

2023 年 6 月 12 日

通貨ニュース

トルコ：中銀総裁・財務相交代で高まる政策正常化への期待

サマリー

- ・ 大統領・議会選挙後に発表された閣僚人事では市場の評価の高かったシムシェキ元財務相が再登板。また、米金融機関出身のエルカン氏がトルコ中央銀行初の女性総裁に。
- ・ 過去の 3 度の政策正常化局面ではトルコリラの対ドル相場は約 10～20%反発。
- ・ 政策の持続性に対する懸念は熾るものの、昨年リラ相場急落や経済混乱の影響から大統領選での苦戦を強いられたことがエルドアン大統領による政策正常化への支持につながる可能性。

欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島 将行
masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

トルコでは 5 月 28 日の決選投票を制し再選を果たしたエルドアン大統領のもと、経済運営の体制が一新されており、低金利・信用拡張に依存した政策運営からの転換が図られるのではないかと期待が高まっている。

焦点となっていた閣僚人事では 6 月 3 日にシムシェキ元財務相の復帰が公式に発表されている。シムシェキ氏は米系の投資銀行でエコノミストを務めた経験があり、トルコ政府に転じてからは副首相や財務相といった要職を歴任した。シムシェキ氏はトルコの経済発展に貢献するとともに財政規律を重視し、トルコ中銀の独立性を尊重する姿勢を示していた。2018 年の大統領選挙後にシムシェキ氏が閣外に去り、エルドアン大統領が娘婿のアルバイラク氏を財務相に就任させたことが、同年 8 月のリラ急落の一因となったと見られる。シムシェキ氏の財務相復帰は、市場の信認を取り戻すためには理想的な選任と言えよう。

また、トルコ中央銀行総裁として、米系の金融機関で長いキャリアを持つエルカン氏の就任が 6 月 9 日に発表された。トルコ中銀では初の女性総裁となる。金融政策に対する考え方は未知数なものの、彼女のキャリアからして、「マーケット重視」というメッセージとなろう。

トルコ中銀は大幅利上げ開始へ

トルコ中銀の次回金融政策決定会合は 6 月 22 日に控える。シムシェキ財務相は就任後の会見で正統派の政策への転換を示唆しており、そのシムシェキ氏がエルカン氏と総裁人事発表前に会談したとブルームバーグが報じていることを考慮すれば、今回のトルコ中銀の会合は「低金利によるインフレ抑制」という異端の論理から「利上げによるインフレ抑制」という正統派の金融政策への転換を宣言するものとなる可能性が高い。短期金利市場の織り込みを考慮する限

り、+5%ポイントの利上げに加えて、先行きの利上げ継続や実質政策金利のプラス転換を示唆するフォワード・ガイダンスが市場の期待値を上回るための最低ラインとなる。

トルコでは 2014 年、2018 年、2020 年にも正統派の政策運営への転換が図られた時期がある。その際にはトルコリラの対ドル相場は 10～20%反発している。今次局面でも、実際に正統派の政策運営への転換への道筋がはっきりと示されるようであれば、大統領選(1 回目投票)の前の水準である対ドルで 19 台半ばへの反発は起こり得ると見ている。

