



トルコ経済事情：政府に金融緩和誘因も金利据え置きを継続

～4-6月期GDPは大きく減速、米国発の金融不安が投資資金を逆流させ、先行きの景気も減速へ～

発表日：2008年9月19日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

（要旨）

- トルコ中央銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利を16.75%で据え置く決定を行った。インフレの高進から5月以降3ヶ月連続で利上げを行ってきたものの、原油価格の調整により足元ではインフレ鈍化の兆しが出ている一方、内需鈍化による景気減速も明確化したことで据え置きに落ち着いたとみられる。
- 4-6月期の実質GDPは前年比+1.9%と前期（同+6.7%）から大幅に減速、インフレと金利高により個人消費や資本投資が大幅に鈍化するなど、家計・企業ともにマインドが悪化しており、先行きの景気減速は避けられない状況に陥っている。
- 同国経済を下支えしてきた海外からの投資資金は、世界的な金融不安による投資家のリスク許容度低下が影響する形で鈍化している。高金利通貨として資金を集めた通貨リラにも減価圧力が掛かっており、このことも先行きの成長を鈍化させる要因になると懸念される。
- 内外の環境悪化による景気減速は避けられないものの、今後も中長期的な潜在性の高さに注目する海外からの投資資金を呼び込むには、インフレと経常赤字というファンダメンタルズの強化への取り組みが必要。政府は選挙対応に安易な景気刺激策に走る懸念があるが、投資資金の流入にとって国際的信認が不可欠であることを考えれば、財政規律を堅持することは最優先。その上で投資環境整備による輸出多様化を図ることが求められる。

《インフレが高止まりする懸念から2ヶ月連続での金利据え置き決定、市場は先行きの利下げを織り込む》

- 18日、トルコ中央銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利である翌日物借入金利の2ヶ月連続での据え置きを決定、16.75%のままとした（図1）。同国ではインフレ圧力の高まりから、5月の同委員会から3回連続で計150bpの利上げを実施してきたが、足元では原油価格などの調整によりインフレに頭打ち感が出始めていること、一方でインフレと金利高の共存により同国の景気が鈍化していることが金利据え置き決定に影響したと考えられる。また、15日の米国大手証券リーマンブラザーズの破綻を契機とする世界的な金融不安から同国への海外からの投資が減速しており、流動性の確保の観点からこれ以上の引き締めには舵を切ることが出来なかったとも推測される。なお、市場には景気減速への対応から先行きの利下げを先読みする動きが出ており（図2）、年内にも利下げの機会を探る可能性が出るとみられる。
- 同国では、世界的な原油及び穀物価格の高騰に端を発するインフレの高進が続いているが、足元での商品相場の調整局面を受ける形でインフレに頭打ち感が生じている。直近8月の消費者物価は、対前年同月比+11.8%と前月（同+12.1%）から伸びが鈍化している（図3）。ただし、エネルギーや食料品などの価格変動の多い財を除いたコア物価についても同+9.4%と、前月（同+9.9%）から伸びは鈍化しているものの、金融当局が定めるインフレターゲット（3～5%）を上回る水準が続いている（図4）。また、原油価格の高止まりを背景に10月に電力料金の9.1%引き上げが承認されるなど、先行きもインフレ圧力が残る懸念がある。こうしたことから、同国経済は足元で景気の減速基調が強まっているものの、景気浮揚を目的とする金融緩和に踏み切る選択肢を採ることが難しいことが分かる。
- 7月中旬に最高値を付けた原油相場は、その後は一転して調整色を強めており、先週末の米国大手証券の破

綻による金融不安を材料にその度合いは足元で色濃くなっている（図 5）。さらに、主要穀物の価格もピークアウトを迎えたとみられることで（図 6）、コストプッシュ型インフレをもたらす要因は概ね峠を越えたと考えられる。その一方、同国内では依然としてマネーの伸びが高止まりしており（図 7）、足元のインフレが内需の押し上げによる需要インフレなどとの複合インフレに及んでいるとも考えられる。したがって、金融当局は世界的な金融不安という問題が目の前に迫っているものの、当面のところインフレ抑制に向けた引き締め姿勢の堅持を続けていくと予想される。

