

PRAEVIDENTIA WEEKLY (1月24日)

トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）

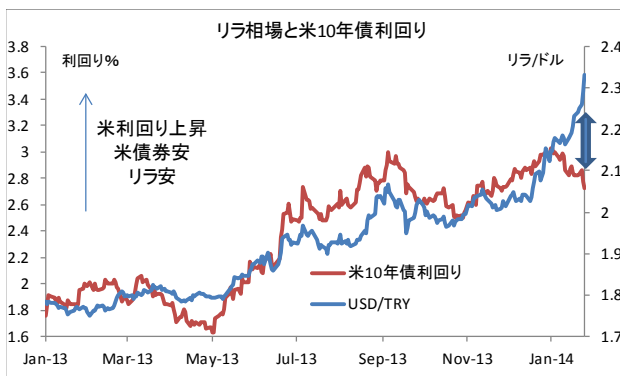
<要約>

トルコリラ（TRY）は高金利のため本邦個人投資家の間でも人気が広がりつつあったが、昨年中は主要な新興国通貨の中でもインドネシアルピア、南アランドに次いで大きく下落した通貨となり、今年入り後も続落している。語り尽くされた感があるリラ安要因である経常赤字とその不安定なファイナンス構造、政情不安の高まり、そして新興国から先進国への資金シフトの動きなどには大きな変化がなく、今後数か月は下落が継続する可能性が高い。但し行き過ぎの兆候も見られてきている中、本稿では今後のトルコリラ反発の可能性を探る上での注目点を取り挙げる。

行き過ぎの兆し？

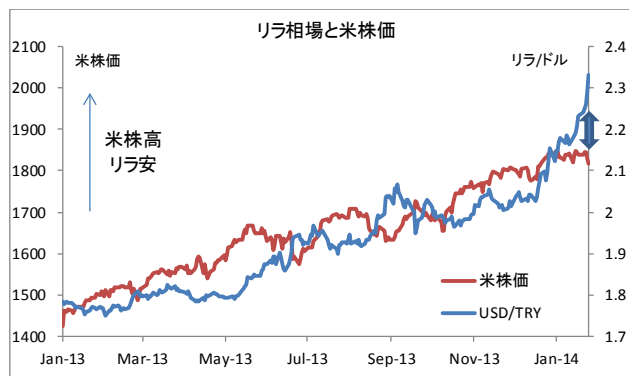
先々週取り挙げた南アと並んで「脆弱5か国」の一つとして分類されているトルコの通貨リラは、昨年1年間に対ドルで17%下落、今年に入ってから更に8%下落しており、昨日だけで10%以上の急落を示したアルゼンチンペソを除けば最も下落率の大きい通貨となっている。リラ続落の背景としては、これまでのリラ下落の主因であった①トルコ経常赤字体質、②安定的な対内直接投資ではなく出入りが激しい対内証券投資への依存度が高い不安定な経常赤字ファイナンス構造、③今年の重要選挙を前に、反政府デモ、エルドアン政権の汚職疑惑、与党AKPとギュレン教団の対立の可能性といった政情不安が高まっていること、④通貨安、CPIインフレ率のインフレ目標上限超過（目標レンジ3-7%に対し直近は7.4%）にも拘らず中銀が利上げに慎重であること、といったトルコに固有のリスク（idiosyncratic risk）に改善がみられないためではあるが、トルコを含む新興国市場全般に影響を与えていた、米量的緩和縮小からくる市場の混乱と、先進国の相対的加速・新興国の相対的減速からくる新興国から先進国への資金シフトというテーマのうち、実際の量的緩和縮小開始後にむしろ米長期債利回りは低下基調にあり目立った混乱は起きていないにも拘らず、一部新興国通貨の下落がむしろ加速している面もあり、ややオーバーシュート（行き過ぎ）の様相を呈してきている面もある（図表1、2）。

