

トルコ経済事情：金融当局はインフレ制圧姿勢を堅持し続ける

～解党要求が出されている政府・与党AKPによる財政姿勢が今後のトルコ経済を占う鍵になる～

発表日：2008年6月17日（火）

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)

- 16日、トルコ中央銀行は足元のインフレ圧力の高まりに対応する形で、先月に続いて政策金利を50bp引き上げ16.25%とする決定を行った。同国では、世界的な商品市況の高騰によるコストプッシュ型インフレに加えて、海外からの投資資金の流入により発生した過剰流動性が需要インフレを生む懸念が強まっており、4月の消費者物価は対前年比+10.7%と2桁台に突入する事態となった。そうしたことから、前月の金融政策委員会以降、金融当局はインフレの制圧に向けた姿勢を明確にしている。
- インフレ圧力の亢進により内需の下押し圧力が強まる中、経済の減速懸念が強まっている。そうした中、与党AKPは検察当局による解党要求が憲法裁判所に提出されたのを機に、解党後の総選挙を見据えたバラ撒き政策に走り始めている。こうした財政規律の緩みには、2002年の金融危機後の緊縮的な財政政策を支えてきた、IMFによるスタนด์バイ取極がこの5月に終了したことも影響しているとされ、市場の懸念材料となっている。
- 先行きについては、世界的な商品市況の騰勢が続く中でコストプッシュ型インフレによる圧力は残存が見込まれる。財政規律の緩みを材料として投資資金が逃避する事態となれば、通貨リラの為替減価により輸入物価が押し上げられ、インフレ圧力を増幅する懸念が高まろう。一方で、金融当局はインフレ抑制姿勢を明確化、先行きも緊縮姿勢を強めるものとみられ、財政面では債務負担増大による財政悪化が懸念される。政府が拡張的な財政政策を続ければ、さらなる財政悪化を引き起こす懸念が生まれよう。
- 今回の利上げに前後して、金融当局は政府に対し、同国経済のこれまでの国際的信認の基盤を築いた財政規律の強化を求めている。同国経済は足元で弱含んでいるものの、これまでの成長の源泉の一つが海外からの投資資金であることを考えれば、投資環境整備等の中長期的な持続的成長を見据えた政策を採るべきであり、そのためにも財政政策と金融政策が歩調を合わせることが求められよう。

《金融当局は利上げを実施するも、先行きのさらなる緊縮姿勢強化に含みを持たせる状況が続く》

- 16日、トルコ中央銀行は金融政策委員会を開催し、先月に引き続き、政策金利である翌日物借入金利を50bp引き上げ16.25%に、翌日物貸出金利も50bp引き上げ20.25%とする決定を行った（図1）。金融当局は、先月の同委員会後の声明でさらなる金融引き締め実施を示唆していたことから、今回の措置は大方市場の予想通りであったものの、今回の声明でも先行きに関して、必要に応じて「慎重な利上げ」を行うとしており、経済成長よりインフレ抑制を重視する姿勢を改めて示した。
- 金融当局は、2002年の金融危機直後に発生したハイパーインフレの経験を教訓に、インフレターゲット制を導入している。しかし、インフレ圧力の高まりから、今年4日には2009年のインフレ目標を従来の4%から7.5%に引き上げる旨を公表している。なお、今回の措置を踏まえて、今年10-12月期には新たなインフレ目標（7.5%）に向けてインフレ率が低下していくとしている。
- 足元の同国では、世界的な原油及び食料品価格の上昇によるコストプッシュ型インフレの圧力加えて、海外からの投資資金の流入により発生した過剰流動性が内需を押し上げる形で、国内信用の伸びが高止まりする等、需要インフレ圧力も高まる形でインフレ圧力が高まっており、5月の消費者物価は対前年同月比+10.7%と2桁台に突入し、1年1ヶ月ぶりの高水準に至っている（図2）。

