

トルコ中銀の「本気」を市場はどう受け取るか

～次期政権の行方が不透明なかでは「博打」的要素が強い展開に～

発表日：2018年6月8日(金)

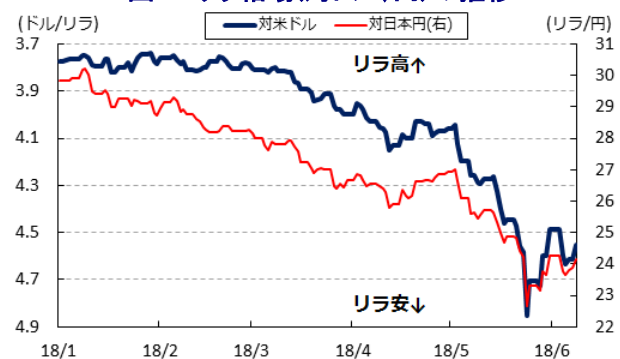
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- トルコリラ相場を巡っては、国際金融市場での米ドル高圧力に加え、エルドアン政権に対する不信感を反映して下落に拍車がかかる状況が続いた。しかし、先月末に中銀は緊急大幅利上げを実施し、その後も金融政策簡素化による実質的な引き締め強化に動き、落ち着きを取り戻している。他方、トルコ経済のファンダメンタルズが脆弱な状況は変わらず、当面のリラ相場は外部環境に左右されやすい展開が続くであろう。
 - 足下のインフレ率はリラ安による輸入物価上昇と、原油相場の底入れの影響を受けて一段と加速するなか、中銀は7日の定例会合で主要政策金利を125bp引き上げた。中銀は「裏口」を封じた上、追加利上げに含みを持たせるなど「本気」をみせた。このことは当面のリラ相場の安定を促す大きな材料になると期待される。
 - ただし、市場が最も気に掛けるのは今月末の総選挙及び大統領選の行方である。金融市場の混乱は与党AKPに不利に働いているが、現時点では連立を組むMHPと合同で議会の過半数を確保する可能性が高い。大統領選も来月初めの決選投票にもつれ込むとみられるが、現職のエルドアン氏の優勢は変わらない。よって、選挙結果が判明するまでのリラ相場については「博打」的な要素が強まることは避けられないであろう。
- トルコの通貨リラを巡っては、国際金融市場における米ドル高圧力の強まりを受けて、足下で下落基調に歯止めが掛からない「視界不良」の状態が続いてきた。今年4月、エルドアン大統領が来年11月に予定されていた次期大統領選及び大国民議会選（総選挙）を今月24日に前倒しで実施することを発表して以降は、その勢いに一段と拍車がかかった。その背景には、エルドアン大統領はかねてより「金利の敵」を自認しており、高インフレが続いている理由に「高い金利が高インフレを招いている」という経済学の常識を覆す理屈を展開してきたことがある。そして、次期大統領選後には同国建国以来となる議院内閣制から実権型大統領制に移行する改正憲法が施行され、エルドアン大統領の権限はこれまで以上に強大化する。さらに、エルドアン大統領は再選後に金融政策に介入する旨の発言を行い、中銀の独立性が脅かされるとの懸念が高まったほか、国際金融市場のエルドアン大統領に対する「不信感」の高まりも通貨リラ安圧力を増幅させた。また、トルコ中銀は一昨年末以降インフレを理由に断続的に利上げを実施してきたが、一度は主要政策金利である1週間物レポ金利を引き上げたものの、その後は短期金利のコリドーの上限である翌日物貸出金利を、昨年以降は営業日の午後4時から5時までの1時間のみ適用される後期流動性ファシリティーの貸出金利を引き上げる「裏口からの引き締め」が続いた。これは、エルドアン大統領が利上げに強硬に反対するなか、大統領及び側近が中銀に対して度々利下げを求める圧力を強め、結果として主要政策金利に手を付けることが出来なかったことが影響している。そして、こうした複雑な手法は中銀の金融政策に対する予見性や透明性の低下を招くとともに、そのことが中銀に対する信認低下を引き起こす悪循環

