

トルコ経済事情：インフレ期待の低下から大規模な金融緩和へ

～IMF融資の受入見通しから、今後は財政・金融政策の適切な運営で中長期的な健全性を高める必要～

発表日：2008年12月19日（金）

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)

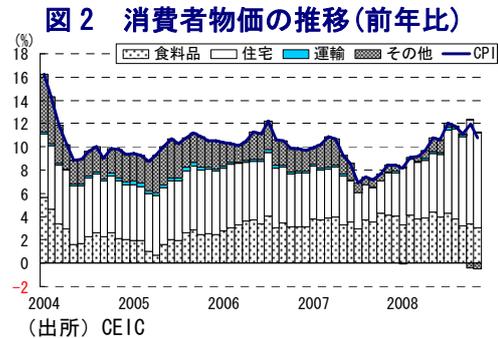
(要旨)

- 18日、トルコ中央銀行は、足元の景気減速に対して景気を刺激する観点から2ヶ月連続での利下げを決定した。今回は先行きのインフレ見通しが大きく低下すると観測を高め、市場予想を大幅に上回る125bpの大幅利下げとなった。金融当局は先行きの世界的な信用収縮がインフレに下押し圧力を強めるとの見通しを示している。なお、11月の消費者物価は商品市況の急激な下落を受けて鈍化が進んでおり、この傾向は当面続いていくものと予想される。
- 7-9月の実質GDP成長率は前年比+0.5%と6年ぶりの低い伸びに留まった。特に、今年の年明け以降に上昇したインフレ圧力に加え、米国サブプライム問題後の資金逃避が信用収縮を引き起こすなど、ここ数年の成長を牽引した内需を頭打ちにしたことが響いた。先行きは、輸出産業を中心に雇用環境の悪化が懸念される上、インフレ鈍化も価格の高止まりが続くことで実質購買力の低下により、内需及び外需の双方で厳しい環境が続くと予想され、短期的にはリセッション入りの可能性も高まろう。
- 慢性的な貿易赤字と経常赤字を抱える中、先行きもそうした傾向は続くと思われ、結果として海外からの資金流入に依存する体質は変わらないと考えられる。IMFからの緊急融資を要請することとなったが、中長期的には依然として潜在性が高いと考えられることから、プログラムに沿ったマクロ経済運営に加え、立案中の景気刺激策により対外的な信認を高めることが不可欠であろう。
- 当面の景気は、内需・外需ともに厳しい環境が続くことで一層の景気減速は避けられず、金融危機により資金流入が起こりにくいことも回復の速度を遅くすると考えられる。ただし、年明け以降の景気の足を引っ張った通貨リラの急激な減価については、米国が実質ゼロ金利入りしたことで一方的な売り圧力からの一服が期待される。

《インフレ期待の低下から市場予想を上回る大幅利下げを断行、先行きも金融緩和姿勢が強まる期待高まる》

- 18日、トルコ中央銀行は定例の金融政策委員会を開催し、世界金融危機に端を発する足元の景気後退に対抗する観点から、先月に引き続き利下げによる金融緩和姿勢を継続することを決定した。なお、利下げ幅は前回の25bpであったのに対して、今回は125bpと市場予想（コンセンサスは50bpの利下げ）を大幅に上回り、政策金利である翌日物借入金利は15.00%となった（図1）。今回の措置に併せて翌日物貸出金利も125bp引き下げられ、18.75%から17.50%としている。
- 同国の金融政策は、国内資金を海外からの資金流入に依存する構造的な脆弱さから、昨年後半の米国サブプライム問題発覚での資金流出により景気減速懸念が強まったことで一度は金融緩和に振れるなど、政治との距離が曖昧であった。しかし、その後は資源や穀物を中心とする商品市況の高騰によるインフレ圧力の高まりから再度金融引き締め舵を切り、その後は与党公正発展党（AKP）政権による度重なる利下げ要求に対して引き締め姿勢を堅持する態度を明確にし、政治からの中立性を保ってきた。
- ただし、世界経済の減速懸念から7月半ばをピークに原油価格が大きく下落したのに歩を合わせる形で商品市況全般で下押し圧力が強まると、同国でもインフレ圧力は徐々に後退基調が鮮明になってきた。直近11月の消費者物価は、対前年同月比+10.8%と前月（同+12.0%）から伸びが鈍化している。前月比ベースでも、エネルギーに直結する運輸部門で▲1.4%と前月（同▲0.6%）から減速幅を拡大させたことで、全体でも同+0.8%と依然として伸びが続いているものの、前月（同+2.6%）から伸び幅を大幅に縮小させた。

