

2023 年 5 月 12 日

通貨ニュース

トルコ：大統領・議会選挙プレビュー トルコ・リラの変動幅は上下に急拡大の公算

サマリー

- 5 月 14 日投開票のトルコ大統領・議会選挙まで 1 週間を切った。大統領選挙に関する世論調査ではエルドアン大統領と野党統一候補のクルチダルオール氏との接戦となっており、5 月 28 日の決選投票まで決着がずれこむ可能性が高い。議会選挙に関する世論調査では、いずれの連立政党も議会（一院制）で過半数を形成するのが難しい状況となっている。
- 選挙直後の値動きはいずれが勝利する結果となったとしてもトルコ・リラ下落となる公算が大きい。選挙後に為替市場へのリラ安抑制のための一連の措置が緩和ないし解除されるようであれば、これまで溜まっていたリラ売り/外貨買い需要が解放されるリスクがあるためだ。一方、選挙後の混乱が落ち着いた後、金融・財政政策運営がよりオーソドックスなものに変わると期待が高まるようであれば、トルコ金融市場への多額の資金流入につながる可能性が高い。このように、1～3 か月のスパンで見たトルコ・リラの変動幅は上下に急拡大の公算が大きい。
- 過去のリラの変動の急拡大の際には、南アフリカ・ランドやメキシコ・ペソ、ブラジル・レアルといった高金利通貨に波及する動きが見られた。レバレッジをかけて高金利通貨をロングしている投資家のポジションや、新興国の外貨建て債券に投資する新興国ファンドへの影響が焦点となろう。とはいえ、トルコ・リラの下落やトルコ金融市場の混乱自体が、他新興国の経済に対し与える直接的な影響は限定的である。仮に今局面でも波及効果と見られる他通貨の下落が生じた場合は、買い場になると見て良いだろう。

欧州資金部

シニア為替ストラテジスト

中島 将行

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

5 月 14 日に控える大統領選挙はエルドアン大統領とクルチダルオール氏の接戦に

5 月 14 日投開票のトルコ大統領・議会選挙まで 1 週間を切った。大統領選は一回目の投票で過半数を獲得する候補がいなかった場合、5 月 28 日に上位 2 名の決選投票が行われる。世論調査を見る限りはエルドアン大統領と野党統一候補のクルチダルオール氏による決選投票が最も可能性の高いシナリオに思われるが、クルチダルオール氏が一回目の投票で勝利を決定づける可能性も排除できない情勢だ(図表 1)。もちろん、2018 年の大統領選挙では決選投票にもつれ込むという下馬評を覆す形でエルドアン大統領が第一回目の投票で圧勝したため、結果を見るまでは分からないものの、2002 年の総選挙で勝利して以降、選挙で負けなしのエルドアン氏にとってこれまで以上に厳しい選挙戦になっていることは確かであろう。また、議会選挙に関する世論調査では、現在の政権与党である公正発展党(AKP)を中心とする人民同盟が、クルチダルオール氏が党首を務める共和人民党(CHP)を中心とする国民連合に対してやや優勢なもの、いずれの連立政党も議会(一院制)で過半数を形成するのが難しい状況となっている(図表 2)。

選挙直後のトルコ・リラの値動きは、いずれが勝利する結果となったとしても下落の公算が大きい

市場で予想されているリラの値動きの大きさを示すインプライド・ボラティリティ(1 か月物)は 2018 年 8 月のリラ急落時の水準へと押し上げられており、リラの変動が急拡大するリスクを市場が意識していることが伺われる(図表 3)。接戦となっている大統領・議会選挙の結果の不透明感もさることながら、選挙を控えてトルコ当局が公式・非公式に行っているリラ安抑制策の持続性に対する疑念も背景にあるだろう。例えばトルコ当局はトレーダーに対し、ドル買いの注文の執行に際し、詳細な説明を逐次求めているとブルームバーグが 3 月 29 日に報じており、当局が監視を強めていることでドル買い/リラ売りの圧力が選挙前に抑えられている面も大きそうだ。また、4 月 7 日には預金総額に占めるリラ預金の比率が 60%未満の銀行に対し、外貨預金に対して求めている準備金の比率を 25%から 30%に引き上げるとトルコ中銀が発表している。2021 年 12 月に導入されたリラ預金保護策(リラの預金者に対し、外貨預金との「為替差損」を政府が補填)が選挙後に継続するかも焦点となろう(図表 4)。ここで紹介した施策は一部に過ぎず、選挙後に為替市場へのリラ安抑制のための一連の措置が緩和されないし解除されるようであれば、これまで溜まっていたリラ売り/外貨買い需要が解き放たれるリスクがある。選挙直後の値動きはいずれの勝利となったとしてもリラ下落となる公算が大きい。

ブルームバーグなどのメディアでは、インターバンク(銀行間市場)でのリラの対ドル交換レートと、グラント・バザール(オスマン帝国時代以来の歴史を持つ、イスタンブールの旧市街にある巨大市場)でのレートの乖離が注目を集めている(図表 5)。いわゆる「街の両替屋」である彼らがインターバンクでのスポットレートよりも大幅にリラ安の交換レートを提示しているということは、それはトルコ人の肌感覚として今のリラの対ドルレートが実勢に合っていない、ということを示すものであろう。短期的に見て、現在の対ドル 19.5 前後から対ドル 22.0 程度への下落(約 10%強のリラの下落)の余地はあるように見ている。

