

トルコ・リラ為替週報

2024年1月9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 年末年始の動向と展望

<過去の動き> (12月12日～1月8日)

USD/TRY: 28.8942～29.9171

TRY/JPY: 4.74～5.04 (参照値)

<向こう1週間の見通し>

USD/TRY: 29.8～30.20

TRY/JPY: 4.60～4.90

(1月9日～1月15日)

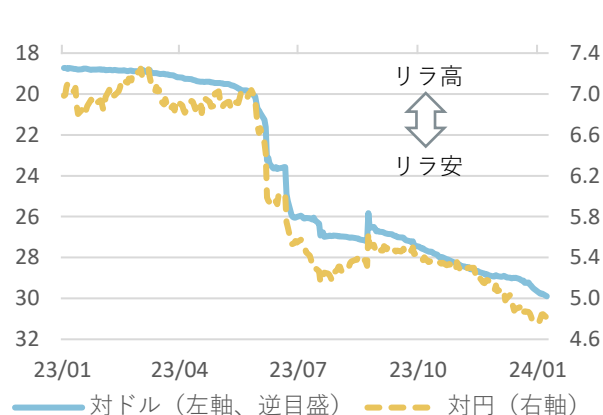
<過去1週間の動向と展望・・・下落継続も、安定化の兆し>

年末年始のトルコリラ相場は対ドル29.0前後から節目の対ドル30.0近くまで下落する軟調な展開が続いた。**トルコ中央銀行**は12月21日の会合で政策金利を2.5%ポイント引き上げ42.5%としたが、リラを買い戻す動きは今回も見られなかった。声明文における「金融政策決定委員会は、可能な限り早期に、金融引き締めを完了することを予想している」という文言から、次回1月25日の会合で利上げ局面を終了させる可能性が高いという見方が広まったことが一因であろう。政策金利は45.0%まで引き上げられる見込みだが、賃金の上昇や、CPIの高止まりを背景に、実質政策金利のマイナスが当面は継続する公算が大きい。

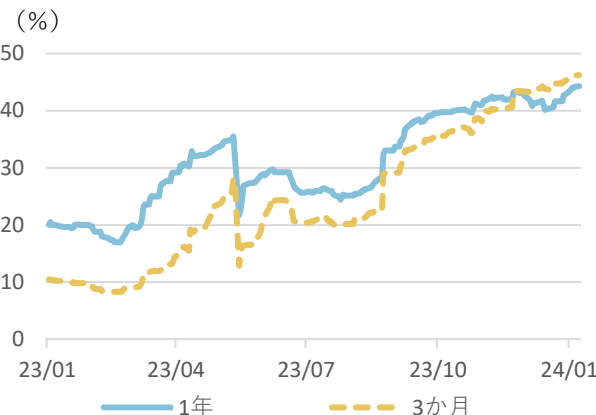
もっとも、1月初めに発表された**最低賃金**の引き上げ率（49%）や、**12月CPI**（前年同月比+64.8%）はもちろん、インフレ抑制に向けて楽観視できるような数値ではないものの、指標を詳細に見れば、徐々に物価上昇圧力が弱まる兆候も表れている。マーケットのトルコ金融市場に対するスタンスの変化が見られる可能性を意識する必要がある、という従来からの主張に変更はない。

今後の予定では1月12日に大手格付会社**Moody's**がトルコ国債の格付け評価を発表予定である。実際のアクションは24年24年3月に控える地方選挙を待ってから、となる公算が大きいと見ているが、Moody'sは2023年9月、総選挙後の政策転換は、格付けにとってポジティブという見方を示しており、今回、より前向きな見解が示されるかが注目される。