図表1：リラ相場と米10年債利回り



(出所) プレビデントティア・ストラテジー作成

図表2：リラ相場と米株価



リラ相場転換のサインを探る

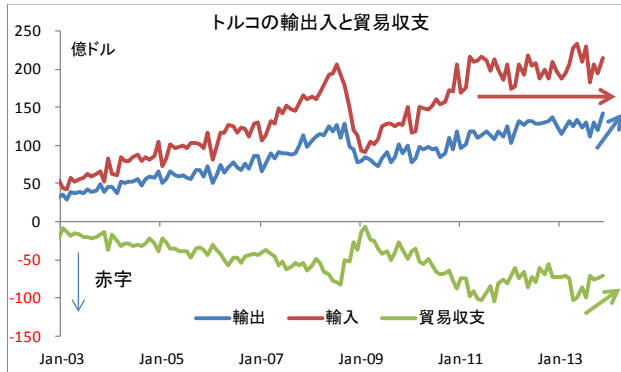
上述の経常赤字体質、証券投資などのホットマネー依存、高インフレ、政情不安などは早期に簡単に解決するものではなく、トルコ中銀によるドル売りリラ買い介入が続いても目先1、2か月でリラは対ドルで2.5リラ程度まで続落する可能性がある（年初来で約14%）。ドル/円が103円程度で推移する場合、リラ/円相場は41.2円へ下落することになり、2011年10月の安値（40.24円）に迫る水準となる。但し、年初来で既に8%の下落はトルコと米国のインフレ格差（2014年の市場予想：トルコ6.8%、米国1.6%、格差5.2%）や金利差（1年物LIBOR：トルコ10.0%、米国0.6%、格差9.4%）などと比べるとかなり行き過ぎであるため、発表頻度が高い統計でこれまでのリラ安要因に変化が現れてくると、反発する可能性も高まっている。このため、今後の潜

在的なリラ反発に繋がる材料として注目される指標を挙げる。

① トルコの輸出が増加し、貿易赤字・経常赤字が縮小に向かうか

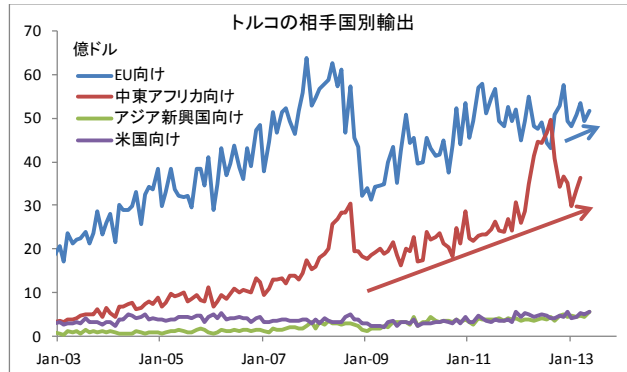
中国の成長率は若干の減速が予想されている一方、世界全体でみれば米国の加速もあって今年の成長率は高まる見込みで（IMFの最新予想によれば昨年の3.0%から今年は3.7%へ加速）、輸出全体のパイが拡大する。また、トルコの最大の輸出相手地域であるEU（全体に占める比率は40%程度）ではユーロ圏および英国の景気回復が鮮明で、今後輸出が増加してくる可能性があるほか、次に大きい中東アフリカ向け（27%程度）も一貫して増加している（図表3、4）。昨年以降のリラ安も価格競争力強化を通じて輸出増に繋がる可能性もあり、今後トルコの輸出の伸びが貿易収支改善に繋がると、リラ買戻し材料となる。

図表3：トルコの輸出入と貿易収支



（出所）プレビデントリア・ストラテジー作成

図表4：トルコの相手国別輸出



② トルコの輸入が減少し、貿易赤字・経常赤字の縮小に繋がるか

輸入は原油など燃料が大きいことから、為替変動に対する短期的な数量変化の感応度は小さい。特に、原油価格が高留まったり、輸出が増加する場合の部品輸入の増加の可能性、またトルコは内需が堅調であることから今後輸入がむしろ増えるリスクがある。敢えて輸入に関連してポジティブな材料とすれば、トルコにおけるシェールガス開発の進展がある。幅があるがトルコのシェールガス埋蔵量はトルコのエネルギー需要の10-40年分を満たすことができるとされている。開発開始がすぐに現在のロシアやイランからの原油や天然ガスの輸入を代替できる訳ではないが、将来的な貿易収支・経常収支改善材料としてポジティブに捉えられる可能性が高いほか、開発投資は景気の押し上げ要因となるほか、海外大手企業によるものであることから安定的な経常赤字ファイナンス源である対内直接投資の増加にもつながる。

