

トルコ 悩める中銀がここにもひとり…

～独立性を巡る政府内対立もあるなか、インフレ下でも利下げ実施へ～

発表日：2014年7月22日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

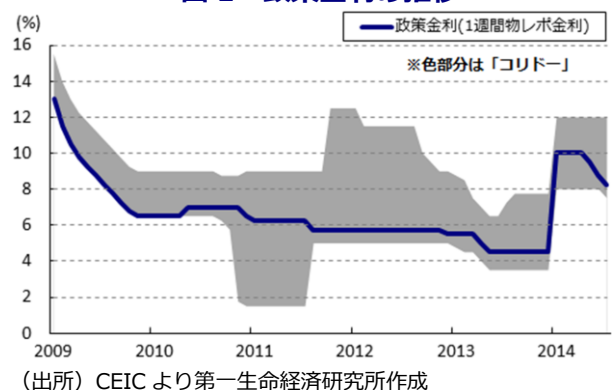
担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 17日、トルコ中銀は3ヶ月連続で利下げを実施し、短期金利のコリドーの下限を引き下げるなど本格的な金融緩和に動いた。来月の大統領選を控えてエルドアン首相が出馬を決定するなど、選挙戦も本番を迎えるなか、政府内では『大胆な利下げ』を求める声が挙がっていた。他方、中銀の独立性を重視する動きもあり、利下げ幅の縮小に繋がったと考えられるが、今後も予断を許さない状況が続くと予想される。
- 足下のインフレ率は中銀目標を大きく上回っているが、中銀はインフレ率がピークアウトしつつあること、金融市場の落ち着きなどを利下げ実施の理由に挙げる。しかし、中東情勢の不安定化など『地政学リスク』が顕在化するなか、インフレや対外収支の悪化懸念はくすぶる。政治的事情は理解出来るが、金融市場が安定している間こそ、物価抑制と対外収支の健全化に向けた着実な施策遂行が求められよう。

- 17日、トルコ中央銀行は定例の金融政策委員会において主要政策金利である1週間物レポ金利を3ヶ月連続で引き下げる決定を行った。引き下げ幅は50bpと前回(75bp)から圧縮されたほか、プライマリーディーラーに対する翌日物貸出金利は11.50%に、短期金利の最上限である翌日物の限界貸出金利も12.00%に据え置かれたものの、短期金利の下限となる翌日物借入金利は50bp引き下げられて7.50%となり、金融緩和に大きく舵を切っている。来月10日には同国で初めてとなる直接選挙による大統領選が予定

図1 政策金利の推移



されており、与党公正発展党(AKP)からは現首相のエルドアン氏が出馬を表明、一方の野党第1党の共和人民党(CHP)と第2党の民族主義者行動党(MHP)はイスラム協力機構(OIC)の前事務局長のイフサンオウル氏を統一候補に挙げており、実質一騎打ちによる選挙戦が始まっている。昨年来、最大都市イスタンブールをはじめとしてエルドアン政権による強権的な政策運営に対する反発が強まったものの、今年3月に実施された統一地方選挙では高い得票率を維持して勝利を収めるなど、大統領選に向けてAKPは磐石の態勢を築いてきた。こうしたなか、エルドアン氏は10年以上に亘り首相を務める上、AKP党首としては3期目、大国民会議員としても2期目にあり、AKP党規約の上で議員として活動可能な期間の満了が近づいており(党首は最大連続3期、議員は3選まで)、その去就が注目されてきたが、今月初めにAKP選出の候補として大統領選への出馬を正式表明した。最新の世論調査によると、エルドアン氏がイフサンオウル氏を大きく引き離しており、『エルドアン大統領』が誕生する公算が高いとみられている。一方で足下における同国景気を巡っては、1-3月期は欧州経済の底入れに伴う輸出拡大のほか、大統領選を控えた公共支出の拡大などに伴い前期比年率+6.96%に加速したものの、長引くインフレと年明け以降の急激な金融引き締めが民間部門を中心とする消費や投資の足かせになる状況が続いている。こうしたことから大統領選が近づくにつれて政府内

からはエルドアン氏をはじめとして中銀に対し『大胆な利下げ』を求める動きが出ており、金融市場では中銀の独立性が毀損される可能性が懸念されてきた。他方、政府内でもアルンチ副首相やババジャン副首相、シムシェキ財務相は中銀の独立性を重視する姿勢を示すなどエルドアン氏と対立することもあり、今回の利下げ幅がエルドアン氏をはじめとする一部の閣僚が求める『大胆な』ものにならなかった背景には中銀の独立性に理解を示す経済閣僚の存在が影響したと考えられる。一部報道では『エルドアン大統領』の誕生後もこうした主要経済閣僚は維持されるとともに、経済政策の方向性も変わらないとの話が伝えられているが、エルドアン氏は2010年に実施した税未納者に対する『税金恩赦』を再び実施する方針を示しており、財政規律が緩むことが懸念されるなか、経済閣僚が離反する事態となれば国際金融市場における同国に対する信認が大きく低下する可能性もある。同国の経済政策を巡っては予断を許さない状況に陥ることも懸念されよう。

