

トルコ、資金流出懸念の裏で景気減速も鮮明に

～先行きは一段の減速も懸念されるが、当面は 13 日の次回定例会合の行方に注目～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

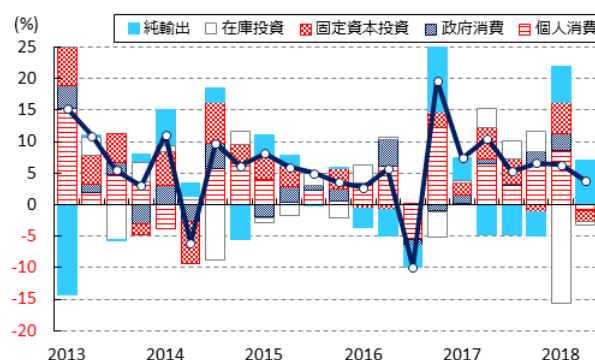
(要旨)

- 7 月以降の国際金融市場ではトルコリラの急落をきっかけに「トルコ・ショック」とも呼べる混乱が続き、早期に収束出来るか否かに注目が集まっている。経済のファンダメンタルズの脆弱に加え、対米関係悪化も重なり資金流出圧力が強まり、リラ安の進展は対外債務の負担増加を通じて経済の重石となる懸念もある。4-6 月期の実質 GDP 成長率は内需が幅広く鈍化して減速し、先行きも一段と減速感を強める可能性は高い。
- 金融市場では 13 日に開催される次期定例会合の行方に注目が集まる。今月 3 日に中銀は突如「物価安定に必要な対応を取る」旨の声明を発表し、市場では利上げ観測が強まっている。ただし、声明は期待値のハードルを上げた可能性もあり、中途半端な対応は失望を招くリスクも残る。財務相が掲げる「財政政策の強化」の方向性も不透明であり、中銀が如何なる答えを提示するか、現時点で過度な楽観視は禁物である。

7 月末以降の国際金融市場においては、トルコの通貨リラの急落をきっかけに「トルコ・ショック」とも呼べる混乱が続いており、事態が早期に収束出来るか否かに注目が集まっている。新興国を巡っては、米 F R B (連邦準備制度理事会) による金融政策の正常化を背景に資金流出圧力が強まりやすい展開が続いてきたが、トルコは経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱え、慢性的なインフレが続くなど経済のファンダメンタルズ (基礎的条件) が脆弱であるにも拘らず、中銀はこれらの改善を促す適切な政策対応を採れない状況が続いた。さらに、足下では米トランプ政権との関係悪化に伴い両国は制裁措置の応酬を繰り返しており、関係改善に向けた糸口もみえず景気の先行きに対する不透明感が高まっている。トルコの金融セクターを巡っては、民間部門を中心に対外債務が積み上がるなか、このところの資金流出圧力を背景に外貨準備高は急速に減少しており、金融市場を取り巻く環境が悪化するなかでロールオーバーは綱渡りの状態にある。また、対外債務の太宗は米ドルをはじめとする主要通貨建が占めており、通貨リラ安の進展に伴う債務負担の増大が経済活動の萎縮に繋がり、実体経済に悪影響を与える可能性もある。こうしたなか、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 +5.21% と前期 (同 +7.26%) から鈍化して 6 四半期ぶりの低水準となり、前期比年率ベースでは +3.79%

と前期 (同 +6.34%) から減速して 7 四半期ぶりの低い伸びとなるなど、景気の減速感が一段と鮮明になった。輸出の半分以上を占める EU 景気の堅調さや通貨リラ安に伴う価格競争力向上に加え、観光客

図 1 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

の回復などを背景に輸出は勢いを取り戻した。その一方、インフレの加速に加え、リラ安阻止に向けた中銀の利上げ実施などを受けて企業の設備投資需要に調整圧力が掛かったほか、総選挙を控えて実施された減税や信用保証拡大などの景気刺激策の効果一巡に伴い個人消費も鈍化しており、幅広く内需に下押し圧力が掛かった。なお、内需鈍化に伴う輸入減は純輸出の成長率寄与度のプラス幅拡大に繋がっており、足下の景気は見た目以上に厳しいと捉えられる。分野別では、通貨リラ安の進展などに伴う金融取引の活発化などを背景に金融など一部のサー

ビス産業で生産が大きく拡大したものの、内需の弱さはサービス産業のみならず、製造業や建設業の生産の重石になったほか、異常気象などの影響で農林漁業関連の生産も低迷しており、幅広い分野で生産に下押し圧力が掛かっている。足下のインフレ率は通貨リラ安による輸入物価上昇を受けて加速感を強めており、中銀も実質的に引き締め姿勢を強めざるを得ない事態に直面しており、先行きの内需を取り巻く環境は劇的に改善する

と見通しにくい。さらに、上述したように通貨リラ安の進展は民間部門を中心に対外債務に関連して債務負担の増大を招くため、これも先行きの景気の足かせとなることは避けられず、一段と勢いを削ぐことに繋がる。こうした状況を反映して足下の企業景況感は再び下向き圧力を強めており、年後半の景気は一段と減速感を強める展開となることは避けられそうにない。今年前半の経済成長率は前年比＋6.2%と昨年通年（同＋7.4%）から鈍化するも、依然として高い伸びが続いたものの、そうした傾向は長続きしないと判断出来る。

