

2019年4月2日

MURC Focus

統一地方選の敗北を受け強まるトルコの通貨危機再燃リスク

～新興国の連鎖通貨安につながるリスクもめぐえず

調査部 研究員 土田 陽介

- 3月31日に実施されたトルコの統一地方選で与党AKP（公正発展党）が事実上敗北し、エルドアン政権が窮地に立たされている。
- 統一地方選の結果を受けてエルドアン大統領は場当たりのバラマキ政策を強めてくると予想される。そのため通貨リラは、投資家による投機的な売り圧力を引き続き受け易いだろう。
- トルコの通貨危機が再燃すれば、18年8月と同様に連鎖的な新興国通貨売りの流れがさらに強まると考えられる。前回のアルゼンチンのように通貨危機に陥る新興国も出てくるかもしれないと警戒される。

（1）3月末の統一地方選で与党AKPが敗北へ

3月31日に実施されたトルコの統一地方選で与党AKP（公正発展党）が事実上敗北し、エルドアン政権が窮地に立たされている。注目された三大都市（アンカラ、イスタンブール、イズミル）の市長選では最大野党CHP（共和人民党）の候補が事前予想通りイズミルで勝利したほか、首都アンカラでもAKPの候補を破った。

さらにトルコ最大の都市イスタンブールでも接戦となり、本稿執筆段階（4月2日）ではCHP側の候補が優勢に立つ。三大都市の市長選の結果を踏まえると、今回の統一地方選でAKPは事実上敗北したことになり、有権者はエルドアン大統領の政権運営に対して厳しい評価を突きつけた形となった。

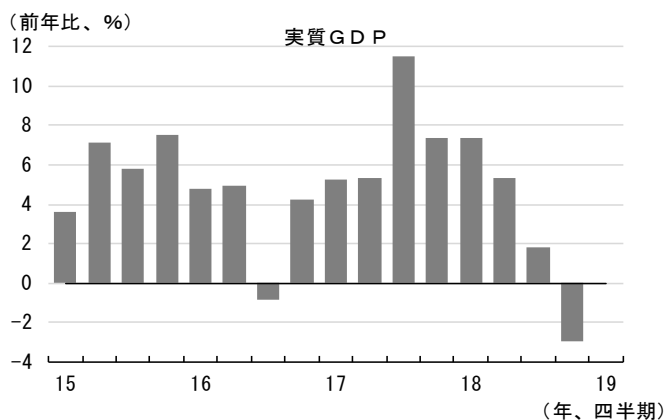
AKP敗北の背景には厳しい経済情勢がある。最新18年10～12月期の実質GDP（図表1）は前年比3%減と、9四半期ぶりのマイナス成長になった。同年8月の通貨危機を受けて輸入インフレが進んだ結果、個人消費が低迷した。また通貨防衛のために高金利政策を採ったことから投資が腰折れし、景気悪化につながった。

通貨リラの動向も不安定である。一時1ドル5リラ台前半まで持ち直したリラであったが、統一地方選が意識され始めると5リラ台半ばまで下落が進んだ。統一地方選直前には一部米銀がリラ売りを推奨するレポートを出したことやゴラン高原のイスラエル帰属をめぐる対米関係の悪化が意識されたことから、リラの下落が進んだ（図表2）。

その際エルドアン大統領は、国内の銀行に対して海外投資家とのリラの売買を禁止する命令を出した。そのためロンドン市場でリラのスワップ金利が1200%に達するという、異常な事態が発生した。エルドアン大統領は自らの失政をよそにリラ安が海外投資家による陰謀だと主張しており、そ

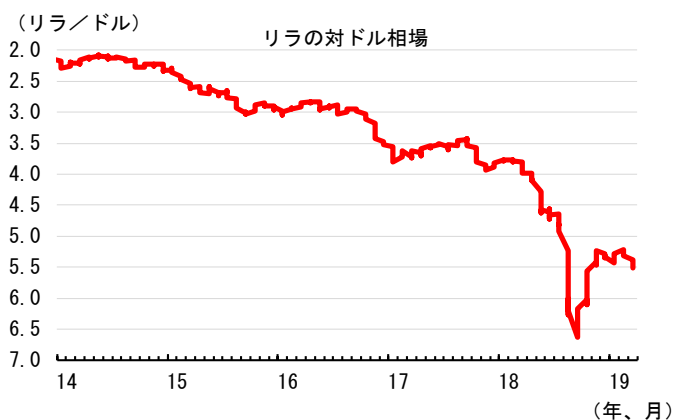
の場当たりの姿勢に変化は一切見られない。

図表1. トルコ景気は厳しさを増す



(出所) トルコ統計局

図表2. 再び下落したリラ相場



(注) 週次レート
(出所) トルコ中銀

(2) バラマキ政策強化で通貨危機が再燃する恐れ

選挙結果を受けた4月1日の相場で、リラは一時前日比2%を超える下落幅を記録した。エルドアン大統領の政権運営がさらに場当たりのことを投資家が嫌気し、リラ売りに走ったものと考えられる。その一方で、統一地方選の結果そのものがトリガーとなる形で通貨危機が再燃する展開は、今のところ回避されている。

