

トルコはひたすらわが道を行くも、その足元はおぼつかない

～経済のファンダメンタルズは急速に悪化、ロシアのデフォルト懸念は一服もその余波には要注意～

第一生命経済研究所 経済調査部

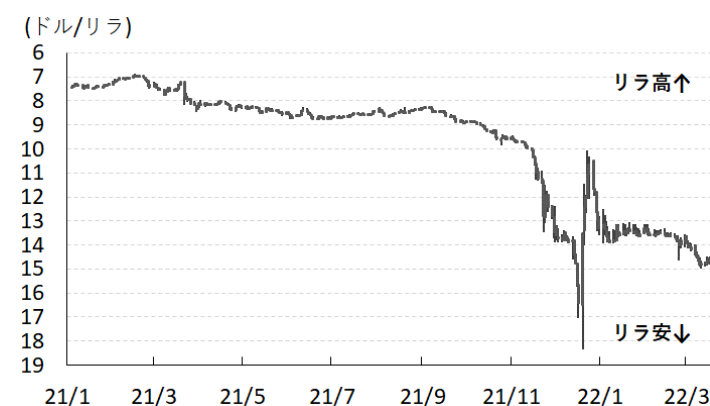
主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の国際金融市場では、米FRBなど主要国中銀のタカ派傾斜が進むなど、新興国を取り巻く状況が厳しさを増している。ウクライナ情勢の悪化を受けた国際商品市況の上昇は、輸入に依存する国々の経済のファンダメンタルズの悪化を招く。そうした懸念の強いトルコでは、昨年末のリラ暴落に際して導入した「奇策」により表面的には落ち着きを取り戻した。しかし、商品市況高騰や観光収入の激減で対外収支は悪化しており、リラ相場はじり安の展開が続く。今後は定期預金の満期到来に伴い財政負担が増大する可能性もくすぶる。
- 生活必需品を中心にインフレ圧力が強まるなか、足下のインフレ率は一段と加速しており、中銀が昨年の利下げ実施の根拠としたコアインフレ率も加速している。中銀は17日の定例会合で3会合連続の政策金利の据え置きを決定したが、先行きのインフレ見通しの楽観さを勧告すれば、金融引き締めにも動く可能性は皆無と見込まれる。足下のリラ相場は表面的に安定する背後で外貨準備高は減少が続くなど、経済の体力は着実に低下している。ウクライナ問題では仲介を買って出る動きをみせるが、「当事国」となる可能性がある同国の仲介が機能するかは楽観しにくい。ロシアのデフォルト懸念は一旦回避されたが、今後も懸念はくすぶるなか、国際金融市場が動揺する度に圧力に晒されてきた同国は安穏と出来ない状況が続くと予想される。

足下の国際金融市場を巡っては、国際商品市況の上昇に伴う全世界的なインフレ圧力の高まりを理由に、米FRB（連邦準備制度理事会）をはじめとする主要国中銀が『タカ派』姿勢を強めており、コロナ禍を目的とする全世界的な金融緩和を追い風とする『カネ余り』の手仕舞いが意識されている。こうした動きを受けて、これまでカネ余りや全世界的な金利低下を背景に資金流入が活発化してきた新興国においては、資金流入の先細り、ないし流出に転じることが懸念されるなど、環境が一変する可能性が高まっている。さらに、このところのウクライナ情勢の悪化を受けて原油をはじめとする国際商品市況は上昇の動きを強めており、これらを輸入に依存する新興国では経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の悪化に繋がる懸念される。なお、新興国のなかでファンダメンタルズが極めて脆弱な国のひとつであるトルコでは昨年、インフレが昂進するなかでも『金利の敵』を自認するエルドアン大統領の圧力も影響して中銀は利下げを繰り返し実施し、通貨

図1 リラ相場(対米ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

リラ相場は下落の動きを強めるなど信認低下に拍車が掛かった(注1)。ただし、トルコ政府は昨年末にリラ相場の安定を図るべく、トルコ国民のリラ建定期預金のハードカレンシーに対する価値を政府が補償する事実上の米ドルペッグという『奇策』を発表した(注2)。その後のリラ相場は大きく混乱する動きがみられるも、1年半ば以降については上述した奇策も影響して昨年末にかけての急激な調整の動きは一服する動きがみられた。しかし、足下ではウクライ

