

トルコ経済事情：1-3月期GDPは金融緩和による内需活発化で好調 ～先行きはインフレ圧力と金融引き締め姿勢強化に伴う下押し圧力で減速基調強まる見通し～

発表日：2008年7月1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)

- 30日に公表された1-3月期の実質GDPは、対前年同期比+6.6%と前期（同+3.4%）から大幅に加速した。インフレ圧力を背景に景気減速懸念が強まる中、金融当局が昨年9月から6ヶ月連続で政策金利の引き下げを行ったことで、同時期の消費及び投資といった内需の押し上げが寄与したものとみられる。
- しかし、足元では世界的な商品市況の騰勢に伴うコストプッシュ型インフレに加えて、海外からの投資流入に伴う需要インフレ懸念からインフレの亢進が続いており、金融当局は一転して引き締め姿勢を強めている。家計、企業ともにマインドが悪化しており、先行きの景気の下押しは避けられそうにない。
- 一方、政府・AKPは検察による解党要求が出されたことで、解党後の総選挙を見据えたばら撒き政策に動いており、これまで同国の国際的信用を支えてきた財政規律が緩む懸念が高まっている。市場でのそうした観測から、足元では投資資金の流入が先細る傾向が強まっている。
- 中長期的な同国経済の持続的成長を図る上では、海外からの投資資金が不可欠であり、その定期的な流入を促すには規律ある財政・金融運営が不可欠である。そのため、短期的な景気下押しは避けられないものの、インフレ抑制と財政規律を顕示することが同国経済には求められよう。

《1-3月期 GDP は昨年末からの金融緩和姿勢が功を奏し、内需主導による景気押し上げが続く》

- 30日に公表された1-3月期の実質GDPは、対前年同期比+6.6%と前期（同+3.4%）から大幅に加速した（図1）。同国は、2001年の通貨危機後はIMFのスタンドバイ取極に基づく緊縮的な金融・財政政策を志向したことで、一時は対米ドルで大幅切り下げを行った通貨リラは安定（図2）、かつてのハイパーインフレを克服した（図3）。しかし、金融当局は景気減速懸念を理由に昨年9月から6ヶ月連続で政策金利の引き下げを行ったことで（図4）、1-3月期の個人消費は前年同期比で+7.3%（前期：同+2.9%）に拡大したほか、固定資本投資も同+9.5%（前期：同+7.2%）と増伸し、景気が押し上げられたものとみられる。
- ここ数年で、過去のハイパーインフレから落ち着きを見せてきた消費者物価は、足元では世界的な原油及び穀物等の商品市況の高騰の影響を受ける形で増伸しており、5月には対前年同月比+10.7%と1年ぶりに2桁台に突入している（図5）。特に、同国では商品市況の高騰によるコストプッシュ型インフレによる圧力に加えて、海外からの投資資金の流入に伴う過剰流動性が内需を押し上げ、国内信用が高止まりする等の影響から需要インフレ懸念もあり（図6）、インフレの亢進が続いている。
- インフレ圧力の高まりを受け、金融当局は今年3月には金融緩和姿勢を止めており、5月には金融政策を引き締め姿勢に転じている。直近では6月16日の金融政策委員会において50bpの金利引き上げを決定、足元の政策金利は翌日物借入金利が16.25%、翌日物貸出金利が20.25%となっている。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

