

2020年10月23日

## MURC Focus

# 予想外に金利を据え置いたトルコ中銀

## ～底がつきつつある外貨準備

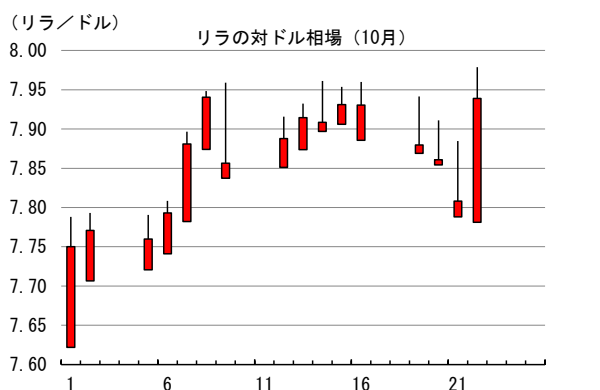
調査部 副主任研究員 土田 陽介

- トルコ中銀は10月22日の金融政策委員会で、利上げとの大方の見方に反して政策金利を据え置いた。決定の発表直後に強いリラ安圧力が生じたが、中銀は為替介入を強化して対抗した模様である。
- 恒常的な為替介入の結果、トルコの外貨準備は目減りが顕著である。現状では落ち着いている金融市場が春先のように再び動揺してトルコから短期資金が流出すれば、リラは暴落を免れない。
- 資本規制を導入すれば対外資金を調達できなくなるため、トルコ経済の成長力は一段と弱くなる。インフレ率以上に政策金利を引き上げない限り、リラ安のトレンドに歯止めはかからないだろう。

### (1) 中銀は10月22日の金融政策委員会で金利据え置き

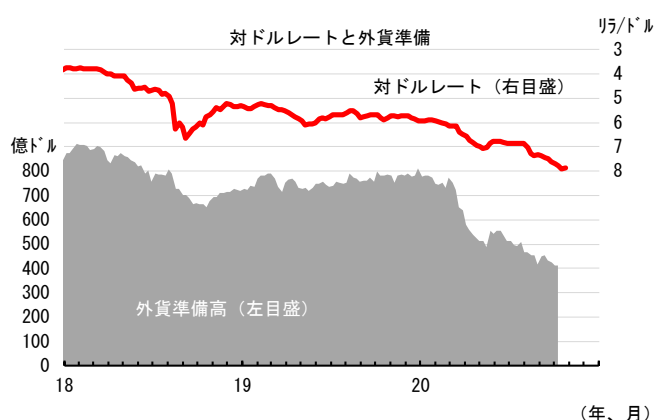
トルコ中銀は10月22日の金融政策委員会(MPC)で政策金利(1週間物レポ金利)を既往の10.25%に据え置いた。市場では中銀が前回9月のMPCに続き利上げを行い、12.00%程度まで利上げが行われるという見方が大勢だったが、中銀は利上げを見送った。発表直後に通貨リラの対ドルレートは1ドル7.80リラから7.97リラまで急落、史上最安値を更新した(図表1)。

その後リラ相場は1ドル7.95リラ前後でもみ合いでの推移となったことから、トルコ中銀が為替介入でリラ安圧力に対抗したものと推察される。中銀が保有する外貨準備(図表2)はこれまでの恒常的な為替介入に伴い減少が続き、年初来減少率は10月9日時点で49.3%に達していたが、今回の為替介入を受けて外貨準備は一段と減少した模様である。

**図表1. 10月22日MPC後に急落したリラ相場**


(出所) Bloomberg

(日)

**図表2. 恒常的な為替介入で減少する外貨準備**

 (注) 外貨準備高は10月9日時点  
 (出所) トルコ中銀

(年、月)

近年のリラ相場は①トルコ経済のファンダメンタルズの弱さと②中銀の政治に配慮した金融政策運営に対する投資家の失望を反映して、主要通貨に対して下落が続いていた。さらに足元では③新型コロナウイルスに関する情報操作（感染者数として発表していた数字が実は相応に症状が重い発症者数であったこと）も明るみとなり、相場の重荷となっていた。