③ 対内証券投資が回復し、短期的であれ経常赤字ファイナンスが行われるか

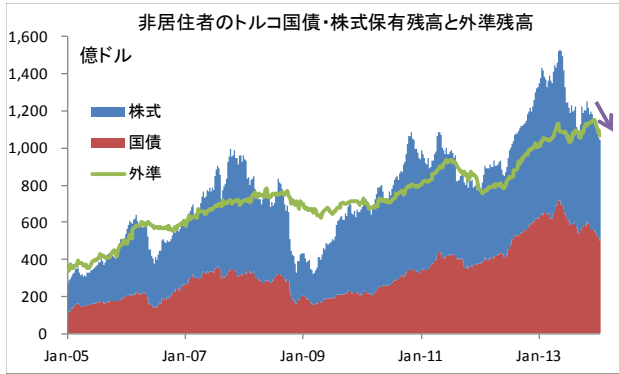
トルコの経常赤字体質に対して、出入りが激しい証券投資によるファイナンスに依存している点がトルコの脆弱性の一つであるが、短期的には証券投資の流出（海外投資家による保有トルコ債券・株式の売却）を食い止め、再流入に持って行ければ根本解決策ではないが短期的にリラ相場を支える。このためには海外投資家の信認が回復することが必要で、トルコ中銀のより明確な通貨安・インフレ抑制姿勢、政治的な安定の回復、介入によるリラ安阻止、などがきっかけとして必要だ。

なお、海外投資家のトルコ国債・株式の保有残高と外貨準備高との関係を見ると（図表5）、トルコ当局は昨年半ばまでの資金流入局面で着実に外貨準備高を積み上げてきており、昨年の海外投資家によるトルコ債券・株式の売却とリラ安局面でも殆ど外準は減らず、むしろ昨年12月13日週の1,151億ドル（11.58兆円）がピークとなっている。その後トルコ中銀はドル売りリラ買い介入を積極化しているが、ピーク比での減少額は現在のところ83億ドル（8,472億円）と、海外投資家の保有残高の減少（487億ドル=5.0兆円。昨年5月のピークである1,526億ドルから1,039億ドルへ）と比較しても小幅に留まっており、かつ偶然か直近1月17日時点の外貨準備高と海外投資家のトルコ国債・株式保有残高は共に1,000億ドル強と同水準で、海外投資家が全て保有証券を売却したとしても吸収できる計算となる。

とはいえ、現在のようにリラ安、海外投資家のトルコ証券売却に対して少額のリラ買い介入をただら続けるだけではじり貧となり、次第に外準が底をつくのではという懸念を高め投機的アタックを助長する。マクロ経済政策（特に1.00%以上の利上げ）と同時に大規模介入に踏み切り、断固としてリラ安を阻止す

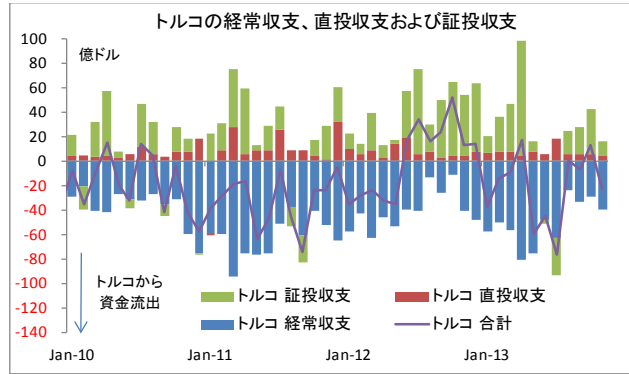
る姿勢を示すのは、早ければ早いほど効果が高まる。幸い、南アなどと違い国内景気は然程悪くなく、ある程度利上げにも耐えられるとみられる。

図表 5：非居住者のトルコ証券保有と外準の残高



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6：トルコを巡る資金フロー



④ Erdogan 首相率いる与党公正発展党 (AKP) の支持率が高まるか

政府に対する支持率に関する情報の入手が困難だが、これまでのところ与党の支持率は 50%超程度で大きく低下していないようだ。今年は 3 月 30 日に地方選、8 月に初の大統領選、そして来年予定される総選挙の前倒し観測もあるなど、重要な政治日程が控えており、これらで AKP が十分な過半数で勝利をしていけば、一旦海外投資家の不安が後退する可能性が出てくる。もっとも、与党が敗退する場合や、勝利しても十分な過半数とならない場合、国内正常性の混乱が高まるため、3 月、8 月までは不安定な状況が続くとみられる。

ディスクレイマー

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、金融商品の売買や投資など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、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。  
 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、当社は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。  
 当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社  
 金融商品取引業者 (投資助言・代理業) 関東財務局長 (金商) 第 2733 号  
 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641