

## トルコ中銀、アーバル新体制の初会合で市場期待に「満額回答」

～金融引き締め重視で「裏口」も封じる一方、エルドアン大統領の動きや新型コロナウイルスに不透明感～

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)

- このところのトルコリラは、エルドアン政権の強硬外交や地政学リスク、自律性の乏しい金融政策などを理由に調整局面が続いた。今月初めには中銀総裁が突如更迭されて独立性への懸念が高まる一方、中銀に圧力を掛けてきた財務相も相次いで辞任した。後任の中銀総裁及び財務相はともに金融市場を重視する姿勢を表明したほか、地政学リスクの後退も相俟ってその後のリラ相場は底入れするなど状況は一変している。
- 19日に中銀はアーバル新体制下で初の金融政策決定会合を開催し、政策金利を450bp引き上げる決定を行った。信認向上に向けて金融引き締めを重視するとともに、裏口からの引き締めを封じるなど金融市場の期待に「満額回答」で応えた。他方、エルドアン大統領は引き続き高金利を嫌う発言を繰り返すなど予断を許さない。また、足下では新型コロナウイルスの感染再拡大によりロックダウンを再強化するなど景気の下振れが懸念されるほか、米国との関係の行方など、トルコにとっては一難去ってまた一難となる可能性は残る。

このところのトルコ通貨リラを巡っては、エルドアン政権による強硬外交をきっかけに『四面楚歌』の様相を呈する動きが強まったことに加え、なかでもトルコがアゼルバイジャンへの軍事支援を行いアルメニアとの間の軍事衝突が激化し、地政学リスクが意識されたことで下振れする展開が続いてきた（詳細は6日付レポート「[トルコは強硬外交で「四面楚歌」の懸念、経済を巡る状況は一層危うく](#)」をご参照下さい）。さらに、慢性的な経常赤字を抱える同国にとって通貨リラ安は輸入物価を通じたインフレ圧力に繋がることが懸念される上、足下のインフレ率は中銀が定める目標を大きく上回る展開が続いたにも拘らず、エルドアン大統領が繰り返し「高インフレは高金利が原因」という『トンデモ理論』に振り回される形で政策運営の手足が縛られる展開が続いてきた。なお、中銀は9月の定例会合においてリラ安阻止に向けて約2年ぶりの利上げ実施に踏み切ったものの（詳細は9月25日付レポート「[トルコ中銀、リラ相場の最安値更新で止まらず2年ぶりの利上げ実施](#)」をご参照下さい）、その後もリラ安圧力が強まるなど厳しい状況に直面するも、10月の定例会合では『裏口』からの金融引き締め動くなど『正攻法』による対応を回避した（詳細は10月23日付レポート「[トルコは「独り相撲」で一段と瀬戸際に近づいている模様](#)」をご参照下さい）。その後、今年7日にエルドアン大統領は中銀のウイサル前総裁を突如更迭し、後任にアーバル元財務相を任命するなど、2代連続で中銀総裁が更迭される事態となったことで中銀の独立性が懸念された（詳細は9日付レポート「[トルコ中銀、2代連続の更迭で独立性への疑念再燃、リラ相場に悪材料](#)」をご参照下さい）。ただし、ウイサル氏が中銀総裁を更迭された直後には、エルドアン大統領の娘婿であり、財務相としてエルドアン大統領による『トンデモ理論』を政策面で後押ししてきたアルバイラク氏が自身のSNSで健康問題を理由に辞任する考えを表明し、後任の財務相には元副首相で開発相や運輸インフラ相を歴任したエルバン氏が就任した。アーバル中銀総裁

は財務官僚出身で長年に亘って予算策定に携わった後、財務次官や財務相を歴任したほか、直前には大統領府の戦略予算局長を務めるなど能吏として知られる。就任早々の9日には、中銀のホームページに「中銀の第一の目的は物価安定を達成、維持することであり、その目的達成のためにあらゆる政策手段を断固活用し、透明性、説明責任、予見可能性の原則の下でコミュニケーションを強化する」とした上で、今月19日に開催されるアーバル体制下初の

