

## MURC Focus

# 利下げを進めるトルコ中銀

～改めて問われる引き締め的重要性～

調査部 副主任研究員 土田 陽介

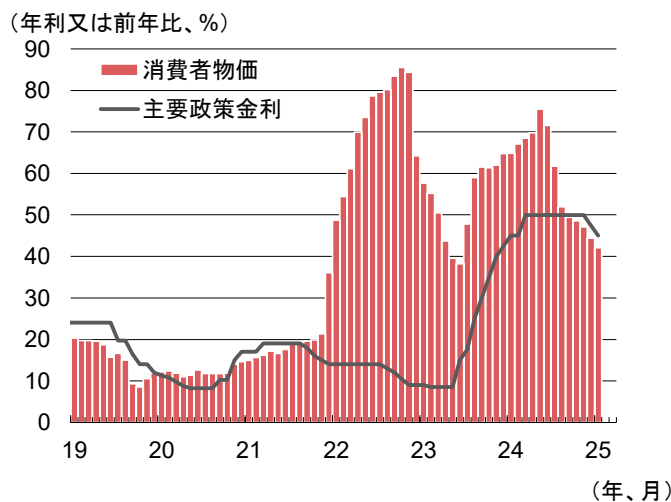
- トルコ中銀は1月の金融政策決定会合で、二会合連続で政策金利を引き下げた。カラハン総裁は、追加利下げはインフレとの見合いになるとの意向を示している。
- 今後、中銀が金利を引き下げるとしても、政策金利の水準をインフレ率以上にキープできない限り、通貨を金融政策面から安定させることはできない。
- トルコの国政選挙は2028年とまだ時間があるため、引き締め型のマクロ経済運営を継続しやすい。財政引き締めを継続できれば、リラ相場が下落しても、そのピッチは過去の局面より緩やかだろう。

## 1. トルコ中銀は二会合連続で利下げ

トルコ中央銀行は1月23日に開催した金融政策決定会合で、主要政策金利(1週間物レポ金利)を2.5%ポイント引き下げ、年45%にすると決定した。利下げは二会合連続となり、利下げ幅も前回と同様である。トルコでは高インフレが長らく続いているが、消費者物価の前年比上昇率は2024年5月の75.5%をピークに低下に転じ、同年9月(49.4%)から政策金利の水準(当時50%)を下回るようになった(図表1)。

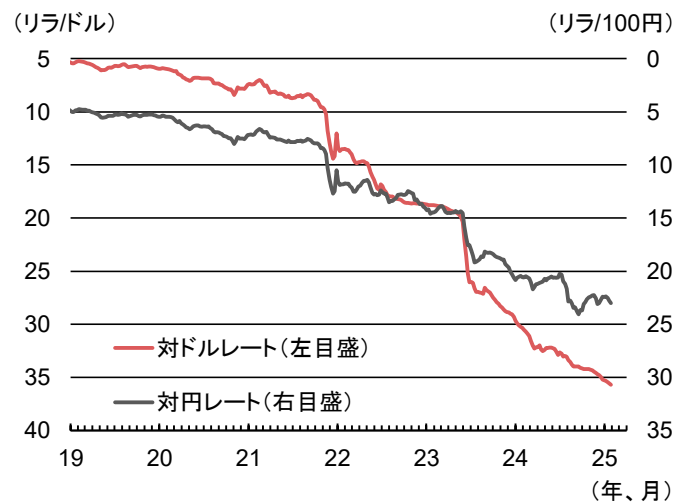
こうしたことから、トルコ中銀は利下げに着手した。ファティ・カラハン総裁は、追加利下げはインフレとの見合いになるとの意向を示している。実際にトルコのインフレ率は、中銀が掲げるインフレ目標(5%)に遠く及ばない。金融政策の運営方針としてのインフレ目標が有名無実化して久しい一方で、通貨の安定は重要である。政策金利の水準をインフレ率以上にキープできない限り、通貨を金融政策面から安定させることはできない。

図表1. トルコの金利と物価



(出所)トルコ中央銀行(CBT)、トルコ統計局(Turkstat)