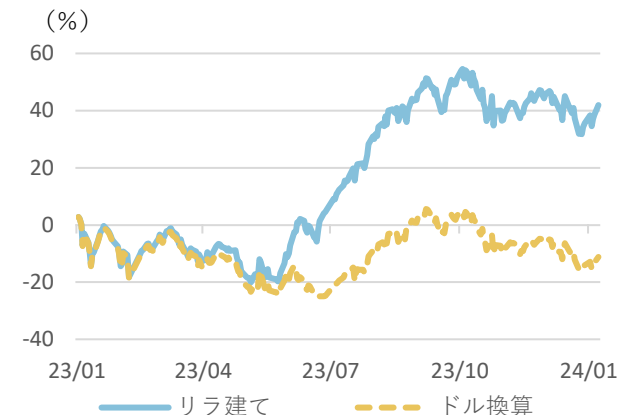
トルコ・リラ相場（日足、ロンドン終値ベース）



OISスワップ金利

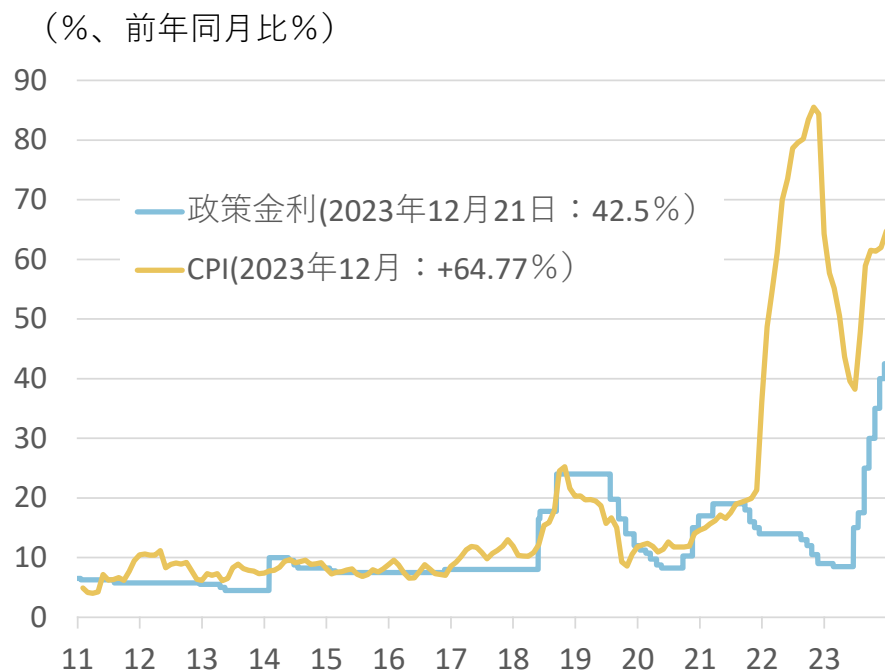


株価（イスタンブール100種 年間騰落率）



トルコ中銀は25bpの追加利上げを実施し、次回会合での利上げ打ち止めを示唆

トルコ中央銀行 政策金利とCPI



(出所：トルコ統計局、ブルームバーグ、みずほ)

12月会合 フォワードガイダンス

Assessing that monetary tightness is significantly close to the level required to establish the disinflation course, the Committee reduced the pace of monetary tightening.

The Committee anticipates to complete the tightening cycle **as soon as possible**. The monetary tightness will be maintained as long as needed to ensure sustained price stability.

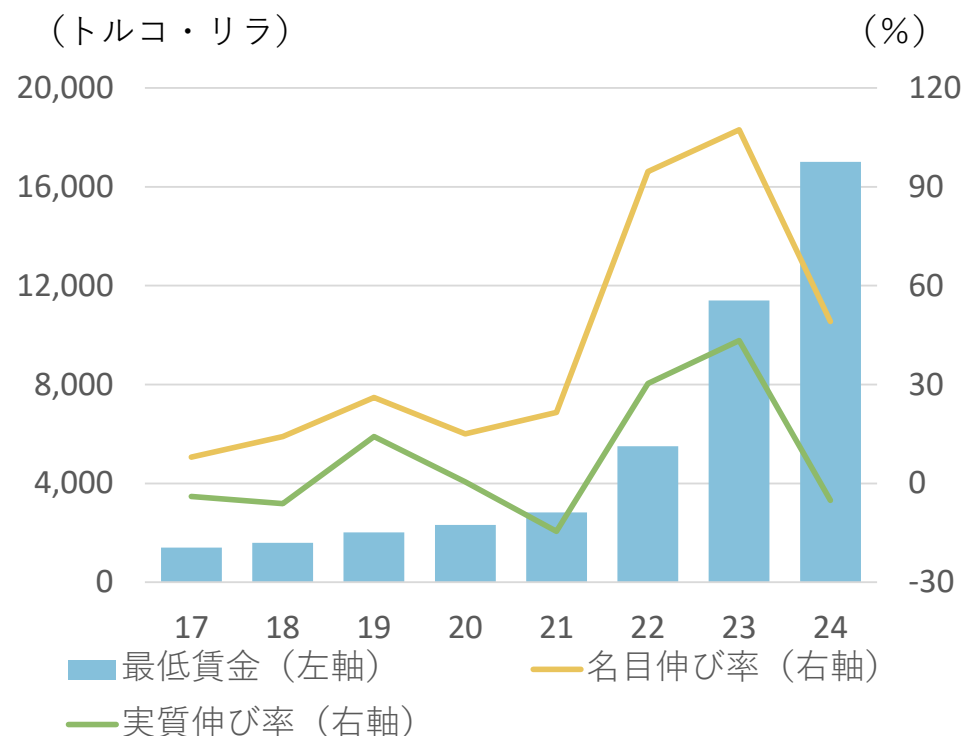
金融環境の引き締めは、デイスインフレを促すために必要となる水準に大きく近づいており、金融政策決定委員会は、金融引き締めのペースを鈍化させることを決定した。

