

トルコは「独り相撲」で一段と瀬戸際に近づいている模様

～地政学リスク、対米関係、自律性の乏しい金融政策、すべてがリラ相場にとって悪材料に～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

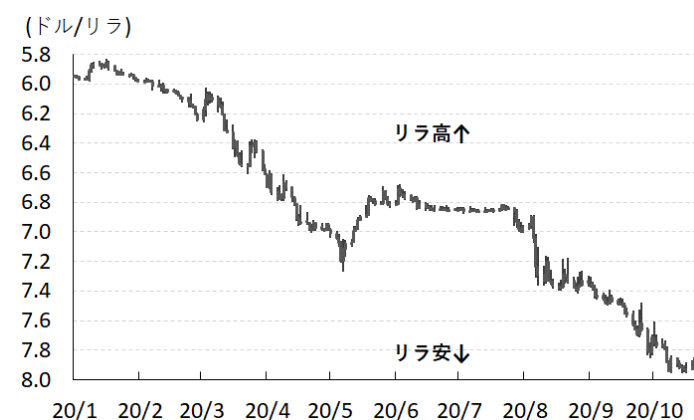
主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- このところの国際金融市場では世界的な「カネ余り」やドル安圧力を背景に多くの新興国通貨が強含みする一方、トルコ・リラは調整が続く対照的な状況にある。トルコ・リラは経済のファンダメンタルズの脆弱さを理由に国際金融市場の動揺に際して調整する展開が続いてきたが、東地中海でのガス田探索を巡る EU との関係悪化に加え、アゼルバイジャンとアルメニアの紛争を巡る地政学リスクがリラ相場の重石になってきた。
- さらに、トルコ中銀はエルドアン大統領による圧力を受けて断続的に利下げを行う一方、リラ安阻止に向けた為替介入に伴い外貨準備高は急減するなど対外構造の脆弱さも高まっている。中銀は先月の定例会合で 2 年ぶりの利上げに踏み切ったが、22 日の定例会合では再度「裏口」の引き締め頼らざるを得ない事態に直面している。今後はリラ相場を巡るボラティリティが高まるとともに、一段のリラ安が進む可能性もあろう。
- 2018 年のトルコ・ショックの直接の引き金はトルコと米国の関係悪化であったが、米議会を中心にトルコへの不信感が強まるなど火種はくすぶる。米大統領選を巡っても、バイデン候補はエルドアン政権への不信感を隠さず、仮にバイデン氏が次期大統領となればトルコに対敵対者制裁措置法に基づく制裁に動く可能性もある。そうなればデフォルトを通じて国際金融市場の動揺を招く恐れもあり、その動向には注意が必要である。

このところの国際金融市場においては、年明け以降における新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）のパンデミック（世界的大流行）を受けた世界経済の減速懸念に対応する形で世界的に金融緩和の動きが広がったことを受け、『カネ余り』とも呼べる状況が続いている。なかでも米 F R B（連邦準備制度理事会）は量的緩和政策を強化させている上、米トランプ政権が巨額の景気刺激策を打ち出すとの期待も相俟って米ドル安圧力が掛かるなど、春先の国際金融市場の動揺を受けて調整した新興国通貨の多くが底入れする動きがみられる。こうした状況にも拘らず、このところのトルコの通貨リラ相場は先月末以降度々過去最安値を更新するなど、他の多くの新興国通貨と異なる形で調整圧力に直面する厳しい状況に見舞われている。トルコは、経常赤字と財政赤字の『双子の赤字』や慢性的なインフレという経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱さを理由に、2013 年に米 F R B のバーナンキ元議長による量的緩和の縮小を示唆する発言をきっかけにした国際

