

## トルコは再び「懲りない面々」に堕ちるか

～インフレ鈍化は好材料だが、政府高官の過度な楽観視、対米関係の不透明さには引き続き要注意～

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)

- 先月以降の国際金融市場では、米中摩擦再燃でリスク回避姿勢が強まる動きがみられたが、足下では米中協議再開を好感するなど引き続き思惑が左右する展開が続く。昨年来のトルコ・リラ相場は経済のファンダメンタルズ以上に対米関係など政治要因が鍵を握るなか、市場環境の好転は下支え要因となり易い。こうしたなか、中銀は12日の定例会合で7月に続く大幅利下げを実施した。足下のインフレ率が鈍化している上、インフレ見通しの改善に対応したとみられるが、先行きは慎重姿勢を崩していない。他方、アルバイラク財務相は同国経済及び物価動向を楽観視する考えを示しており、中銀への利下げ圧力が強まる可能性がある。対米関係も不透明ななか、中銀の独立性への疑念が再燃するリスクもあり、リラ相場は予断を許さない展開が続こう。

先月以降の国際金融市場は、米中摩擦の再燃の動きをきっかけに世界経済が頭打ちの様相をみせていることも相俟ってリスク回避的な色合いが強まり、リスク資産と見做される傾向が高い新興国資産に下落圧力が強まる動きがみられたものの、足下では米中協議の再開といった材料を素直に好感する動きもみられるなど引き続き思惑に左右される展開をみせている。なお、昨年の通貨リラ相場の急落を発端とする国際金融市場の動揺の発火点となったトルコについては、経常赤字と財政赤字という『双子の赤字』やインフレの常態化など経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱さに加え、リラ相場が急落した原因が元々対米関係の悪化懸念という政治的要因にあり、その後のリラ相場の動向は政治動向や国際金融市場環境に大きく左右される展開をみせてきた。他方、足下の実体経済は年明け以降2四半期連続のプラス成長で推移するなど『最悪期』を過ぎつつあるものの、昨年来のリラ安の進展を背景とする外需は堅調な推移をみせる一方、製造業をはじめとする国内産業は力強さを欠くなど困難は山積しており、持続的な景気回復は道半ばの状況にある（詳細は3日付レポート「[トルコは「最悪期」を過ぎつつあるが、不透明要因は依然山積](#)」をご参照下さい）。さらに、先月末のエルドアン大統領の訪口に際しては、ロシアとの防衛協力で合意するなどの動きもみられ、ロシア製地对空防衛ミサイルシステム（S-400）の導入をきっかけに悪化懸念が高まる対米関係の行方は見通しにくい状況が続いている。ただし、足下の国際金融市場を取り巻く環境改善の動きは、先月以降下落圧力が強まったリラ相場の底打ちを促しているとみられるほか、足下では米FRB（連邦準備制度理事会）による「予

図1 リラ相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

防的利下げ」の実施、ECB（欧州中央銀行）による金融緩和の決定などの動きも、こうした動きの『追い風』になっているとみられ、リラ相場を下支えしている。こうしたなか、中銀は7月に425bpと事前の市場予想を上回る大幅利下げを実施し、新興国で広がりを見せる『利下げドミノ』に追随することで景気下支えに動く姿勢をみせたが（詳細は7月26日付レポート「[トルコ中銀、「お前」もか…](#)」をご参照下さい）、12日の定例会合でも政策金利の1週間物レポ金利を325bp引き下げるなど2会合連続で大幅利下げに動いた。事前の市場予想での利下げ幅は125～400bp（中央値は275bp）とバラつきがみられたが、エルドアン大統領及びアルバイラク財務相を中心に大幅利下げによる景気下支えを志向して7月に中銀のチェティンカヤ前総裁が更迭されたため（詳細は7月8日付レポート「[トルコ・エルドアン大統領、中銀総裁更迭で独立性への懸念が再燃](#)」をご参照下さい）、前回に次ぐ大幅利下げにより緩和を進める姿勢を示す必要に迫られたと捉えられる。なお、こうした対応が可能な背景には直近8月のインフレ率が前年比+15.01%と依然中銀の定めるインフレ目標（5%）を大きく上回るものの、徐々に頭打ちの動きを強めていることが挙げられる。

会合後に公表された声明文でも、「インフレ見通しは改善が続き、リラ相場の安定や内需鈍化によるデysinフレ基調も重なりインフレ期待は改善している」とした上で、「年末時点のインフレ率は7月時点のインフレ見通しをわずかに下回る」との見方を示した。なお、先行きの政策運営については「デysinフレの進行過程の維持には慎重なスタンスの継続が不可欠」とした上で、「緊縮度合いは基調インフレの方向感が決定要因になる」と慎重姿勢を崩していない。一方、同日に最大都市イスタンブールで開催されたEBRD（欧州復興開発銀行）が主催するイベントで登壇したアルバイラク財務相は、同国の経済成長率について「今年は+2.3%、来年は+3.5%になる」とプラス成長になるとの見通しを示した上で、「各種経済指標をみると経済のリバランスが望ましい水準に近付きつつある」とし、「9月のインフレ率は一桁台に鈍化することは明らか」、「7月までの過去1年間の累計の経常黒字額は過去最高になる可能性がある」などと述べた。なお、昨年9月に物価上昇圧力が強まりインフレ率が急加速の動きを強めたため、その反動が出易いのは事実である一方、年明け以降の経常収支は赤字基調で推移していることを勘案すれば、楽観的な見通しを元にした政策運営は極めて危ういと判断出来る。また、足下のリラ相場はトルコ経済のファンダメンタルズ以上に、国際金融市場を取り巻く環境や対米関係の行方など政治的要因が左右しており、ロシアへの接近を理由に米国政府及び議会はトルコへの強硬姿勢を強めつつあるなど、不透明要因はくすぶる。中銀が過度に緩和姿勢を強めれば、そのことをきっかけに中銀の独立性への疑念を生むリスクもあり、リラ相場の行方を巡っては引き続き予断を許さない展開が続くと予想される。

以上

図2 インフレ率及び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

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。見通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。