

## トルコにとって原油安とユーロ安は『追い風』になるか

～中銀の利下げを後押ししたが、大統領周辺から『圧力』が強まる可能性も～

発表日：2015年1月21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)

- 原油安は貿易赤字の圧縮とインフレ圧力の後退を通じ、トルコ経済にプラスになると見込まれる。足下ではインフレ率にピークアウトの動きが出ているが、コアインフレ率は高止まりしており、依然インフレ懸念はくすぶる。一方、ECBの金融緩和期待でユーロ安基調が強まるなか、輸入物価の上昇圧力を相殺する可能性も出ている。原油安とユーロ安はインフレ圧力の後退を通じて『追い風』になると期待される。
- 6月までに実施される総選挙を控え景気浮揚が急務となるなか、大統領周辺は中銀に利下げを求める動きを強めている。昨年半ばに中銀は利下げに追い込まれたが、原油安が進んでいることを受け、20日の定例会合で6会合ぶりの利下げに踏み切った。中銀は先行きの金融政策に対して『慎重な姿勢』をみせる一方、早くも大統領周辺は追加利下げを求める動きをみせており、今後も『圧力』が高まると見込まれる。

### 《原油安とユーロ安によるインフレ圧力の後退は、低迷が続くトルコ経済の『追い風』になると期待される》

- 国際金融市場で進んでいる原油安の恩恵を受けやすい国に、足下において景気が勢いを欠く新興国の一つであるトルコが挙げられる。同国は原油や天然ガスなどのエネルギー資源を中東諸国をはじめとする海外からの輸入に依存しており、仮に、原油相場が向こう1年間に亘って足下の水準で推移した場合、原油と天然ガス価格の下落は同国経済に対して最大でGDP比1%弱の押し上げ効果を生むと試算される。また、同国の貿易赤字の半分近くは原油や天然ガス関連に起因していることから、これらの価格下落は貿易赤字の縮小を通じ対外収支の改善に繋がると期待される。一昨年来の国際金融市場の動揺に際して、同国では貿易赤字と財政赤字の『双子の赤字』を抱える新興国として海外資金の流出圧力が高まり、同国政府は経常赤字の圧縮を図るべく、公的部門を中心に消費や投資の抑制を図ってきた。結果、昨年の経常赤字のGDP比は第3四半期までで▲5.2%と一昨年通年(▲7.9%)から圧縮が進んだものの、同様に資金流出圧力の高まった新興国群(所謂『フラジャイル・ファイブ』)のなかでは依然として南アフリカに次ぐ赤字幅に留まる。こうしたことから年明け以降も引き続き海外資金の流出圧力が掛かりやすく、通貨リラは米ドルに対して下落トレンドを強める展開が続いている。足下では原油安を背景にエネルギー関連を中心に物価上昇圧力が後退しており、12月のインフレ率は前年同月比+8.17%と前月(同+9.15%)から減速するなどピークアウトの動きが出つつある。一方、食料品やエネルギーを除いたコアインフレ率も前年同月比+9.41%と前月(同+9.45%)からわずかに減速したものの、依然としてインフレ率を上回る伸びをみせており、リラ安による輸入物価の上昇や近年の賃金上昇に伴うサービス物価の上昇がインフレ圧力としてくすぶっている。原油安の進展に伴って、足下においては川上の物価に当たる生産者物価が大きくピークアウトする動きがみられるなど、先行きは川下の消費者段階でも物価上昇圧力のさらなる後退が見込まれる。国際金融市場においては米国の利上げ実施

図1 インフレ率の推移



時期に注目がされるなかで『米ドル高』が意識される状況にあるなか、通貨リラは米ドルに対して下落基調が続く展開が予想される。その一方、輸出の4割強、輸入の4割弱を占めるEUではECB（欧州中央銀行）による量的金融緩和の実施が見込まれるなか、リラはユーロに対して上昇基調を強めており、輸入物価の上昇を抑制すると期待される。足下のトルコ経済を巡っては、長期に亘るインフレとその抑制に向けた金融引き締めに加え、主要な輸出先である欧州や中東経済を取り巻く不透明感が外需の足かせとなり、景気の勢いに乏しい状況が続いている。こうしたなか、原油安とユーロ安の進展は同国経済にとってはインフレ圧力の後退を促すことで『追い風』になることが期待されよう。

