

## トルコ 弱い景気の下で金融緩和観測が再燃か

～原油安は追い風だが、物価動向を慎重に判断する姿勢は不可欠～

発表日：2014年12月11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)

- 8月の大統領選を経て新生エルドアン政権が誕生したトルコだが、7-9月期の実質GDP成長率は前年比+1.7%と6四半期ぶりの低水準に留まる。リラ安で輸出は底入れしたほか、物価高にも拘らず利下げ実施により個人消費は底堅かったが、経常赤字圧縮に向けた公共投資の抑制が景気の足かせになった。海外資金の流出に伴い、国内金融市場で資金需給のひっ迫感が高まっていることも景気を下押ししている。
- 足下のインフレ率は中銀目標を大きく上回るなか、原油安は貿易赤字の縮小やインフレ抑制に繋がるとの期待はある。一方、コアインフレ率はインフレ率を上回る伸びが続いており、原油安がインフレ率の低下に繋がるか不透明である。国際金融市場では「ドル高」が意識されるなかでリラ安基調が強まるリスクがある。中銀は年明け以降の再利下げを睨む姿勢をみせるが、拙速な政策対応には注意が必要である。
- 足下で経常赤字/GDPは圧縮が進んでいるが、外貨準備高と短期対外債務残高との関係は極めて厳しく、国際金融市場の動揺に左右されやすい体質は残る。経済政策が急激に変更されるリスクは低いが、来年の選挙を睨んで財政政策などに圧力が掛かる可能性は残るなか、着実な構造改革の進展が望まれる。

- 8月に同国で初めてとなる国民の直接投票による大統領選挙が開催されたことを経て、エルドアン大統領による新政権が誕生したトルコだが、政治面では『絶対的指導者』と揶揄されるほどの強力な権力基盤を築き上げてきた状況とは異なり、足下の同国経済は厳しい状況に立たされている。7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+1.7%と前期(同+2.2%)から減速して6四半期ぶりの低水準に留まっており、前期比年率ベースでは+1.78%と2四半期ぶりにプラス成長に転じたものの、勢いに乏しい展開が続いている。輸出の4割以上を占める欧州経済の足踏みは欧州向けの輸出に悪影響を与えることが懸念される上、隣国シリアにおけるISIS(通称「イスラム国」)を巡る動きは中東諸国向けの輸出の足かせになることが懸念されたが、国際金融市場における「ドル高」圧力に伴う通貨リラ安を受けて外需には底堅い動きが確認されている。リラ安による輸入物価を通じたインフレ圧力の高まりを受けて足下のインフレ率は中銀によるインフレ目標を大きく上回る水準にあり、内需の足かせになることが懸念されたものの、中銀は年明け直後に通貨防衛を目的に大幅利上げを断行して以降、その後はインフレと金利高の並存が景気悪化を招くことを警戒して利下げに踏み切っており、個人

図1 実質GDP成長率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 経常収支の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

消費には底入れの動きが広がった。一方、政府は巨額の経常赤字が海外資金の流出を招く一因になっていることを懸念して、公的部門による消費や投資を抑制する動きを強めたほか、企業部門による設備投資の鈍化も景気の下押しに繋がっている。分野別では、底堅い個人消費を受けて製造業の生産には底入れの動きが出たものの、農林漁業では高温などの異常気象が影響して生産が低迷したほか、設備投資意欲の低下は建設部門の足かせとなっている上、金融引き締めやその後の緩和などによる金融市場の混乱を受けて金融をはじめとするサービス産業にも下押し圧力が掛かっている。さらに、国際金融市場では米国の堅調な景気回復を背景に米国FRBによる金融政策の正常化に向けた取り組みが意識されるなかで「ドル高」圧力が強まる状況にあり、同国など経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な新興国からは資金流出が起りやすい環境となっている。結果、同国金融市場では中銀による利下げをはじめとする金融緩和姿勢にも拘らずマネーサプライの伸びは減速傾向を歩んでおり、これに伴って資金需給のひっ迫感は強まっていることも足下における景気の足を引っ張る一因になっていると考えられる。

- 直近 11 月のインフレ率は前年同月比+9.15%と中銀目標（5%）を大きく上回る水準で推移しており、異常

気象による農産物をはじめとする食料品価格の上昇のほか、通貨リラ安に伴う輸入物価の上昇などが影響している面が大きい。なお、足下の国際金融市場では原油をはじめとする商品市況の調整が続いており、原油を中東諸国などからの輸入に依存しており、貿易赤字の半分以上が原油関連に起因していることを勘案すれば、原油安がインフレ圧力の緩和や貿易赤字の縮小などをもたらす可能性は期待される。こうしたことから、中銀では原油安により先行きのインフレ率は中銀目標近傍まで低下する可能性から、さらなる利下げ余地があるとの考えを示しており、ここ数ヶ月は金利を据え置く姿勢をみせているものの、年明け以降は再度利下げに動くとの見方が強まっている。その一方、足下では食料品やエネルギーを除いたコアインフレ率は前年同月比+9.45%とインフレ率を上回る伸びをみせており、足下のインフレ率の昂進は食料品やエネルギーなど生活必需品の価格上昇のみによって生じている訳ではないことは明らかである。川上の物価に当たる生産者物価には足下でピークアウトの兆しが出つつあることから、先行きは川下に当たる