加えて④地政学要因、具体的には東地中海でのガス田開発やキプロス問題を巡るEU（特にギリシャ）との対立や、アゼルバイジャンとアルメニアの軍事衝突が加わる形で、リラ相場は軟調に推移していた。エルドアン政権が国際紛争を通じて国威発揚を図っている最中に、中銀としてもそれに水を差す追加利上げは回避せざるをえなかったものと考えられる。

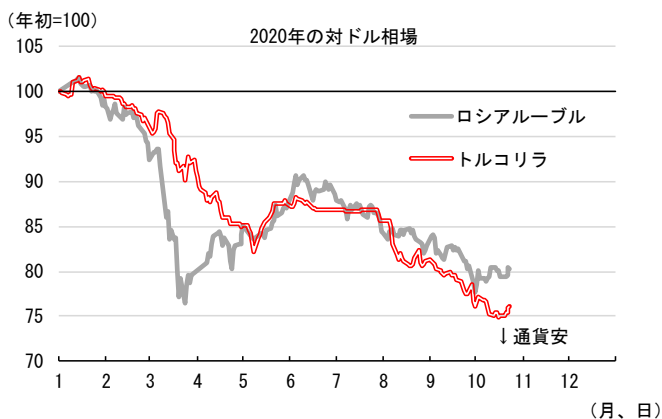
## （2）底が見えつつあるトルコの外貨準備

地域大国であるトルコは、中東や中央アジア、コーカサスなどに対する外交政策で、同じく地域大国であるロシアと対立関係にある。そのロシアの通貨ルーブルの相場（図表3）もまた軟調に推移しており、年初来下落率は20%程度とトルコリラと同様に厳しい。しかしながら両国の通貨（金融）政策は極めて好対照であるため、比較してみたい。

図表4はトルコとロシアの実質政策金利（政策金利－消費者物価指数の対前年比率）の推移を見たものであるが、ロシアは基本的にプラスの象限で推移している。一方トルコは、2018年8月の通貨危機を受けて中銀が大幅な利上げを断行した結果、2019年いっぱいにはプラス圏が定着したが、2020年に入ってから相次ぐ利下げでマイナス圏が定着している。

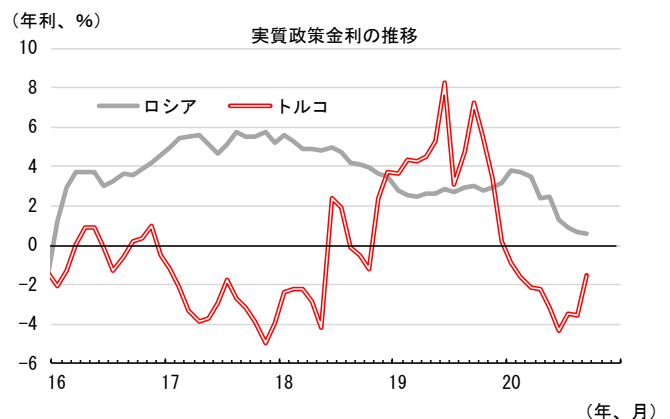
インフレ率よりも低く政策金利を定めることは、通貨にとってマイナスに働く。ロシアでは中銀がそうした御法度を犯すことなく手堅いルールベースの金融政策に努めている一方で、トル

図表3. 自然体で下落するルーブル相場



(注) 日次レート  
(出所) トルコ中銀、ロシア中銀

図表4. 透明性が高いロシアの金利政策



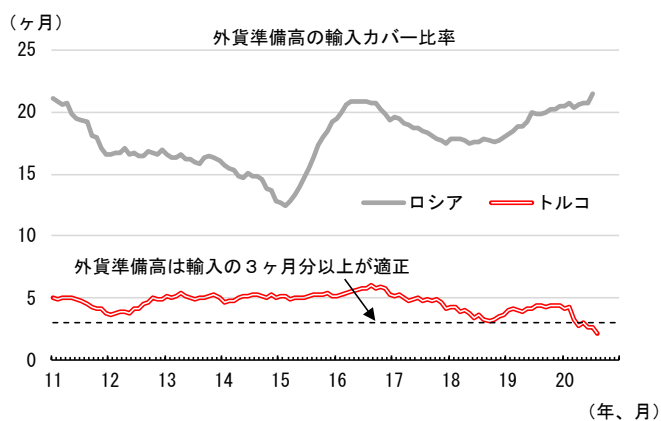
(注) 政策金利－消費者物価指数の対前年比率  
(出所) トルコ中銀・統計局、ロシア中銀・統計局

