

トルコ中銀は「2年前の悪夢」を忘れてしまったのか...

～中銀は政策金利を調整せず「裏口」からの引き締めを模索、金融市場とのチキンレースの様相も～

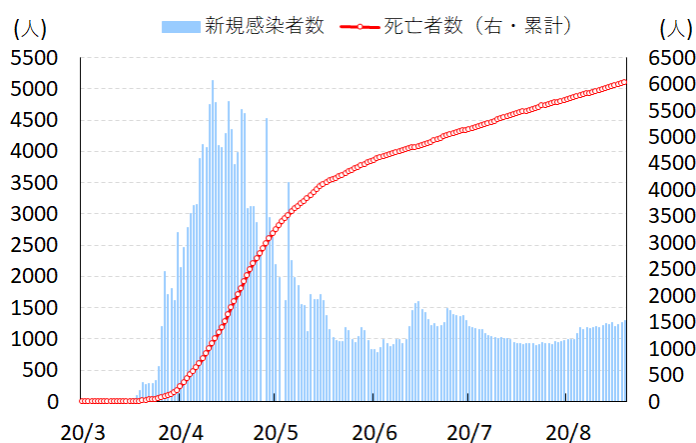
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 新型コロナウイルスは感染拡大の中心地が新興国にシフトし、事態収束の見通しが立たない状況が続く。他方、トルコでは週末の外出禁止措置といった防疫政策が一定の効果を挙げても感染拡大「第2波」の懸念はくすぶる。また、金融市場では先月以降リラ安圧力が強まっており、外貨準備の懸念や経済のファンダメンタルズの脆弱さなどを理由に資金流出圧力がくすぶるなど、政策当局は難しい対応が迫られる状況が続く。
- 金融市場では中銀が利上げに動けるか否かに注目が集まるが、「裏口」からの引き締めに動く一方で20日の定例会合では政策金利を据え置いた。こうした「裏口」からの引き締めは2018年のトルコ・ショックの前後にもみられたが、最終的に大幅利上げに追い込まれた経緯がある。他方、「トンデモ理論」を弄するエルドアン大統領の圧力を受けて政策金利の引き上げなど「正攻法」に動けない事情もうかがえる。先行きについては金融市場を取り巻く環境との間で「チキンレース」の様相を強めていく可能性も高まると予想される。

新型コロナウイルス (SARS-CoV-2) を巡っては、足下で感染拡大の中心地が新興国にシフトしており、事態収束の見通しが立たない状況にある。トルコでは3月末以降に感染者数が拡大したことを受けて、エルドアン (Erdoğan) 政権は経済活動への悪影響を最小化させつつ、感染封じ込めを目指す観点から週末を対象とする外出禁止措置の徹底を図る対応をみせた。当初はこうした限定的な対応については、国内外で (筆者を含め) 懐疑的な見方が少なくなかったものの、現実には新規感染者数は頭打ちするなど一定の効果を挙げている。なお、同国内における累計の感染者数は25万人を上回るも9割以上は回復している一方、今月に入って以降の新規感染者数は1000人を上回るペースで徐々に拡大傾向

図1 新型コロナの新型感染者数と死亡者数(累計)の推移

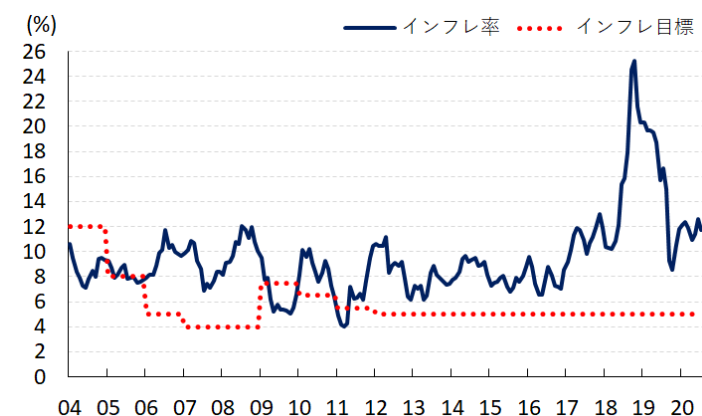


(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

を強めており、感染者数も緩やかに拡大するなど感染拡大の『第2波』に対する懸念はくすぶる。ただし、エルドアン政権は6月以降経済活動の正常化に向けた取り組みを進めているほか、輸出の半分以上を示すEU (欧州連合) でも経済活動が再開されるなど外需を取り巻く環境は改善しつつある。このように国内外の経済状況の改善に繋がるとの期待が高まっていることを受けて、製造業を中心に企業マインドは大きく改善して約9年半ぶりの高水準となっており、景気の底入れが促される兆候はうかがえる。