消費者物価が下落基調に転じる可能性はあるものの、国際金融市場においては「ドル高」が意識されやすい環境が続くなか、リラ相場が安定的に上昇する状況は見込みにくいことを勘案すれば、先行きの輸入物価の動向は不透明と判断出来る。同国はEUに接していることに加え、東欧諸国に比べて人口が多い上に若年人口の割合が高いことから、低廉で豊富な労働力を背景に欧州向けの加工貿易が産業の柱の一つとなっており、リラ安は輸出にプラスの効果を挙げると期待される一方、その多くは原材料や部材を他の国々から輸入して加工・組立を行うものに留まっており、必ずしもリラ安はプラスの側面だけを持っている訳ではない。足下の景気が力強さを欠くなか、来年6月には統一地方選挙が予定されており、エルドアン大統領本人をはじめとするその

図3 貿易収支動向の推移

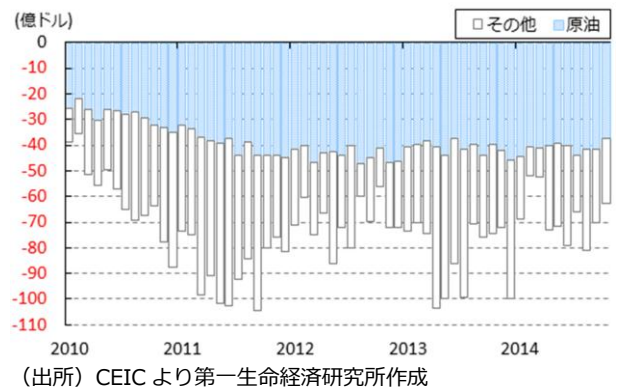


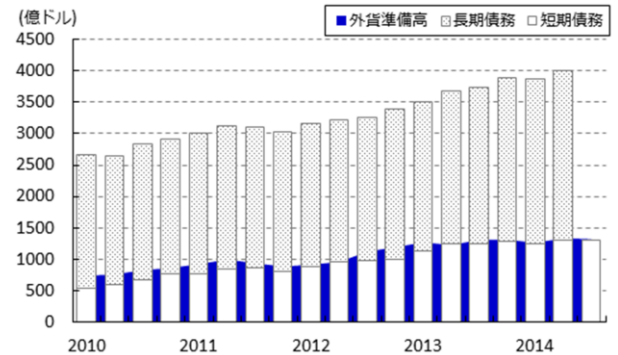
図4 インフレ率の推移



周辺では中銀に対して景気刺激の観点から繰り返し利下げを求める動きが強まっているが、インフレ率が高止まりする状況下で金融緩和に再度踏み切れば、さらなるリラ安を誘発してインフレ昂進のリスクを高めることも懸念される。先行きの国際金融市場では、米国FRBの利上げ実施観測が強まることで新興国などから資金流出が起きやすくなるとの見方もくすぶるなか、拙速な政策対応は大きな問題を招く可能性にこれまで以上に注意する姿勢が求められよう。

- 政府や中銀による経常赤字縮小に向けた引き締め効果もあり、7-9月の経常収支は期待通りに赤字幅の圧縮に成功しており、これにより年明け以降の経常赤字/GDP比は昨年来の国際金融市場の動揺の影響が直撃したいわゆるフラジャイル・ファイブ（脆弱な5ヶ国）のなかで最悪とされる状況を脱している。しかしながら、足下では海外資金の流出圧力が懸念されるなかで外貨準備高は減少基調を歩んでおり、10月末時点の外貨準備高は1323億ドルと9月末時点における短期対外債務残高（1307億ドル）とほぼ同じ水準にあるなど、国際金融市場の動揺による影響を受けやすい体質にある。エルドアン新政権下ではエルドアン大統領に近いアフメト・ダウトオール氏が首相に就任したが、幸いにして経済政策を統括するアリ・ババジャン副首相とメフメト・シムシェキ財務相は留任するなど経済閣僚は変更されていない。これらの主要経済閣僚はエルドアン大統領の意向に対してしばしば反対意見を表すことがあるため、政策運営がエルドアン大統領周辺の意向に完全に左右される可能性は低いと見込まれるものの、来年6月の統一地方選挙が意識されるなかで財政面での規律が緩む方向性が強まる懸念はくすぶる。原油安の進行に伴って今後は貿易赤字が縮小し、経常赤字幅の縮小が進む期待はある一方、金融緩和による内需喚起が行われることはその他の輸入増を通じて原油安の効果を相殺することに繋がる可能性もある。ファンダメンタルズの強化に取り組むとともに、財政規律の強化を通じて生じた余剰資金を元にインフラ整備などの投資環境を図り、中長期的な潜在成長力の強化に動くなど構造改革を前進させることがこれまで以上に求められる。

図5 外貨準備高と対外債務残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上