

# トルコショックの「伝染」リスク 過去の通貨ショックとの類似点と相違点

みずほ総合研究所  
調査本部  
03-3591-1400

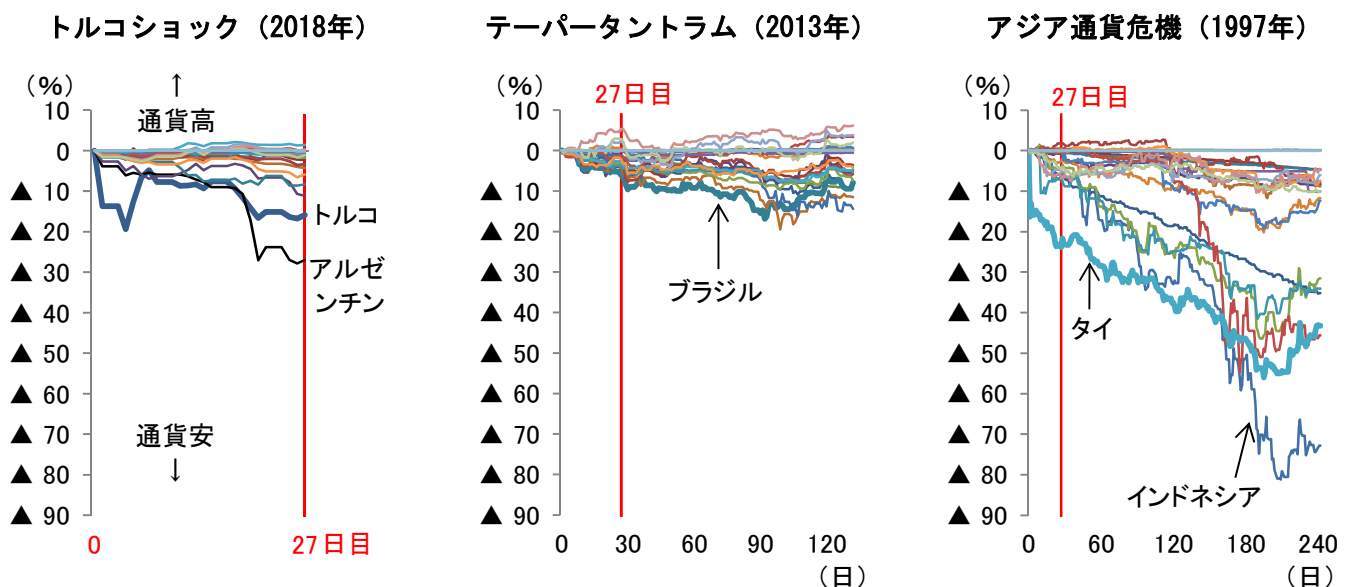
- 8月10日、トルコリラが急落したことをきっかけに、他の新興国通貨もつれ安となるトルコショックが発生。通貨安の伝染はアルゼンチンで顕著
- トルコとアルゼンチンについては、ファンダメンタルズの観点から今後も通貨安を警戒すべき状況。特にトルコは政治面でも不安要素があり、これら2カ国以外では南アフリカにも要注意
- 今回の通貨安はファンダメンタルズが脆弱な国、政策や政治面で不透明な国に集中。多くの通貨に下落が伝染するリスクは現状で低いが、貿易摩擦激化によるリスクオフの蔓延には留意が必要

## 1. トルコショックの発生

8月10日、トルコリラの対米ドルレートが急落したことをきっかけに、他の新興国通貨もつれ安となるトルコショックが発生した。こうした新興国通貨の下落は、テーパータントラム（2013年）やアジア通貨危機（1997年）など、過去にみられた新興国通貨安の伝染（contagion）を想起させる（図表1）。

トルコショックの前から、新興国通貨の下落は本年初から観測されていた。2018年2～5月には、米

図表1 23新興国通貨の対米ドルレート推移（ショックの起点日以降の累積変化率）



(注) トルコショックは2018年8月10日、テーパータントラムは2013年5月22日、アジア通貨危機は1997年7月2日が起点日。  
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

