

## トルコの金融経済情勢は安定するか？(1) トルコリラの特徴を考える

経済調査部 上席研究員 武田 紀久子  
[kikuko\\_takeda@iima.or.jp](mailto:kikuko_takeda@iima.or.jp)

<はじめに>

トルコリラ相場は対ドルで一時 3.0 台の大台に乗せるなど昨年中は史上最安値圏での推移が続いたが、今年 2 月以降は反発に転じている。年末年始に見られた国際金融市場の著しい動揺が収まっていることが背景にあり、本稿執筆時点（4 月 18 日）では 2.84 水準と、最安値から一旦持ち直しとなっている。

もともと、中長期的にみれば、依然としてリラ相場が大幅な安値水準にあることに変わりはない。現在の相場は、米 FRB が量的緩和政策の出口へ向かう大きな節目となった 2013 年 5 月のいわゆる「バーナンキショック」以降、対ドルで約 40%、そして、昨年 1 月との対比でも約 20% も減価した水準にある。過去 3 年間に進行した大幅な通貨安の背景としては、改めて指摘するまでもなく、且つ、その他多くの新興国通貨と同じく、米金融政策正常化に伴う資本流出、内外の政情不安や地政学リスク、そして、経常赤字国の常である対外ファイナンスの不安定化などがあった。下げ止まったとは言え不確実性の高さは今も続いており、容易には安定感が醸成されにくい市場環境が続いている。

トルコリラの先行き不透明感に鑑みて、本稿では、上述の定性的な「相場材料」からやや視点を転じ、そもそもトルコリラが持つ通貨としての特徴を整理し、今後の見通しの一助としたい。その特徴とは、①グローバルなリスク環境が特に大きく反映されるいわば「グローバルリスクオフのプロキシ（代替）」通貨であること、②恒常的な経常赤字・高インフレ通貨であること、そして、③こうした制約下でトルコ中銀が打ち出すややユニークな金融政策、の 3 点である。

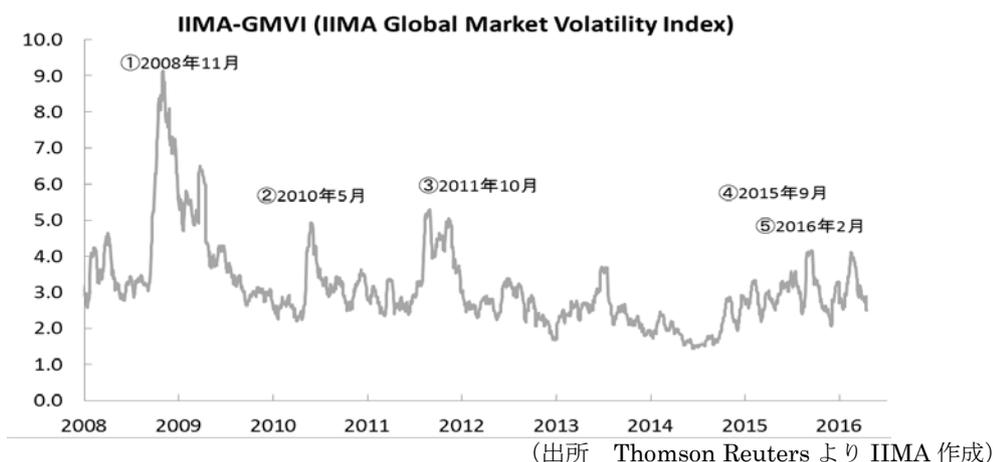
### 1. リスクセンシティブなトルコリラ

多くの新興国通貨は、2013 年 5 月のバーナンキショック以降、概ね一貫して下落基調を辿ってきた。背景には、米金融政策が正常化に向かうタイミングで、中国など主要新興国の構造調整が顕著となり、これにエネルギー価格下落が特に資源産出国へ追い打ちをかける形で、グローバルなリスク環境が「オン（リスク選好）」から「オフ（リスク回避）」へ大きく変質したことがある。つまり、グローバルなリスク環境にセンシティブであることは、殆どの新興国通貨に共通するものだが、次に示す通り、中でもリラはそれが特に顕著な通貨と言える。

<図表 1>では、当研究所算出のボラティリティ指数（IIMA-GMVI）を前提に、2008 年のグローバル金融危機発生以降、リスク環境が極端に悪化した 5 つの局面を抽出した。

そして、それぞれの期間における、VIX 指数と主要新興国通貨の相関係数を<図表 2>で示している。トルコリラは、その他新興国通貨との対比で有意な相関を継続的に維持。いずれの局面でもグローバルなリスク回避傾向の高まりに対して大きな影響を受けていることが判る。トルコリラは、いわば、新興国通貨の中で「最大のリスクセンシティブ通貨」といって差し支えないだろう。

<図表 1> IIMA-GMVI の推移 (2008 年以降、先進国市場)