その一方、国際金融市場においては米FRB（連邦準備制度理事会）をはじめ全世界的な金融緩和を背景とする『カネ余り』を追い風に活況を呈する動きが続いているほか、米トランプ政権による景気対策への期待を受けて米ドル安基調が強まる展開となっているにも拘らず、トルコの通貨リラ相場は下落傾向を強めて一時最安値を更新するなど軟調な地合いが続いている。トルコでは、2018年のリラ相場の急落をきっかけとするいわゆる『トルコ・ショック』をき

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

っかけにリラ安圧力が強まり、インフレ率が昂進する事態に直面したものの、その後は国際金融市場の動揺一服を受けてリラ相場が落ち着きを取り戻したことで昨年後半にかけてインフレ率は一転鈍化傾向を強めてきた。しかし、昨年末以降のインフレ率は高止まりしており、中銀が定めるインフレ目標（5%）を大きく上回る推移が続いている上、新型コロナウイルスの感染拡大と外出禁止措置による景気減速懸念にも拘らず、リラ安の進展に伴う輸入物価の押し上げ圧力がくすぶる展開が続いている。さらに、当研究所も春先から指摘したように外貨準備を巡る懸念がくすぶっている上（詳細は4月28日付レポート「[トルコに忍びつつある外貨準備の「枯渇」懸念](#)」をご参照下さい）、インフレ懸念がくすぶるにも拘らず中銀は昨年以降断続的に利下げを実施したことで、足下の実質金利は大幅マイナスとなるなど政策運営の不透明感が高まっており、資金流出懸念や当局による為替介入の影響も重なり外貨準備は減少傾向を強めている。このようにリラ相場を巡っては、政策運営を巡る不透明感や外貨準備高をはじめとする経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱さなど難題が山積している状況にある（詳細は7日付レポート「[トルコリラが最安値更新、政策運営もファンダメンタルズも問題山積](#)」をご参照下さい）。

こうした状況を受けて、国際金融市場では中銀がリラ安圧力の阻止に向けて利上げをはじめとする金融引き締めへ転じる動きを求める向きが強まる一方、昨年以降における利下げ局面では「高金利が高インフレを招く」という独自の『トンデモ理論』を弄するエルドアン大統領及びその周辺による『圧力』が影響した面がある。事実、昨年には金融政策を巡る方向性の違いを理由に中銀のチェティンカヤ（Çetinkaya）前総裁が更迭され、後任総裁となったウイサル（Uysal）現総裁の下で中銀は立て続けの利下げ実施に踏み切るなど政策転換が図られてきた。しかし、春先以降の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）をきっかけとする国際金融市場の動揺を受けて調整したリラ相場は、その後の国際金融市場の落ち着きを受けて下落の動きに一服感が出たものの、先月末以降は再び調整圧力を強めてきた。こうした事態を受けて、中銀は今月に入って以降公開市場操作を通じたプライマリーディーラーに対する資金供給量の上限を半減させる方針を示したほか、その後も銀行に対して貸付金利の引き上げを指示するなど『裏口』からの金融引き締めを模索する動きをみせた。さらに、今月18日には政策金利である翌日物貸出金利を通じた資金供給量の上限を半減する方針を明らかにしており、後期流動性フ

アシリティー（各営業日の午後4時から5時までの1時間に適用される）による資金供給拡大を通じて事実上の調達金利の上昇を図る動きを強めてきた。なお、こうした中銀による『裏口』からの金融引き締めは2018年の『トルコ・ショック』の前後にもみられたものの、最終的にはリラ安の進展を受けて政策金利の引き上げという『正攻法』に追い込まれたことは記憶に新しい。こうしたなか、中銀は20日に開催した定例の金融政策委員会において政策金利である1週間物

