

## トルコ中銀は「追い」忬度を止められない事態に

～利下げ幅は縮小も実質金利はマイナス入り、リラ相場の下押し材料山積のなかで難しい展開に～

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)

- 足下の世界経済は米中合意への期待の一方、新型コロナウイルス流行による中国景気の減速懸念が下振れ要因となる懸念が高まりつつある。トルコの通貨リラは一昨年の暴落の後、国際金融市場の活況も追い風に落ち着きを取り戻して中銀は大幅利下げに動くことが出来た。しかし、足下ではリラ安圧力が強まり、インフレ率の上振れにも拘らず中銀は追加利下げに動くなど、利下げを求める大統領を「忬度」する状況が続く。
- 中銀は19日の定例会合でも5回連続の利下げを決定した。利下げ幅は50bpに縮小させて緩和度合いを抑えている。他方、足下では金融緩和により経常赤字が拡大する動きもみられるなか、今回の利下げで実質金利はマイナス入りしており、一段の赤字拡大に繋がる可能性がある。リラ安に繋がる材料も山積するなか、中銀は大統領周辺の圧力に抗えない状況が続くとみられ、リラ相場には下押し圧力が掛かる展開が続こう。

このところの世界経済を巡っては、先月の米中による「第一段階の合意」の文書署名を経て、最大の不透明要因となってきた米中摩擦が幾分緩和するとの期待が出ていたものの、足下では中国での新型コロナウイルス (COVID-19) の流行に伴う中国経済の減速懸念が新たな重石となることが警戒されている。他方、国際金融市場は昨年の米F R B (連邦準備制度理事会) の「予防的利下げ」実施などを背景に世界的な『カネ余り』が長期化するとの見方を追い風に、短期的な中国経済の減速懸念を警戒しつつ、比較的活況を呈する展開が続いている。なお、トルコでは一昨年の通貨リラの暴落をきっかけにした国際金融市場の動揺 (いわゆる『トルコ・ショック』) を機にリラ相場は一時最安値を更新する事態に見舞われたものの、その後は国際金融市場が落ち着きを取り戻したことでリラ相場も比較的安定する動きをみせた。一方、昨年7月に中銀のチェティンカヤ (Çetinkaya) 前総裁が金融政策の方向性を巡ってエルドアン (Erdoğan) 大統領及びその周辺との対立を理由に更迭され、後任総裁にウイサル (Uysal) 氏が昇任する人事が発表されたことで中銀の独立性が危ぶまれる動きもみられた (詳細は昨年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)。しかし、現実には上述の米F R Bの「予防的利下げ」実施などを背景に国際金融市場が活況を呈し、結果的にリラ相場が下支えされる展開が続いたことに加え、リラ安を受けて暴騰したインフレ率が一転落ち着きを取り戻したことでウイサル総裁の下で中銀は大幅利下げに動くことが可能となった。

図1 リラ相場(対ドル)の推移

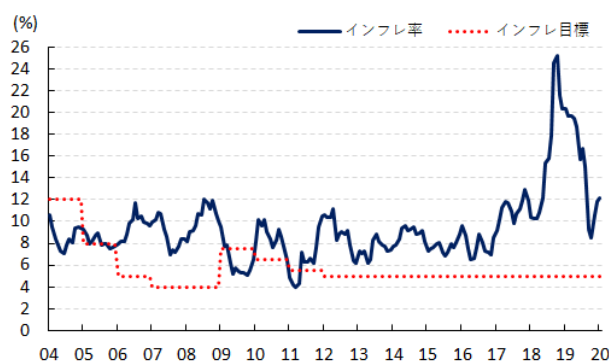


(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

中銀は昨年だけで計4回（累計1200bp）もの利下げを実施したほか、先月も追加利下げ（75bp）を実施するなど性急な金融緩和に動いており、この背景にはエルドアン大統領が政策金利の『一桁化』を悲願とする姿勢を隠さないなかでそうした思惑を『付度』している可能性が高いとみられる（詳細は1月17日付レポート「[トルコ中銀、エルドアン大統領の悲願を「付度」したか](#)」をご参照下さい）。上述の『トルコ・ショック』を機に大きく下押しされた同国経済は緩やかに底入れしつつあるものの、足下では新型コロナウイルスの流行による中国経済の減速懸念が高まるなか、トルコの最大の輸出相手であるEU