図表2. トルコリラ相場



(注)週次ベース  
(出所)CBT

ここでリラ相場の動きを確認すると、リラの対米ドルレートは下落が続いており、年明けには1米ドル=35リラ台を割り込んだ(図表2)。米国の追加利下げ観測が後退し、新興国通貨のみならず先進国通貨も売られており、この流れにリラも飲み込まれたかたちである。追加利下げ後退観測に伴う米国へのグローバルな資本還流圧力が強まる中で、保守的な金融政策運営を維持できなければ、リラ安が一気に進む恐れがある。

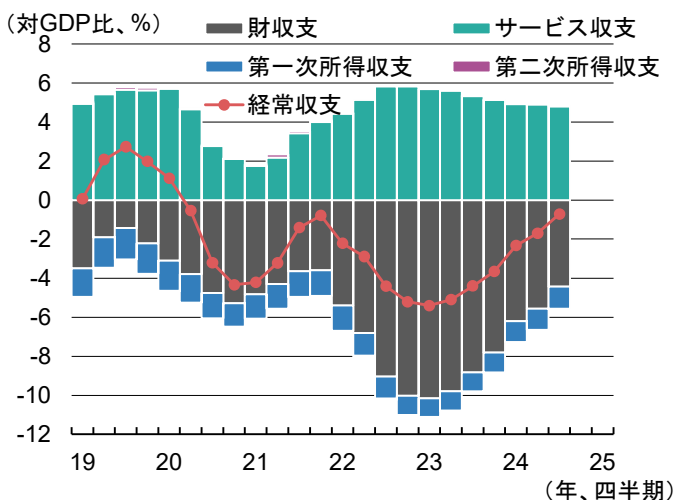
## 2. 膨張したままの財政赤字

ここで、通貨の需給に深く関係する経常収支の動きを確認すると、その赤字幅は最新2024年7~9月時点で名目GDP(国内総生産)の0.7%まで縮小しており、ほぼ均衡していることが分かる(図表3)。これまでの政府と中銀による引き締め策を受けて民間部門の需要が引き締まり、財(貿易)収支の赤字が縮小したことが主な理由である。実際、最新7~9月期の実質GDPは前年比2.2%増と、成長が2期連続で鈍化している。

また経常収支は政府収支(財政収支)と民間収支の総和であるため、財政収支の動きを確認すると、改善の動きが遅れていることが分かる。つまり7~9月期の財政収支の赤字は名目GDPの5.0%と、前期(4.6%)から再び悪化している(図表4)。歳出の削減が進まない反面で、歳入が減少したことが財政赤字の再拡大につながったかたちである。

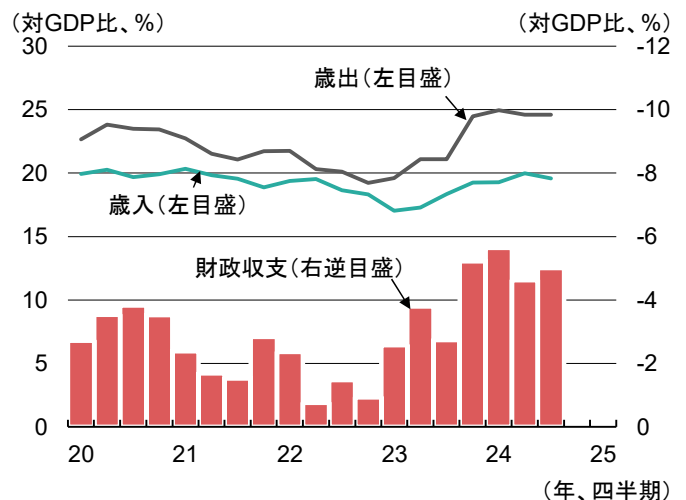
財政健全派として知られるメフメト・シムシェキ財務相は、2024年6月、同年の財政赤字を名目GDPの5%以内に抑制するとの目標を掲げており、この目標は概ね達成される見通しである。同時にシムシェキ財務相は、25年の財政赤字を名目GDPの3%以内に抑制すると掲げたが、この目標を達成するためには、歳入と歳出の両面から引き続き財政を引き締める必要があるだろう。

図表3. トルコの経常収支



(注) 4四半期後方移動平均  
(出所) CBT, Turkstat

図表4. トルコの財政収支



(注) 4四半期後方移動平均  
(出所) トルコ財務省, Turkstat

### 3. 金融緩和と財政引き締めポリシーミックスがうまく機能するか

トルコでは通貨の下落が続いたため、国民が外貨(主に米ドルとユーロ)を購入することで資産防衛を図る慣習が根付いている。つまりトルコは、いわゆる「ドル化」(通貨代替)が深刻な経済であるが、外貨預金の額(ただしリラ換算)そのものは2024年の初めをピークに減少している(図表5)。同時に、外貨預金比率(預金に占める外貨預金の比率)も急速に低下しており、国民のリラに対する信頼感が回復している可能性を物語っている。