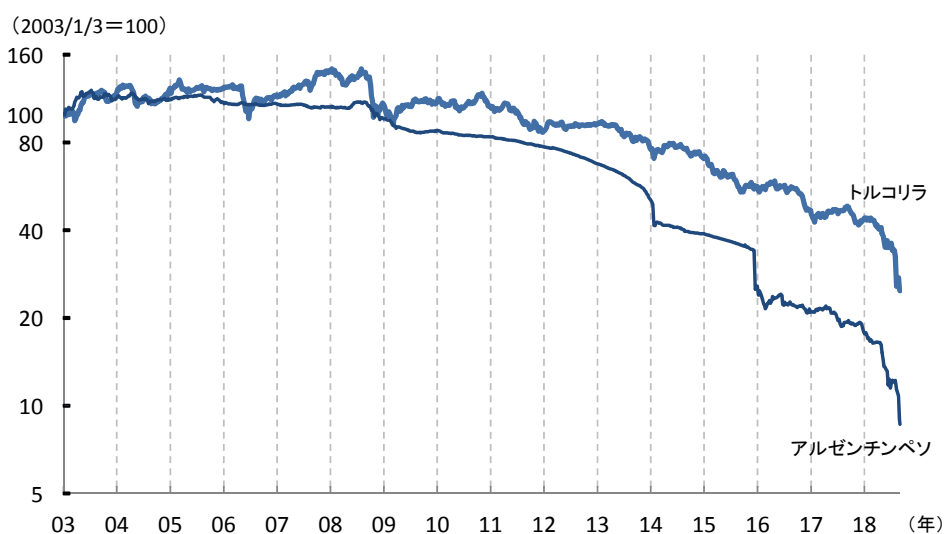
国の利上げを背景として、資金流出に対する脆弱性が懸念されてきた経常赤字国、具体的には中南米諸国やトルコ、南アフリカといった国の通貨が既に売られる展開となっていた。特にアルゼンチンでは、多額の資金流出によって外貨繰りが行き詰まり、IMFに対して融資枠500億ドルの支援要請を行う事態に追い込まれていた。さらに6月以降も、米中貿易摩擦に伴う先行き不透明感から、中国およびその周辺のアジア新興国の通貨が売られていた。今回のトルコショックは、新興国通貨の持続的な下落に対して不安が高まるなかで、そうした不安に追い打ちをかけるようにして発生した。

## 2. 9月に入っても弱含みが続くトルコリラ

今回のトルコショックは、対米関係の急速な悪化がトリガーになった。トルコリラは、経常赤字や高インフレに象徴される脆弱なファンダメンタルズを背景に、これまでも5年以上にわたって通貨安基調で推移してきたが（図表2）、トルコ政府が米国人牧師を拘束したことへの報復として、トランプ政権がトルコからの鉄・アルミ輸入に対して関税を2倍に引き上げることを表明したのをきっかけに、今回のトルコリラ急落が発生している。

8月10日のトルコショック発生直後、トルコ当局は応急措置の通貨安対策として、①通貨投機規制（国内銀行による海外投資家とのスワップ取引制限）、②カタル中央銀行との通貨スワップ協定（30億ドル規模）、③事実上の利上げ（資金供給レートを政策金利の1週間物レポ金利：17.75%でなく、割高な翌日物貸出金利：19.25%に切り替え）を行い、相場安定に一定の成果を挙げた。また、8月21～24日まではトルコの祝日で、同国の為替市場は休場だったことも、投機を冷ます一定の効果があった。しかし、祝日が明けて市場参加者が戻ってくると、再びトルコリラ安が再燃した。トルコリラは、トルコショックから4日目（8月13日）をピークに一旦落ち着いたものの、18日目（8月27日）以降は再び値を下げている（前掲図表1）。

