

みずほマーケット・トピック(2018 年 8 月 13 日)

トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃

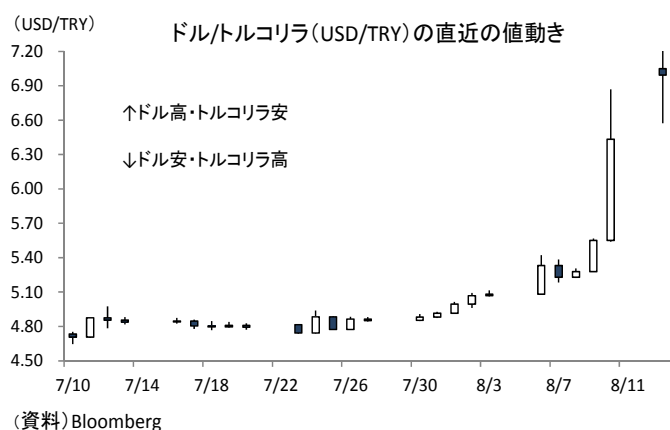
日米貿易協議を巡って相場が慌ただしくなると思われたお盆休み中の為替市場だが、トルコショックという思わぬ伏兵が混乱を招いている。危機時に強さを見せる円の特徴は健在であり、独歩高が継続中。新興国の混乱が先進国にまで波及する場合、往々にして問題国に大きなエクスポージャーを有する先進国の金融機関の財務不安が想起され、株・為替・債券といった資産市場が広く動揺するのがお決まりのパターン。今回も FT 記事をきっかけとして同様の展開を辿っている。しかし、国際決済銀行(BIS)の国際与信統計を見る限り、トルコにとってのスペイン・フランス・イタリア 3 か国からの与信は確かに大きい、それら 3 か国のトルコへの与信は全体に照らせばさほど大きいわけではない。むしろ、不安視されるのは欧州難民危機を実質的に堰き止めている「EU-トルコ合意」が反故にされるリスク。金融不安よりも、エルドアン政権が欧州難民危機ひいては EU 政治安定の生殺与奪を握っている状況に筆者は強い不安を覚える。

～典型的なリスクオフ～

本来、日米貿易協議を巡って相場が慌ただしくなると思われたお盆休み中の為替市場だが、協議は初回ということもあって「貿易促進で一致」という極めて穏当な着地を見た。だが、同タイミングでトルコリラ急落を受けた混乱が新興国市場を超えて先進国市場にも及ぶという予想外の展開が勃発しており、この震度をどう評価するかがお盆休み中の課題となりそうである。既報の通り、とりわけトルコ向け与信が多いと目される欧州系銀行の財務不安に注目が集まることでユーロ売りが加速しており、ユーロ/ドルは断続的に年初来安値を更新している。トルコリラが過去最安値を更新する中で新興国通貨全般も値を切り下げており、結果としてドル相場も押し上げられているが、危機時に強さを見せる円の特徴は健在であり、対ドルでも底堅く推移している。本稿執筆時点の為替市場では「円>ドル>ユーロ>新興国通貨」という典型的なリスクオフ時の強弱関係が成立している。

～リラ安の底流にあるもの: 強権政治と対米関係～

今後の展望を語る前に、現状に至るまでのトルコの近況を整理しておきたい。そもそもトルコリラ相場(図)が弱いこと自体には様々な理由がある。中でも最も大きな理由として挙げられるのが強権的なエルドアン大統領の存在であった。本来、通貨安経由のインフレ高進が懸念されるトルコでは中央銀行の利上げにより通貨防衛が図られることが期待される。だが、「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するエルドアン大統領が公然とトルコ中銀の金融政策に介入して利上げを妨害するという異例の事態が今に至るまで続いている。一部にはエルドアン大統領の主張はネオ・フィッシャー理論に照らせばあながち誤りではないとの声もあるが、とてもではないが中心的な意見とは言えない(同理論の解説は本筋と逸れるため割愛する)。また、理論的に正当化されることを認めたとしても、市場がパニック状態に陥っている以上、金融市場が期待するような処方箋を示すのが為政者として最善であろうし、それが事態収拾への最短の道だろう。

