

トルコ通貨危機の懸念は消えたか

政府・中央銀行の政策の継続性が鍵に

欧米調査部ロンドン事務所長

山本康雄

+44-20-7012-4452

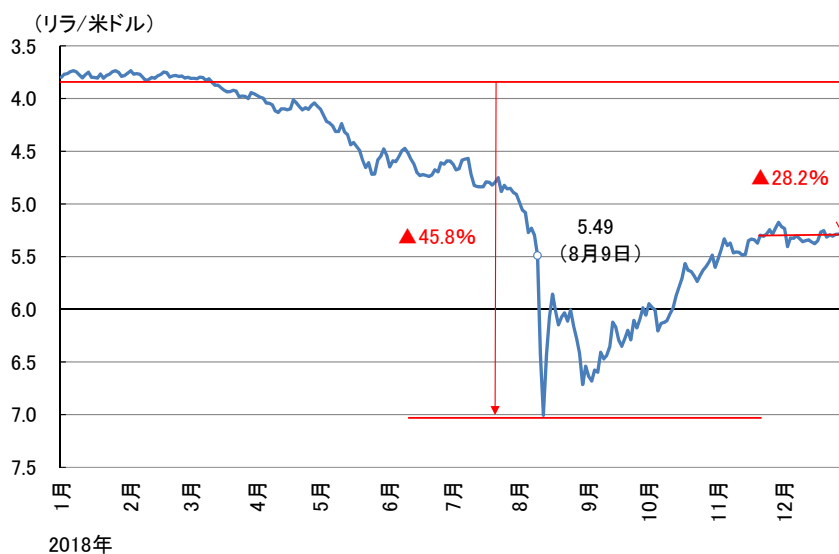
yasuo.yamamoto@mhcb.co.uk

- 拡張的な財政・金融政策、対米関係の悪化が嫌気され、トルコリラは昨年8月に暴落した。通貨暴落を受けて、トルコ中央銀行は大幅な利上げで対応し、政府は財政緊縮に舵を切った。
- 政府・中銀の政策転換を受けて、トルコリラは昨年末にかけて持ち直した。しかし、夏場の通貨下落の影響で、経済成長率は大幅に低下した。一方、対外収支は改善している。
- グローバルな金融環境が引き締めに向かう中、2019年もトルコリラのボラティリティが高まる場面はあり得る。エルドアン政権が堅実な財政・金融政策、外交を維持できるかが鍵になる。

1. トルコリラは2018年夏に暴落

2018年はトルコにとって波乱の年となった。大幅な経常赤字、対外短期債務に比して不十分な外貨準備など、ファンダメンタルズに脆さを抱えるトルコの通貨リラは、2018年初から米ドルに対して弱含んでいた（図表1）。こうした状況下で実施された大統領・議会同日選挙（6月24日）は、事前の苦戦予想を覆し、エルドアン大統領が初回投票で当選、与党連合¹が過半数の議席を獲得した。選挙直後は、政権の安定を受けてエルドアン大統領が財政・金融政策を抑制気味に転換することを期待する向

図表1 2018年中のトルコリラ対米ドル為替レートの推移



（資料）Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

きもあった。しかし、2桁のインフレ率にもかかわらず、トルコ中央銀行の利上げを牽制する発言を続けるなどしたため、投資家の不安は夏にかけて強まった。8月に入ると、テロ組織を支援した疑いでトルコ当局が2016年から拘束していた米国人牧師アンドリュー・ブランソン氏を巡り、解放を求める米国との関係悪化が懸念される状況になった。

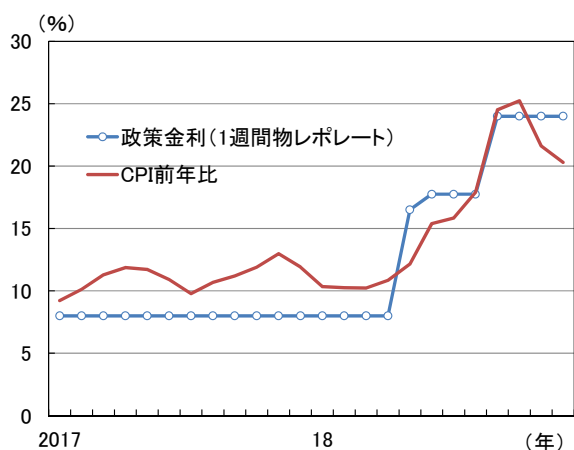
インフレが進行する中で拡張的財政・金融政策を継続しようとするエルドアン政権の姿勢、米国との関係悪化が不安視された結果、トルコリラは8月10日に大きく値を下げた。8月9日の終値（5.4896リラ／米ドル）から8月11日の終値（7.0064リラ／米ドル）までの下落率は21.6%に達し、年初来の下落率は45%を超えた。トルコリラの急落はインドルピー、南アフリカランドなど、ファンダメンタルズに弱さを抱える新興国通貨にも波及した。

