

トルコ中銀、「綱渡り」の金融政策

～金融市場の安定を重視し、先行きのリスクに目を瞑る判断へ～

発表日：2016年8月24日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

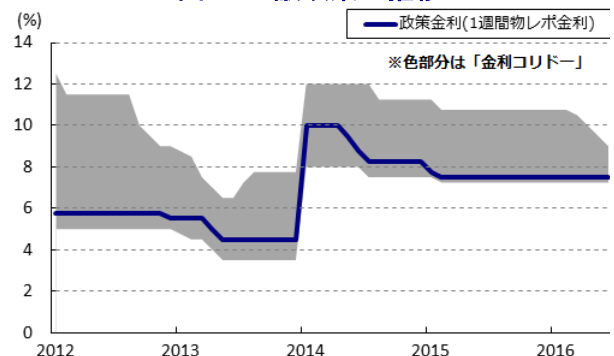
担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- トルコ中銀は23日の定例会合で短期金利のコリドーの上限を6会合連続で引き下げる決定を行った。海外経済の不透明感やクーデター未遂などに伴う景気下振れ懸念のなか、景気下支えに一段と舵を切った。同行は金融市場の落ち着きが金融緩和を後押ししたとの認識を示す一方、足下ではインフレ率が再び加速する動きもみられる。他方、足下の安定が大きく崩れるリスクもあり、今回の決定は「綱渡り」と言える。
- 金融市場の安定に伴いリラ相場は落ち着きを取り戻しているが、主要格付機関は格下げ方向で見直しを行っている。国内の政治状況は良くも悪くも強固である上、懸念された対露関係の改善はプラスだが、政府の強権姿勢は欧米との関係悪化を招く懸念がある。治安悪化の動きもみられるなか、観光や対内直接投資の先細りも懸念され、対外バランスが脆弱な同国にとっては厳しい事態も待ち受けていると言えよう。

- 23日、トルコ中央銀行は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利である1週間物レポ金利を7.50%に、短期金利のコリドーの下限である翌日物借入金利を7.25%に据え置く一方、コリドーの上限である翌日物貸出金利を25bp引き下げて8.50%とする決定を行った。同行によるコリドーの上限引き下げ実施は今年3月以降6ヶ月連続となり、過去2回については利下げ幅を25bpとするなどそのペースこそ鈍化しているものの、依然として緩和姿勢を強める動きをみせている。同国経済を巡っては、最大の輸出相手であるEU（欧州連合）において英国の離脱による不透明感がくすぶるなか、7月に発生したクーデター未遂後における政府の弾圧強化に向けた動きや国内で頻発するテロなどの影響で景気への下振れ圧力が懸念されており、エルドアン大統領の周辺を中心に中銀に対してさらなる金融緩和を通じた景気下支えを求める動きを強めてきた。なお、同行では今年4月に副総裁であったチェティンカヤ氏が総裁に昇任する人事交代が行われているが、過去4年に亘る副総裁経験のなかで同氏の金融政策に対するスタンスは前任のバシチュ氏と大きく変わらないとみられている。その一方、今回の人事刷新を経て大幅な若返りが図られたことにより、大統領周辺から中銀に対して利下げを求める動きがこれまで以上に強硬姿勢に変化していくことが懸念されている。こうしたなか、会合後の声明文において同行は足下の金融市場の動向について「7月半ばに発生したクーデター未遂に伴う金融市場の反応による悪影響が懸念されたものの、国際金融市場におけるリスクセンチメントの改善に加え、緊縮的な金融政策や2015年8月に決定した『世界的な金融政策の正常化期のロードマップ』に沿った慎重なマクロ経済政策の効果もあり、懸念は解消している」との認識を示している。その一方、実体経済については「観光関連収入の減少が短期的に下振れ圧力に繋がるものの、交易条件の改善や消費者ローンの伸び抑制に向けた動きは先行きの経常収支の改善に繋がる」としている。ただし、足下ではインフレ率が再び加速する動きをみせており、同行が定めるインフレ目標（5%）はおろか、年末時点にお