図 1 政策金利の推移

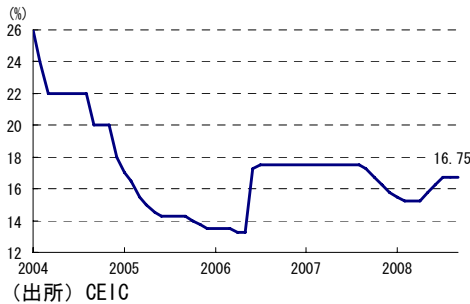


図 2 市中金利の推移 (TRLIBOR)

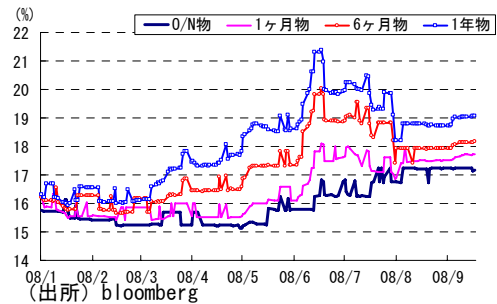


図 3 消費者物価の推移 (前年比)

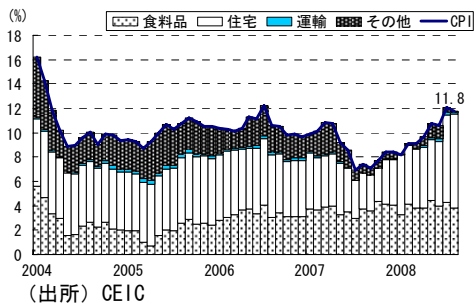


図 4 消費者物価の推移 (前年比)

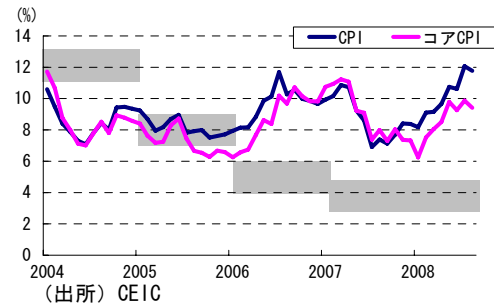


図 5 原油先物相場の推移 (WTI)

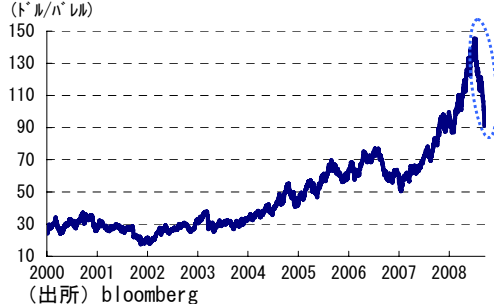


図 6 主要穀物相場の推移 (シカゴ)

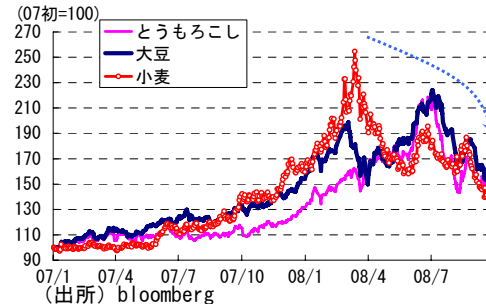
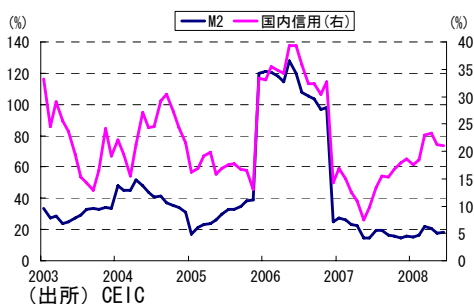


図 7 M2 と国内信用の推移 (前年比)