図 1 リラ相場(対ドル)の推移

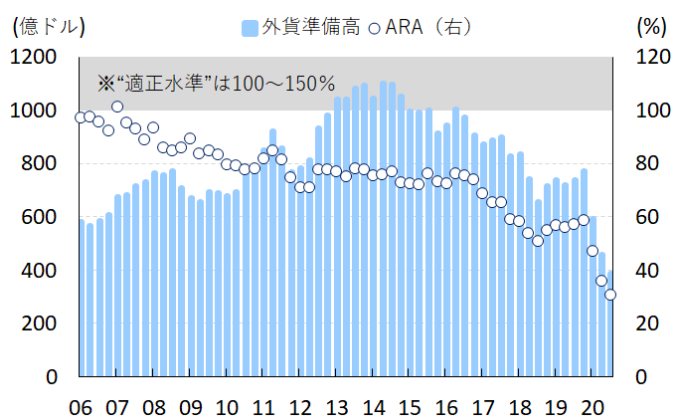


金融市場の動揺（テーパー・タントラム）に際して資金流出圧力が直撃した5ヶ国の新興国（フラジャイル・ファイブ）の一角となった経緯がある。さらに、2年前にはファンダメンタルズの脆弱さに加え、米国との関係悪化を理由に資金流出圧力が強まり、通貨リラ相場の暴落をきっかけにした国際金融市場の動揺（トルコ・ショック）の発火点となるなど、金融市場の動向に揺さぶられやすい体質にある。また、ここ数年は隣国シリアでの内戦激化による地政学リスクの高まりが懸念されてきたほか、このところはトルコが東地中海で推進しているガス田探査を巡り、海上における国境線が未確定であるギリシャのほか、歴史的にトルコと対立するキプロスも懸念を強めており、輸出及び外国人来訪者の4割強を占めるEU（欧州連合）との関係悪化がトルコ経済に加え、地域の安全保障を巡るリスクとなる可能性が高まっている。そして、今夏以降は長年対立状況にあるコーカサスのアゼルバイジャンとアルメニアの間で散発的に軍事衝突が発生する動きがみられたが、先月以降は歴史的にアルメニアと対立するトルコがアゼルバイジャンに軍事支援を行うことで軍事衝突が激化するなど、新たな地政学リスクが意識されたこともリラ安の動きに拍車を掛けた。なお、今月初めにはコーカサスでの影響力保持を狙うロシアの仲介によりアゼルバイジャンとアルメニアは停戦合意に至ったものの、双方が非難合戦を繰り広げている上、散発的に戦闘が続くなど事態収束は見通しにくい。さらに、上述のようにトルコはアゼルバイジャンに軍事支援を行う一方、ロシアは両国と良好な関係を築いているものの、アルメニアと相互防衛協定を締結している上に同国に軍事基地を有するため、両国の対立が一段と激化すればトルコとロシアを巻き込む対立に発展する可能性も懸念される。また、コーカサスは地理的にイランに隣接するなど関与を示唆する動きがみられるなか、アゼルバイジャンはイスラエルや米国と良好な関係を有しており、最悪の事態として大国間の『代理戦争』と化していく可能性など、新たな地政学リスクとして意識されていることもリラ相場の重石になってきた。

なお、トルコの金融政策を巡っては、上述のように慢性的なインフレに見舞われているにも拘らず、エルドアン大統領が中銀に対して「高インフレは高金利が原因」とする『トンデモ理論』を理由に利下げ実施を強要する難しい局面が続いてきた。結果、昨年には金融政策の方向性を巡る対立を理由に中銀のチェティンカヤ前総裁が更迭されるなど中銀の独立性が危ぶまれる動きがみられたほか（詳細は昨年7月8日付レポート「[トルコ・エルドアン大統領、中銀総裁更迭で独立性への懸念が再燃](#)」をご参照下さい）、後任のウイサル現総裁の下で中銀は

断続的に利下げ実施に動いたため、その後のリラ相場は国際金融市場の環境に左右されやすい展開をみせてきた。こうしたことから、今春以降の国際金融市場の動揺ではリラ安圧力に拍車が掛かる一方、リラ安は輸入物価を通じてインフレを誘発する懸念があるため、中銀はリラ安阻止に向けた為替介入の実施に追い込まれた。ただし、その背後で年明け以降の外貨準備高（gross値）は急速に減少しており、IMF（国際通貨基金）が示

図2 外貨準備高とARAの試算値の推移

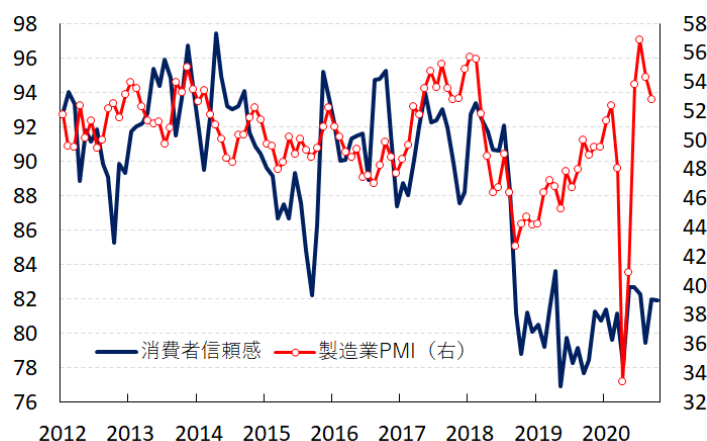


(出所) CEIC, IMF より第一生命経済研究所作成, 直近は今年8月時点

す国際金融市場の動揺に対する耐性の有無を現わすARA (Assessing Reserve Adequacy) の基準に関連して、足下では当研究所の試算に基づけば『適正水準』を大きく下回るなど、対外構造は急速に脆弱さを増している。さらに、中銀はリラ安を抑えるべく通貨スワップを実施していることを勘案すれば、公的対外債務残高や為替先物予約などを除いた外貨準備高（ネット値）は枯渇が懸念されるなど極めて厳しい状況にある。よって、中銀はリラ安圧力に抗う必要に迫られる一方で上述のようなエルドアン大統領による圧力も重なり、過去数ヶ月は『裏口』での金融引き締めを続けてきたが、先月の定例会合では2年ぶりの利上げ実施に踏み切るなど『正攻法』の対応をみせた（詳細は9月25日付レポート「[トルコ中銀、リラ相場の最安値更新で堪らず2年ぶりの利上げ実施](#)」をご参照下さい）。しかし、その後は上述のように様々な地政学リスクが嫌気される形でリラ安圧力が強まる展開が続いており、中銀による『決死の』利上げ実施にも拘らずその効果はほどなく相殺されるとともに、一段とリラ安が進む事態となっている。こうしたなか、中銀は22日の定例会合では政策金利である1週間物レポ金利を10.25%に据え置く一方、各営業日の終了前1時間に適用される短期金利の事実上の上限に当たる「後期流動性貸出金利」について翌日物貸出金利との金利

