

トルコ経済事情：インフレ期待の悪化を理由に金利引き上げに転換 ～50bp引き上げもさらなる引き上げを示唆、金融当局は政府に財政規律強化への対応を要求～

発表日：2008年5月19日（月）

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）

- 15日、トルコ中央銀行は足元で進行するインフレ圧力の高まりに対応する形で政策金利を50bp引き上げ15.75%とする決定を行った。今回の金利引き上げに先立ち、同様にインフレ圧力が高まる中で昨年9月から6ヶ月連続で金利引き下げを行ってきたことから、今回の決定はインフレ期待の高まりへの対応に加えて政府に対する財政規律強化を求める意図があるとの観測がある。
- トルコ政府は2008年度予算において、政策目標である基礎的財政黒字の対GNP比を、過去6カ年と比べて大きく引き下げる財政拡大策を採っており、この5月にはその数値をさらに引き下げる旨を公表している。同国は2002年の金融危機の後、IMF取極に基づく支援プログラムに沿って財政及び金融政策の緊縮化を進め、国際的信認を得てきたことから、新年度予算とその後の動きは、IMFプログラムが終了することによる財政規律の緩みとの見方が強まっていた。
- 同国では、経常収支赤字とインフレ圧力の高まりを背景に、経済成長を支えてきた海外からの投資資金が1月の世界同時株安後に一時鈍る状況にあったものの、3月半ば以降は投資資金に回帰の動きが見られ、通貨も増価基調を取り戻すに至っている。さらに、投資資金による過剰流動性により国内信用の伸びは高止まりし、折からの世界的な資源価格高騰と相俟ってインフレ圧力が強まる状況にある。
- 今回の金利引き上げに際して、金融当局は更なる引き上げの可能性を示唆しており、同国の国際的信認の基盤となってきた財政規律強化を求めている。同国経済は足元で弱含み基調にあるものの、依然として投資流入が堅調であることを鑑みれば、場当たりの財政支援に走るのではなく、中長期の持続的成長に向けた投資に振り向けることが求められよう。そのためにも、財政政策と金融政策が歩調を合わせていくことが、インフレ圧力が高まる現下の状況では、より求められよう。

《これまでの利下げムードから一転、インフレ期待の高まりを背景に金利引き上げへ》

- 15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を50bp引き上げ15.75%に、翌日物貸出金利も50bp引き上げ19.75%とする決定を行った（図1）。同国では2001年の金融危機以降、IMFのスタンバイ取極に基づく緊縮的な財政政策や金融構造改革等、様々な制度整備を含む経済改革プログラムを受け入れたことで投資環境が改善した。その影響で、欧州を中心とした海外からの直接投資が流入し、国内の設備投資が拡大したことで雇用が拡大するといった好循環を通じ、足元における内需主導による経済成長の基盤が築かれた。
- 金融危機直後に対前年比+73.1%まで急拡大したインフレ率は、その後の通貨リラの大幅切り下げに加えて、資本流入による国際収支の改善により外貨準備が積み上がったことで、リラに対する国際的信認が回復したのを契機にデノミを実施する等、通貨改革にも着手した。その結果、旺盛な内需を背景とする輸入超過状態にも拘らず、輸入物価が安定化したことで国内のインフレ率も安定化した。こうしたことから、金融当局は緩和的な金融政策を採り続けており、直近では昨年9月から6ヶ月連続で金利の引き下げを行っていた。
- 4月の消費者物価指数は、足元における国際的な原油及び食糧品価格の高騰の影響を受ける形で押し上げられ、対前年同月比+9.7%と金融当局が掲げる今年末時点のインフレ目標（4～6%）から大きく上