金融政策決定委員会は、**可能な限り早期に**、金融引き締めを完了することを予想している。金融引き締めは、持続的な物価安定を確実なものとするため、必要な限り維持される。

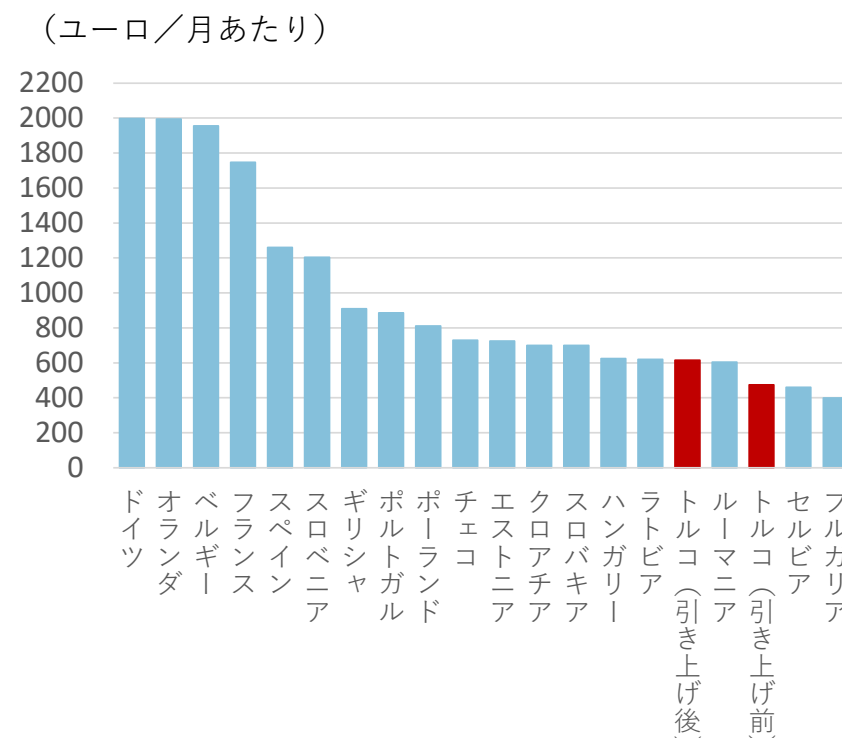
トルコ中央銀行は政策金利を2.5%ポイント引き上げ42.5%に。声明文では、次回1月25日の会合で2.5%の追加利上げを実施、政策金利を45.0%に引き上げたうえで今利上げ局面を終了させる可能性が高いことが示唆されている。