<図表 2> グローバルリスクオフの新興国通貨への影響

主要新興国通貨のIIMA-GMVIに対する相関

ピークの日付	①2008年11月20日	②2010年5月21日	③2011年10月3日	④2015年9月1日	⑤2016年2月11日
VIX指数の水準	68	36	45	30	28
相関係数の計測期間	前後計6か月	前後3か月	前後3か月	前後3か月	前後2か月
(日本円)	-0.58	-0.43	-0.46	-0.72	-0.66
トルコリラ	0.77	0.75	0.77	0.55	0.72
中国人民元	-0.14	0.30	-0.35	0.45	0.78
ロシアルーブル	0.30	0.88	0.71	0.49	0.79
ブラジルレアル	0.54	0.76	0.62	0.42	0.57
南アフリカランド	0.68	0.84	0.60	0.58	0.80

(出所 Thomson Reuters より IIMA 作成)

その背景を推察すると、先ず、あくまで相対的ながら、トルコ経済の多様性・広汎性が挙げられる。多くの新興国は、例えば、ロシア、ブラジル、そして、南アのような極端な「資源依存」、或いは、ロシアのように原油依存に加えて、地理や歴史の繋がりの深い「EU 依存」など、成長モデルが何らかの形で偏っていることが多い。ところがトルコは、こうした極端な偏りが少ない上、例えば輸出相手は EU 向けが約 2 割、中東、ロシア・CIS 向けも同じく約 2 割を占めるなど、輸出仕向け国の分散化も進んでいる。危機の背景や震源地に拠らず、遍くグローバルなリスク環境の影響を受け易い点が考えられる。

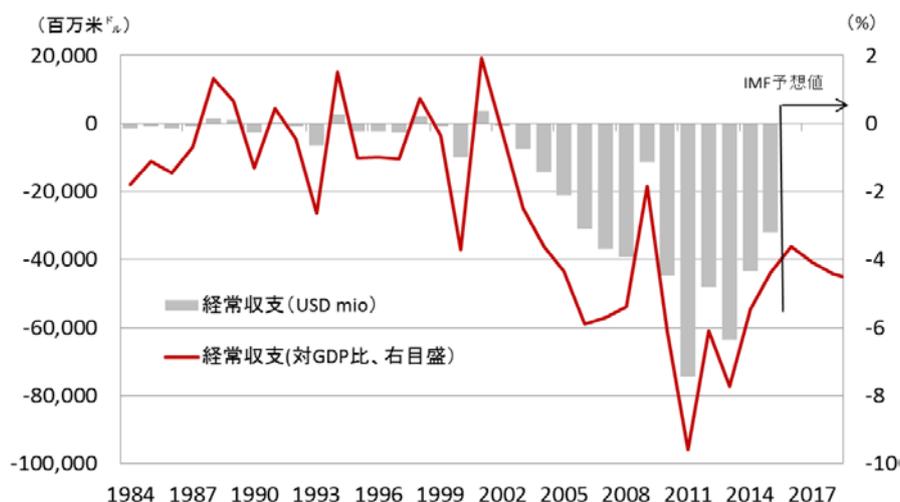
また、これも相対的ながら、相応に規模の大きい成熟した金融市場を持っていることも関係がありそうだ。最新版が 2013 年 10 月とやや古いデータになるが、グローバル外国為替市場の取引高に占めるトルコリラの比率は、新興国の中では、メキシコ、中国、

ロシア、シンガポールに次ぐ第5位で約0.7%。先進国も含めた世界全体では16位と相応に大きな市場規模を持っている。後述する経常赤字国であるという事情も大きいですが、新興国の中では「accessible・tradable＝取引し易い」通貨であることで、かえって、リスク環境のプロキシ（代替）として活発に商いされてしまう面もありそうだ。

## 2. 恒常的な経常赤字・高インフレが招く「悪い通貨安」

周知の通り、トルコは恒常的な経常赤字国である。もっとも足元では、原油安長期化に伴いその規模がやや縮小し、2011年に付けた既往ピークの744億ドル（対GDP比9.6%）から2014年には435億ドル（同5.4%）、2015年には321億ドル（同4.3%、速報ベース）へ改善している。この先については、原油価格が下げ止まりつつあること、頻発するテロにより観光収入が激減していること等に鑑みて、経常赤字が更に改善する見込みはやはり小さい。減少したとは言え、対GDP比4%越えの赤字規模は決して小さくなく、トルコに対し「恒常的な経常赤字国」の枕詞はこのまま継続する見通しだ。

<図表3>トルコの経常収支動向



(出所 IMF, トルコ中央銀行)