《インフレと金利高が内需を直撃、政治リスクの顕在により投資資金流入も細る中、景気の減速感が強まる》

- トルコの 4-6 月期の実質 GDP は、対前年同期比 +1.9% と前期（同 +6.7%）から大きく減速した（図 8）。

特に、内需の太宗を占める民間消費は、同+2.8%と前期（同+7.6%）から大きく伸びが鈍化することとなった。その要因としては、足元で高止まりが続くインフレに加えて、5月以降は金融当局がインフレ抑制の観点から3ヶ月連続で利上げを実施したことによる金利高が共存しており、家計の購買力が大きく下押しされたことが影響したと考えられる。また、金利高の影響から建設許可件数が足元で前年比マイナスに陥るなど（図9）、資本投資にも下押しの影響がみられる。とりわけ、足元では消費者信頼感が中立水準を大幅に下回る状況が続いており（図10）、先行きも景気の減速基調は強まっていくものと予想される。

- ここ数年、同国は堅調な成長を享受してきたが、その背景には海外からの投資資金の流入に伴う設備投資により生産が拡大し（図11）、雇用環境が改善したことで家計賃金が増大した一方（図12）、かつてのハイパーインフレの教訓から金融当局はインフレ抑制に注力したことで国民の購買力が向上、内需が押し上げられたことが挙げられる。同国は地理的にEUと中東・アジアとの中間に存在し、同国が予てよりEU加盟を目指していること、さらに、EU諸国に比べて人口成長率及び若年人口の割合が高いなど潜在的な成長市場としての期待が高いことで、ここ数年は東欧に続く新たな製造拠点としての注目を集めており、こうしたことも直接投資を呼び込む材料となった。しかし、イスラム政党である与党の公正発展党（AKP）と世俗主義を唱える法曹界や軍部との対立が鮮明になる中で同国の政治リスクが表面化するに従い、同国向けの直接投資にも減速の兆しが見え始め、さらに、主要輸出先であるEU経済の減速が明らかになる中で生産は鈍化基調を強めている。
- 同国は2002年に経済危機に陥ったものの、その後、同国政府はIMFによる支援プログラムに沿った緊縮的な金融・財政運営を志向したことで基礎的財政収支（対GNP比）を政策目標に掲げており、公的債務の爆発的な増大を回避してきた（図13）。こうした姿勢は同国経済の国際的な信頼を高めるのに効果的に作用し、さらに、緊縮的な金融政策により金利が高めに設定されたことで生じた内外金利差に着目する投資資金の流入が促されたことで国内の流動性供給が潤沢となり、内需のさらなる押し上げに寄与してきた。しかし、昨春の米国サブプライムローン問題発覚以降、世界的な金融不安が高まる中で投資家のリスク許容度が低下する中で、新興国に流入した投資資金に逆流の動きがみられるようになったことは、足元の同国経済の減速の遠因の一つになっていると考えられる。

図8 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

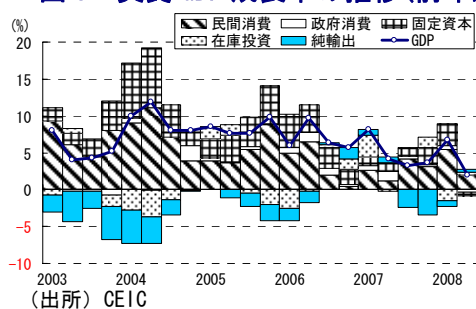


図9 建設許可件数の推移(前年比)

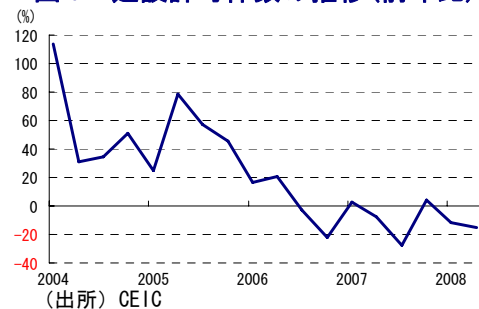


図10 消費者信頼感指数の推移



図11 鉱工業生産の推移

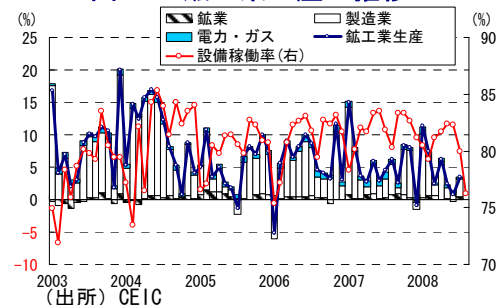


図 12 名目所得の推移(前年比)