図1 政策金利の推移

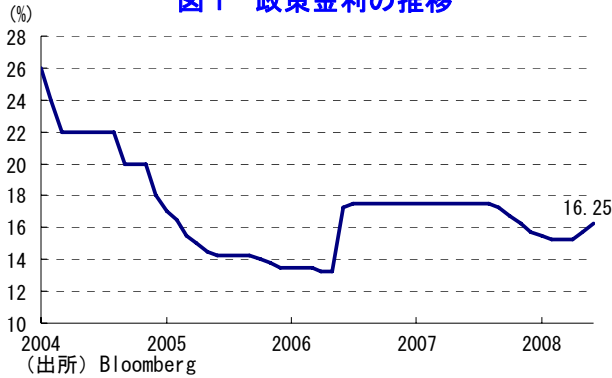
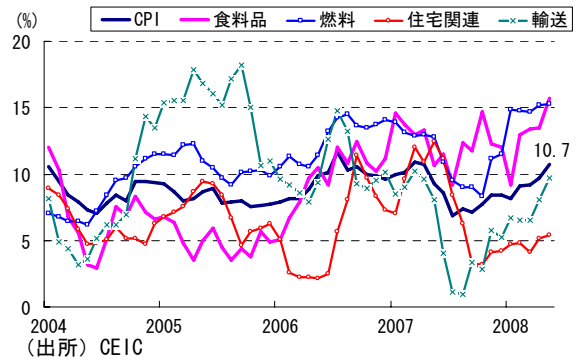


図2 消費者物価の推移(前年比)



《足元のトルコ経済はインフレ圧力による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%と前期と同率となり（図 3）、その結果、2007 年通年では前年比+4.5%と前年（同+6.9%）から大幅に低下、政府目標の同+5.0%を下回った。ここ数年、同国経済は海外からの投資資金の流入に依存する形で内需主導による堅調な成長を続けてきた。しかし、昨年 4 月に実施された大統領選挙が無効となって以降、7 月の総選挙、8 月の大統領再選挙を経て与党 AKP 政権が築かれたが、イスラム主義政党である AKP と同国の国是である世俗主義を強硬に主張する軍部との軋轢から、政治が不安定化している。また、足元で亢進が続くインフレ圧力の影響から消費者マインドは急激に悪化しており（図 4）、30 日に公表される 1-3 月期 GDP では景気のさらなる下押しが懸念される。
- また、同国の経済成長を下支えしてきた海外からの投資流入は、今年 1 月に発生した世界同時株安以降は一旦大きく規模が細ったものの（図 5）、足元では通貨リラの対米ドル為替レートが増価基調を歩んでいること（図 6）、さらに、米国を中心とした先進国の金融当局が依然として金融緩和姿勢を継続していることにより、内外金利差に着目した資金の流入が続いてきたものとみられる。その結果、国内では過剰流動性が生じているものとみられ、景気減速懸念が強まっているにも拘らず資金需要は依然として旺盛な状況が続いており（図 7）、需要インフレ圧力の高止まりが続いていると言える。

