

トルコ中銀、今度の「本気」は本物か！？

～中銀は独自性を堅持するも、最大のボトルネックはエルドアン大統領の存在～

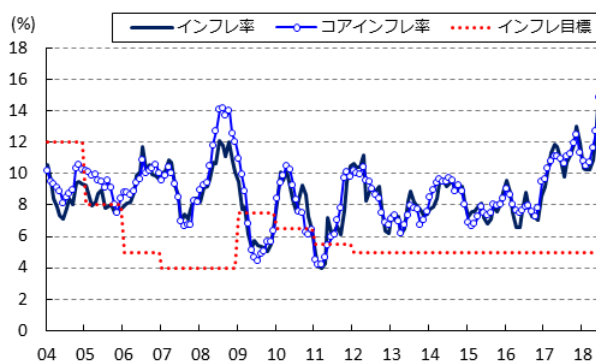
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 今月に入って以降の国際金融市場では、13日にトルコ中銀が開催する定例会合の動きに注目が集まった。同行が定例会合に先立つ今月3日に大幅利上げを示唆する声明を発表したことが影響した。ただし、足下のトルコは景気減速感が強まっており、『金利の敵』を自認し、中銀の独立性を脅かしかねない発言を繰り返すエルドアン大統領の意向に反し、中銀が大幅利上げを実施出来るか否かも注目の材料となってきた。
- 13日の定例会合で、中銀は主要政策金利の1週間物レポ金利を625bp引き上げ24.00%とする大幅利上げを実施した。リラ相場の急落などに伴う物価上振れリスクを警戒して『正攻法』での対応をみせ、先行きの追加利上げにも含みを持たせた。今回の決定はリラ相場の安定に繋がる可能性がある一方、エルドアン大統領は直前の講演で中銀の対応を批判したほか、奇妙な論理を弄して低金利を志向する姿勢を示した。また、幅広い経済活動で外貨利用の実質禁止に動くなど持久戦の構えもみせるなど、不透明感の払拭は難しい。
- 足下のリラ相場の急落は、①中銀による適切な政策運営の欠如、②米国との関係悪化、の2つが影響した面が大きい。今回の決定は①の問題解消に向かうと期待されるが、エルドアン大統領の存在は不透明感に繋がる。他方、②は関係改善の糸口もみえず、事態悪化のリスクもくすぶる。大統領選での圧勝や『絶対的権力』を手に入れたエルドアン大統領の姿勢が変わる可能性は低く、現時点で判断するのは些か時期尚早だ。

今月に入って以降の国際金融市場においては、トルコ中銀が13日に開催する定例の金融政策決定会合の動きに注目が集まった。その背景には、今月3日に同行が突如「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」旨の声明を発表したことが影響している。このところの金融市場で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」とも呼べる状況が続いたものの、中銀は主要政策金利である1週間物レポ金利(17.75%)を動かさず、これに対して150bp高い翌日物貸出金利(19.25%)を用いて資金供給を行う「裏口の利上げ」を行うなど奇策を展開してきた(詳細は8月17日付レポート「「奇手」ばかり繰り返すトルコに未来はあるか」をご参照下さい)。しかし、足下のインフレ率がこのところのリラ安の急進に伴う輸入物価の上昇なども追い風に約15年ぶりの高水準に加速し、中銀の定めるインフレ目標から一段と乖離して収束の見通しが立ちにくくなるなか、中銀の発表は金融市場に対して「大

図1 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

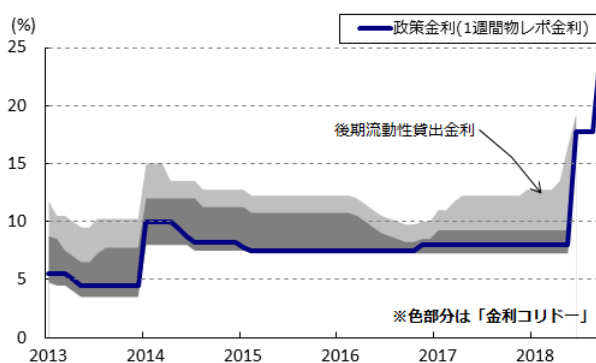
幅利上げを通じてリラ安阻止に動く」との期待を抱かせた。なお、市場の事前予想における「利上げ幅」は大きくバラつきが生じるなど、中銀の声明によって期待値のハードルが大きく押し上げられた可能性もあり、中銀が如何なる答えを金融市場に提示するかに注目が集まった。ただし、同国の景気は減速感を強めている上、その後も資金流出に伴う通貨リラ安の急進などを理由に企業の景況感是一段と悪化するなどさらなる景気減速も懸念される（詳細は11日付レポート「[トルコ、資金流出懸念の裏で景気減速も鮮明に](#)」をご参照下さい）。その一方、エルドアン大統領は『金利の敵』を自認し、中銀に対して利下げを求める姿勢を強めてきたほか、総裁をはじめとする中銀幹部人事への影響力を行使可能な大統領令を発するなど、独立性への疑念を生みかねない動きもみせてきた。よって、中銀がエルドアン大統領の意向に反して景気の足を一段と引っ張りかねない大幅利上げに踏み切ることが出来るかも注目された。

