

2018年8月16日 全5頁

「トルコ・ショック」で懸念すべきこと

連想が重なることで国際的に波及する可能性も

金融調査部 研究員 矢作 大祐
研究員 森 駿介
研究員 中村 文香
主任研究員 土屋 貴裕

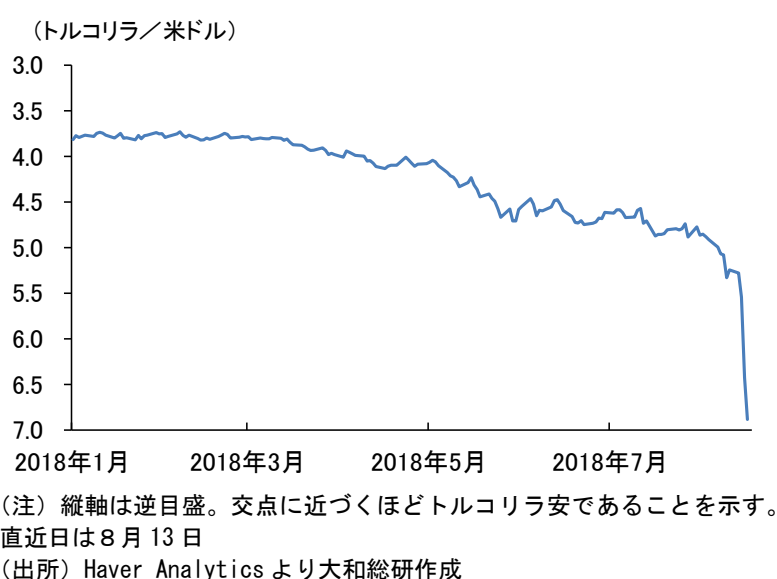
[要約]

- 足元、トルコは通貨、国債、株価のトリプル安という「トルコ・ショック」に直面している。「トルコ・ショック」はトルコが元々国際資金フローの変動に脆弱であったことに加え、エルドアン大統領の強硬姿勢を背景に、米国－トルコ関係の緊張が高まったことが契機となって発生した。こうした中、「トルコ・ショック」がグローバルに伝播するのではないか、との懸念がある。
- 米国－トルコ関係の悪化は個別の問題であり、政治的緊張といったトリガーがなければ、他の新興国への影響は限定と考えられる。ただし、米国の利上げが継続すると見込まれる中で、脆弱国を中心に資金流出懸念はくすぶっている。何らかのトリガーがひかれた場合、トルコ・ショックが他人ごとではなくなるかもしれない。
- トルコに対してエクスポージャーを持つ国・地域でも、各国与信全体に占めるトルコ向け与信のシェアは相対的に低い。ただし、トルコリラ安を背景に、リラ建ての与信が多いスペイン、フランスに関しては為替差損の発生、ドル建ての与信の多いイタリアに関してはトルコ企業等の債務返済コストの上昇に留意すべきと言える。
- 今回の「トルコ・ショック」をまとめれば、米国が利上げを継続する中で、新興国における資金流出懸念が潜在的に存在しており、政治・外交的な緊張の高まりと対外的な脆弱性が合わせ技となって引き起こされたものと言える。スペイン、フランス、イタリアの銀行の株価が下落したように、不安が資金逃避につながり、連想を通じて結果的に国際的に影響を及ぼす可能性もある。

米国－トルコ関係の悪化を契機とした「トルコ・ショック」

8月10日のトルコリラは対ドルで前日比13.8%安の6.4リラ／米ドル（年初来41.4%安）まで大幅に下落した（図表1）。また、トルコの3年国債利回り（終値）は24.2%と前日差で2.0%ptの上昇（年初来11.5%pt上昇）、株価もトルコイスタンブール100指数が前日比2.3%の下落（年初来19.2%安）と、通貨、債券、株式のトリプル安となった（以下、「トルコ・ショック」）。日本時間の12日にはエルドアン大統領が政策金利の引き上げに否定的な考えを示したことから、トルコリラ安の思惑が強まり、13日早朝には一時7.0トルコリラ／米ドルまで下落した。

