

トルコ中銀、リラ相場の最安値更新で堪らず2年ぶりの利上げ実施

～「正攻法」による対応は重要な一歩だが、大統領との軋轢により独立性に疑念が生じるリスクに懸念～

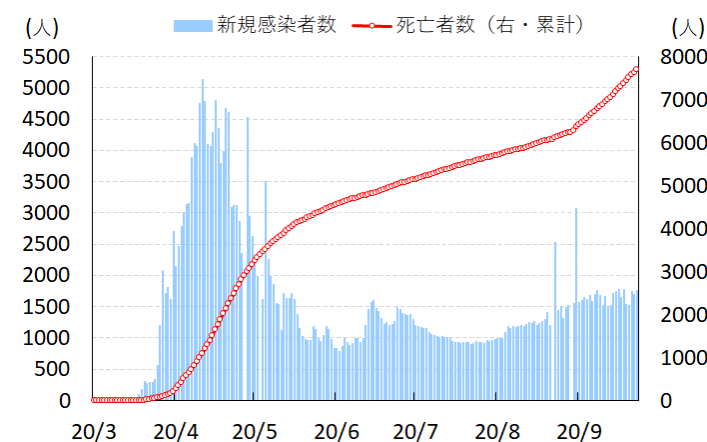
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 新型コロナウイルスは依然事態收拾の見通しが立たない状況にある。トルコでは週末外出禁止令により新規感染者数が鈍化し、政府は経済活動の正常化を進めるなど事態打開が期待された。しかし、足下では感染が再拡大するなど不透明な状況が続く。経済活動の正常化で企業マインドは急改善したが、雇用不安は家計マインドの重石となるなど対照的な動きもみられる。さらに、地中海でのガス田開発を巡り EU との関係悪化も懸念されるなど、トルコは新型コロナを巡る最悪期は過ぎたが、依然厳しい状況は変わっていない。
- 足下のインフレ率は目標を上振れする展開が続くが、中銀はここ数ヶ月大統領周辺からの圧力が影響して「裏口」からの引き締めによる対応を続けてきた。しかし、こうした動きを受けてリラ相場は一時最安値を更新する事態となり、中銀は24日の定例会合で2年ぶりの利上げに踏み切った。今回の正攻法による対応は重要な一歩である一方、低金利を強硬に求める大統領との軋轢が生じる可能性も高まる。外貨準備の枯渇懸念もあるなか、当面は政府と中銀の関係性を巡る動きを注視する必要性は高まっていると言えよう。

新型コロナウイルス (SARS-CoV-2) を巡っては、感染拡大の震源地が南アジアを中心とする新興国にシフトしている上、足下では欧州で感染拡大の第2波が懸念される動きがみられるなど、依然として事態收拾の見通しが立たない展開が続いている。なお、トルコでは3月末の新規感染者の急拡大を受けて、政府は感染抑制を図る一方で経済活動に対する悪影響を最小化させるべく、週末を対象に外出禁止措置の徹底を図る動きをみせた。その後は4月中旬をピークに新規感染者数は頭打ちするなど感染抑制の効果がみられ、政府は6月以降一転して経済活動の正常化に向けた取り組みを前進させたほか、輸出の半分近くを占めるEUをはじめとする欧州で経済活動再開の動きが活発化するなど、外出禁止により下振れした景気の底打ちが期待された。他方、経済活動の再開を受けて7月以降の新規感染者数は緩やかに拡大傾向を強めており、8月以降は回復者数に比べて新規感染者数が上回っており、足下では感染者数が再び拡大しているほか、こうした動きに呼応するように死亡者数も再び拡大傾向を強めるなど事態収束は遠のいている。こうした新型コロナウイルスを巡る不透明感は、経済活動の正常化に向けた取

図1 新型コロナの新規感染者数と死亡者数(累計)の推移



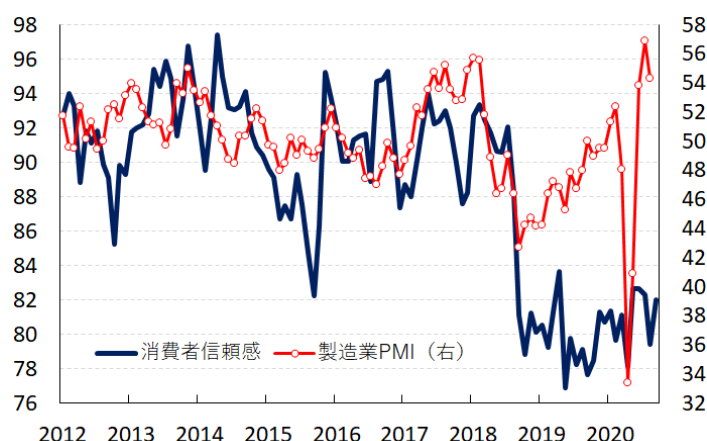
(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