ナ問題の激化に加え、上述のように国際金融市場を取り巻く環境変化が意識されるなかでリラ相場はじり安の展開が続いている。トルコは国内で消費する原油及び天然ガスの大半を中東からの輸入に依存しており、これらの国際価格上昇は物価上昇を招くとともに貿易赤字拡大に繋がるほか、ウクライナ情勢の悪化を受けて外国人観光客の4分の1をロシアとウクライナ両国が占めるなかで観光収入も激減するなど、経済のファンダメンタルズは急速に悪化している。なお、足下のリラ相場は上述の奇策を発表した時点に比べるとわずかに高値となっている一方、直後のリラ高局面と比較して割安な水準となっており、当面は3ヶ月物定期預金の満期到来が予定されるなかで損失補填に伴う財政負担が高まることが予想される。よって、対外収支に加えて財政動向にも圧迫感が強まることになる。

ここ数年に亘るリラ安を受けて輸入物価に押し上げ圧力が掛かっているほか、国際原油価格の上昇によりエネルギー価格が上振れしている上、生鮮品をはじめとする食料品価格も上昇が続くなど、生活必需品を中心にインフレ圧力が強まるなか、

2月のインフレ率は前年比+54.4%と前月(同+48.7%)から一段と伸びが加速して中銀の定めるインフレ目標(5%)からの乖離が広がっている。なお、中銀は昨年9月以降4会連続の利下げを実施した際には、その理由にコアインフレ率に頭打ち感が出ていることを挙げるなど『強弁』する動きをみせていたものの、2月のコアインフレ率は前年比+44.1%と一段と伸びが加速するなど、インフレに歯止めが掛からな

図2 貿易収支の推移

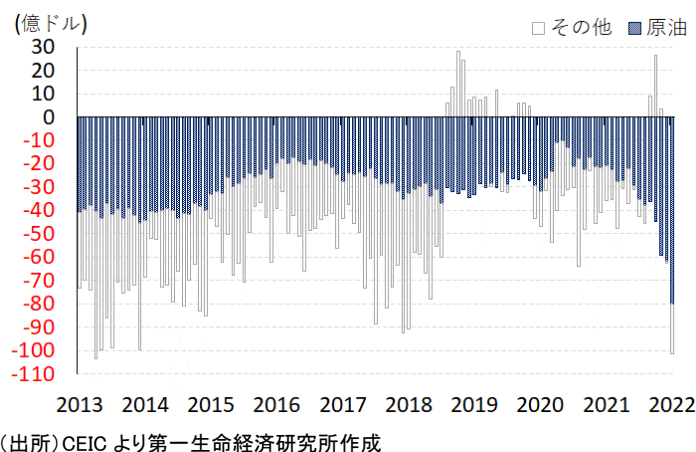
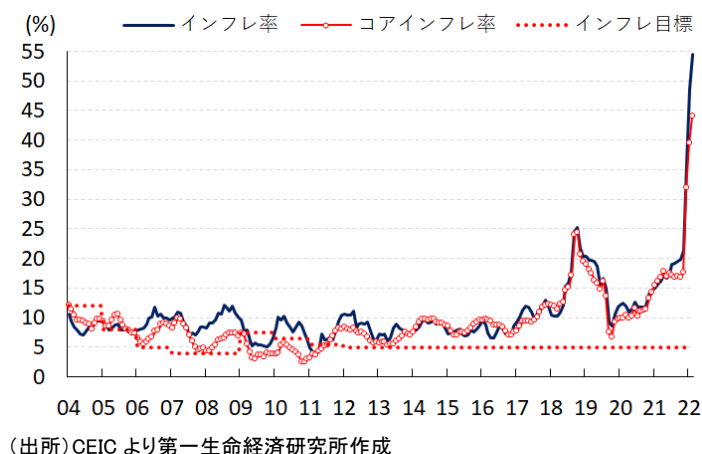


