

# トルコ・リラ為替週報

2024年2月27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>

(2月20日～2月26日)

USD/TRY: 30.4117～31.2823  
TRY/JPY: 4.80～4.94 (参照値)

<向こう1週間の見通し>

(2月27日～3月4日)

USD/TRY: 30.9～31.3  
TRY/JPY: 4.70～5.00

<過去1週間の動向と展望・・・トルコ中銀は2月22日の会合で政策金利を45.0%で据え置き。追加利上げに関する文言のトーンがやや強まる。>

過去1週間、トルコリラは**トルコ中央銀行（CBRT）の金融政策発表**後にいったん持ち直す場面も見られたが、その後は引き続きじりじりと対ドルで下落する展開が続いている。

CBRTは2月22日の会合で市場予想通り政策金利を45.00%で据え置いたが、声明文では、追加利上げに関する文言のトーンがやや強められたこと、「トルコリラの実質的な価値の上昇」がインフレ抑制にとって鍵となるとの見解が示されたことが注目される。カラハン新総裁のもと、前任のエルカン氏からの高金利政策を継承する姿勢が改めて示された格好だ。

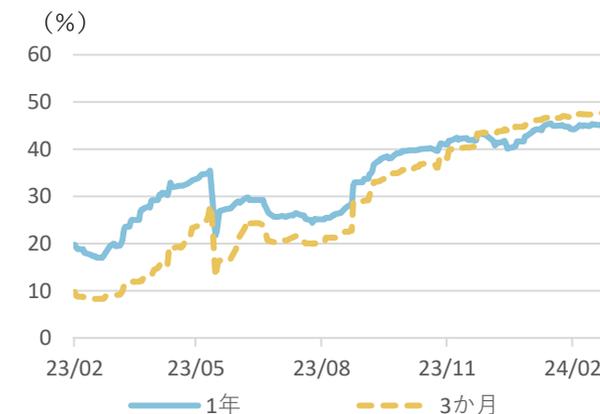
この他、CBRTは2024年2月26日に**商業用不動産の価格情報**の公表を開始している。商業用不動産は米国を中心に金融の安定性の重大なリスク要因として市場では意識されている。トルコ中銀による統計の公表開始は、あくまで経済のモニタリングの精度を高める目的で国際基準に沿って行われているものだが、トルコの不動産市場が、2021年から2023年前半にかけての「インフレ加速下での金融緩和」もあり急激な上昇を経験してきたことを考慮すれば、リスク要因の1つとして注目する必要があるだろう。