選挙後の混乱が落ち着いた後は、金融・財政政策に対する信認を早期に回復できるかが焦点となる。議会選挙ではいずれの連立政党も議会で過半数を形

成するのが難しい状況であることを考慮すれば、まずは連立交渉が焦点となろう。とりわけ、大統領選挙の勝者と、議会選挙での多数派の党派が異なるねじれ状態となった場合は、早期解散総選挙の可能性が意識されるリスクがある。こうした政治情勢の不透明感が残るシナリオには留意する必要があるものの、選挙後に中央銀行の独立性の回復の方向性ははっきりと示されるようであれば、政策金利の大幅引き上げが織り込まれる形でリラ買いにつながる可能性はあるだろう。トルコの政策金利は現在 8.50% とインフレ率が 40% を超える状況の中で低く、実質的な政策金利は大幅なマイナスとなっており、中銀の独立性への懸念と相まってリラ安圧力につながると見られるためだ。また、財政政策では、信用拡大に頼った経済政策運営からの転換が示されるかが焦点となる。

金融・財政政策運営がよりオーソドックスなものに変わる、という道筋ははっきりした場合、トルコ金融市場への多額の資金流入につながる可能性は高いだろう。(1) 2015 年のアルゼンチンの事例(左派のフェルナンデス政権から新自由主義のマクリ政権に代わり、多額の資金流入が起きた)などを見てもわかるように、新興国市場の投資にとって、体制変換は非常に重要なカタリストとなるためだ。さらには、(2) 2018 年 8 月以降、トルコ・リラのスワップ規制などが影響する形で海外投資家のトルコ金融資産に対する投資残高は激減しており、ポジションを修復する余地は大きいと見られることも理由に挙げられる。

一方、こうしたベストシナリオとなった場合でも、リラの上昇余地は限定的と見られる。仮にリラに継続的な上昇圧力がかかった場合、様々な指標から見て不十分な水準にある外貨準備の積み増しにトルコ中銀が動く可能性が高いほか、リラ預金保護策の終了も検討事項に上がる可能性があるためだ。選挙前の水準である対ドル 19.50 半ばが反発の目途になると見られる。焦点は為替よりも株式・債券市場となる公算が大きい。

リラの変動が急拡大した場合の他通貨への波及リスク

過去のリラの変動の急拡大の際には、南アフリカ・ランドやメキシコ・ペソ、ブラジル・レアルといった高金利通貨に波及する動きが見られた。これらの国々は経常収支や外貨準備、中銀の独立性といった観点において、必ずしもトルコとファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)が近いわけではない。それにも関わらず、こうした波及が生じる背景には、いくつかの理由が挙げられる。

(1) 投資家のポジション。例えば、日本の証拠金投資家にとってトルコ・リラ、メキシコ・ペソ、南アフリカ・ランドをロングし、日本円をショートするポジションは依然として人気があり、リラの急落によってポジションの解消を余儀なくされた場合、他の通貨のポジションも同時に解消しなければならない。

(2) 外貨建て債券に投資する新興国ファンドからの資金流出リスク。トルコの現地通貨建ての金融資産に対する海外投資家の保有残高は低迷しているものの、外貨建て債券はまだかなりの額を保有している。トルコのカントリーリスクの急上昇に伴いトルコの債券を組み入れている新興国ファンドからの流出が発生するようであれば、同様に外貨建て債券で存在感のある中南米の国々にも影響を及ぼす可能性が高まる。

(3) トルコへのエクスポージャーの大きい欧州、とりわけスペインの金融機関のバランスシートへの影響を通じて、同じくスペインの金融機関の存在感の大きい中南米や中東欧の国々への投資資金流入につながる可能性。BIS のデータによると、スペインの金融機関はトルコに対し 2022 年 7-9 月期時点で約 540 億ユーロのエクスポージャーを抱えており、個別の金融機関の決算資料を見る限り

収益面での貢献も大きい。貸し手のバランスシートの悪化をつうじて、他の借り手にも影響が及ぶ経路は、過去の新興国危機ではよく観察される現象である。こうした欧州の金融機関のトルコ向けのエクスポージャーは現地で調達し現地で貸し出している割合も大きく、見た目の大きさほどには金融機関本体の財務への影響度は大きくない可能性が高いものの、トルコ市場の急変動が市場の注目を集めた場合、改めて欧州金融機関のトルコ向けエクスポージャーが市場で意識される可能性はあるだろう。

