

トピックスレポート：トルコ

中東部

連日史上最安値を更新、下落に歯止めがかからぬリラ

～局面打開には中銀の毅然とした金融政策が求められよう

Tel: 03-4330-1100 (代)
research@jcif.or.jp

要旨

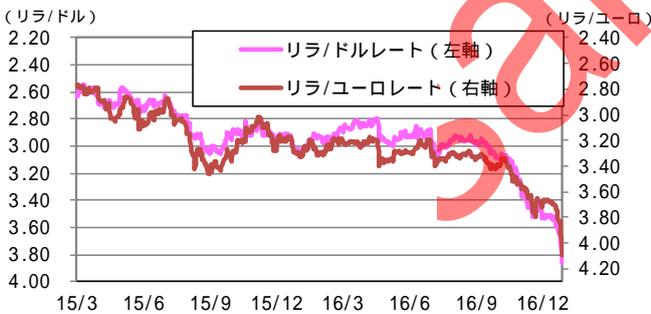
2017年1月に入り、通貨リラの下落が止まらず、9日以降連日対ドル、対ユーロとも史上最安値を更新している。高水準の経常赤字、高インフレ、景気減速など経済ファンダメンタルズの弱さに加え、実権型大統領制に向けた憲法改正の動向、治安問題など、政治社会情勢の悪化が、リラの下落に拍車をかけている。本稿では、リラ下落の要因となっている、最新の経済指標、政治情勢を整理した。リラ下落を取り巻く問題は複合的であり、下落に歯止めをかけるような解決策は容易に見い出せない。そうした中で、中銀が通貨価値の安定に向けて毅然とした金融政策運営を貫くことができるかどうか、1月24日の金融政策委員会は、今後のリラの動向を占ううえで重要な意味を持っている。

1. 1月に入り、通貨リラ下落が一段と加速

2017年1月、トルコの通貨リラの下落に歯止めがかからず、対ドルでは9～11日に3日連続で、対ユーロでは12日まで4日連続で史上最安値(3.9415リラ/ドル、4.1785リラ/ユーロ)を更新した。米大統領選(16年11月8日)でのトランプ氏選出を受けたドル高により、ロシア・ルーブルを除く新興国通貨全般が弱含んだが、その中でもリラの下落率は最も大きい。

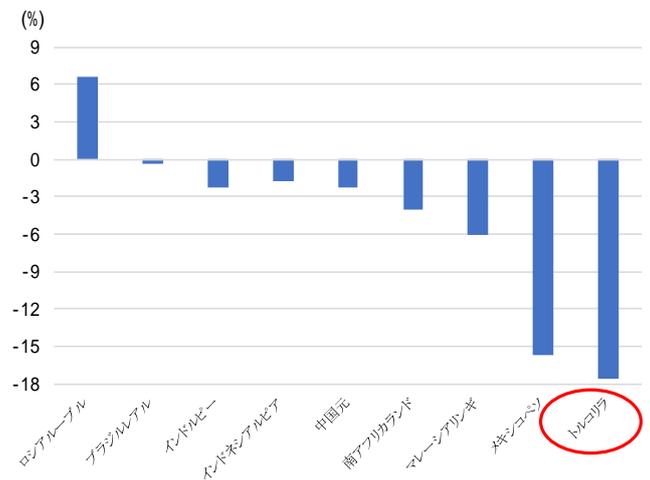
高水準の経常赤字に対するファイナンスを、非居住者の証券投資などの足の速い資金の取り入れに依存する国際収支構造の脆弱性、インフレ率の高まりなど、経済ファンダメンタルズの弱さが根底にある。加えて、憲法改正や治安問題などの政治社会情勢の悪化が通貨下落に拍車をかけている。本稿では、リラ下落の要因となっている経済指標や政治情勢を整理し、先を占う一助としたい。

[図表1]為替相場



(注)直近値は17年1月12日
(出所)Bloomberg

[図表2]1月11日時点主要新興国通貨下落率



(注)16年11月8日(米大統領選投票日)との比較
(出所)Datastream

2. 経済

(1) 成長率 - 16年第3四半期はマイナス成長

16年12月にトルコ統計機構が公表したGDP統計によると、16年第3四半期(7～9月)の実質GDP成長率¹は、前年同期比-1.8%とマイナスに転じた。7月のクーデター未遂事件とその後の非常事態宣言下での経済活動の停滞や観光の低調などが続き、民間部門は消費、投資ともに減速したとみられる。