来週は2月29日に2023年10-12月期の実質GDP成長率、3月4日に2月CPIが公表される。

トルコ・リラ相場（日足、ロンドン終値ベース）

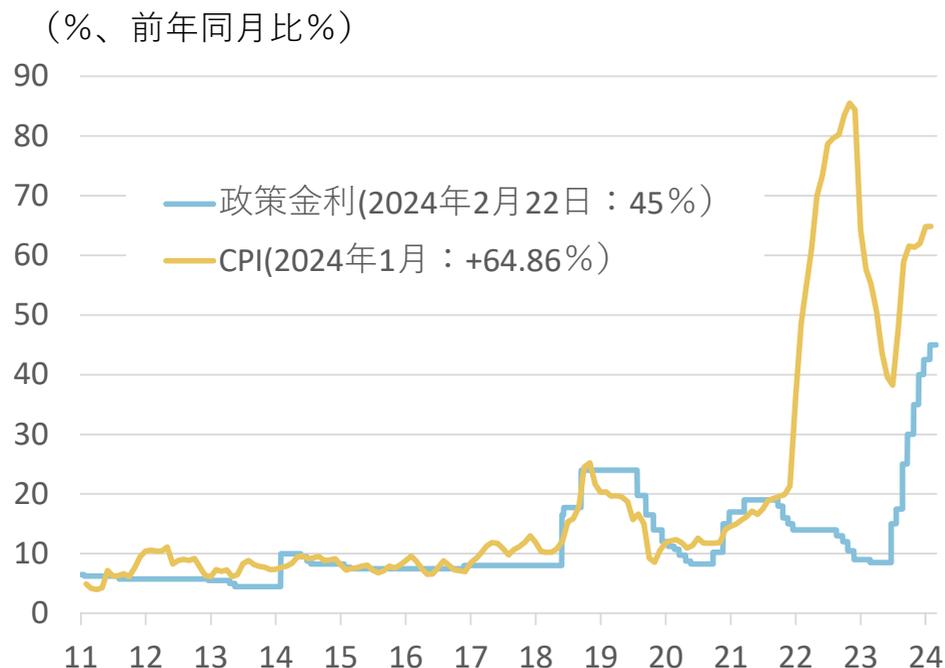
OISスワップ金利

株価（イスタンブール100種 年間騰落率）



# トルコ中央銀行は2月22日の会合で市場予想通り政策金利を45.00%で据え置き

## トルコ 政策金利と消費者物価指数（CPI）



(出所：トルコ統計局、ブルームバーグ、みずほ)

## トルコ中央銀行 2月会合の声明文

### インフレ評価（1月会合声明文の評価に追加された部分）

- 委員会は、インフレ期待と企業の価格決定行動が中銀見通しに沿ったものとなっているか、また、賃金上昇がインフレに与える影響を注視している（トルコでは2024年1月に最低賃金が49%引き上げられた）。

### 追加利上げの可能性に関する言及（1月会合との比較）

- インフレ見通しの大幅かつ持続的な悪化が予想される場合には、金融政策スタンスを引き締める。  
(2月22日会合声明文)
- インフレ見通しに対する顕著で持続的なリスクが浮上すれば、金融政策スタンスを再評価する。  
(1月25日会合声明文)

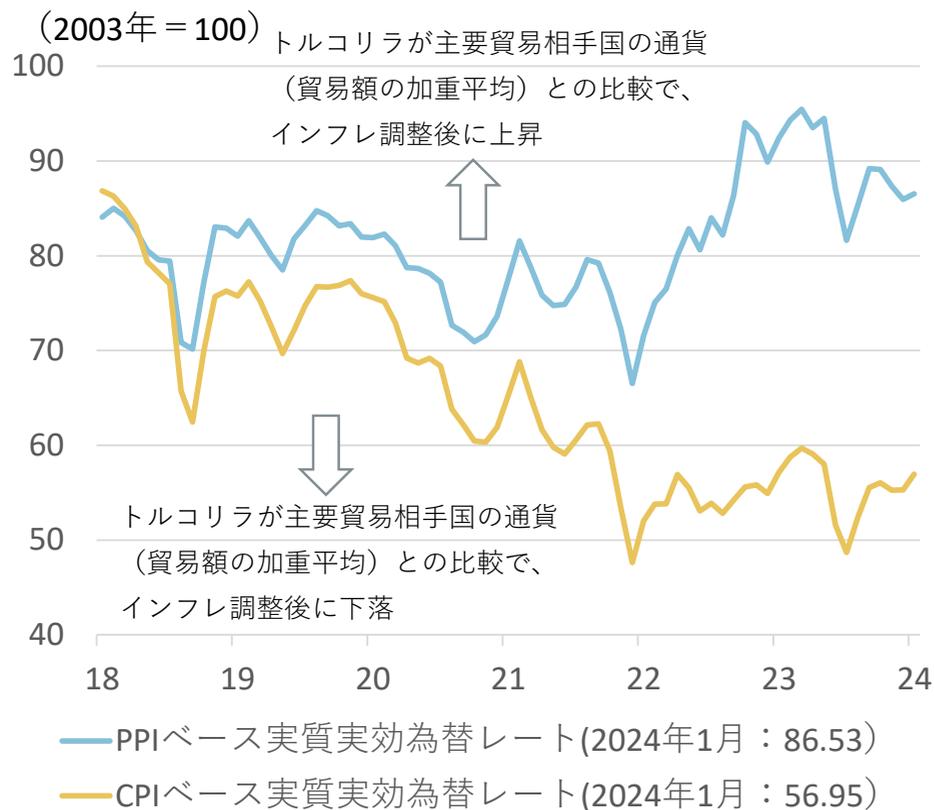
### トルコリラに関する言及（新規）

- 高金利政策の継続は、デフレーションの鍵となるトルコリラの実質的な価値の上昇に資するだろう。

声明文では、追加利上げに関する文言のトーンがやや強められた印象。また、「トルコリラの実質的な価値の上昇」がインフレ抑制にとって鍵となるとの見解が示された点も注目される。

