

トルコ経済事情：景気は順調に上向くも、インフレ・財政に課題残る

～格付機関の格上げなどで注目度は高まるが、留意すべき課題は山積している～

発表日：2010年2月24日（水）

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）

- トルコは、EU周縁国の中では人口規模及びその若さに特色があり、近年は欧州向けの新たな輸出基地として高成長を治めてきた。また、高金利国としても注目を集めて資金が流入してきたが、世界金融危機で様相は一変した。同国は過去10年余りIMFの指導下で緊縮的な財政・金融政策を実施してきたが、金融危機後はこうした方針を一転させて累計1025bpの利下げや景気対策を実施し、内需喚起を図っている。さらに、輸出の約半分を占めるEU経済も緩やかながら底打ちを果たしており、内・外需の回復に伴い景気は復調している。特に、足元では中東や中国など新興諸国向け輸出の存在感が高まっており、先行きの景気は比較的底堅く推移すると予想される。
- 大胆な金融緩和を行ったことで資金供給が図られ、海外資金の流入圧力も高まった結果、市中の資金供給量は大きく拡大している。こうした過剰流動性の影響もあり、1月のインフレ率は前年比+8.2%と金融当局のターゲット上限近くに達しているが、足元の物価上昇は食料品やエネルギー価格の上昇要因に伴うものであり、コア物価は依然落ち着いている。したがって、今月16日の金融政策委員会では政策金利が過去最低の6.50%で据え置かれたが、暫くは現行水準で留める可能性が高いと思われ、流動性吸収策で対応すると考えられる。
- 対外面では慢性的な経常赤字により、海外資金の流入で補う構造的な脆弱性を抱える。昨年の景気対策により財政悪化が懸念されたものの、事前予想ほどの悪化には至らず、今年度予算でも財政赤字の圧縮が期待されることから、格付機関は昨年末以降相次いで格上げを発表しており、海外資金の流入を促すと期待される。しかし、景気に不透明感が残ることや財政規律が緩む懸念も残っており、今後は景気対策と財政規律とのバランスが重要になると考えられる。
- 海外資金の回帰により昨年はピーク時から20%近くも増価した通貨リラは、年明け以降はギリシャのソブリン・リスクに伴うユーロ懸念による連想売りの対象となっており、リラ安基調に転じている。株式相場にも調整感が強まっており、インフレに伴う利上げ観測も上値を重くしている。一方、長期金利にも上昇圧力はあるものの、格上げに伴い上昇ペースは緩和されている。財政上は構造的な脆弱さを抱える中、景気と財政のバランスはこれまで以上に難しい舵取りを迫られていると言えよう。

《大規模な景気対策や輸出の復調を背景に、予想外に早い景気回復が進んでいる》

- トルコは、7700万人という人口規模に加えて平均年齢が約25歳と若く、生産年齢人口の拡大が見込まれている上、欧州と中東、アジアとの接合点という地の利もあり、近年は欧州向けの新たな輸出基地として高成長を治めてきた。また、近年は高金利通貨リラに対する注目も高まり、わが国でもFX（外国為替証拠金取引）などを通じてリラ建取引が拡大する動きも出ている。しかし、長年に亘りEU参加を求めて欧州経済との一体化を進めてきたこと、投資資金の多くが欧州から流入していたことから、世界金融危機による信用収縮が同国経済にも大打撃を与えた。
- 同国は2000年代初め、外貨流動性不足に陥り2度に亘ってIMFに支援要請したことがあったため、世界金融危機後の信用収縮による資金流出に直面した際、再びIMFの支援を仰ぐ可能性が指摘された。しかし、往時と比べて外貨準備高は3倍以上に拡大しており（[図1](#)）、短期対外債務の規模も鑑みれば直ちに外貨流動性不足に陥る懸念は大きく低下していた。さらに、IMFの支援受入と引き換えにコンディショナリティ（融資条

件)として緊縮財政と金融引き締めが求められることから、昨年3月の統一地方選挙を控えて景気減速を招くことを懸念し、政府はIMFとの合意形成を先延ばしにした。他方、景気を刺激すべく累計1025bpの大幅な金融緩和のほか、時限的な消費税の減税措置や輸出振興に向けた低利融資の拡大など積極的な景気対策を実施した。さらに、減税措置などはその後も延長されたため、財政状況は急速に悪化している。

