

トルコ中銀、大胆利上げで「リラ防衛」を前面に

～『政治の季節』を迎えて景気、物価、通貨、対外収支を睨む対応は続く～

発表日：2014年1月29日(水)

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)

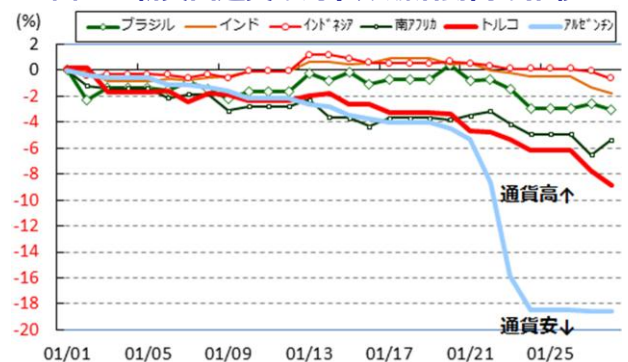
(要旨)

- いわゆる「アルゼンチン・ショック」を受けて国際金融市場は混乱し、ファンダメンタルズが脆弱な新興国では資金流出の動きが強まった動きは、昨春以降の金融市場の混乱を類似している。その後は市場の混乱が一服したにも拘らず、トルコではファンダメンタルズの悪化が続くなか、政治混乱なども意識されたことで海外資金の流出基調は続き、通貨リラや株価などは下落模様の展開が続いてきた。
- トルコ中銀は昨年7月と8月に短期金利のコリドーの上限を引き上げる金融引き締め動き、リラ防衛に踏み切った。しかし、政治混乱や周辺有事などが意識されるなか、リラ安に歯止めが掛からない状況が続いた。これは経常赤字のファイナンスを海外資金に依存するなか、外貨準備の規模が他の新興国に比べて脆弱なことも影響している。今月21日に中銀が利上げを見送ったことも、「トルコ売り」に拍車を掛けた。
- こうした中で中銀は28日に緊急会合を開催し、1週間物レポ金利の約4年ぶりの利上げを含む大胆な金融引き締め踏み切った。政治圧力も懸念される中、中銀は「リラ防衛」の姿勢を強硬に内外に示しており、資金流出に歯止めを掛けると期待される。しかし、政治の季節が近づくなか財政拡大による効果相殺の可能性も懸念され、今後も景気と物価、通貨、対外収支を睨んだ神経質な対応が続くと予想される。

《市場混乱を受けて中銀は大胆な引き締めを強硬。景気、物価、通貨、対外収支を睨んだ神経質な対応が続く》

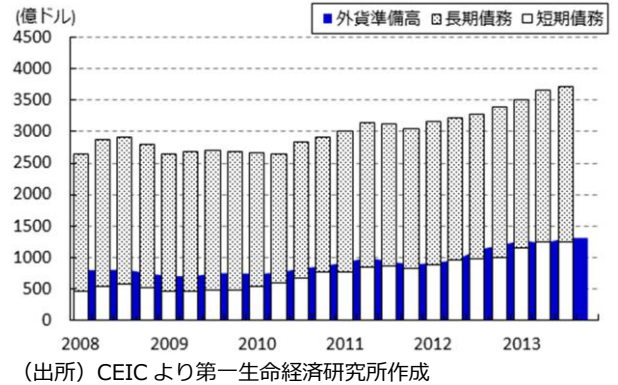
- 今月23日のアルゼンチン高官による通貨ペソ安容認発言をきっかけにしたいわゆる「アルゼンチン・ショック」により、国際金融市場では同国が2001年同様にデフォルト（債務不履行）状態に陥ることで経済危機が様々な国に波及するとの思惑が広がり、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な国を中心に資金流出圧力が強まる動きがみられた。これは、昨年5月の米国Fed（連邦準備制度理事会）によるQE3（量的金融緩和第3弾）の縮小を示唆する発言以降、多くの新興国でみられた動きと同様のものであり、経常赤字を抱えるインドやインドネシア、ブラジル、トルコ、南アフリカといった国々で通貨が大幅に下落した状況に類似している。しかし、昨年後半以降は、米国経済の堅調さを背景に国際金融市場における混乱は一服し、新興国への資金流入にも回帰の動きがみられるようになった。一方、トルコについては経常赤字基調が続いていることに加えて、足下ではインフレ圧力もくすぶるなか、今年3月には統一地方選挙、8月には大統領選挙が予定されるなど「政治の季節」が近づく一方、政治的に不安定な状況に見舞われたことから、外国人投資家を中心に資金流入を手控える動きがみられた。このように、経済のみならず政治混乱が懸念される環境は、米国のQE3などにより米国をはじめとする先進国資産の相対的な価値上昇が見込まれるなか、新興国資産の相対的な価値低下に拍車を掛ける要因となっており、トルコでは通貨リラのみならず株式相場も下落する事態に見舞われてきた。

