

MURC Focus

政情不安を受けて急落したトルコリラ

～引き締め策の持続性が問われる展開に～

調査部 副主任研究員 土田 陽介

○3月19日、トルコの通貨リラの相場が急落し、終値は1ドル＝37.65リラと前日から2.64%も下落した。トルコ中銀は政策金利の一部を引き上げたが、リラ相場は軟調な地合いが続いている。

○当局がイスタンブールのイマモール市長の身柄を拘束したことを受けて、選挙を念頭に置くエルドアン大統領が引き締め政策を拡張政策に転換する可能性を投資家が意識し、リラを売ったものとみられる。

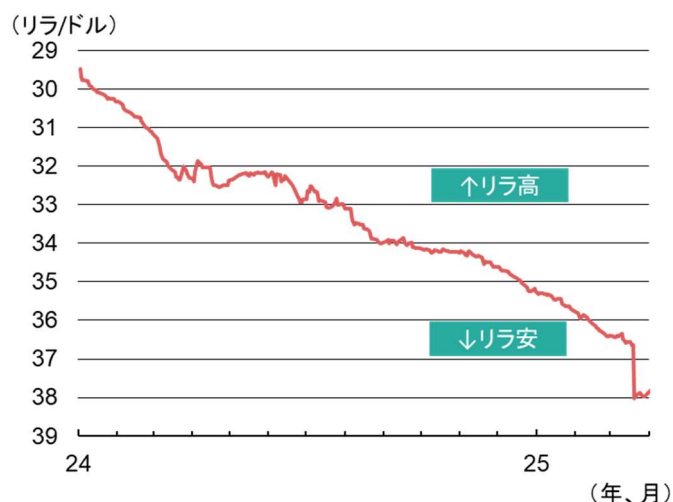
○引き締め型のマクロ経済運営を徹底する以外、リラ安を根本的に止める方法はない。それを政権が容認できなければ、リラ相場下落ピッチは再び加速することになる。

1. イスタンブール市長の身柄拘束で急落したリラ相場

3月19日、トルコの通貨リラの相場が急落し、終値は1ドル＝37.65リラと前日から2.64%も下落した(図表1)。この状況を受けてトルコ中銀は、翌20日に緊急会合を開催し、政策金利の一部である翌日物貸出金利を44%から46%に引き上げた。しかしリラ安に歯止めはかからず、21日の取引時間中に38.4228リラまで下落、その後は37リラ台を回復したが、リラ相場は軟調な地合いが続いている。

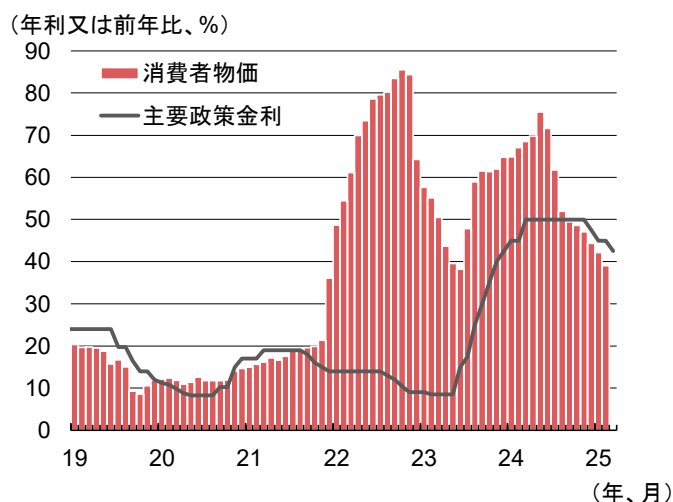
リラ急落の直接の理由は、トルコの当局が最大都市イスタンブールのエクレム・イマモール市長の身柄を拘束したことにある。イマモール市長は最大野党・共和人民党(CHP)の有力政治家で、2028年に予定されている次期大統領選への出馬が取り沙汰されていた。この状況を受けて、選挙を念頭に置くレジェップ・タイップ・エルドアン大統領が引き締め政策を拡張政策に転換する可能性を投資家が意識し、リラを売ったものとみられる。