¹ 今回の公表値から、実質GDPの算出方法が変更となり、基準年も1998年から2009年に変更となった。

これまで、政府は、マイナス成長はクーデターが発生した第3四半期だけに終わり、第4四半期は持ち直すといい続けてきた。しかし、実際には、非常事態宣言の継続(後述)や、リラ下落による民間企業の外貨建て債務負担の増加などから、消費、投資ともに低迷したとみられ、二期連続でマイナス成長となった公算が高い。

[図表3]実質GDP成長率(前年比・前年同期比、内訳は寄与度)

(単位:%)

実質GDP	構成比	14		15				16		
		10	11	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
実質GDP	(100.0)	5.2	6.1	3.5	7.2	5.9	7.4	4.5	4.5	-1.8
需要項目別										
民間最終消費	(60.4)	1.8	3.3	3.9	4.2	2.1	3.2	0.1	2.2	-1.8
政府最終消費	(13.9)	NA	NA	-0.7	1.0	0.1	1.8	1.7	2.1	3.7
総固定資本形成	(17.6)	1.5	2.7	1.0	4.1	2.6	3.2	2.3	1.4	-0.2
公共部門	-	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
民間部門	-	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
純輸出	(-1.2)	2.1	0.6	-0.5	0.3	1.1	1.1	-0.4	-2.4	-2.5
輸出	(23.3)	2.6	1.5	1.2	1.6	1.7	1.7	0.8	0.0	-1.5
輸入	(26.0)	0.5	1.0	1.6	1.3	0.6	0.6	1.2	2.4	1.0
産業別										
農林水産業	(6.9)	0.0	0.6	0.2	0.4	2.0	-0.2	-0.1	-0.2	-0.9
製造業	(16.7)	1.0	1.0	0.4	1.0	0.6	1.8	1.4	0.9	-0.5
建設	(8.2)	0.4	0.4	-0.2	0.8	0.3	0.7	0.4	1.5	0.1
卸・小売業	(11.5)	0.9	0.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
運輸・倉庫業	(7.9)	0.4	0.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA

(注1) 構成比は15年の名目GDP。

(注2) 需要項目別は、在庫変動および統計上の不具合により、各項目の合計が実質GDP成長率に一致しない。

(注3) 輸入のプラス(マイナス)符号は、実質GDPに対してマイナス(プラス)寄与を示す。

(注4) 産業別は、上位5項目のため、各項目の合計が実質GDP成長率に一致しない。

(出所) トルコ統計機構

(2) 経常赤字 - 観光収入の減少、原油価格の持ち直して赤字拡大が見込まれる

1月11日公表の国際収支統計をみると、16年11月の経常赤字は、22.7億ドルと前年同月(22.4億ドル)から小幅拡大し、1~11月累計でも287.4億ドルと前年同期(272.0億ドル)から赤字が拡大した。11月の輸出は前年同月比+8.4%と増加したが、輸入もプラスに転じた²。これまで、原油価格の下落が、経常赤字の拡大抑制に寄与したが、油価は持ち直しつつあり、今後も輸入の増加が見込まれる。また、サービス収支の太宗を占める観光収支赤字は、11月までの累計で3割以上減少している³。17年1月のイスタンブールでのテロ(後述)など、治安への懸念から、観光客の増加は見込みがたく、以上から、16年、17年の経常赤字は拡大に向かうだろう。

一方、金融収支をみると、11月の証券投資純資産が増加(資金の流出超)した。負債サイドで、株式投資、債券投資がともに減少した。中銀が週次で公表する、対内証券投資の推移(現時点での公表は、12月30日分まで)をみると、株式投資及び債券(トルコ国債)投資の流出入(ネット)⁴は、特に11月の流出超が顕著であった。同統計では、12月も流出超となっている。1月初めからリラ下落が進んだことから、1月も流出超となることが懸念される。

(3) 物価 - リラ下落でコア財の上昇が懸念される

16年12月の消費者物価指数(CPI)上昇率は、前年同月比+8.5%と前月(+7.0%)から高まった。これは、市場予想(Bloombergの事前予想では+7.6%)を上回っており、統計公表日の1月3日のリラは、対