図1 リラ相場(対ドル、円)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

に繋がった。しかしながら、先月末以降のリラ相場はそれまで下落一辺倒で進んできた状況が一転して底入れしており、その後はリラ安圧力が徐々に弱まりつつある。トルコ中銀は先月 23 日に緊急の金融政策委員会を招集して後期流動性貸出金利ながら 300bp もの大幅な利上げを実施し、通貨リラ安に歯止めを掛ける姿勢をみせた（詳細は 5 月 24 日付レポート「[トルコ中銀、リラ安圧力に対抗すべく緊急利上げ実施](#)」をご参照下さい）。その直前には経済担当閣僚や中銀総裁などが対応を協議し、利上げ嫌いな上、年明け以降のリラ安の理由に外国人投資家による陰謀論を持ち出すなど異様な姿勢をみせたエルドアン大統領も利上げに納得せざるを得ない事態に追い込まれたとみられる。さらに、トルコ中銀は国際金融市場からの信認回復に向けて金融政策の簡素化に取り組んできたが、先月 28 日に今月 1 日付で政策金利を 1 週間物レポ金利に一本化し、水準を後期流動性貸出金利（16.50%）に揃える上、短期金利のコリドーを 1 週間物レポ金利±150bp とする方針を発表した。こうした一連の対応を受けて、国際金融市場ではリラ安圧力が後退し、年明け以降の米ドル高圧力に一服感が出ていることも追い風にリラ相場は落ち着いた推移をみせている。ただし、現状のトルコ経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）は経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱え、高インフレに直面するなど脆弱である上、エルドアン大統領の姿勢を勘案すれば自律的にリラ相場が上昇基調を強める材料は乏しい。よって、先行きのリラ相場の動向は外部環境に大きく依存していることは変わりがない。

- トルコ中銀はインフレ目標を設定しているが、過去数年に亘ってインフレ率がインフレ目標の近傍に収束することはなく、足下では一段と遠ざかる展開が続いている。直近 5 月のインフレ率は前年同月比+12.15%と前月（同+10.85%）から加速し、コアインフレ率も同+

12.69%と前月（同+11.61%）から加速するなどインフレ圧力が高まっている。慢性的な経常赤字を抱えるトルコでは、日用品をはじめ幅広い財を輸入に依存しており、通貨リラ安は輸入物価の上昇を通じてインフレの昂進に繋がりやすい。さらに、年明け以降頭打ちしてきた原油相場は底打ちし、その後は上昇基調を強める動きをみせたが、トルコにとって原油に関連する貿易赤字は貿易赤字全体の半分近くを占めるため、貿易赤字及び経常赤字の拡大に繋がるとともに、エネルギー価格の上昇がインフレ圧力を高めることでファンダメンタルズを一段と悪化させることが懸念される。こうしたなか、トルコ中銀は 7 日に開催した定例の金融政策委員会において、政策金利である 1 週間物レポ金利を 125bp 引き上げて 17.75%にする決定を行った。なお、上述したように同行は先月末に「裏口」ながら 300bp の大幅な利上げを実施した後、金利を一本化することで「玄関」に修正しており、今回は正攻法での利上げに踏み切ったことで「本気」をみせたと捉えられる。会合後に発表された声明文では、足下の景気について「外需は力強く推移する一方、内需は一段と緩やかなものになっている」としつつ、物価の行方について「需要の見通しは緩やかながら、足下のインフレ率及びインフレ期待の高止まりは価格設定行動のリスク要

図 2 インフレ率の推移

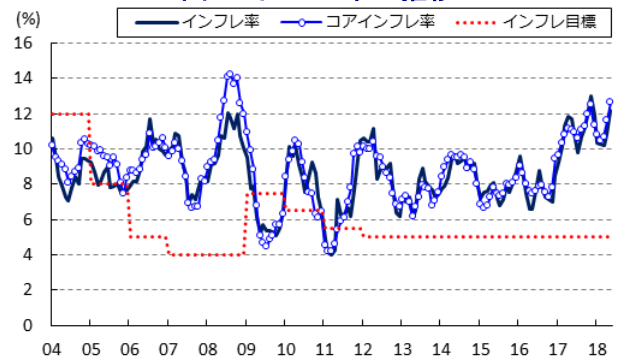
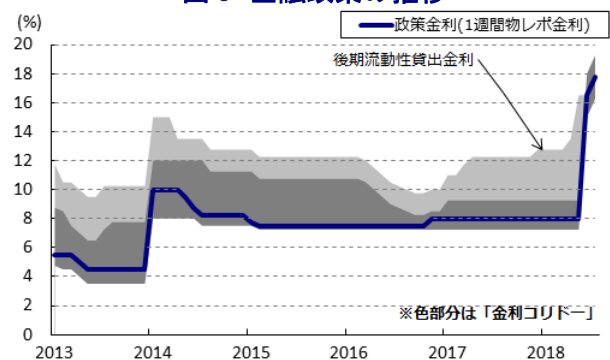


