

トルコ・リラ為替週報

2024年6月4日

みずほ銀行欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島將行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

Private and confidential

MIZUHO

トルコ・リラ 1週間の動向と展望

<過去1週間の動き>

(5月28日～6月3日)

USD/TRY: 32.0905～32.3884

TRY/JPY: 4.83～4.89 (参照値)

<向こう1週間の見通し>

(6月4日～6月10日)

USD/TRY: 31.3～32.5

TRY/JPY: 4.75～5.00

<過去1週間の動向と展望・・・トルコのCPIインフレ率は5月でピークをつけた公算。今後はインフレ低下局面へ。>

過去1週間のトルコリラは対ドルで横ばい圏の動き。リラは3月末の地方選挙以降、安定の度合いを強めつつある。6月3日には、今後のリラ相場を見極めるうえで重要な**5月分の消費者物価指数（CPI）**が発表された。結果は前年同月比+75.45%と4月分の同+69.80%から加速した。エネルギーが全体を押し上げた形だ。大統領・議会選挙が行われた2023年5月には、トルコ政府は1か月の期間、ガスの供給を無料で行っていたため、2024年5月の前年比で見たエネルギーインフレの急加速は、その反動という側面が大きい。

6月以降は、ベース効果（前年比較時点の物価水準が高いが故に、前年比の計算上、インフレ率が低くでる現象）が主導する形で、CPIインフレ率は急速に低下に向かうと見られる。トルコ中央銀行（CBRT）も5月9日に発表した四半期インフレーションレポートの中でCPIは2024年末までに前年比+38%まで大幅に低下するという見通しを示している。とはいえ、CBRTは同時に前月比で見たインフレ率の減速が確認できるか否かを重視する姿勢を示しており、性急な利下げは避けられる公算が大きい。

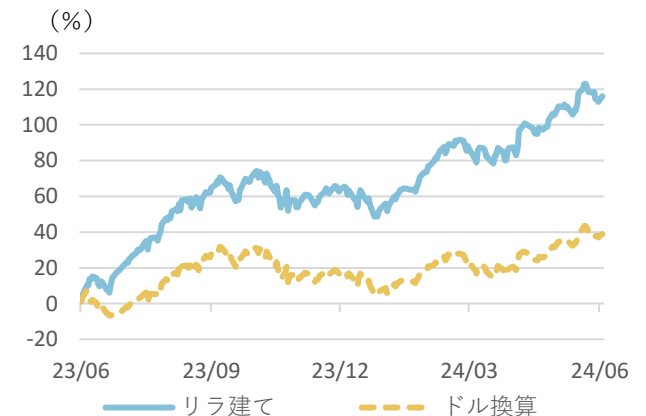
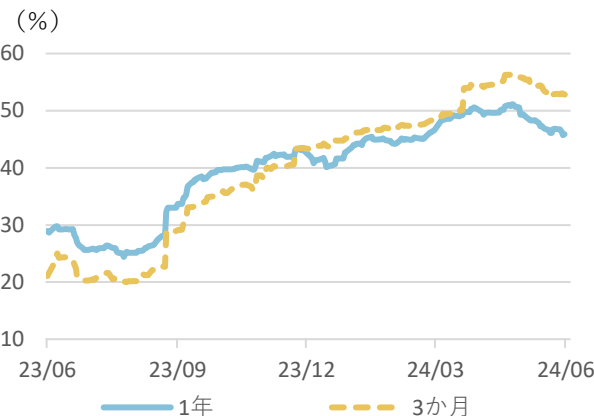
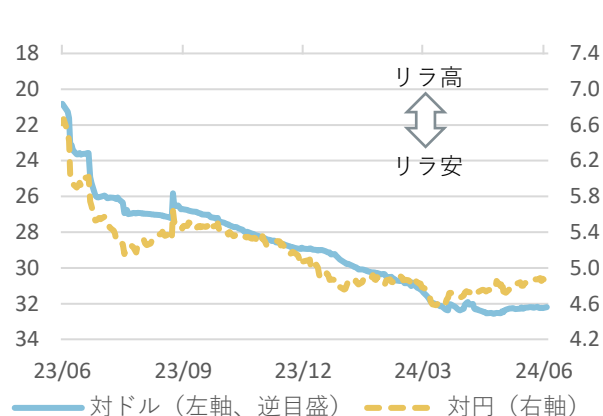
リスク要因としては、CBRTの高金利政策にも関わらずトルコの国内需要がなお強く、雇用も堅調なため、サービスインフレが十分に鈍化するかが不透明な点が挙げられる。5月31日に発表された**2024年1-3月期の実質GDP成長率**は前年比+5.7%と2023年10-12月期の同+4.0%から加速した。

10-12月期にもトルコの実質政策金利のプラス転換が見込まれることは、トルコへの資金流入を後押しするものとなろう。既にトルコの証券市場には海外からの資金流入が急拡大している。CBRTはこうした資金流入の拡大を、**外貨準備積み増し**の好機ととらえている模様であり、CBRTに対し国内の金融機関から預け入れられた金・外貨や各国中銀との通貨スワップ等を除いたネットの**外貨準備**はマイナスの状況が解消に向かっている。CBRTによるリラ売りドル買いを受けてトルコリラは急激な資金流入にも関わらず値動きは限定的だが、外貨準備の復元はトルコに対する市場のリスク認識の改善にもつながる前向きな展開と言えよう。