- 今回の決定に際しては、同委員会後の声明文においても、世界金融危機による信用収縮によって先行きも国内外の需要は大きく抑制されることでインフレに下押し圧力が掛かると判断している。さらに、先行きもインフレ率は急速に低下するとの見通しから短期金利の大幅引き下げを決定したと明言しており、こうした姿勢は今後も続くものと予想される。



《7-9 月期の実質 GDP 成長率は 6 年ぶりの低成長、先行きも内需・外需を巡る環境は悪化基調を強める見通し》

- 7-9 月の実質 GDP 成長率は、対前年同期比+0.5%と前期（同+2.3%）から大幅に伸びが鈍化、過去 6 年で最も低い伸びとなるなど景気減速が鮮明となった（図 3）。とりわけ、ここ数年の高成長を牽引してきた個人消費は、今年の年明け以降のインフレに加えて、米国サブプライム問題発覚以降の世界的な信用収縮による海外からの資金流入が細ったにより過剰流動性が剥落し押し上げ効果がなくなったことで、前年比+0.3%と前期（同+3.4%）からさらに伸びが鈍化。金融引き締めによる金利高は資本投資の意欲を挫き、前年比▲5.4%と前期（同▲0.8%）から減速幅が広がり、とりわけ内需の弱さが顕著となった。
- 9 月のリーマンショック以降は、世界経済の後退が急速に進んでいることで輸出環境が予想以上の速さで悪くなっていることから、7-9 月期まではプラスに寄与した外需についても下押しが避けられないとみられる。特に、同国は EU 向けの新たな輸出基地として期待されたことで、自動車産業をはじめとする直接投資の誘致に取り組んできたものの、足元では相次いで減産が発表されるなど、既に前年比でマイナスに突入している自動車生産台数に一層の下押しが避けられない情勢となっている（図 4）。その結果、鉱工業生産も足元では前年比でマイナスに突入しているほか、設備稼働率も低下するなど設備の過剰感が浮き彫りになっている（図 5）。先行きは雇用環境の悪化も懸念され、所得環境の頭打ちによる内需への下押しも予想される。
- こうしたことから、足元では消費者信頼感が急速に低下するなど（図 6）、マインドの悪化が個人消費をはじめとする内需に与える下押しの影響は避けられないであろう。さらに、先行きのインフレは商品市況の低下による一層の鈍化が期待されるものの、食料品をはじめとして価格自体はほとんど下落していないことを考えると、所得の伸びが鈍化する懸念が高まる中では、実質購買力が下押しされることになる。10-12 月期以降の景気は一段の悪化が予想され、リセッション入りする可能性も高いと考えられる。

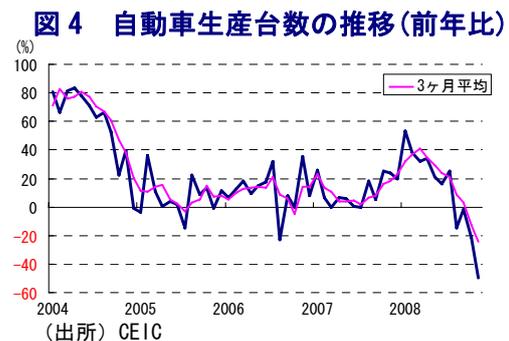
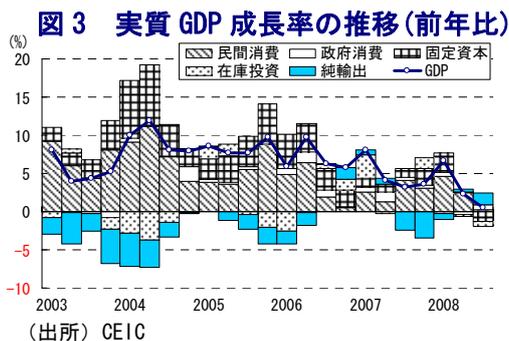


