

## MURC Focus

# ドル不安でも下げ止まらないトルコリラ

～政情不安の中でトルコ中銀が機動的に利上げを断行できるかがカギ～

調査部 主任研究員 土田 陽介

- いわゆる「トランプ関税」に伴うドル不安を受けて世界的なドル安が進んでいるにもかかわらず、トルコの通貨リラの相場は下落が続いており、年初来騰落率は▲20%となっている。
- 一方、トルコの国際準備は増えているが、基本的に金価格の上昇に伴う“水膨れ”によるところが大きく、為替介入の原資となる外貨準備はそれほど回復していないことが分かる。
- トルコでは再び政情不安が高まっているが、それを嫌気した巨額の資本流出が生じた場合、中銀が機動的に大幅な利上げを断行できなければ、リラは暴落する恐れが大きい。

## 1. 下げ止まらないトルコリラ相場

いわゆる「トランプ関税」に伴うドル不安を受けて世界的なドル安が進み、少なくない新興国の通貨にも上昇圧力がかかっている。にもかかわらず、トルコの通貨リラの相場は下落が続いており、年明けのリラ相場は1ドル＝35リラ程度だったが、8月中旬までに41リラ台まで下落している(図表1)。この間の年初来騰落率は▲20%程度であり、リラは世界的にも“弱い通貨”となっている。

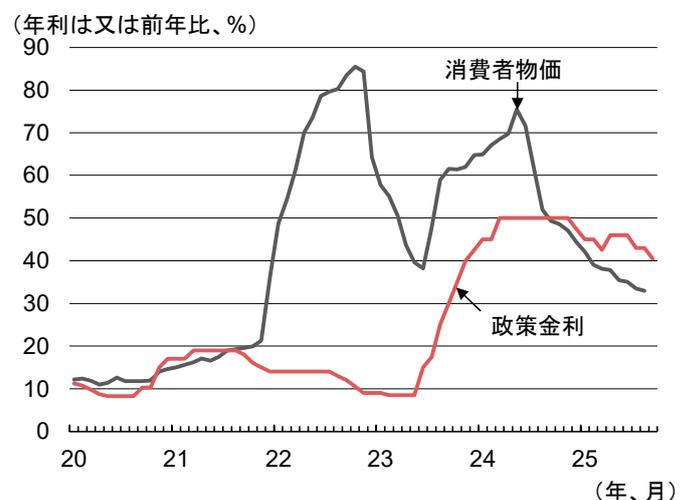
リラの弱さの主因の1つに、インフレの根強さがあると考えられる。トルコの消費者物価は8月時点で前年比33.0%上昇と15カ月連続で伸びが鈍化しているが、依然として高水準であり、トルコ中銀が掲げる年末の物価目標(同24%上昇)を満たすことができるか不透明な情勢である(図表2)。物価目標の達成を重視するなら、トルコ中銀は利上げが視野に入る状況といえる。

図表1. トルコリラの対ドル相場



(注) 週次。  
(出所)トルコ中銀

図表2. トルコの金利と物価



(注) 中銀は2025年末までに消費者物価を前年比24%上昇に、26年末に同16%上昇に、27年末までに同9%上昇にする目標を立てている。  
(出所)トルコ中銀

しかし中銀は、景気に配慮し利下げを進めている。直近では、9月11日に開催した金融政策委員会において政策金利を2.5%ポイント引き下げ、40.5%とした。政策金利の水準は引き続き消費者物価の上昇率を上回っており、その点で中銀は利下げを慎重に行っているが、とはいえ投資家が現行の金利水準ではインフレ抑制には不十分だと考えているため、リラを売り続けているのだろう。

