

MURC Focus

正念場を迎えるトルコの財政・金融引き締め策

～エルドアン大統領は景気悪化を受け入れることができるか

調査部 副主任研究員 土田 陽介

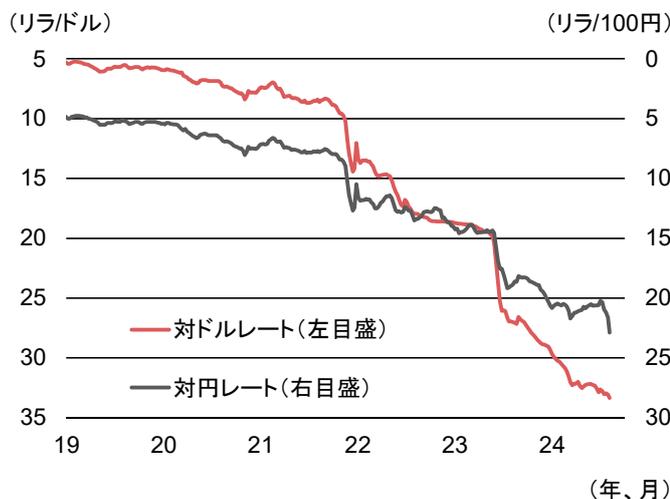
- 7月以降、トルコリラ相場に再び下落圧力がかかるようになっている。日銀の利上げや米景気不安などを受けて投資家のリスクセンチメントが悪化したことが、リラ相場最大の下落圧力になったと考えられる。
- 懸念されることは、景気悪化を憂慮したエルドアン大統領が、政府と中銀に対して引き締めから緩和へと、ハト派路線への転換を要請することである。
- 景気への配慮をし過ぎると、高度に「ドル化」した経済を「リラ化」した成果が失われ、ドル化が再び進んでしまう懸念もある。政府と中銀が引き締め策を維持できるかどうか、トルコ経済は正念場を迎えている。

1. 再び通貨安が進むトルコリラ

トルコの通貨リラは相場下落が続いてきたが、2024年4~6月期に一時下げ止まった(図表1)。この間、2023年6月に就任した健全財政派のメフメト・シムシェキ財務相とハフィゼ・ガーイエ・エルカン前中銀総裁、そして後任のファティ・カラハン現中銀総裁は、財政と金融の両面から引き締めるマクロ経済運営をしたが、それを投資家が好感し、リラ相場の下げ止まりにつながったと考えられる。

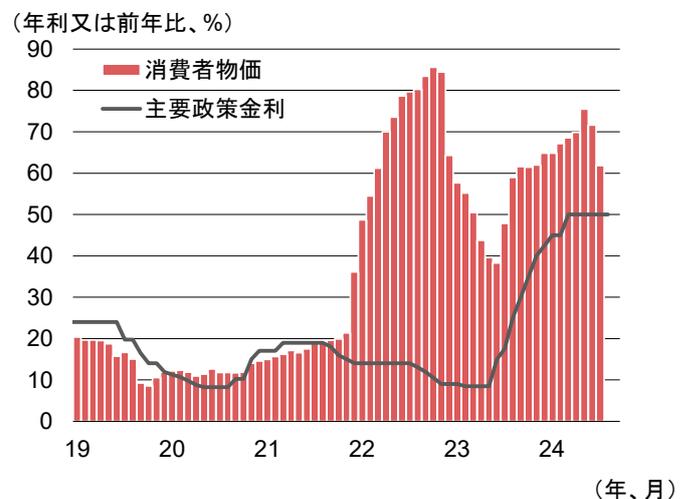
しかし7月以降、リラ相場に再び下落圧力がかかるようになっている。日銀の利上げや米景気不安などを受けて投資家のリスクセンチメントが悪化したことが、リラ相場最大の下落圧力になったと考えられる。加えて、中東情勢の悪化などの地政学リスクも意識されているとみられる。

図表1. トルコリラ相場



(注) 週次
(出所) トルコ中銀

図表2. トルコの金利と物価



(出所) トルコ中銀、トルコ統計局

こうした中でトルコ中銀は、8月20日に開催した定例の金融政策委員会(MPC)で、市場の予想通り政策金利を年50%で据え置いた(図表2)。据え置きは5会合連続となる。中銀は声明文の中で、消費者物価がモノの価格を中心に落ち着いたことを肯定的に評価しているが、利下げに着手するには時期尚早であるとして、引き続き政策金利を据え置く決定をしたと述べている。