図5 鉱工業生産と設備稼働率の推移

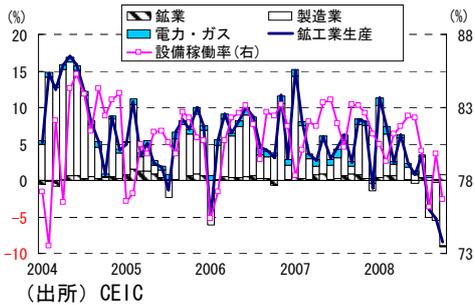


図6 消費者信頼感指数の推移



《経常赤字を対外借入でファイナンスしたツケか、外貨準備不足への懸念から IMF に緊急融資申し込みへ》

- ここ数年の同国は、その人件費の安さや若年人口の多さから東欧に続く EU 向けの輸出拠点として注目され、自動車をはじめとする機械製品関連での直接投資による輸出が拡大してきたが、基本的には輸入依存度の高い国である。輸入超過状態にある上、昨年後半以降は原油をはじめとする資源価格の急騰の影響から輸入の伸びが上昇し、貿易収支は赤字幅を拡大させてきた（図 7）。しかし、足元では資源価格の急激な下落により輸入の伸びが鈍化しているが、世界金融危機に端を発する世界経済の後退により、主要輸出先である EU 経済も急激に減速し外需を巡る環境も悪化するなど、輸出も大幅に鈍化している。先行きは貿易赤字幅の縮小には繋がると予想されるものの、輸入超過状態からの脱却は期待出来ないと考えられる。
- こうした貿易赤字を背景に、同国の経常収支は慢性的な赤字状態となっているが（図 8）、海外からの資金流入によってファイナンスする構図によってここ数年の高成長が後押しされた（図 9）。しかし、資本収支の中身をみると、中長期資金である直接投資のみならず短期資金である証券投資の流入も多く、さらに足元では借入などでの資金流入を示す其他投資が増大していることが分かる（図 10）。その結果、公的部門は IMF プログラムによって緊縮的な財政・金融政策を志向することが求められていたことから、民間部門における対外債務が急拡大することとなり、6 月末時点における対外債務は約 2,844 億ドルに上っている（図 11）。なお、民間部門での対外借入の上昇には、国内金利が高止まりしてきたことで金利の低い日本円やユーロなどを通じたキャリー取引が増大していたこと、逆に金利の低い日本でトルコ・リラでの FX 取引が拡大したことも要因として挙げられる。
- それが、米国サブプライム問題に続き、リーマンショックによって世界的な金融危機に陥ると、外国人投資家のリスク許容度が大きく低下したことで、リスクの高い新興国向けのエクスポージャーを中心に解消の動きが目立つようになる。その結果、株式相場や通貨リラの為替相場には大幅な売り圧力が掛かることとなり（図 11, 12）、とりわけ通貨リラの急激な減価は対外債務に関する債務負担の増大が懸念され、売りが売りを呼ぶ展開となった。その結果、短期対外債務残高は 6 月末時点で約 519 億ドルと対外債務全体から考えると大きくはなかったものの、その後も借入が増大しているとみられた。その一方で、外貨準備高が 11 月末時点で約 712 億ドルと余裕がなくなっていること（図 13）、先行きには一層の減少が予想されたこともあり、トルコ政府は IMF に緊急融資の支援を要請する状況に追い込まれた。2009 年初めには IMF との間で融資に関する合意が行われる見通しであり、再びスタンドバイ取極の下で緊縮的な政策を志向することで、国際的信用を高める努力が払われることになろう。

図7 輸出入の推移(前年比)