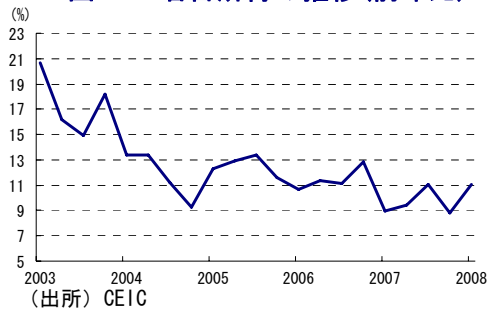
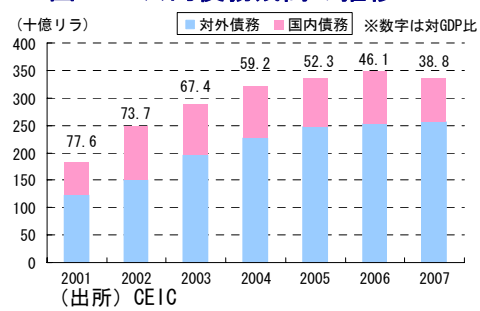


図 13 公的債務残高の推移



《米国発の金融不安拡大により同国への投資資金に逆流の動き、株式や通貨に下押し圧力が掛かる》

- 同国では、ここ数年の直接投資を通じて EU 向け輸出財の製造拠点としての地位を築いたこともあり、輸出は堅調な伸びを示しているものの、原油などのエネルギー資源を輸入に依存している上、インフラ投資に関連する資本財の輸入も伸びていることで、貿易収支は慢性的に赤字が続いている（図 14）。さらに、年明け以降は原油価格が高騰したことで貿易赤字は拡大しており、足元では経常収支の赤字幅も拡大基調が続いている（図 15）。経常赤字というファンダメンタルズの脆弱性に対する懸念はあるものの、同国政府が緊縮的な金融・財政運営を志向したことなどで信託を高め、海外からの投資資金の流入が活発化したことで（図 16）、経常赤字がファイナンスされる状況が続いてきた（図 17）。
- しかしながら、昨春の米国サブプライムローン問題の発覚以降は、投資家のリスク許容度が低下したことで新興国向けの投資資金が細り、投資資金の流入が経常赤字をファイナンスし切れない状況に陥り掛かっており、外貨準備の増減を示す総合収支も黒字幅の縮小が続いている。こうしたことから、過去数年に亘って大幅な拡大基調を続けてきた外貨準備高も足元では伸びが鈍化している（図 18）。とはいえ、8 月末時点における外貨準備は 759 億ドルと今年 7 月までの平均輸入額の 4.2 ヶ月分あり、短期的な外的ショックに対する対応力は十分にあることから、直ちに厳しい状況に陥る可能性は低いと考えられる。
- 今月 15 日に米国大手証券リーマンブラザーズが破綻して以降、世界の金融市場における信用不安は大きく拡大、投資家のリスク許容度はさらに低下していることで、同国がインフレと金利高による景気減速懸念が強まっていることもあり、外国人投資家を中心に株式や通貨への売り圧力が強まっている。その結果、同国の主要株式指標であるイスタンブールナショナル 100 指数は足元で急激に下落しているほか（図 19）、通貨リラも減価圧力を強めている（図 20）。今回の金融不安が完全な収束に向かうには、依然として相当の時間を要するとみられ、短期的に投資資金の回帰を見込むことは難しいであろう。さらに、為替の減価は資源などを輸入に依存する同国にとって、足元では商品価格に調整圧力があるものの、輸入物価の押し上げに繋がることで、収束に向かいつつあるインフレが再び押し上げられる懸念も高まる。

図 14 輸出入の推移(前年比)