図1 金融政策の推移



るインフレ見通し（7.5%）をも上回るなど、物価抑制は一段と難しくなっている。こうした状況にも拘らず同行が一段の金融緩和に動いている背景には、足下の国際金融市場が落ち着きを取り戻したことで通貨リラ相場を巡る動きも一時の動揺から大きく後退するなか、物価抑制よりも景気重視にシフトしている可能性が考えられる。ただし、足下の金融市場の落ち着きは米国の利上げ見通しが後退していることも影響していることを勘案すると、利上げ時期が予想に比べて前倒しされれば金融市場も一転して動揺するリスクをはらんでいる。その意味では、一連の金融緩和の動きは文字通り「綱渡り」の状況にあると判断することも出来よう。

- 上述している通り足下では国際金融市場の落ち着きも追い風に、先月のクーデター未遂とその後の政府による弾圧強化の動きなどを嫌気して一時は大きく下落したリラ相場は回復感を強めている。ただし、クーデター未遂事件の直後に主要格付機関のS & P社はすでに『投資不適格』級にある同国の長期信用格付を1ノッチ引き下げて「BB」としているほか、ムーディーズ社は「Baa3」と『投資適格』級を維持しているものの見通しを「ネガティブ」とし、今月に入って以降もフィッチ社が「BBBマイナス」を維持するも見通しを「ネガティブ」とするなど、相次いで格下げ方向で見直しを行う姿勢をみせている。各社は見通しを引き下げている理由に、政治情勢の不透明感が实体经济に与える悪影響を警戒する姿勢をみせるなか、足下では政府主導による弾圧強化の動きにも拘らず国民の大多数はクーデターに反対している上、与党以外の多くの政党が結束を強める動きをみせており、政治的な混乱が広がる可能性は低いとみられる。さらに、隣国シリアにおけるIS掃討に関連してロシアとの関係が悪化したものの、今月初めにはエルドアン大統領がロシアを訪問して両国の関係修復が大きく進む動きもみられ、ロシアからの経済制裁がトルコ経済に悪影響を与える事態も回避されつつある。その一方、政府による弾圧強化の動きを受けてEU内ではトルコに対する反発の動きが強まっており、今年3月にEUとの間で合意に達した隣国シリアなどからの難民及び移民に関する協議に関連して、トルコ側が求めている

「EU域内へのビザなし渡航」の検討は極めて難しくなっているほか、EU加盟交渉の中止を求める動きも出ている。ここ数年に亘りEU経済を巡っては芳しくない展開が続いている上、英国の離脱決定による不透明感など景気の先行きに明るい材料は乏しいものの、トルコにとっては輸出の半分近くを占めるEUとの関係悪化は経済に大きな悪影響を与えることは避けられない。さらに、政府による弾圧強化の動きに関連して、政府がクーデタ