（欧州連合）経済への下押しのほか、国際原油市況の低迷は中東経済の重石となるなど再び下押し圧力が強まることが懸念される。さらに、隣国シリア情勢を巡ってもトルコが支援する反体制派とアサド政権軍による戦闘状態が続くなど緊迫化が懸念されるなか、足下ではエルドアン大統領がシリアへの軍事作戦を示唆する考えをみせており、こうしたことも理由にリラ相場は再び下落圧力を強めている。さらに、昨秋にかけて鈍化傾向を強めてきたインフレ率もその後は再び加速に転じており、直近1月のインフレ率は前年比+12.15%と二桁での推移が続いている上、昨年末にかけての国際原

図2 インフレ率の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

油市況の底入れの動きも追い風に押し上げ圧力が強まっている。なお、足下の国際原油市況は一転頭打ちの様相をみせるなどインフレ圧力の緩和に繋がると期待される一方、リラ安の進展に伴う輸入インフレ圧力は多くの消費財を輸入に依存する同国経済にとり新たなインフレ圧力を誘発することが懸念される。

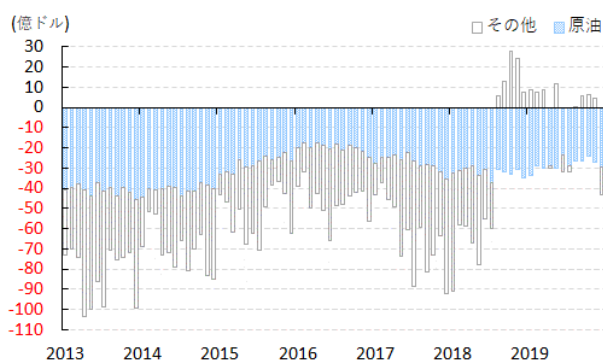
こうしたことから、中銀がエルドアン大統領の意向を付度し続けるか否かに注目が集まるなか、同行は19日に開催した定例会合において政策金利である1週間物レポ金利を6会合連続で引き下げて10.75%とする決定を行った。利下げ幅は50bpと先月の前回会合（75bp）から縮小するなど緩和ペースは鈍化させたものの、これに伴い短期金利の上下限もそれぞれ50bp引き下げられており、下限に当たる翌日物借入金利は9.25%と一桁台で一段と深掘りされている。なお、会合後に公表された声明文では、国内外の経済に対する見方は前回会合からほぼ変わっていない上、先行きの物価についても引き続き「昨年末の『景気見通し』に沿った動きになる」との見方を維持した上で「内需を取り巻く状況や生産者物価の動向はコアインフレ率の安定に寄与している」との見方を示しつつ、「物価見通しに影響を与えるすべての要因を踏まえて、政策金利をより抑制された幅で引き下げることを決定した」と今回の利下げ決定の理由を説明している。ただし、上述のように足下のインフレ率は昨年末時点の想定から上振れする動きをみせており、国際原油市況の調整はインフレ圧力の後退に繋がる一方、リラ安の進展に伴う輸入物価の上振れリスクが高まる新たな懸念も顕在化しつつある。さらに、一昨年後半以降は経常収支が黒字に転じるなど対外収支構造が改善する動きがみられたものの、足下では低金利を背景にした内需押し上げによる輸入拡大の動きも影響して再び赤字に転じている上、赤字が拡大するなど対外収支の脆弱性が再び高まる兆候もみられる。こうした状況を勘案すれば、金融政策の決定にはこれまで以上に

慎重さが求められるものの、今回の利下げ決定に伴い実質金利はマイナスとなるなど緩和度合いが強まり経常赤字のさらなる拡大を招くリスクも高まる。ただし、中銀としては利下げ幅を縮小させるも利下げそのものを止めることが出来ないのは、エルドアン大統領の悲願である政策金利の『一桁化』を前に足踏みが難しい事情もうかがえる。上述のように隣国シリア情勢が緊迫の度合いを増している上、足下の世界経済は新型コロナウイルスの影響による下振れが意識されやすくなるなか、い

わゆる『トルコ・ショック』のきっかけとなった対米関係も微妙な状況が続いており、リラ相場にとっては下押しに繋がる材料は山積している。こうしたなかでも、現状において中銀は『通貨の番人』である以上にエルドアン大統領を付度して利下げを実施する機関に成り下がっており、先行きも金融市場にとっては失望が生まれやすい展開が続くことは避けられそうにない。

以 上

図3 貿易収支の推移



(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。