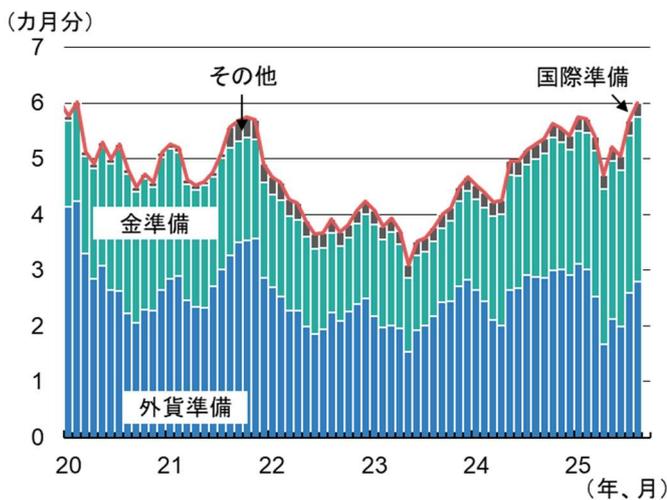
## 2. 依然として厳しい外貨資金繰り

リラ安に歯止めがかからない一方で、トルコの国際準備(外貨準備+金準備+特別引出権+国際通貨基金(IMF)への出資割当額)は増えており、最新8月時点では輸入の6.0カ月分と2020年2月以来の高水準まで回復している(図表3)。ただし内訳を確認すると、国際準備の回復は基本的に金準備の増加によるところが大きく、為替介入の原資となる外貨準備はそれほど回復していないことが分かる。

ここで金準備の推移を確認すると、トルコが保有する金準備は2024年後半から増勢が加速しているが、その主な理由は価格要因(金価格の上昇)である(図表4)。一方、数量要因(金保有量の増加)は限定的であるが、7月と8月はそれぞれ前年比8.0%増、同7.4%増と大量の金を買増ししており、ドル不安を受けてトルコ中銀が国際商品市場で地金を買増した可能性がある。

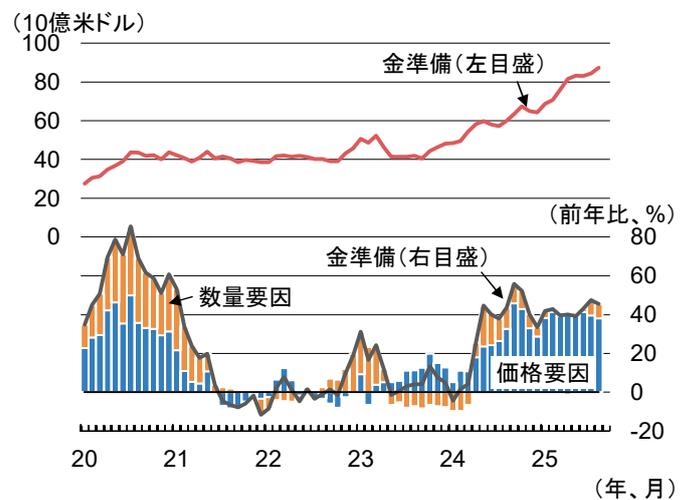
とはいえ結局のところ、トルコの国際準備は金価格の上昇で“水膨れ”しているにすぎない。それに、最終的に現送を伴う金は、決済手段として機動性が低い。加えて、そもそもの外貨準備の回復も限定的であることから、トルコの対外支払い能力が改善しているとは評価しえない。トルコには、輸出を増やすとともに、輸入を抑制し、ドルやユーロといったハードカレンシー(国際決済通貨)を地道に獲得することが求められる。