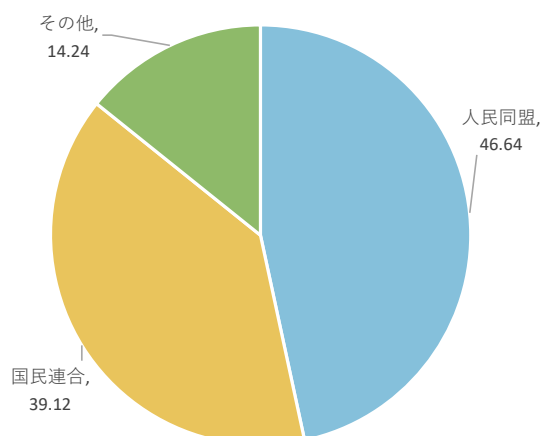
とはいえ、トルコ・リラの下落やトルコ金融市場の混乱自体が、他新興国の経済に対し与える直接的な影響は限定的である。仮に今局面でも波及効果と見られる他通貨の下落が生じた場合は、買い場になると見て良いだろう。

図表 1:トルコ大統領選挙(第一次投票) 世論調査結果

世論調査会社	調査日	エルドアン大統領	クルチダール氏	インジェ氏	オアン氏
Avrasya	4月27日～5月5日	43.6	50.9	2.5	3
MAK	4月26日～5月4日	45.4	50.9	1.7	2
Areda	5月1日～5月3日	50.8	41.9	3.7	3.6
SONAR	4月27日～5月2日	48.8	44.1	3.6	3.5
ASAL	4月27日～5月2日	49.1	46.3	2.7	1.9
HBS	4月25日～5月2日	47.5	47	3.3	2.2
ORC	4月29日～5月1日	44.6	48	4.3	3.1
Yoneylem	4月27日～4月30日	42.5	48.6	3.7	5.2
SAROS	4月25日～4月30日	47.2	49.1	2.3	1.3
ADA	4月26日～4月29日	48.9	45.8	2.9	2.4
Optimar	4月25日～4月29日	48.6	44.1	4.3	3
Aksoy	4月26日～4月28日	41.9	47.3	5.8	5
Sosyo Politik	4月24日～4月28日	44.1	51.7	3	1.2

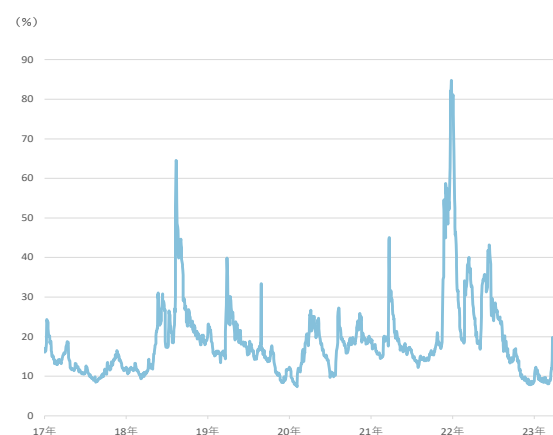
資料:各種報道/みずほ銀行

※白抜きは過半数の回答者が投票すると答えたケース。実際の大統領選挙で過半数の票を獲得した候補が出れば、その時点で当選が決定する。過半数の票を獲得した候補がいなかった場合、5月28日に決選投票が行われる。

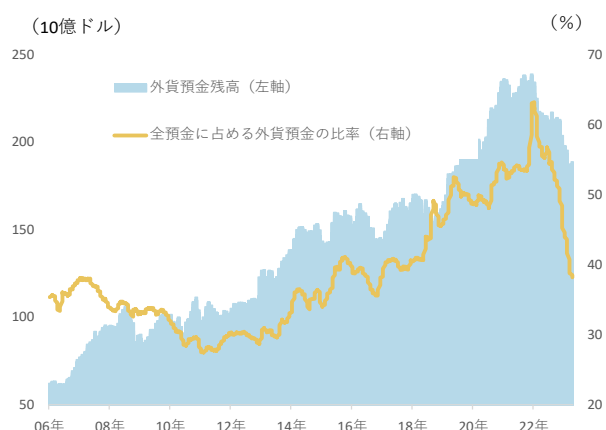
図表 2: 議会選挙 世論調査結果


出所: 各種報道/みずほ銀行

※5 月以降に公表された 5 つの世論調査結果の平均。

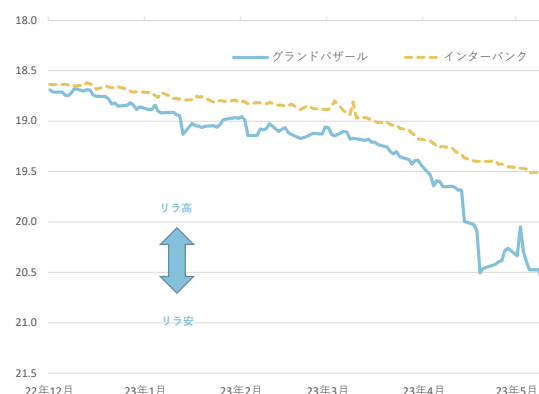
図表 3: リラ 1 か月インプライドボラティリティー


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: トルコ居住者 外貨預金


出所: トルコ中央銀行/ブルームバーグ/みずほ銀行

※外貨預金の比率は 4 週間の移動平均値を計算した。

図表 5: トルコ・リラの対ドル取引レート


出所: ブルームバーグ/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。