問題は、CBRT が苦肉の策として、流動性供給を絞って市中金利の上昇を促しているほか、預金準備率の引き上げ等も通じて事実上の引き締め(偽装利上げ)を行っている点だ。説明なく政策金利が日々変動する状況で、市場の安定的な推移は望み難いだろう。

次に、従来からの構造的要因について、通貨の信頼性と TRY の実需という2つの切り口から整理したい。

通貨の信頼性という面では、対外ファイナンスの弱さと慢性的な財政赤字のほか、高いインフレ率等が指摘できる。対外ファイナンスのバックストップのひとつといえる外貨準備は、為替介入や対外債務の支払いで減少が著しい。為替スワップによる調達額や国内銀行から調達した外貨を除く、実質的な残高は公表値を大きく下回るともいわれる。事実上の資本規制の強化や一部外資系金融機関の締め出し(すでに一部は緩和・解除)、居住者による外貨の持ち出しを抑制するに至っている点を考慮すると、状況は厳しいというのが実情だろう。

また、財政収支は、成長率見通しの下方修正(税収見込みの下方修正)や COVID-19 対応の支出増が重なり、政府の期待とは裏腹に財政赤字は大きく拡大する見通し。政府債務も積みあがろう。そして、インフレ率は、トルコショックによる TRY 急落の反動や景気低迷で低下傾向にあったものの、CBRT のターゲット・レンジに収まったのは一瞬であり、すでに底打ちの様相を強めている。

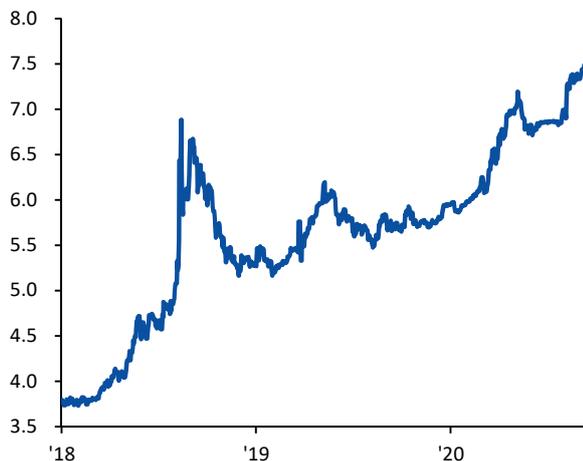
次に、リラの実需面からみると、慢性的な経常赤字(外貨を稼ぐ力の弱さ)と近年の投資資金の流出傾向(外貨を調達する力の弱まり)が目立つ。慢性的な経常赤字の要因は、国内供給力が乏しい点にある。景気が持ち直すほどに国内需要を満たすべく輸入が拡大する傾向がある。そこで、貿易赤字を中心に生じる経常赤字をどれだけ金融収支で補えるのかが重要となる。この点、長期性の資金となる直接投資が近年減少傾向にあるほか、証券投資の流出が散発していることは懸念材料だ。トルコの経済情勢、経済政策、リスクオフへの脆弱性、資本規制等の影響が考えられ、これらの点に変化がみられなければ改善も期待しにくいところだ。

市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀内 隆文
03-3242-7065
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

最後に、現政権の強硬姿勢も TRY 相場を考える上で厄介な問題となる。そもそもトルコショックは米国との対立の高まりが原因だった。そして、今問題となりうるのは、経済的な依存度が最も大きい EU とも関係が悪化していることだろう。移民問題にアヤソフィアに象徴される宗教問題が加わったほか、足許では東地中海を巡る権益争いが深刻化しつつある。こうした状況は、TRY 相場の安定化に必要と思われる欧米中銀とのスワップ協定(ハードカレンシーへのアクセス確保)や IMF からの支援(危機時のバックストップ)の可能性を遠ざける。

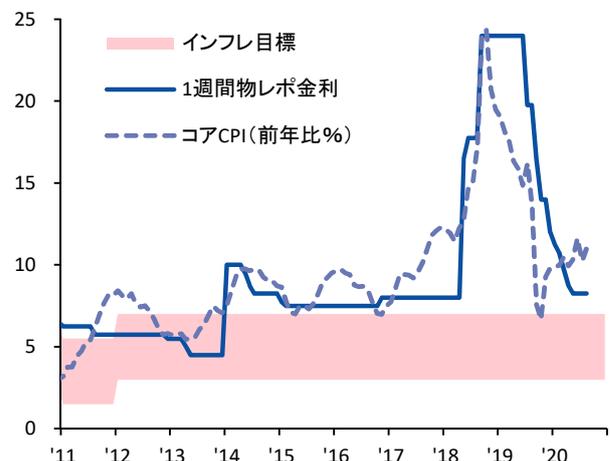
以上の 3 点うち、特に構造要因の改善には時間を要するとみられ、TRY は弱含みの展開が続くとみる。ただ、他 2 点については政策判断の側面が強く、好材料(TRY 高への反応)をもたらすこともありうる。例えば、CBRT の次回会合での決定内容だ。現政権からの圧力は残り、従来のような透明性の低い政策運営が続きそうだが、それを是正する動き(利上げの実施)が見えてくれば、市場はポジティブに捉えよう。EU との関係改善の兆しについても同様だといえる。