図1 新興国通貨の対ドル騰落動向の推移



- トルコ中央銀行は昨年7月に断続的な通貨リラ安圧力に対する防衛のため、政策金利である1週間物レポ金利を据え置く一方、実質的な短期金利のコリドーの上限である翌日物貸出金利を引き上げる金融引き締めにした。翌8月にも2ヶ月連続で翌日物借入金利を引き上げる対応をみせたものの、最大都市イスタンブールを中心に全土で発生した反政府デモによる政治混乱の懸念に加えて、隣国シリア情勢の悪化に伴う「周辺有事」を嫌気した海外資金の流出により、リラ安基調を抑えることは難しく

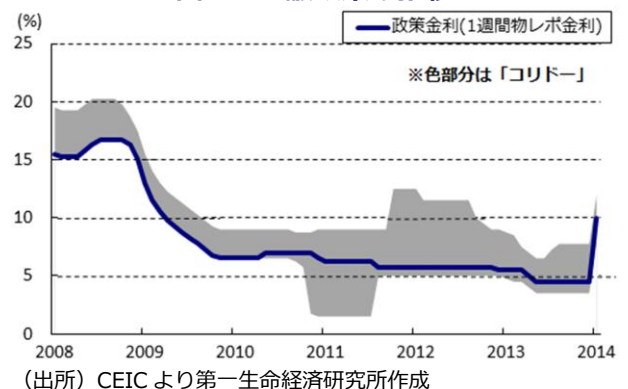
図2 外貨準備高と対外債務残高の推移



なった。こうしたことから、トルコ中銀は9月に為替市場の安定を重視する姿勢を大きく転換し、金融市場における外貨流動性の管理に市中銀行や財務省の中銀預託に占める外貨建の準備オプションメカニズム (ROM) を用いる方針を明らかにした。ROMは中銀預託の一部を外貨や金などで預け入れることをオプションとして認める制度であり、2011年の導入以降、ここ数年は外貨の資金調達コストが低下するなかで拡大基調が続いてきた。一方、トルコは慢性的な経常赤字を抱えており、このファイナンスを海外資金に依存する状況が続いているものの、それらは短期資金が中心になっている。したがって、ここ数年は外貨準備が順調に積み上がる状況が続いてきたが、昨年9月末時点の対外債務残高のうち短期債務残高は1252億ドルに達する一方、外貨準備高は昨年末時点で1310億ドルに留まっており、他の新興国などと比較して相対的に外貨準備の規模は低水準に留まっている。こうしたことも、「アルゼンチン・ショック」を経て新興国通貨に軒並み売り圧力が強まるなかでトルコリラに一段と強い下落圧力が掛かる要因になったと考えられる。こうした状況にも拘らず、今月21日に中銀はすべての政策金利を据え置く決定を行っており、通貨リラの防衛やインフレ抑制に強い姿勢を示す必要性は高かったものの、「政治の季節」が近いことから政府、特にエルドアン首相からの圧力に屈服したとみられたことは、金融市場における「トルコ売り」に拍車を掛ける結果に繋がった。

- こうした事態を受けてトルコ中銀は28日夜に緊急で金融政策決定会合を開催し、政策金利である1週間物レポ金利を550bp引き上げて10.00%にするとともに、短期金利のコリドーの上限である翌日物貸出金利を475bp引き上げ11.50%、下限である翌日物借入金利を450bp引き上げ8.00%に引き上げる大胆な金融引き締めを踏み切った。同行が主要政策金利の引き上げを決定するのは、2010年5月に主要政策金利を翌日物借入金利から1週間物レポ金利に変更することで実質的な引き上げを実施し

図3 金融政策の推移



た以来約4年ぶりであり、金融市場の混乱を受けてリラ防衛に向けた姿勢を強烈に打ち出す必要性を反映したと考えられる。今回のトルコ中銀の姿勢は、国際金融市場に対して政治圧力に屈しないことを示したことに加えて、あらためてリラ防衛とインフレ抑制を重視する考えを示したことに繋がり、足下で起こる混乱に歯止めを掛ける効果が期待される。他方、「政治の季節」が近づいていることで、金融政策が引き締め姿勢を強めたにも拘らず、景気維持の観点から財政面で急速な歳出拡大圧力が強まることも予想され、引き締め効果が十分に挙がらない事態も予想される。政府内では急激な歳出拡大が対外バランスの悪化を招くことでインフレを招

くことを警戒する向きもみられ、慎重な財政運営を続けるとの見方もあり、トルコ政府及び中銀は景気、物価、通貨、対外バランスのすべてを睨みながらの難しい政策対応が求められる。

以 上