

通貨ニュース(2014 年 6 月 25 日)

トルコリラ:トルコ中銀が 75bp の利下げを実施

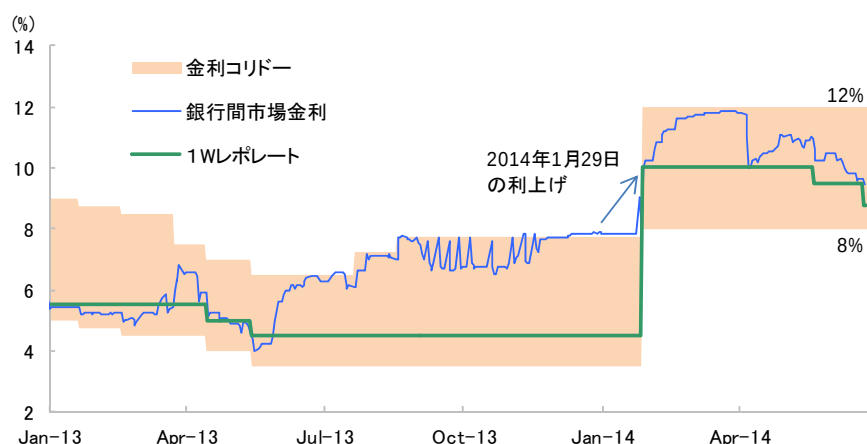
- トルコ中銀(CBRT)は 24 日に開催された金融政策決定会合にて政策金利である 1 週間物レポレート を 75bp 引き下げ、8.75%とすることを決定した。
- 国内物価が依然として上昇基調にある中での利下げとなったが、こうした政策運営は CBRT の極めて楽観的な物価見通しによって正当化されている。
- CBRT のタカ派姿勢軟化の背景として、政治的圧力の増大が指摘できるが、金融政策への政治の介入は同中銀の独立性を害し、政策の予見可能性を低下させる。
- バシュチュ CBRT 総裁の発言や楽観的なステートメントは今後の更なる利下げの可能性を示唆。8 月の大統領選を前にトルコ国内ではファンダメンタルズを度外視した政策運営が続く公算が大きく、トルコリラ相場の下落リスクは増大している。

国際為替部
深谷 公勝
03-3242-7065
masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

市場予想を上回る 75bp の利下げを決定。政策金利は 8.75%に

CBRT は 24 日に開催された金融政策決定委員会にて政策金利である 1 週間物レポレートを 75bp 引き下げ、8.75%とすることを決定した。一方で政策金利コリドーの上限と下限である貸出金利と預金金利はそれぞれ 12.00%と 8.00%で据え置いた。CBRT の利下げは前回 5 月 22 日に続いて 2 会合連続。直前のロイター調査ではエコノミスト 20 人中全員が利下げを予想していたが、金利の引き下げ幅は 50bp のコンセンサスを上回った。

図表 1: トルコ中銀 政策金利とインターバンク金利



(資料)CEIC、CBRT

CBRT の楽観的な物価見通しが利下げを正当化

今回の利下げは国内物価が依然上昇基調を維持する中で実施されたが、このような政策転換を正当化している要因の一つは同中銀による楽観的な(都合のよい)物価見通しである(図表 2)。直近に発表されたトルコの 5 月消費者物価指数(CPI) 上昇率は総合指数が前年比+9.7%、未加工食品や燃料等を除いたコアが前年比+9.8%とそれぞれ約 2 年ぶりの高水準に加速している。CBRT によれば、CPI は 6 月分から減速に転じ、年末には前年比+7.6%まで低下するとのことであるが、この見通しは市場予想の同+8.4%と比べて 0.8 ポイントも低い。そしてさらに向こう 2 年間の見通しではこのかい離が 1.2 ポイントまで拡大する。

片や、このようなインフレ減速シナリオにも拘わらず、成長率見通しについては+4%と市場予想に対してかなり強気である。但し、この底堅い成長は主として外需によってもたらされ、内需は十分に抑制された状態が続くと想定されている(これによりインフレ鈍化と成長維持が両立し、結果として経常赤字も大きく縮小する)。しかし、輸出の先行きに目を向ければ、頼みの欧州経済は足許で今年の成長見通しを引き下げ、追加緩和に舵をきったところである。さらに同国にとって第二位の輸出相手国であるイラク国内の情勢悪化は輸出の新たなダウンサイドリスクとなろう。一方で、利下げ→通貨安による輸出拡大を見込んでいるとの見方もできるが、この場合は輸入物価の上昇が物価見通しの上振れリスクとなる。いずれにせよ CBRT の描くインフレ鈍化と成長維持のシナリオは、現時点の材料から判断するに極めて楽観的と言わざるを得ないだろう。

図表 2：トルコ 物価と成長率の見通し (%)