とはいえ、エルドアン大統領の存在がトルコリラ相場の重石であることは事実によ、それが先週以来で見られている急落の直接的な理由ではない。直接的な理由はトルコ政府による米国人牧師の拘束とこれに対する米国の報復制裁であった。具体的には先週 10 日、トランプ米大統領はトルコから輸入する鉄鋼・アルミニウムに課す追加関税を 2 倍に引き上げることを表明し、これがトルコリラ売りを加速させた。トルコ当局は 2016 年7月のクーデター未遂事件に係る容疑で米国人牧師のアンドルー・ブランソン氏を 2 年に亘って拘束していた。米商務省は 7 月 25 日、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」と警告していた。今回はその大規模な制裁が明らかにされた格好である。とはいえ、周知の通り、米・トルコ関係は「イスラム国」(IS) 掃討作戦時より方針の違いから元々一触即発の状況にあり、今回は貿易戦争という形で不仲が表面化したというようにも読める。

まとめると、そもそも芳しい状態ではない「エルドアン政権の経済政策運営」と「対米関係」がリラ安の底流にあり、今回は「追加関税の拡大」という米国による具体的なアクションが一段安のトリガーを引いたという理解になる。

～トルコに期待される 4 つの選択肢～

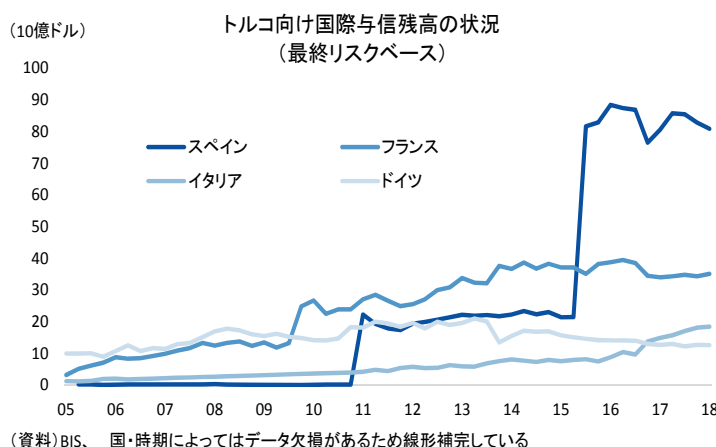
かかる事態においてトルコに与えられた選択肢は①緊急利上げに踏み切る、②米国人牧師を開放する、③資本規制の強化、④国際金融(IMF) 支援の要請であるが、既に 12 日の演説でエルドアン大統領は①については「自分が生きている限り、金利のわなには落ちない」と一蹴し、②にも応じない姿勢を明確にしている。また、④についても「政治的主権を放棄しろというのか」と述べ、これも退けている。結果的に選ばれたのは③である。13 日早朝、トルコ銀行調整監視機構(BDDK)は、国内銀行による海外投資家とのスワップ、スポット、フォワード取引を銀行資本の 50%以内に制限すると発表しており、これにより投機的なリラ売りの抑制を企図している。しかし、投機的なリラ売りを抑制しても同国が GDP 比で見れば世界有数の経常赤字国であるという事実は変わらないゆえ、実需のリラ売りがなくなるわけではない。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っているように思われる。

～市場が不安視する危機の波及ルート～

トルコショックはどれほどの震度を持つと考えるべきなのか。トルコリラやアルゼンチンペソといった新興国通貨の急落は金融市場にとって小さな話ではないが、通常はそれだけで日米欧といった先進国の市場にまで影響が及ぶことは無い。往々にして事が大きくなるのはそうした新興国に大きなエクスポージャーを有する先進国の金融機関の不安に結びつき、株・為替・債券といった資産市

