

トルコ中銀、「次の一手」は長考が必要になりそうな局面に

～エルドアン大統領の「悲願」を前に利下げ余地は限界が近付くなか、政策対立に繋がる懸念も～

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)

- 昨年の通貨リラ安等によるインフレ昂進に直面したトルコだが、昨秋をピークにインフレ率は鈍化して中銀は7月以降大幅利下げを実施している。これはエルドアン大統領の「圧力」も影響するなか、インフレ鈍化に伴いさらなる利下げ圧力が懸念される一方、11月のインフレ率は前年比+10.56%に加速するなど早くも目論見は外れている。これまでのインフレ鈍化は昨年の反動に拠っており、今後は高止まりする可能性が高い。
- こうしたなか、中銀は12日の定例会合で4会合連続の利下げを決定し、7月以降の利下げ幅は累計1200bpに達する。先行きの政策運営についてディスインフレ過程の動向を注視する姿勢を維持したが、今回の利下げで実質金利は他国と比較して低水準であり、追加利下げ余地は縮小している。エルドアン大統領の悲願の政策金利の「一桁化」を前に政策対立が表面化すれば、総裁が再び更迭されるリスクにも要注意と言える。

昨年の国際金融市場の動揺による通貨リラの急落に伴いインフレ率が急騰する事態に見舞われたトルコだが、その後の国際金融市場の落ち着きとともに通貨リラ相場も安定した推移をみせるなか、昨年秋をピークにインフレ率は一転して下落傾向を強めてきた。昨年のリラ相場の急落及びインフレ急騰局面では、中銀はその阻止を図るべく利上げで対抗して政策金利は24.00%という水準にまで引き上げる事態に追い込まれたものの、金融市場の環境変化などを受けて7月以降は利下げに転じている。さらに、昨年秋以降のインフレ急騰の反動も重なり、9月及び10月のインフレ率は久々に一桁台となったことを受けて、中銀は10月の定例会合まで3会合連続で累計1000bpもの大幅利下げを実施してきた。なお、中銀がこれほど大幅な利下げを実施する背景には、足下のインフレ率が低下していることに加え、予てより「高インフレは高金利が招く」という『トンデモ理論』を振りかざして中銀に利下げ実施を迫るエルドアン (Erdogan) 大統領の存在も大きく影響している。事実、中銀が利下げ局面に転じる7月の定例会合直前には、利下げに慎重であったチェティンカヤ (Cetinkaya) 前総裁が政策対立を理由に突如更迭される事態となり (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)、副総裁から後任に昇任したウイサル (Uysal) 総裁の下で大幅利下げが実施された経緯がある。その一方、国際金融市場では米FRB (連邦準備制度理事会) の「予防的利下げ」実施により、新興国からの資金流出圧力が弱まり通貨安懸念が後退した

図1 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

ことも利下げ実施の『追い風』に繋がった面は考慮する必要がある。こうしたインフレ率の低下の動きや中銀による大幅利下げに気をよくする形で、エルドアン大統領は先月にテレビインタビューに対して「インフレ率及び政策金利ともに一桁台に低下するとともに、恒久的なものになるなかで経済と通貨は様変わりする」と述べるなど、些か足下のインフレ低下の動きを過大評価する姿勢を示していた（詳細は11月27日付レポート「[トルコ、「エルドアン節」は変わらない](#)」をご参照下さい）。また、今月に入って以降も同様に「2020年はインフレ率及び政策金利ともに一桁台を実現する」と述べるなど、さらなる利下げ実施に向けた圧力を強める姿勢を示していた。ただし、直近11月のインフレ率は前年比+10.56%と前月（同+8.55%）から加速してインフレ目標（5%）から遠ざかるとともに、3ヶ月ぶりに二桁台となるなど早くもエルドアン大統領やその周辺の見方は外れている。これは足下のインフレ鈍化が物価自体の安定に起因している訳ではなく、昨年の加速の反動で低下しているに過ぎない状況にあることを意味しており、先行きもインフレ率が高止まりする可能性は高いと見込まれる。

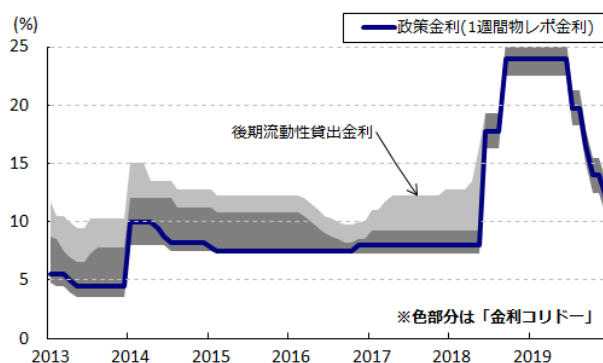
こうしたなか、中銀は12日の定例会合において政策金利である1週間物レポ金利を5回連続で引き下げる決定を行い、利下げ幅は200bpと10月の前回会合（250bp）から縮小しているものの、これにより7月以降だけで累計1200bpもの利下げが行われたことになる。会合後に公表された声明文では、足下の同国経済について「景気回復の動きが続き、

分野ごとのばらつきにも改善がみられる一方、投資の需要は弱い」とした上で、「世界経済の減速懸念にも拘らず価格競争力の向上がその影響を勝る」としつつ、今後は「純輸出の成長率寄与度が縮小するも、デysinフレの動きや金融市場を取り巻く環境改善が下支え役になる」との見通しを示している。その一方、海外経済については「世界経済の減速懸念や低インフレ環境は主要国による緩和政策の継続に繋がる」との見方を示すと

ともに、「保護主義的な動きの広がりや世界的な経済政策の不確実性は資金フローや世界貿易に影響を及ぼす懸念はあるが、足下の金融市場環境はリスク選好を通じて新興国資産に対する需要に追い風になる」との見通しを示した。また、物価については

「リラ相場安定や内需の動向を反映してインフレ期待の幅広い低下とともに改善が続く」とし、先行きも「マクロ経済状況の改善やリスクプレミアム低下がコスト低下に繋がり、供給要因や輸入物価の鈍化を勘案すれば、年末時点のインフレ率は10月の「インフレ報告」時点の見通し（11.2~12.8%）の下限付近になる」との見方を示した上で、「来年のデysinフレリスクは均衡している」との見通しを示した。そして、先行

図2 金融政策の推移



(出所)トルコ中央銀行, CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 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

きの政策運営については「ディスインフレの持続がソブリンリスクや長期金利の低下、力強い景気回復に不可欠」との認識を示すとともに、「ディスインフレが見通しに沿う形で維持されることが慎重な金融政策の継続に必要であり、その動向が金融政策の緊縮度合いの決定要因になる」との考えを維持した。今回の利下げ決定を受けて実質金利は他の新興国に比べて低水準になることを勘案すれば、追加的な利下げ余地は急速に縮小していると判断出来る。さらに、10月の「インフレ報告」では来年末時点のインフレ見通しを5.3～11.1%（中央値は8.2%）としているものの、その前提として足下のディスインフレ過程が一段と進むことが必要になるものの、対米関係など政治を巡る状況の不透明感などを勘案すればリラ相場の動揺に繋がる材料は山積している。こうしたなかで、中銀にとってはエルドアン大統領にとって悲願である政策金利の一桁台突入を前に難しい政策対応を迫られることは避けられず、仮に対立が表面化する事態となれば、前任者同様にウイサル総裁が更迭されるリスクも懸念されよう。

以 上

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。