- 一方、一連の景気対策により自動車販売台数は大幅に押し上げられ(図2)、家計部門の住宅投資も大幅に増加するなど、個人消費や資本投資の押し上げ効果が顕著に現れている。また、景気対策の第2弾として、2010年までの期限でGDP比7%弱相当の総額600億リラ規模で投資誘致のための減税措置などが行われたほか、雇用創出を目的として10億リラ規模で公共建造物の改修や職業訓練の拡大を図ったことも景気を下支えている。
- また、EU全体の景気の足取りは重いものの、ドイツやフランスなど中心国は緩やかに回復が進んでおり、輸出の半分弱をEU向けに依存する同国の輸出も復調している(図3)。また、輸出規模は小さいものの、米国向けも回復が進んでおり、さらに原油市況の上昇を背景に中東資源国やロシア向けも復調が進み、一時ピークの6割近くまで落ち込んでいた輸出も、足元では8割近くに回復している(図4)。
- 国内生産は昨年初めにピークの7割未満に落ち込み、平均設備稼働率も60%台前半の低水準になるなど深刻な低迷に見舞われたものの、内需に加えて輸出も回復していることを背景に生産は上向いており(図5)、足元では設備稼働率も70%台に乗せている。7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比▲3.3%と依然マイナス成長を脱していないものの(図6)、当研究所試算の季節調整値に基づく前期比では2四半期連続でプラス成長となり回復が進んでいる。欧州経済を取り巻く環境は依然厳しさが続くと思われ、中東や中国など新興国向け輸出に支えられ、先行きの景気は比較的底堅く推移すると思われ、2010年の成長率は3%台に回復する可能性も高まっている。

図1 外貨準備高の推移

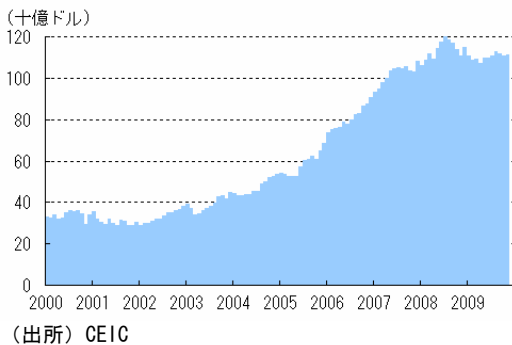


図3 仕向地別輸出割合(2009年)

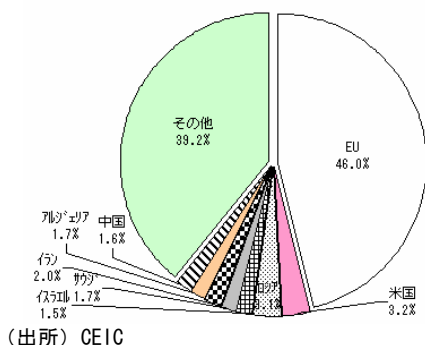


図2 自動車販売台数の推移(前年比)

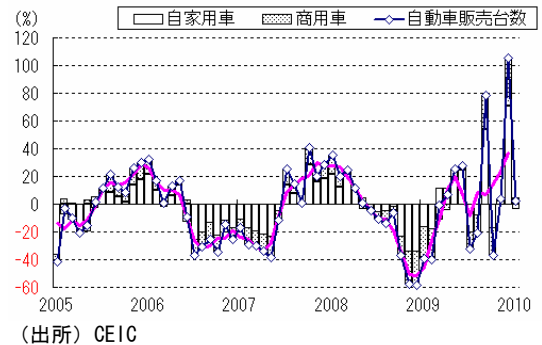


図4 輸出入の推移(前年比)

