

## トルコ経済事情：原油価格の調整を背景に4ヶ月ぶりの金利据え置き ～複合インフレによりコア物価も高進が続く中、先行きは依然引き締め姿勢が続く見通し～

発表日：2008年8月15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）

- 14日、トルコ中央銀行は金融政策委員会において政策金利である翌日物借入金利（16.75%）及び貸出金利（20.25%）を据え置く決定を行った。インフレ圧力への警戒を持ちつつも、足元で原油及び穀物価格が調整局面を迎えていることで、先行きのインフレ圧力が緩和するとの期待があるものとみられる。
- 同国の7月インフレ率は対前年比+12.1%と依然加速基調が続いている。世界的な資源価格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流入による過剰流動性が需要インフレをもたらす複合インフレ状態にあり、食料品やエネルギーを除いたコア物価は同+10.6%と高進が続く。マネーの伸びが依然高止まりしていることもあり、先行きも引き締め姿勢は堅持されるものとみられる。
- 今年5月以降、金融当局が金融引き締め姿勢を強める一方、先進国が金融緩和姿勢を強めたことから内外金利差が拡大し、海外からの投資資金に回帰の動きが出ている。先行きは、インフレと金利高の共存により個人消費を中心とする内需の鈍化基調が鮮明になることで景気の下押しは避けられないとみられる一方、投資資金の流入や財政支出を伴う景気刺激策による景気の下支えが期待される。
- 金融危機以降に同国が国際的信用を高める背景となったのは、緊縮的な財政・金融政策への志向である。輸入依存度が高く対外脆弱性の高い同国にとり、投資資金の流入は不可欠であり、対外構造の転換を図るべく構造改革の促進、緊縮政策の堅持による対外ポジションの改善が求められる。

### 《足元の世界的な原油価格・穀物価格の調整によるインフレ緩和期待から4ヶ月ぶりに金利を据え置く決定》

- 14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16.75%に、翌日物貸出金利を20.25%に据え置く決定を行った（図1）。金融当局として依然高進が続くインフレ圧力に対して警戒感を持ちつつも、個人消費に鈍化の兆しが見え始めるなど景気減速懸念が強まっている中、足元では世界的な原油価格の調整局面を迎えていることで、インフレ圧力の鈍化を期待しているとみられる。なお、同国では今年5月以降は3ヶ月連続で利上げを行われてきた。
- 7月の消費者物価は対前年同月比+12.1%と前月（同+10.6%）から加速しており、過去4年で最も高い伸びを示した（図2）。足元では調整局面に入っているものの、依然として国際的な原油及び穀物価格の騰勢が続いていることで、同国にはコストプッシュ型によるインフレ圧力が高まっている。それに加えて、米国サブプライムローン問題の発覚以降に先進国の金融当局が金融緩和姿勢を強める中で内外金利差が生じ、そこに着目した投資資金の流入による過剰流動性が内需を押し上げることによる需要インフレ懸念も高まっている。足元では食料品とエネルギーを除いたコア物価も金融当局の掲げる目標（ $4\pm 1\%$ ）を大幅に上回る状況が続いている（図3）。
- 原油の国際指標であるWTIが価格調整局面を迎えているほか（図4）、穀物についてもピークアウトを迎え価格が大きく調整される状況にあるなど（図5）、足元ではコストプッシュ型インフレの原因となってきた国際価格に下落の動きがみられる。先行きにおけるこれらの価格動向については依然不透明な部分が多いものの、足元の国際価格の低下は、向こう数ヶ月のインフレ圧力の低減に寄与するものとみられる。一方、足元のインフレが複合インフレ状態になっていること、国内のマネーの伸びが鈍化しているとはいえ依然とし