図表1 トルコリラの対ドルレート



トルコリラの急落は、政治・外交的な緊張の高まりが契機となった。2018年7月に、2016年にエルドアン大統領への反発から発生したクーデター未遂事件を支援したとして、トルコ在住の米国人がトルコ政府に拘束された。これに対し、米国政府は不当な拘束であると抗議する意味で、8月1日に拘束を主導したとされるトルコ政府閣僚2名を資産凍結のリストへと加えた。また、米国のトランプ大統領は、8月10日にトルコからの鉄鋼とアルミニウムに対する関税を引き上げることを自身のSNS上に投稿し、トルコ政府に対する強硬姿勢を強めた。これに対し、トルコのエルドアン大統領も、米国政府閣僚の資産凍結を公表するなど、対抗措置を講じた。

このような政治・外交的な高まりを契機に、「トルコ・ショック」が生じたと考えられる。ただし、トルコはもともと国際的な資金フローの変動からの影響を受けやすい素地を有していた。イベント発生時における国際的な資金フローからの影響の受けやすさを示す脆弱性の指標は各種存在するが、(1) 経常収支（赤字）、(2) 対外純資産（負債超過）、(3) 外貨準備高の短期対外債務残高に対する比率（低水準）が代表的である¹。こうした指標を基にトルコの脆弱性を

¹ 矢作大祐、森駿介、土屋貴裕（2018）「ドル依存の高まりとリスク伝播の懸念」（『大和総研調査季報』2018年新春号 Vol. 29）https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180301_012784.html

見ると、トルコは経常収支赤字が恒常化しており、資金調達に海外からの短期調達に依存している（図表2）。例えば、外貨準備高の短期対外債務残高に対する比率は1.1倍と低い。国際的な資金フローの変動に影響されやすく、資金流出が発生した場合に外貨準備の枯渇が懸念される脆弱国と認識されていたとみられる。トルコリラはそもそも下落しやすい環境にあったと言え、5月に緊急利上げを行ったにもかかわらず下落を続けていた。足元ではインフレ率がさらに高進していたが、トルコのエルドアン政権は経済への悪影響を懸念し、トルコ中銀への圧力を強め、5月の利上げ以降政策金利を据え置き、7月の金融政策決定会合でも利上げが見送られてきた。つまり、トルコリラ安傾向がくすぶるとともに、エルドアン政権の強硬姿勢に対する不安がつの中、トルコリラは急落したと考えられる。

図表2 主要新興国・地域の各種脆弱性指標（2016年末時点）

（脆弱性指標） （時点）	経常収支/GDP （%/pt）		政府債務残高/GDP （%/pt）		企業債務残高/ GDP （%）	家計債務残高/ GDP （%）	対外純資産/ GDP （%）	外貨準備/ 短期対外債務 （倍）
	2016年	変化幅 （対2007年）	2016年	変化幅 （対2007年）	2016年	2016年	2016年	2016年
中国	1.8	-8.2	44.3	15.3	166.3	44.4	16.1	3.9
香港	3.3	-9.7	0.1	-1.0	233.8	67.7	N/A	N/A
インド	-0.5	0.1	69.6	-4.5	46.7	10.2	-16.3	4.3
インドネシア	-1.8	-4.2	27.9	-4.5	23.3	17.0	-35.9	2.9
マレーシア	2.3	-13.1	56.2	16.3	68.5	70.3	5.3	N/A
フィリピン	0.2	-5.2	34.6	-10.0	N/A	N/A	-9.2	5.6
タイ	11.8	5.9	42.2	6.3	50.0	70.2	-8.2	3.7
ベトナム	0.5	9.5	60.7	19.8	N/A	N/A	N/A	N/A
アルゼンチン	-2.7	-5.2	54.2	-6.7	12.4	6.1	9.4	1.1
ブラジル	-1.3	-1.4	78.3	14.6	43.6	22.7	-33.4	6.5
チリ	-1.4	-5.7	21.3	17.4	101.2	42.7	-16.7	3.1
メキシコ	-2.7	-1.3	58.4	20.9	27.8	16.4	-42.9	3.3
ハンガリー	4.9	12.0	74.1	8.5	72.4	20.3	-62.3	1.9
ポーランド	-0.3	6.1	54.4	10.2	50.0	36.8	-57.3	2.2
ロシア	1.9	-3.6	15.6	7.6	52.6	15.7	17.1	8.3
カザフスタン	-3.0	5.0	21.0	15.1	N/A	N/A	-35.5	4.3
トルコ	-3.8	1.7	28.1	-10.1	67.5	17.6	-41.5	1.1
サウジアラビア	-3.9	-26.3	13.1	-4.1	50.0	14.6	93.7	N/A
ナイジェリア	-3.3	-19.9	17.6	10.3	N/A	N/A	-14.5	N/A
モーリシャス	-19.7	N/A	61.5	14.2	N/A	N/A	259.6	1.1
南アフリカ	-3.2	2.2	51.7	24.6	37.5	34.4	7.5	1.6
（網掛けの基準）	赤字国	低下国	上位5カ国	上位5カ国	上位5カ国	上位5カ国	下位5カ国	下位5カ国

