

トルコ・リラ為替週報

2024年3月12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>

(3月5日～3月11日)

USD/TRY: 31.5674～32.0298
TRY/JPY: 4.57～4.76 (参照値)

<向こう1週間の見通し>

(3月12日～3月18日)

USD/TRY: 31.5～32.5
TRY/JPY: 4.50～4.80

<過去1週間の動向と展望・・・Fitchの格上げにも関わらずトルコリラは続落>

過去1週間のトルコリラは続落。3月8日の夜には、**大手格付会社Fitchがトルコの外貨建て長期債務格付けを「B」から「B+」に引き上げた**が、翌営業日の3月11日にはリラは対ドルで続落し、3月8日終値時点の対ドル31.93から週明けには32リラ台で推移している（Fitchの格付けは日本では無登録格付け）。

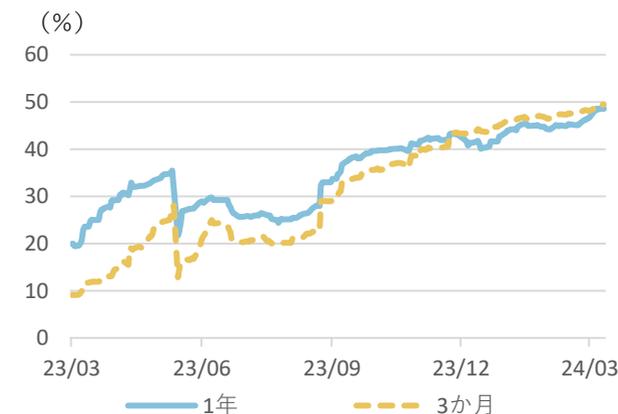
リラの弱さは3月31日の地方選挙前の不透明感だけではなく、**インフレリスクの高まりも影響している**だろう。2024年2月の消費者物価指数（CPI）の伸び率は前年比+67.07%と1月分の同+64.86%から加速しており、政策金利の45%と比較して実質的なマイナス政策金利の状態は継続している。さらに、3月11日に発表された**1月小売売上高**は前年同月比+13.3%の高い伸びとなり、2023年6月以降の大幅利上げにも関わらず、トルコの家計消費はトレンドを上回る過熱気味の状況であることが示されている。消費の想定以上の底堅さは、2024年2月のCPIの伸び加速とあわせ、トルコ中央銀行の追加利上げ観測が高まる要因となっている。市場の政策金利見通しを反映しやすいOISスワップ金利は、5%ポイントの追加利上げを織り込みつつある。

先週は地政学面でも動きがあった。3月8日には**ウクライナのゼレンスキー大統領がイスタンブールに訪問し、エルドアン大統領と会談**。その後の会見で、エルドアン大統領は「ウクライナとロシアが参加する首脳会議を主催する用意がある」と明らかにしている。ロシア大統領府によると、プーチン大統領は3月15日～17日のロシア大統領選後にトルコを訪問を検討している模様であり、情勢が動くかを見極めたい。また、エルドアン氏は**ウクライナ復興**に向けてトルコ企業も動きだしているとの見方を示している。世界銀行は2024年2月に公表したレポートでウクライナ復興需要は4,860億ドル（約73兆円）にのぼると試算している。欧州を中心に多くの企業に関心を示しているが、トルコ企業も海外展開に実績のある建設関連企業などが名乗りを上げている模様だ。