トルコ・リラ相場（日足、ロンドン終値ベース）

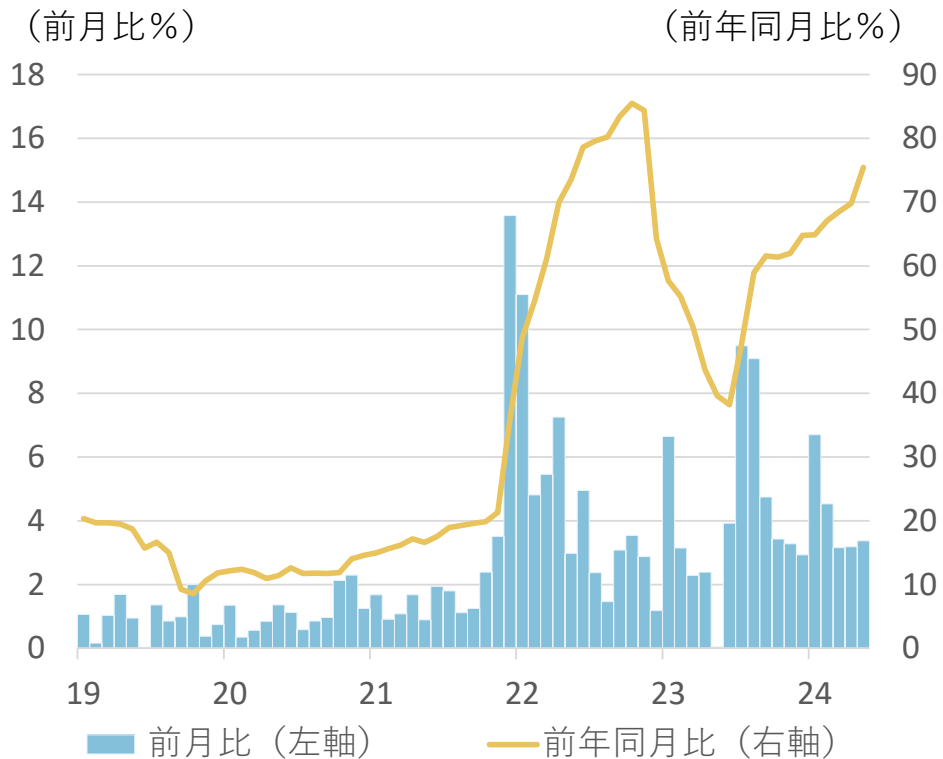
OISスワップ金利

株価（イスタンブール100種 年間騰落率）



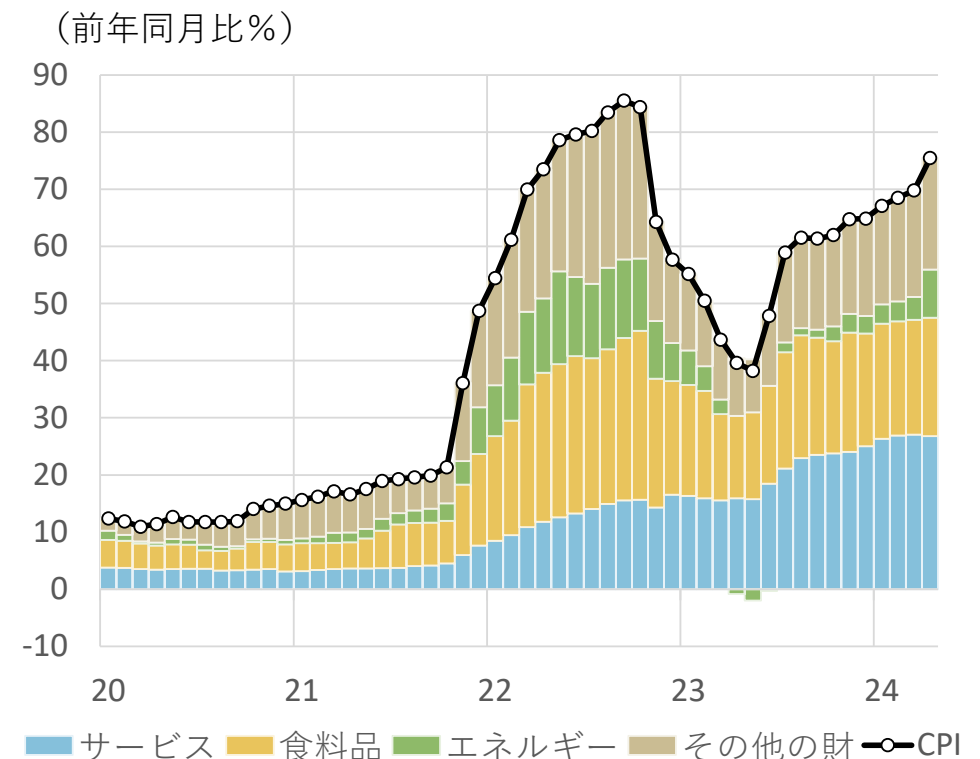
5月分の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+75.45%と4月分の同+69.80%から加速