り組みを反映して製造業を中心とする企業マインドが大きく改善している状況とは対照的に、消費者信頼感は底打ちするなど最悪期を過ぎているとみられるにも拘らず力強さを欠く動きをみせていることに現れている。新型コロナウイルスの感染拡大の影響が直撃した4-6月の実質GDP成長率は前期比年率▲37.3%と過去最大のマイナス成長となったことに加え、前期(同▲0.5%)から2四半期連続のマイナス成長となるリセッション(景気後退局面)入りとなるなど、足下の同国経済には

急ブレーキが掛かっている(詳細は1日付レポート「[トルコ、新型コロナの行方に加え対EU関係も景気の重石](#)」をご参照下さい)。上述のように企業部門と家計部門の間でマインドの方向性に違いが出ていることは、その後の景気回復の行方を不透明にすることが懸念されるほか、エルドアン政権が活発化させている東地中海でのガス田開発を巡ってギリシャやキプロスなどEU諸国との対立が激化しており、この問題をきっかけにEU内ではフランスを筆頭にトルコに対する制裁発動も辞さない姿勢を示す動きがみられる。EUによる制裁については依然として不透明ではあるものの、財輸出及び外国人観光客の半分近くを占めるEUとの関係悪化は实体经济に直接的な悪影響に繋がりがやすい上、慢性的な経常赤字を抱えるなど海外からの資金流入に依存している上、その大宗を欧州圏からの流入に依存する同国経済に様々な悪影響を与え得る。その意味では、トルコ経済に対する新型コロナウイルスを巡る悪影響は『最悪期』を過ぎている一方、足下では依然として不透明感がくすぶるなど厳しい状況が続いていると捉えられる。

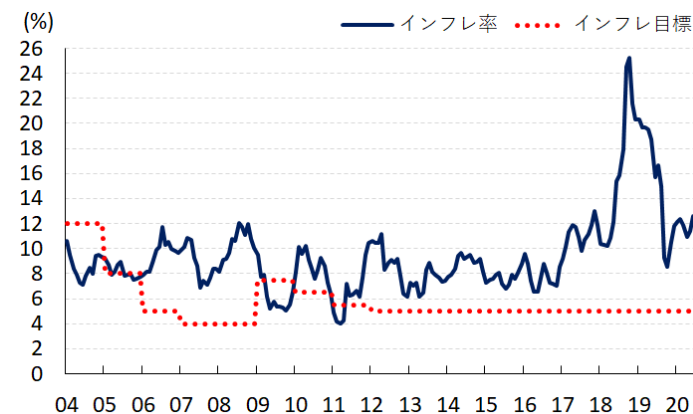
上述のように先行きの景気行方については不透明感がくすぶっているにも拘らず、直近8月のインフレ率は前年比+11.77%と中銀が定めるインフレ目標(5%)を大きく上回る水準で推移している上、エネルギーをはじめとする生活必需品を中心に物価上昇圧力が強まる展開が続いている。さらに、春先の国際金融市場の動揺に際しては、慢性的な経常赤字と財政赤字という『双子の赤字』を抱える上、外貨準備高も過小状態にあるなど経済のファンダメンタルズ(基礎的条件)の脆弱さを理由に資金流出圧力が強まり、通貨リラ相場が調整したことで輸入物価を通じてインフレ圧力が昂進する懸念も高まった。その後は全世界的な金融緩和により国際金融市場の

図2 消費者信頼感と製造業PMIの推移



(出所)CEIC, IHS Markit より第一生命経済研究所作成

図3 インフレ率の推移



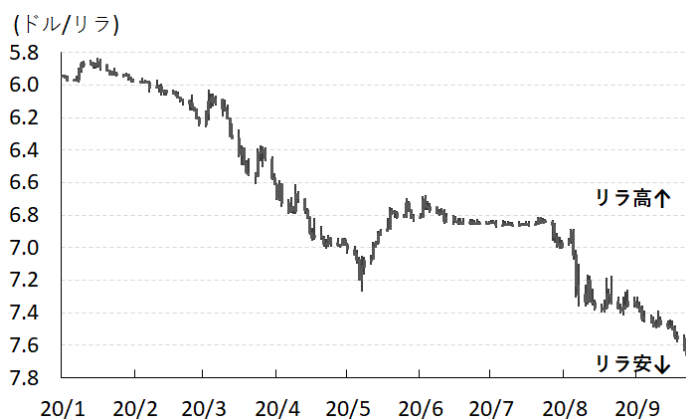
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