図 3 金融政策の推移



因になる」との認識を示している。その上で「物価安定に向けて必要に応じて採り得るあらゆる策を講じる」との見解を示し、追加利上げに含みを持たせる姿勢をみせた。今回の会合は大統領選及び大国民議会選前に行われる最後の定例会合ゆえに、金融市場からはその動向に注目が集まっていた。中銀は市場の事前予想を上回る形で「本気」の物価安定に向けた金融引き締め姿勢を示したことで、当面のリラ相場は比較的安定した推移をみせる可能性が高まっている。

- 他方、市場が最も懸念しているのが選挙を経て誕生する次期政権の枠組である。今月 24 日に実施される大国民議会選を巡っては、与党の公正発展党（AKP）は足下の通貨リラ安などによる悪影響が懸念されたものの、直近の世論調査においても 4 割を上回る得票率を維持しており、連合を組む極右政党の民族主義行動党（MHP）と併せると 5 割近くを確保している。AKP や MHP は強力な支持層である宗教的右派や地方部などでの支持固めを進めており、2016 年に発生したクーデター未遂事件以降の同国は非常事態宣言が発動され、反政府活動などを「合法的に」排除可能である上、政府はすべての大手メディアを間接的に支配するなど、野党勢力が十分な選挙戦を展開出来ないことも影響している。他方、最大野党で社会民主主義政党である共和人民党（CHP）が現政権に対する反発の強い大都市部を中心に AKP を猛追しており、MHP から分離独立した民族主義政党の優良党（IYI）や、イスラム政党である至福党（SP）、中道右派の少数政党の民主党（DP）の 4 党連合で AKP・MHP 連合を猛追している。なお、トルコの選挙制度では、大国民議会に少数政党が濫立することを防ぐ観点から得票率が 10% に満たない政党は議席が獲得出来ないため、MHP や SP、DP など他党との連合により議席を確保する「奇策」に打って出たとみられる。また、AKP やエルドアン大統領が敵視するクルド系野党の国民民主主義党（HDP）は 2015 年 6 月の前々回の総選挙で初めて得票率が 10% を上回り、同年 11 月に行われた出直し総選挙でも得票率は 10% を維持して議席を獲得したが、今回は議席獲得ラインのギリギリの状況が続く。仮に HDP の得票率が 10% を下回れば、クルド系地域で堅固な地盤を有する AKP が漁夫の利を得ることが考えられる。よって、改選後の大国民議会においても AKP 及び MHP が過半数の議席数を有する可能性は高いとみられる。一方、大統領選を巡っては、現職のエルドアン氏（AKP）のほか、CHP のインジェ議員、IYI のアクシェネル元内務相、HDP のデミルタシュ議員（前党首）などが出馬しており、インジェ氏やアクシェネル氏がエルドアン氏を猛追する動きが続いているものの、現状ではエルドアン氏の優勢は変わらない。24 日の第 1 回投票でエルドアン氏が過半数の票を得ることは難しく、来月 7 日の決選投票に持ち込まれるとみられるが、最終的にはエルドアン氏が再選される可能性は極めて高い。足下では中銀のチェティンカヤ総裁のほか、シムシェキ副首相（経済担当）など政権の経済チームが主導する形で市場からの信認回復に動いているが、この動きが持続的なものになるか否かは次期政権、現時点ではエルドアン大統領の「胸のうち」に掛かっている。その意味では、選挙結果をみない状況におけるリラ相場は「博打」の要素が強いものになると言えよう。

以 上