

2019年1月9日

MURC Focus

景気悪化を受けて注目が集まるトルコの統一地方選

～選挙結果次第では再び通貨急落のリスク

調査部 研究員 土田 陽介

- トルコ景気は通貨危機に伴うインフレ高進を受けて悪化しているが、トルコ中銀はリラ相場を下支えする観点から政策金利を高水準で据え置いている。
- 当面の注目材料は3月31日実施予定の統一地方選。仮に三大都市の市長選で与党・公正発展党がポストを失った場合、リラに再び強い下落圧力がかかると警戒される。
- 投資家のリスクセンチメントが悪化している中で、リラ下落は新興国全般の通貨不安につながる危険性がある。新興国のドル建て債務も高止まりしており、通貨安が信用不安につながるリスクに注意したい。

(1) 着実に悪化するトルコ景気

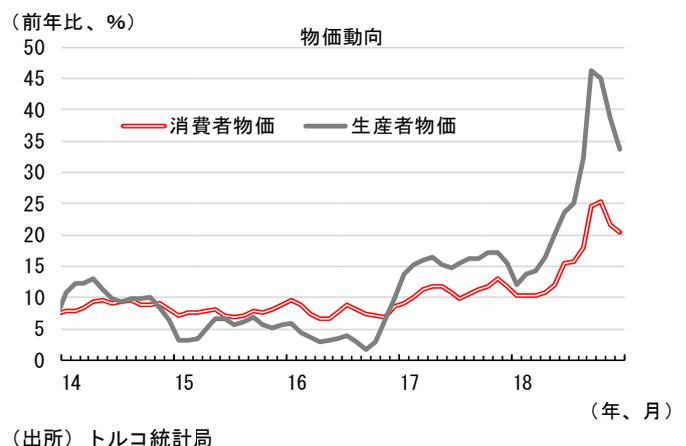
18年8月に通貨危機に見舞われたトルコであるが、足元のリラ相場（図表1）は最悪期からは持ち直したものの、1ドル5リラ台半ばで頭打ちとなっており、依然歴史的な安値圏にある。リラ安に伴う輸入インフレ圧力は根強く、12月の消費者物価は前年比+20.3%、生産者物価は同+33.6%と加速は一服したものの、インフレ率は高いままである（図表2）。

こうしたインフレ高進を受けて景気も悪化している。最新18年7～9月期の実質GDPは前年比+1.6%と前期（同+5.3%）から成長率が低下し、10～12月期には前年割れとなる見込みである。また10月の鉱工業生産（図表3）は前年比-5.7%と、前月（-2.7%）よりも減少幅が拡大した。リラ安に伴い原材料や中間財などの輸入コストが増加し、製造業の重荷になった形である。

図表1. リラの持ち直しは限定的



図表2. インフレ加速は一服



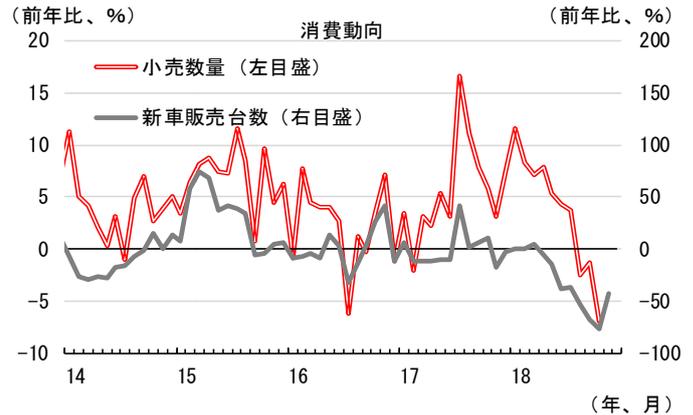
個人消費も悪化が顕著である。10月の小売数量は前年比-6.8%と前月（同-1.2%）よりも減少幅が拡大した（図表4）。11月の新車販売台数も前年比-42.3%と前月（同-76.5%）から減少幅は縮小したものの、深刻な状況が続いている。通貨防衛のための利上げや所得環境の悪化が消費の悪化につながっていると考えられる。

図表3. 生産は前年割れへ



（注）灰色線は3ヶ月移動平均値
 （出所）トルコ統計局

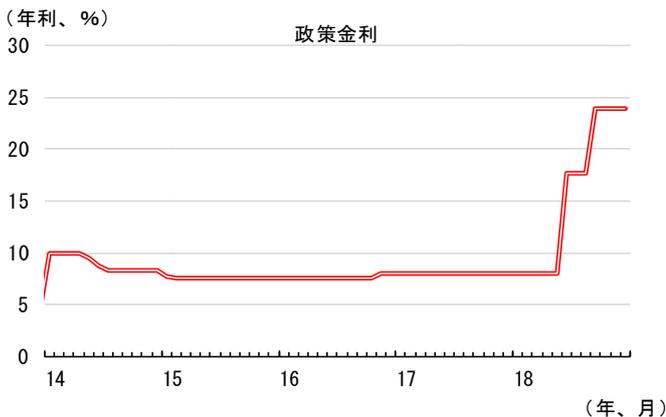
図表4. 消費は悪化が鮮明



（出所）トルコ統計局

景気は悪化している一方で、トルコ中銀はリラ相場を下支えする観点から政策金利（図表5）を18年9月以降年24.0%の高水準で据え置いている。足元インフレの加速は一服したが、リラが再び急落した場合、中銀は通貨防衛の観点から追加利上げを行わざるを得ない。なお金融市場では、先行きのリラ安を織り込んで取引がなされている。