レポ金利を3会合連続で8.25%に据え置いており、エルドアン大統領及びその周辺が利上げ実施をけん制する姿勢を強めていることを受けて『正攻法』による対応は封じられた格好である。なお、中銀は先月18日付で外貨預金に対する準備率を300bp引き上げており、3月の国際金融市場の動揺を受けた外貨流動性への懸念に対応した準備率引き下げからの正常化に動いているが、政策決定会合に併せて流動性管理の強化に向けて一部のリラ建預金に対する準備率も引き上げられるなど、側面的な金融引き締めに動く方針が示された。会合後に公表された声明文では、世界経済について「部分的に回復の兆候はみられるが、依然として不確実性が高い状況が続いている」との認識を示す一方、同国経済については「経済活動の正常化を受けた5月以降の景気回復はペースを上げつつある」など比較的楽観的な見方を示した。上述したように、足下の企業マインド

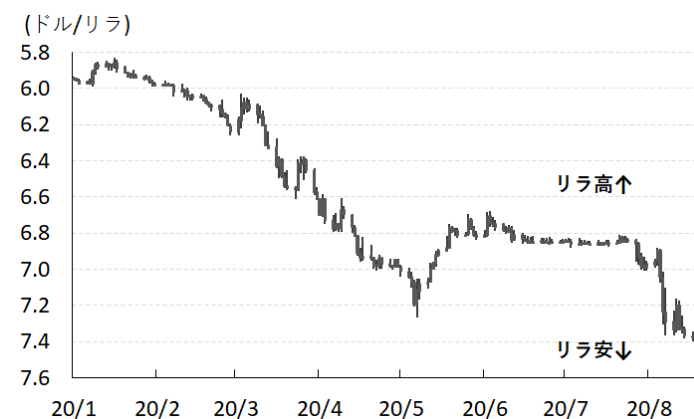
は急速に改善していることを勘案すれば、トルコ経済を取り巻く状況は最悪期を過ぎていることは間違いないと判断出来る。一方、先行きの物価動向については「為替相場の行方や信用動向によりディマンドインフレ圧力は抑制される」との見方を示した上で、「内・外需を巡る不透明感が依然大きいため、流動性対策の継続により調整を図る」との考えを示しており、当面は政策金利の変更以外の『裏口』による対応が続く

可能性を示唆している。ここ数日のリラ相場は国会及び地中海東部で実施されているエネルギー資源の探索及び掘削を巡る思惑が動意を与える動きがみられるものの、仮に原油が採掘された場合でも精製施設の有無などに伴い対外収支の劇的改善に繋がるかは不透明であることを勘案すれば『糠喜び』に終わる可能性はある。その意味では、中銀には早晩『正攻法』が迫られる局面が予想される一方、金融市場を巡る状況との間で『チキンゲーム』の様相を呈することも懸念される。

以上

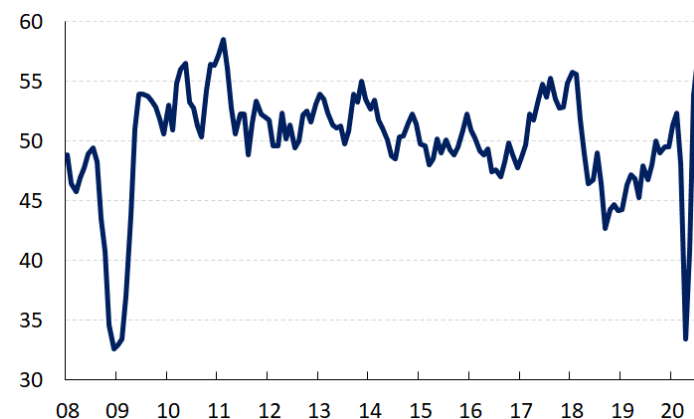
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

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

図4 製造業PMIの推移



(出所)IHS Markitより第一生命経済研究所作成