

トルコ中銀は「苦肉の策」で引き締め強化へ

～外部環境の改善でリラ相場は安定するも、下振れリスク山積の状況は不変～

発表日：2017年4月28日(金)

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)

- 足下の国際金融市場は落ち着きを取り戻しており、新興国への資金回帰が進む動きもみられる。ただし、トルコでは今月行われた国民投票による憲法改正の動きが前進し、エルドアン政権の強権姿勢が強まるなかで不透明感がくすぶる。欧州との関係悪化は貿易や投資の重石となり、景気減速は国民の不満に繋がるリスクもある。政権の強権姿勢はそうした不満を抑えつける意図もあるが、それに伴い経済活動が萎縮すれば、2019年に予定される次期大統領選での再選及び長期政権の道のりを危うくすることも懸念される。
- エルドアン大統領への権力集中は、中銀の独立性に対するリスクを高めかねない。足下のインフレ率は二桁%の高い伸びとなるなか、中銀は年明け以降に大統領周辺からの利下げ要求圧力を交わしつつ、引き締め姿勢を強めている。26日の定例会合でも「苦肉の策」により一段の引き締めに動いている。足下では市場環境の改善も追い風にリラ相場は落ち着いており、短期的には底堅い展開も予想されるが、マイナス材料が山積しており、市場環境の変化などに伴い中長期的には調整しやすい事態は避けられないであろう。
- 足下の国際金融市場は、直近最大の懸案であるフランス大統領選での「波乱」回避などで落ち着きを取り戻しており、再び「リスク・オン」の様相を呈しつつある。新興国では資金流出に対する警戒感が後退するなど、金融政策の対応に「ゆとり」が生まれている。足下の世界経済は循環的な回復局面にあり、相対的に輸出依存度が高い新興国では外需をけん引役に景気の底打ちが進んでおり、この動きも金融市場の安心感に繋がっている。ここ数ヶ月はトルコリラ相場も落ち着いているが、先行きには依然として不透明感がくすぶる。今月16日に行われた憲法改正の是非を問う国民投票は僅差で賛成が勝利し、エルドアン大統領の長年の悲願である憲法改正の動きが前進する（詳細は17日付レポート「[トルコ、国民投票勝利で憲法改正へ](#)」をご参照下さい）。エルドアン政権は昨年7月のクーデター未遂事件以降、軍人や司法関係者、警察官、地方自治体幹部などを中心に、政権と異なる意見を持つ「反乱分子」を停職や追放するなど「粛清」に動いてきた。野党政治家や反政府メディア関係者なども多数拘束しており、強権姿勢を強めている。国民投票の結果を受け、エルドアン政権は「粛清」の動きを一段と強化させており、報道などではすでに12万人以上がこの対象になったとみられる。トルコ国内は「異論」を封じることで表面上政治的安定が保たれる一方、憲法改正に対する反対票が多かった大都市部やクルド系住民の多い南東部などでは、不満が高まるなど新たな懸念も生まれつつある。さらに、国民投票を巡っては欧州安全保障協力機構（OSCE）による国際投票監視団が「不正操作」の疑いを呈しており、欧州諸国はエルドアン政権への批判を強めている。一方でエルドアン政権は、国民選挙前にオランダやドイツでのトルコ系住民を対象とする集会が禁止されたこともあり、欧州連合（EU）への反発を強めるなど、両者の関係は急速に冷え込んでいる。昨年末に

図1 製造業 PMI の推移



かけて、トルコ経済は隣国シリアの情勢悪化やEUとの関係悪化などが重石となる形で景気に下押し圧力が掛かったものの、足下では世界経済の回復を追い風に底入れする兆候もみられる。しかしながら、長期的にみるとトルコ経済は欧州との関係悪化などが足かせとなる形で一貫して減速基調を強めている。昨年の経済成長率は前年比+2.9%と世界金融危機の影響が直撃した2009年（同▲4.7%）以来の低い伸びとなったが、政府は今年の成長率目標を「4.4%」とする方針を維持している。他方、大方の市場参加者は今年の経済成長率が一段と下振れするとみており、IMF（国際通貨基金）も今月発表した『世界経済見通し』で見通しを下方修正するなど（2.9%→2.5%）、軒並み厳しい見方が示されている。この背景としては、エルドアン政権は政治面

では強権姿勢により国内の「締め付け」に奔走する一方、経済面では財政や対外収支などの構造的な脆弱さに加え、硬直化した労働環境など経済成長の足かせとなる問題を置き去りにしているほか、通貨リラ安の進展に伴う対外債務負担の増大懸念など、山積する課題解決に対峙していないことが影響している。さらに、EU諸国との関係悪化は、輸出全体の半分以上を占めるEU向け輸出への影響が懸念されるほか、すでに政局を巡る不透明感や治安悪化を警戒してEUからの対内直接投資が大幅に減少する