政策の持続性に対する懸念が燃えることは避けられないが、

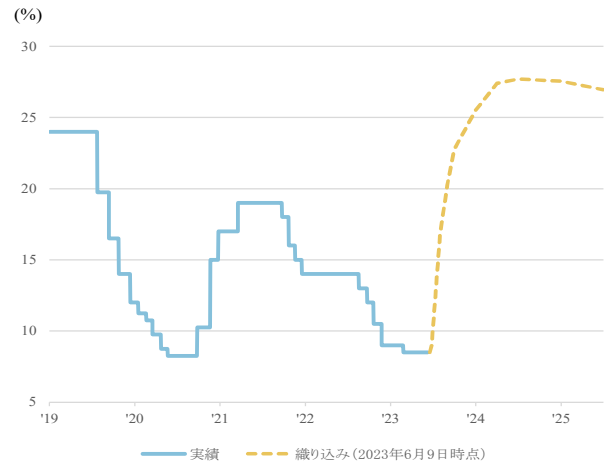
もちろん、政策の持続性に対する懸念が燃えることは避けられないだろう。特に、前回 2020 年に正統派の政策運営への転換が図られた際には、その旗手となったアーバル元中銀総裁は就任 5 か月足らずで累計 8.75%ポイントの利上げを実施した後に、エルドアン大統領によって突然更迭された。後任者のカブジュオール前総裁は任期を通じて政策金利の引き下げしか行わなかった。今回、総裁交代となったカブジュオール氏はトルコ銀行規制監督庁(BDDK)のトップという要職に転じている。決して低金利派が力を失ったわけではなさそう。もっとも、昨年のリラ相場急落や経済混乱の影響から大統領選での苦戦を強いられたことがエルドアン大統領による政策正常化への支持につながる可能性はある。今後の政策の展開を慎重に見極める必要があるだろう。

図表 1:過去の金融政策正常化局面

	2014年の5.50%ポイントの利上げ	2018年の6.25%ポイントの利上げ	2020年の4.75%ポイントの利上げ
会合日	2014年1月29日	2018年9月13日	2020年11月19日
リラ安の要因	(1)米FRBの量的緩和縮小への懸念、(2)アルゼンチンペソ急落に伴う波及リスクへの懸念	(1)米国人牧師拘留問題を受けた米国との対立、(2)トルコの金融・財政政策の運営に対する懸念	(1)米国、EU、ロシアとの関係悪化、(2)新型コロナの世界的な流行に伴う観光業をはじめとするトルコ経済・国際収支への悪影響、(3)外貨準備の枯渇への懸念
トルコ中銀の対応	トルコ中銀は2014年1月21日の定例会合で利上げを見送ったが、リラ安が加速したことを受けて1月29日に臨時会合を開催。主要政策金利である1週間物レポレート率を4.50%から10.00%に引き上げたほか、上限金利である翌日物貸出金利は7.75%から12.00%に引き上げた。	2018年当時、トルコ中銀は主要政策金利である1週間物レポレートや上限金利である翌日物貸出金利よりもさらに高い金利が適用される「後期流動性貸出」という資金供給手段を使い市中金利を高め誘導する「ステルス利上げ」を行っていた。 2018年5月23日にトルコ中銀は緊急会合を開催し、実質的な上限金利となっていた後期流動性貸出金利を3%ポイント引き上げ16.50%としステルス利上げを強化。その後、2018年5月28日には主要政策金利である1週間物レポレートも8.00%から16.50%に引き上げ、6月7日には追加で1.25%ポイントの利上げを行ったが、7月24日の会合では追加利上げを見送った。しかし、8月10日のリラ急落を受けて、9月13日の定例会合では1週間物レポレート率を17.75%から24.00%へと引き上げた。	トルコ中銀は2020年8月以降、主要政策金利である1週間物レポレートに基づく資金供給を停止し、翌日物貸出金利や後期流動性貸出金利に基づく資金供給に切り替えることで市中金利を高め誘導する「ステルス利上げ」に再び傾斜していた。 しかし、2020年11月にエルドアン大統領は利上げに消極的だったトルコ中銀のワイサル総裁を解任し、アーバル元財務相を新総裁として任命。アーバル氏はトルコ中銀総裁就任直後の11月19日の会合での4.75%ポイントの1週間物レポレート率の利上げを皮切りに、5か月足らずで累計8.75%ポイントの利上げを行った。

図表 2: 大幅利上げ前後のリラ相場の騰落率


注: 大幅利上げが発表された会合日の前日を基準として、トルコリラの対ドル相場の騰落率を計算している。
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3:1 週間物レポレート 実績と市場の織り込み


注: 市場の織り込みは、OIS スワップカーブから求めた。
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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、お客様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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。