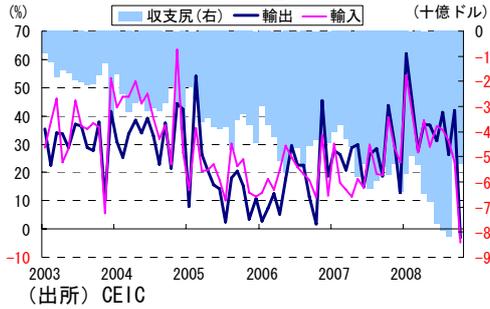


図8 経常収支の推移

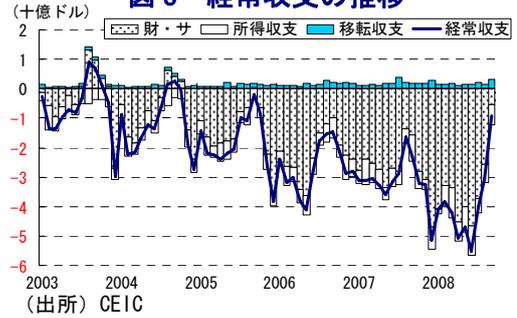


図9 国際収支の推移

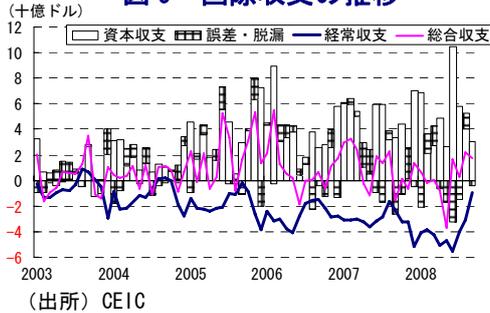


図10 資本収支の推移

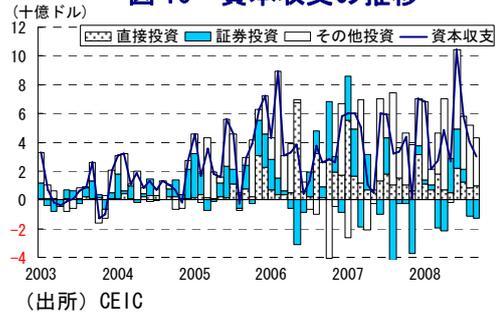


図10 対外債務残高の推移

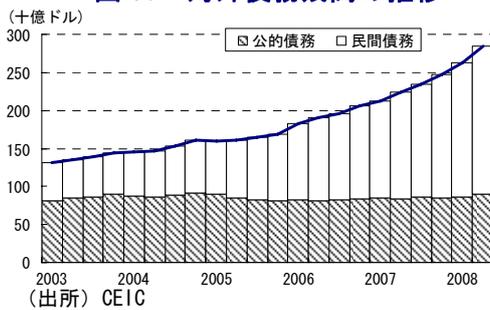


図11 株式相場の推移



図12 為替相場の推移



図13 外貨準備高の推移



《当面は内需・外需の厳しさをリセッション入りも、経常赤字下ではIMF支援の下で対外的信認の確保が必須》

- 世界的な景気後退が鮮明になる中、IMF に対する支援要請を行うこととなった同国の先行きにとっての重要な要素はインフレ動向になろう。G20 サミットなどを通じ、IMF は伝統的なコンディショナリティを伴う融資姿勢を求めることが厳しくなっている。一方のトルコ側もこれまでのスタンドバイ取極の下での緊縮政策を求める姿勢に嫌気が指しており、インフレ動向は2回連続で利下げを行った金融政策の方向性と平行に政策運営が可能か否かを示す材料となる。原油価格は足元でも大幅に低下しており、先行きはインフレ圧力が一層後退するとみられ、金融緩和により景気刺激を図ることに對して IMF 側から注文が付く可能性は低いと考えられる。

ただし、コンディショナリティとしてマネーサプライの伸び率がモニタリングされる可能性は高く、より

細やかな金融調整が必要となるだろう。また、インフレ率が鈍化する中でも食料品価格などの高止まりが続く中では実質購買力の押し下げ要因となることで、内需振興を図るには不十分となる可能性も高い。トルコ政府は IMF からの緊急融資の合意に併せて、IMF のプログラムに合致する形での景気対策を打ち出すべくとりまとめを行っている。具体的な内容については未だに公表されておらず、安易な金融緩和のみに依存しない形での景気対策が必要となるであろう。

- 景気対策は主に内需の喚起を行うことが目的となるだろうが、同国が先行きも経常赤字を解消する見通しが低いことを考えると、海外からの投資資金を如何に集めるかが今後も重要になる。とりわけ、世界金融危機により世界的なマネーの動きが一変している中では、同国のように IMF に支援要請を行っているリスクの高い国にこれまでのような大規模な資金流入を期待することは極めて難しくなっている。そう考えると、同国の地理的な利点である欧州とアジア、中東との隣接点にあることを最大限に活かすことが求められるが、世界経済の回復には依然時間を要すると考えられる中、法律や制度面の整備のみならず、国内に燦る与党 AKP と法曹界や軍部との対立関係の解消に向けた取り組みが求められる。
- 内需及び外需の環境が厳しい中、10-12 月以降の同国の景気は一層の下押しが避けられず、一時的にリセッション状態に陥る可能性は高いと考えられる。しかし、人口成長率の高さや若年人口の多さ、地理的な有用性など、中長期的にみて投資先としての魅力は依然として高く、投資資金の回帰に向けた取り組みを進めていくことが求められよう。IMF によるスタンドバイ取極の受け入れに合意することは、対外的な信認の回復を図る意味でも重要であり、その中で国際収支の構造的な脆弱性の克服に向けた取り組み、財政規律を守りつつも財政政策と金融政策の両輪で景気刺激を図っていくことは、中長期的な競争力の強化に資すると期待される。
- 世界的なマネーの動きの変化により、同国から大量の資金が流出したことで通貨リラには売り圧力が掛かり、大幅に減価することとなった。先行きについても投資資金の回帰を期待することは難しい一方、米国が実質ゼロ金利のうえに量的緩和を行う決定をするなど、米ドルにも売り圧力が掛かり易い環境となっていることから、通貨リラの為替相場はこれまでの一方向的な減価からは一服が予想される。

以 上