最低賃金を49%引き上げ

最低賃金の推移



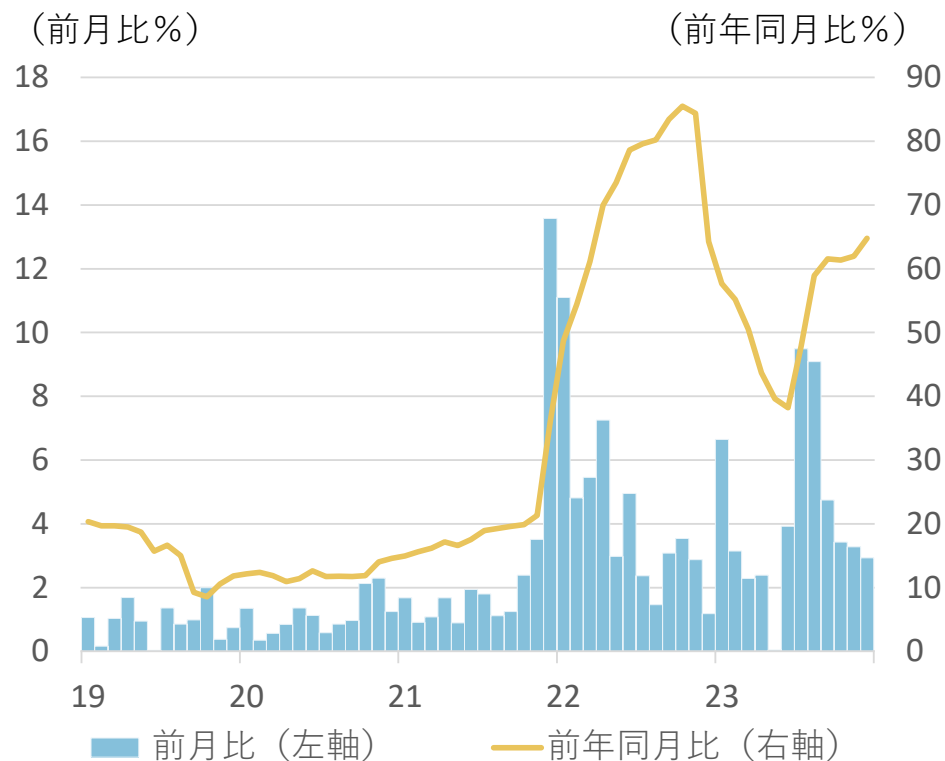
最低賃金 国際比較



トルコ政府は2024年1月以降の最低賃金（社会保険料を除く）は月17,002リラ（約82,000円）と49%引き上げると発表。足元のインフレ率の高さ（12月CPIは前年同月比+64.8%）を考慮すれば、穏当な引き上げ幅であり、トルコ中銀のインフレ抑制にむけた取り組みを阻害するものではないだろう。ただし、一部の労働組合はより高い賃上げ率を要求していたとされ、2024年3月の地方選挙に与える影響は意識する必要がある。