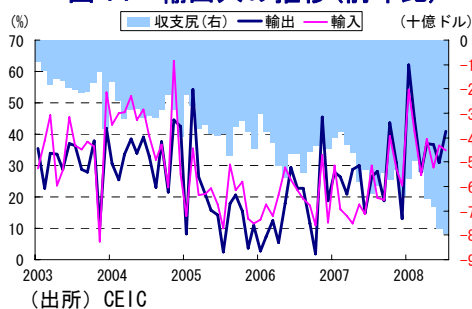


図 15 経常収支の推移

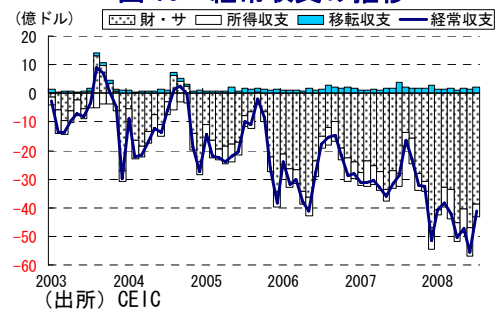


図 16 資本収支の推移

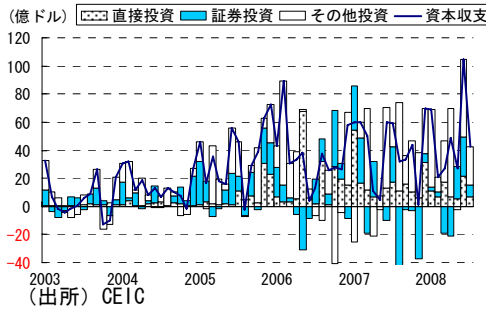


図 17 国際収支の推移

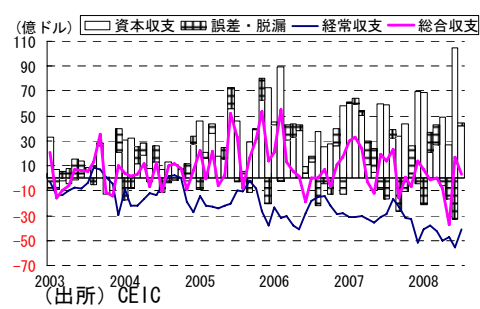


図 18 外貨準備高の推移

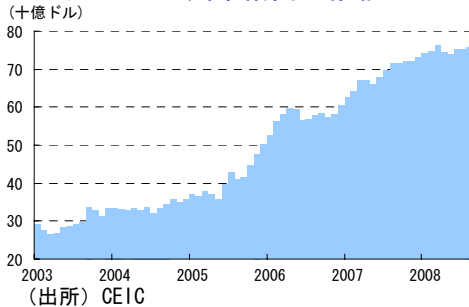


図 19 株式相場の推移 (ナショナル 100 指数)



図 20 為替相場の推移



《インフレと金利高による景気減速は不可避、政治の安定により投資資金流入に向けた対応が求められる》

- 先行きのトルコ経済を占う上で重要なのは、悪化が続くインフレと経常収支の動向である。足元では原油や穀物価格が調整していることでインフレに鈍化の兆しが見え始めているものの、価格は依然として高値圏で推移している上、資本財などの鋼材価格も高値を維持しており、輸入額は高止まりが続くと考えられる。さらに、主な輸出先である EU 経済の減速が今後本格化するとみられる中、先行きの輸出は鈍化基調が鮮明になることで貿易収支はさらに赤字幅が拡大することが予想される。そうなれば、経常収支の赤字幅は拡大し、投資資金の流入が極めて難しい環境下においては通貨リラの減価圧力に繋がるであろう。為替の減価は輸出にとってプラスとなる一方、輸入価格の押し上げに繋がることで、エネルギーを輸入に依存する同国にとっては再びインフレ圧力を強める材料となる懸念がある。このように、当面のところインフレ圧力が残存することで個人消費を中心とする内需に下押し圧力が掛かる状況は持続するとみられ、経済全体も減速基調が強まっていくと予想される。
- 金融政策については、足元の原油や穀物価格の調整局面を背景にインフレ圧力に鈍化の兆しがあるものの、一方で電力料金などの公共料金に依然引き上げの動きがあることから、当面はインフレ圧力が残存すると予想される。さらに、マネーの伸びも依然として高止まりしており、金融緩和に踏み切った場合には需要インフレを招く懸念がある一方、内外金利差に着目して流入した投資資金に逃避誘因をもたらすことになることから、当面は引き締め姿勢を堅持せざるを得ず、金利は据え置かれる状態が続くと予想される。ただし、来