トルコ 消費者物価指数（CPI）



（出所：トルコ統計局、ブルームバーグ、みずほ）

トルコ CPI伸び率 要因分解



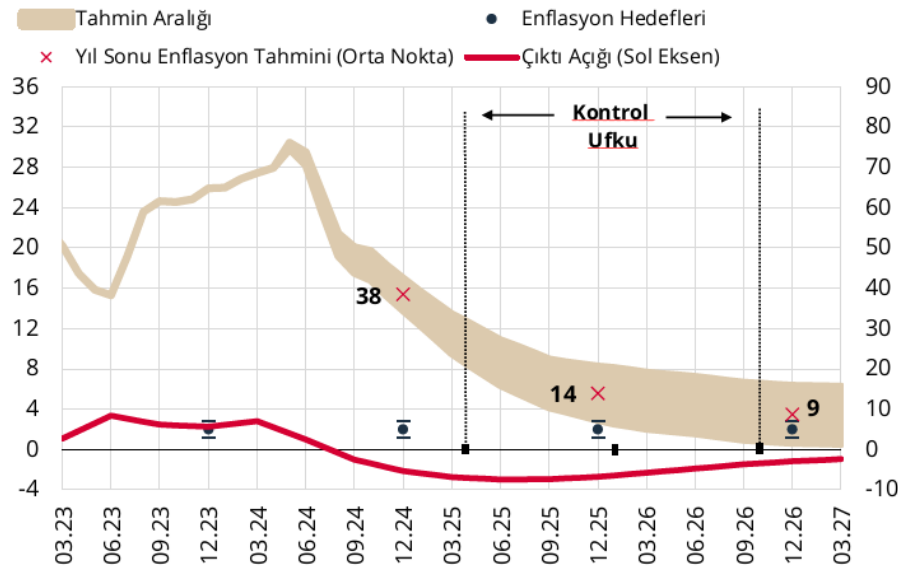
（出所：トルコ統計局、マクロボンド、みずほ）

エネルギーが全体を押し上げた形に。大統領・議会選挙が行われた2023年5月には、トルコ政府は1か月の期間、ガスの供給を無料で行っていたため、2024年5月の前年比で見たエネルギーインフレの急加速は、その反動という側面が大きい。

今後、CPIインフレ率が急激に低下すると見込まれる背景

トルコ中央銀行インフレ予測値（2024年5月9日公表）

Grafik 3.2.1: Enflasyon Tahminleri* (%)



Kaynak: TCMB, TÜİK.

* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

CPIインフレ率の急低下が見込まれる背景

6月以降は、**ベース効果**（前年比較時点の物価水準が高いが故に、前年比の計算上、インフレ率が低くなる現象）が主導する形で、CPIインフレ率は低下に向かう公算が大きい。

(1) 昨年までと比較して、トルコ中央銀行の高金利政策が功を奏する形で**トルコリラ**は安定の度合いを強めており、通貨安に伴う輸入インフレは落ち着く見込みである。

(2) 2023年は1月と7月の2回にわたり、**最低賃金**は累計で前年比+107%もの大幅な引き上げとなり、賃金上昇・サービスインフレ加速のスパイラルを生む要因となったが、2024年は1月にインフレ率を下回る前年比+49%の引き上げに留まっており、トルコ政府は追加の賃金引き上げの可能性を否定している。

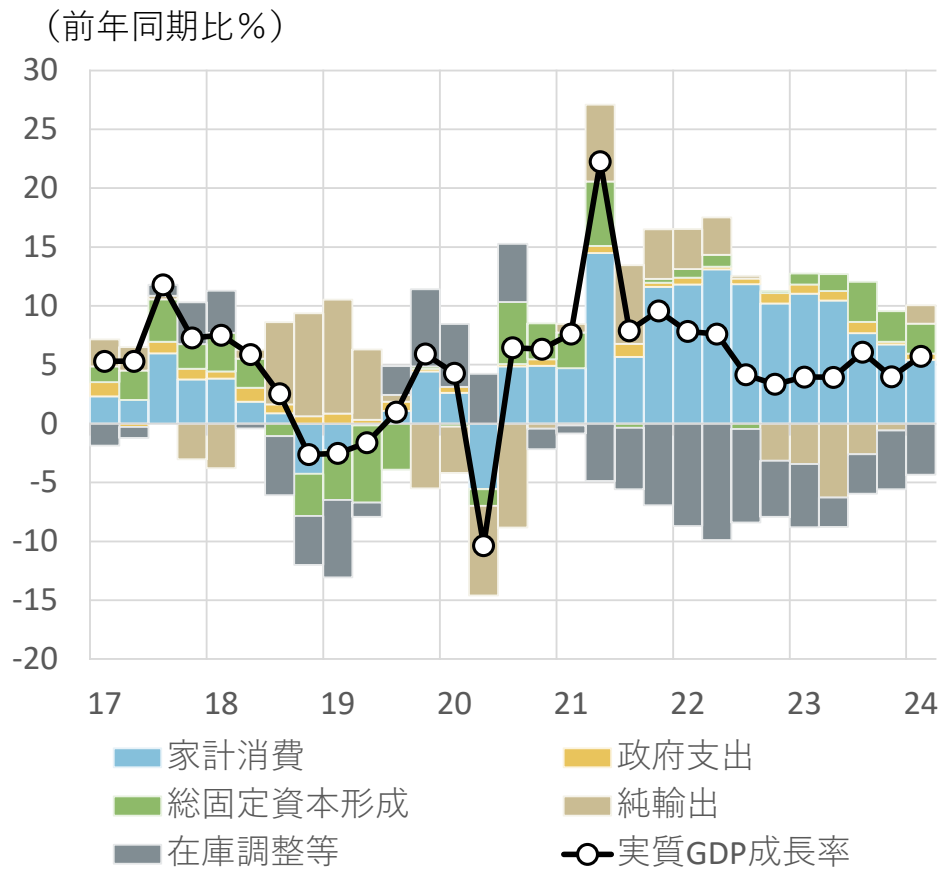
(3) **エネルギーインフレ**は2024年5月に特殊要因で押し上げられており、今後は少なくとも前年比で見たインフレ率の減速要因となる公算が大きい。大統領・議会選挙が行われた2023年5月には、トルコ政府は1か月の期間、ガスの供給を無料で行っていたため、2024年5月の前年比で見たエネルギーインフレの急加速はその反動という側面が大きい。