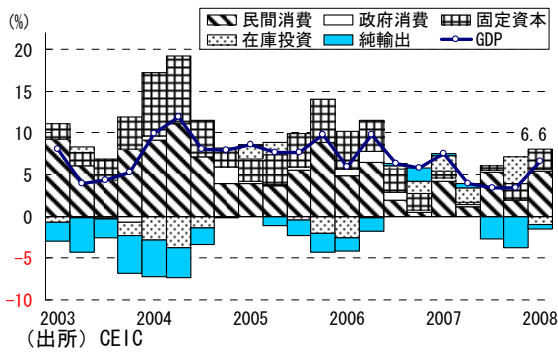


図2 為替相場の推移

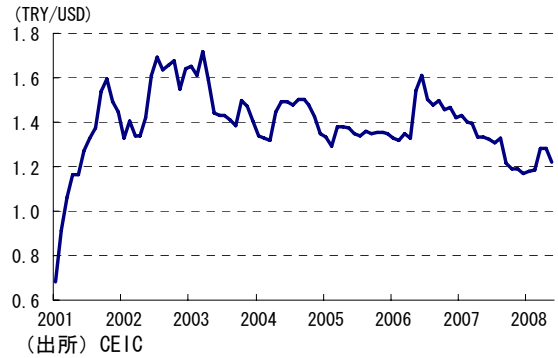


図3 消費者物価の推移(前年比)

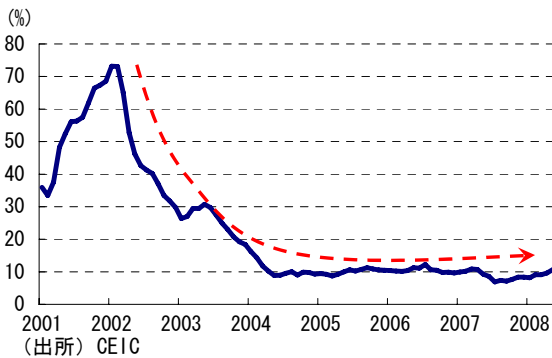


図4 政策金利の推移

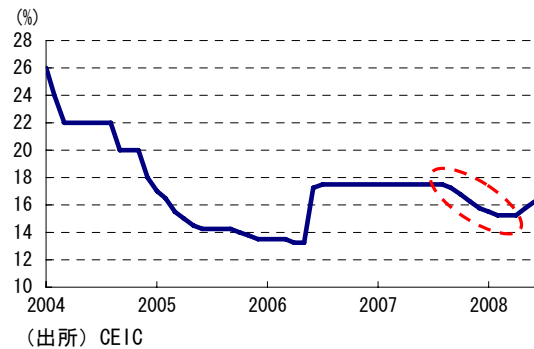


図5 消費者物価の推移(前年比)

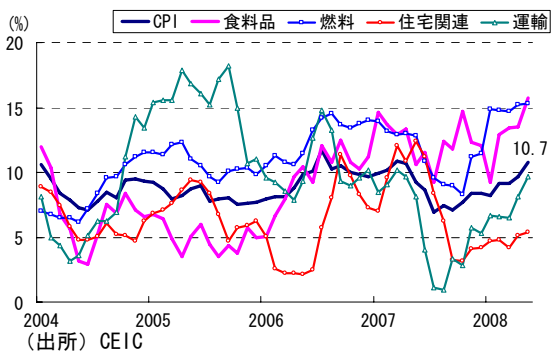
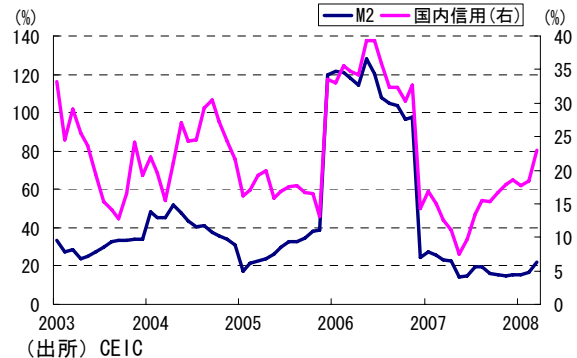


図6 M2と国内信用の推移(前年比)



