

トルコ中銀は「最後の砦」となれるか

～5会合ぶりの政策金利維持。中銀の独立性は経済・通貨を左右しよう～

発表日：2014年9月26日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

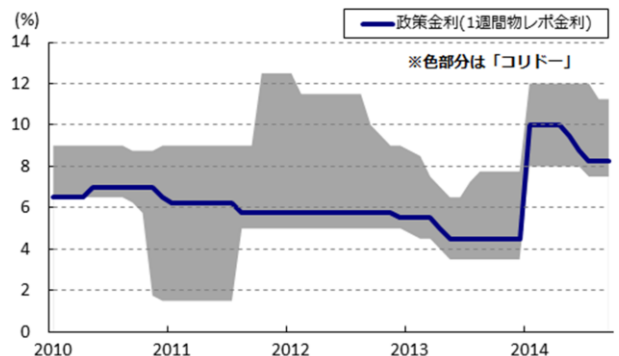
担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- トルコは、年明け以降の国際金融市場の混乱による資金流出に対し、急激な利上げで通貨防衛を図ったが、その後は市場の安定に伴い利下げに転じる動きをみせた。これは政府内から利下げを強硬に求める動きが影響した一方、足下ではインフレ懸念が一段と高まる事態にある。こうした中、中銀は25日の定例の金融政策委員会で5会合ぶりにすべての政策金利を据え置く決定に踏み切った。
- 中銀は足下のインフレ圧力を勘案し、金融引き締め姿勢を継続する考えを明確に示した。同国の経済構造は年明け直後に資金流出に直面した国々の中でも最も脆弱であり、米国の金融政策の正常化が意識される中では最も影響を受けやすいと考えられる。政府内には依然中銀に利下げ実施を求める動きはあるが、中銀の独立性を重視する経済閣僚とともに中銀が姿勢を維持出来るかが、経済や通貨の動向を左右しよう。

- 年明け直後の国際金融市場の混乱に伴い、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱なトルコをはじめとする一部の新興国では大量の海外資金の流出が起り、為替相場は急落するなどの悪影響に直面した。結果、同様の経済環境にあった国々では中銀が通貨防衛の観点から利上げをせざるを得なくなり、トルコにおいても約4年ぶりに政策金利を大幅に引き上げる金融引き締めを踏み切った。しかし、その後は国際金融市場が落ち着きを取り戻したことで海外資金の動きも変化しており、リラ安による輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力がくすぶるにも拘らず、5月以降は一転して利下げ実施に転じる状況となった。中銀が政策転換に動いた背景には、輸出の半分以上を占める欧州経済に依然不透明感がくすぶるなど外需の回復感が乏しい展開が続いている上、長期に亘る物価高に加え、金融引き締めが行われたことで同国の経済成長の原動力である内需に下押し圧力が掛かり、同国景気が深刻な状況に直面していることが影響している。こうした状況の中、政府内からは中銀に対して利下げ実施を強硬に求める声が高まるようになり、特に、同国では先月に史上初となる国民投票による直接的な大統領選挙が行われたこともあり、同選に出馬したエルドアン前首相（現大統領）周辺では利下げを求める姿勢が強まっていた。こうした政府内からの強硬論に押される形で、中銀は主要政策金利である1週間物レポ金利を5月以降3回連続で利下げを実施し、1月の利上げ幅（550bp）に対して3分の1程度に当たる累計175bpの利下げを実施した。さらに、短期金利の上

図1 金融政策の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

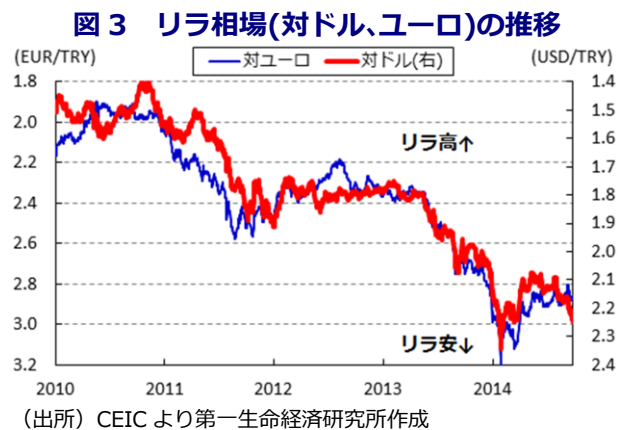
図2 インフレ率と中銀目標の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