金融市場においては、13日に予定される中銀の次回定例会合の行方に注目が集まっている。中銀は定例会合に先立つ今月3日、突如「インフレ見通しに対する足下の動向は物価安定に対する重大なリスクを示しており、物価安定を支援すべく必要な対応を取る」とする声明を発表し、金融市場においては大幅な利上げ実施の見方が強まっている。中銀がこうした発表を行った背景には、8月のインフレ率が前年同月比＋17.9%と一段と加速して約15年ぶりの

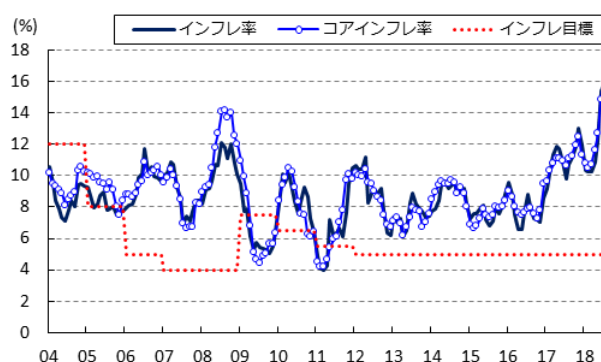
高水準となり、中銀が定めるインフレ目標（5%）に収束する目途が立ちにくくなっていることへの警戒感が影響しているとみられる。ただし、事前の市場予想における利上げ幅は大きくバラついており、中銀の声明が反って金融市場の期待値のハードルを引き上げた可能性もある。よって、仮に大幅な利上げを実施した場合でも、一部の市場参加者が抱く期待値の大きさを勘案すれば「充分」とは見做されないリスクはある。また、先月以降のリラ相場の混乱の後、中銀は主要政策金利である1週間物レポ金利（17.75%）による資金供給を中

図2 製造業 PMI の推移



(出所) IHS Markit より第一生命経済研究所作成

図3 インフレ率とインフレ目標の推移



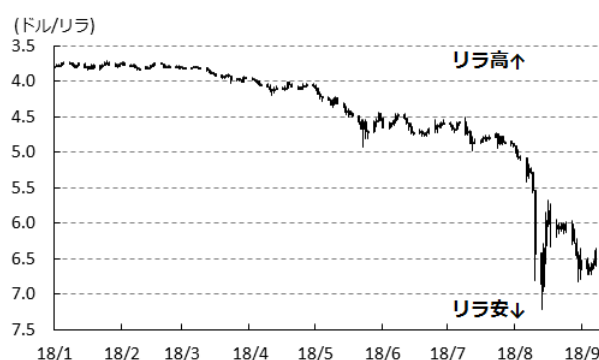
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

止する一方、150bp 金利水準が高い翌日物貸出金利（19.25%）を利用する形で実質的な「裏口からの利上げ」を実施したほか、国内銀行に対して海外投資家との実質的な取引制限の強化など、奇策や強硬策を通じてリラ相場の安定を図っている（詳細は8月17日付レポート「[「奇手」ばかり繰り出すトルコに未来はあるか](#)」をご参照下さい）。こうした状況を勘案すれば、主要政策金利である1週間物レポ金利の引き上げでなく、翌日物貸出金利を引き上げる「裏口からの利上げ」を一段と拡大させる可能性も残る。なお、中銀の政策運営を巡っては昨年以降、主要政策金利に手を付けず、営業日中の午後4時から5時の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「裏口からの利上げ」を実施したが、こうした複雑な手法は金融政策の

予見性や透明性の低下を招き、結果的に中銀に対する信認低下を引き起こす悪循環に繋がった。こうした事態を受けて、中銀は年明け以降金融政策の簡素化に向けた改革に取り組み、今年5月に政策金利を1週間物レポ金利に一本化した経緯がある。そうした状況にも拘らず、中銀が足下のインフレ昂進を受けても十分な利上げに踏み切ることが出来ず、「裏口からの利上げ」など政策の不透明感を露呈させる動きを示せば、足下で大きく押し上げられた金融市場の期待感は一転して反動の動きを強めることも予想される。経済政策の要を担うアルバイラク財務相（エルドアン大統領の娘婿）は、物価抑制を重視すべく「[財政政策を強化する](#)」との方針を明らかにする一方、トルコ経済及び金融セクターを取り巻く状況について楽観的な姿勢を示しており、一連の発言における『強化』の意味合いは不透明である（詳細は8月30日付レポート「[トルコ、アルバイラク財務相の「現状認識」は如何に](#)」をご参照下さい）。仮に「財政政策の強化」というスタンスがエルドアン大統領と同様に景気下支えの文脈で語られていれば、結果的に財政出動を意味するなど物価抑制と逆行する内容となる。それもこれも13日に中銀がどのような答えを金融市場に提示出来るかに掛かっており、現時点において過度に楽観的な姿勢を抱くことは禁物と言えよう。

以 上

図4 リラ相場(対ドル)の推移



(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。