図表2 トルコリラとアルゼンチンペソの対ドルレート（長期推移）



(注)縦軸は対数目盛であり、2点の距離は変化率に対応。

(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

### 3. 通貨安の「伝染」はアルゼンチンで顕著

トルコリラの急落を受け、トルコと同様に経常赤字を抱える中南米諸国（アルゼンチン、ブラジル）や南アフリカでも通貨が下げ足を速めた。トルコと同時期に米国から経済制裁（化学兵器使用に対する措置）を受けたロシアでも通貨ルーブルが下落するなど、トルコショックの伝染がみられる。

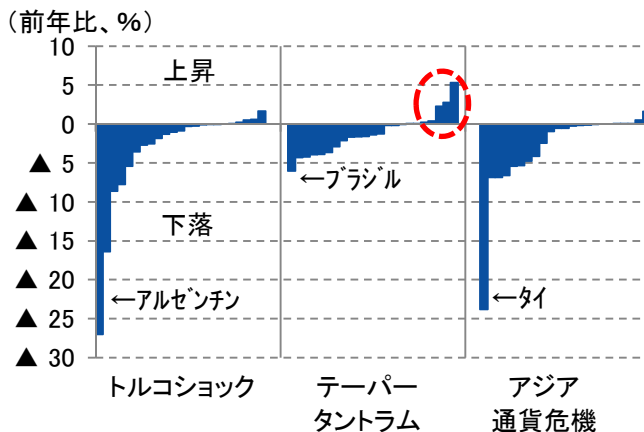
つれ安となっていた新興国通貨のうち、特にアルゼンチンペソの下落ペースは速く、足元でも下落に歯止めが掛かっていない。アルゼンチンペソは8月10日にトルコショックが発生すると、直後からつれ安となり、8月13日には通貨防衛のため5%の利上げが行われたが下落は止まらなかった。そして、通貨安と資金流出が続いたため、IMFが既に承認していた500億ドルの融資枠のうち、実行済みの150億ドルを差し引いた残りの部分の早期実行を8月29日に要請する事態に追い込まれた。さらにアルゼンチンは翌30日に15%もの追加利上げを実施したが、通貨安トレンドに変化はみられなかった。トルコショックの発生から27日目（9月5日）までのアルゼンチンペソの下落率は▲27%に達し、伝染の震源となったトルコリラ（▲16%）よりも落ち込んでいる（前掲図表1）。

### 4. これまでのところ、通貨安の深度と拡がりはアジア通貨危機に比肩

ショックから27日目の状況について、過去にみられた新興国通貨の代表的な下落局面と比較するとどうであろうか。まず、2013年5月にバーナンキFRB議長（当時）が米国の量的金融緩和策の縮小を示唆したことをきっかけとするテーパータントラムでは、当初の27日間で最も下落していたのはブラジルレアルの▲6%だった。そして、1997年7月にタイバートの急落をきっかけに発生したアジア通貨危機では、27日間で最も下落していたのは震源となったタイバートの▲24%だった。目下のアルゼンチンペソの下落率は、テーパータントラムを超え、アジア通貨危機と同等である（図表3）。

また、通貨安の拡がりについても、今回のトルコショックは概ねアジア通貨危機並みということが出来る。テーパータントラムではむしろ通貨高となった国も幾つか観測され、新興国の間では必ずしも通貨安一辺倒ではなかったが、アジア通貨危機では各国通貨が概ね下落しており、通貨安の拡がり

図表3 新興国23通貨の対米ドルレート  
(ショックから当初27日間の変化率)



(注) 図表1と同じ23通貨が対象。  
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

方が今回のトルコショックと類似している（前掲図表3）。

トルコショックの発生から現在までの状況を通貨安の深度と広がりという尺度でみた場合、いずれの尺度ともに今回のトルコショックはテーパータントラムを超え、アジア通貨危機に比肩するレベルに達していることがわかる。