とはいえリラの先行きは非常に厳しい。トルコ経済は少なくとも今年前半までマイナス成長が続く見通しである。したがって支持率回復を目指すエルドアン大統領は、自らの支持基盤である都市部の貧困層や高齢者層に対してバラマキ政策（最低賃金の引き上げなど社会保障制度の拡充）を強化することになると予想される。

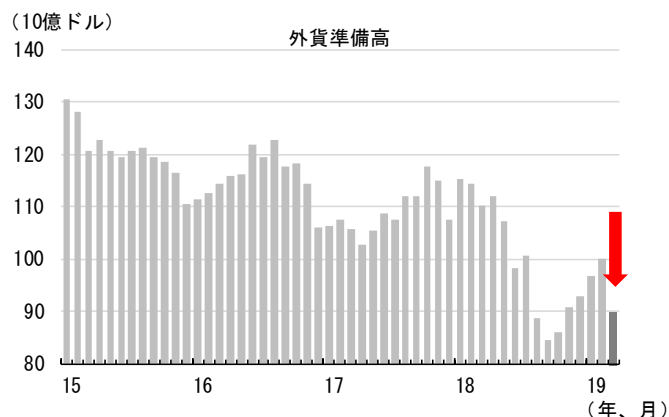
ただトルコ財政は余力に乏しい。そのためエルドアン大統領は、企業や銀行に対して自主的なコスト負担を強いるものと予想される。統一地方選以前からエルドアン大統領は企業に値下げを、銀行に貸出金利の引き下げを要請（命令）してきたが、こうした統制的な手法をさらに強化してくる可能性が高いとみられる。

中央銀行に利下げ圧力をかけることも十分予想される。通貨危機直後の18年9月の引き上げ以降、トルコの政策金利は年24.0%で据え置かれている。その一方で外貨準備（図表4）は、政府による為替介入によって足元にかけて急激に減少していると言われる。利下げどころか、本来ならば一段の利上げが必要となる局面にあると言えよう。

このように、統一地方選の結果を受けてエルドアン大統領は場当たりのバラマキ政策を強めてくると予想される。そのため通貨リラは、投資家による投機的な売り圧力を引き続き受け易いだろう

う。通貨の先物市場（図表4）では、投資家が既に1ドル8リラ近辺までのリラ安を織り込んでおり、通貨危機が再燃する可能性を示唆している。

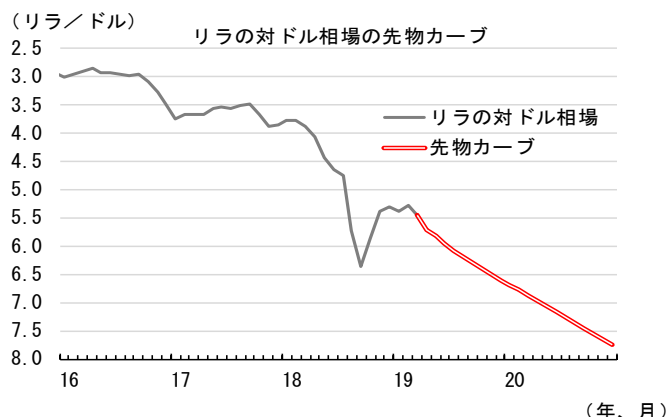
図表3. 外貨準備は足元急減の様相



(注) 公式発表は2月末の数値。なお報道では3月第三週まででさらに1割ほど減少したとされている。

(出所) トルコ統計局

図表4. 1ドル8リラ台も視野に入る



(注) フォワードレートのカブ

(出所) Bloomberg

(3) 通貨危機再燃がエルドアン政権退陣の圧力になる可能性

トルコは1994年と2001年にも通貨危機を経験している。いずれの通貨危機でも、それがきっかけとなって政権が崩壊している。1994年の場合は当時のチルレル首相退陣後も経済の混乱が続いたが、2001年の場合はエジェビト首相退陣後に国際通貨基金（IMF）の指導下で経済の構造改革が進み、その後の為替レートの安定につながった。

2001年の通貨危機を受けて混乱したトルコ経済を安定化させたのが当時のエルドアン首相（現大統領）であったということは、まさに歴史の皮肉と言えよう。2018年8月の通貨危機を受けても生き残ったエルドアン政権であるが、次に通貨危機が生じた場合は、いよいよ退陣が視野に入ってくることになる。

統一地方選の結果を受けてエルドアン大統領は、2023年に予定されている次期の国政選挙までに経済の構造改革を推し進めると、記者団に対して表明した。ただこれまでも場当たりの政権運営に終始してきたエルドアン大統領の下で、トルコ経済の構造改革が進むという展望は全く描けない。