図3 インフレ率の推移



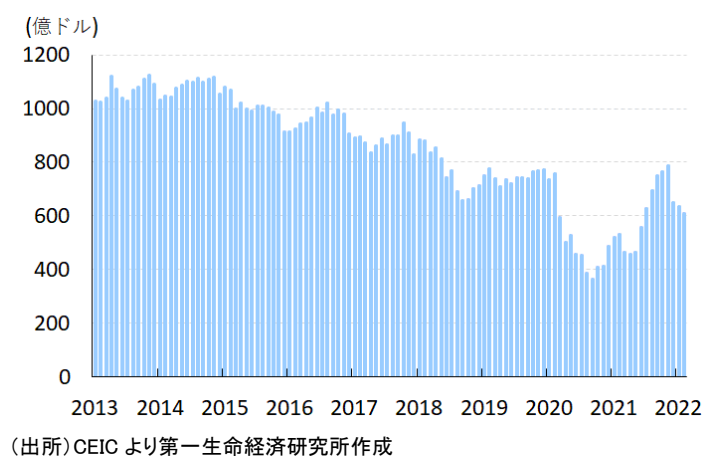
注1 2021年12月17日付レポート「[トルコ中銀の「逆走」はまだまだ続きそうだ...](https://www.dlri.co.jp/report/macro/176281.html)」
(<https://www.dlri.co.jp/report/macro/176281.html>)

注2 2021年12月21日付レポート「[トルコ、リラ建預金の「実質的な米ドルペッグ」という奇策を発表](https://www.dlri.co.jp/report/macro/176351.html)」
(<https://www.dlri.co.jp/report/macro/176351.html>)

い状況が続いている。こうしたことを受けて、中銀は 17 日に開催した定例の金融政策委員会において政策金利である 1 週間物レポ金利を 3 会合連続で 14.00% に据え置くなど、利下げ局面の休止を余儀なくされている。会合後に公表された声明文では、足下の物価上昇について「地域紛争の激化に伴うエネルギー価格の上昇、経済のファンダメンタルズを反映しないリラ安の影響、世界的なエネルギー・食料品・農産品価格の上昇などの供給要因、サプライチェーンの混乱、そして需要拡大に伴うもの」とする一方、先行きは「ベース効果や地域紛争の解決、物価安定化策によるデysinフレプロセスが期待される」との見通しを示した。その上で、「過去の利下げによる影響を注視しつつ、物価安定に向けてあらゆる政策手段を行使して恒久的な『リラ化』を推進すべく包括的な政策枠組の見直しに着手している」との姿勢を改めて強調している。先行きの政策運営についても「物価安定の実現に向けてインフレ率の恒久的な低下により中期目標（5%）に達するまでは強力なデysinフレ効果の維持に加え、『リラ化』戦略の枠組のなかであらゆる政策手段を断固行使する」との姿勢を維持している。足下のインフレは加速感を強めており、リラ相場もじり安状態にあるものの、先行きのインフレ見通しを楽観的にみていることを勘案すれば、同行が緩和姿勢の転換を図る可能性は皆無と捉えられる。ウクライナ問題を巡って、トルコはロシア及びウクライナの両国と良好な関係を有することを理由に外相会談を仲介したほか、事態打開に向けて首脳会談を提案するなどの動きをみせている。他方、ウクライナは停戦に向けた合意の一環としてトルコからの安全保障を望む方針を明らかにしており、1994 年に締結されたブダペスト覚書（ウクライナの核放棄に際して同国の安全保障を米国、英国、ロシアの核保有 3 ヶ国が担保する旨の覚書）の『上書き』に繋がるなか、その当事国による仲介が前進するかは見通しにくい。また、仮にそうした動きが前進した場合、トルコにとっては安全保障に伴う財政負担の増大により経済のファンダメンタルズの圧迫要因となることも予想される。さらに、足下のリラ相場はじり安の展開が続くなど表面的には落ち着いた推移が続いている背後では、外貨準備高も減少傾向が続いており、対外収支の悪化に加え、リラ相場の安定に向けた為替介入の動きも影響している可能性がある。中銀の最新データに基づけば、今月 4 日から 11 日の 1 週間の間に外貨準備高が 28.4 億ドル減少していることが確認されるなど『体力』の低下も続いている。国際金融市場が注目したロシアのドル建国債を巡るデフォルト（債務不履行）懸念については、報道によれば一部の債権者がドル建て資金を受領した模様であり、デフォルトに陥る事態は回避されるなど落ち着いた展開をみ

せている。しかし、今後も利払いや元本返済の予定が目白押しであるなどデフォルト懸念がくすぶっており、国際金融市場が動揺する度に資金流出圧力に晒されやすいトルコは安穏と出来ない状況が続くと予想される。

図 4 外貨準備高の推移



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。