《足元のトルコ経済はインフレ圧力の高まり、政治的不安による景気下押し懸念が強まっている》

- 同国政府は、2001年の金融危機以降はIMFプログラムによる緊縮的な財政運営を志向してきたものの、そのプログラムは今年5月で終了を迎えた。さらに、世界的な景気減速懸念が強まる中、同国もインフレ圧力による景気の下押し懸念が強まっていることから、同国政府は財政拡大による景気下支えを志向するようになり、2008年度予算では当初予算段階から政策目標である基礎的財政収支の黒字目標(対GNP比)を低めに設定、5月にはさらにその目標を引き上げる旨を公表している。同国では、来年に統一地方選挙が控えている中、与党であるイスラム政党の公正発展党(AKP)は、検察当局から憲法裁判所に対して解党要求が提出される等、政治的不安が高まっている。昨年実施された総選挙、大統領選挙を通じて政権与党の地位を確立したAKPにとっては、国民からの人気のみが拠り所であることから、経済政策の失敗により足を掬われるのを避けたいとの思惑があるものとみられる。
- 一方で金融当局は、足元でコストプッシュ型インフレによる圧力が亢進する中、同国経済を下支えしてきた海外からの投資資金の流入が一時期に比べて減速したものの、依然として流入超過の状態が続いていることから(図7)、過剰流動性に伴う需要インフレの高まりを懸念し、インフレ制圧姿勢を強

めている。市場では、IMF プログラムから解放されたことで、解党要求が提出された AKP 率いる与党が財政規律を緩める懸念が強まっており、それにより投資資金の流出を招く恐れが出ている。金融当局は、そうなった場合には通貨リラの対米ドル為替が減価し、輸入物価の押し上げを通じてコストプッシュ型インフレが亢進することを懸念し、政府に対して財政規律の強化を求める姿勢を強めているものとみられる。

- 国際収支面では、足元のインフレ圧力に伴う内需の下押し懸念があるものの、原油及び食料品等を輸入に依存する中で輸入超過状態が続き、貿易収支の赤字幅は足元で拡大している（図 8）。その結果、経常収支の赤字幅も拡大基調で推移しており（図 9）、これまでは経常赤字を外国からの投資資金でファイナンスする状況が続いてきたものの、足元では資本流入の鈍化の影響で総合収支（外貨準備の増減）はマイナスに転落、それでも 4 月末時点の外貨準備高は 793 億ドルを保っている（図 10）。

図 7 資本収支の推移

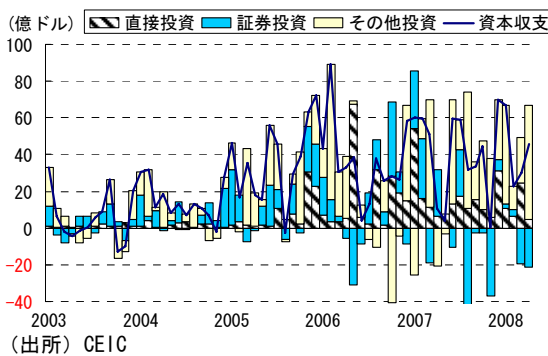


図 8 輸出入の推移(前年比)

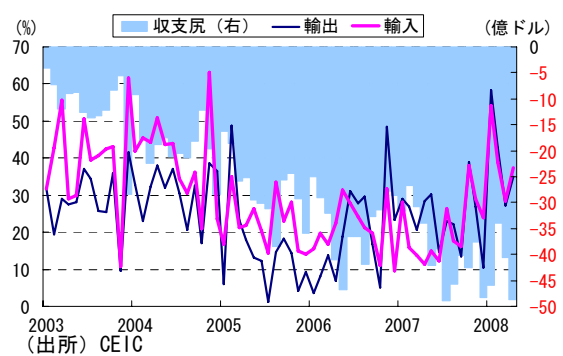


図 9 国際収支の推移

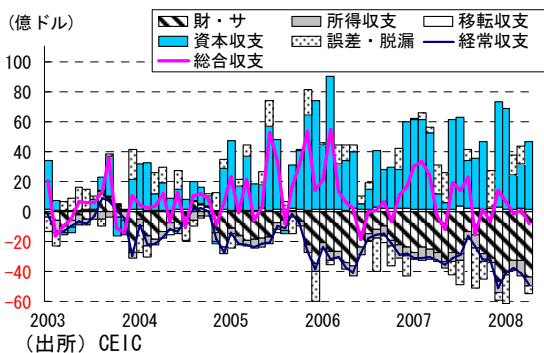
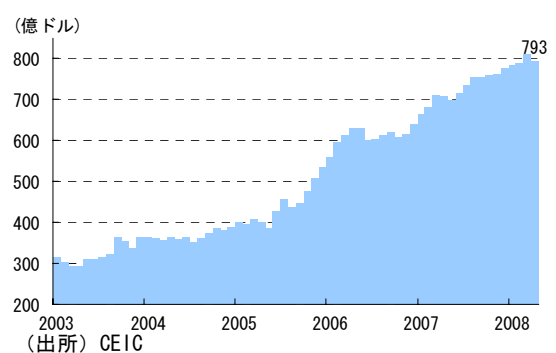