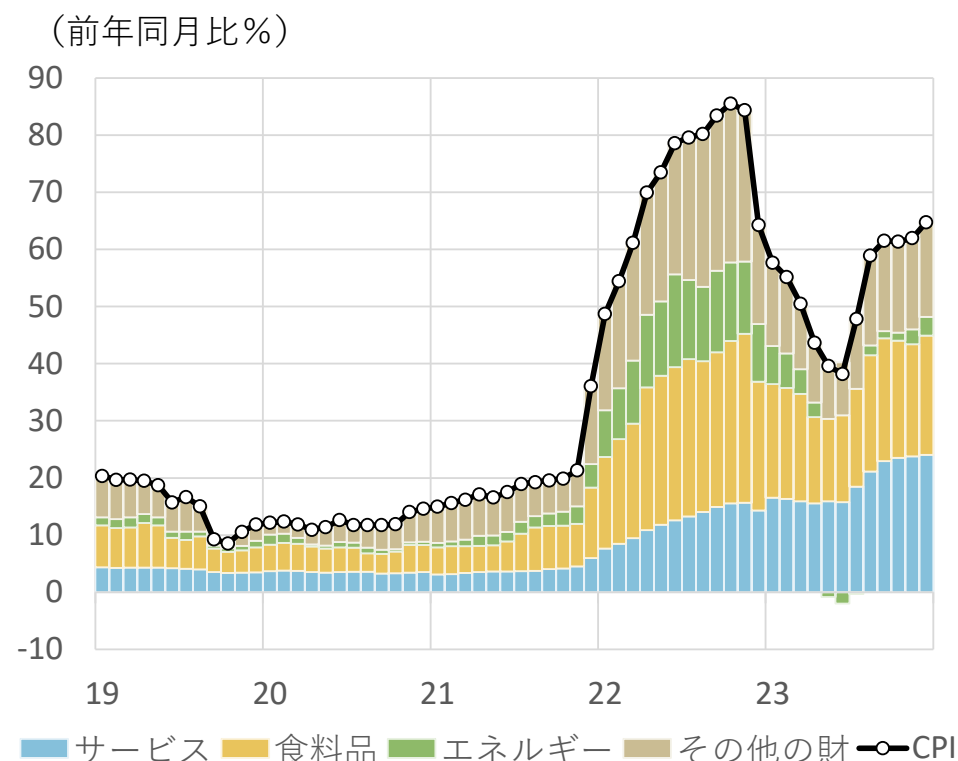
12月CPIは前年同月比+64.8%と、11月の同+62.0%から伸びが加速

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前年比伸び率 寄与度分解

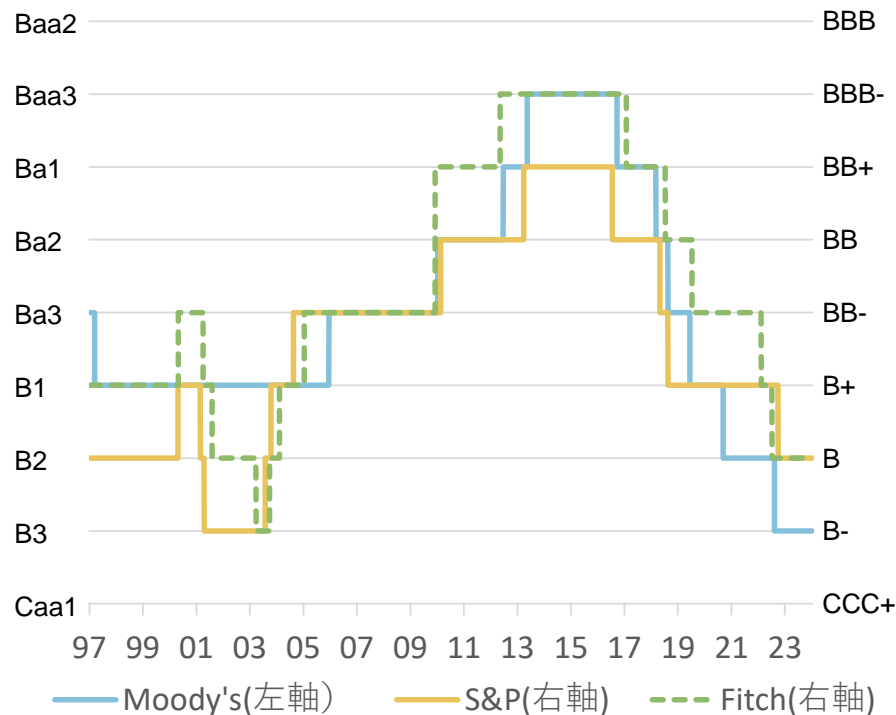


（出所：トルコ統計局、ブルームバーグ、みずほ）

12月CPIは前年同月比+64.8%と、11月の同+62.0%から伸びが加速した。