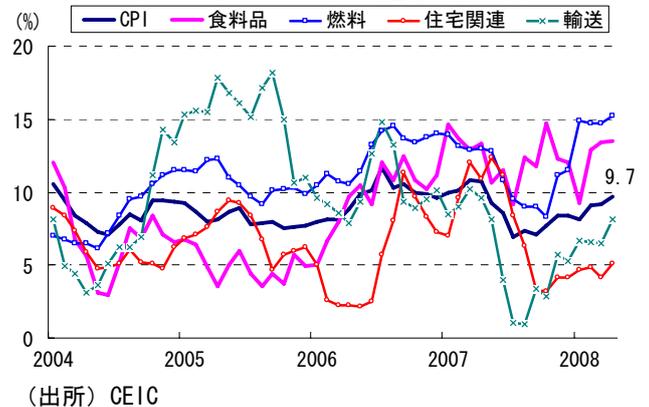
振れる状況が続いている（図 2）。さらに、4 月 30 日に金融当局が公表した「インフレ見通し」では、2008 年末の予想インフレ率を 9.3%とし、2009 年のインフレ目標を当初の 1.8～5.5%から 4.9～8.5%に大幅に上方修正したことで、インフレ抑制に向けて金融政策を緊縮姿勢に転換する方針が示されていた。

- 一方、政府は足元で景気減速への懸念が強まっていることから、2008 年予算において景気の下支えの観点から歳出を拡大させ、政策目標である基礎的財政黒字の対 GNP 比を過去 6 ヶ年の目標値である 6.5%から 5.5%に引き下げた。今月には、2009 年に地方統一選挙を控えていることに配慮し、同目標をさらに一段引き下げる等、財政規律が一段と緩む状況に陥っている。こうした流れを受け、金融当局は 12 日、インフレ抑制に向けた対策として金融政策だけでは限界があるとして、政府に対して財政規律の引き締め要請を行うに至り、政府と金融当局との関係悪化が取り沙汰された。この背景には、与党のイスラム主義政党である公正発展党（AKP）と、世俗主義（政教分離主義）を唱える法曹界や軍部との対立が先鋭化し、検察が憲法裁判所に対して AKP の解党要求を提出する事態になっていることも影響しているものと見られる。

図 1 政策金利とインフレ率の推移



図 2 インフレ率の推移(前年比)



《足元のトルコ経済はインフレ圧力に伴う内需下押し懸念が強まっている》

- トルコの 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、対前年同期比+3.4%と前期と同率であった（図 3）。その結果、2007 年通年での成長率は前年比+4.5%と前年（同+6.9%）から大幅に低下した上、政府の目標値である同+5.0%を下回ることとなった。ここ数年は、海外からの投資資金の流入に依存する形で固定資本投資を中心とする内需主導での堅調な成長を維持してきた。しかし、昨年 4 月に実施された大統領選挙が無効とされて以降、7 月に総選挙、8 月には大統領再選挙を経て与党 AKP 政権が築かれた。その一方、イスラム主義政党である AKP と世俗主義を唱える軍部との軋轢により政治が不安定化した結果、海外からの直接投資が減少した上、折からのインフレ圧力の高まりの影響もあり消費者マインドが悪化し、民間消費も減少する状況に至っている。
- トルコでは、2002 年の金融危機直後のハイパーインフレを教訓として、インフレターゲットを採用している。2008 年のターゲットは 4～6%としているが、足元では世界的な原油及び穀物等の食料品価格の上昇を背景として、4 月の消費者物価は対前年同月比+9.7%と大きく上振れる状況となっている。さらに、1 月の世界同時株安直後は資金流入は大きく細った一方（図 4）、足元では通貨リラの対米ドル為替レートが再度増価基調を歩んでいることから（図 5）、資金が回帰しているものと見られる。その結果、国内には過剰流動性が生じているものと見られ、一時よりは落ち着いたものの資金需要が景気減速懸念の中にも拘らず旺盛な状態が続いており（図 6）、インフレ圧力は高止まり傾向にあると言