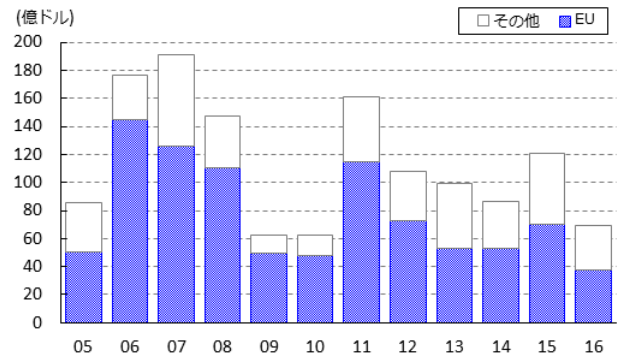
といった動きも出ている。「エルドアン政権」を巡っては、首相時代（2003～14年）には世界金融危機による影響を除けば比較的高成長を実現したことが国民からの支持に繋がった一方、大統領就任以降は一転して景気の減速感が強まっており、強権姿勢によって批判を抑え込んでいる節もうかがえる。こうした動きが一段と強まれば、民間部門を中心とする経済活動の萎縮が進み、景気のさらなる下押し圧力となることも懸念される。そうなれば、2019年の次期大統領選におけるエルドアン氏再選と、憲法改正による長期政権の実現という見通しが一転して画餅に帰す事態も懸念されよう。

- 他方、国民投票を通じてエルドアン大統領への権力集中が一段と進むことは、新たなリスクを生む一因となることも懸念される。足下の通貨リラ相場は、米ドル高圧力の後退や国際金融市場の落ち着きも背景に底入れしている。しかし、これまでのリラ安の進展は輸入インフレを招いているほか、慢性的な経常赤字状態にあるなど構造的な脆弱性を抱えている上、外貨準備高や経済規模に対して対外債務残高は比較的大きく、リラ安の進展は対外的な債務負担の増大に繋がることも懸念される。

直近3月のインフレ率は前年同月比+11.29%に一段と加速して約8年半ぶりの水準となるなど、中銀にとってはインフレ抑制が急務となっているが、エルドアン大統領やその周辺は中銀に対して度々景気下支えの観点から金融緩和を求めるなど「圧力」を強めてきた。このように中銀の独立性に対する懸念が高まっていることも、リラ安圧力になかなか歯止めが掛かりにくい一因になるなかで、中銀は「苦肉の策」として今年1月以降、表面的

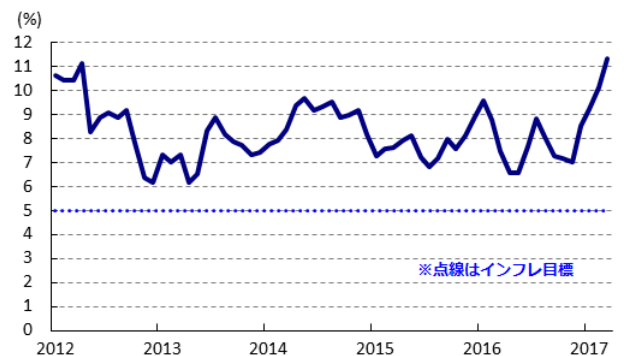
に金融政策を据え置く一方で実質的な短期金利に相当する「後期流動性ファシリティー（午後4時から5時の間に適用）」の上限金利を引き上げる対応をみせている。中銀は26日に開催した定例の金融政策委員会にお

図2 対内直接投資流入額の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

いても、政策金利である1週間物レポ金利（8.00%）、短期金利の上限に当たる翌日物貸出金利（9.25%）及び下限に当たる翌日物借入金利（7.25%）をそれぞれ据え置く一方、後期流動性ファシリティの上限金利を引き上げている。今回の引き上げ幅は50bpと3月の前回会合（75bp）から縮小したものの、今回の決定により実質的な短期金利の上限は12.25%と昨年3月以来の高水準となる。このように、中銀は大統領及び周辺からの圧力に対して「恭順の意」を表するべく表面的に金融政策を据え置いているものの、リラ安圧力が高まる事態を避けるべく、実質的に引き締め姿勢を強めている。なお、中銀は会合後に発表した声明文において、景気の先行きについては底打ちする期待が高いとの見

方を示す一方で、インフレリスクは残るとし、「インフレ見通しが大幅に改善するまで引き締めスタンスを維持する」との考えを示した。このことは中銀に対する金融市場からの信認向上に繋がるとみられ、短期的にはリラ相場にとって下支え要因となることが期待される。しかしながら、上述したように先行きのトルコ経済を取り巻く環境は厳しい展開が予想される上、隣国シリアを巡る動きも不透明ななか、国内においても治安や政治情勢が悪化する可能性もあるなど、トルコにとって明るい材料は見出しにくい。よって、リラ相場についても短期的には国際金融市場を取り巻く環境の改善などがプラスに作用する可能性はあるが、中長期的には弱含みしやすい展開が続くと予想される。

以 上

