

トルコの構造問題は景気の先行きの不透明要因に

～旺盛な内需が生む経常赤字の構造問題への着手は焦眉の急～

発表日：2013年9月11日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

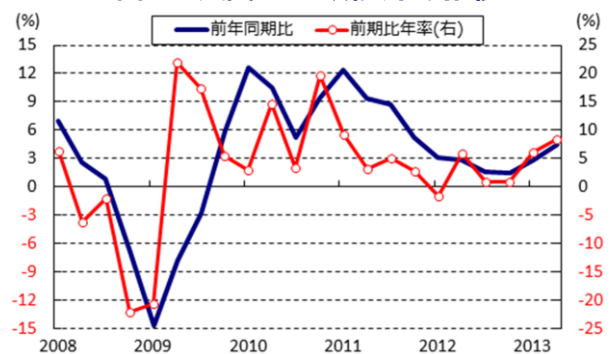
(要旨)

- 反政府デモや金融市場の混乱などの悪影響が懸念されたトルコだが、4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+8.5%に加速するなど堅調な景気が続いた。個人消費や公共投資などの内需が景気をけん引した格好だが、これに伴い輸入も大幅に拡大しており、対外収支の悪化を招く構造的な問題が露呈している。足下のリラ安は先行きのインフレ圧力に繋がり、景気の下振れ圧力になる可能性も懸念されている。
- 金融市場の混乱に伴い、中銀は通貨安定へ外貨準備の売却や実質的な金融引き締めに動いてきたが、その後も資金流出が続いたことから、中銀は今月初めに通貨政策の見直しを示唆した。直ちに外貨準備が枯渇する可能性は低いが、インフレ率は中銀の目標を上回る中、中東情勢の不安定により輸入依存の高い原油価格は高止まりしており、さらなるインフレを招かないためにもリラ安定は焦眉の急になっている。
- インフレ率の高止まりは消費の下押し圧力になる中、政府は景気維持に向けて公共投資の拡充継続を図ると思われるが、これは対外収支のさらなる悪化を招く懸念がある。同国は他の経常赤字国に比べて財政状況は相対的に健全だが、五輪招致を逃したことは現政権の痛手となり、今後選挙を控える中で歳出拡大圧力を高める可能性もある。これまで以上にファンダメンタルズ強化への道筋を示す必要が高まっている。

《旺盛な内需が続く一方、リラ防衛には構造的な対外収支悪化を食い止める道筋を示すことが求められる》

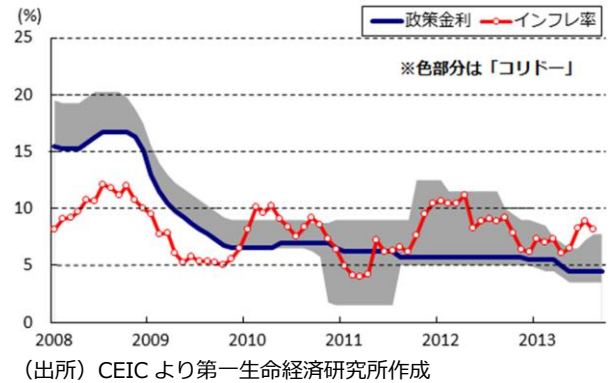
- 最大都市イスタンブールの再開発を契機とする反政府デモや、米国の量的金融緩和の縮小観測をきっかけとする国際金融市場の混乱などの影響が懸念されたトルコ経済だが、予想外に力強い景気拡大を続けていることが確認された。4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.4%と前期(同+2.9%)から加速、前期比年率も+8.5%と前期(同+6.0%)に続き大幅な加速が続いた。足下ではインフレ率が高止まりしているが、食料品やエネルギーなど生活必需品の物価安定を追い風に個人消費の拡大が続いたほか、政府の公共投資拡充などを背景に固定資産投資も拡大するなど旺盛な内需が景気をけん引した。一方、国際金融市場の混乱に伴う通貨リラ安は輸出競争力の向上に繋がり、輸出の約半分を占める欧州経済の底打ちなども追い風に輸出は拡大に転じた。しかし、旺盛すぎる内需を背景に輸入の伸びは輸出を大きく上回り、純輸出の成長率寄与度は大幅マイナスとなる構造問題を抱える。こうした構造問題は足下において拡大基調を強める経常赤字の温床になり、不透明な国際金融市場ではファンダメンタルズ(基礎的条件)の脆弱さが資金流出を招く一因になり、通貨リラの対米ドル為替レートは最安値を更新する事態に陥っている。さらに、原油をはじめとするエネルギー資源を輸入に依存する同国にとってリラ安は輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力をもたらすため、先行きは景気の下振れ要因になる懸念もくすぶっている。
- 国際金融市場が混乱の度合いを増す中、トルコ中銀は今年6月以降保有する外貨準備の売却による為替介入を