一国の経常赤字の背景には、過小貯蓄・過剰投資があり、トルコの場合は、旺盛な内需＝消費体質が主因となって、経常赤字の定着を促している。一般論として、経常赤字そのもの自体は善でも悪でもなく、単に一つの「体質」に過ぎないが、赤字であることは、貸借対照表上、常に対外的なファイナンス＝資本流入に異存することを意味する。グローバルな市場心理がリスクオフに傾きマネーの動きが停滞・逆流する場面では、トルコに対する対外ファイナンス不安定化の懸念が生じやすく、これがリラをリスクセンシティブな通貨にする源泉になっている。また、対外ファイナンスの安定感を測るカギとして注目される短期借入の比率が外貨準備に対して100%前後の高水準で推移。経常赤字全体が縮小しても、短期借入が高水準にあることで、不安定感が払拭され難い状況が続いている。

加えて、過剰消費と表裏一体の関係にある構造的な「高インフレ」も続いている。トルコは2000年代まで前年比CPIの2桁上昇が定常化していた。足元では、直近値である3月分が前年同月比+7.5%と一旦低下したものの、依然として中銀目標（2016-2017年

のインフレターゲットを「2018年にかけて5%（±2%）」としている）を大きく上回っている。高インフレ体質は、購買力平価理論から、通貨先安観が醸成され「実勢相場は割高（＝下落余地あり）」の思惑を定着させ易い。更に、実質金利が長期に渡りマイナス域で推移していることで、国内の過剰消費を促進→経常赤字→高インフレ→通貨安の循環を定着させてしまう。グローバルなリスク環境にセンシティブであることの背景には、こうした内生的な構造要因、即ち、高水準の経常赤字と高インフレがあり、リラ相場安定が促され難い環境となっている。

### 3. ユニークな中銀の政策目標と政府の圧力

一国の通貨価値を決める上で最も重要な存在と言って良い中央銀行はどうか。多くの中央銀行は「物価安定 price stability」を目標に掲げ、それを唯一の法的責務（シングル・マנדート）として政策運営を行っている。トルコ中銀もそうした中銀の一つだが、実はこれに加えてもう一点、同中銀は「金融安定 financial stability」も念頭に置いて政策運営にあたっている。既述の通り、外部要因の影響を受けやすい極めて不安定感の強い市場環境であるため、物価安定の実現のためには金融安定が不可欠であるというトルコ固有の事情がうかがえる。

その結果、トルコ中銀が折々打ち出す政策判断は、必ずしも物価安定に直結するものとは限らず、また、政策手段も「伝統的」の範疇にこそあるものの、複数用意されている。例えば、政策金利（1週間物レポ金利）にはコリドー（一種のバンドであり、上限は翌日物貸出金利、下限は翌日物借入金利で構成される）が設定され、この3種類の金利操作が行われるほか、為替市場を通じたリラの流動性供給等も政策ツールとしている。こうして、目的と政策ツールが多岐にわたるため、同中銀が実施した政策が物価安定に主眼を置いたものか、市場安定を企図したものか、市場の認識や評価が定まらず、混乱を呼ぶケースも少なくない。そうした問題意識から、同中銀は昨年8月、金融政策の簡素化を決定。3つの金利の一本化を目指すとしたが、その後の市場混乱などで、実際の簡素化作業は棚上げされたまま。こうした経緯の中、今年3月に予想外の利下げ（上限である翌日物借入金利の25bp引き下げ）が決定されたため、トルコ中銀の政策判断に対する不透明感、不信感が一層深まってしまっている。

もとより、現在のトルコ中銀が直面する課題は、物価安定や金融安定そのものの難しさよりも「政府からの圧力」にある。新興国においては決して珍しいことではないが、各種報道等を参考にする限り、エルドアン大統領周辺からのそれは非常に大きく、唐突な印象を与えた3月の決断もこうした政府介入の結果とする見方が市場では大勢だ。折しも、エルデム・バチュシュ総裁が4月19日で任期終了し、後任には副総裁のムラト・チェティンカヤ氏が指名された。外部の政治的人物が指名されるとの漠然とした不安に対し、ともあれ中銀内部から後任が選出されたことで、市場には一旦安堵感が広がっている。しかし、この先今年11月までに、政策委員会（MPC）メンバー7名のうち5人の任期満了が控えている。再任可能性の有無、後任人事を巡る政府の介入、及び、それらを踏まえて更に政府からの緩和策推進圧力が強まることなど、市場では依然として警戒感が強く、「中銀に対する信認」の揺らぎが、リラの不安定感を増長させる事態となっている。

#### 4. 終わりに

見てきた通り、トルコリラは現在、これを取り巻く定性的な通貨安要因とは別に、構造的な要因からも、減価方向への思惑を呼び易い「特徴」を多く抱えてしまっているように見受けられる。冒頭でも触れた通り「相場材料」としては、米FRBの利上げペース慎重化、中国経済及び市場のハードランディング懸念後退、そして原油価格の下げ止まり等を受け、一旦下落一服となっている。しかし、それら以外に構造不安を多く抱えるリラ相場は、通貨高方向への早期の基調転換、或いは、相場安定が展望され難い。また、政府が「リラ金利低下とリラ安の意向」を明示的に打ち出していることでリラ先安観が更に煽られ易く、まだまだ警戒感が必要な時間帯が続きそうだ。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2016 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>