[図表4]国際収支の推移

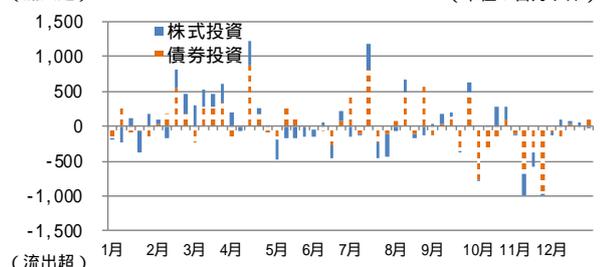
(単位:百万ドル)

	14年	15年	15年		16年	
			1-11月	11月	1-11月	11月
経常収支	-43,552	-32,278	-27,203	-2,236	-28,736	-2,268
(GDP比、%)	-4.7	-4.5	-	-	-	-
貿易収支	-63,597	-48,114	-43,067	-3,087	-36,660	-2,888
輸出	168,926	151,970	139,660	12,362	136,671	13,397
(増加率、%)	4.4	-10.0	-9.8	-11.3	-2.1	8.4
輸入	232,523	200,084	182,727	15,449	173,331	16,285
(増加率、%)	-3.8	-14.0	-13.6	-24.7	-5.1	5.4
サービス収支	26,768	24,152	23,548	1,294	14,704	1,002
観光収支	24,480	21,248	20,558	1,051	13,344	955
(増加率、%)	5.6	-13.2	-12.8	-22.4	-35.1	-9.1
第一次所得収支	-8,130	-9,638	-8,782	-652	-8,073	-476
第二次所得収支	1,407	1,322	1,098	209	1,293	94
資本移動等収支	-70	-21	-6	0	23	0
金融収支	-42,062	-22,977	-15,619	-1,902	-19,470	457
金融収支(除外貨準備)	-41,594	-11,146	-10,435	-1,690	-27,249	1,245
直接投資	-5,476	-11,972	-10,549	-194	-6,050	-444
資産	7,047	5,095	4,688	590	2,695	239
負債	12,523	17,067	15,237	784	8,745	683
証券投資	-20,104	15,719	14,518	3,074	-7,992	2,693
資産	746	6,129	7,001	1,394	326	401
負債	20,850	-9,590	-7,517	-1,680	8,318	-2,292
株式投資	2,559	-2,395	-1,978	-1,057	705	-504
債券投資	18,291	-7,195	-5,539	-623	7,613	-1,788
その他投資	-16,014	-14,893	-14,404	-4,570	-13,207	-1,004
資産	1,659	14,963	14,353	-2,525	2,764	1,261
負債	17,673	29,856	28,757	2,045	15,971	2,265
外貨準備(増減)	-468	-11,831	-5,184	-212	7,779	-788
誤差脱漏	1,560	9,322	11,590	334	9,243	2,725
外貨準備(残高)	106,906	92,921	99,197	99,197	99,345	99,345
(月間輸入比、か月)	5.5	5.6	5.9	5.9	6.0	6.0

(注1) 増加率は、前年比、前年同月比。(注2) 計数は国際収支マニュアル第6版に基づいている。(注3) 「金融収支」資産項目のプラスは資産の増加(資金の流出)、マイナスは資産の減少(資金の流入)を示す。同負債項目のプラスは負債の増加(資金の流入)、マイナスは負債の減少(資金の流出)を示す。したがって、収支(資産-負債)のプラスは純資産の増加(資金の流出超)、マイナスは純資産の減少(資金の流入超)を示す。(注4) 「外貨準備(増減)」のプラスは外貨準備の増加、マイナスは減少を示し、評価損益を含む。(注5) 16年の外貨準備(残高)の月間輸入比は、15年間の輸入をもとに算出。(出所) トルコ中央銀行、トルコ統計機構、IMF、IFS

[図表5]16年の対内証券投資の週次推移(ネット)

(単位:百万ドル)