て高いことから（図6）、当面は金融引き締め姿勢を維持するものとみられる。

図1 政策金利の推移

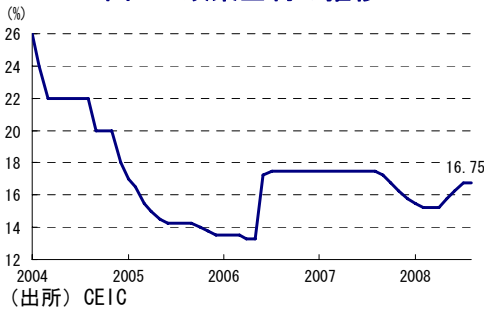


図2 消費者物価の推移(前年比)

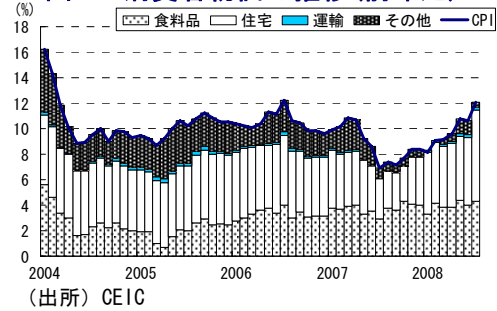


図3 インフレ率とコアインフレ率の推移

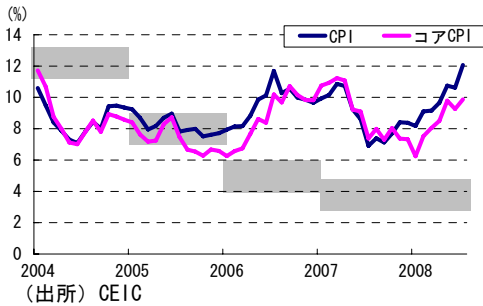


図4 原油先物相場(WTI)の推移

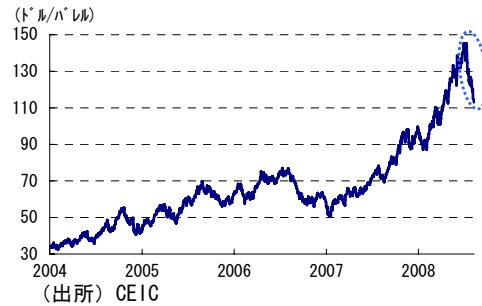


図5 穀物先物相場(シカゴ)の推移

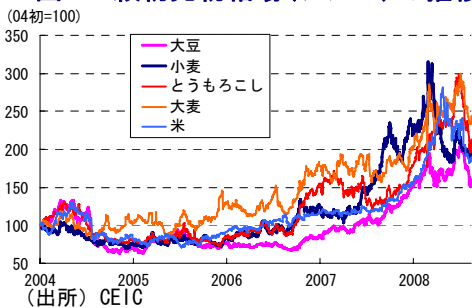
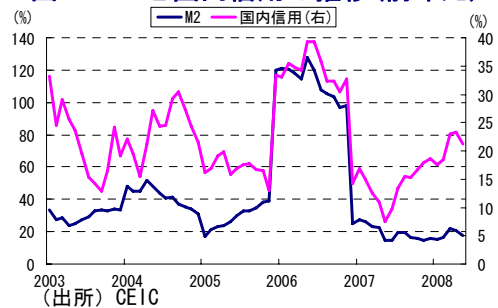


図6 M2と国内信用の推移(前年比)