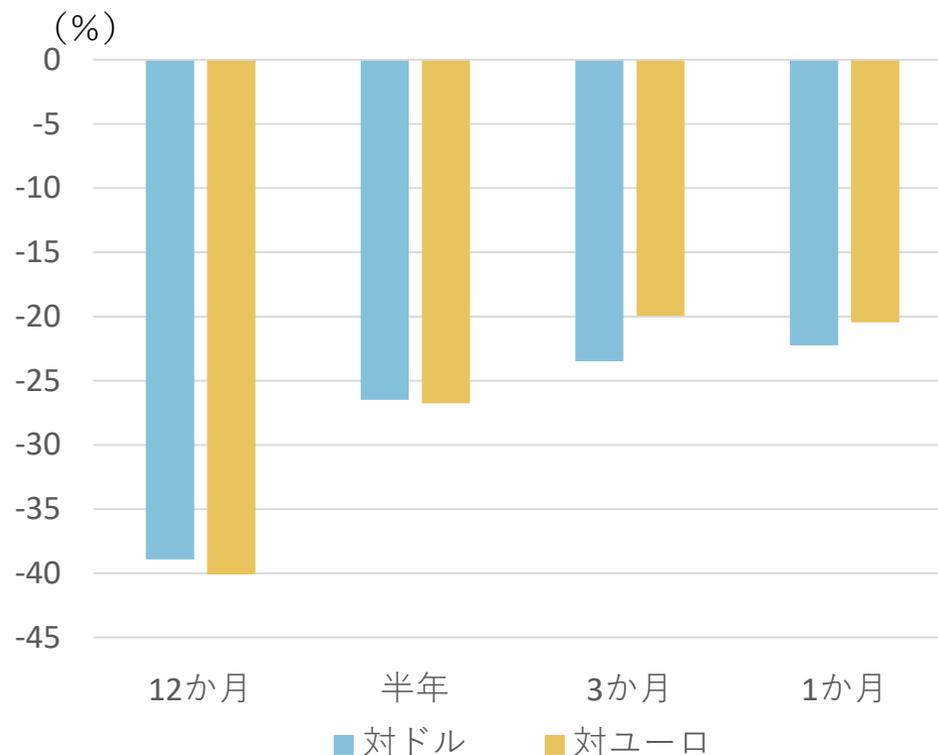
# トルコ中央銀行は「リラの実質的な価値の上昇」がインフレ抑制に重要と指摘

トルコリラの実質実効為替レート（REER）



(出所：トルコ中央銀行、ブルームバーグ、みずほ)

トルコリラの対ドル、対ユーロの騰落率（年率換算）



注：半年、3か月、1か月の騰落率は年率換算している。

(出所：ブルームバーグ、みずほ)