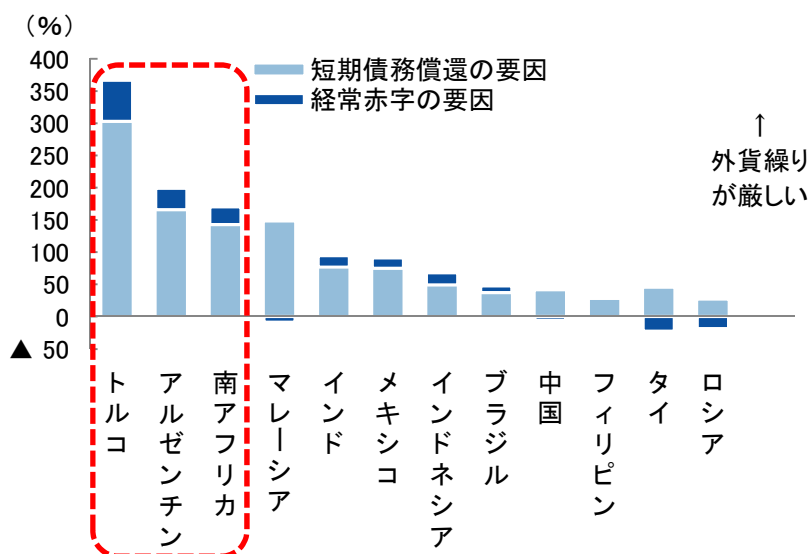
## 5. 懸念される通貨安局面の長期化

懸念されるのは、トルコショックの影響が長期化し、これまでの展開が類似しているアジア通貨危機のように（前掲図表1）、通貨安の深度と広がりがさらに悪化することである。まず、トルコとアルゼンチンについてだが、今後も通貨安に対する警戒を怠れない状況が続くだろう。外貨繰りが厳しいというファンダメンタルズの脆弱性を抱えているため、市場参加者が資金を引き上げるリスクは高いためである。対外資金必要額（経常赤字と1年以内に償還期限を迎える短期対外債務の合計）の外貨準備比率を試算すると、トルコとそれに次いでアルゼンチンの比率が高く、必要な外貨に比べて手元の外貨が少ないことがうかがわれる（図表4）。

特にトルコについては、政策および政治面での不透明性も高いため、市場参加者の不安心理が続くリスクがある。トルコショックを受けて中央銀行が事実上の利上げを実施したものの、エルドアン大統領はかねてより利上げに反対を表明しており、政府と中銀が一体となってさらなる通貨安圧力に対応できるか不透明である。政治面では、米国人牧師は拘束されたままであり、トルコショックのトリガーとなった対米関係の悪化が修復される兆しはみえない。

トルコとアルゼンチン以外にも、外資繰りの観点から通貨急落を警戒すべき国として、南アフリカがある。政治面でも、ラマポーザ大統領は白人の土地を強制収用できるよう憲法改正を目指していることに関して、トランプ大統領が批判的なコメントを8月にツイッターで発信しており、対米関係が悪化して市場参加者の不安が高まる懸念がある。

図表4 対外資金必要額／外貨準備の比率



(注)2018~2020年の平均値。  
 (資料)IMFより、みずほ総合研究所作成

マレーシアの対外資金必要額/外貨準備比率も高いが、政策面で対外債務を抑制する動きが出ていることは安心材料だ。5月の総選挙で政権を獲得したマハティール首相は、前政権の下で進められた中国主導のインフラ建設について、対中債務が膨らむことを理由に中止している。

トルコショックの起こった8月に通貨安が進んだブラジル（図表5）については、10月に大統領選挙を控え、改革派候補の劣勢がブラジルレアルの弱含みにつながっている。しかし、外貨繰りの観点で見れば、南アフリカほどの不安はなく、大統領選挙後に通貨安が一服する可能性もある。