(注1) 非居住者によるトルコへの株式・トルコ国債の投資額(フロー)。(注2) 暫定値につき、国際収支統計掲載時には修正される。(出所) トルコ中央銀行

² 11月の通関統計をみると、輸入のうち機械・輸送機器類が前年同月比+14.7%と増加した。

³ トルコ文化観光省によると、16年11月の外国人観光客数は、前年同月比-21.4%と減少し、1~11月までの累計は、前年同期比-32.1%である。

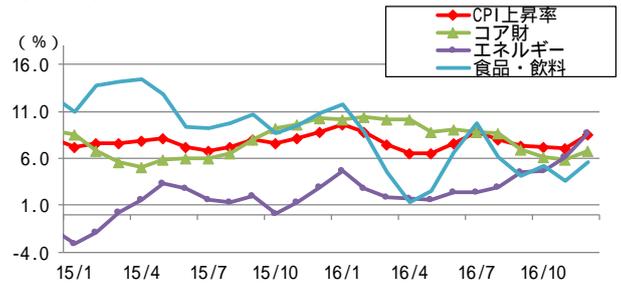
⁴ 本公表分は暫定値であり、国際収支統計掲載時に修正されるため、留意が必要である。

2017年1月13日

ドルで1.4%下落した。

12月の物価上昇は、酒・たばこへの特別消費税引き上げ(12月1日実施)、エネルギー価格の高まりのほか、6月以降低下に向かっていたコア財の伸びが再び上昇に転じたことが主因である。コア財はリラ下落による輸入物価上昇を反映している。16年11月以降、リラが一段安となったことから、今後さらにコア財のインフレ率が高まる懸念される。

[図表6]消費者物価指数上昇率(前年同月比)

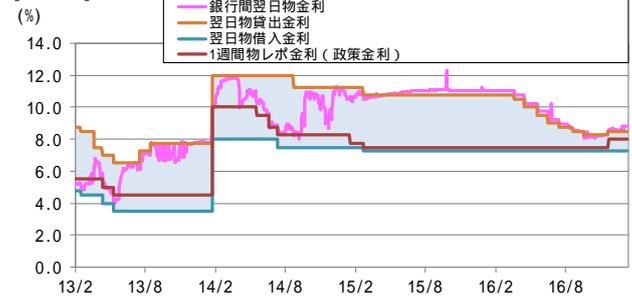


(注)コア財：食品、エネルギー、酒、タバコ、金を除く財。
(出所)トルコ統計機構、トルコ中央銀行

(4) 金融政策 - 1月24日の金融政策決定委員会に注目

1月10日、トルコ中央銀行(中銀)は、足もとでのリラ下落加速を受けて臨時的声明を発表した。そのなかで、「市場での過度の変動を細かに注視しており、経済ファンダメンタルズに一致しない、不健全な価格形成に対し、必要な措置をとる」とした。同声明では、インターバンク市場における、商業銀行のリラ建て借入の上限引き下げ、外貨建て債務に関する預金準備率をすべての年限につき50bp引き下げると公表した⁵。利上げの可能性などには一切触れておらず、この発表を受け、リラは一時値を上げたものの、まもなく下落に転じた。

[図表7]金利



(出所)トルコ中央銀行、Bloomberg

前年末近くの金融政策をみると、リラ下落が続くなか、中銀は、16年12月20日の金融政策決定委員会で、すべての政策金利を据え置いた⁶。11月に約3年ぶりの利上げを実施したのちもリラ安が止まらず、また米国で1年ぶりの利上げ(12月14日)が実施された直後であったため、追加利上げするとの市場予想に反する決定となった。

今回の政策決定委員会は、1月24日に開催される。トルコ中銀は、14年1月に、リラ下落への対抗措置として、政策金利を550bp、翌日物貸出金利・翌日物借入金利を450bp引き上げたことがあり、こうした大幅利上げを期待する声もある。ただし、14年1月の大幅利上げ後、景気が大きく減速し⁷、エルドアン大統領(当時首相)は、中銀に対する利下げ要請を急速に強めた経緯がある。以降、大統領が消費や投資促進のための低金利を望む姿勢に変化はなく、11月の利上げ後も利下げを求める発言をしている。1月10日に公表された中銀の措置のリラ押し上げ効果も短命に終わっている。今回中銀が、外貨建て預金準備率引き下げによる外貨流動性の市場への供給という、通貨防衛策としては有効性が限られる方策を採用せざるを得なかった点に注目すべきであろう。市場関係者は、これを、中銀が政権の意向に反する形での金融政策を行うことができないと捉えた可能性がある。このため、市場では、次回政策決定委員会でも大幅利上げなど思い切った施策はないとの確信が強まり、リラ売りが続いたと考えられる。

