

トルコ中銀、緊急利下げでエルドアン大統領の「悲願」実現へ

～政策金利は9.75%と一桁台に、一方でリラ安圧力に繋がるリスクは増幅している～

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)

- 昨年末に中国で発生した新型コロナウイルスは、中国以外での感染者数の爆発的増加により世界的に移動制限の動きが広がるなど世界経済のリスク要因となっている。また、米中合意への期待などで活況を呈した国際金融市場も世界経済の減速懸念を受けて一転混乱し、OPEC プラス瓦解による原油市況の暴落が混乱に拍車を掛ける。結果、新興国では株式、為替、債券が下落する「トリプル安」に直面する事態となっている。
- 新型肺炎の震源地が欧州に移るなか、欧州経済への依存度が高いトルコはその影響が避けられなくなっている。トルコ景気は政府の下支え策やインフレ鈍化などを追い風に堅調に推移したが、雲行きが急速に怪しくなっている。こうしたなか、中銀は17日に緊急会合を開催して政策金利を9.75%とエルドアン大統領の悲願である一桁台に引き下げる決定を行った。世界的な協調緩和の波に乗る形で利下げに動く格好となった。
- 一昨年のリラ暴落を受けて加速したインフレ率は昨秋にかけて一転鈍化するも、足下では底入れしており、今回の利下げで実質金利のマイナス幅は拡大する。足下では金融市場の動揺以外にもリラ安に繋がる材料は山積するなか、過度な緩和がリラ安圧力を強めるリスクも懸念される。中銀及び大統領にとっては胸を撫で下ろす状況の一方、その背後ではマグマのようにリスクが膨張していることに注意する必要がある。

昨年末に中国で発生した新型コロナウイルス (COVID-19) は、その『震源地』となった中国では新規の感染者数の拡大ペースが大きく鈍化するなど事態収束の兆候がみえつつある一方、足下では中国以外で感染者数が爆発的に拡大しているほか、世界的にヒトの移動が制限される動きが広がりを見せるなど世界経済のリスク要因となっている。年明け直後にかけては、米中合意を受けて一昨年以降の世界経済のリスク要因となってきた米中摩擦が緩和するとの期待に加え、世界的な『カネ余り』も追い風に国際金融市場は活況を呈する動きをみせてきたものの、新型肺炎の影響が広がりを見せるなど世界経済の減速が意識されるなかで一転して混乱している。こうした状況は、国際金融市場の活況に加え、米FRB (連邦準備制度理事会) の「予防的利下げ」など先進国での長期金利の低下を受けてより高い収益を求めて新興国に流入してきたマネーの流れを一変させ、多くの新興国は株式、為替、債券のすべてが下落する「トリプル安」に直面している。他方、今月初めの閣僚会合を経てOPEC (石油輸出国機構) 及び一部の非OPEC加盟国 (いわゆる「OPECプラス」) による協調減産が今月末で終了することが決定し (詳細は9日付レポート「[ロシアの「強情」とサウジの「逆切れ」でOPECプラスが瓦解](#)」をご参照下さい)、国際金融市場の混乱増幅に繋がる一方、国際原油市況の低下が世界的なインフレ圧力を後退させるとの期待もみられる。こうした事態を受けて、米FRBや日銀など先進国の中銀のみならず、新興国の中銀のなかにも緊急的な金融緩和を通じて景気下支えを図る動きがみられるものの、足下の混乱の『元凶』である新型肺炎の行方が見通せないなか、国際金融市場はさらなる『カネ余り』を背景に

乱高下が続く厳しい状況に見舞われている。

なお、足下では新型コロナウイルスの『震源地』がEU（欧州連合）をはじめとするヨーロッパ全体に広がりを見せるなか、輸出の半分以上をEU向けが占めるなどEU経済との連動性が高いトルコでは、EU景気の低迷による余波が懸念されている。さらに、トルコでは一昨年以降の通貨リラ安も追い風にEUなどからの観光客の拡大が景気を下支えする展開が続いてきたものの、新型コロナウイルスの流行に伴うヒトの移動制限措置が強化されたことを受けて観光関連産業への悪影響も避けられなくなっている。こうしたなか、足下ではトルコ国内でも新型コロナウイルスの感染者が確認されたことを受けて、政府は来月末まで国内で開かれる展示会などの大規模イベントの開催をすべて延期する方針を決定したほか、観光客の激減を受けて娯楽施設や一部の飲食店などが営業停止状態に追い込まれるなどの悪影響も顕在化している。トルコ景気を巡っては、一昨年は通貨リラの暴落をきっかけにした国際金融市場の動揺の余波

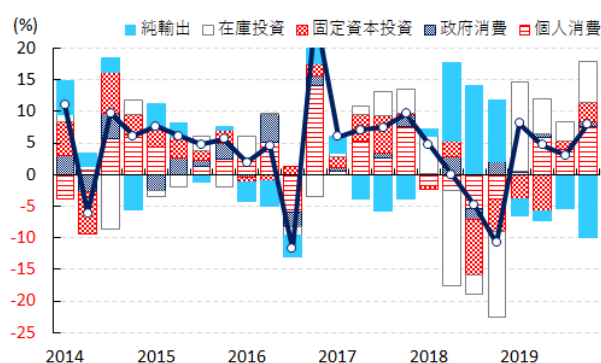
を受けの形で大きく減速したものの、昨年は政府によるなりふり構わぬ景気刺激策の効果に加え、一昨年末にかけて加速感を強めたインフレ率が一転鈍化したほか、それを受けた中銀による度重なる利下げ実施も追い風に景気が押し上げられる展開が続いてきた。しかし、上述のように新型コロナウイルスの流行を受けたEUの景気減速の余波が避けられなくなっている上、足下では同国内でも経済活動に様々な制限が課される事態となったことを受けて、政府及び中銀としては何らかの対応を迫られる事態に直面している。こうしたなか、中銀は17日、19日に開催が予定されていた定例の金融政策委員会を緊急で前倒し実施した上で、政策金利である1週間物レポ金利を100bp引き下げて9.75%とする決定を行った。同行による利下げ実施は昨年以降7会合連続となる一方、過去数回については利下げ幅が徐々に縮小されるなど緩和ペースを抑える展開が続いてきたものの、今回は利下げ幅を前回（50bp）から拡大させて緩和ペースを加速させるとともにエルドアン