図3 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

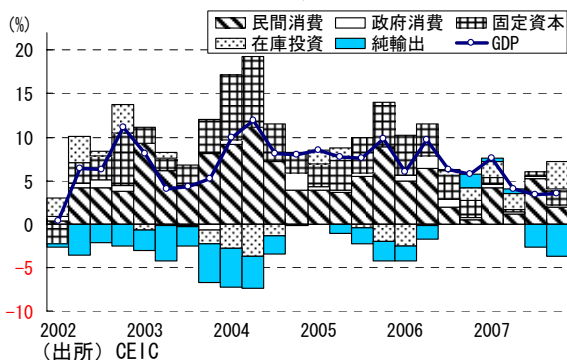


図4 消費者信頼感指数の推移



図5 資本収支の推移

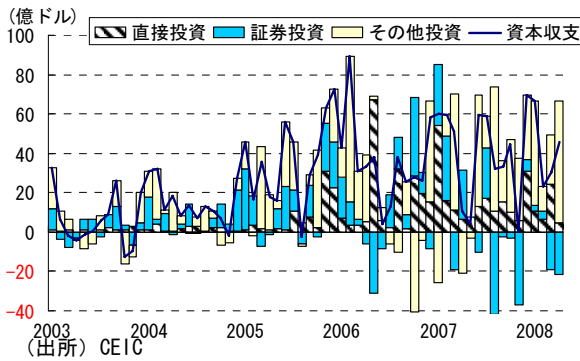


図6 為替相場の推移

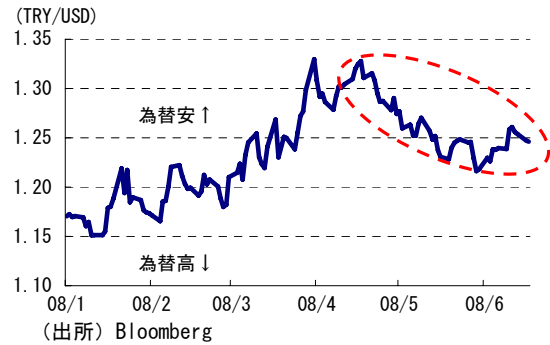
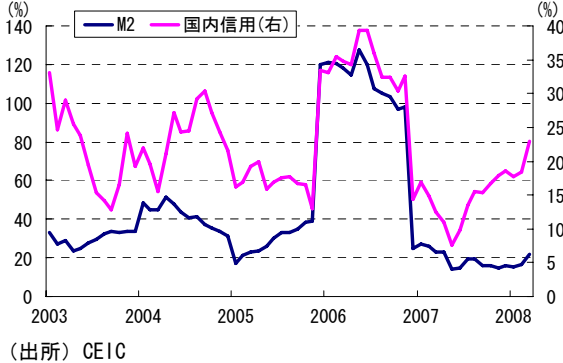


図6 M2と国内信用の推移(前年比)



- 国際収支は、足元ではインフレの亢進に伴う内需の下押し懸念が強まっているものの、原油及び食料品を輸入に依存する同国では輸入超過状態が続いており、貿易収支の赤字幅は拡大しており（図8）、経常収支の赤字幅も拡大基調で推移している（図8）。その結果、これまでは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出来る状況にあったものの、足元では資本収支の鈍化により、4月の総合収支（外貨準備の増減）はマイナスに転落している。その結果、外貨準備高は3月末時点では811億ドルであったが（図9）、4月末には若干減少したものと見込まれる。
- 2002年に発生した金融危機を踏まえ、同国政府はIMFのスタนด์バイ取極に基づき、緊縮的な財政政策を志向、基礎的財政収支（対GNP比）を政策目標の一つにする等、積極的に財政健全化への取り組みを進めた。しかし、今年1月から始まった2008年度予算では、当初予算から政策目標を低めに設定した上、今年5月にはその目標を引き下げる旨を公表している。その要因としては、来年に控えている統一地方選挙を意識した歳出拡大策があるとされる。また、与党AKPは、検察当局から憲法裁判所に解党要求が提出されており、国民の人气が抛り所の同党にとっては、経済政策の失敗で足を掬われる事態を避けたいとの思惑も考えられる。何より、IMFプログラムは5月10日に終了を迎えている上、その後のプログラムについて話がなされていないことも、こうした動きに影響したと思われる。
- 一方、金融当局は足元でのコストプッシュ型インフレによるインフレ圧力が亢進する中、海外からの投資資金も一時に比べて減速したとはいえ、依然として流入超の状態にあることから、過剰流動性による需要インフレ懸念も高まっており、特に、先月の金融政策委員会以降はインフレ制圧姿勢を強めている。市場では、IMFプログラムから放たれ、解党要求訴訟下にある政府（与党AKP）により、財政規律が緩む懸念が強まっており、そのことが投資資金の流出を招くことで為替が減価し、輸入物価の上昇を通じたコストプッシュ型インフレの押し上げを防ぐ観点から、金融当局は政府に対して財政規律を求める意図を示しているものとみられる。

図7 輸出入の推移(前年比)