○物価見通し

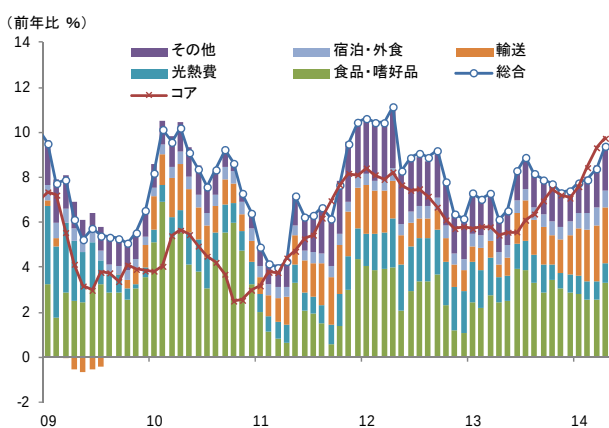
	CBRT見通し	CBRT予測調査	市場予想	物価目標
2014年末	7.6	8.3	8.4	5.0
2015年	6.6	7.2	7.0	5.0
2016年	5.0	6.6	6.2	5.0

○GDP見通し

	CBRT見通し	CBRT予測調査	市場予想	IMF
2014年末	4.0前後	3.3	8.4	2.3

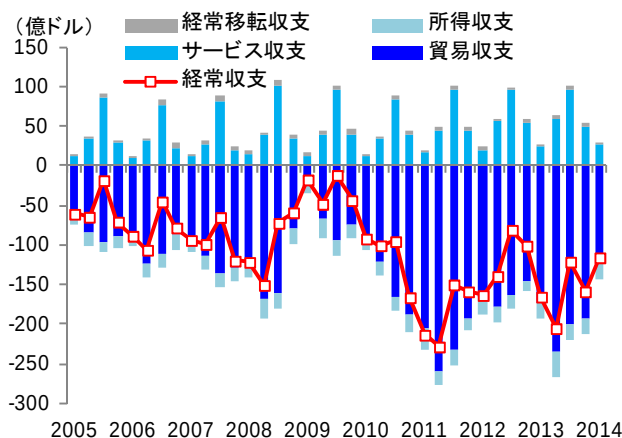
(資料)CBRT、Bloomberg、IMF ※市場予想は Bloomberg 調査中心値

図表 3：トルコ 消費者物価指数



(資料)CEIC

図表 4：トルコ 経常収支



(資料)CEIC

予見可能性の低い政策運営は中央銀行の信認を毀損

CBRT は 1 月のアルゼンチンショック後のリラ急落を受けて緊急会合を招集、それまで形骸化していた政策金利を大幅に引き上げることで、金利コリドーと流動性調節による市中金利誘導という非伝統的な手法から、政策金利を中心とした伝統的な政策運営に切り替えた。こうした確固たる方針転換を市場は好感し、リラの下落トレンドは反転した。しかし、それから半年も経たないうちに緩和サイクルに入ったとあっては CBRT は金融政策の透明性、予見可能性の面で劣っているとの誹りを免れないだろう。

しかしより重要なのはこの方針転換の裏には前述の楽観的な見通しのほか、政治的圧力の増大があるとみられることである。トルコ政府はこれまでも今年 8 月の大統領選を控えて金融引き締めに否定的な態度を示してきたが、3 月の統一地方選挙後はこのような動きが一層顕著となった。その後、CBRT は 5 月の金融政策決定会合にてサプライズ利下げを実施したが、エルドアン首相は「50bp では不十分である」と強い口調で同中銀を批判。ゼイベックチ経済相も「政策金利は 1 月の利上げ以前の水準に戻すべき」として大幅な利下げを求めている。こうした政府による緩和圧力の増大が今回会合での利下げ及び CBRT のタカ派姿勢軟化に影響を与えたことは明らかであり、これは中銀の独立性・信認という観点からネガティブである。5 月の利下げ時には格付け会社フィッチがインフレ加速中の利下げは中央銀行の信認を傷つけ、経済のリバランスを阻害するとして警告を発したが、S&P、ムーディーズの 2 社も国内政治を格付けの変動要因に挙げており、今後、大統領選を控えて同様の動きが繰り返されるようであれば、格下げやネガティブウオッチの可能性も出てくる。

もう一段の利下げが実施される公算大。TRY の下落要因に

バシユチュ CBRT 総裁の「市場は緩やかで慎重な利下げを織り込んでおり、そうした利下げが実施されるだろう(16 日、ロイター)」との発言やステートメントにおける楽観的な見通しは、今後更なる利下げが実施される可能性を示唆している。その際の政策金利のターゲットは前述のゼイベックチ経済相の発言から 8.0% 前後だろう。この場合、75bp の利下げ 1 回ないしは 25bp~50bp の引き下げを複数回にわたって実施するとみられる。既に同国の実質金利はマイナス圏に突入しており、当然ながらこうした利下げは正当化されない。さらに報道によれば政府は税金恩赦措置を検討しているようであり、これは国内物価の上昇圧力に繋がるほか、財政規律の観点からも投資家の信認を損なうだろう。8 月の大統領選に向けてはこのようなファンダメンタルズ度外視の政策運営が続く可能性があるが、この場合には格付け機関の動きにも注意が必要である。通貨リラの脆弱性に大きな改善は見られず、相場下落のリスクは高まっていると言えよう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客さまご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。