図1 実質GDP成長率の推移



通じて通貨リラ相場の安定を図り、7月及び8月には2ヶ月連続で政策金利である1週間物レポ金利を据え置く一方、短期金利のコリドーの上限である翌日物貸出金利を引き上げることで実質的な金融引き締めに舵を切る姿勢を示した。しかし、その後もファンダメンタルズの悪化や隣国シリアを巡る不透明感の高まりなどを材料にリラ売り圧力が続いたため、今月初めには為替相場の安定を重視する姿勢から大きく転換させ、市場の外貨流動性管理の手段として市中銀行や財務省による中銀預託の外貨を含めた総外貨準備を活用する方針を明らかにした。足下では資金流出圧力が強まっていることに加えて、中銀による外貨準備を用いた通貨防衛策の影響も重なり外貨準備は減少基調を強めているが、足下の外貨準備の水準は月平均輸入額の約6ヶ月分の規模を維持するなど、直ちに外貨流動性が枯渇する可能性は低い。他方、中銀総裁はリラ防衛の手段として金利を用いない方針を明らかにしており、上述の為替政策の方針転換を含めて金融政策の予見性が一段と低下することも懸念される。8月の消費者物価は前年同月比+8.17%とやや減速したものの、中銀によるインフレ目標（5%）を大きく上回っている上、足下では中東情勢の不安定化を理由

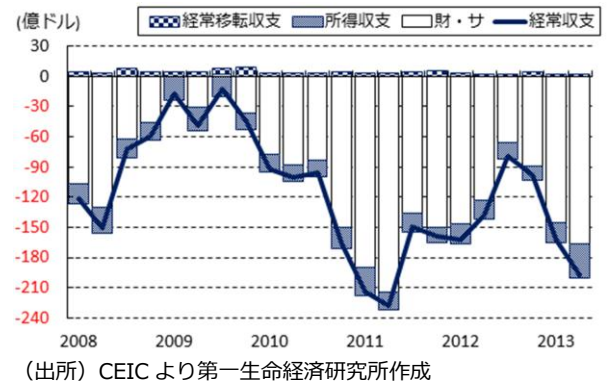
図2 インフレ率と金融政策の推移



に輸入依存度が高い原油価格が高止まりしていることに加えて、通貨リラ安による輸入物価のさらなる上昇を招くことも懸念されており、物価安定の観点からも通貨リラの安定を図ることが焦眉の急になっている。

- さらに、先行きのトルコ経済を巡っては不透明要因が少なくない。景気の面ではインフレ率の高止まりに加えて、海外資金の流出による信用収縮懸念が高まっており、景気をけん引してきた個人消費に下押し圧力が掛かることが予想されており、先行きの景気は年前半の勢いを失う可能性が高まっている。一方、政府は景気維持の観点から引き続き公共投資の拡充を図ることが予想されるものの、これに伴う輸入拡大は対外収支の悪化を招く要因になることは避けられない。最大の輸出相手である欧州経済は最悪期を脱し

図3 経常収支の推移



つつあることから、輸出の改善を期待する向きはあるものの、同国の輸出産業は主に部材や素材を輸入する組み立て加工型が中心であることから、輸出拡大はそのまま輸入拡大に直結するため、対外収支の改善に資すると考えることは難しい。こうしたことから、目先の経常収支が劇的に改善する状況は想定しにくく、リラ相場は弱含みしやすい展開が予想される。なお、同国は足下で海外資金の流出が続く他の経常赤字国に比べて財政状況が比較的健全であることが評価されているが、2020年五輪招致を逃したことは強権的姿勢に対する国民からの反発が高まっている現政権にとってさらなる痛手になることが予想され、向こう2年間のうちに大規模選挙が3回も控えている状況を勘案すれば、歳出拡大圧力が強まることで財政収支が想定以上に悪化する可能性もくすぶる。隣国シリア情勢も不透明な状況が続くと予想される中、先行きは米国による量的金融緩和の縮小によって世界的なリスクマネーの増加ペースの鈍化も避けられなくなっており、これまで以上に短期的な景気の維持を重視する姿勢から、経常赤字の縮小や財政健全化の道筋を示すことにより国際金融市場からの信認向上を目指すことが求められる。

以上