

トルコ中銀は投機資金の動きを警戒

～中銀の金融政策の目標は景気刺激から、海外資金によるリスク対応にシフト～ 発表日：2013年1月29日(火)

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)

- トルコ中銀は先月、景気減速に対応して約1年ぶりに利下げを実施したが、足下の外需は底堅く推移しているほか、インフレ率の低下も追い風に内需にも底打ち感が出ている。生産も底入れする中、内・外需の回復を背景に新規受注は急速に改善しており、先行きの景気は底離れが一段と進むと期待される。国際金融市場では投資家のリスク許容度が改善しており、同国を含む新興国向け投資が活発化している。特に、同国を巡っては、昨年以降対外信用力が改善していることも追い風になり、海外資金の流入が盛んになる中、通貨リラ相場や株式相場の上昇を引き起こす一因になっている。
- 同国は慢性的な経常赤字を抱えるなど貯蓄過小であり、潜在成長率の向上には海外からの投資資金の受け入れが不可欠である。ただし、足下では証券投資を中心とする短期資金の流入が活発化し、景気の押し上げ効果が期待される一方、インフレ圧力や国際金融市場の環境変化による動揺が増幅するリスクも懸念される。よって、中銀は22日の定例会合で短期金利の内外金利差の縮小を図る一方、預金準備率を引き上げて過剰流動性を抑制する対応に舵を切り、金融政策の目標は景気刺激から投機資金によるリスク対応にシフトしている。足下では旺盛な内需による輸入拡大が経常赤字の拡大を引き起こすことも懸念されており、今後は対内直接投資を促す取り組みを前進させることで経常赤字の縮小、外貨準備高の拡大を図り、対外信用力を向上させることが求められる。

《足下では景気に底入れ感が出る中、中銀は投機資金の流入によるリスクを警戒する姿勢を強めている》

- トルコ中銀は先月、7-9月期の実質GDP成長率が前期比年率+0.7%と潜在成長率を大きく下回る水準に留まる中、インフレ率は6%超と依然中銀の定める目標(5%)を上回るものの、落ち着きを取り戻しつつあることを背景に、政策金利(1週間物レポ金利)を約1年ぶりに引き下げ、政策金利を過去最低水準である5.50%とする決定を行った。中銀は昨年2月以降、資金需給のひっ迫による短期金利上昇が景気の足かせになることを懸念し、短期金利の上限に当たる翌日物貸付金利を引き下げることにより、短期資金の金利コリドー(変動幅)の縮小を図り、短期金利の上昇抑制を促す実質的な金融緩和を実施してきた。他方、最大の輸出先である欧州経済を巡っては、国際金融市場において債務問題に対する懸念がひとまず後退していることから、欧州向け輸出は底堅く推移しているほか、堅調な原油価格などを背景に中東やCIS諸国向けの輸出が存在感を示しつつある。さらに、インフレ率の低下によって国内における実質購買力が向上する中、同国の景気をけん引してきた個人消費にも底打ちの動きが窺われる。これらを反映して足下の生産は底入れの動きが出ているほか、新規受注動向は急速に回復しており、先行きの景気は底離れが進むと期待されている。
- 国際金融市場では先進諸国による追加的な量的金融緩和の実施に加えて、欧州債務問題に対する警戒感が後退していることも背景に、投資家のリスク許容度は急速に改善しており、同国を含む新興国市場への資金流入が活発化している。同国を巡っては、昨年11月に主要格付機関のうち1社が長期信用格付を1ノッチ引き上げて18年ぶりに『投資適格』級にしたほか、その他1社も昨年6月の格上げで『投資適格』級まで1ノッチの水準にするなど、対外的な信用力は急速に改善している。さらに、先月の利下げ実施にも拘らず同国の政策金利は周辺諸国に比べて依然として高水準であり、内外金利差が注目されやすくなっている上、足下のインフレ率の低下により実質金利のマイナス幅が縮小していることも、投資対象としての魅力を高める一因になっている。そして、足下の景気には底入れの兆しが窺えることに加えて、景気のけん引役である内需に回復感が出て