### 《金利高とインフレによる景気下押し懸念も、投資資金の流入が続き先行きはさらなる引き締め姿勢へ》

- トルコは、今年5月からの金融引き締め姿勢に転じる以前は、昨春の米国サブプライムローン問題を発端とする先進国経済の減速懸念から、EUとの関係強化に努めてきた同国経済にも景気鈍化の影響は免れないとの観測が広まった。そこで、金融当局はインフレ圧力が高まる中にも拘らず、昨年秋以降に6ヶ月連続で利下げを実施したことで個人消費を中心とする内需が押し上げられ、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7)。しかし、インフレ率が金融当局の掲げる目標値から大きく乖離、消費者のマインドが大きく低下してことで(図8)、政府は歳出拡大による景気浮揚を目指したものの、金融当局は景気拡大よりもインフレの抑制を重視する姿勢に転換することになった。
- 金融当局が引き締めの判断を行った背景には、同国のここ数年の高成長の背景に海外からの投資資金流入が景気の押し上げに貢献したとの認識がある。同国は、2001年に金融危機に陥った直後にハイパーインフレに苦しんだものの、IMFによるスタンスバイ取極に沿って緊縮的な財政・金融政策の実施を志向したことで国際的な信任を高め、海外からの投資資金の流入に繋がってきた。こうした背景がある一方、イスラム政党の与党公正発展党(AKP)主導による政府は2009年に統一地方選挙を控えていること、検察当局が憲法裁判所に解党要求を求めるなど、国民の人气が拠り所の政府にとっては、景気減速に繋がる利上げを回避して景気浮揚を優先させたい誘因があった。こうした意見対立の中で金融当局は独立性を重視し、敢えて利上げに

踏み切ったものと考えられる。

- なお、海外からの投資資金の動きは、特に証券投資は昨春の米国サブプライムローン問題の発端を契機に昨年末から今年初めにかけては流出超の状態が続いてきたものの、金融当局が引き締め方針に転換した今年5月以降は、先進国による金融緩和により生じた内外金利差を要因に流入超に転換するに至っている（図9）。こうしたことから、足元では同国の主要株式指標であるナショナル100指数が反転しているほか（図10）、通貨リラの対米ドル為替も増価基調を強めている（図11）。ただし、こうして流入した投資資金は国内で過剰流動性を生じさせており、需要インフレの原因になっていると考えられるため、先行きにおいても金融引き締め姿勢が堅持されるものと考えられる。
- ただし、金融引き締めによる金利高が持続していることで、同国内では製造業における設備稼働率が高止まりしているにも拘らず十分な設備資金の調達がなされておらず、足元では鉱工業生産の伸びの鈍化基調が強まっている（図12）。先行きも引き締め姿勢が堅持されることで、生産基調はより鈍化していくものとみられ、景気全体にとっても下押し圧力になるものと考えられる。

図7 実質GDP成長率の推移(前年比)

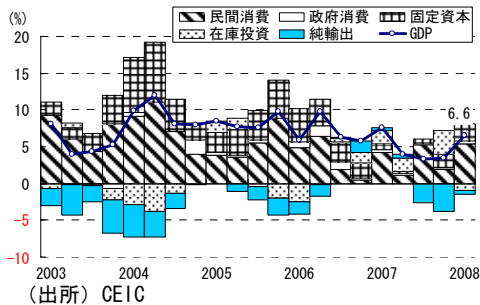


図8 消費者信頼感指数の推移

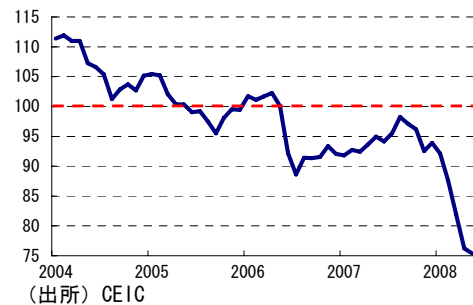


図9 資本収支の推移

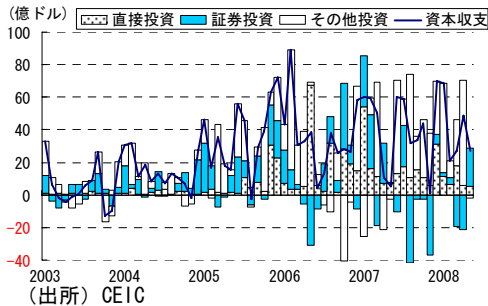


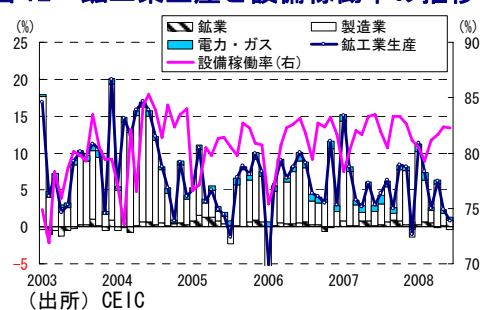
図10 株式相場の推移(ナショナル100指数)