場が広く動揺するのがお決まりのパターンである。

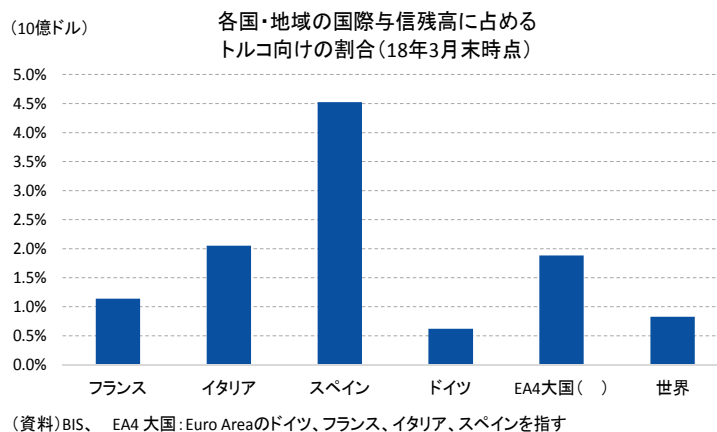
今回も同様であった。英紙フィナンシャル・タイムズは8月10日付の報道¹で ECB がスペイン、フランス、イタリアの国内銀行が抱えるトルコ向け債権の大きさを懸念しているといった関係者のコメントを報じた。同関係者は今のところ「決定的(critical)」な事態としては見ていないようだが、記事中ではスペイン、フランス、イタリアの大手銀行の名前が具体的に挙げられていたことから



から同日の対象銘柄株価は大きく値を下げ、これが世界的な株安に繋がった格好である。そこで国際決済銀行(BIS)の国際与信統計を元に数字をチェックしてみると、それらの国々の名前は目につく。2018年3月末時点でトルコの国内銀行が外国銀行に対して持つ対外債務は合計2232億ドルであり、このうちスペインが約809億ドル、フランスが約351億ドル、イタリアが約185億ドルとされる(すべて最終リスクベースでの公表値)。つまり、この3か国だけでトルコの対外債務全体の約6割を占めることになる(図)。こうしたデータを元に金融市場が懸念するのは「トルコ発、スペイン・フランス・イタリア経由、ユーロ圏行き」という危機の波及経路である。少なくとも、対ドルで年初来30%以上も下落したトルコリラ相場を踏まえれば、トルコの国内銀行が外貨で借り入れている債務について十分な為替ヘッジが進んでおらず債務不履行に陥る部分が出てくる可能性はある。上述のFTの記事の中でも関係者がそうした経路で問題が発生することを懸念している。

～欧州金融システムへの影響は軽微という印象～

とはいえ、最も大きなスペイン国内銀行の国際与信残高(国外向けの与信残高)は1兆7872億ドルである。同じくフランスは3兆826億ドル、イタリアは9011億ドルである。ちなみに上記の記事では名が挙がらなかったが、ドイツの国際与信残高は2兆399億ドルであり、トルコ向けは約127億ドルである。ここでユーロ圏4大国(ドイツ・フランス・イタリア・スペイン)の国際与信残高合計に占めるトルコ向け与信残高の割合を計算してみると2%にも満たない(図)。国別に見ても最も大きいスペインの4.5%が最大であり、記事内で示されている関係者の「決定的な事態ではない」という評価はBIS統計上を見る限り頷ける話である。



トルコ向け与信残高の割合を計算してみると2%にも満たない(図)。国別に見ても最も大きいスペインの4.5%が最大であり、記事内で示されている関係者の「決定的な事態ではない」という評価はBIS統計上を見る限り頷ける話である。

¹ Financial Times 『ECB concerns grow over EU banks' Turkey exposure as lira slides ~ Lenders from Spain, France and Italy viewed as vulnerable to weak lira』, Aug.10 2018

～今後を見通すキーワードは「難民」に～

だが、心配がないわけではない。キーワードは難民である。根本的な解決が済んでいないとは言え、2015 年に勃発した欧州難民危機を EU が抑え込めているのはトルコとの間で 2016 年 3 月に妥結した「EU-トルコ合意」によるところが大きい。トルコの政情が不安定になるとこの合意が反故にされ、難民危機が再発するリスクがあることは市場ではまだ意識されていないのではないか。筆者はこの論点が極めて重要と考えるため、欧州難民危機と「EU-トルコ合意」の関係を簡単に解説した上で今後想定される事態を示し本稿を締めたい。