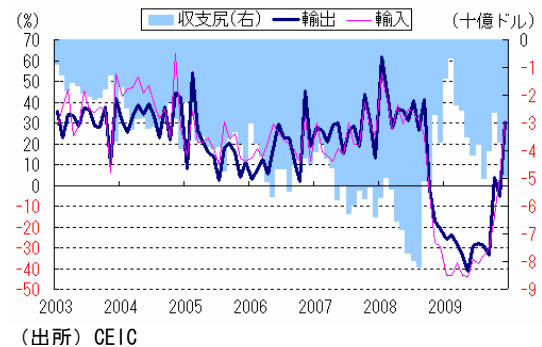


図5 鉱工業生産と設備稼働率の推移

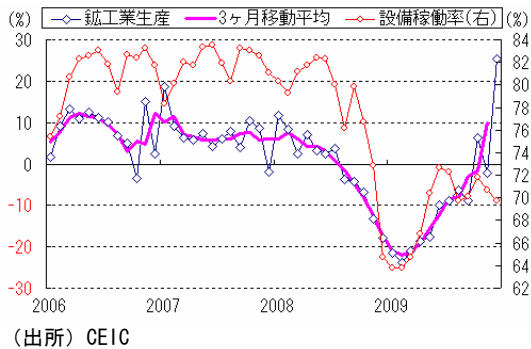
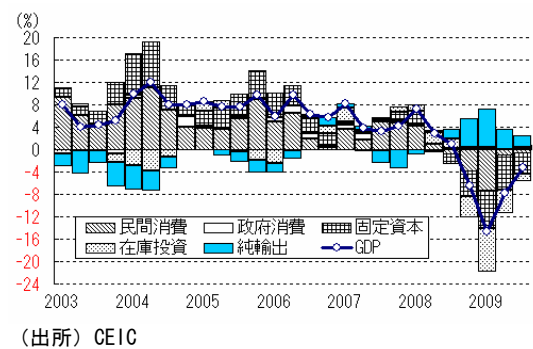


図6 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



《インフレ率上昇も当面は低金利を持続の見通し。外国人投資家課税など不透明要素が出てきている》

- 素早い景気回復を遂げた要因のひとつに大胆な金融緩和が挙げられるが、結果として市中の資金供給量は大幅に押し上げられ、景気回復に伴う資金需要も高まったことで国内信用は拡大基調を強めている（図7）。また、10%以上の利下げにも拘らず政策金利は 6.50%と世界的に高水準にあり、内外金利差の大きさと海外資金の流入が回帰したことも資金供給量を上振れさせた（図8）。こうした過剰流動性の影響もあり、1月の消費者物価は前年同月比+8.2%と金融当局のインフレ目標（4.5~8.5%）の上限近傍に達している（図9）。前月比も+1.8%と急激な物価上昇に見舞われているが、これは食料品やエネルギーなど商品市況の高騰を受けたものであり、コア物価は前年比+6.0%、前月比も+0.2%と落ち着いている。16日の金融政策委員会では政策金利が 6.50%に据え置かれたが（図10）、欧州を中心とする海外経済の不透明感により景気刺激を優先させたものと言える。今後は物価上昇圧力が高まる中、流動性吸収に向けた取り組みが予想される。
- 対外信用面では、依然として貿易赤字を背景に慢性的な経常赤字が続いており（図11）、海外からの資金流入で補う脆弱な構造を抱えている。なお、予想以上の景気回復で歳入が回復しており、昨年の財政赤字は政府予想（▲628億リラ：GDP比▲6.6%）を大きく下回る▲522億リラ（同▲5.5%程度）に留まり、昨年末に成立した今年度予算でも赤字幅が▲501億リラとの見通しが示されたことから、財政健全化への期待が高まっており、昨年末以降すべての格付機関が格上げを決定している（図12）。全機関とも投資適格には至らないものの、格上げによって海外資金の流入が促されると期待される。なお、規制当局である資本市場委員会は、足元の海外資金流入に伴うリラ高を懸念し、外国人投資家に対して一律 10%の源泉税課税を容認する姿勢をみせているが、これが実施された場合は投資先としての魅力を損なうことが懸念されよう。
- 近年は、2000年代初めの経済危機とその後の IMF 支援を通じて慎重な財政運営が行われてきたことにより公的債務残高の圧縮が進められ、2008年末時点の公的債務残高は GDP 比 40%まで低下してきたが、昨年の財政悪化で再び上昇基調に転じている（図13）。今年度の財政赤字は昨年より一段と圧縮される見通しだが、依然 GDP 比 ▲5%近くの水準にあり、改善要因も特別消費税など増税策を前提とした歳入拡大に伴うものであり、歳出改革は進んでいない。昨年の統一地方選挙を通じて与党 AKP の優位は崩れていないものの、政治的不安定が再び顕在化する可能性は残っており、若年層を中心とする高い失業率が社会不安を引き起こす懸念も高まっている（図14）。これまでの傾向から歳出拡大や実質減税による歳入減少で財政が悪化する可能性は高いため、景気対策と財政健全化とのバランスある対応が求められよう。