図表1. リラの対ドルレート



(注) Sell レートと Buy レートの平均値
(出所) トルコ中銀

図表2. トルコの物価と金利



(出所) トルコ統計局、トルコ中銀

2023年6月に就任したメフメト・シムシェキ財務相の指導の下、通貨と物価の安定を図るべく、エルドアン政権は財政と金融の両面から経済運営を引き締めてきた。一方でトルコ中銀は、デysinフレの進展を受けて2024年12月の会合より利下げに転じたが、政策金利の水準はインフレ率を上回っており、政策運営の健全性は保たれていた(図表2)。その結果、リラ安そのものは続いたが、大幅な下落は回避されてきた。

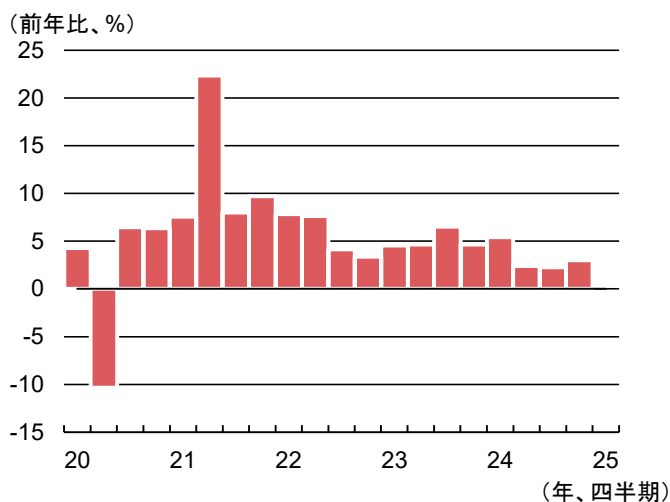
2. 引き締め策の持続性が問われる展開に

エルドアン大統領は前回2023年の大統領選で苦戦を強いられたが、その大きな理由は経済問題、特にリラ安と物価高に対して国民が不満を高めていることにあった。ゆえにエルドアン大統領は、シムシェキ財務相による引き締め型のマクロ経済運営を受け入れ、物価と通貨の安定を目指したという経緯がある。しかし引き締め型のマクロ経済運営は景気の減速を伴うため、投資家は政権がそれをいつまで許容できるか見定めてきた。

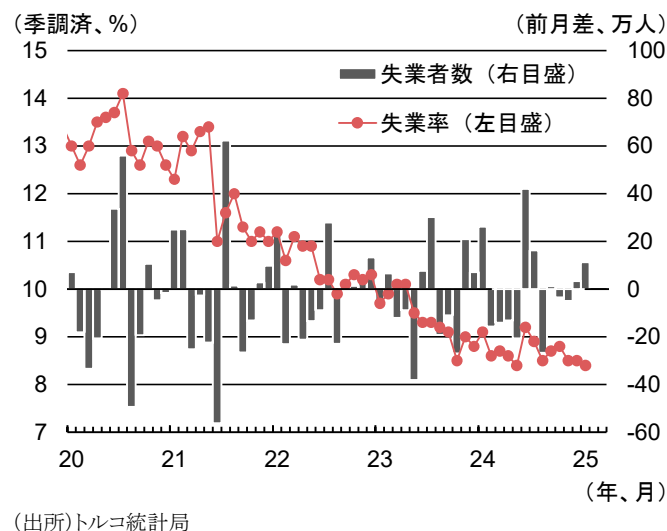
ここで景気動向を確認すると、トルコの最新2024年10~12月期の実質GDP(国内総生産)は前年比3.0%増と3四半期ぶりに加速したが、24年通年の成長率は3.3%増と23年(5.1%増)から低下している(図表3)。雇用情勢に関しても、失業率は8%程度で横ばいが続いており、追加的な雇用が生まれる環境ではない(図表4)。景気を重視するエルドアン政権としては、確かに引き締め策を緩和したいところだろう。

しかしながら、今回のイマモール市長の拘束劇で、エルドアン政権はかえって引き締め型のマクロ経済運営を緩和する余地を失ったと考えられる。つまり、仮に中銀がデysinフレに応じた合理的な追加利下げを行うとしても、投資家から、政権の緩和圧力に屈したとみなされる可能性が高くなったためである。実際、近いうちに中銀が利下げを行えば、投資家の失望を招き、リラは一段安になると懸念される。