（注1）詳細に関しては、脚注1参照

（注2）「経常収支/GDP」における香港、ナイジェリア、ベトナム、カザフスタン、モーリシャスは2015年

（注3）「対外純資産/GDP」におけるモーリシャスは2015年

（出所）IMF、BIS、世界銀行より大和総研作成

脆弱性の所在

市場が意識しているとみられるのは、「トルコ・ショック」の伝播の可能性である。今回トルコが見舞われたように、国際的な資金フローの変動に伴ってリスクが高まる候補地は新興国である。新興国はリーマン・ショック後に大規模な資金流入を経験した後、欧州債務危機や「テーパー・タントラム」、人民元ショックといったイベントを契機に資金流出が発生し、通貨安や資産価格の下落へと帰結した。

脆弱性指標を見ると、脆弱性の高いアルゼンチンや南アフリカといった一部の新興国通貨も

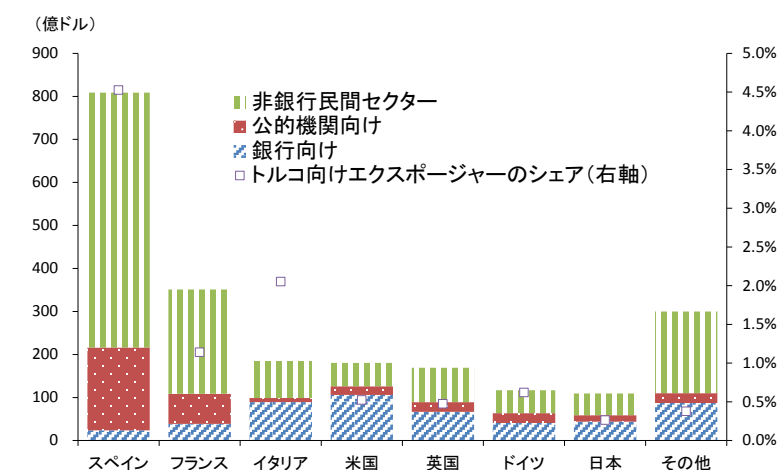
「トルコ・ショック」によって対ドルで下落した（図表2）。8月10日のこれらの国の通貨の対ドルレートは、アルゼンチンペソが前日比4.0%安の29.2ペソ/米ドル、南アフリカランドが2.6%安の14.1ランド/米ドルとなった。「トルコ・ショック」は一定の影響をもたらしたとみられるが、米国-トルコ間の関係悪化という個別の問題を発端としたものであり、政治的緊張のような通貨急落のトリガーがなければ、他の新興国への影響は限定的と考えられる。ただし、米国では一段の利上げが確実視されており、トルコリラが今回の急落に至る前にすでに下落基調にあったように、多くの脆弱国を取り巻く環境は厳しさを増しつつある。些細なことが通貨急落とそのグローバルな波及につながるリスクは認識しておくべきだろう。

スペイン、イタリアへの波及も懸念材料

また、トルコに対するエクスポージャーの多い欧州では銀行株が下落し、ユーロは対ドルなど主要通貨に対して減価したことから、「トルコ・ショック」が欧州を經由し、国際的に波及するのではないかと懸念が広まった。BIS（国際決済銀行）の国際与信統計によれば、主要国のトルコに対するエクスポージャーは、スペイン、フランス、イタリアの金融機関が相対的に大きい（2018年第1四半期、図表3）。このうち、イタリアに関しては財政懸念も相まって10年国債利回りが10日に3%を超える水準まで上昇した。いずれの国も各国の与信全体に占めるトルコ向け与信のシェアは相対的に小さいことから、「トルコ・ショック」に対する過度な懸念は必要ないとみられるが、以下の3点に留意が必要だと考えられる。

