

2020年8月12日

MURC Focus

通貨政策が息切れしつつあるトルコ

～8月20日の金融政策委員会で利上げに踏み切れるか

調査部 副主任研究員 土田 陽介

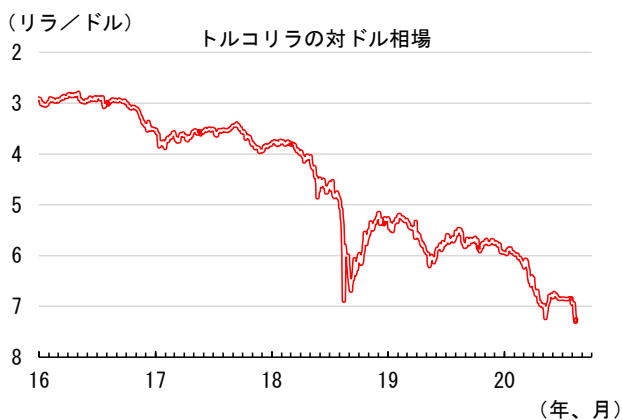
- トルコリラの対ドルレートの年初来下落率は2割近くに達し、8月5日の相場では節目となる1ドル7リラ台を突破、対ユーロでも史上最安値を更新した。
- 為替介入など当局による通貨政策が息切れしつつあることに加えて、コロナ禍で財政と金融の接近が進んだことが、リラ安が加速した背景にあると考えられる。
- 2018年8月のリラ暴落から2年の節目を迎えるなか、8月20日の金融政策委員会（MPC）で中銀が利上げを断行できるかどうか、リラ相場の動向を大きく左右しよう。

（1）足元で下落が加速するトルコリラ

トルコの通貨リラの下落が足元で加速している。対ドルレート（図表1）の年初来下落率は2割近くに達し、8月5日の相場では節目となる1ドル7リラ台を終値で突破、その後も下落基調で推移している。またリラは対ユーロでも史上最安値を更新、コロナ禍で軟調が続く新興国通貨であるが、そのなかでもリラは低迷が目立つ（図表2）。

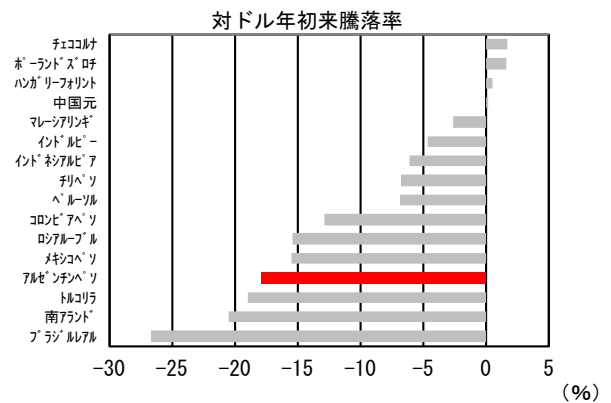
リラ安が加速した背景には、トルコ当局による通貨政策が息切れしつつあることがあると考えられる。トルコ中銀による恒常的な為替介入の結果、トルコの外貨準備高（図表3）はこのところ目減りが激しい。そのため中銀は為替介入の運営をデリケートに行わざるを得なくなり、リラ売り圧力に対する抵抗力が徐々に失われるようになったと考えられる。