(4) トルコ政府は総選挙後に、各種の**税金引き上げ**を発表しており、それがコア財の価格を押し上げ2023年後半以降のインフレ押し上げ要因となっているが、追加の税率引き上げが無い限り、今後は前年比で見たインフレ率は減速に向かう公算が大きい。トルコ政府は2023年7月7日には財・サービス向けVATを18%から20%に、トイレtpーパーや洗剤などの生活必需品の税率は8%から10%に引き上げた。7月16日には燃料税を3倍に引き上げ、8月8日には金など貴金属の輸入に20%の追加関税を賦課していた。

6月以降は、ベース効果が主導する形で、CPIインフレ率は急速に低下に向かうと見られる。トルコ中央銀行（CBRT）も5月9日に発表した四半期インフレーションレポートの中で前年比で見たCPIは2024年末までに+38%まで大幅に低下するという見通しを示している。とはいえ、CBRTは同時に前月比で見たインフレ率の減速を重視する姿勢を示しており、性急な利下げは避けられる公算が大きい。

2024年1-3月期の実質GDP成長率は前年比+5.7%と2023年10-12月期の同+4.0%から加速

トルコ 実質GDP成長率



(出所：トルコ統計局、ブルームバーグ、みずほ)

トルコ 実質GDP成長率 項目別（前年比%）

		構成比 (%)	23 Q2	23 Q3	23 Q4	24 Q1
実質GDP成長率		100	3.9	6.1	4	5.7
需要項目別	民間最終消費	59	15.3	11.1	9.3	7.3
	政府最終消費	14	6.4	7.6	1.7	3.9
	総固定資本形成	32	5.7	14.8	10.7	10.3
	輸出	32	▲9.4	1.2	0.2	4
	輸入	35	19.7	14.5	2.7	▲3.1
産業別	農林水産業	6	▲3.5	▲0.8	0.3	0.5
	鉱工業	23	▲1.2	▲3	5.5	1.9
	うち製造業	19	1.2	▲2.2	5.9	1.8
	建設業	6	5.3	7.2	7.8	10.8
	サービス業	27	12.3	7.1	4.6	3
	情報通信業	2	8.2	1.5	1.1	▲3
	金融保険業	3	14.9	8.7	5.1	7.4
	不動産業	4	2	3.2	2.7	2.8

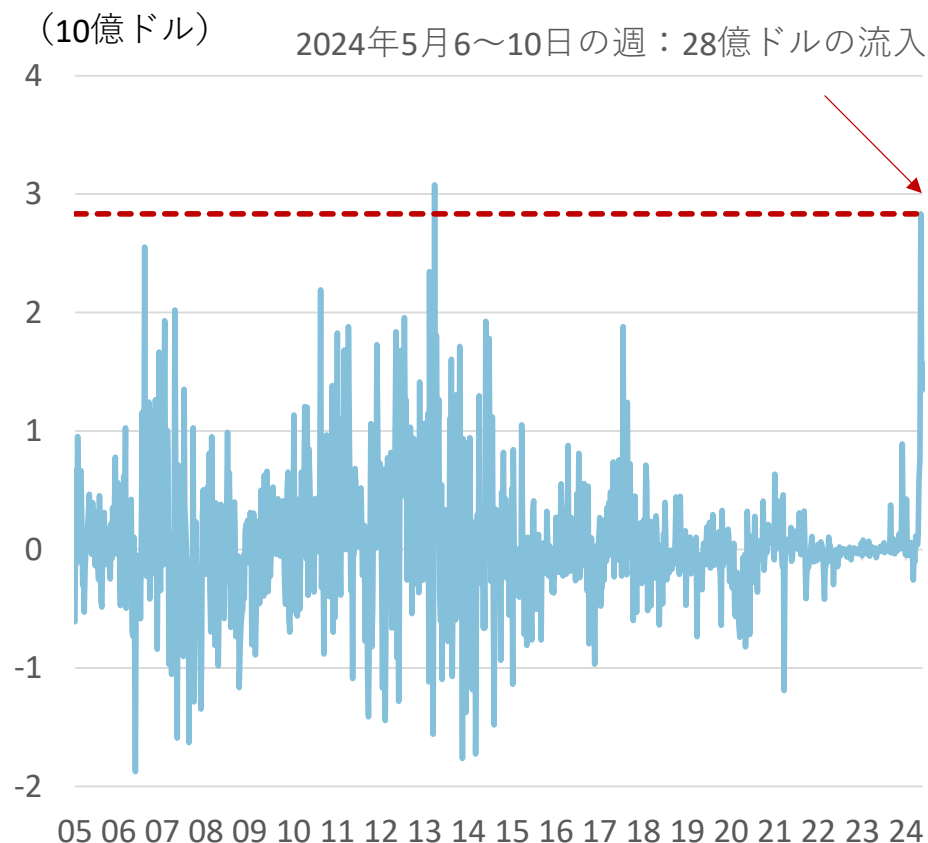
注：構成比は2023年の名目GDPで算出。

(出所：トルコ統計局、ブルームバーグ、みずほ)

インフレ抑制に向けたリスク要因として、トルコ中央銀行（CBRT）の高金利政策にも関わらずトルコの国内需要がなお強く、雇用も堅調なため、サービスインフレが十分に鈍化するかが不透明な点が挙げられる。