図11 為替相場の推移



図12 鉱工業生産と設備稼働率の推移



- 外需面では、1-3月期GDPでも利下げによる内需が景気全体を押し上げたことに示されるように、依然として内需の底堅さが持続していることに加えて、世界的な原油及び穀物価格の騰勢が続いていることで輸入物価が上昇するなど輸入の伸びが高止まりし、貿易収支の赤字幅は足元で拡大基調を強めており（図12）、経常収支の赤字幅も拡大基調が続いている（図13）。世界的な金融市場における信用不安が拡大する以前

であれば、海外からの投資資金の流入による資本収支の大幅黒字によりファイナンスが可能であったものの、昨年秋以降はその黒字幅の縮小に伴って総合収支が赤字に転落しており、外貨準備の減少という影響が出始めた（図 14）。しかしながら、足元では投資資金の回帰とともに総合収支も黒字に転化していることから、先行きは外貨準備の増加も期待される。

- 同国は、2002 年に発生した金融危機の後に IMF のスタンドバイ取極に基づいた緊縮的な財政政策及び金融政策を志向し、財政健全化に取り組んだことで国際的な信任を高めてきた。しかし、今年度では政府が政策目標として掲げる基礎的財政収支（対 GNP 比）の設定を低くしている上、景気減速懸念が高まっていることを背景に政府はその目標をさらなる引き下げを行っている。こうした一連の動きには、今年 5 月に IMF プログラムが終了したことが影響しているとみられる。IMF はさらなる支援の可能性について余地を残しているものの、政府内にはプログラムの受入に懐疑的な向きもあり、プログラムが実施される場合でも融資を伴わない政策支援取極（PSI）などが採用されるとみられる。
- なお、政治的な懸案課題となっていた憲法裁判所に対する検察当局による AKP 解党要求に関する提訴は、7 月 30 日に憲法裁判所が棄却したことで一応の決着が図られた。ただし、今回の決定に際しても、対立の根本原因となっている AKP と検察や軍を中心とする世俗主義派との間の対立構図は依然解消していないものの、翌 1 日にはエルドアン首相が軍事評議会において次期参謀総長を指名したことで、当面は表立った対立関係は収まるものと期待される。したがって、先行きにおいては政治的な要因による大混乱が起こる可能性は低下したと言える。

図 12 輸出入の推移(前年比)

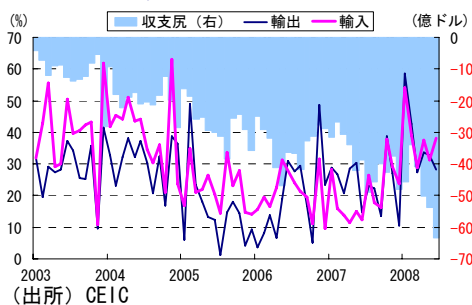


図 13 国際収支の推移

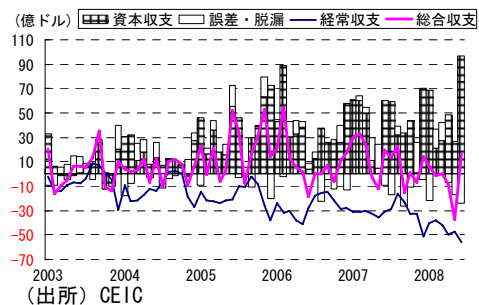
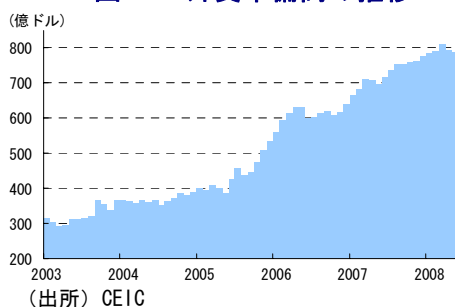


