

## トルコ、景気減速を受けて約1年ぶりに利下げ決定

～緩やかな景気回復が見込まれるが、海外資金の動きには引き続き要警戒～

発表日：2012年12月20日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- トルコを巡っては欧州の景気低迷の影響が懸念されたものの、昨年の経済成長率も前年比+8.5%と高止まりするなど加熱感が警戒されてきた。足下でも景気対策効果などで個人消費こそ底堅いが、輸出の頭打ちに加えて民間投資も鈍化して景気の足かせになっている。7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.7%と潜在成長率を下回った。そして、高止まりしてきたインフレ率は景気減速に伴い低下し、中銀は今年18日に約1年ぶりに政策金利(1週間物レポ金利)を25bp引き下げて5.50%とする決定を行い、政策金利は過去最低水準になった。なお、中銀は今年8月以降コリドー金利の調整を通じて実質的な金融緩和に動いており、足下では海外資金の流入も相俟って資金需給は改善しつつある。先行きの景気には不透明要因は燻るが、海外経済の回復なども重なり回復感を強めると見込まれる。今年の経済成長率は前年比+2.6%に留まるものの、来年は同+3.5%程度に回復すると予想する。
- 同国はかつての金融危機を理由に長年に亘って投資不適格とされてきたが、先月には主要格付機関が「先行きの同国経済は持続可能な成長にソフトランディングする」として、『投資適格』に格上げしている。他方、今年6月に「投資適格」一步前に格上げした別機関は先月、構造問題の解決には時間を要するとして格付を据え置いており、外国人投資家が投資ウェイトを大幅に引き上げる条件は揃っていない。しかしながら、近年の国際金融市場における信認向上に加えて、先進諸国の追加量的金融緩和により世界的な資金余剰感が強まる中、同国への資金流入圧力は強まっている。中銀は過度な資金流入が景気過熱を引き起こすことを警戒するものの、当面はこれが通貨及び株高を招く傾向は続くであろう。

### 《景気減速懸念から約1年ぶりの利下げ決定も、資金流入が期待される中、先行きは緩やかな景気回復へ》

- トルコは地理的な近さを背景に欧州との関係が深く、欧州経済の低迷が影響すると懸念されてきたものの、昨年の経済成長率は前年比+8.5%と極めて高く推移し、景気をけん引する個人消費をはじめとする内需に加熱感が懸念される状況にあった。なお、足下においても底堅い雇用環境や政府による減税をはじめとする景気対策に加えて、国際金融市場の混乱一服により海外資金の流入が活発化したことで資産価格が上昇していることも追い風に、個人消費は堅調な推移が続いている。一方、世界金融危機後の通貨リラ安を背景に底堅く推移してきた輸出は、欧州経済の低迷長期化により頭打ちの兆候が窺えることに加えて、対内直接投資にも一服感が出つつある。また、物価高の長期化による金利高によって民間部門の投資も下押しされるなど、景気の足かせになっている。さらに、中東・北アフリカ諸国におけるいわゆる「中東の春」以降の混乱は、欧州からの観光客の急増をもたらすなどバブル的な拡大が続いてきたが、足下ではこれも一巡している。このように一昨年以降の景気を押し上げてきた要因が後退しつつあることを受けて、トルコ経済を取り巻く状況はここ数ヶ月の間に大きく変化してきた。結果、7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+1.6%と3年ぶりの低い伸びに低迷しており、前期比年率も+0.7%と潜在成長率を大きく下回る伸びに留まっている。
- 物価は長期間に亘り高止まりしてきたものの、11月の消費者物価は前年同月比+6.37%に低下している。これは依然中銀が定めるインフレ目標(5%以下)を上回るものの、足下の景気減速などに伴い落ち着きを取り戻しており、先行きは一段と低下傾向を強めることが予想される。中央銀行は、景気減速が懸念された昨年8月に約2年ぶりに政策金利(1週間物レポ金利)の引き下げを実施したが、それ以降は欧州債務問題の再燃などが同国経済影響を与える懸念があったにも拘らず、インフレ率は政策金利を上回る状況が続いたことから、

利下げ実施を踏み止まってきた。他方、中銀は短期金利の上昇抑制を通じて資金需給動向を緩和すべく、今年2月以降は短期金利の上限に当たる翌日物貸付金利を徐々に引き下げること、短期金利のコリドー縮小を図り、短期金利の低下を促す実質的な金融緩和を実施してきた。しかし、足下の景気の減速感が一段と強まっていることを受けて、18日に開催した定例の金融政策委員会では、コリドー金利は維持する一方、政策金利を約1年ぶりに25bp引き下げの決定を行っている。結果、政策金利は5.50%と過去最低水準になり、過去のコリドー縮小を通じて足下の資金需給動向に改善の動きがみられる中、当局は今回の利下げが先行きの内需を押し上げるとの見方を示している。中銀は、先進国の追加金融緩和の影響で国際金融市場が過剰流動性相場の様相を呈する中で同国への資金流入拡大を警戒しており、低金利の維持が望ましいとする一方、コリドー金利の調整を慎重に行う必要性に言及しており、急進的な金融緩和が行われる可能性は低いと考えられる。