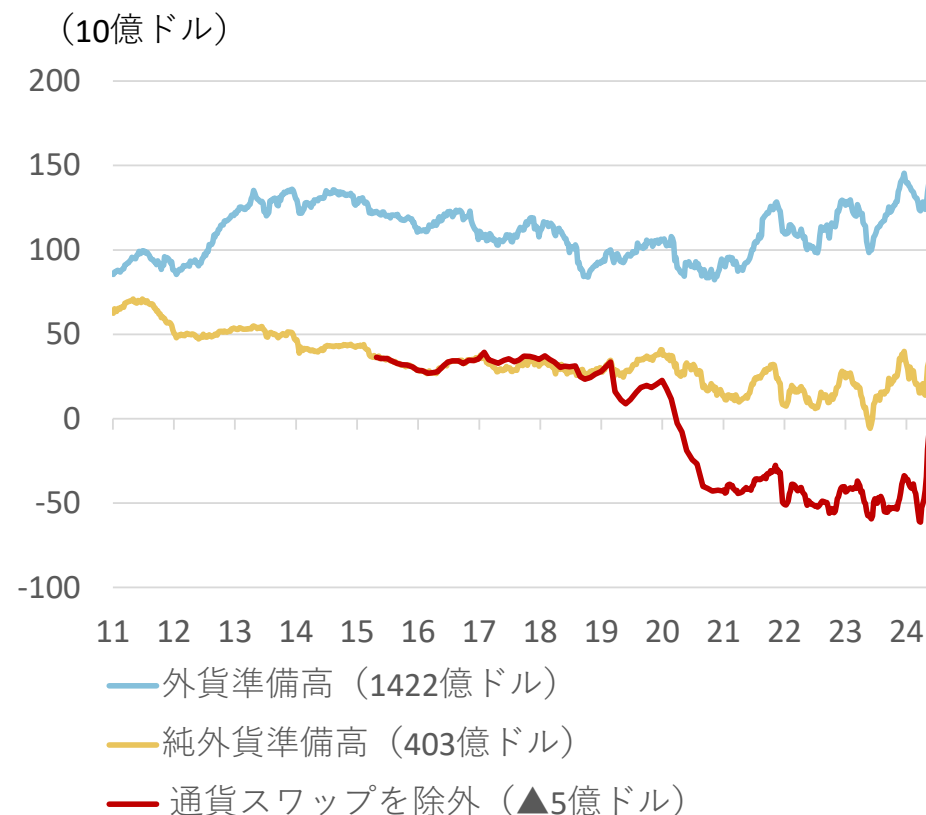
トルコ中銀は急激な資金流入を外貨準備の積み増しの好機と捉えている模様

トルコ政府国内発行債券への海外からの資金フロー



(出所：トルコ中央銀行、マクロボンド、みずほ)