2015 年春から秋にかけて EU には 100 万人を優に超える難民が流れ込み、その途上で万単位の間が命を落とした(特にトルコ沿岸に流れ着いた 3 歳児のシリア難民の溺死体写真が世界中に衝撃を与えたことが有名である)。また、この状況を受けた同年 9 月、メルケル独首相が無制限の難民受け入れ策に踏み切り、その後の政治生命を危ういものにしたことも知れた話である。さらに、この政策により影響を受けざるを得ないハンガリーのオルバン首相がメルケル政権を指して道徳的帝国主義と批判し、EU に東西対立という新たな亀裂がもたらされたのもこの頃だった。こうした難民流入を巡る 2015 年の一連の騒動が「債務危機を超える危機」とも言われる欧州難民危機であり、今も根本的な解決には至っていない。正確には解決の目処すら立っていない。

こうした状況にもかかわらず、大きな混乱を招いていないのはなぜか。ひとえに EU との合意に従ってトルコが難民を堰き止めているからである。EU に流入する難民の多くは内戦激化により祖国を飛び出したシリア人であり、トルコ経由でギリシャに漕ぎ着け EU に入るというバルカン半島を経るルート(通称バルカンルート)を利用している。難民の大部分がトルコ経由である以上、EU としてはそこで何とか難民の供給を絞る必要があった。そこで EU は 2016 年 3 月 18 日、「トルコを介して EU 圏内に不法入国した難民はトルコが全て受け入れる。既にトルコに滞留しているシリア難民は 7.2 万人を上限として EU が合法的に受け入れる。その上でトルコは、EU がそれまで約束していた難民対策費用 30 億ユーロを倍増させ 60 億ユーロとする」といった合意をトルコとの間に成立させた。要は「カネをやるから難民を引き取ってくれ」という趣旨の危うい合意だが、効果はてきめんであった。2016 年 4 月以降の EU への難民流入数は前年比で激減しており、「EU-トルコ合意」が EU (とりわけドイツ) に精神的かつ時間的余裕を与えてくれた(くれている)のは間違いない。

～エルドアン政権が握る生殺与奪～

これは裏を返せば、欧州難民危機は「エルドアン政権がトルコ沿岸の警備にどの程度真剣にコミットしてくれるのか」という点に依存しているということだ。元より人権問題などを巡って EU とトルコの外交関係は脆さを抱えており、合意成立当初から「難民危機の行方はトルコ情勢次第」との評価が多かった。中銀の政策運営に堂々と介入するエルドアン政権の姿勢も EU の価値観とは程遠いものであろう。米国と対抗すべくロシアにすり寄っている姿勢も然りだ。ここに至るまでのエルドアン大統領の言動を見る限り、今後、故意的に難民管理を杜撰なものにするリスクは無いとは言えまい。いや、故意ではなくともトルコの政治・経済自体が混乱を極めれば難民を管理しきれないという過失も考えられる。どちらにせよトルコがいつまでも欧州のために難民を堰き止めてくれる保証はない。

率直に言って EU 域内に難民流入が再開するのは非常に不味い。そうなった場合、まず結果的にそれを多く受け入れることになりそうなイタリアのポピュリスト政権が調子づくだろう。ただでさえ難

民受け入れを切り札として欧州委員会と交渉する雰囲気があるのだから、事態はより複雑になるはずだ。また、10月にバイエルン州選挙を控えるメルケル政権にとっても脅威である。難民受け入れの在り方を巡って長年の姉妹政党であるキリスト教社会同盟(CSU)がメルケル首相率いるキリスト教社会同盟(CDU)と仲違いを起こしたことが6月に話題になったばかりである。ここで状況が悪化したら余計に両者の溝が埋めがたくなろう。さらに2019年5月には欧州議会選挙もある。EU懐疑的な会派をこれ以上躍進させないためにも難民を巡る状況はやはり悪化させるわけにはいかない。

足許の金融市場ではトルコの国内金融システム混乱がユーロ圏に波及する経路が不安視されているが、現実的にはエルドアン政権が欧州難民危機ひいてはEU政治安定の生殺与奪を握っている事実の方がより強い脅威であるように思われる

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

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。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレードは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混乱を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中開戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	まともに残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振らされるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドニング・アウトとLIBOR-OISブレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～「気まずい円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」