限である翌日物限界貸出金利と下限である翌日物借入金利も主要金利の引き下げとともに調整する動きをみせてきた。他方、足下ではここ数年に亘り通貨リラが米ドルやユーロなど主要通貨に対して下落基調を強めてきたことに加え、昨年来の急落が輸入物価の上昇圧力となっており、物価上昇への警戒感が高まっている。事実、直近8月の消費者物価は前年同月比+9.54%と中銀の定めるインフレ目標（5%）を大きく上回り、コア物価は同+9.87%と消費者物価を上回る水準にあるなどインフレ懸念は高い。こうした状況を受け、トルコ中銀は25日に開催した定例の金融政策委員会で5会合ぶりにすべての政策金利を据え置く決定を行った。

- 中銀は委員会後に発表した声明文の中で、「年明け以降の金融引き締めやマクロ安定化政策によりローンの伸びは合理的な水準に抑えられる中、世界経済に不透明感はあるが輸出は景気を押し上げる」との見方を示す。また、「金融引き締め策がコア物価の動向に良い影響を与えつつある」が、「食品価格の上昇がインフレ見通しの改善を妨げる一方、商品市況の調整は今後のインフレ圧力の緩和に繋がる」としている。その上で、「インフレ動向に影響を与える事象を注視した上で、インフレ見通しが著しく改善するまで引き締め姿勢を維持する」とし、過去数回に亘る利下げを中断する考えを示している。同国を巡っては、年明け以降に急激な資金流出に直面したいわゆる「フラジャイル・ファイブ（脆弱な5ヶ国）」の中でも、今年前半における経常赤字/GDP比が最も大きく、対外債務残高と外貨準備高のバランスも最も悪いなど国際金融市場の動揺の影響を受けやすい構造を有する。足下では米国の金融政策の正常化に向けた取り組みが予想外に早く進むとの見方が強まっており、この動きが本格化する事態となれば、年明け以降同様に国際金融市場における資金の動きが大きく変わる可能性も考えられ、同国のような脆弱な経済構造を有する国は真っ先に資金流出に直面するリスクがある。こうした周辺環境を勘案すれば、短期的な景気への悪影響は避けられないものの、金融引き締めによる物価安定に加え、対外収支や財政収支の健全化に道筋を付けることでファンダメンタルズの強化に取り組むことが不可欠と考えられるものの、政治的な圧力が中銀の『あるべき姿』を捻じ曲げる状況が続いてきた。こうした政府の姿勢も影響して、国際金融市場が安定してきたにも拘らず通貨リラは主要通貨に対して弱含みややすい展開が続き、それがさらなるインフレ圧力を招く悪循環に繋がってきた。



今回、中銀は明確に金融引き締め姿勢を継続すると打ち出したことから、今後はリラ相場を取り巻く環境が変化する可能性が出てきたと考えることも出来る。一方、エルドアン大統領をはじめとする政府内には、最大の輸出先である欧州の景気減速による外需の低迷に加え、物価高と金利高の長期化による内需の鈍化、さらに、隣国イラクとシリアにおけるISIS（通称『イスラム国』）を巡る地政学リスクが同国経済にも悪影響を与えることを懸念し、中銀に対して強硬に利下げを求める姿勢がある。幸いにも、エルドアン大統領は主要経済閣僚として前政権時からババジャン副首相やシムシェキ財務相など、中銀の独立性を重視する重要閣僚を留任させており（さらに、バシュチュ中銀総裁はババジャン副首相の盟友と言われる）、今回の中銀の決定は政府内のバランスが反映された可能性がある。今後のトルコ経済及びリラ相場を巡っては、中銀の物価安定に向けた姿勢が維持出来るか否かに大きく掛かっていると云っても過言ではない。

以上