こうしたなか、13日の定例会合において中銀は主要政策金利である1週間物レポ金利を625bp引き上げて24.00%とする大幅利上げを決定した。会合後に発表された声明文では、足下の景気について「足下の指標は経済活動の顕著な調整入りを示唆している」との認識を示した。一方、「インフレ見通しに対する足下の動きは物価安定への著しいリスク

を招いており、通貨リラ安の進展を反映する形で広範な分野で物価上昇の動きがみられるなか、内需鈍化にも拘らず、物価動向の悪化はインフレ見通しの上振れに繋がる」との認識を示し、「物価安定を図るべく強力な金融引き締め」を決定した。先行きについては「物価安定目標の実現に向けてあらゆる策を講じる」とし、「物価見通しが著しく改善するまでは緊縮姿勢を維持する」とした。その上で、「物価見通しや物価動向、足下の金融

政策による効果、財政政策の影響などを注視し、必要であれば追加引き締めを実施する」との考えを示した。そして、「新たな情報などを元に政策委員会は政策スタンスを適宜変更する」ことを強調している。今回の決定は『正攻法』による金融引き締めであり、事前に懸念された『奇策』を回避したことは同行の『本気』を示したと捉えられる。これは、同行が昨年以降『裏口からの利上げ』に終始してきたものの、今年5月末に政策金利の一本化に取り組み、翌6月にも利上げを実施するなどリラ安の進展に伴うインフレ懸念を警戒して『本気』を示した状況に似ている（詳細は6月8日付レポート「[トルコ中銀の「本気」を市場はどう受け取るか](#)」をご参照下さい）。この決定を受けて、金融市場ではリラの買い戻しの動きもみられ、不安定な相場環境が続いてきた展開が大きく転換する可能性も出ている。他方、エルドアン大統領は同日行った講演において、中銀について「独立しており、独自に決定を行う」とする一方、「中銀の間違った方策によりインフレが昂進した」とし、「中銀がインフレ見通しを正確に当たったのを見たことがない」と指摘。さらに、「金利が原因でインフレが結果であり、仮に世の中が逆だと言えればこの問題の本質は分からない」など、これまで同様に奇妙な論理を展開。その上で、足下の高金利状態について「金利が搾取の道具となることを座視出来ない」と述べ、一部の市中銀行が金利を50%

図2 金融政策の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

に引き上げたことを引き合いに「そのような状況で投資が可能なのか、そのような収益を挙げられるのは麻薬取引くらいしかない」などと批判した。さらに、「トルコは自由な市場経済であり、自由市場の枠組から逸脱しない」とする一方、「経済政策運営は私自身が統括している」として引き続き中銀への影響力行使を辞さない姿勢を示した。講演に先立つ形で、同国政府は不動産売買や賃貸契約を外貨建てなくリラ建てで行うよう義務付けることを決定しており、エルドアン大統領は講演のなかで「数日のうちに通貨安阻止に向けた新たな対策を講じる」ことを発表し、「輸出入業者以外は外貨で事業を遂行すべきでない」と述べるなど持久戦を念頭に入れた考えをみせた。そして、足下の混乱については「我々の問題ではない」と述べるなど、外的要因が引き金になっているとのこれまでの考えを繰り返し示した。

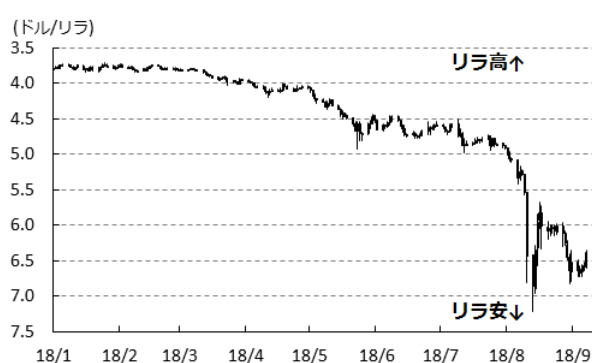
このところのトルコ・リラの急落をきっかけにした国際金融市場の混乱は、①中銀が適切な政策対応

を採ることが出来ないこと、に加え、②エルドアン政権の対米関係悪化、という2つの問題が複雑に絡んだことが影響したと捉えられる。今回の中銀による決定は、①の問題解消に対して国際金融市場から一定の評価を得ることに繋がること期待される。ただし、上述のようにエルドアン大統領は奇妙な経済理論を弄して中銀の独立性を脅かしかねない姿勢を崩しておらず、現時点において『完全に曇りが晴れた』と表現するのは些か早いと判断出来る。他方、②の問題については米

国及びトルコが制裁の応酬を繰り返す『チキンレース』の様相をみせている上、解決の糸口が見出せない状況が続いており、米トランプ政権の動きによっては一段と事態が悪化するリスクもくすぶる、さらに、エルドアン大統領は一步も引かず持久戦も辞さない姿勢をみせており、その背後でトルコ経済を取り巻く環境は一段と悪化することも懸念される。その意味では、トルコ経済を巡る状況を好転させられるか否かはエルドアン大統領自身の存在が大きく影響しているものの、6月末の大統領選を一発で仕留めた上、その後に施行された新憲法を通じて『絶対的権力』を得た同氏が自ら姿勢を転換するとは考えにくい。トルコが本当の意味で変わったか否かを判断するのは現時点では早いと言えよう。

以上

図3 リラ相場(対ドル)の推移



(出所) Thomson Reuters 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。