『カネ余り』が意識されやすい環境となったことに加え、主要国での経済活動再開などを背景に世界経済の回復期待が高まったことでリラ安の動きが一服する動きがみられた。他方、表面上リラ安圧力が落ち着いたようにみられた背後では外貨準備高が大きく減少するなど、当局がリラ相場の防衛に向けて積極的な為替介入を実施した様子うかがわれたため、先月以降はリラ安圧力が再燃する展開が続いた。こうした状況にも拘らず、中銀は先月の定例会合において政策金利を調整せず、政策金利の変更以外の『裏口』を通じた政策調整によりリラ安圧

力に対抗する姿勢が示されたことで、その後もリラ安圧力に拍車がかかる事態を招いた（詳細は8月21日付レポート「[トルコ中銀は「2年前の悪夢」を忘れてしまったのか...](#)」をご参照下さい）。中銀がこうした対応をみせた背景には、ここ数年の金融政策を巡って「高金利が高インフレを招く」という『トンデモ理論』を弄するエルドアン（Erdoğan）大統領及びその周辺との間で対立を繰り返す局面が続いており、昨

年に同行のチェティンカヤ（Çetinkaya）前総裁が政策の方向性の違いを理由に更迭されたことも影響したと考えられる（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）。結果、後任のウイサル（Uysal）現総裁の下で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た。ただし、国際金融市場では中銀が利上げに踏み切れないことの足許をみるように資金流出の動きが強まり、リラ相場は一時過去最安値を更新する事態となったことを受けて、中銀は24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200bp引き上げて10.25%とする決定を行った。同行が利上げに踏み切るのは2018年9月以来丸2年ぶりであるとともに、今回の利上げ実施によりエルドアン大統領が『悲願』とした「政策金利の一桁化」は半年で終わりを迎える（詳細は3月18日付レポート「[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](#)」をご参照下さい）。会合後に公表された声明文では、足下の世界経済について「幾つかの国で経済活動の正常化が進むなかで部分的に回復の兆候が出ているが、依然として不確実性の高い状況が続いている」との認識を示した。一方、同国経済については「漸進的な経済活動の正常化と信用拡大の動きを受けて著しく回復している」との見方を示した上で、物価動向について「供給要因によるインフレ圧力は経済活動の正常化に伴い解消が進んでいる」一方、「景気回復や金融市場の動向を受けて需要インフレ圧力は想定以上に高まっている」として今回の利上げ決定に繋がった模様である。なお、先行きの政策運営について「持続的なディスインフレがソブリンリスクの低下、長期金利の低下、景気回復に重要である」との認識を示した上で、「目標実現に向けて慎重な金融政策スタンスを継続する必要がある」とし、「物価安定と金融安定に向けて利用可能なすべての手段を活用する」との考えを示した。今回の利上げ実施については、2年前の通貨リラ相場の急落をきっかけとする国際金融市場の動揺（いわゆる「トルコ・ショック」）の際に同行が利上げに踏み切れず動揺を増幅させた経緯があり、その教訓が活かされたとみら

図4 リラ相場(対ドル)の推移



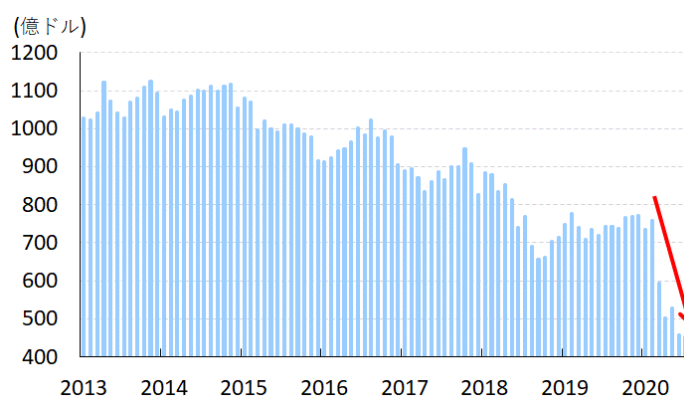
(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

れる一方、上述のように大統領やその周辺との意見の相違により前総裁が更迭されたことを勘案すれば、ウイサル総裁も同様の立場に置かれるリスクも高まったと捉えることも出来る。春先以降は中銀による積極的な為替介入実施を受けて外貨準備高が大きく減少してきたが、中銀が公表した統計に基づけば今年 18 日時点の外貨準備高（グロス値）は 432 億ドルと一段と減少しており、公的対外債務残高や為替先物予約などを控除した外貨準備高（ネット

値）はほぼゼロとなってもおかしくない状況にある（詳細は 4 月 28 日付レポート「[トルコに着実に忍びつつある外貨準備の「枯渇」懸念](#)」をご参照下さい）。よって、今回中銀が『正攻法』による対応に動いたことは重要な一歩である一方、これによって中銀の独立性が再び脅かされる動きがみられればリラ相場は再び混乱に直面する可能性もあるだけに、当面は政府（エルドアン大統領及びその周辺）の動きに注意する必要がある。

以 上

図 5 外貨準備高の推移



(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。