図 7 M2 と国内信用の推移 (前年比)

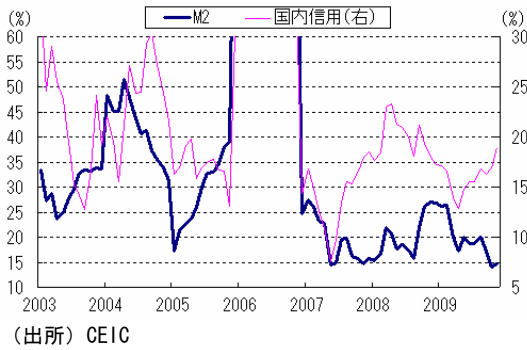


図 9 消費者物価の推移 (前年比)

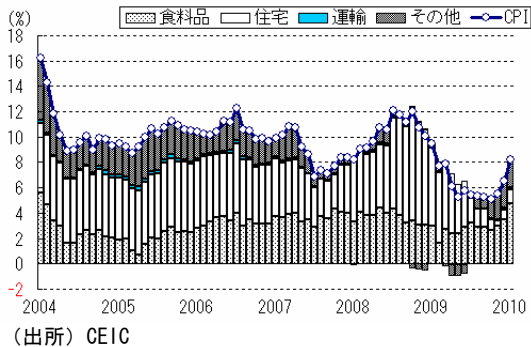


図 11 経常収支の推移

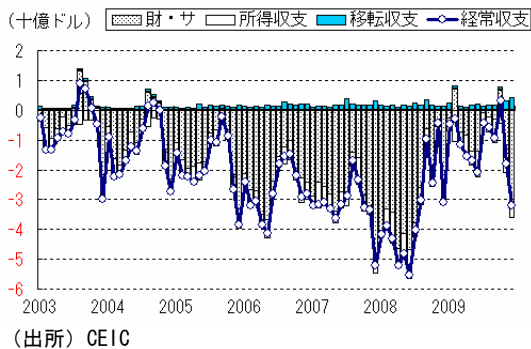
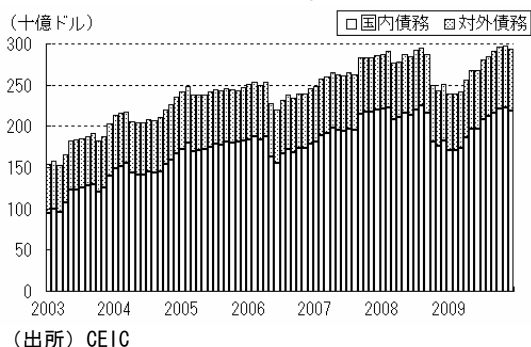


図 13 中央政府の公的債務残高の推移



《EU 周辺国ゆえユーロ問題の影響で海外資金の動向に変化》

- 世界的にリスクマネーが活発化する中、緩やかながら景気回復期待が高まったことや、内外金利差の大きさに着目する海外資金の流入が続いたことで、昨年 3 月以降急速にリラ高圧力が掛かり、約 9 ヶ月で 20% 近くの通貨高となった。年明け当初もリラ高が続いたものの、所謂オバマ・ショックのほか、特にギリシャのソブリン・リスクによるユーロの信認懸念は輸出の約半分を EU に依存する同国にとって景気下押し圧力に繋がるとの連想も働き、一転してリラ安基調が続いている (図 15)。ギリシャ問題については今後も懸念が燦り