差を300bpとし、現行の13.25%から14.75%に150bp引き上げる『裏口』からの金融引き締め動く決定を行った。この決定について、中銀は「インフレのリスク抑制に向けた金融政策と流動性管理策により金融状況は大幅に引き締められた」との認識を示したが、足下では経済活動の再開を受けて企業部門のマインドは大きく改善する一方、家計部門のマインドは低調に推移するなど景気回復の見通しが立たないなかで景気下支えへの注力に迫られたのが実情

図3 消費者信頼感と製造業PMIの推移



(出所)CEIC, IHS Markit より第一生命経済研究所作成

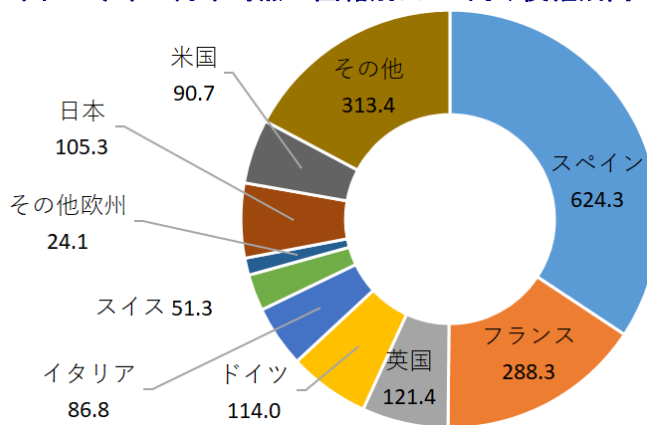
であろう。ただし、こうした対応はリラ相場を巡るボラティリティを高めると見込まれ、足下の抵抗線とされる「1ドル＝8リラ」を早晚抜ける可能性も考えられよう。

さらに、足下では来月3日に実施される米大統領選の行方もリラ相場に影響を与える材料となっている。上述のように、2018年のトルコ・ショックは米国との関係悪化がリラ安を加速させる材料となったが、その後は直接的な原因となった自宅軟禁状態に置かれたトルコ在住の米国人牧師が事実上釈放されたことで両国間の対立の火種が除去されるとともに、事態収束に向かった。しかし、その後もトルコはNATO（北大西洋条約機構）加盟国であるにも拘らずロシア製地对空防衛ミサイル防衛システム（S400）を導入したことを理由に、米議会はトランプ政権に対してトルコへの敵対者に対する制裁措置法（CAATSA）に基づく制裁を科すことを求めるなど、安全保障上の脅威とみる動きが強まっている。さらに、昨年末には米議会が第一次世界大戦中のオスマン帝国によるアルメニア人殺害事件を巡って「ジェノサイド（大量虐殺）」と認定する決議を行う一方、トランプ米大統領は決議を拒否するなどトルコと米国の対立の火種となる動きもみられる。こうしたなか、米大統領選の民主党候補であるバイデ

ン前副大統領はドキュメンタリー映画の中のインタビューにおいて、トルコのエルドアン大統領について『独裁者』と指摘した上で、野党指導者を支持することでクーデターではなく選挙を通じて政権交代を支援すべきと述べるなど、トルコの現政権を敵視する姿勢をみせた模様である。トルコでは 2016 年にクーデター未遂事件が発生したが、当時の米国の副大統領による上述の発言はトルコ政界の間にクーデター未遂事件の背後で米国が暗躍したとの疑念を招いており、仮にバイデン氏が勝利して次期大統領となれば米国とトルコの新たな対立の火種となることも考えられる。また、バイデン氏が次期大統領となった場合にはトルコに対して C A A T S A に基づく制裁を科す可能性も考えられ、仮にそうした事態となれば上述のように対外構造が極めて脆弱ななかで対外債務を巡る債務不履行（デフォルト）に追い込まれることも懸念される。そうなればトルコ向け債権の 7 割以上を占める欧州系金融機関に甚大な悪影響が出ることは必至であり、欧州系金融機関は南米や中東、ロシア、アジアなど多くの新興国に債権を

有することを勘案すれば、新興国市場に幅広く影響が伝播する事態も予想される（詳細は 5 日付レポート「[新興国を巡って注意したい「トルコ発」の懸念](#)」をご参照下さい）。その意味では、足下のトルコは『独り相撲』の様相を強めているものの、わが国をはじめとする世界経済及び国際金融市場にとっては決して無視出来ないということに注意する必要がある。

図 4 今年 3 月末時点の国籍別トルコ向け債権残高



(出所)国際決済銀行(BIS)より第一生命経済研究所作成、数字は億ドル

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。