えよう。

図3 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

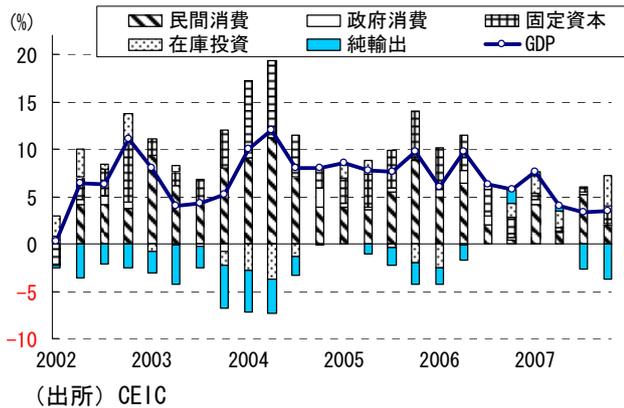


図4 資本収支の推移

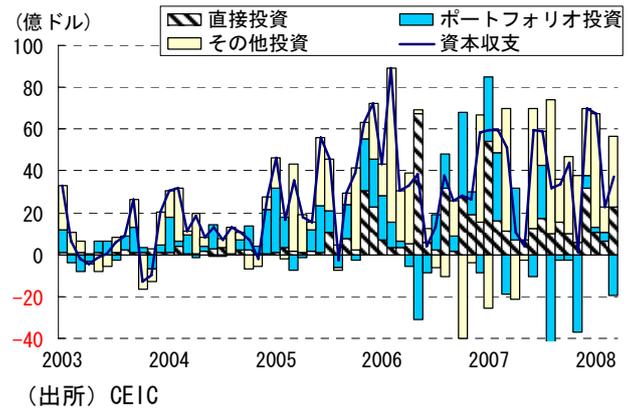


図5 為替相場の推移



図6 M2と国内信用の推移(前年比)



- 国際収支は、足元では内需減速基調が強まっているものの、依然として輸出入は輸入超過基調が続いており（図7）、経常収支は大幅な赤字基調で推移している（図8）。しかし、足元においても依然として経常赤字を外国からの投資資金をはじめとする資本収支でファイナンスする構造が続いており、総合収支はゼロ近傍を維持する状況となっている。したがって、外貨準備は2月末時点でも800億ドル程度を維持する状況が続いている。
- 2002年の金融危機以降、トルコ政府はIMFによるスタンドバイ取極に基づく緊縮的な財政政策を志向し、基礎的財政収支（対GNP比）を政策目標に掲げる等、積極的な財政健全化に向けた取り組みを進めてきた。しかし、1月からの2008年予算では、当初予算の段階から政策目標を低めに設定したのみならず、今月には、来年に控える統一地方選挙を見据えた歳出拡大によりさらに目標を引き下げる旨が公表された。特に、与党AKPにとっては、検察から憲法裁判所に対して解党要求が提出されており、経済政策で失敗すれば党の立場が危うくなるとの懸念が背景にあるものと見られる。また、今年5月でIMFプログラムが終了することも、少なからずこうした動きに影響したものと考えられる。
- 一方の金融当局は、足元でコストプッシュ型インフレによる圧力が高まっている上、依然として海外からの投資資金が流入していることで過剰流動性による需要インフレも高まっていることから、インフレ抑制に向けた姿勢を示すタイミングを探っていたものと思われる。昨年9月から6ヶ月連続で金利引き下げを行った姿勢との整合性に疑問は生じるものの、今年3月以降は景気鈍化が決定的な中で金利の据え置きを決定しており、政府による財政規律を緩める姿勢が明確となったこの段階で、政府に姿勢を正すよう求める意図があるものとも考えられる。

図7 輸出入の推移(前年比)