いることも、海外資金を惹きつけることに繋がっている。

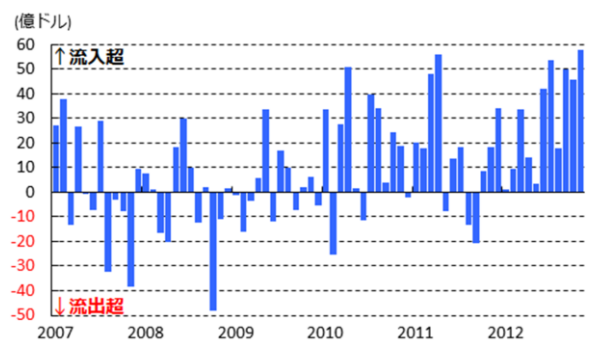
- 同国は慢性的に経常赤字を抱えるなど貯蓄過小であることから、潜在成長率の向上を図るためにも、海外から投資資金を受け入れる必要性は高い。直接投資の流入額は底堅く推移している一方、証券投資を中心とする短期資金の流入の勢いはこれを大きく上回っており、足下における通貨リラ相場並びに株式相場の上昇に繋がっている。こうした海外資金の流入は、国内の資金需給の改善を促して景気を押上げると期待されるものの、インフレ圧力に繋がる懸念があるほか、国際金融市場を巡る環境が一変した際には急速な信用収縮を生むリスクをはらむ。中銀は 22 日の定例会合において政策金利を据え置いたものの、短期資金の上限（翌日物貸付金利）及び下限（翌日物借入金金利）を 25bp 引き下げ、それぞれ 8.75%、4.75% として、短期金利の内外金利差の縮小を通じて海外資金の流入抑制を図る一方、資金流入による過剰流動性懸念をけん制するため、預金準備率を引き上げる決定を行った。中銀による金融政策の目的は、先月の景気刺激から一転して、海外資金の流入によるリスク対応にシフトしており、国際金融市場が総じて「リスク・オン」の状況にあることを鑑みれば、先行きは投機資金の動向に対して神経質な対応を続けることも予想される。
- 昨年半ばにかけて、イラン向けの金輸出（含、UAE 経由）が一時的に拡大して輸出を大きく押し上げたが、その後はリラ安を背景に欧州や中東、CIS 諸国向け輸出も全般的に堅調に推移しており、輸出は依然として底堅く推移している。一方、内需の復調を追い風に輸入は旺盛であることから、貿易赤字の拡大を通じた経常収支の悪化が懸念され、格付機関の中にはさらなる格上げ実施を見送るところも出ており、多くの外国人投資家が一段と積極的に同国向けの投資を拡大させる要件を満たすにはしばらく時間を要する状況は変わらないであろう。同国政府は昨年、景気刺激や海外からの対内直接投資を呼び込む観点から、法人税の減免や社会保険料の補助などを柱とする投資インセンティブの強化に動いており、世界経済の回復に加えて、同国の地理的な重要性なども投資を押し上げると期待される。対外的な信用力を一段と向上させるためにも、経常赤字の縮小や外貨準備高の積み上げなど、海外資金の動向に対する耐性をつけることが求められる。

図 1 金融政策とインフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 2 対内証券投資の流出入動向の推移



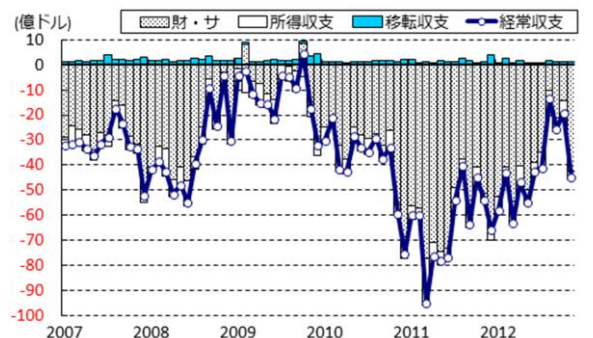
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 3 為替相場(対ユーロ、日本円)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 4 経常収支の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上