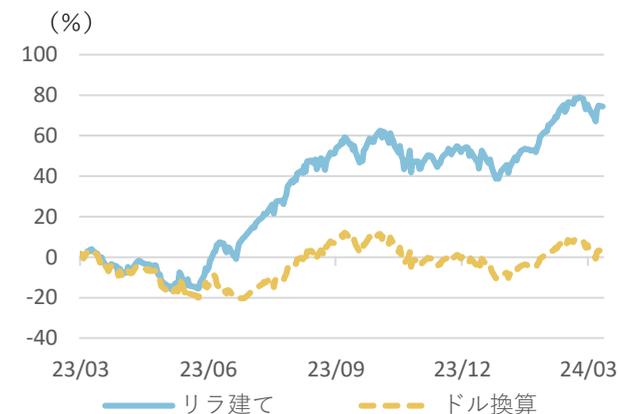
トルコ・リラ相場（日足、ロンドン終値ベース）



OISスワップ金利

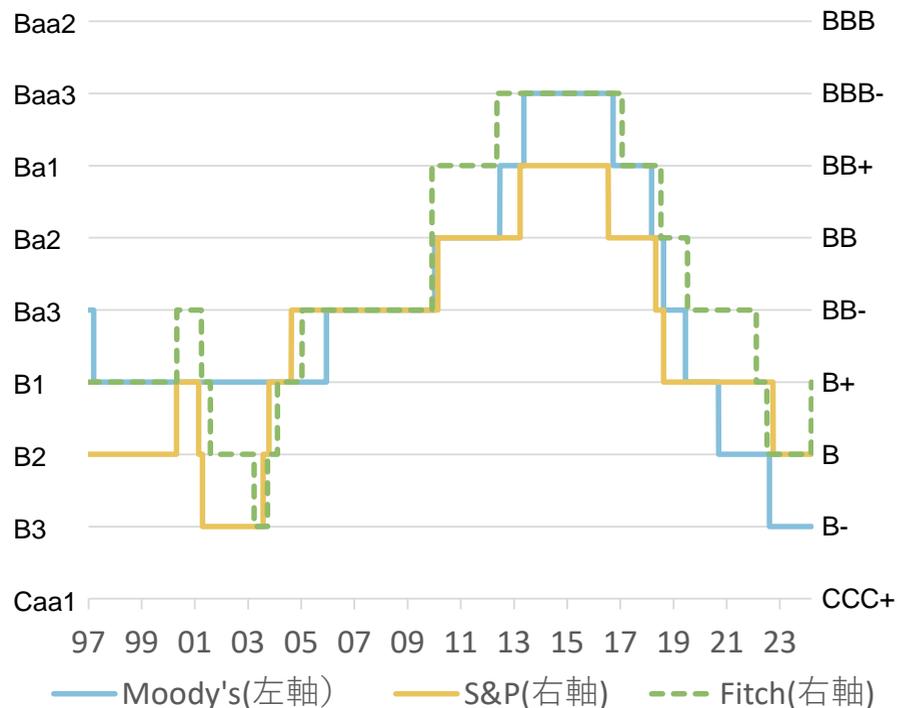


株価（イスタンブール100種 年間騰落率）



Fitchはトルコの外貨建て長期債務格付けを「B」から「B+」に引き上げ

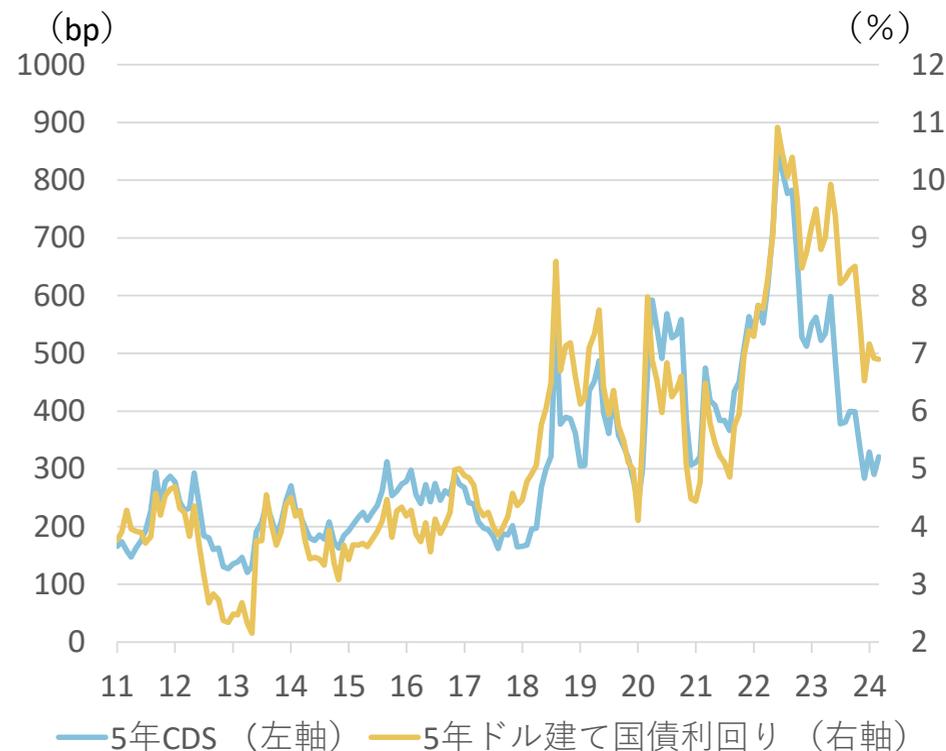
トルコ国債 格付け推移



注：外貨建て長期債務格付け。2024年3月11日時点。日本では、これらの格付けは無登録格付けとなる。