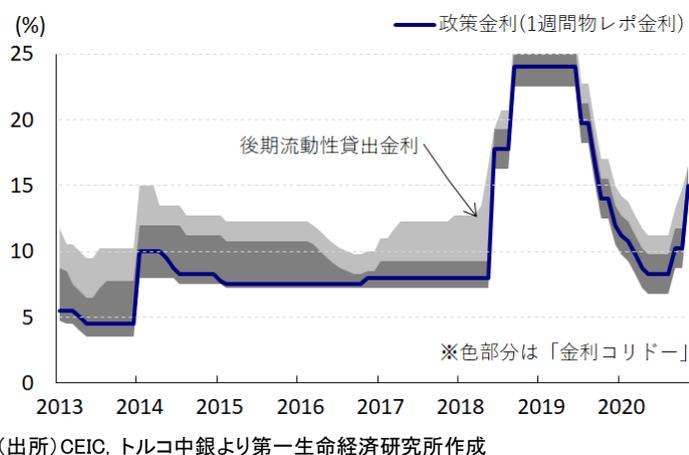
金融政策委員会に臨む考えを表明した。さらに、エルバン財務相も就任会見において「経済政策は成長実現と雇用拡大が目的である上、トルコは市場経済を重視しており、機構強化を通じて税及び規制の予見性を高めることで投資環境の改善の潜在成長率の向上を図るとともに、市場重視の変革を通じて財政健全化に取り組む」と述べるなど、新たな中銀総裁及び財務相はともに金融市場を重視する考えを示した。結果、金融市場においては政府及び中銀による政策運営が大きく転換されるとの期待が高まり、リラ相場は一転して上昇傾向を強めるなどそれまでとは対照的な動きをみせている。さらに、トルコを巡る地政学リスクとなってきたアゼルバイジャンとアルメニアの軍事衝突を巡っては、ロシアの仲介で停戦協定が締結され、アゼルバイジャンが奪還した領土は維持されるとともに、アルメニアは12月1日までに支配権を放棄するなど事実上の敗北を受け入れる形で終結が図られた。コーカサス地域における地政学リスクが後退したこともリラ相場の追い風となるなど、トルコリラを取り巻く環境は半月ほどの間に大きく転換した。

こうしたなか、19日にアーバル新体制後初の金融政策決定会合が開催され、政策金利である1週間物レポ金利を475bp引き上げて15.00%とする決定を行い、短期金利の上限に当たる翌日物貸出金利は16.50%、下限に当たる翌日物借入金利も13.50%となるなど、エルドアン大統領がここ数年強く要望してきた『金利の一桁化』は早くも終わりを迎えた。会合後に公表された声明文では、世界経済について「一部で回復しているが、足下では新型コロナウイルスの感染再拡大に伴い不透明感が高まっている」との見方を示す一方、トルコ経済について「経済活動は回復が続く一方、行動規制はサービス業を中心とする経済活動の不確実性に繋がるなか、内需喚起策による輸入拡大は経常収支を悪化させている」との認識を示した。また、物価動向について「リラ安や食料品価格

図1 リラ相場(対ドル)の推移



図2 金融政策の推移



の上昇、インフレ期待などがインフレ見通しを悪化させており、このところのリラ安に抛り一時的な上振れが懸念されるが、透明性の高い強力な金融引き締めを通じてインフレ見通しに対するリスクの排除に動いた」として、今回の大幅利上げ実施を肯定する姿勢をみせた。さらに、先行きについて「物価に影響を与えるすべての要因を考慮しつつ、インフレ率が恒常的に低下するまで金融引き締めを断固維持する」とし、「インフレ低下の恒常化はリスクプレミアムの低下や経済のドル化傾向からの脱却、外貨準備の蓄積、金融コストの低下を通じてマクロ経済や金融市場の安定に資する」とするなど、引き締め姿勢を重視する考えを示した。その上で、「インフレターゲットの透明性、予見可能性、説明責任の観点から金融政策手段は1週間物レポ金利を通じて調節する」とするなど、『裏口』からの金融引き締め実施を封じる姿勢をみせた。筆者自身についてはアーバル新体制下の政策運営について些か懐疑的な見方を示してきたものの、今回の決定は事前に金融市場が抱いた期待に対して『満額回答』を提示したと捉えられ、ここ数年失墜状態にあった通貨リラの信任回復に繋がることが期待される。エルドアン大統領を巡っては、今月11日に発表した経済成長戦略に関連して「金融、財政面の安定に基づくものであり、リラの信認向上は外貨準備の蓄積に繋がり、インフレと経常赤字の拡大を回避しつつ適正な雇用創出に向けて成長モデルを構築すべく、厳しくても正しい政策を実行する」と述べるなど、一見すればアーバル新総裁の方向性と合致しているように見える。一方、今月に入って以降も引き続き「トルコは『高金利、インフレ、為替の罨』と歴史的な闘争を行っており、政治的障壁を克服して経済成長と雇用、輸出の改善に向け働き続ける」ほか、「高金利は企業の足かせとなり、雇用や輸出、生産を上向させることは出来ず、投資家を高金利で潰してはならない」と述べるなど、このところのリラ安の原因を外国人投資家などに転嫁するとともに、中銀に利下げ実施を求めかねない動きもみせる。他方、足下では新型コロナウイルスの新規感染者数が急拡大しており、政府は20日から飲食店の営業時間短縮や週末を対象に部

図3 新型コロナの新規感染者数・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

分的な都市封鎖（ロックダウン）に動くなど景気回復に冷や水を浴びせる懸念がある。さらに、米大統領選ではトルコに厳しい姿勢を示す民主党のバイデン前大統領が優勢となるなど、両国関係の悪化が再燃するリスクもあり、トルコにとっては『一難去ってまた一難』となる可能性もくすぶる。

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。