(5) 対外債務 - 民間の外貨建て債務返済増が懸念

16年9月末時点の対外債務残高は、4,167億ドルで、うち1,033億ドルが短期債務である。また、対外債務のほとんどが外貨建て(ドル建て：57%、ユーロ建て：32%)である。民間企業(金融機関を除く)の外貨建ネット対外ポジション(外貨建て対外資産残

⁵ 中銀は、この措置によって15億ドルが市場に供給されるとした。

⁶ 中銀は、委員会後の声明で、物価について、インフレ見通しの上振れリスクとして、為替動向(リラ安)に加え、新たに、「原油価格の上昇」を指摘した。一方、「総需要の動向が、これらの影響を抑制している」とし、経済活動の停滞が物価上昇を限定的にするとの見方を示した。

⁷ 16年12月12日公表の実質GDP統計によると、14年の実質GDP成長率は、第1四半期が前年同期比+8.7%、第2四半期が同+2.9%へと減速した。

高と同負債残高の差額)の推移をみると、対外純債務が増加を続け、16年10月末時点、2,126億ドルであった。通貨リラ下落が、外貨建ての債務返済負担を増加させており、景気へも悪影響を与えている。足元の外貨準備高は、12月30日時点、920.5億ドルと中銀が発表する10月末時点の短期債務残高(1,026億ドル)を下回っていることにも、留意が必要である。

3. 内政状況

(1) 実権型大統領制への動き - 議会が審議を開始

1月9日、トルコ議会は、与党・公正発展党(AKP)が提出した、実権型大統領制(以下、大統領制)移行を含めた憲法改正案の審議を開始した。

憲法改正のためには議会で全議席の3分の2(367議席)以上の賛成で可決するか、5分の3(330議席)以上の賛成で国民投票にかけることができる。現在、AKPの議席数は、316議席と5分の3を下回っているが、39議席を有する野党・民族主義者行動党(MHP)からの支持を得て、国民投票に付されるとの見方が強い。ジャニクリ副首相は、5分の3の賛成を得た場合、4月の第1週に国民投票を実施するとの見通しを示した。

これまで、エルドアン大統領をはじめ、AKP政権は、憲法改正に向けて、国内の反対勢力を排除しており、これに対する懸念がリラ下落の一つの要因となってきた。16年5月、議会は国会議員の不逮捕特権剥奪法案を可決し、11月にはAKPと対立するクルド系政党・人民民主党(HDP)のデミルタシュ共同党首を含むHDP議員らが逮捕された。また、16年7月15日のクーデター未遂事件後、政府は90日間の非常事態宣言を発令し、10月3日、1月3日と、二度これを延長した。政府はイスラム教指導者・ギュレン師をクーデター未遂事件の首謀者と断定し、非常事態宣言下で、大量の軍関係者、公務員、教師、警察官に加え、反政権的な報道を行ってきたメディア関係者を、ギュレン派への関与の疑いで、拘束・逮捕している。国民投票に向けて、反対勢力への締め付けを一層強めるとみられ、社会・経済面での閉塞感を高め、当面のリラ安圧力となるとみられる。

(2) 治安 - 都市部でのテロが続発

17年1月1日未明、最大都市・イスタンブールのナイトクラブで銃乱射事件が発生し、39人が死亡、60人以上が負傷した。同2日、イスラム過激派「イスラム国(IS)」は犯行声明を発表した。イスタンブールでは、16年12月10日にも、サッカースタジアム付近で爆破テロ事件が発生し、44人が死亡した⁸。

15年7月、トルコは、テロ脅威の高まりを背景に、ISおよび非合法武装組織「クルド労働者党(PKK)」の掃討作戦を開始した。さらに、16年8月からは、シリア北部でISおよび「クルド人民防衛隊(YPG)⁹」の掃討を目的とした、「ユーフラテスの盾作戦」を展開している。これらテロ掃討強化を背景に、ISおよびPKKやその関連組織とみられるテロ事件が続発し、治安が急速に悪化している。