(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

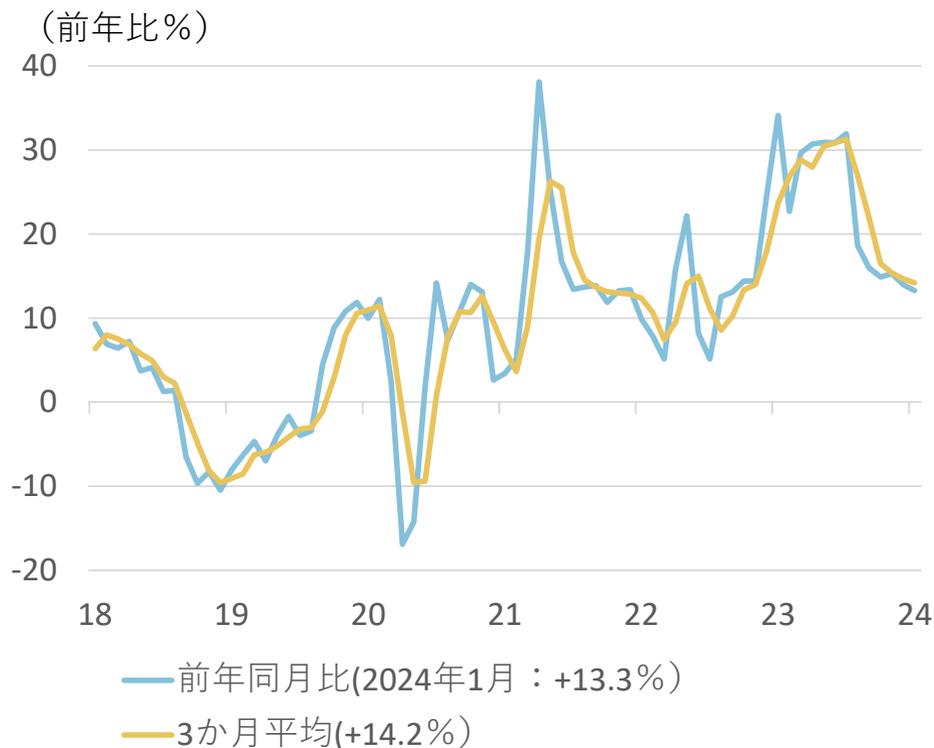


(出所：ブルームバーグ、みずほ)

格付け見通しは「ポジティブ（強含み）」とした。Fitchは2023年6月以降のオーストックスな金融・財政政策への転換に伴い、インフレ期待が低下、対外流動性リスクが改善したことを格付け引き上げの理由に挙げている。2024年3月31日の地方選挙前の格上げというタイミングはサプライズだったが、Fitchは地方選挙の結果のいかんにかかわらず、政策の再転換は見込まれないという見解を示している。