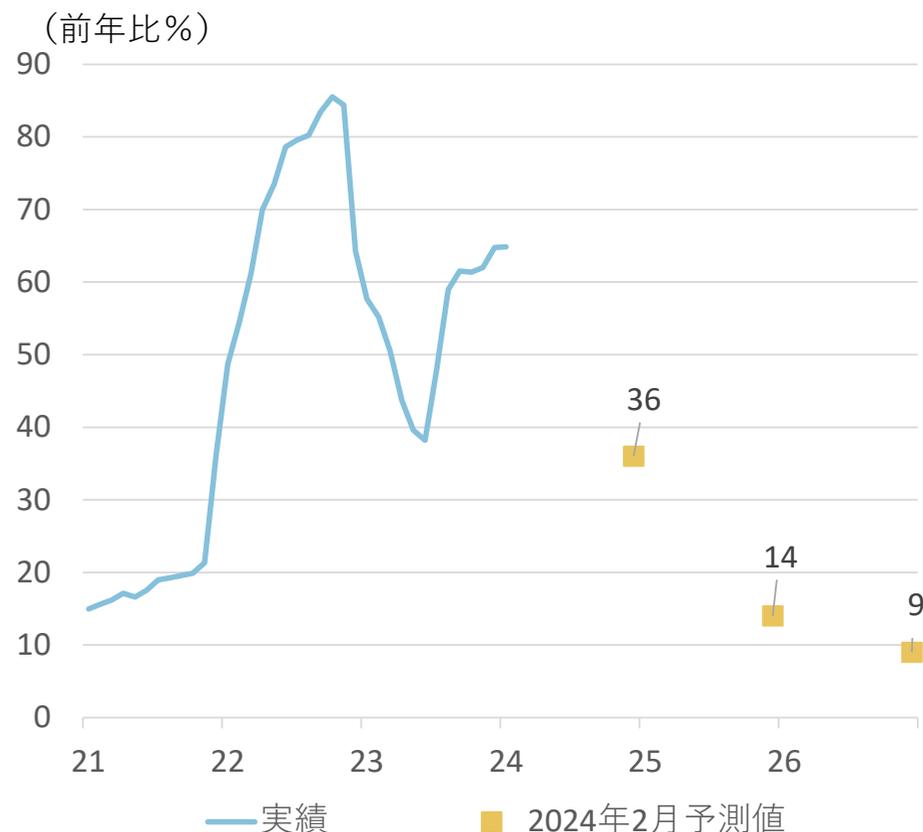
「リラの実質的な価値の上昇」が具体的に何を指す概念なのかは不明瞭だが、一般的には、トルコリラの実質実効為替レートを指している可能性が高いだろう。もっとも、トルコ中央銀行が公表している実質実効為替レートは、企業物価（PPI）ベース、消費者物価（CPI）ベース、さらには単位労働コストベースの3種類がある。今後、詳細な説明が待たれる。ともあれ、トルコリラは2023年6月以降の金融引き締めを受けて、主要通貨に対する下落ペースは緩やかになりつつある。リラの急落を促すような外的ショックや政治的混乱が起きなければ、CPIの伸びがピークに達すると見込まれる2024年5月以降は、インフレ調整後の実質ベースでのリラの持ち直しが鮮明となる公算が大きい。

# 【再掲】2月8日の四半期インフレーションレポート公表時のカラハン総裁の発言

## 四半期インフレーションレポート公表時のカラハン新総裁の発言内容

- インフレ見通しを昨年10月時点から据え置いた。2024年は前年比+36%、2025年は同+14%、2026年は同+9%のCPIの伸び率を予想している。
- インフレ率のピークは2024年5月であり、前年比+73%と見ている。
- インフレ見通しにおける最大のリスクは賃金の動向であり、トルコ中央銀行は2024年1月からの最低賃金の49%の影響を見極めるべく、特に2024年2月から3月の経済データを注視している。
- トルコ中央銀行は現時点で追加利上げが必要だとは考えていないが、利下げを語るには早すぎる。
- 量的引き締めを継続し、過剰流動性を吸収する。
- クレジットカードによる支出を制限する措置について検討する必要がある。

## トルコ中央銀行 インフレ予測値



(出所：トルコ中央銀行、ブルームバーグ、みずほ)

2月8日公表の四半期インフレーションレポートにおいて、トルコ中央銀行は2024年末のCPIインフレ率を前年比+36%とする見通しを据え置いた。カラハン総裁は、現時点で追加利上げが必要だとは考えていないが、利下げを語るには早すぎるとしたほか量的引き締めによる過剰流動性の吸収も継続する姿勢を示すなど、前任のエルカン総裁の高金利政策を踏襲する考えを示した。