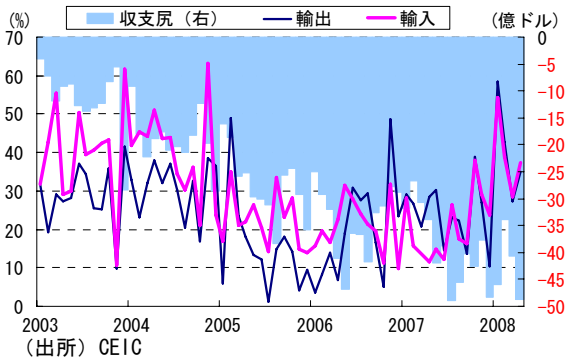


図8 国際収支の推移

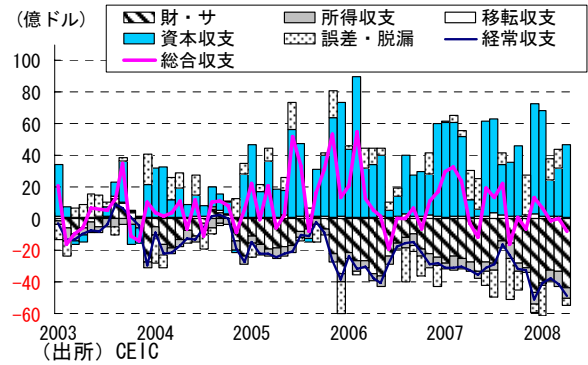
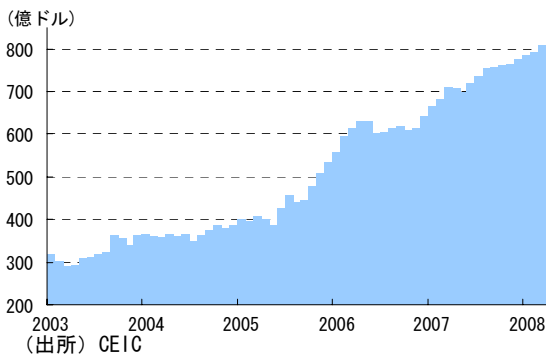


図9 外貨準備高の推移



《先行きの金融政策は緊縮姿勢は強めるとみられるが、政府による財政規律堅持には不透明感が増す》

- 先行きのインフレ見通しは、足元の世界的な原油及び食料品価格の騰勢が当面は継続するとみられ、その結果、コストプッシュ型インフレによる圧力は残存すると予想される。その一方で、市場では政府による財政規律の緩みが懸念されており、政策目標である基礎的財政収支の対GDP比引き下げのほか、未払いの社会保険料免除といった、解党後の総選挙を意識したポピュリズム的な政策が打たれ始める等、政府の政策運営に対する不透明感が増している。その結果、先行きの海外からの投資資金の流入は減速する懸念が高まっており、国際収支の悪化による外貨準備の減少や、通貨リラの対米ドル為替レートが先行き減価基調を強める懸念も強まろう。そうなれば、輸入物価の上昇がコストプッシュ型インフレを押し上げ、国際収支のさらに悪化させる悪循環を生みかねず、金融当局はそうした流れを断ち切るべく、金融引き締め姿勢を強めていくものと見込まれる。
- 同国経済を概観すれば、政治的な不安定要素はあるにも拘らず、EUへの近さやその加盟を目指していること、EU域内と比較して人口増加率が高い上、若年層比率が高い等、EU向け輸出の生産地として、そして潜在的市場としての魅力も備わっている。今回の金利引き上げは、通常政治情勢の国であれば、国内における過剰な需要を抑制する明確な姿勢を示すシグナルとなろう。世界的な金融市場における流動性が溢れる現下の状況では、内外金利差に着目した海外の投資資金の流入を引き寄せる可能性があるものの、経常収支赤字のファイナンス要素として同国の信認を高める材料になろう。しかし、憲法裁判所による裁定が出されるまでの数ヶ月の間は、短期的な資金の出入りで市場が上下する、先行き不透明な状況が継続するものとみられる。
- 2002年の金融危機以降の同国政府は、緊縮的な財政政策を志向することで、債務健全化に向けた取り組みを進め、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。金融

当局は、インフレ圧力が高まる中で、拡張的な財政政策による景気過熱が起こる可能性を危惧している。今回の利上げにより、国内金利の押し上げ圧力を通じて債務負担を増大させることで、財政がさらに圧迫される懸念が生じることになろう。そうした中で、政府がさらに積極的な財政政策を主導すれば、国内における需要インフレ懸念を高め、景気過熱感を強めることに繋がろう。政府が緊縮財政による債務圧縮を図る代わりに、インフレを誘発させることによって債務負担の圧縮を図るとすれば「禁じ手」を使っているに等しく、金融当局がインフレ抑制を目標とする状況にある中では、財政政策も基本的には歩調を合わせるべきであろう。

- 同国内では、インフレ亢進に伴う内需減速による景気減速懸念が強まっている。これまでの成長を牽引してきた海外からの直接投資を含む投資資金の流入を望むのであれば、近視眼的な景気下支えや亡国的なバラ撒き政策に走るのではなく、中長期的な成長に向けた投資環境の整備に取り組む必要があろう。市場では、先日来の米 Fed バーナンキ議長やポールソン財務長官の発言により、米国がさらなる金融緩和を行う見通しは低いものの、自立的な復調には依然として時間を要するものとみられる中では、これまで投資資金を集めてきた新興国の間で、対米ドルでの強弱を市場が判断する状況が続くことになろう。その中で、自国通貨売りとなるような政策を取ることは、政策責任者として許されることではない。

以 上