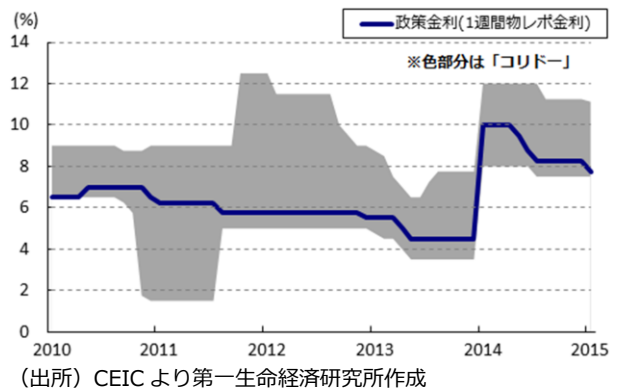
図2 通貨リラ相場(対ドル、ユーロ)の推移



### 【中銀はインフレ低下期待を理由に利下げを決断も、大統領周辺からの『圧力』が再燃するリスクに注意】

- 同国では今年6月までに総選挙が実施される予定であり、昨年8月に誕生したエルドアン大統領による政権は長年の懸案である憲法改正の実現に向け、与党公正発展党（AKP）の議席拡大を目指すべく景気回復の実現が急務となっている。こうしたことから、インフレ率が高水準で推移し続ける状況においても、大統領周辺を中心に中銀に対して強硬に利下げ実施を主張する動きが出ていた。結果、中銀は昨年5月以降3ヶ月連続で立て続けに利下げ実施に追い込まれるなど（主要政策金利については累計175bpの利下げ）、中銀の独立性に疑問が生じる状況が懸念された。その一方、昨年8月以降は一転して金融政策を据え置いており、政権内でも中銀の独立性を重視し、時にエルドアン大統領周辺と意見対立を起すこともあったババジャン副首相やシムシェキ財務相などの意見が通った様子もうかがえた。ただし、原油安が長期化するなかで昨年11月には中国が、今月にはインドが利下げを実施するなど、新興国のなかでも金融緩和に踏み切る動きが出るなか、エルドアン大統領の周辺からは再び強硬に利下げを求める動きが強まっていた。こうした事情を受け、中銀は20日に開催した定例の金融政策委員会において、6会合ぶりに主要政策金利である1週間物レポ金利を50bp引き下げて7.75%とする決定を行った。なお、短期金利の上限となる翌日物貸出金利は11.25%、下限となる翌日物借入金利は7.50%に据え置かれており、中銀は金融緩和と圧力に対して一定の歯止めを掛ける姿勢をみせている。会合後に発表された声明文では「金融引き締め策とマクロ安定化策によって経常赤字の圧縮が進んでいる」とし、足下の経済状況については「外需は弱い一方、内需の改善が緩やかな景気回復を促す」とみており、「政府による構造改革の進展が潜在成長率の向上を促す」との見方を示した。その上で、金融引き締めとマクロ安定化策は「コアインフレ率やインフレ期待の低下を促す」とともに、「原油など商品市況の下落でデフインフレ圧力が強まったことで利下げ余地が生まれた」とした。先行きのインフレ見通しについては「年半ばにインフレ率は目標（5%）に近づく」とみるが、「インフレ率の着実な低下には慎重な金融政策が不可欠」との見方を示すなど、さらなる利下げ実施に対する慎重姿勢をにじま

図3 金融政策の推移



せた。こうした中銀の対応に対しては早速、ゼイベグチ経済相などエルドアン大統領の側近などから『不十分』との認識が示されるなど、中銀に対して一段の利下げ圧力を求める声が出ており、前回の利下げ局面と同様に中銀の独立性に再び疑義が生じる事態も予想される。上述のように、原油安とユーロ安に伴い通貨リラがユーロに対して上昇基調を強めていることは、先行きにおいてインフレ率の低下を促す要因になると期待される。一方、同国の周辺では隣国シリアなどで活発化するISIS（通称『イスラム国』）を巡る動きにより周辺国を巻き込む形で地政学リスクが再燃する可能性もある。そうなれば同国政府は総選挙を意識してクルド人に対する強硬姿勢を強めることで、新たな地政学リスクを高めることも懸念され、国際金融市場の動揺に繋がることも懸念される。折しも、国際金融市場では米国の利上げ実施時期が注目を集めるなか、ファンダメンタルズの脆弱な新興国では資金引き上げの動きを招くことが懸念されており、同国は対外収支や財政面でそのリスクが相対的に高い。そうした懸念を引き起こさないためにも、原油安による好影響を過度に意識せず慎重な対応を示すことが必要になっていると判断出来よう。

以 上