# トルコ中央銀行は2024年2月26日に商業用不動産の価格情報の公表を開始

トルコ 商業用不動産と居住用不動産（2023年10-12月期）

商業用不動産のリスクに関する整理

新型コロナのパンデミックによって商業用不動産の見通しが不透明に

2020年に発生した新型コロナのパンデミックの蔓延防止策によって種々のビジネスが停止し、オフィスが閉鎖され、商業用不動産、中でも特に小売り、ホテル、オフィスのセグメントに対する需要は甚大な打撃を受けた。

こうした影響は一過性のもので無く、商業用不動産の見通しを不透明なものとしている。eコマースが好まれ、従来の実店舗型の小売りに対する需要が低下したり、在宅勤務が推進されるにつれてオフィス需要が減ったりという傾向が見られるためだ。

商業用不動産部門は、金融の安定性に幅広い悪影響を及ぼすリスクがある。

商業用不動産ローンは銀行の貸付ポートフォリオの大部分を占めているほか、保険会社や年金基金、投資ファンドなどのノンバンクの金融仲介機関も重要な役割を果たしている。商業用不動産価格の下落は、借り手の信用度を低下させるとともに貸し手のバランスシートを圧迫する恐れがある。

商業用不動産価格の不均衡はGDP成長率の下方リスクを増大させる。

コロナ危機発生の時点では、商業用不動産に特別大きな価格の不均衡があったという証拠は無いものの、いくつかの国では、ファンダメンタルズの悪化に関わらず、それに見合った価格の下落が起きておらず、価格が過大評価となっているリスクがある。商業用不動産の価格が急激な調整を迎えれば、金融機能の安定性を脅かし、企業による投資を妨げ、経済回復を阻害する恐れがある。

【参考資料】

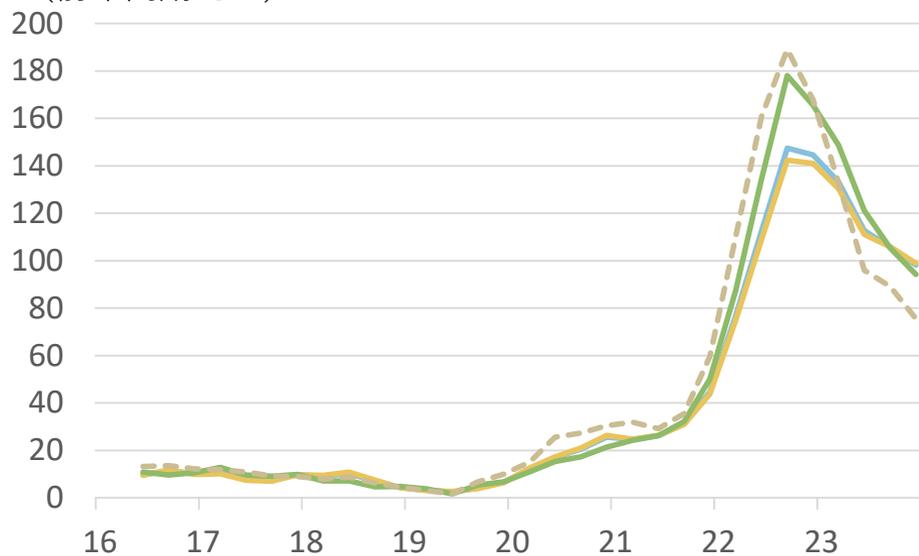
2009年10月 FSB The Financial Crisis and Information gaps

2021年3月29日 IMFブログ 岐路に立つ商業用不動産部門

2021年4月 IMF Global Financial Stability Report

2023年10月 IMF Global Financial Stability Report

（前年同期比％）



— 商業用不動産全体(前年同期比+98.2%)

— 小売り(前年同期比+98.9%)