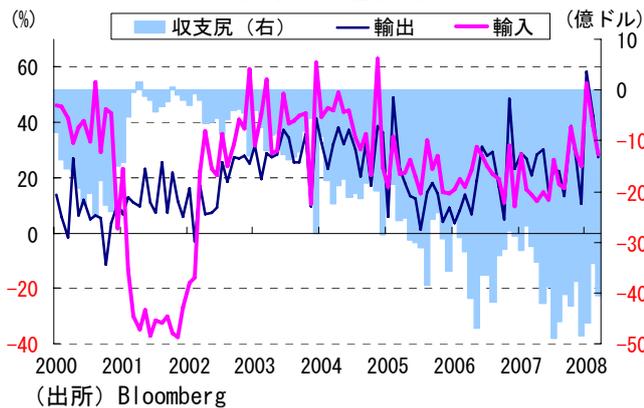
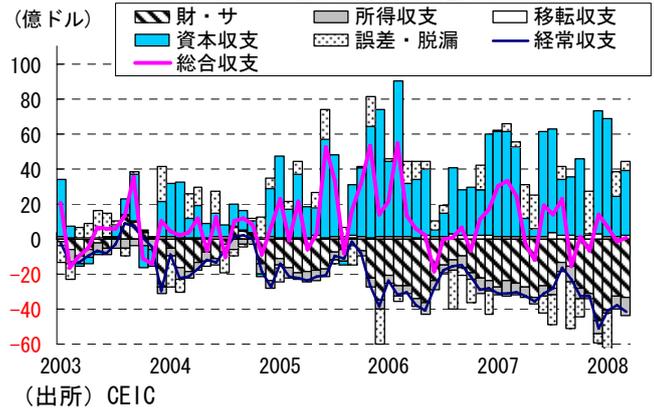


図8 国際収支の推移



《先行きの金融政策は緊縮姿勢は強まる。投資資金の流入が依然期待される中、財政規律強化は不可欠》

- 先行きの同国のインフレ見通しについては、足元の世界的な原油及び穀物をはじめとする食料品価格の騰勢が当面は続くものとみられることから、同国にとってコストプッシュ型インフレ圧力が続くことが予想される。また、同国は政治的に不安定な中にも拘らず、依然として EU への加盟を目指していること、さらに、EU 域内と比較しても人口増加率が高い上に若年人口が多いことから、海外からの投資資金の流入が見込まれる材料が揃っている。
- 今年 1 月の世界同時株安直後は、米国サブプライムローン問題に端を発する金融市場における信用不安の問題もあり、証券投資を中心とする投資資金が同国から大量に逃避し、その影響で同国通貨リラの対米ドル為替相場も大きく減価する状況となった。しかし、3 月半ばに米大手銀行 JP モルガンチェースによる米大手証券ベア・スターンズの救済策が公表されて以降、新興国全般で投資資金が回帰する傾向が見られる。一方で、同国では上述の理由から、証券投資のみならず直接投資の流入も見込まれる状況にある。先行きにおいても、海外からの資金流入に伴う過剰流動性が国内の需要インフレを引き起こす可能性は残されているものと見られる。
- こうしたことから、金融当局は先の金利引き上げに関する発表の際に、先行きにおける追加利上げの可能性を示唆しており、緊縮姿勢を強めていくものと見込まれる。
- 金融当局は財政政策について、インフレ圧力が高まる中で拡張的な財政政策を志向することによる景気過熱の可能性を危惧している。一方で、政府（与党 AKP）としては、解党要求が出されている危機的立場の中、景気減速懸念も強まっていることから、他の新興国と同様に補助金や減税策といった財政拡張策により景気を下支えし、少なくとも国民からの支持を仰ぎたいとの意図を見ることが出来る。金融危機以降、同国政府は緊縮的な財政政策を志向し、債務健全化に向けた取り組みを示しており、公的債務残高は 2007 年末時点で対 GDP 比 40% を切るレベルまで削減を進めてきた。
- とはいえ、今回の金利引き上げにより、国内金利が上昇基調に転じる可能性は高く、その結果として単年度の債務負担が増大し、財政をさらに圧迫する懸念が生じることとなろう。インフレによる債務圧縮は政府にとって「禁じ手」であり、金融当局がインフレ抑制を目標としている状況であれば、財政政策もその歩調を合わせていくべきものと考えられる。確かに、同国では内需の減速による景気減速懸念が強まっているものの、これまで成長を牽引してきた資本投資を支えてきた原資が海外からの直接投資を含む投資資金であることを鑑みれば、近視眼的な景気の下支えを志向するのではなく、中長期的な成長に向けた投資環境整備に取り組んでいく必要があるのではないかと考えられる。まして、同国が EU 加盟を本気で目指すのであれば、採るべき道は自ずと決まってくるものと思われる。

以上