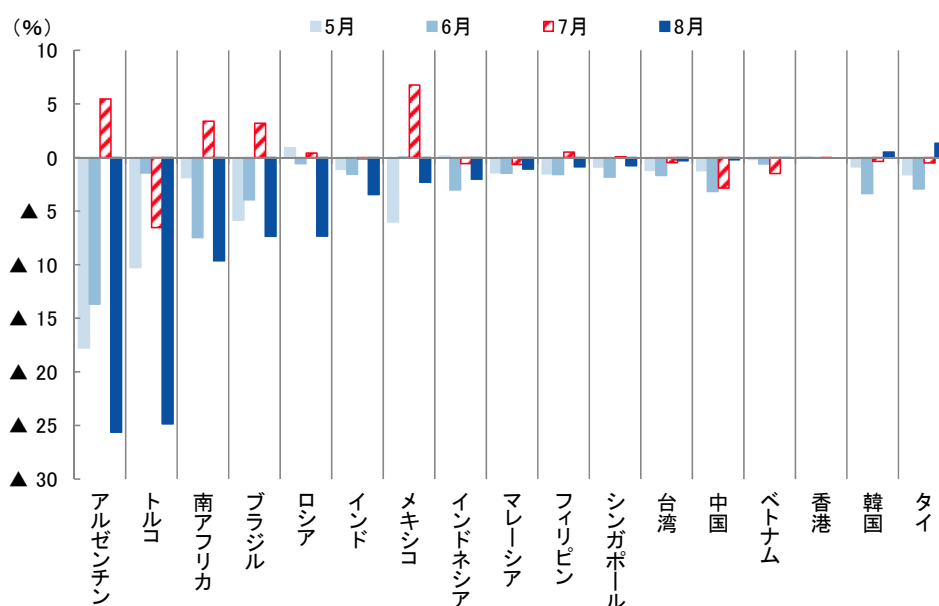
## 6. 多くの通貨に急落が「伝染」する条件は、ファンダメンタルズの脆弱性と不安心理

上述したように、トルコリラとアルゼンチンペソについては通貨安がさらに長期間にわたって続く可能性が高く、それに南アフリカランドを加えた懸念3通貨の弱含みが、市場に新興国不安を想起させやすい状況をつくり続ける可能性がある。トルコショックの影響が長期化し、初動状況の類似するアジア通貨危機のように多くの通貨に急落が伝染する可能性があるとするれば、その条件はどのようなものだろうか。

アジア通貨危機の全体像を振り返ると、タイバーツの暴落が他のアジア諸国の通貨にも伝染し、インドネシアルピアに至っては累計で8割も減価した（前掲図表1）。そして伝染はアジアだけにとどまらず、1998年のロシア通貨危機、1999年のブラジル通貨危機の遠因にもなったといわれる。

また、通貨が暴落した国では、実体経済にも甚大な影響が及んだ。第一に、輸入物価が上昇し、インフレ率が高進した。第二に、企業と銀行が外貨建て債務と現地通貨建て資産のミスマッチを抱えていたため、通貨安で外貨建て債務の返済負担が増し、経営破綻が相次いだ。第三に、通貨を安定させるため、金融および財政の引き締めが行なわれた。これらの結果、通貨安に見舞われた国では成長率が落ち込み、マイナス成長に陥る国も少なくなかった（次頁図表6）。