（Erdoğan）大統領の『悲願』である政策金利の『一元化』がいよいよ実現した。会合後に公表された声明文では、「新型コロナウイルスの流行に伴い世界経済の見通しが弱含むなか、先進国、新興国問わず中銀が協調して緩和策を採っている」とするなど、世界的な協調の枠組のなかで大幅緩和に踏み切ったとの考えを示した。その上で、同国経済については「新型コロナウイルスの流行以前は著しく回復し、インフレ及び対外収支も改善が進んだ」とし、「トルコ経済の堅牢さは工場した」との認識を示す一方、「新型コロナウイルスによる悪影響の克服には金融市場の機能維持が不可欠」との考えを示した。また、物価動向についても「インフレ期待や内需の動向を勘案すれば、足下の

乱高下が続く厳しい状況に見舞われている。

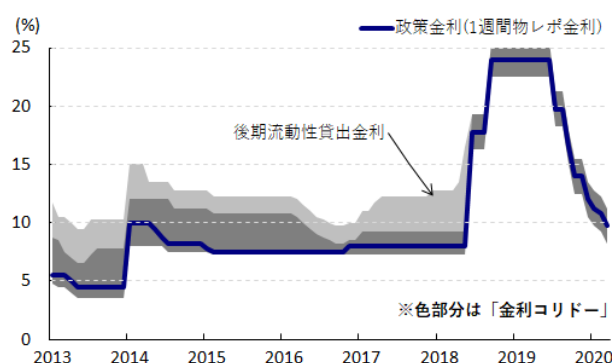
「新型コロナウイルスの流行以前は著しく回復し、インフレ及び対外収支も改善が進んだ」とし、「トルコ経済の堅牢さは工場した」との認識を示す一方、「新型コロナウイルスによる悪影響の克服には金融市場の機能維持が不可欠」との考えを示した。また、物価動向についても「インフレ期待や内需の動向を勘案すれば、足下の

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

図2 金融政策の推移



(出所)CEIC, トルコ中銀より第一生命経済研究所作成

リラ安の進展による悪影響の懸念はあるが、原油をはじめとする国際商品市況の低迷はインフレ見通しの下振れに繋がる」との見方を示し、大幅利下げに踏み切ったと考えられる。そして、金融市場の機能維持に向けて、**①銀行部門の流動性需要に可能な限り対応、②91日物レポを通じた流動性供給、③米ドルに加え、金及びユーロに対する新たなスワップの提供、④外貨建債務に対する準備率の500bp引き下げ**、を通じて市場の流動性確保に努める姿勢を示した。

一昨年のリラ相場暴落を受けて年末にかけて一時25%超の水準に達したインフレ率は、その後にリラ相場が落ち着きを取り戻したことも追い風に昨年秋にかけては鈍化傾向を強めてきたものの、昨年末以降は底入れして直近2月は前年比+12.37%と再び二桁の水準で推移する展開が続いている。結果、今回の大幅利下げ実施により実質金利はマイナス幅を拡大させるなど景気下支えに向けて大きく舵を切ったと捉えることが出来る一方、一昨年の国際金融市場の動揺への対応ではほぼすべての政策手段を行使していることを勘案すれば今回の危機対応は厳しい状況となることは避けられない。足下の国際原油市況の暴落は国内の原油消費量の大半を中東からの輸入に依存している上、貿易赤字の半分近くが原油関連で説明可能な同国にとっては物価及び対外収支の改善に資すると期待される一方、景気下支えのみを重視した過度な金融緩和はリラ相場を取り巻く環境悪化に繋がりがかねない。トルコリラを巡っては、足下の国際金融市場の混乱に加え、隣国シリアでの停戦合意の不透明感、エルドアン政権による安全保障をタネに米国とロシアを天秤に測る外交政策といった不透明要因を材料に下落圧力が強まる展開が続いてきたが、リラ安圧力が再燃すれば家計や企業部門を中心に外貨需要が高まり、

そのことがリラ安圧力を増幅させる新たなリスク要因となり得る。中銀としては、昨年夏にエルドアン大統領及びその周辺との対立を理由にチェティンカヤ(Çetinkaya)前総裁が更迭され、ウイサル(Uysal)現総裁に交代するなど独立性が脅かされる事態に直面したが(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)、その後は大統領及び周辺の圧力を付度しつつも金融市場環境の好転を追い風に利下げを実施してきた経緯がある。今回の利下げによりエルドアン大統領の『悲願』が実現したことで中銀にとっては肩の荷が下りるとともに、エルドアン大統領にとってもご機嫌と思われるものの、その背後で様々なリスクがマグマのように膨れ上がっていることにはこれまで以上に注意する必要がある。

以上

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

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。