- なお、これまでに確認可能な経済指標の中で景気の底打ちを示すものは少なく、特に生産に関連する指標は同国経済が厳しい環境に置かれていることを示している。しかし、11月の消費者信頼感指数はインフレ率の低下なども影響して改善の兆しが窺えるほか、自動車販売なども底打ちするなど個人消費が依然として旺盛なことを物語っている。さらに、国際金融市場の混乱一服による資金流入なども追い風に、足下では資金供給量の伸びは底離れが進むなど資金需給環境は改善しており、今回の利下げにより国内金利の低下は資金需要を押し上げると期待される。欧州経済を取り巻く環境は不透明感が続くと同様と予想されるほか、資源価格の調整はトルコ経済との関係が深まっている中東やロシアなどの景気下振れに繋がる可能性は燻るものの、先行きについては緩やかながら景気は拡大基調に転じると予想される。なお、当研究所は今年6月、前半の景気が予想外に堅調に推移していることを受けて、今年通年の経済成長率が前年比+3.4%になると予想したが、その後の減速を反映して同+2.6%と▲0.8p下方修正する。一方、2013年については同+3.5%に回復するものの、海外資金の流入が現在のペースで進んだ場合は上振れ圧力が高まるものと予想される。

図1 実質 GDP 成長率の推移

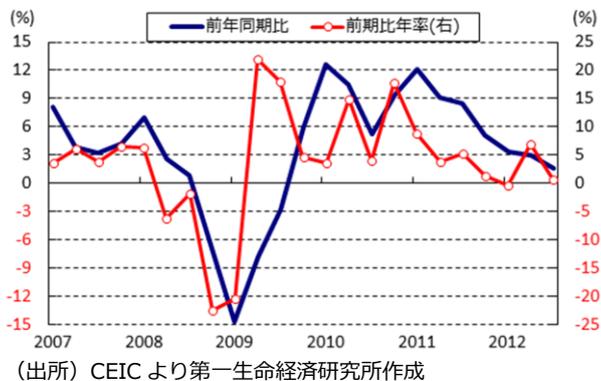


図2 政策金利とインフレ率の推移



### 《格付機関による評価向上が続く中、世界的な資金余剰感も重なり、通貨・株式ともに上昇基調を強めている》

- 国際金融市場におけるトルコは、1990年代初旬の景気低迷期に加えて、2000年代初めの金融危機の影響で長年に亘って投資不適格のレッテルを貼られる状況が続いてきた。しかし、先月には主要格付機関のうち1社が同国の長期信用格付を1ノッチ引き上げて「BBBマイナス」とし、18年ぶりに『投資適格』級とする決定を行っている。この理由として、同社は「足下で経常赤字が急速に縮小していることに加えて、インフレ率も低下基調にあることから、同国経済は景気減速に直面しているものの、先行きは持続可能な経済成長に向かってソフトランディングする可能性が高い」との見方を示している。さらに、6月には他機関が長期信用格付を「Ba1」と『投資適格』まであと1ノッチの水準に引き上げており、見通しも先行きの格上げの可能性を含む「ポジティブ」とする動きも出ている。なお、同社は「構造問題への対処は着実に進んでいるが、同国の特性を踏まえると問題解決の道筋が見えるには相当の時間を要する」との見方を示し、11月の見直しでは格付

を据え置いており、『投資適格』級に引き上げられるには依然時間を要すると見込まれる。このように、同国に対する国際金融市場からの信認は以前に比べて格段に改善しているものの、多くの外国人投資家が積極的に同国への投資を拡大するための要件を満たすには、もう暫く時間を要することは避けられない。

- 一連の格付機関による格付見直しの動きは、外国人投資家による同国投資の注目度を高めており、日米欧先進国による追加量的金融緩和を背景に国際金融市場は過剰流動性相場の様相を呈していることから、高収益を狙う海外資金の流入圧力が強まっている。結果、通貨リラは米ドルに対して上昇しているほか、足下では円安圧力が強まっていることも相俟って日本円に対して急速に上昇している。先行きについては、米国における「財政の崖」や欧州経済を取り巻く状況の不透明さは引き続き国際金融市場の混乱要因になる可能性はあるものの、世界的な資金の余剰感はいしばらく続くと見込まれることから、主要通貨に対してリラ高基調になりやすい展開が予想される。株式相場についても足下では上昇基調が強まる中、足下の相場は過去最高値を更新し続けており、先行きにおいては高値警戒感が強まることも予想される。しかし、景気が緩やかながらも回復に向かうことが確認される場合は、今後も再び騰勢を強めていくことが見込まれる。

図3 為替相場(対米ドル、日本円)の推移

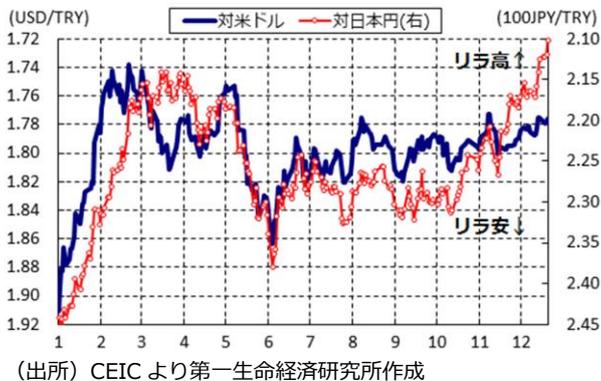
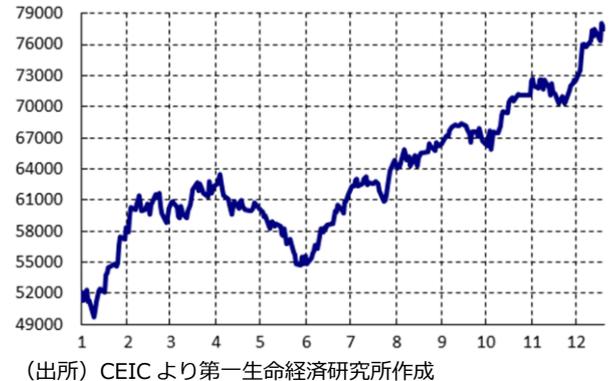


図4 株式相場(イスタンブール100)の推移



以上