図表 1:トルコリラの対ドル・レート



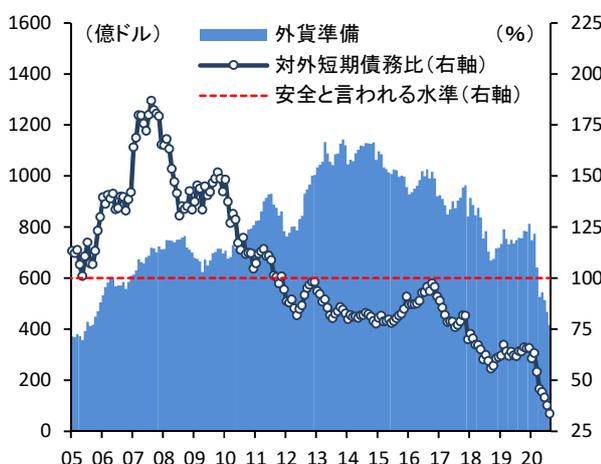
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:政策金利と物価目標(%)、消費者物価



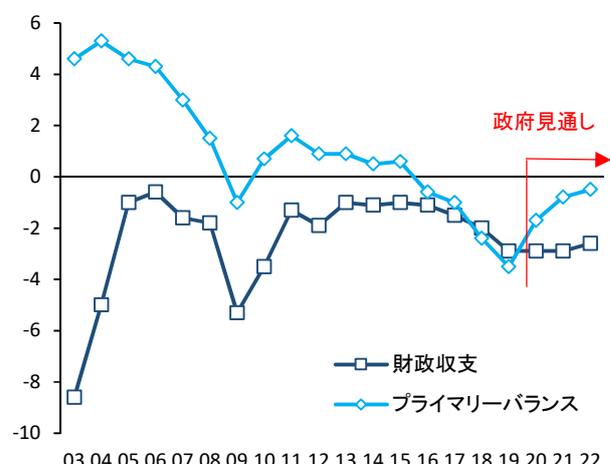
出所:CBRT、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3:外貨準備残高と対外短期債務比率



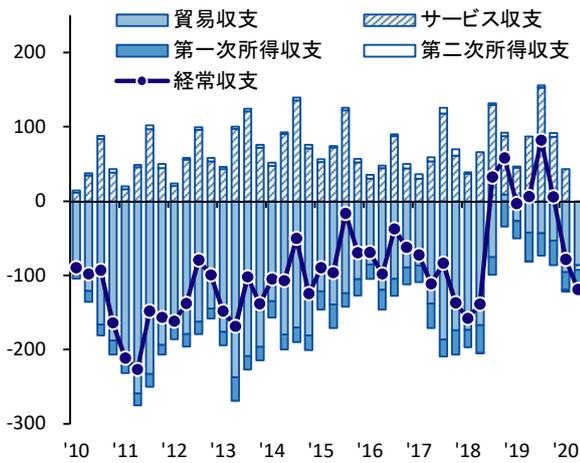
注:対外短期債務比=外貨準備 / 対外短期債務(%)
出所:CBRT、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4:財政収支と政府見通し(7月時点、対 GDP、%)



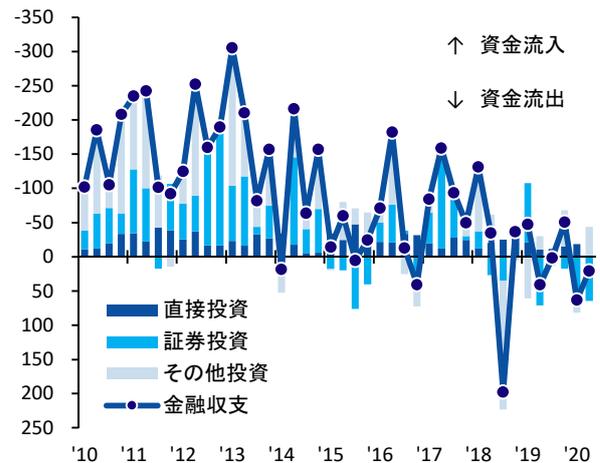
出所:トルコ統計局、みずほ銀行

図表 5: 経常収支(億ドル)



出所: CBRT、Macrobond、みずほ銀行

図表 6: 金融収支(億ドル)



出所: CBRT、Macrobond、みずほ銀行

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。