中でもホテルやレストランなど、賃金上昇の影響を受けやすいサービス価格の伸びが目立つ。前回の最低賃金の大幅引き上げが2023年7月に実施されたことを考慮すれば、少なくとも2024年前半は前年比で見たCPIの高い伸びが継続する公算が大きい。一方、CPIの前月比の伸び率は5か月連続で減速しており、物価上昇圧力が弱まる兆候も徐々に表れている。

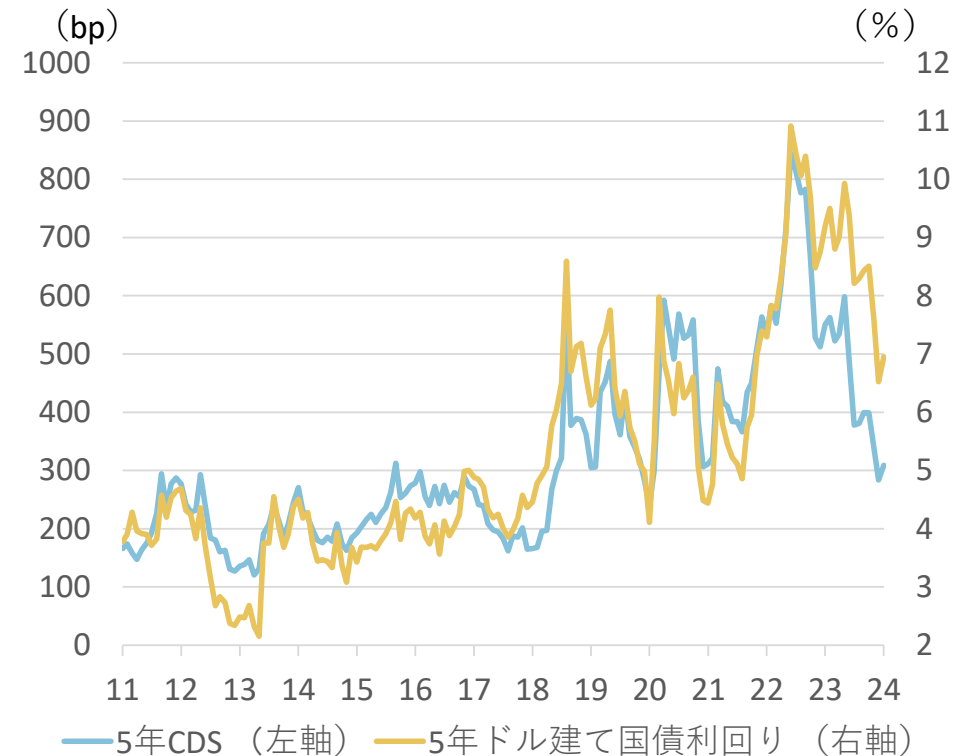
Moody'sは1月12日にトルコ国債の格付け評価を発表予定

トルコ国債 格付け推移



(出所：ブルームバーグ、みずほ)