図表1. 8月に入り下落が進んだリラ



(注) ask と bid の平均値、日次レート
(出所) トルコ中銀

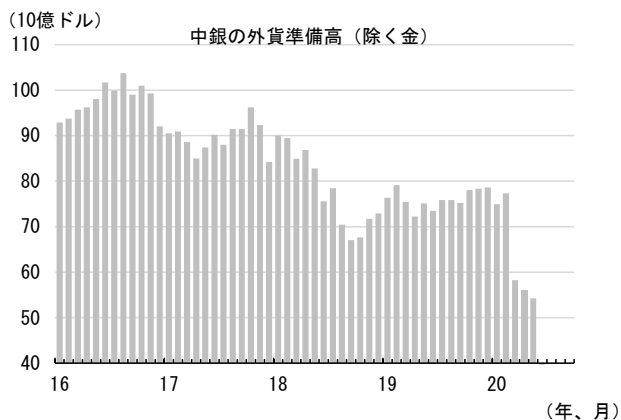
図表2. 他の新興国と比べてもリラの下落が目立つ



(注) 8月11日時点
(出所) Bloomberg

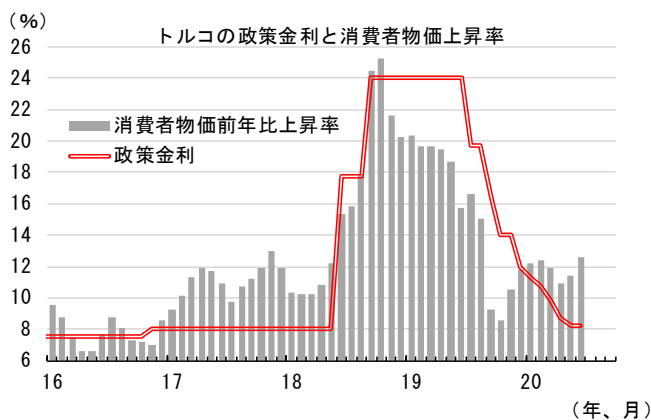
加えて、中銀が実質的なマイナス金利政策を継続していることも、リラ安の加速を促しているといえよう。トルコの政策金利（図表4）は足元で年8.25%と、消費者物価の前年比上昇率（最新7月は11.8%）よりも低く、実質的にはマイナスの状態が続いている。一般的に、こうした実質マイナス金利の定着は通貨の不安を招く。

図表3. 急減する外貨準備高



(出所) トルコ中銀

図表4. 中銀は実質的なマイナス金利を継続



(出所) トルコ中銀、トルコ統計局

景気を最優先するエルドアン政権は近年、統制的な手法を通じて銀行に貸出の強化を迫るといって「金融抑圧」的なスタンスを強めていた。そのため、政策金利よりも貸出金利の方が低いという逆転現象がトルコで生じていたが、こうしたアブノーマルな状況もまた海外の投資家に嫌気され、リラ安圧力の一つとして働いたと考えられる（詳細は土田（2019）を参照）。

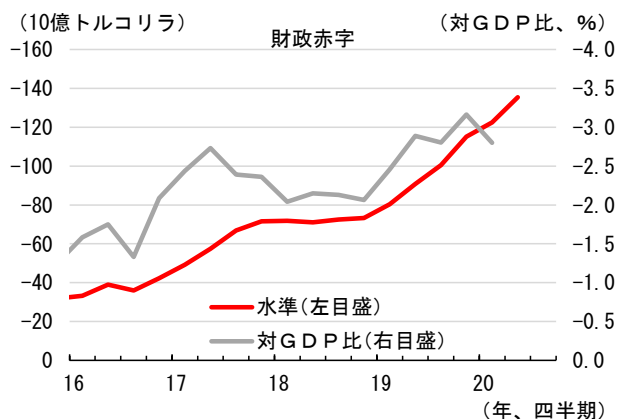
そうしたなかで、トルコ当局と主要行は8月7日に会合を設け、貸出金利の引き上げを容認するなど統制的な金融行政運営の緩和で合意した。この決定は本来ならリラ買いにつながると期待されていたが、同時に利上げを忌避するエルドアン政権に対する中銀の配慮が透けて見える措置でもあったため、利上げを期待した投資家の失望を誘い、リラ安がさらに進む結果となった。

(2) 財政と金融の接近もリラ安を促している可能性

また経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）の面では、財政の悪化も通貨安につながっているとみられる。トルコの財政収支（図表5）は2019年以降、景気の低迷などから赤字の拡大が鮮明であったが、コロナ禍での景気の悪化を受けてさらに赤字を拡大させている。より実勢の評価に相応しい対GDP比でも赤字幅の拡大は免れない公算が大きい。

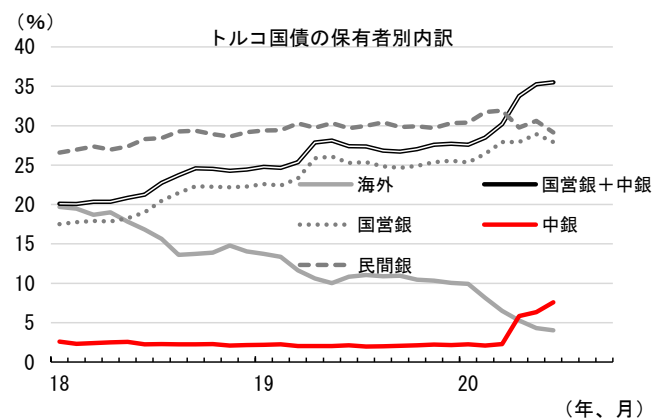
財政赤字の拡大を受けて国債の発行残高が増えているが、この過程で国内投資家の国債の保有比率が上昇するという特徴的な動きが生じた。図表6を見ると、特にトルコ中銀と政府の強い影響下にある国営銀の保有比率が顕著に上昇していることが分かる。反面で、海外投資家の保有残高が資本逃避により減少していることから、彼らの保有比率は低下している。