2. 2018 年末にかけて持ち直したトルコリラ

通貨急落への対応として最初に注目されたのは、トルコ中銀の政策である。エルドアン大統領が「高金利がインフレの原因」と主張して利上げを牽制し続ける中、トルコ中銀が利上げを敢行できなければ通貨安に歯止めがかからなくなるリスクがあった。9月13日の金融政策会合で、トルコ中銀は政策金利を17.75%から24.0%に625bp引き上げる決定をした（図表2）。これは大方の市場予想を上回る利上げ幅であったため、トルコリラは反発した。

バラマキの色彩が強まっていた財政政策についても、修正がなされる。エルドアン大統領の娘婿で、国庫・財務相に就任したアルバイラク氏は、9月20日に『新経済計画（New Economy Program）』を発表。その中で、当面の成長目標を下方修正し、物価安定を優先する姿勢が示された。具体的には、成長率見通しを2019年+2.3%、2020年+3.5%と従来目標の+5.5%から下方修正するとともに、新規インフラ投資の凍結などにより、プライマリー財政収支の黒字目標を引き上げた（図表3）。

図表2 政策金利とインフレ率



(注) CPI：消費者物価指数。

(資料) トルコ統計局より、みずほ総合研究所作成

図表3 新経済計画の概要

	2017	2018	2019	2020	2021
実質GDP成長率 (前年比、%)	7.4 (5.5)	3.8 (5.5)	2.3 (5.5)	3.5 (5.5)	5.0
中央政府財政収支 (GDP比、%)	▲1.5 (▲2.0)	▲1.9 (▲1.9)	▲1.8 (▲1.9)	▲1.9 (▲1.6)	▲1.7
プライマリー収支 (GDP比、%)	0.3 (▲0.1)	0.1 (0.2)	0.8 (0.3)	1.0 (0.6)	1.3
経常収支 (GDP比、%)	5.6 (4.6)	4.7 (4.3)	3.3 (4.1)	2.7 (3.9)	2.6
消費者物価上昇率 (前年比、%)	11.9 (9.5)	20.8 (7.0)	15.9 (6.0)	9.8 (5.0)	6.0

(資料) トルコ財務省より、みずほ総合研究所作成

さらに10月12日、トルコ裁判所がブランソン牧師の釈放を決定²し、対米関係悪化の懸念も後退した。その結果、トルコリラは5.30リラ/米ドル近傍まで持ち直して、2018年を終えた。それでも2018年初に比べると、約28%低い水準である（前掲図表1）

3. 通貨危機のリスクは消えたか ～ 2019年の注目点

昨年末にかけて通貨が持ち直したことに加え、トルコ政府による物価安定策³の効果もあり、インフレ率もピークアウトした。消費者物価は昨年10月に前年比+25.2%に達した後、12月時点で同+20.3%まで低下している（前掲図表2）。

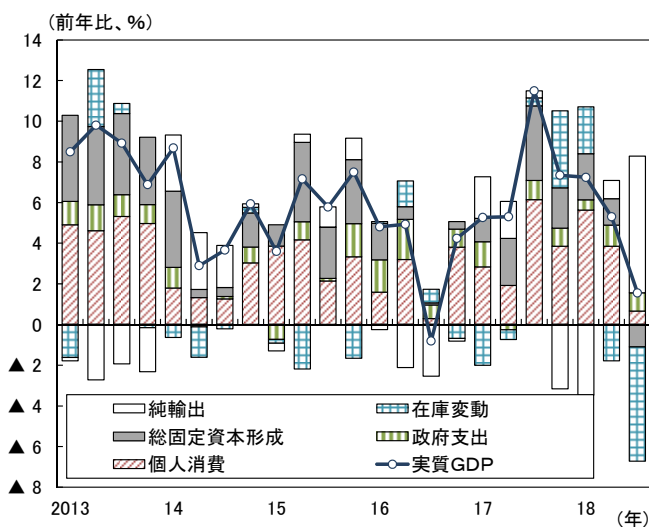
しかし、夏場の通貨暴落の代償は大きかった。輸入物価の高騰と金利の急上昇に直撃される形で個人消費と総固定資本形成（投資）が落ち込んだ結果、2018年7～9月期の実質GDP成長率は前年比+1.6%（4～6月期同+5.3%、1～3月期同+7.2%）に急低下した（図表4）。