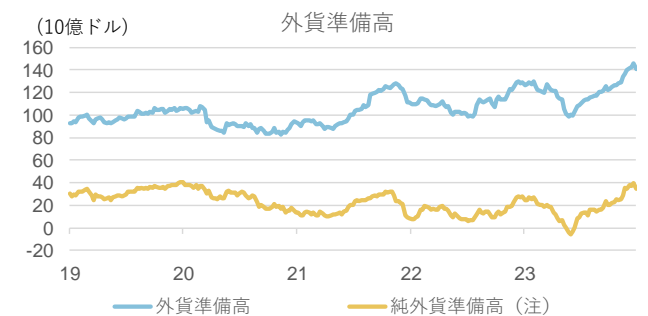
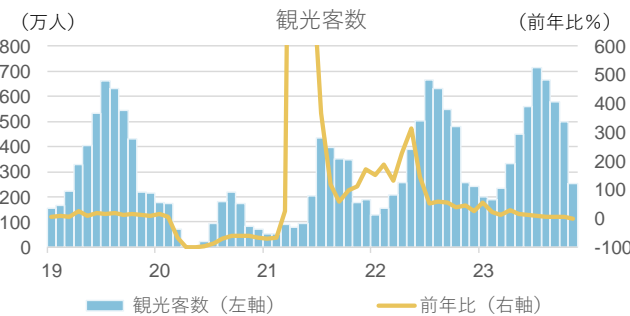
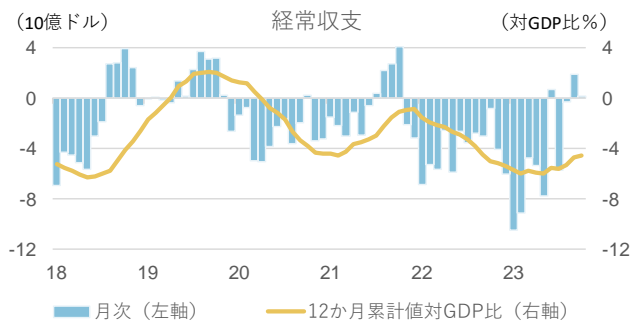
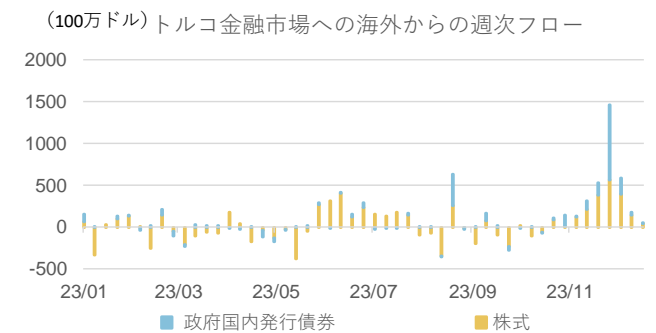
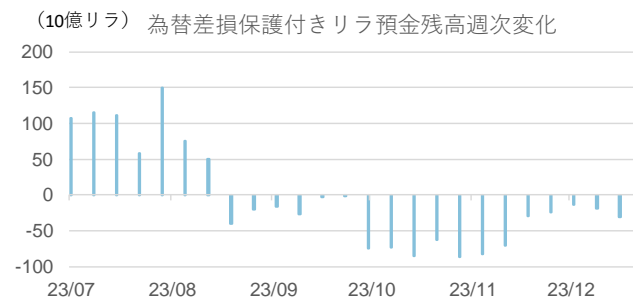
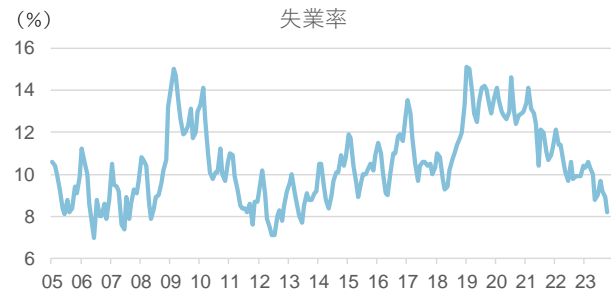
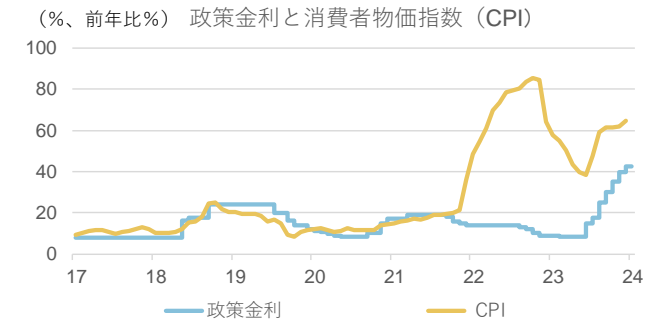
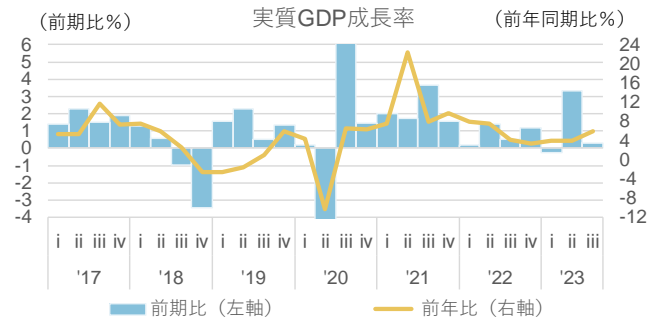
トルコ 5年CDSと5年ドル建て国債利回り