図 14 外貨準備高の推移



#### 《先行きのトルコはインフレと金利高の共存で内需鈍化不可避、中長期的な視座に立つ改革が求められる》

- 先行きのトルコ経済は、足元では原油及び穀物価格に調整がみられることで、当面はコストプッシュ型インフレ圧力の緩和が期待される。しかし、同国では過剰流動性による需要インフレ圧力を伴う複合インフレに発展している上、依然として足元でもマネーの伸びが高止まりしていることを考えると、当面はインフレ圧力そのものは残存するとみられる。さらに、金融当局は金融引き締め姿勢を堅持することにより金利高が共存することから、個人消費や資本投資といった内需への下押し圧力が強まるものと予想される。今年度予算では歳出拡大が盛り込まれていることで、内需に一定程度の下支え効果が期待されるものの、景気の減速は

避けられないものとみられる。一方で、検察当局による AKP の解党要求提訴などの政治的な不安定要素から、年明け以降も海外からの投資資金の流入が鈍っていたものの、同提訴が棄却されたことで政治的安定が図られたことは、S&P 社がツブリン格付の見通しを「安定的」（格付は「BB-」）に引き上げたことに現れるように、同国経済に対する信任を高めることに繋がるとみられ、投資資金の回帰による景気の下支えも期待される。

- さらに、トルコは EU とイスラム圏及びアジアとの窓口として、双方の経済圏に対する良好なアクセスを有している上、EU 加盟に向けて長年に亘り構造改革に取り組んでいる。さらに、EU 諸国に比べて人口増加率が高く、若年労働人口が多いことから、EU への輸出拠点として、また潜在的な市場としての魅力があるのみならず、原油をはじめとする資源価格高騰により存在感を増しているオイルマネーの新たな投資先として、イスラム金融センターとしての地位も築きつつある。金融当局が引き締め姿勢を堅持し、さらに政府が先行きも構造改革と緊縮的な財政運営を通じた財政健全化により対外的なショックに対する耐性を高めることが求められており、足元での取り組みは国内の過剰需要を回避することでインフレ抑制を目指すとの明確なメッセージとして好感されるとみられる。
- ただし、トルコは依然として輸入依存度が高く、且つ大規模な経常赤字を抱えていることから、中長期的には構造的に経常赤字の解消に向けた施策が求められる。ただし、短期的には海外からの投資資金の流入によって国際収支の健全性を保つことが、国際的信用を高める上で不可欠となっている。特に、足元のインフレ圧力が高進している上、金融引き締めによる金利高が共存することは、家計及び企業の双方にマインド悪化材料となっており、個人消費や資本投資をはじめとする内需鈍化による景気の下押しは避けられない。中長期的な持続的成長を見据える上では、海外からの投資資金を証券投資のみならず、直接投資の流入を促すべく投資環境の整備に向けた構造改革に取り組む必要がある。補助金政策などによる財政拡大を伴う景気の下支えによって国際的な信任の低下を招くことは、短期のみならず中長期的に見ても同国の潜在性を挫き、かつ対外的な脆弱性を高めることに繋がる。米国をはじめとする先進国経済が自律的な回復基調に入るには、依然として時間がかかるとみられる中、世界的な金融市場に溢れる資金の争奪戦は、他の新興国、商品など多岐に亘っており、金融政策と財政政策の整合性を高める施策が求められよう。

以 上