シリアでは、16年12月29日、反体制派を支援するトルコと、アサド政権を支援す

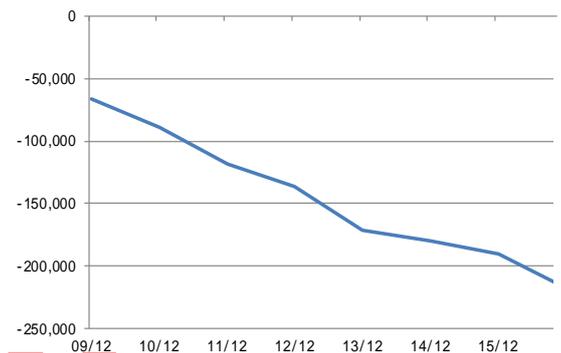
〔図表8〕対外債務 (単位:百万ドル)

	14	15	16 9月
総債務残高	402,102	397,711	416,732
短期	131,592	102,373	103,293
公的部門	17,866	14,550	17,086
中央銀行	342	176	131
民間部門	113,384	87,647	86,076
中長期	270,510	295,338	313,439
公的部門	99,845	98,802	104,990
中央銀行	2,142	1,151	833
民間部門	168,523	195,384	207,616
対IMF債務残高	1,389	1,330	1,341
対世銀債務残高	13,112	11,923	11,499
対外債務/GDP (%)	43.0	46.2	49.0
短期債務/対外債務 (%)	32.7	25.7	24.8

(出所)トルコ財務庁、トルコ統計機構、トルコ中央銀行

〔図表9〕民間企業の外貨建てネット対外ポジション

(百万ドル)



(注1)外貨建て対外資産-外貨建て対外負債の額。(注2)金融機関を除く。
(出所)トルコ中央銀行

⁸ 12月11日、同事件に関し、非合法武装組織「クルド労働者党(PKK)」の関連組織「クルド解放のタカ(TAK)」が犯行声明を発表した。

⁹ シリアのクルド政党民主統一党(PYD)の民兵組織。トルコ政府は、YPGをPKKの関連組織とみなしている。

るロシアが主導した停戦が合意されたものの、和平交渉の行方は不透明である。IS や PKK によるトルコ国内でのテロなど、国内の治安問題は当面改善の見通しが立たない。治安の悪化は、海外企業には直接投資を躊躇させるリスクと映り、また、観光客減少など経済活動への悪影響などが懸念され、こちらもリラ安圧力となっている

4. まとめ

これまでみたように、足もとの経済状況、政治社会情勢において、リラの下落に歯止めをかけるような有効な手立ては見当たらず、むしろ助長する要素ばかりが目立つ。

トルコが抱える問題は複合的であり、いずれの解決も容易ではない。そうしたなかで、中銀が毅然とした金融政策運営を貫けるかがどうかが注目される。現在中銀は、政権の意向に屈しているのではないかと疑念から、その信認が大きく揺らいでいる。次の金融政策委員会が1月24日に迫っているが、ここでも政権に配慮した政策運営に終始すれば、リラ下落や海外への資金流出に拍車がかかる懸念がある。中銀がリラの通貨価値安定に向けて毅然した姿勢で臨むことができるかがどうか、今後のリラの動向を占ううえで極めて重要な意味を持っており、次回金融政策委員会は、中銀にとって正念場となるであろう。

参考レポート

- 1 総合評価レポート：トルコ 2016年度下期
- 1 トピックスレポート：リラ下落を受け、2年10か月ぶりの利上げ～リラは直後にわずかに上昇も、再び史上最安値を更新 2016年11月30日
- 1 トピックスレポート：リラ安より景気を優先、市場予想に反し金利据え置き～金融政策の信認低下で、米利上げ継続下のさらなるリラ安が懸念 2016年12月22日

以上

お願い

本レポートに関するご質問やご意見は以下へお寄せください。ご連絡先のメールアドレス等へお答えします。

research@jicif.or.jp

◎公益財団法人国際金融情報センター

このレポートは、公益財団法人国際金融情報センターが信頼できると思われる情報ソースから入手した情報・データをもとに作成したものです。公益財団法人国際金融情報センターは、本レポートに記載された情報の正確性・安全性を保証するものではなく、万が一、本レポートに記載された情報に基づいて会員の皆さまに何らかの不利益をもたらすようなことがあっても一切の責任を負いません。本レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、投資その他何らかの行動を勧誘するものではありません。なお、当方の都合にて本レポートの全部または一部を予告なしに変更することがありますので、あらかじめご了承ください。また、本レポートは著作物であり、著作権法により保護されております。本レポートの全部または一部を無断で複写・複製することを禁じます。