図 10 外貨準備高の推移



《先行きは金融政策の引き締め強まるも、財政政策の方向性は不透明感が増す見通し》

- 先行きのインフレ動向を考えると、25 日に開催された Fed の連邦準備委員会において、米国によるさらなる金融緩和は採られないことが明確になった。しかし、引き締め姿勢に転じるには米国景気の自律的な回復が前提となり、依然時間を要するものと見込まれることから、世界的な原油及び穀物価格の騰勢は当面持続し、内需の下押しが懸念される。その一方、政府は国民に対する支持を確保するために財政規律を緩める方針を示しており、政策目標である基礎的財政収支黒字幅の対 GNP 比の引き下げを明示したほか、未払いとなっている社会保険料の免除等、解党後にも行われるであろう総選挙を意識したポピュリズム的な政策が実施されている。そうした財政支出の拡大によって、一定程度の景気の下支えは期待されよう。しかし、政策に対する不透明感から、景気を下支えしてきた海外からの投資資金の流入は減速懸念が強まっており、先行きには国際収支の悪化による外貨準備の減少、通貨リラの対米ドル為替減価が懸念される。そうなれば、輸入物価の押し上げによるコストプッシュ型イ

インフレ圧力が高まり、国際収支がさらに悪化する悪循環に至る恐れを生ずることから、金融当局は今後さらに金融政策の引き締め姿勢を強めるものとみられる。

- 同国経済は、政治的な不安定要素にも拘らず、EU へのアクセスの良さ、さらに、EU 加盟を目指す動きが進んでいること、人口増加率が高く若年人口比率が高いことから、EU 向け輸出拠点として、さらに潜在的な市場としての魅力を有する。足元では金融当局による引き締め姿勢が強められているが、こうした動きは、国内の過剰需要抑制によるインフレ対応への明確な姿勢を示すシグナルとなる。しかしながら、政治的な不安定感、先行きの財政政策の舵取りの方向性を不透明にしておき、憲法裁判所による AKP 解党要求に対する裁定が出される前の数ヶ月については、短期的な投資資金の出入りにより市場が左右される状況が続くものとみられる（図 11, 12）。

図 11 為替相場の推移

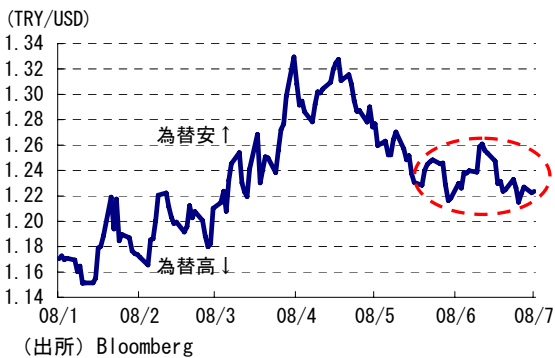
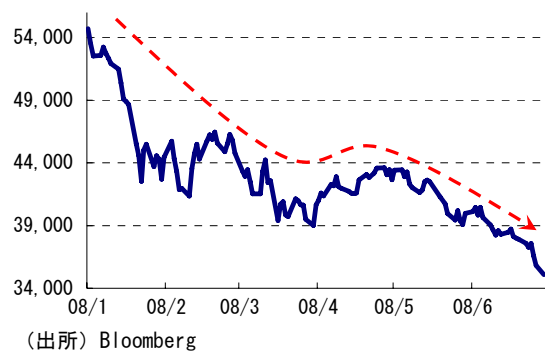