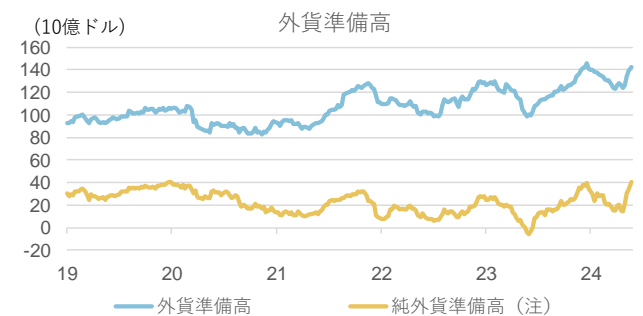
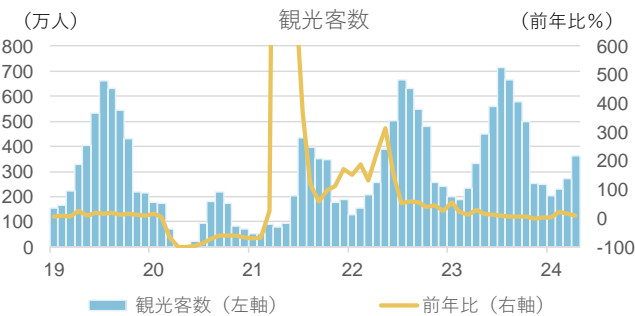
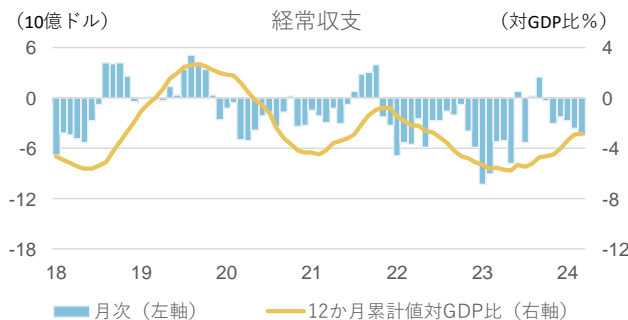
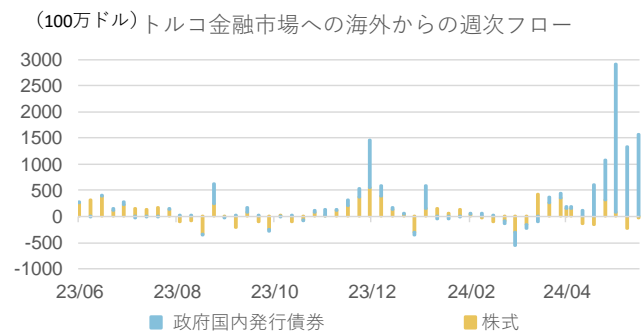
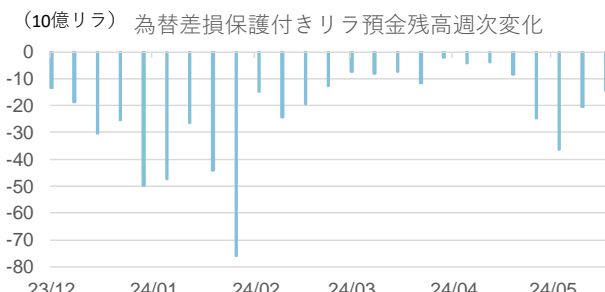
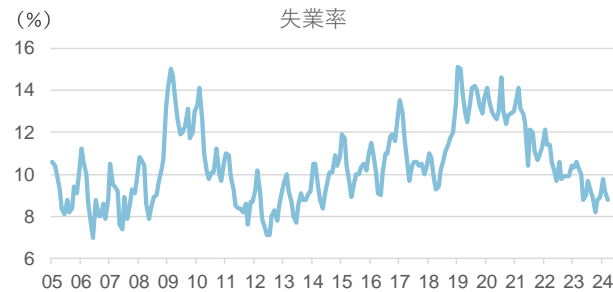
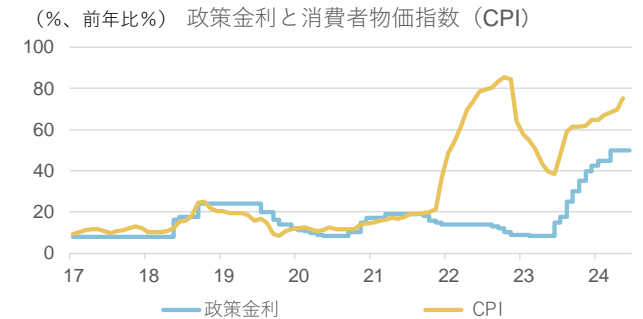
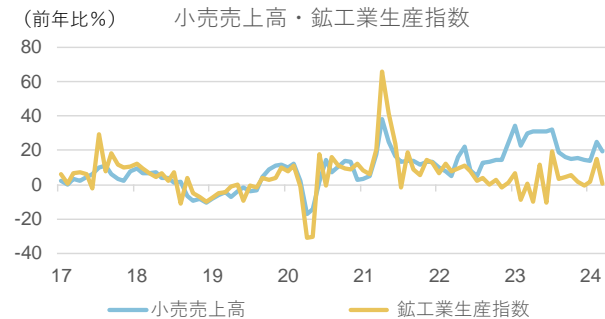
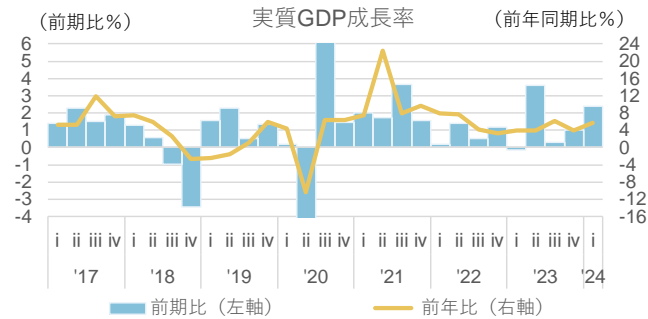
外貨準備高 (2024年5月20日時点)



(出所：トルコ中央銀行、マクロボンド、みずほ)

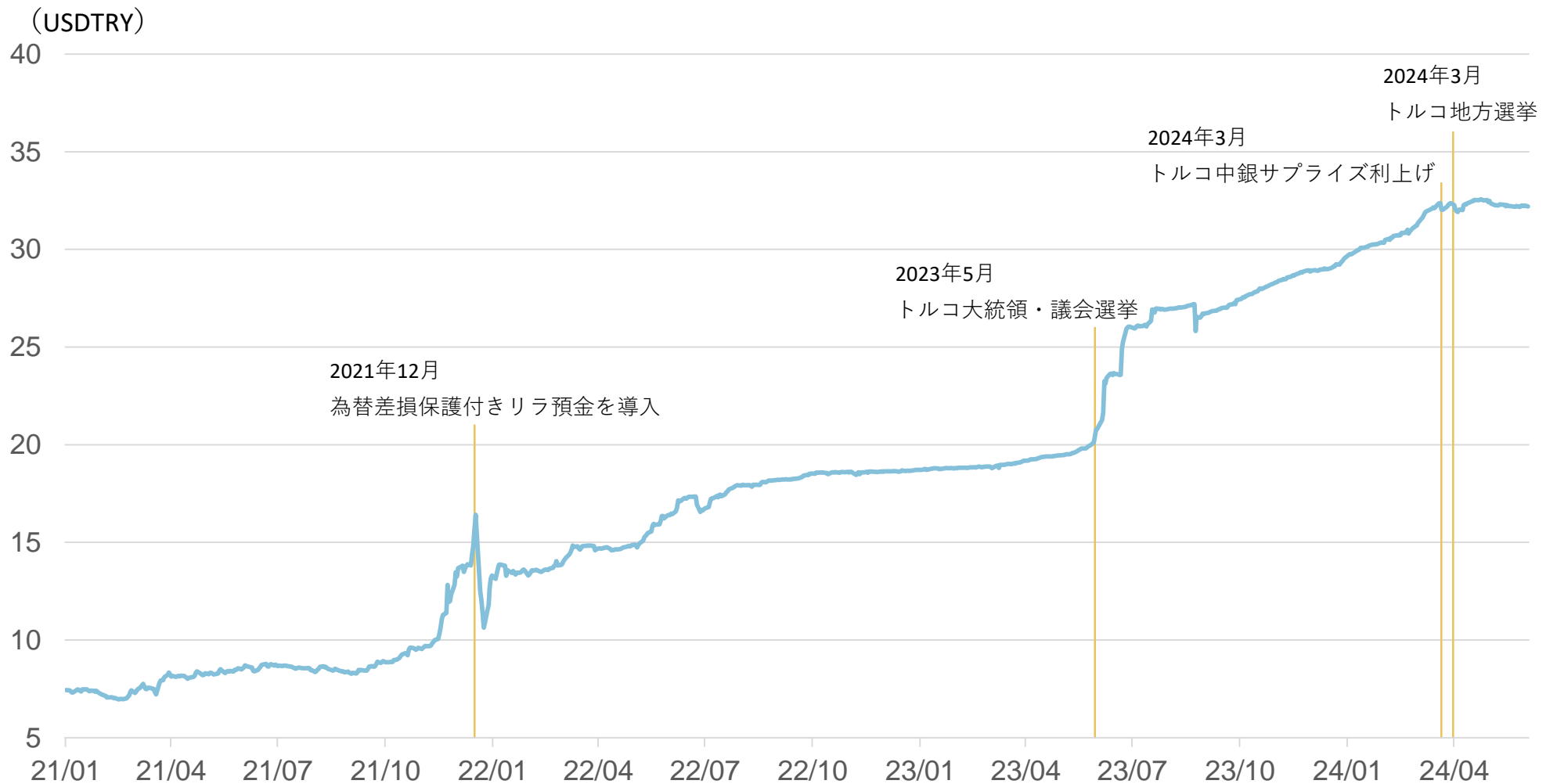
トルコ中銀（CBRT）のデータによると、外国人投資家は5月6日～10日までの1週間でリラ建て国債を28億ドル買い越した。その後も2週にわたり毎週10億ドル超の資金流入が見られている。CBRTはこうした資金流入の拡大を、外貨準備積み増しの好機ととらえている模様であり、CBRTに国内の金融機関から預け入れられた金・外貨や各国中銀との通貨スワップ等を除いたネットの外貨準備はマイナスの状況が解消に向かっている。