コではエルドアン大統領の意向を受けた中銀によるアブノーマルな政策運営が定着している。そしてトルコ中銀は恒常的な為替介入に努め、リラの下落を和らげようとしてきた。

しかしながら恒常的な為替介入の結果、トルコの外貨準備高（図表5）は8月時点で輸入支払いの2.23ヶ月分と、危険水域とされる3ヶ月を下回る水準が定着している。その後もトルコ中銀は為替介入に努めている模様であることから、外貨準備高の輸入カバー比率は着実に低下しているものと推察される。トルコの外貨準備高は、文字通り底がつきつつある。

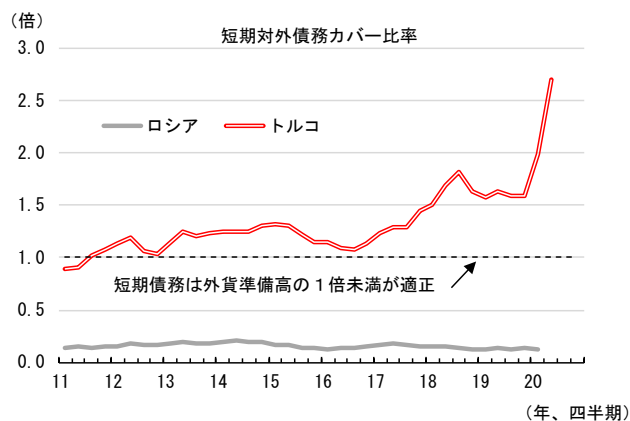
反してロシアは、輸入カバー比率が20ヶ月を超えるなど外貨準備は潤沢である。為替介入を無理に行わず自然体で通貨の下落を容認するロシアと為替介入に腐心しても通貨の下落に歯止めがかからないトルコとの間には、まさに雲泥の差がある。短期対外債務カバー比率（図表6）もトルコは危険の目安とされる1倍を遥かに上回っており、非常に厳しい状況にある。

図表5. 危険領域にあるトルコの外貨準備



(注1) ロシアは最新が7月、トルコは8月のデータ  
 (注2) 輸入額は12ヶ月移動平均値  
 (出所) 国際通貨基金 (IMF)

図表6. 短期資金の流れに脆弱なトルコ



(注) ロシアは最新が3月末、トルコは6月末時点のデータ  
 (出所) IMF、世界銀行

新型コロナウイルスの感染は欧州を中心に拡大が顕著であり、現状では落ち着いている金融市場が春先のように再び動揺すれば、新興国からの短期資金の流出が一段と深刻化すると懸念される。図表6のようにトルコは短期資金の流出に耐え得る外貨準備高を有していないことから、投資家のセンチメントが悪化すればリラは暴落を免れない。

### (3) 年内の追加利上げは不可避

トルコ中銀のMPCは年内に残り二回（11月19日と12月24日）を予定している。政治への配慮が求められるとしても、もはや外貨準備の枯渇を意識せざるを得ない状況であるため、中銀による追加利上げは必至となるだろう。11月MPCで大幅な利上げを断行できれば12月は据え置きとなるかもしれないが、一方で小幅な利上げなら投資家の失望を招くリスクもある。

トルコでは市中銀行も相応の外貨準備を有しているため、いざとなればジラート銀行など国営の3大銀行が為替介入に参加するかもしれないという期待がある。すでに国営銀は覆面的に為替介入に参加しているという観測もあるが、本来は中銀が行うべき為替介入に国営とはいえ市中銀が関与することはアブノーマルであるし、いずれにせよ外貨準備は有限である。

通貨安定のために資本規制を導入することも考えられるが、この手段では同時に対外資金を調達できなくなるため、トルコ経済の成長力は一段と弱くなる。少なくとも、インフレ率以上に政策金利を引き上げない限りリラ安のトレンドに歯止めはかからないだろう。トルコに残された時間はそう長くはないと言わざるを得ない。

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思わ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、当社の統一的な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。