図表3. トルコの実質 GDP



図表4. トルコの雇用統計



3. 為替介入や資本規制には限界

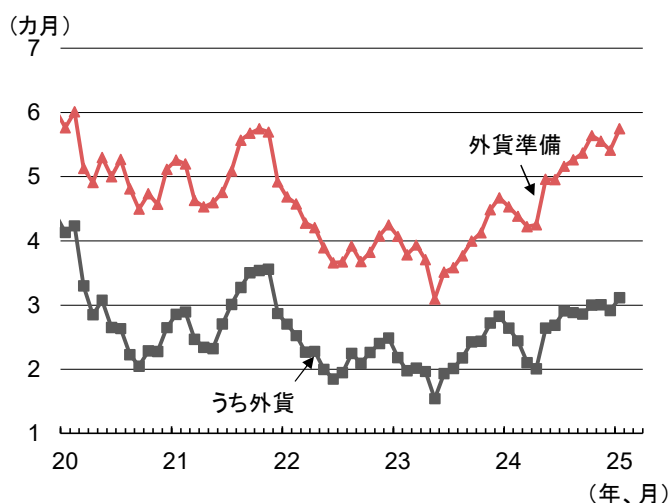
今後、リラが一段安となれば、中銀は為替介入を強化してリラ相場を下支えすることになるだろう。トルコの外貨準備は、シムシェキ財務相が主導する引き締め型のマクロ経済運営の下で、輸入の 5 カ月分を上回る水準まで回復している(図表 5)。一方で、為替介入に用いることができる「外貨」はまだ輸入の 3 カ月分にも足りず、こうした状況の下で為替介入を行ったとしても、効果は一時的であるし、また貴重な外貨を浪費することになる。

他方で、シムシェキ財務相が就任する前のように資本規制を強化することで、エルドアン政権はリラ安を和らげようとするかもしれない。とはいえ、通貨の安定のため資本規制を強化すれば、同時に資本流入も抑制されるため、シムシェキ財務相の下で増加した資本流入(特にポートフォリオ投資)が再び停滞するか、あるいは引き揚げ超過に転じてしまう恐れも大きくなる(図表 6)。

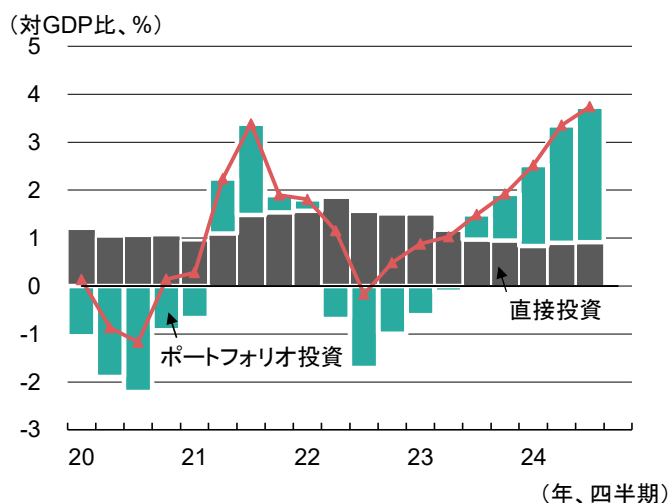
シムシェキ財務相が就任する前まで、エルドアン政権は、身の丈以上の拡張型のマクロ経済運営を志向し、通貨の安定を犠牲にしてきた。そして政権は、為替介入や資本規制を通じてリラの下落を抑制してきたが、そうした政策の効果は限定的だった。そのため、シムシェキ財務相の指導の下、通貨の安定に取り組むため、経済運営を財政と金融の両面から引き締めるようになった。

しかしながら、今回の事態を受けて、金融市場では、エルドアン政権が再び拡張型のマクロ経済運営に転換する可能性が取りざたされるようになってしまった。シムシェキ財務相が示した処方箋のとおり、引き締め型のマクロ経済運営を徹底する以外、リラ安を根本的に止める方法はない。政権がそれを容認できなければ、リラ相場の下落ピッチは再び加速することになる。

図表5. トルコの外貨準備高



図表6. 資本の流入状況(直接投資+ポートフォリオ投資)



－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で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さまの決定、行為、およ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、お客さま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。