トルコ 1月小売売上高は前年同月比+13.3%の伸び

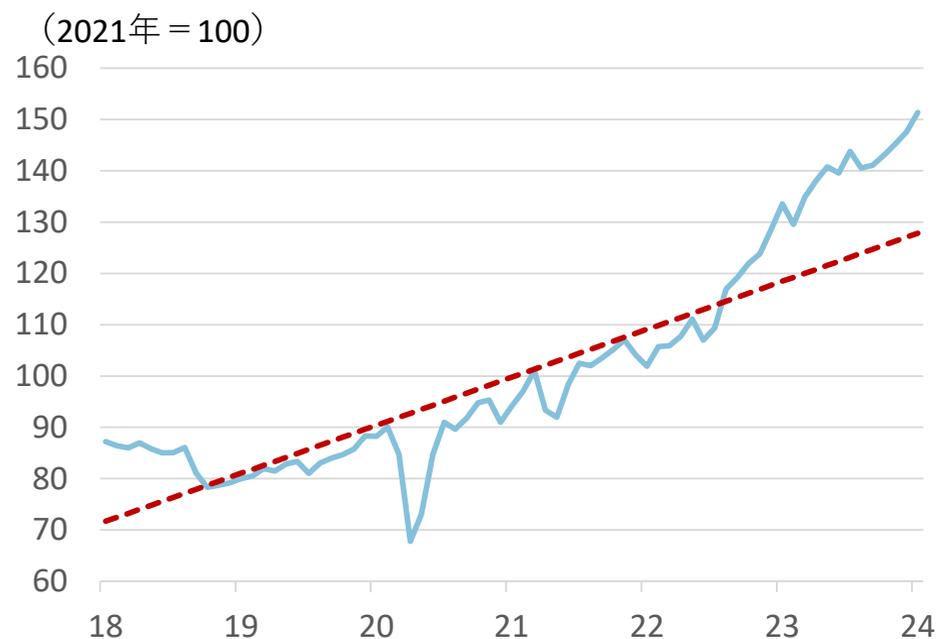
トルコ小売売上高



注：労働日数調整後の数値を計算に使用。

(出所：トルコ統計局、みずほ)

トルコ小売売上高 長期トレンドとの比較



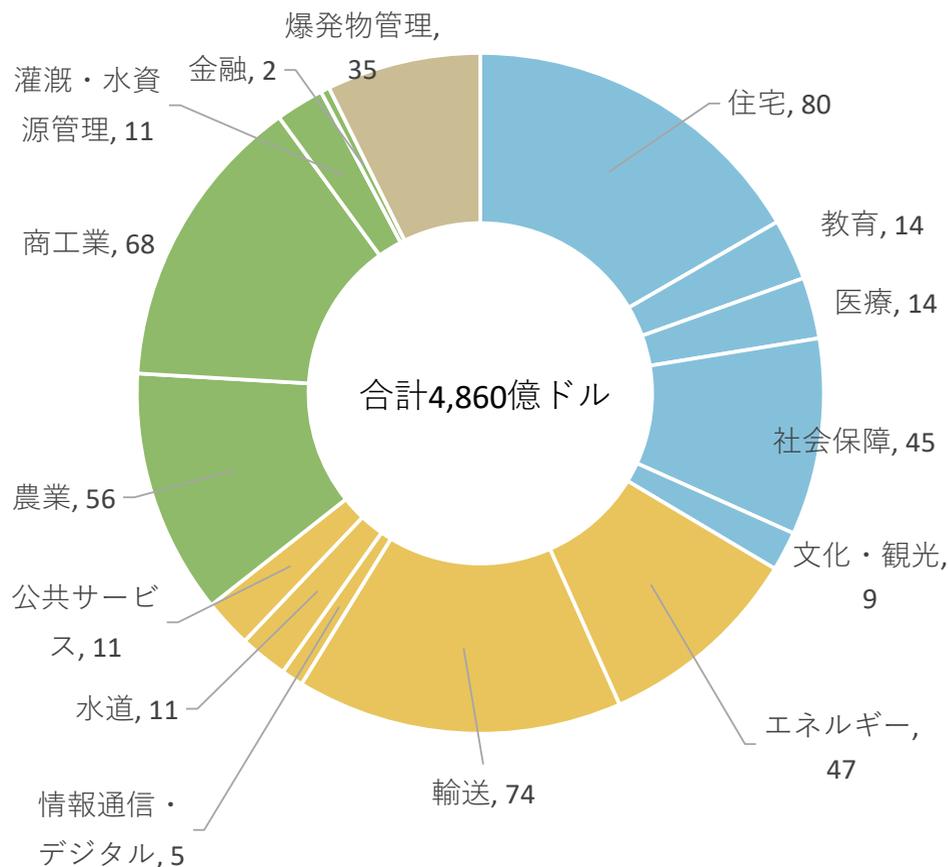
注：季節調整・労働日数調整後の数値を使用。点線は2018年1月から2023年5月までのトレンド。