図2 インフレ率の推移

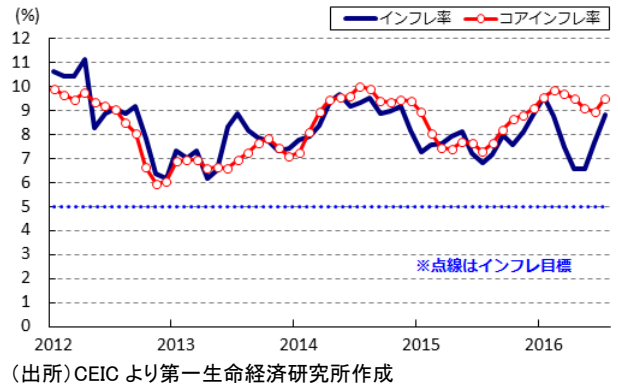


図3 リラ相場(対ドル、円)の推移

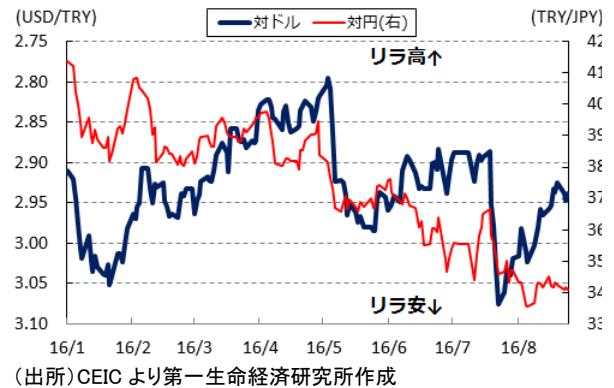
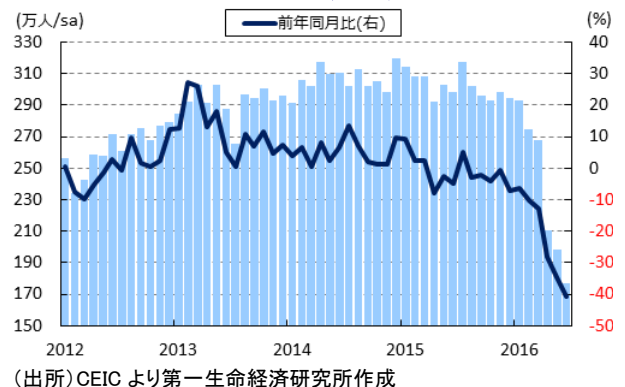


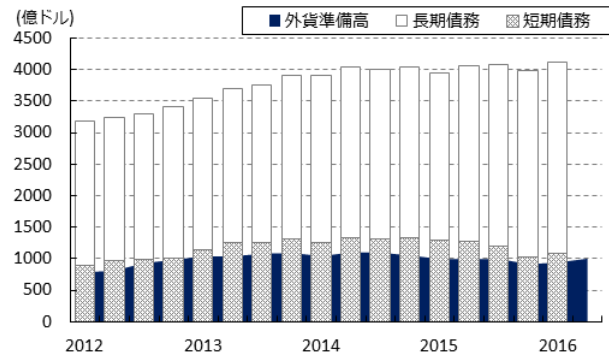
図4 外国人来訪者数の推移



一未遂の首謀者として米国に亡命中のギュレン師を名指しするとともに身柄の引き渡しを求める動きを見せていることに対して、米国はトルコ政府と協議する姿勢をみせる一方で態度は明確にしておらず、事態が複雑化することも懸念される。欧米にとってトルコは、隣国シリアにおける対IS掃討作戦の最前線に当たるなか、トルコとの関係悪化はIS掃討作戦そのものにも大きな悪影響が出ることも懸念される一方、トルコ国内において「人権無視」にも似た動きが強まっていることは欧米双方にとって無視し得ない状況にある。そうした外交関係の隙間を狙う形で同国内では度々テロが発生する事態に直面しており、すでに観光客数は大きく激減するなど裾野産業を併せるとGDPの1割強に達する産業への悪影響は必至であり、ひいては経済全体にも甚大な下押し圧力となることが懸念される。また、同国は豊富な若年人口を背景にEU向け輸出拠点のひとつとして対内直接投資を受け入れてきたが、外交関係の悪化はそうした動きを停滞させることにも繋がる可能性がある。したがって、政治的な安定にも拘らず外交関係の緊張が実体経済の足かせとなる可能性には注意が必要であり、慢性的な経常赤字を抱えるなど対外バランスが脆弱なことに加え、短期の対外債務残高に対する外貨準備高の規模が小さいなど、国際金融市場の動揺に大きく影響されやすい体質にある。足下のインフレ動向を勘案すれば、さらなる利下げ余地は急速に縮小していると思込まれるなか、今回の決定は同国経済を一段と厳しい方向に導く可能性を有していると判断出来る。

以 上

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