年に控える地方選挙対策の観点から、年内にも景気減速への対応を目的とする金融緩和を検討する可能性は高まっていると言える。

- また、海外からの投資資金が逆流する一時的な契機となった政治不安は、検察当局が憲法裁判所に提訴した AKP の解党要求は、7 月 30 日に棄却されたことで一応の決着が図られた。一連の動きを通じて、格付機関は一旦は格付の見通しを「ネガティブ」に引き下げたものの、政治的混乱を招かない形での決着が図られたことで再び「安定的」に戻されるなど、対外的な悪影響は避けられたと言える。さらに、AKP と対立してきた前参謀総長の任期切れに伴い、後任にバスバグ陸軍司令官を指名したことで、軍部との表立った対立構図の発展には今後も至らないと考えられる。また、直近の世論調査においては、AKP の支持率が上昇している一方、主要野党（共和人民党（CHP）、民主主義者行動党（MHP））は軒並み支持率を落としており、再び政治的な対立が激化する懸念は大きく低下していくと予想される。
- 同国の主要な外貨獲得源の一つであるパイプライン（BTC パイプライン）は、ロシアとグルジアとの間での紛争により一部が破壊されたもののすぐに復旧された。ただし、両国間の対立は依然として火種として残っており、外部環境が同事業に与える影響は今後も続くと思われる。対外面では、同国が国際的に唯一北キプロスを承認していることで EU 加盟へのネックとなってきたキプロス問題について、南北キプロスの統一交渉が再開されている。同問題は歴史的経緯もあり困難が予想されるものの、展開によってはトルコの EU 加盟に大きな足掛かりとなるだけに進展が期待される。さらに、もう一つのネックであるアルメニア問題についても、今月初めにギュル大統領が同国大統領として初めてアルメニアを訪問し、関係改善に向けた取り組みが進められるなど、周辺国との関係改善が期待される。
- 同国は 2002 年の金融危機の後、IMF によるスタนด์バイ取極に沿った緊縮的な金融・財政運営を志向することでマクロ経済の安定化を図り、そのことが国際的な信任に繋がった。しかし、第 3 次まで実施した同取極は 5 月に期限を迎えた上、さらに、来年に控える地方選挙対策として、政府は政策目標である基礎的財政収支（対 GNP 比）を 4.2%から 3.5%に引き下げるなど、財政規律の緩みが懸念されている。IMF は依然としてトルコ政府との間で予防的なスタนด์バイ取極を締結する可能性に含みを持たせており、今後の投資資金の動きに大きな影響を与える要素になるであろう。
- トルコは欧州と中東・アジアを繋ぐ要衝として地政学的にも、また、人口成長率の高さという観点からも今後の成長が期待される。その一方、インフラなどは依然脆弱であり、現在もその開発が進められているが、資本財などを輸入に依存することで経常収支は大幅赤字を抱える状況が続く。先行きのトルコ経済は、インフレと金融引き締めによる金利高の共存から内需に鈍化の兆しが出るなど、景気の減速は避けられない。しかしながら、同国政府が安易に選挙対策の観点から景気刺激を目的に財政規律を緩めることは、対外的な信用を損なうことで投資流入を先細りさせる懸念を高めることになる。今後も海外からの投資資金の流入が安定的な成長に不可欠であり、そのためにも財政規律を堅持しつつ、投資環境の整備、輸出構造の多様化による国際収支構造の強化を図ることが求められる。リーマンブラザーズの破綻により、世界的な金融不安が色濃くなる中でリスク資産への投資が手控ええられる動きも出始めており、そうした環境下で引き続き投資の流入を求めるには、金融・財政政策の整合性がより求められることになる。

以 上