(出所：トルコ統計局、みずほ)

2023年6月以降の大幅利上げにも関わらず、トルコの家計消費はトレンドを上回る過熱気味の状況。消費の想定以上の底堅さは、2024年2月のCPIの伸び加速とあわせ、トルコ中央銀行の追加利上げ観測が高まる要因となっている。

ウクライナ復興需要

ウクライナ復興需要 世界銀行2024年2月公表（単位：10億ドル）



（出所：世界銀行、ウクライナ政府、みずほ）

ウクライナ復興に向けた展覧会に出展を表明している企業・団体の国籍

国・地域名	企業数
ドイツ	64
フィンランド	61
スウェーデン	41
デンマーク	39
ポーランド	34
ウクライナ	34
ルーマニア	30
英国	28
フランス	26
オランダ	26
オーストリア	26
ベルギー	21
米国	18
イタリア	17
チェコ	16
カナダ	13

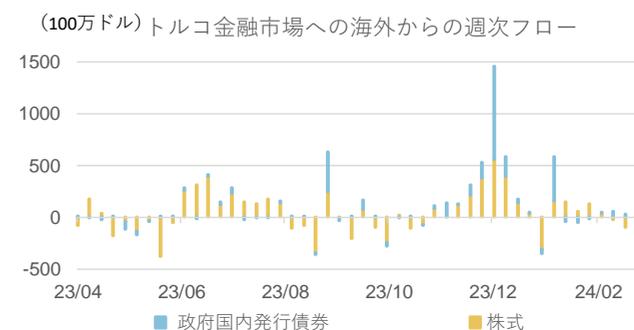
国・地域名	企業数
ノルウェー	13
スペイン	10
ラトビア	10
トルコ	5
リトアニア	4
スロバキア	4
スイス	3
韓国	2
ギリシャ	1
ブルガリア	1
エストニア	1
エジプト	1
ベトナム	1
カナダ	1
台湾	1

注：2024年11月13日～14日にポーランド・ワルシャワで開催される「Rebuild Ukraine」に出展を表明している企業。

（出所：Rebuild Ukraine、みずほ）

世界銀行は2024年2月に公表したレポートでウクライナ復興需要は4,860億ドル（約73兆円）にのぼると試算している。欧州を中心に多くの企業に関心を示しているが、トルコ企業も海外展開に実績のある建設関連企業などが名乗りを上げている模様。