トルコ 主要経済指標



注：純外貨準備は市中の銀行からトルコ中央銀行が借り入れた外貨や金を除いたもの。
(出所：トルコ中央銀行、トルコ統計局、ブルームバーグ、みずほ)

トルコリラ対ドルレート推移



トルコ・リラ中期見通し 金融市場に海外からの大規模な資金流入

トルコリラ（TRY） 対ドル・対円見通し（2024年5月末時点）

	Spot	2024 6月	9月	12月	2025 3月	6月
ドル／トルコリラ	32.25	32.0	31.5	31.0	30.5	30.0
トルコリラ／円	4.88	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3
ドル／円	157	158	156	158	159	160

注：ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2024年5月31日発行）より抜粋。

- 5月のTRYは4月末と比較して対ドルでほぼ横ばい圏の動き。リラは3月末の地方選挙以降、安定の度合いを強めつつある。
- トルコ中央銀行（CBRT）のデータによると、外国人投資家は5月6日～10日までの1週間でリラ建て国債を28億ドル買い越した。過去10年以上で最大の流入額を記録した。トルコのCPIインフレ率が今後、低下に向かうとの見方が市場でも広まっていることが背景にある。
- 急激な資金流入に比してリラの動きは限定的となったが、シムシェキ財務相は5月20日に、CBRTが外貨準備を積み上げるためにドルを購入したことで、リラの上昇が防がれていると説明している。同氏はCBRTが外貨を購入していなければ、リラの対ドルレートは30を下回っていたかもしれないと発言した。
- CBRTは5月23日、市場予想通り政策金利を2か月連続で50％で据え置いた。声明文では、「月次インフレの基調的なトレンドが有意かつ持続的に低下するまで」MPCは引き締め政策を維持すると改めて表明した。
- さらに、CBRTは会合日と同日、「マクロプルーデンスの枠組みと流動性措置に関するプレスリリース」を公表し、トルコリラ預金及び為替差損保護預金（KKM）に対する準備金比率を引き上げたほか、金融機関による外貨建て融資に対し月2％の伸び上限を導入すると発表している。CBRTの一連の措置は、政策金利を高水準に維持するとともに、流動性を抑制するための追加措置を講じることで、金融引き締め効果を高めようとする狙いがある。
- 今後、年後半から年末にかけては、CBRTの金融政策も「いつ利下げが行われるか」が焦点になると見られる。もっとも、CBRTの現在のタカ派姿勢を考慮すれば、早期利下げの可能性は低く、インフレ調整後で見た実質政策金利がプラス圏に浮上する公算が強まっており、TRYのサポート要因になると見込まれる。

Disclaimer

This presentation (the "Presentation") is given for general information purposes only and shall be kept strictly confidential by you, and shall only be used by you in connection with *[insert details of the Transaction]*. Until receipt of necessary internal approvals and until a definitive agreement is executed and delivered, there shall be no legal obligations of any kind whatsoever (other than those relating to confidentiality) owed by either party with respect to any of the material contained in the Presentation. All of the information contained in the Presentation is subject to further modification and any and all opinions, forecasts, projections or forward-looking statements contained herein shall not be relied upon as facts nor relied upon as any representation of future results which may materially vary from such opinions, forecasts, projections or forward-looking statements. In particular, no tax advice is given and you should ensure that you each seek your own tax advice.