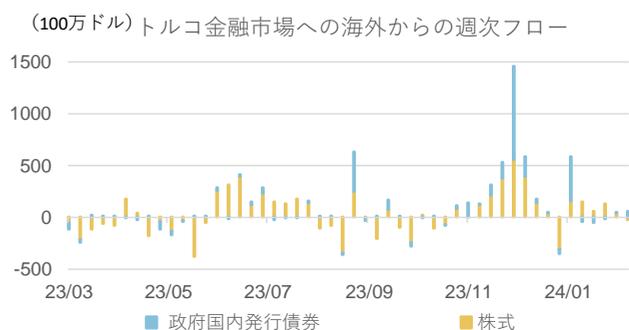
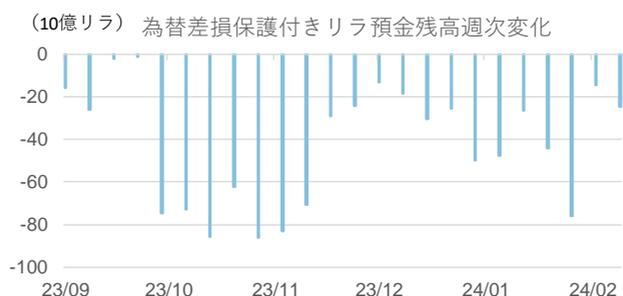
— オフィス(前年同期比+94.2%)

--- 【参考】 居住用不動産(前年同期比+75.5%)

（出所：トルコ中央銀行、ブルームバーグ、みずほ）

商業用不動産は米国を中心に金融の安定性の重大なリスク要因として市場では意識されている。トルコ中銀による統計の公表開始は、あくまで経済のモニタリングの精度を高める目的で国際基準に沿って行われているものだが、トルコの不動産市場が、2021年から2023年前半にかけての「インフレ加速下での金融緩和」もあり急激な上昇を経験してきたことを考慮すれば、リスク要因の1つとして注目する必要があるだろう。