図表5 対ドルレートの月間騰落率

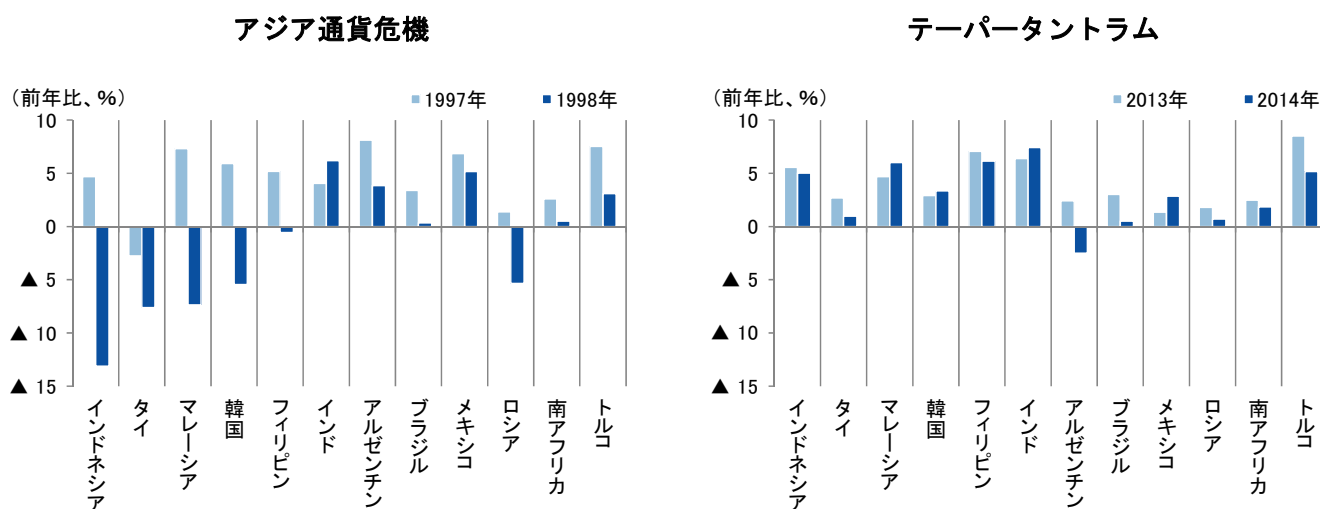


(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

このようなインパクトをもたらしたアジア通貨危機の第一の特徴は、経常収支が赤字で外貨準備も不足し、外貨繰りに脆弱性を抱えていた国が多かったということである（図表7）。これに対し、通貨安の深度と拡がりアジア通貨危機ほどにならなかったテーパータントラムでは、経常収支と外貨準備状況はアジア通貨危機に比べて改善している国が多かった。

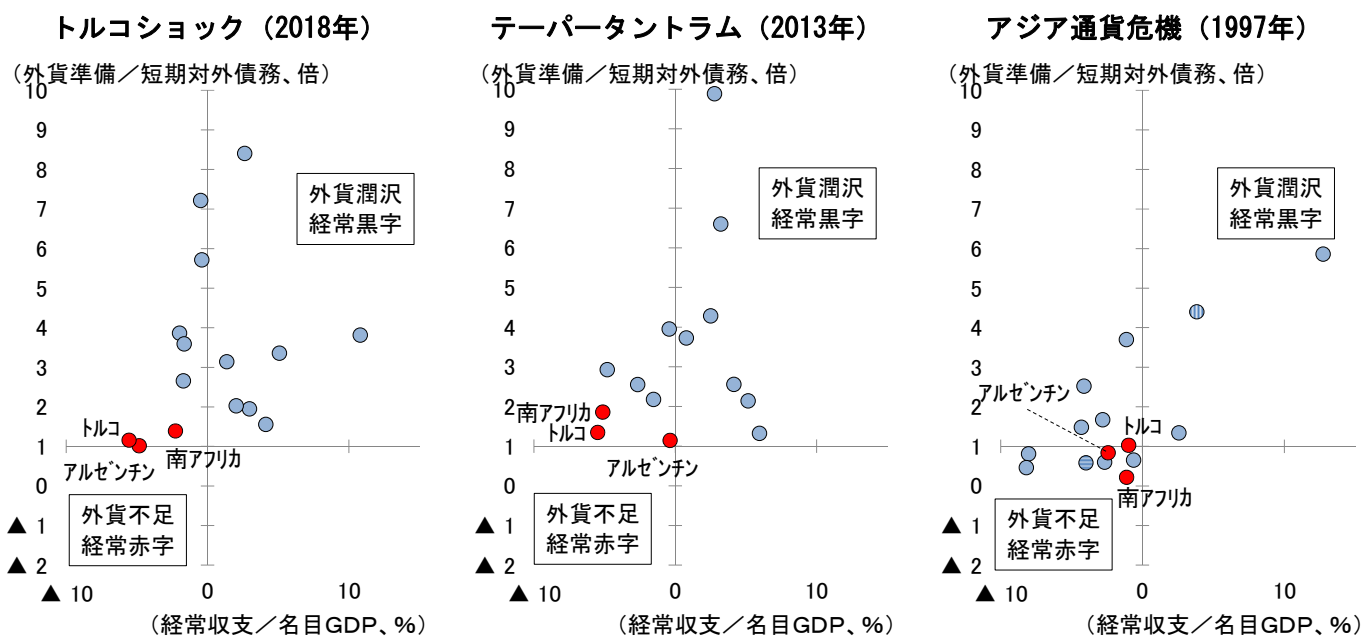
また、アジア通貨危機の第二の特徴は、当時の各国当局による経済統計の整備や英語での情報発信が不十分だったことなどから、各国通貨の動向に関する市場参加者の不安心理が拡がり、通貨安がさ