一方、国内需要の収縮で輸入が減少した結果、対外バランスは足元で改善している。大幅な赤字が続いていた経常収支は、2018年7～9月期に+14億米ドル（4～6月期は▲149億米ドル）と小幅ながら黒字に転じた。すでに発表されている10月の経常収支も単月で+28億米ドルの黒字を計上している。

以上のように、昨夏に大幅な通貨下落に見舞われたトルコは大幅な政策金利引き上げ、財政緊縮への転換を余儀なくされ、経済は大きなダメージを受けている。他方で対外バランスは改善し、インフレ率は低下に向かっている。トルコリラの対米ドルレートも昨年末にかけて持ち直した。

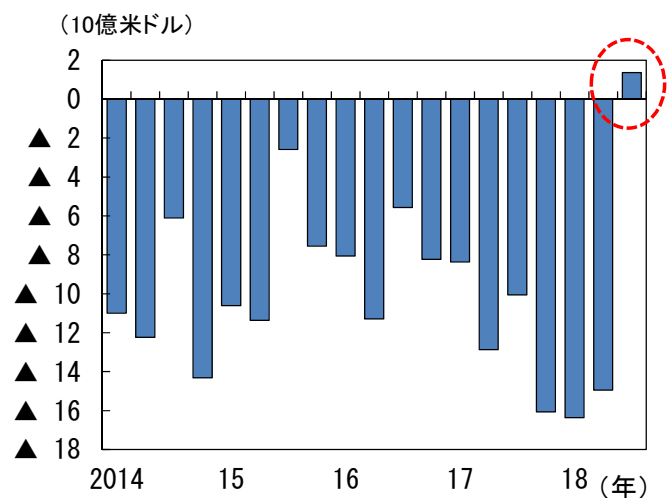
通貨危機が再燃するリスクはなくなったのだろうか。米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを継続し、欧州中央銀行（ECB）が資産の新規買入れを昨年末で停止するなど、グローバルな金融環境が引き締めに向かう中、新興国からの資金流出圧力が強まる状況は2019年にも起こり得る。その際、外貨準備が十分でないトルコは、インドや南アフリカなどと並んで、引き続き通貨売りのターゲットにされやすい。今年もトルコリラのボラティリティが高まる場面はありそうだ。

図表4 実質GDP成長率



(資料) トルコ統計局より、みずほ総合研究所作成

図表5 経常収支



(資料) トルコ統計局より、みずほ総合研究所作成

注目すべきはトルコ政府・中央銀行の政策の継続性である。現在のところ、エルドアン大統領はトルコ中銀の高金利政策や、アルバイラク国庫・財務相主導の財政緊縮を容認している。こうした抑制気味の財政・金融政策を継続できれば、経常収支の均衡（あるいは黒字）を維持し、不十分な外貨準備を徐々に増強することが可能になる。トルコ政府・中銀が慎重な政策運営を中長期にわたって継続することにより、投資家の信頼を取り戻すことができれば、安定的な対内投資の流入も期待できるようになるだろう。

しかし、エルドアン大統領がいつまで財政・金融の引き締めを容認するかは予断を許さない。2019年3月31日には統一地方選を控えており、政権の長期化を目論むエルドアン大統領が有権者の人気を得るために財政バラマキや金融緩和に再び傾斜するリスクがある。また、エルドアン大統領は昨年12月、シリア領内のクルド人武装勢力に対する軍事行動を示唆しており、地政学リスクの高まりも懸念される。投資家の間で、エルドアン大統領は「予測不能な (unpredictable) 指導者」とみられている。堅実な財政・金融政策、外交を維持することで、エルドアン大統領が自身への評価を覆すことができるか、2019年はその点に注目したい。

¹ エルドアン大統領が党首を務める公正発展党 (AKP) と、AKPに選挙協力した民族主義者行動党 (MHP)。

² トルコ・イズミル県の裁判所は禁錮3年1カ月半の有罪判決を下したが、2年3カ月の勾留期間を考慮して服役を免除する決定をした。

³ 2018年10月9日、トルコ政府は小売業などに対し、年末まで最低10%の値下げを要請するキャンペーンを実施することを発表した。さらに10月31日、乗用車・家電などの付加価値税率を年末までの期間限定で引き下げることが発表された。