外貨預金比率は2021年の末をピークに低下しているが、これは当時の政府と中銀による規制の強化(リラ建て預金を外貨換算で保証する預金保証制度や輸出企業に対する外貨売却命令)で生じた動きだと考えられる。またこうした規制を受けて、銀行から外貨預金を引き出し、外貨紙幣での保有に切り替えた国民も存在し、それが外貨預金比率の低下につながった可能性も意識される。

他方で、2024年以降の外貨預金比率の低下は、政府と中銀が上記の規制を廃止し、引き締め策を強化した過程で生じている。特に中銀が金利を大幅に引き上げたことが、国民や投資家のリラに対する信頼感の回復につながり、それが外貨預金比率の低下に現れた可能性が高い。またインフレヘッジの観点から国民が積極的に購入してきた株式も、株価の一方的な上昇が止まっており、国民のマインドに変化が窺える(図表6)。

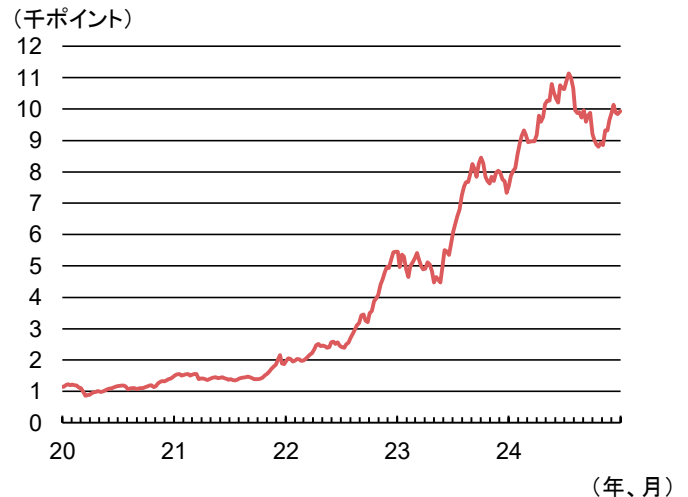
今後、中銀がデシインフレの進捗に応じて金利を引き下げるとしても、政策金利を物価上昇率以上の水準に維持しなければ、国民や投資家のリラに対する信頼感は再び失われることになりかねない。これまでのトルコでは、レジェップ・タイップ・エルドアン大統領の意向が反映されるかたちで財政と金融の両面から拡張型のマクロ経済運営が志向されてきた。その結果、リラ相場には常に下落圧力がかかっていた。

図表5. トルコのドル化指標



(注) 月次ベース  
(出所) CBT

図表6. イスタンブール100指数



(注) 週次ベース  
(出所) イスタンブール証券取引所

特に選挙戦が近づくごとにエルドアン大統領は拡張型のマクロ経済運営を志向したが、次回の国政選挙(大統領選と総選挙)は2028年とまだ時間があるため、引き締め型のマクロ経済運営を継続しやすい環境にある。とりわけ財政引き締めを継続できれば、リラ相場が下落したとしても、そのピッチは過去の局面よりも緩やかにとどまると予想される。

#### 4. リスクとしてのトランプ米大統領

留意すべきリスクとして、再選したドナルド・トランプ米大統領との関係悪化がある。2018年8月上旬に生じたリラの大暴落は、トルコ在住の米国人牧師の拘束問題を受けて、当時のトランプ政権がトルコに対して経済制裁を発動したことがトリガーとなっている。対米関係の悪化は通貨や株価の急落リスクとなるため、トランプ新政権による圧迫には各国とも神経を尖らせている。

トルコのエルドアン政権としても、同じ轍は踏めないため、トランプ新政権との関係についてはかなり配慮するものと考えられる。そのため、基本的には、トルコ側から米国に何かを仕掛けることはないだろうが、トランプ新政権側からトルコに対して圧力がかかる展開も予想される。その場合、米国との間で利害関係が上手く調整できなければ、リラに対して強い下落圧力がかかるだろう。

#### － ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとさ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、当社の統一した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。