図表6 実質経済成長率



(資料)IMFより、みずほ総合研究所作成

図表7 経常収支/名目GDP、外貨準備/短期対外債務



(注) 各イベント発生前年のデータ。但し、アジア通貨危機の中国(縦じま)の経常収支/名目GDPは97年、韓国(横じま)の外貨準備/短期対外債務は98年。

(資料)IMFより、みずほ総合研究所作成



らなる通貨安に拍車をかける自己実現的な投機が発生したことである。これに対し、テーパータントラム当時は市場とのコミュニケーションが改善していたため、アジア通貨危機ほどの混乱には至らなかったとの見方がある。

アジア通貨危機では、外貨繰りのファンダメンタルズが悪かった上に、情報不足などによって市場参加者の心理が悪化したことも、事態を悪化させたと分析されている（通貨危機の第三世代モデル）。

## 7. 今のところ、アジア通貨危機級の「伝染」リスクは低い状況

今回のトルコショックは、アジア危機と同様の要素が作用しているようにみえる。すなわち、ファンダメンタルズが特に脆弱なアルゼンチンやトルコ、南アフリカに通貨安が集中している。また、これら3カ国は政策や政治面でも不安を抱えている。

そして、今後を展望すると、年内は米国の利上げが予想されるため米国に資金が流れやすく、引き続き新興国では資金が流出して通貨に下落圧力がかかる可能性が高い。このような時に、ファンダメンタルズが特に脆弱なアルゼンチンやトルコ、そして南アフリカは、政治や政策面の不透明感を払拭できなければ、通貨安の圧力を強く受ける恐れがある。

しかし、アジア通貨危機の当時に比べると、アルゼンチン、トルコ、南アフリカ以外の国は、外貨繰りに関わるファンダメンタルズは改善している。また、今のところ市場心理を悪化させるほどの個別の要因はみられておらず、総じて市場とのコミュニケーションもテーパータントラム当時と同等以上に図られているため、アジア通貨危機にみられたような情報の非対称性がもたらす自己実現的な投機は生じにくくなっているといえよう。ファンダメンタルズと市場心理の2点から判断すれば、他の多くの新興国については通貨安の圧力を一定程度は受けるにせよ、アジア通貨危機級の通貨安が伝染する可能性は低いというのが現状のメインシナリオである。

ただし、アジア通貨危機の当時にはみられなかった不安要素として、米中貿易摩擦に示される国際協調の揺らぎを指摘したい。米中貿易摩擦がエスカレートして世界経済に対する先行き不透明感が蔓延する場合、リスクオフモードから新興国通貨が全面的に売られて、通貨の急落が多くの新興国に伝染するというのが注意すべきリスクシナリオである。

### [共同執筆者]

アジア調査部 席主任研究員	<b>小林公司</b>	koji.kobayashi@mizuho-ri.co.jp
市場調査部 主任エコノミスト	<b>井上淳</b>	jun.inoue@mizuho-ri.co.jp

- 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。