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

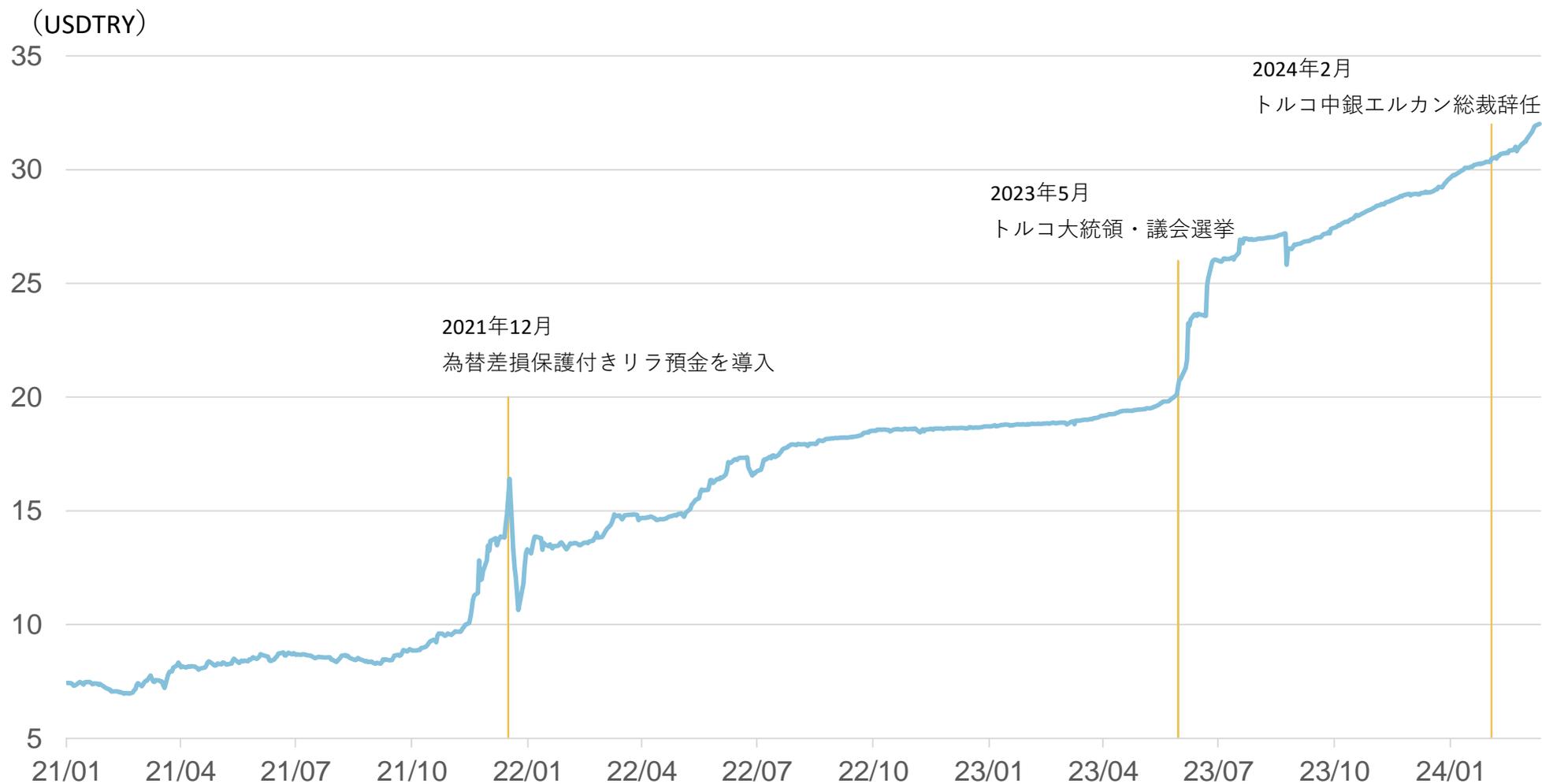
トルコリラ（TRY） 対ドル・対円見通し（2024年2月末時点）

	Spot	2024				2025
		3月	6月	9月	12月	3月
ドル／トルコリラ	31.23	31.5	32.0	31.5	31.0	30.5
トルコリラ／円	4.79	4.7	4.6	4.6	4.7	4.9
ドル／円	150	149	148	145	147	149

注：ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2024年2月29日発行）より抜粋。

- 2月のTRYはじりじりとした対ドルでの下落が継続した。2月2日には、トルコ中央銀行（CBRT）のエルカン総裁が突然辞任を発表するというサプライズがあったものの、後任人事が速やかに発表され、市場の信認の厚いファティ・カラハン副総裁が新総裁に昇格したこともあり、市場の反応は総じて落ち着いたものとなった。
- カラハン新総裁は、就任直後、2月8日の四半期インフレーションレポート公表時に記者会見を行っている。CBRT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。また、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発言し、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している。
- 2月22日の金融政策決定会合では、市場予想通り政策金利が45.00%で据え置かれた。声明文では、追加利上げに関する文言が「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」と1月会合での「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」からトーンがやや強められた。また、「高金利政策の継続は、デシインフレ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」という文言が追加されたことも注目される。総じて、エルカン前総裁の高金利政策路線が引き継がれた形だ。TRYは対ドルでの下落傾向が続いているものの、下落ペースは緩やかになりつつある。
- ただし、CBRTの高金利政策の持続性を判断するには、3月31日に控える統一地方選挙が重要であろう。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。最大都市イスタンブールでは野党所属の現職のイマモール市長がやや優勢という結果が世論調査から出ているが、今後1か月の情勢を見極めたい。

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.