第一に、いずれの国もトルコの非金融民間セクター向け与信が多いことが挙げられる。トルコは非金融民間セクターの対外債務残高に占める短期債務残高が約3割と高い。トルコリラの減価に伴う返済コストの増加がトルコ企業の重荷となり、信用リスクが上昇する可能性もある。

図表3 主要国別トルコ向け与信（2018年第1四半期）



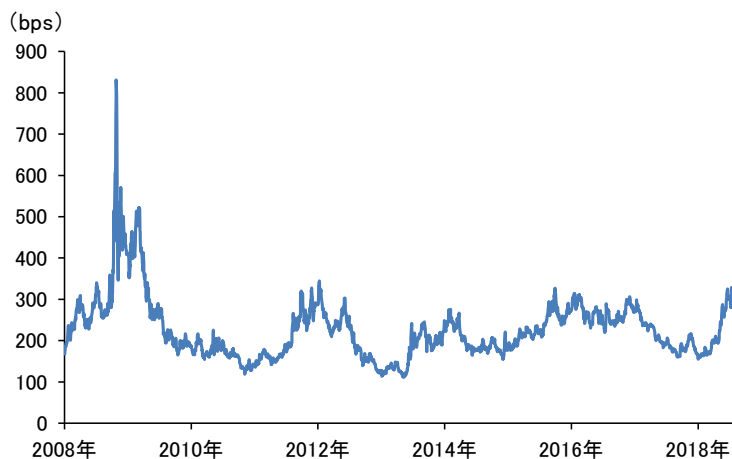
(注) 最終リスクベース

(出所) BIS、Haver Analytics より大和総研作成

第二に、スペイン・フランスのトルコ向け与信において、非銀行民間セクターに次いで公的機関向けのシェアが高いことである。トルコのソブリンCDS（5年物）のプレミアムは急上昇し

ている（図表4）。同プレミアムは欧州債務危機が懸念された2011年、テーパー・タントラムの2013年、そして人民元ショックのあった2015年を超え、リーマン・ショック以来の高水準となっている。また、スペイン・フランスの与信は、トルコリラ建ての債権が約半分を占めていることから、足元のトルコリラの減価に伴い為替差損が発生しやすいと考えられる。

図表4 トルコのソブリンCDSのプレミアム（5年物）



（注）直近日は8月13日

（出所）Bloomberg より大和総研作成

第三に、イタリアに関して、トルコの金融機関向けのドル建ての与信が多いことである。トルコの主要金融機関のCDSプレミアムは直近3ヵ月間の平均値で約400bpsであったが、約600bpsまで上昇している。金融機関の対外債務は、非金融民間セクターと同様に短期債務の割合が高い。つまり、イタリアのトルコ向け与信の大半は、今後1年間における資金調達環境の悪化具合に左右されることになる。

長期化すれば、国際的な波及も

繰り返しになるが、トルコに対する与信はいずれの国も大きくなく、過度な懸念は必要ないと考えられる。トルコ経済は好調な消費支出や設備投資に支えられて堅調に推移してきており、今回の「トルコ・ショック」はトルコ経済への懸念が高まったわけではない。米国が利上げを継続する中で、新興国における資金流出懸念が潜在的に存在しており、政治・外交的な緊張の高まりと対外的な脆弱性が合わせ技となって引き起こされたものと言える。この見方が正しければ、エルドアン大統領が姿勢を軟化することによって「トルコ・ショック」も収拾に向かうことも考えられる。

ただし、エルドアン大統領の強硬的な姿勢が継続することにも備えるべきであろう。特に、問題が長期化すれば、通貨安によるインフレ率上昇の加速が予想され、利上げが後手に回って大幅な利上げを余儀なくされ、トルコ経済が失速することも考えられる。エルドアン大統領の強硬的な姿勢が継続すれば、スペイン、フランス、イタリアの銀行の株価が下落したように、不安が資金逃避につながり、連想を通じて結果的に国際的に影響を及ぼす可能性もある。