図表3. トルコの国際準備高の対輸入月比率



(注) 輸入は12カ月後方移動平均ベース。  
(出所) 国際通貨基金(IMF)、トルコ中銀

図表4. トルコの金準備の推移



(出所) IMF

### 3. 政情不安の中で機動的に利上げを実施できるかがカギ

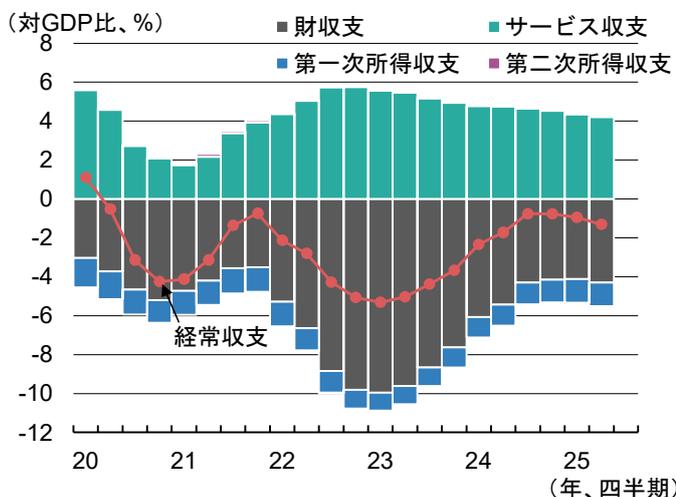
リラ安に歯止めをかけるためには、マクロ経済の引き締めを強化する必要がある。トルコの 4~6 月期における経常収支の名目 GDP(国内総生産)比率は▲1.3%と、小幅ながらも 3 期連続で赤字が拡大している(図表 5)。サービス収支黒字の縮小に加えて、財収支赤字の拡大が、経常収支赤字の拡大をもたらしている。経常収支赤字の拡大を防ぐには、引き締め策を継続・強化する必要がある。

他方で、財政収支は赤字の削減が進んでいない(図表 6)。4~6 月期の財政赤字は名目 GDP の 4.9%と前期(同 5.1%)からわずかに縮小したが、同 24%程度で横ばいとなっている歳出の削減が進まない限り、財政赤字を圧縮させることはできない。政府が歳出を削減するなら中銀は利下げが可能となるが、歳出の削減が進まない中で中銀の利下げが先行すれば、一段のリラ安を呼び込むことになる。

ただし、ここでの懸念事項は、トルコで再び政情不安が高まっていることである。トルコでは現在、最大野党である共和人民党(CHP)に対する法的な弾圧が強まっており、それに抗議する国民の運動が激しさを増している。9月15日には裁判所がCHPのオズギュル・オゼル党首の解任の是非を判断する予定だったが、国民の反発を受けて、それを10月24日に延期する事態となっている。

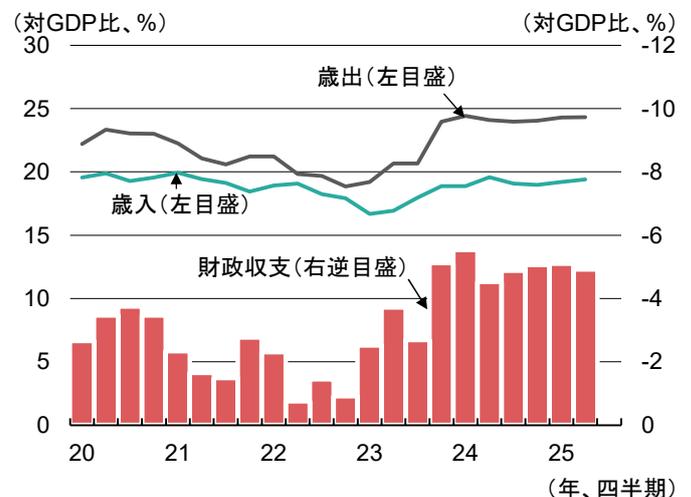
CHPの相次ぐ地方選での勝利を受けて、与党の公正発展党(AKP)と同党を率いるレジェップ・タイイップ・エルドアン大統領は焦りを募らせており、それがCHPに対する弾圧につながっている。3月にはCHPの次期大統領候補であるイスタンブール市長のエクレム・イマモール氏が職を追われ、7月にはCHPに所属するアダナ市、アンタルヤ市、アドゥヤマン市の3市長が検察によって拘束されている。

図表5. トルコの経常収支



(注)4四半期後方移動平均  
(出所)トルコ中銀

図表6. トルコの財政収支



(注)4四半期後方移動平均  
(出所)トルコ財務省

10月に延期された裁判の結果、CHPのオゼル党首が解任されれば、トルコの政情不安ならびに法の支配の衰退を嫌気した巨額の資本流出が生じ、リラ安が加速すると懸念される。その場合、外貨準備の資金繰りの回復も限定的であるため、トルコ中銀が機動的に利上げを断行できない限り、リラは暴落を免れない恐れが大きい。トルコのマクロ経済運営は正念場を迎えつつある。

－ 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。