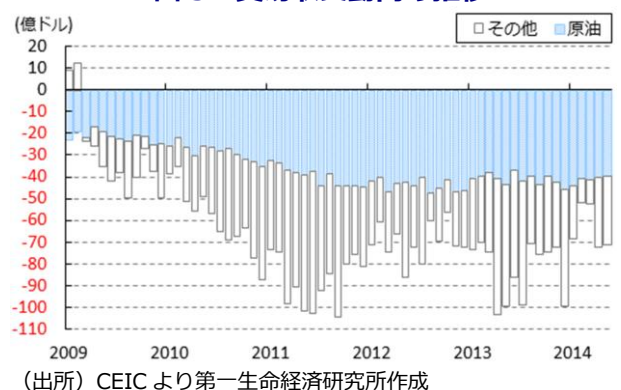
- 直近6月のインフレ率は前年同月比+9.16%と前月（同+9.66%）から減速しており、中銀は今回の利下げ決定に際しても「食料品価格の安定に伴いインフレ率の上昇ペースは抑えられている」との見方を示している。さらに、国際金融市場における流動性の動向に回復の動きがみられることや、昨年来の通貨リラ安による輸入インフレへの影響が後退していることも利下げを後押しする材料になったとしている。しかし、食料品やエネルギーを除いたコア物価は前年同月比+9.58%と前月（同+9.56%）からわずかに加速している上、インフレ率を上回る伸びが続いている。他方、川上の物価に当たる生産者物価の伸びにはピークアウトの兆候が出つつあることから、インフレ率は徐々に低下していくとみることも可能であるが、いずれにせよ中銀が定める今年のインフレ目標（5%）を大きく上回る状況で利下げに踏み切っていることには注意が必要である。足下では国際金融市場が落ち着きを取り戻すなか、先進国を中心に金融緩和が続いており世界的なリスクマネーの動きが活発化している。同国を含む新興国にも資金が回帰する動きがみられ、通貨リラ相場は安定しているものの、このような状況が長期的に持続するかは不透明である。特に、足下では隣国シリアを巡る不透明感が長期化するなか、イスラエル問題やイラク情勢の悪化で中東の不安定化が懸念されている上、ウクライナ問題の長期化も予想されるなど世界の『地政学リスク』に目が向けられやすくなっており、原油価格の上昇などが新たな物価上昇要因に繋がることも懸念される。同国においては原油関連で発生した貿易赤字が全体の半分以上を占めており、原油価格の上昇は貿易赤字の拡大を通じて対外収支の悪化を招くことにより対外収支の脆弱性が一段と高まり、国際金融市場の動揺に対する耐性低下に繋がる

リスクもある。金融市場の落ち着きによる資金回帰の動きも重なり、5月末時点における外貨準備高は1306億ドルまで増加している一方、3月末時点における対外債務残高（3868億ドル）のうち短期債務残高は1247億ドルに達している。政府は公的・民間部門問わずに昨年末以降は短期対外債務の圧縮に励んでいる結果、短期対外債務残高が外貨準備高を上回る状況は回避されているものの、両者が拮抗する状況にあることはひとた

図2 インフレ率と中銀目標の推移



図3 貿易収支動向の推移



び金融市場が動揺した場合に同国経済が極めて脆弱であることを意味している。足下では世界的な『カネ余り』を背景に国際金融市場は落ち着きを取り戻しているが、10月には米国F e dによるQE3（量的金融緩和第3弾）の終了が見込まれるなか、今後は米国における金融政策の変更時期に注目が集まっており、その動向によっては世界的なマネーの動きに再び大きな動揺が起こる事態も予想され、同国のようなファンダメンタルズの脆弱な国にとっては資金流出が実体経済に様々な経路を通じて悪影響を及ぼすことも懸念される。同国で初めて公選制により行われる大統領選直前というタイミングもあり、現政権与党にとっては国民にとって『聞こえの良い』政策を志向する傾向が強まることは避けられないのであろうが、金融市場が落ち着きを取り戻して資金流入が期待される時だからこそ、来るべき時に備える意味でも物価抑制と対外収支の健全化を主眼に置いた政策運営を遂行することが望まれよう。

以 上