You should obtain your own independent advice on the financial, legal, accounting, and tax aspects of any proposed solution outlined in this Presentation. You agree that you are not relying and will not rely on any communication (written or oral) of Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA), or Mizuho Securities USA Inc. or any company whose ultimate holding company is Mizuho Financial Group, Inc. (each a "Mizuho Group Company") as investment advice or as a recommendation to enter into any transaction, and that you are capable of assessing the merits of and understanding (on your own behalf or through independent professional advice), and should you enter into a definitive agreement with a Mizuho Group Company, you will do so because you understand and accept the terms and conditions and risks (including but not limited to economic, competitive, operation, financial, legal, accounting and tax risks) of such transaction. No Mizuho Group Company in any way warrants, represents, or guarantees the financial, accounting, legal or tax results of the transaction described in the Presentation nor does it hold itself out as a legal, tax or accounting advisor to any party.

With respect to derivative transactions, documents presented to you and our discussions with you present one or a few of the possible ways of using derivative products. You should only enter into a derivative transaction and the underlying documentation/contracts (collectively "derivative transaction") after you have obtained a sufficient understanding of the details and consequences (including potential gain and loss consequences) of entering into a derivative transaction. The actual conditions and terms of the derivative transaction that you enter into with a counterparty will be determined by prevailing market conditions at the time that you enter into the derivative transaction with that counterparty. Consequently, you should carefully review the specific terms and conditions of your derivative transaction at that time. You agree that the final decision to enter into a derivative transaction is solely yours and such decision was made solely at your discretion after you had independently evaluated all the risks and benefits associated with the derivative transaction. For derivative transactions where you may have a right or option to make a choice, your ability to exercise your right or option is for a limited time period only. If you choose to terminate or cancel a derivative transaction early, you may be required to pay a derivatives transaction termination payment to the counterparty. In the event that the creditworthiness of your counterparty under the derivative transaction deteriorates, a possibility exists that you may not attain the financial effect that you may have originally intended to achieve at the time that you entered into the derivative transaction, and that you may incur an expense/loss.

When entering into a contingent convertible transaction, you should be aware of and have a sufficient understanding of the Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015, published in June 2015 by the FCA, which took effect from 1 October 2015 in relation to contingent convertible instruments (the "PI Instrument").

Nothing contained herein is in any way intended by any Mizuho Group Company to offer, solicit and/or market any security, securities-related product or other financial instrument which such Mizuho Group Company is otherwise prohibited by United Kingdom, U.S., Japanese or any other applicable laws, regulations, or guidelines from offering, soliciting, or marketing.

Any tax aspects of this proposed financial solution are non-confidential, and you may disclose any such aspect(s) of the transaction described in the Presentation to any and all persons without limitation. In particular, in the case of the United States, to ensure compliance with Internal Revenue Service Circular 230, prospective investors are hereby notified that: (A) any discussion of U.S. Federal tax issues contained or referred to in the Information book or any document referred to herein is not intended or written to be used, and cannot be used, by prospective investors to avoid penalties that may be imposed on them under the United States Internal Revenue code of 1986, as amended (the "Code"); (B) such discussions are written for use in connection with the promotion or marketing of the transactions or matter addressed herein; and (C) prospective investors should seek advice on their particular circumstances from an independent tax advisor.

A Mizuho Group Company may have acted as underwriter, agent, placement agent, initial purchaser or dealer, lender on instruments discussed in the Presentation, may have provided related derivative instruments, or other related commercial or investment banking services. A Mizuho Group Company or its employees may have short or long positions or act as principal or agent in any securities mentioned herein, or enter into derivative transactions relating thereto or perform financial or advisory services for the issuers of those securities or financial instruments.

The reference throughout this Presentation to "Mizuho" is a generic reference to one or more Mizuho Group Companies. Accordingly, the legal entity which may enter into any transaction or provide any service described in the Presentation may, at the option of one or more Mizuho Group companies and subject to any legal/regulatory requirement, be any one or more Mizuho Group Companies, such as Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA) acting as agent for Mizuho Bank, Ltd., or Mizuho Securities USA Inc. (which is a registered US broker-dealer and the entity through which Mizuho generally conducts its investment banking, capital markets, and securities business in the United States), provided that such Mizuho Group Company is permitted and, if required, appropriately licensed and/or registered to engage in such activities in accordance with applicable laws, rules and regulations.

As previously notified and explained, and unless and until you notify the relevant Mizuho Group Company to the contrary, any non-public information provided by you to any Mizuho Group Company will be maintained in accordance with its internal policies and will be shared with other Mizuho Group Companies to the extent deemed necessary by such Mizuho Group Company to consummate the transaction or provide the product or service described in the Presentation. The interpretation of the Presentation shall, to the extent appropriate, be governed by English law and subject to the jurisdiction of the English courts.

The email addresses of Mizuho staff indicate by which entity they are employed: (i) [name]@mhcb.co.uk indicates Mizuho Bank, Ltd.; (ii) [name]@us.mizuho-sc.com indicates Mizuho Securities USA; and (iii) [name]@uk.mizuho-sc.com indicates Mizuho International plc; and (iv) [name]@mizuhocbus.com indicates Mizuho Bank (USA).

Mizuho Bank, Ltd., is authorised and regulated by the Financial Services Agency of Japan.

Mizuho Bank, Ltd., London Branch, is authorised by the Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available upon request. [Any eligible deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch are protected up to a total of £85,000 by the Financial Services Compensation Scheme, the UK's deposit protection scheme. This limit is applied to the total of any eligible deposit accounts with Mizuho Bank, Ltd., London Branch. Any total deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch above the £85,000 limit are not covered. For further information about your rights under the FSCS please visit <http://www.fscs.org.uk>.](#)

Mizuho International plc is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority.