

トルコ為替週報

2021年12月21日 | みずほ銀行欧州資金部

＜過去1週間の動き＞

(12月14日～12月20日)

USD/TRY: 14.1500～18.4000

TRY/JPY: 6.18～8.02 (参照値)

過去1週間のトルコ・リラ相場は、想定外的大幅続落後、他に例を見ない暴騰。20日までの下落幅は5営業日で、一時、25.9%(対ドル)、24.7%(対円)に及んだ(13日終値→20日安値)。この間、トルコ金融資産市場で起きた注目すべき出来事に、現地株の急落があっただろう。9月以降のリラ急落にもかかわらず、イスタンブール100種指数は、リラ建てで見ると+60%を超える急上昇を続けていた。それが17日に2400を上抜けた直後、ストップ安をつけながら急反落。同株価指数の急落は週明け20日も続いた。並行して、リラも急落。17日には対ドルで一時17を割り込み、こももて5度目の為替介入(トルコ中銀によるリラ買い介入)を見た。17日のリラ急落は、現地株を手放した非居住者投資家が、同時にリラも売却した可能性が考えられたが(後述)、それが事実と仮定して、現地株を手放した理由については、確かなことはわからなかった。20日の現地株、リラ続落は、エルドアン大統領の週末(19日)の発言、「利下げ以外の決断を私から期待するな」「私は(高利貸しを禁じた)イスラムの教えに則って振舞っている」と、16日のトルコ中銀の示唆に反して、もう一段の追加利下げの必要を表明したことを材料視したと考えることができた。その後もエルドアン大統領は、「輸出業者に対する為替レートは中銀が決定する」などと資本規制導入紛いと取れる発言を繰り返し、リラは対ドルで18を割り込むまで続落した。その後のリラ急反発(注1)の背景には、政府によるリラ預金奨励策が奏功した可能性が考えられた。エルドアン大統領は、リラ預金から得られる収益が、リラ安により、仮にドルなどのハードカレンシーで運用した場合の収益を下回った場合、政府がその差額(評価損)を補填すると発表した。これは、潜在的に、純粋にリラだけを必要とする財政出動策と言え外貨準備を消耗せずにリラ安を抑制する効果が期待できる。更にこれでリラ安が抑制できるのであれば、実際に財政を投入する必要も避けられることになる。

＜過去1週間に発表された主要経済指標等＞

月日	GMT	指標	期間	発表	予想*	前回
12/15	8:00	財政収支(TRY)	11月	+32.0bn		-17.4bn
12/16	11:00	1週間物レボ金利		14.00%	14.00%	15.00%

(*予想はブルームバーグ社予想中心値)

＜向こう3週間の見通し＞

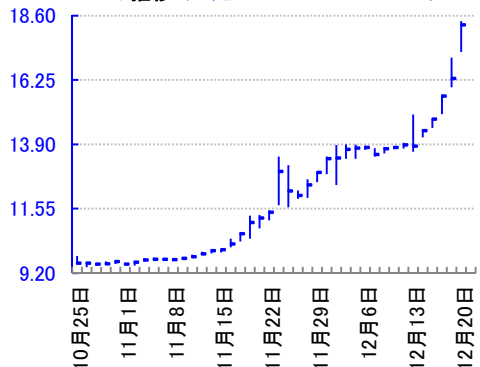
(12月21日～1月10日)

USD/TRY: 12.000～17.500

TRY/JPY: 7.00～9.40

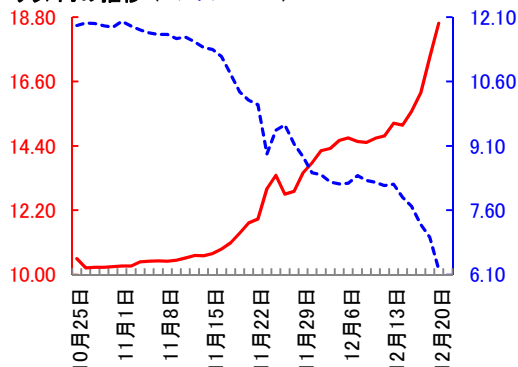
向こう3週間のトルコ・リラ相場は、反落を中心に予想。目の前で確かにリラは急反発しているが、もはや法定通貨としての体をなしていない。20日のリラ安抑制策は、外貨準備の投入を必要としないが、それが望むような効果を挙げるためには、①居住者(トルコ人)がトルコ政府を信頼し、保有外貨預金のリラ預金への乗り換えを進める必要がある。また、仮にトルコ当局が財政バラマキを単に丸呑みするのではなく、経済理論に基づきリラ安に備えるのであれば、NDFなどを使ってヘッジをかける必要が生じるはずだが(注2)、②トルコ中銀、トルコ国営銀などに対して十分なNDFの流動性を提供する(信用リスクを取る)金融機関が見つかるか否かも、現時点で定かでない。①、②の見極めに、この時期、少なくとも数週間を要すると仮定した上で、当面のリラの売り手として注目すべきはトルコ株式市場から資金を流出させる非居住者投資家ではないか。上述の通り、仮に非居住者投資家がトルコ株に見切りをつけたのだとしたら、突然の変心の理由は定かでないし、株の決済日(2日後)と為替のそれ(翌日)の資金ギャップ(注3)をどうやって埋めたかもわからない。ひとつだけ確かなのは、12月10日時点で既に500億リラを割り込んでいた非居住者のトルコ国債保有と、未だ2,700億リラを超えていた同トルコ株保有者とは、本格的な売り手に回った時のリラ為替へのインパクトは必然的に異なること。これで非居住者によるトルコ株投資の撤退が一巡してしまえば、リラの主な売り手の一角がいなくなることになる。そのことは、ある意味、エルドアン大統領が目指している「外資によるトルコ攻撃(リラ売り)を防ぐこと」にはなるだろう。ただし、その見返りに失うのは、外資誘導に伴う高技術と高成長のはずで、ひと度逃げ出し

USD/TRYの推移(日足/ロンドン 7:00～17:00)



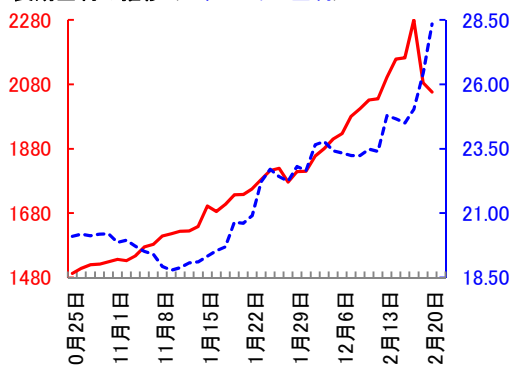
バスケット/リラの推移(トルコ中銀公示)

リラ/円の推移(ロンドン 17:00)



株式市場の推移(ISE 100種指数)

長期金利の推移(5年スワップ金利)



(資料: トルコ中銀/トムソンロイター/ブルームバーグ)

トルコ関係主要経済指標

1週間物レボ金利		14.00%
成長率(GDP/前年比)	Q3	+7.4%
失業率	10月	11.2%
消費者物価(前年比)	11月	+31.31%
鉱工業生産(前年比)	10月	+8.5%
小売売上高(前年比)	10月	+15.2%
貿易収支(USD)	10月	-1.44bn
経常収支(USD)	10月	+3.16bn

＜お知らせ＞

筆者休暇、英休日のため次回の「トルコ為替週報」発行は1月11日を予定しております。ご迷惑をお掛けしますがよろしくご諒承ください。今年1年大変お世話になりました。このような状況で一旦筆を置くのは心残りもありますが、皆さんがよい新年をお迎えすることを心より祈念いたします。

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。

トルコ為替週報

2021 年 12 月 21 日 | みずほ銀行欧州資金部

た投資が、再び流入するまでには、(いずれ政権交代を経たとしても)長い年月を要することになる。一部で観測されるように、近い将来、エルドアン大統領が方向転換し、大幅利上げを許したとしても、同大統領がその地位にいる限り、過去 3 年繰り返してきた「失敗」が今一度繰り返されるだけのことであろう。ならばいっそのこと、国を挙げての「実験」をとことん追及した方が「(結果の如何にかかわらず)すっきりする」と考えることはできる。ただし、そこに、実際に生活を営んでいる人々がおり、物価上昇や購買力の低下に苛まれる可能性があるのであれば、その「実験」の成算を現時点でとことん検証することは、為政者にとって絶対必要な責務と言えるのではない。エルドアン大統領周辺の狙いを推測するに、景気浮揚策の主眼は、信用拡大による消費刺激と、リラ安による輸出競争力の強化にあるものと思われる。そのために予想される、資金余剰(需給の歪み)によるインフレやリラ安による購買力低下と輸入物価上昇には目をつぶる選択をしたのであろう。その上で、一定以上の資産を保有する中所得以上の家計には、ある程度、金、外貨、不動産などを使った(インフレとリラ安に対する)資産保全に目をつぶり、一方で、「稼いだそばから生活費で消えていく＝資産形成する余裕がない」低所得層は財政支援で救うという組み合わせの戦略と思われる。エルドアン大統領が 16 日発表した 2022 年最低賃金の 50%引き上げや、20 日に示唆された、月収 4,250 リラ以下の低所得層に対する所得税控除などは、後者の戦略の最たるものと言える。その財政支援を可能にしているのは、現時点で、比較的健全なトルコ財政にある。トルコの累積総債務は、今年末の時点で GDP 比 37.8%と予想されており(IMF 推計)、南ア(同 68.8%)、独(同 72.5%)などとの比較で明らかに「健全」には違いない。ただし、どんな政策にも、狙った効果に、望ましくない副作用は伴うもので、例えば最低賃金大幅引き上げは、単位労働コストを引き上げる結果、生産者の目線でも価格押し上げ要因だし、消費者の購買力押し上げという意味でも物価押し上げ要因。また、トルコ財政が現在まで比較的健全だった要因に、財政政策当局者の「良識」を挙げるのは正当な評価とも言えようが、同時にまた、「そうせざるを得なかった」事情も大きくある。トルコの調達金利は、10 年物リラ建國債で、近年、10%台前半～半ばを推移していたが、それがここも 22%前後まで上昇してきている。つまり、トルコの場合(注 4)、財政赤字拡大は、国債費(利払い負担)増大という形で、急速な財政悪化を招きかねない構図にある。ここまで考えれば、エルドアン大統領周辺が「時間との競争」をしている事実がはっきりと浮かび上がるのではない。取りも直さず、それは、2023 年春までに予定される総選挙/大統領選挙(注 5)までを乗り切るため戦略で、その選挙を乗り切る(政権を維持する)ことさえできれば、その時点で積みあがった債務(利払い)も、高インフレも、リラの大幅減価も、外資流入の途絶も、「あとのことはその時になって考える」という戦略の可能性が高いのではない。斯様に現在のトルコでは、あちこちに「継ぎ」を当てて、その場を凌ぐかの政策が目につく。例えば、トルコ検察当局は、15 日、51 容疑者(社)に対して、自動車(中古車)の「買いだめ」容疑で逮捕状を発行した。それに先駆け 10 日には、現地報が「在庫積み上げを罰する新法を制定」「(懲罰適用の)基準は収益とする」と観測していたが、ネバティ新財務相は、12 日に現地企業団体と面談し、「市場原理を尊重する」と約束したばかりだった。確かに、世間で物資が困窮し、不足した物資を買い占めて在庫を積み上げ、一段の値上りを待つような行為は、道徳的に問題もあろうかと思われる。しかし、道徳的な問題と、市場原理との線をどこに引くかは、非常に難しい問題ではなからうか。例えば、目端の利く中古車業者が中古車不足に着目し、八方手を尽くして在庫(商品)をかき集め、それを売却して大きな利益を上げたら、不当な利益のために物価を引き上げた咎で、新法で罰せられるというのであれば、なんとも悲しいことではなからうか。

<向こう 3 週間に発表予定の主要経済指標等>

月日	GMT	指標	期間	発表	予想*	前回
12/24	8:00	外国人観光客(前年比)	11 月			+99.3%
12/27	7:00	設備稼働率	12 月			78.1%
12/31	7:00	貿易収支(USD)	11 月		-5.30bn	-1.44bn
1/3	7:00	CPI(前年比)	12 月		+26.5%	+21.31%
1/10	7:00	失業率	11 月			11.2%

(*予想はブルームバーグ社予想中心値)

(注 1) 欧州市場引け後、時間外取引で、13.7500 までの急騰(対ドル)、その後しばらく、15 近辺の水準を推移、更に 12.000 までもう一段の急騰、ロンドン時間の 20 日 24:00 過ぎの時点で、13 台半ばの水準を推移している

(注 2) インドネシアやメキシコなどで、同様の政策で本国通貨安抑制に成功した前例があるという

(注 3) 仮に、トルコ株を売却したその日に、為替市場でもリラを売却した場合、為替分のリラ売りは翌営業日に発生することになり、トルコ株売却代金のリラが入金される 2 営業日後まで、リラ売り(赤残)をファイナンスする必要がある。通常、この手続きは、ドル/リラの売って買い(翌営業日のリラ買いと 2 営業日のリラ売り)という為替フォワード取引=実質的なリラ借入でまかなうことになるが、トルコ銀行当局は、19 年 3 月来、オフショア市場におけるこの為替フォワード取引を厳しく制限してきており、非居住者のリラ借入を実施的にほぼ不可能にしていた

(注 4) ゼロ金利、マイナス金利で、借金を積み上げることに「無自覚」「無頓着」になりがちな一部先進国の為政者達とは異なり

(注 5) エルドアン大統領は「2023 年 6 月」実施を繰り返し確認しているものの、前倒しの可能性を見込む向きは現時点でも少なからずあるし、例えば「非常事態宣言」発令などにより、先送りにされる可能性ですら考えられていないわけではない

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。