図 8 海外投資家の証券投資流出入額の推移

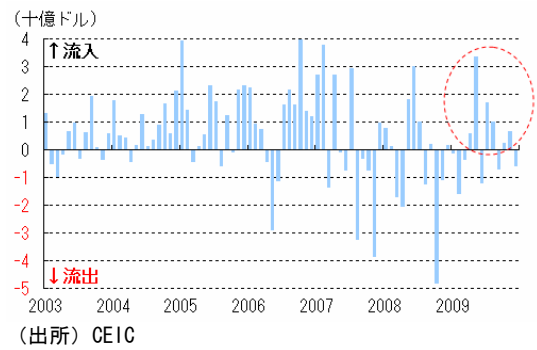


図 10 政策金利の推移

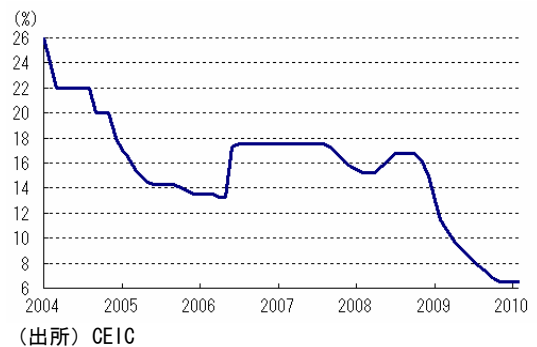


図 12 長期信用格付の推移

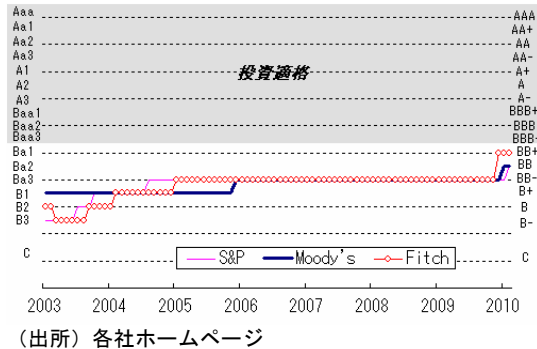
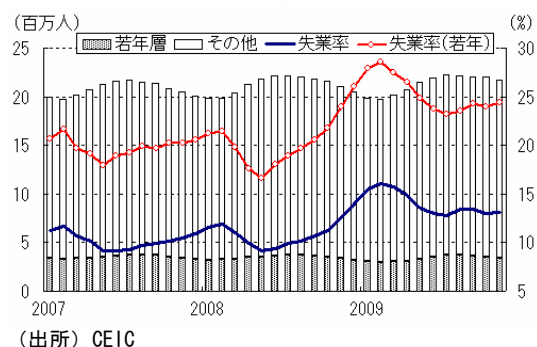


図 14 雇用環境の推移



続けると予想されることから、リラ安懸念は残ると思われる。

- 同様に海外資金の流入に伴い、株式相場（インターナショナル 100 指数）は昨年 1 年間で 9 割以上も上昇したが、年明け以降は高値圏での推移が続いているものの、インフレ率の急上昇で利上げ観測が高まっていることを反映して上値の重い状態が続いている（図 16）。一方、利上げ懸念やソブリン・リスク懸念を背景に長期金利は足元で再び上昇しているが、昨年末以降の相次ぐ格付機関による格上げに伴い、利回りの上昇ペースは緩和されている（図 17）。ただし、2000 年代初めの経済危機は格付機関の格下げと海外資金の流出が引き金になったが、昨年来の海外資金の流入や最近の格上げはその裏返しに過ぎない面もある。特に、財政面では依然構造的な脆弱さを抱えており、海外投資家のリスクマインドの変化によって資金動向は大きく変化し得る。足元の外貨準備の規模を鑑みれば、直ちに外貨流動性不足に陥る可能性は低いが、慎重な財政・経済運営が求められる状況には変わりないと言える。

図 15 為替相場の推移 (USD/TRY)



図 16 株式相場の推移 (XU100)



図 17 長期金利の推移 (5 年債利回り)



以 上