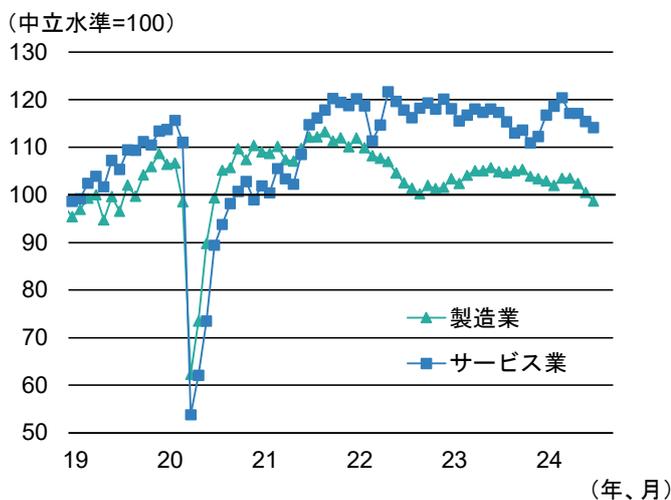
2. 引き締め策を受けて減速するトルコ景気

財政と金融の両面からの引き締め策(増税と利上げ)を受けて、トルコ景気は減速している。最新1~3月期の実質GDP(国内総生産)は前年比5.7%増と、23年10~12月期(同4.0%増)から反発したが、その後の企業の景況感は弱まっており、製造業は7月に98.7と中立水準(100)を下回った(図表3)。こうしたことから、9月2日に発表される4~6月期のGDPの内容は弱含む公算が大きい。

いわゆる「双子の赤字」(経常収支と財政収支)を見ても、1~3月期の経常収支の赤字幅は名目GDPの3%程度まで縮小しており、民間部門の需要が弱まっていることを物語っている(図表4)。一方で、財政収支の赤字幅は名目GDPの6%まで膨らんだが、4~6月期は金額ベースでは赤字が減少しているため、GDP比でも4%前後まで赤字幅が縮小すると見込まれる。

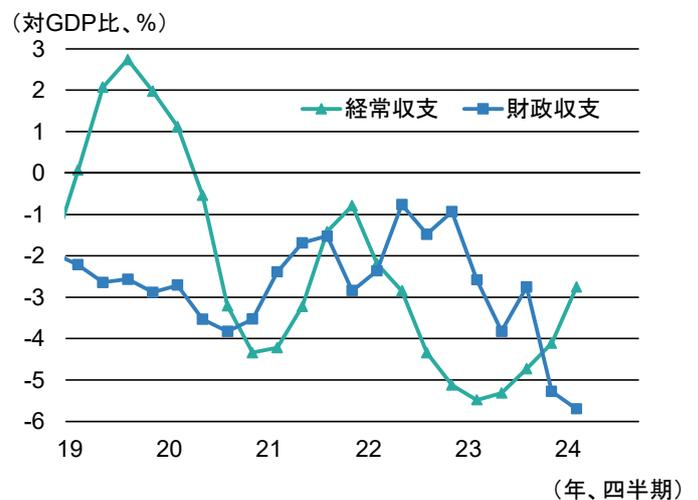
シムシェキ財務相は6月に、2024年の財政赤字を名目GDPの5%以内に抑え、さらに2025年には3%以内に抑えるという目標を打ち立てている。2024年の財政目標は実現可能な水準となりつつあるため、このまま政府が財政赤字の削減に努めることができれば、主要格付け機関による国債の格付け評価(Fitchが9月6日に、S&Pが11月1日に格付けの見直しを予定)が向上し、リラ相場に追い風が吹くことになると期待される。

図表3.トルコの景況感



(出所)トルコ中銀、トルコ統計局

図表4.トルコの「双子の赤字」



(注)4四半期後方移動累積ベース
(出所)トルコ統計局

3. 景気減速と物価安定のバランスをどう図るか

一方でトルコ中銀は、8月にリリースした最新の『インフレーションレポート』の中で、消費者物価の上昇が2024年末までに前年比38%に、また25年末までに同14%に鈍化するという見通しを示している。それでもトルコ中銀が本来掲げている物価目標の水準(5±2%)とは程遠いが、中銀の見通し通りに高インフレが沈静化すれば、通貨リラの信用力は回復し、長らく続いた相場下落に終止符が打たれるかもしれない。