図 12 株式相場の推移 (スタン・ールショナル 100)



- 2001 年の金融危機以降、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% を切るレベルまで低下させてきた（図 13）。金融当局は、インフレ圧力が高まっている中での拡張的な財政政策により、景気浮揚から景気過熱に至る可能性を懸念している。金融政策の緊縮姿勢強化に伴う金利の引き上げ姿勢が続くとみられ、先行きは国内金利の押し上げ圧力を通じて債務負担が増大、財政的な圧迫が強まるものとみられる。しかし、そうした中でも政府が財政拡張策を主導することになれば、国内の需要インフレ圧力を高めることになり、景気過熱懸念を強めることになろう。金融当局がインフレ抑制を目標とする中では、財政政策も基本的には歩調を合わせるものが肝要と考える。
- 同国内では、インフレの亢進に伴う内需減速から、景気減速懸念が強まっている。特に、足元では消費者信頼感が大幅に低下する等（図 14）、インフレの高まりが家計にマイナスの影響を与える兆候が始まっている。また、EU 向け輸出の増大に伴い、企業部門では設備稼働率が高止まりしているもの（図 15）、金融政策の緊縮姿勢の強化により生産が足元で鈍化基調が強まる等（図 16）、家計・企業ともに押し下げ圧力は先行きも強まるものとみられ、景気の下押しは避けられない。ただし、先行きの中長期的な持続的成長を担保するには、海外からの投資資金の流入が不可欠であり、近視眼的な景気下支えやばら撒き政策に走るより、投資環境の整備に向けた取り組みが必要となろう。米国経済の本格的な回復に依然時間が必要とみられる中、新興国間での投資資金の奪い合いが強まるものとみられ、そのためには通貨リラの対米ドル為替レートの強化に向けた取り組みが求められよう。

図 13 公的対外債務の推移(対 GDP 比)

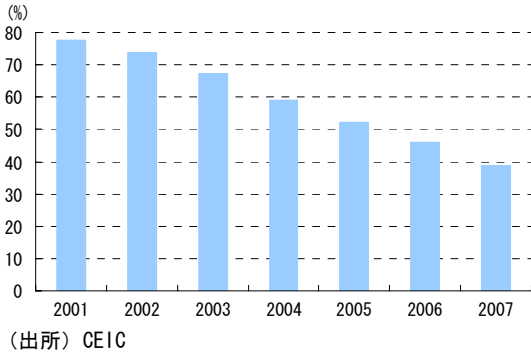


図 14 消費者信頼感指数の推移



図 15 設備稼働率の推移

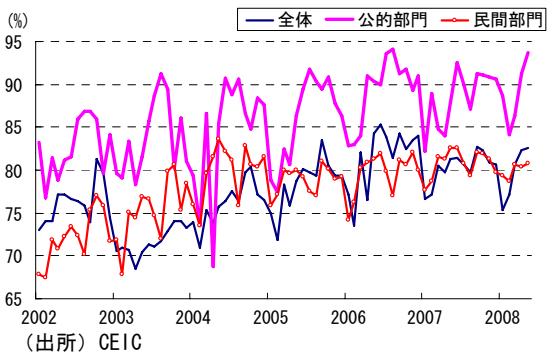
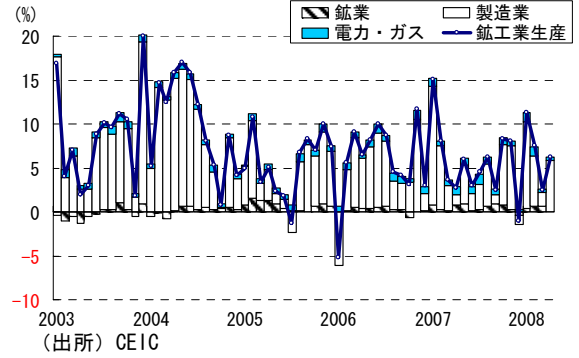


図 16 鉱工業生産の推移(前年比)



以上