# 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 2024年3月の地方選で不透明感が払拭されるかが焦点

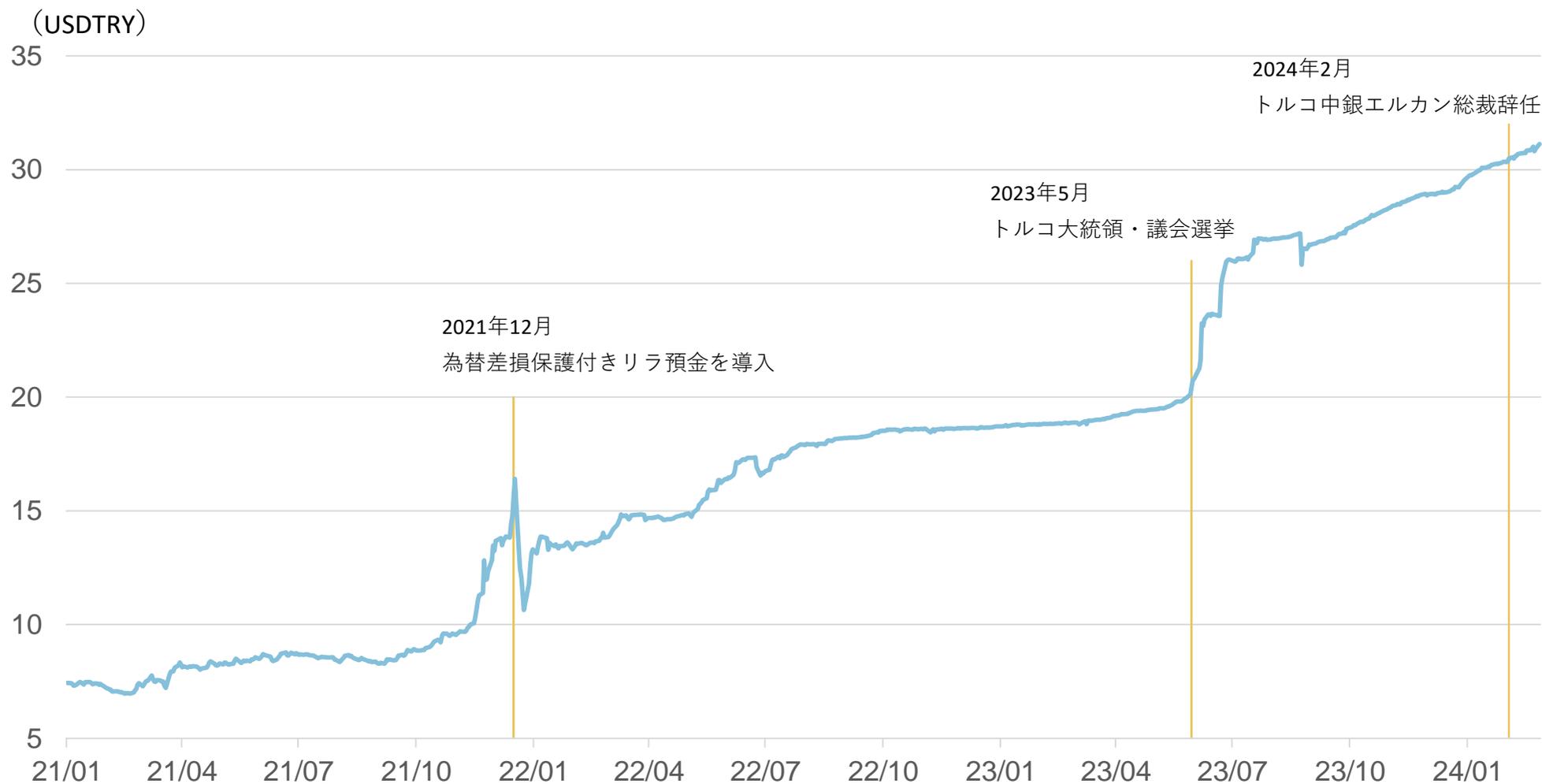
トルコリラ（TRY） 対ドル・対円見通し（2024年1月末時点）

	Spot	2024				2025
		3月	6月	9月	12月	3月
ドル／トルコリラ	30.34	31.0	32.0	31.0	30.0	29.0
トルコリラ／円	4.84	4.7	4.5	4.6	4.8	5.0
ドル／円	147	145	144	143	145	146

注：ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2024年1月31日発行）より抜粋。

- 1月のTRYはじりじりとした対ドルでの下落傾向が継続し、節目となる対ドル30を割り込んで下落している。1月12日には大手格付会社Moody'sがトルコ国債の格付け見通しを引き上げるといった明るい材料があったものの、リラ相場の反応は限定的となった。また、1月25日のトルコ中央銀行（CBRT）の金融政策決定会合では政策金利が42.5%から45.0%に引き上げられたほか、利上げ局面の終了を示唆しているが、いずれも市場予想通りであり、TRYの反応は限定的となった。
- CPIの伸び率は2023年12月時点で前年同月比+61.98%と高水準であり、依然として実質政策金利がマイナスの状況が続いている。もっとも、CBRTは国内の需要鈍化の兆候が見られていることや、インフレ期待や企業の価格設定行動にもインフレ減速の兆しが見られていること、さらには、（信用見通しの改善などを背景とする）海外からの資金調達環境の改善、外貨準備の増加、経常赤字の縮小、TRY建て資産への需要の回復、といった要因を理由として、先行きもインフレ率の鈍化が続く公算が強まっている、と分析している。筆者もこうしたCBRTの分析には違和感が無い。TRYは年後半に実質政策金利のプラス転換が意識されるにつれ、持ち直す展開になると見ている。
- もっとも、インフレ抑制や通貨の安定に向けて、国内外のリスク要因は意識する必要がある。1月29日にはイランが支援する武装勢力によるヨルダンの駐留米軍基地への無人機攻撃や、紅海でのタンカー攻撃を受け、原油価格が急伸している。トルコはエネルギー価格の高騰が国際収支悪化に直結しやすく、中東情勢の緊迫化はリスク要因として意識する必要があるだろう。
- また、国内では2024年3月31日に控える統一地方選挙が重要である。主要都市の市長選に敗北した場合、エルドアン大統領が2023年5月の総選挙以降、定着しつつある正統派の金融・財政政策の方向性を再び転換してしまうのではないかと、という懸念がマーケットのトルコ金融市場に対する慎重姿勢の背景にあると見られるためだ。現時点で世論調査のデータはほとんど取得できないものの、極めて接戦になることが見込まれている。

# 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.