(出所：ブルームバーグ、みずほ)

現在、Moody'sは大手3社の中で最も低いシングルBマイナスをトルコ国債に付与しているが、2023年9月時点で総選挙後の政策転換は、格付けにとってポジティブという見方を示していた。今年3月の地方選挙までは様子見姿勢を継続すると思われるものの、実際に格付けが引き上げられればポジティブサプライズとなる。

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・リラ中期見通し 来年3月の地方選で不透明感が払拭されるかが焦点

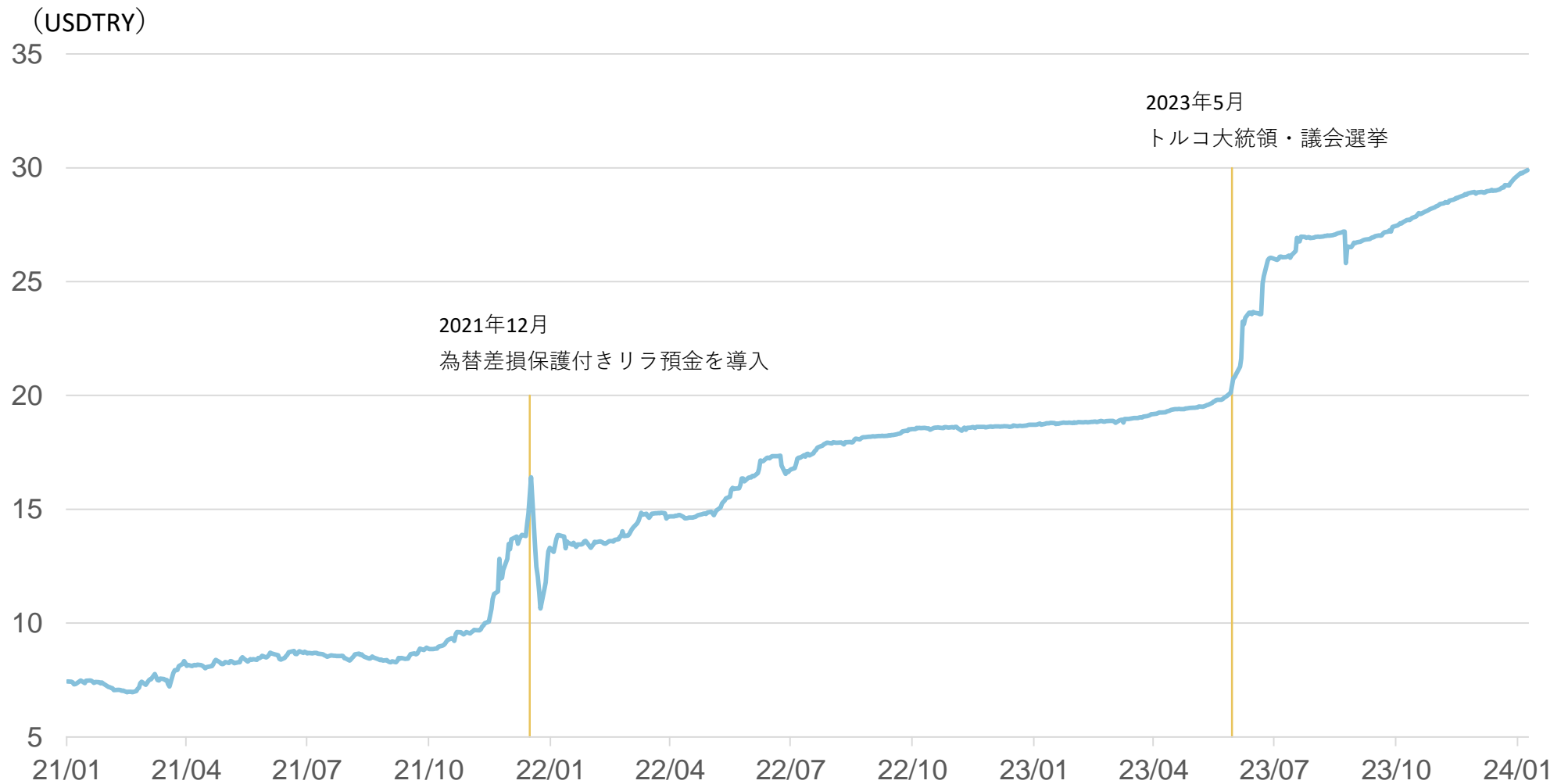
トルコリラ（TRY） 対ドル・対円見通し（2023年12月末時点）

	Spot	2024 3月	6月	9月	12月	2025 3月
ドル／トルコリラ	29.53	29.5	30.0	29.0	28.0	27.0
トルコリラ／円	4.79	4.7	4.6	4.7	4.8	5.0
ドル／円	141	139	137	135	134	135

注：ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2023年12月26日発行）より抜粋。

- 12月のTRYは初旬に対ドル29.0の節目を超えてリラ安・ドル高が進んだ後、TRY安がさらに加速するなど軟調な推移となった。21日、トルコ中央銀行（TCMB）は市場予想通り政策金利を+2.5%ポイント引き上げ42.5%とし、利上げ含みの姿勢を維持。主要中央銀行の利上げ局面が終了し、利下げへの転換が意識されるなかでのTCMBの追加利上げとなったものの、TRYを買い戻す動きは今回も見られなかった。TCMBによる「引き締めサイクルを可能な限り早期に終了させる」との姿勢に加え、24年に予想される最低賃金の引き上げとインフレ圧力の高まり、それに伴う実質政策金利の低まりが警戒されている。
- とはいえ、12月に発表された経済指標からは、TRYが安定化に向かう兆しがやや強まりつつあると判断される。2023年7～9月期実質GDP成長率は前年同期比+5.9%と4～6月期の同+3.9%および市場予想の同+5.3%を上回った。ヘッドラインの数値だけを見れば非常に堅調な結果だが、内訳を見ると、輸入の大幅な減速に伴う純輸出のマイナス幅の縮小が全体のGDPを押し上げた格好となっている。一方、トルコ経済の5割強を占める家計消費は4～6月期の前年同期比+15.4%から7～9月期には同+11.2%に、政府支出は4～6月期の前年同期比+6.1%から7～9月期には同+5.3%に減速した。
- 11月消費者物価指数（CPI）は前年同月比+61.98%と10月分の同+61.36%から加速。最大の要因は賃金上昇を反映しやすいサービス価格（ホテル・カフェ・レストランや医療・教育など）の上昇だ。一方、CPIおよびサービス価格の前月比で見た上昇率は4か月連続で減速しており、物価上昇圧力は和らぎつつある。
- 24年のTRY相場は、徐々に買い戻される展開を予測する。TRYは6月の利上げ開始から+34.00%もの大幅利上げにも関わらず下落が続いている状況だが、下落ペースは一段と緩やかとなりつつあり、TRYの下落を金利収益でカバーすることが期待しやすい環境になりつつある。こうしたキャリトレードの動きは、米金利を始めとする外部環境に左右される面が大きいほか、トルコ国内でも24年3月に控える地方選挙をはじめ、政治情勢・経済政策には依然として不透明感が残る状況だが、マーケットのトルコ金融市場に対するスタンスの変化が見られる可能性は意識する必要があるだろう。

トルコリラ対ドルレート推移



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.