一方で、高インフレを鎮静化させるためには、政府と中銀が一体となって引き締め策を継続させなければならない。仮に中銀が利下げに転じるとしても、実質金利(名目政策金利－消費者物価前年比)をプラスに保つなどしてタカ派の姿勢を維持しないと、投資家はリラに売りを浴びせるだろう。とはいえ、そうしたタカ派の姿勢を貫けば、トルコ景気のさらなる減速は免れない。

それに、リラ相場は外的要因にも大きく左右される。米景気の減速を受けて、米連銀(FRB)は9月の連邦公開市場委員会(FOMC)で利下げをする見通しとなっている。米国の利下げはリラ相場にとって上昇要因であるが、一方で米景気に対する悲観が高まれば投資家の心理は悪化し、トルコ政府と中銀が引き締め策を維持しても、リラ相場は下落することになる。当然、グローバルな景気不安の中でトルコ景気にもブレーキがかかる。

いずれのケースでも、懸念されることは、景気悪化を憂慮したレジェップ・タイイップ・エルドアン大統領が、政府と中銀に対して引き締めスタンスから緩和スタンスへと、タカ派路線からハト派路線への転換を要請することである。特にシムシェキ財務相は、過去に景気を優先するエルドアン大統領によって実質的に解任された経緯がある。そのため、同財務相が辞任するような事態となると、トルコリラ相場は底割れを免れないと考えられる。

4. リラ化の成果が失われてしまう恐れ

トルコは高度に「ドル化」(通貨代替、つまり信用力がある外貨で国内の経済取引が行われること)が進んだ経済であり、その改善(リラの信用力の回復)が長年の課題であった。「ドル化」の改善を目指し、トルコ政府は対外資本規制を強化してきたが、銀行預金総額に占める外貨預金の比率は直近6月時点で27.8%と2014年以来的水準にまで低下しており、「ドル化」の改善が進んだことを物語っている(図表5)。

こうしたドル化の改善、つまり「リラ化」は、資本規制の強化以上に、シムシェキ財務相就任後の引き締め策による成果だと考えられる。事実、高金利を続けることによって、リラ建て預金(インフレの影響を除いた実質ベース)を増やすトルコ国民も増え始めている(図表6)。シムシェキ財務相が主導する財政と金融の両面からの引き締め策がリラの信用力の回復につながったことを、トルコの預金者行動は端的に物語っている。

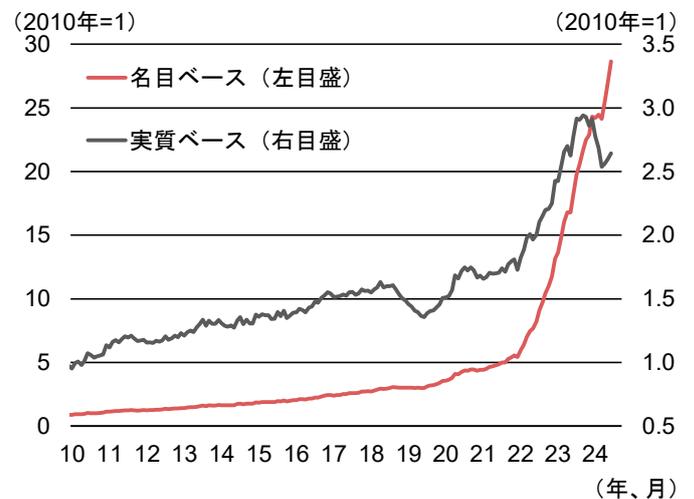
景気への配慮も必要だが、それに偏り過ぎてしまうと、これまでの「リラ化」の成果が失われ、「ドル化」が再び進んでしまうことになる。そうなると、リラ金利を通じた金融政策の波及経路が弱まり、中銀は将来的な金融引き締めの際に、今まで以上に高い水準の金利を設定する必要に迫られる。政府と中銀がタカ派姿勢を維持できるかどうか、トルコ経済は正念場を迎えているといえよう。

図表5. トルコの「ドル化」指標



(注) 金建て預金は含まない
(出所)トルコ中銀

図表6. リラ預金の動き



(注) 実質化は消費者物価指数(12カ月後方移動平均)で行った
(出所)トルコ統計局

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。