むしろトルコが今般のリラ安を脱するための必要条件は、エルドアン政権の退陣にあると言えよう。別の表現をするなら、現政権が民意と市場の圧力に屈するまでリラ相場は不安定な状況が続くとみられる。再び通貨危機が生じたときこそ、トルコがエルドアン体制を克服して構造改革を推し進めることができる好機になるのではないだろうか。

(4) 新興国の連鎖通貨安につながるリスクはぬぐえず

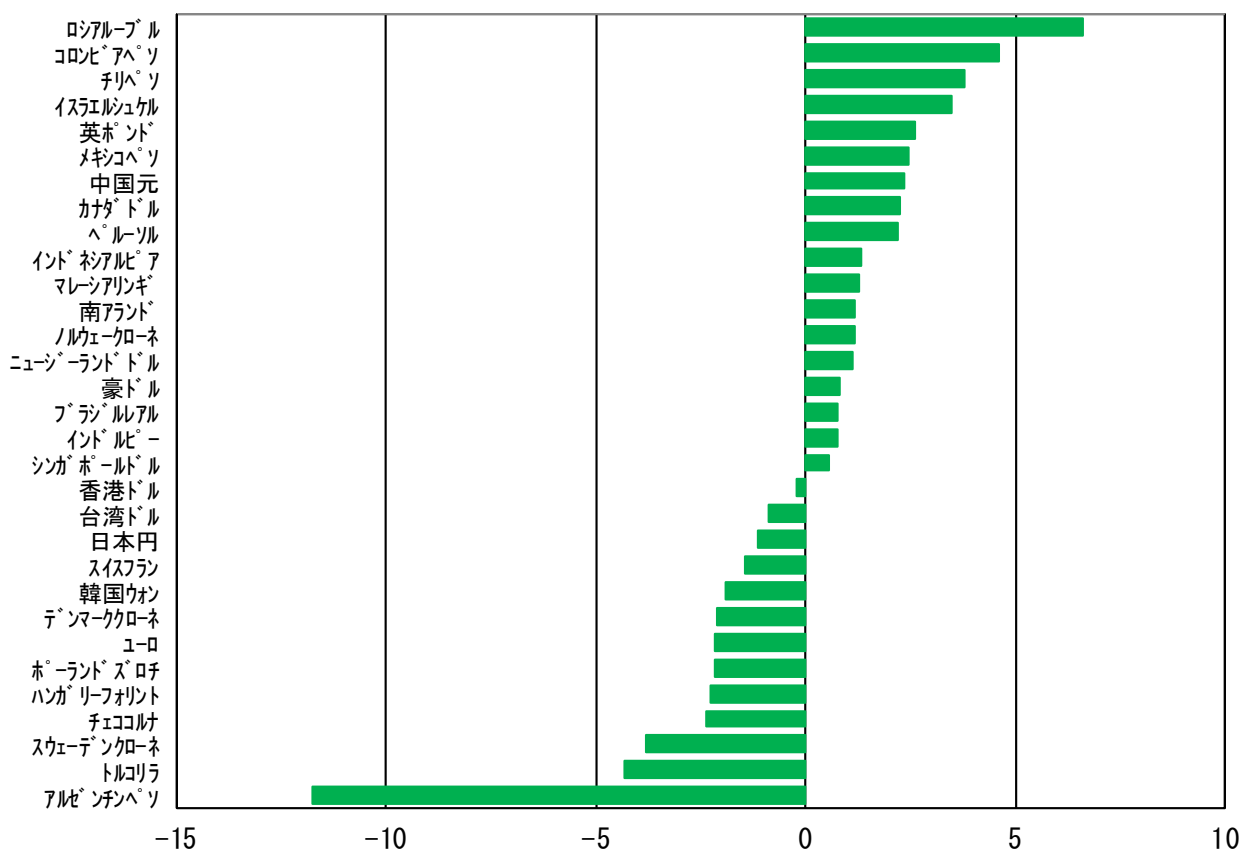
米金融市場で約12年ぶりに逆イールドが生じるなど、2019年に入って世界景気の減速懸念が強まっており、投資家のリスクセンチメントは悪化している。一方で各国通貨の対ドル相場（図表5）は、昨年秋に通貨危機に陥ったトルコとアルゼンチンを除くと、新興国を中心に年初来騰落率がプラス圏で推移しているケースが多い。

特にロシアやインドネシアなどの資源国の通貨は、米国の利上げ懸念の後退と原油価格の上昇が追い風となる形で堅調である。ただトルコの通貨危機が再燃すれば、18年8月と同様に連鎖的な新興国通貨売りの流れがさらに強まると考えられる。前回のアルゼンチンのように通貨危機に陥る新興国も出てくるかもしれないと警戒される。

リスクセンチメントがさらに悪化すれば円高や株安も進むと予想される。金融市場の動きを通じて日本景気の減速が促される可能性に留意したい。

図表5. トルコ・リラとアルゼンチン・ペソの下落が顕著

対ドル年初来騰落率



(%)

(注) 4月2日時点
(出所) Bloomberg

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。