図表5. 顕著に悪化する財政



(注) 水準は4四半期後方移動平均、対GDP比は同累積値
(出所) トルコ財務省、トルコ統計局

図表6. コロナで国内投資家の国債保有比率が上昇



(注) 海外の保有残高は1月から6月までに48.9%減少した。
(出所) トルコ財務省

またトルコ中銀は、景気対策の一環として4月から「疑似的」な量的緩和（国債市場特別参加者（プライマリーディーラー）である銀行が失業保険基金から購入した国債をトルコ中銀が特定の条件で買い受けるというもの）にも取り組んでいるが、この政策もまたトルコ中銀の国債保有比率の上昇につながったと考えられる。

いずれにせよ、トルコではコロナ禍で財政（政府）と金融（中銀+国営銀）の接近が進むことになった。トルコのような経常赤字体質の新興国の場合、安定した経済成長のためには継続的な資本流入が不可欠となる。とはいえ、そうした国で財政と金融が過剰に接近することは、往々にして「財政ファイナンス」的な性格が強くなるため、通貨の暴落を招きがちである。

先行きトルコで財政と金融がさらに接近すれば、リラの不安定さが一段と増すことになるだろう。なお日米欧といった主要国でも疲弊した財政を金融が支える構図が定着しているが、日本円やユーロは経常黒字国の通貨であるし、米ドルはそもそも基軸通貨である。そのため為替相場は安定しており、トルコのような問題は意識されないと整理できる。

(3) 8月20日の金融政策委員会がリラ暴落の試金石に

利上げを忌避するエルドアン大統領に対する配慮から、トルコ中銀は、為替介入で可能な限り時間を稼ぐとともに、グローバルなリスクセンチメントの回復を待つという危うい路線を歩んできた。とはいえ、金価格の急上昇や先進国に限定した株高などに反映されているように、投資家の世界経済に対する見方は未だ悲観的なままである。

他方で、為替介入など時間を稼ぐための手段には限界がある。コロナ禍で経済のファンダメンタルズも一段と悪化しており、好転の兆しが見られない。大統領が引き続き利下げの志向が強いとはいえ、通貨の安定を放置すれば経済活動そのものが立ち行かなくなることを考慮すると、中銀はこれまで回避してきた利上げによいよ踏み込まざるを得ない状況にある。

トルコ中銀の次回の金融政策委員会（MPC）は8月20日に予定されている。ここで中銀が利上げなど通貨の安定に資する金融政策の決定を下せば、リラの下落がいったんストップするだろう。しかしながら、中銀がエルドアン政権への配慮を優先して小手先の対応に終始すれば、投資家の失望を招き、リラの一段安につながる危険性がある。

一般的に、夏季の相場は取引量が少なく、いわゆる夏枯れとなる。一方で夏枯れ相場は、少量の売買で価格が変動しやすいため急落ないしは急騰することが多い。対米関係の悪化がトリガーとなった先のトルコ通貨危機も2018年8月10日に生じた。あれから満2年が経過した節目とも言える8月のMPCで中銀が非合理的な決定を下せば、投資家は過剰に反応するかもしれない。

地域大国であるトルコの経済不安は自ずと中東の近隣諸国に波及する。その中東では、隣国シリアの情勢に加えて、足元では3月に債務不履行（デフォルト）を経験したレバノンの治安の悪化（ベイルートにおける大規模な爆発事故）が懸念される。トルコの通貨安がトリガーとなって中東の地域不安が高まる可能性が警戒される。

同時に、2018年8月のトルコ通貨危機がアルゼンチンペソの暴落を招いたように、新興国の通貨危機は国境を越えて連鎖する厄介な性格を持っている。依然として世界がコロナ禍を脱却できていない状況において、リラの暴落が新興国通貨安の波をさらに荒立てることのないように望まれるところである。

参考文献

土田陽介（2019）「通貨危機後のトルコで強まる金融抑圧」三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部『経済レポート』（2019年10月25日付）

－ 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。