図表5. 政策金利は高止まり



（注）政策金利は1週間物レポ金利
 （出所）トルコ中銀

図表6. 先物相場はリラ安を予想



（出所）Bloomberg

(2) 注目される3月末の統一地方選

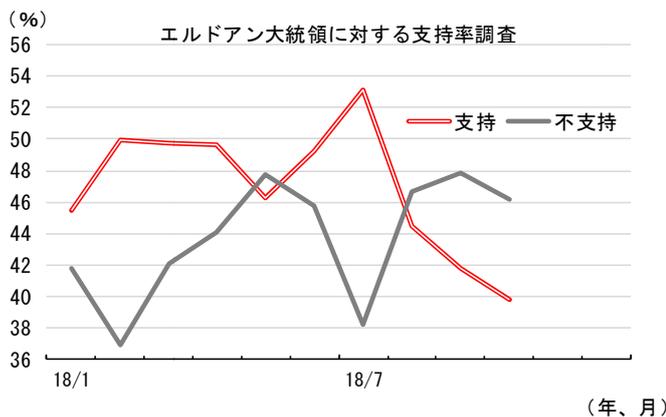
リラの急落をもたらしかねないリスク要因として最も注目されるのが、3月31日に予定されている統一地方選である。この選挙では三大都市（アンカラ、イスタンブール、イズミル）の市長、各県知事が一斉に選ばれる。18年6月の大統領選挙・国政選挙に続き勝利を狙いたいエルドアン大統領が率いる公正発展党（AKP）であるが、景気の悪化という逆風に晒されている。

エルドアン大統領に対する支持率（図表7）は直近18年10月18日時点の調査で39.8%と、大統領選があった18年6月（49.3%）から急落したが、まだ一定の水準を保っている。主な支持基盤である低所得者層の大統領に対する信頼はまだそれほど揺らいでいないと見られるが、強いメディア統制が敷かれる中で世論調査の信頼性は高いとは言い難く、実際の支持率はより低いとみられる。

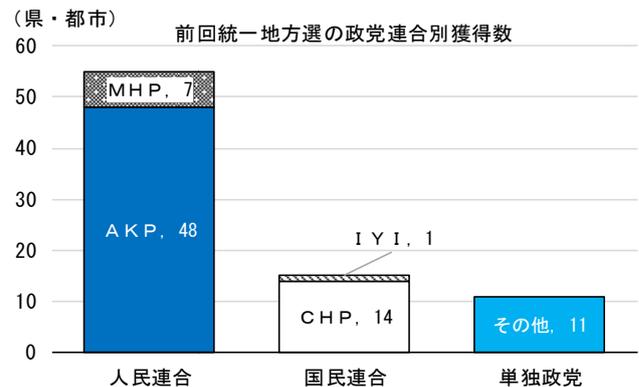
統一地方選を控える中でエルドアン大統領は、自らの支持基盤である低所得者層向けを中心とするバラマキ政策に腐心している。具体的には、銀行に対する金利引き下げ要請や政府によるリラ建融資に対する金利支援、民間企業への値下げ要請などが行われている。何れも統制色が強く、経済活動に新たな歪みをもたらすと危惧される。

前回14年の統一地方選の結果は図表8の通りである。今回の統一地方選の場合、景気悪化に加えて民族主義者行動党（MHP）がAKPとの提携を解消した一方、最大野党である共和人民党（CHP）率いる野党連合（国民連合）の勢力も限定的である。そのためAKPの獲得数は減少するものの、その程度は限定されるという展開がメインシナリオとして予想される。

図表7. 低下したエルドアン大統領の支持率



図表8. AKPの獲得数は前回を下回る公算



ここでカギを握るのが、三大都市の市長選の結果である。従来通りアンカラとイスタンブールをAKPが、イズミルをCHPが獲得する展開がメインシナリオである。ただアンカラとイスタンブールの何れかの市長の座をAKPが失った場合は、AKPの敗北ムードが強まるため、エルドアン大統領の求心力低下に拍車がかかる事態になるだろう。

メインシナリオ通りAKPの敗北が限定的であれば、金融引き締めが当面維持される可能性が高まり、短期的にはリラ相場に追い風が吹くだろう。ただ近年のリラ安は、エルドアン大統領による強権的な政権運営に対する市場の不信感が反映されたものである。そうした不信感が払しょくされない限り、リラの持ち直しは限定的にとどまろう。

他方、仮にアンカラやイスタンブールの市長選でAKPが敗北した場合、有権者の信頼を回復させる観点からエルドアン大統領はバラマキ政策を強化する可能性が高い。ただ財政は余力に乏しいため、大統領は中銀に対して金融緩和を求めると予想される。こうした展開が意識されれば、徐々に持ち直してきているリラ相場に再び強い下落圧力がかかるとみられる。

(3) 地政学的要因にも配慮する必要性

米国による経済制裁に端を発したリラ暴落が「カシヨギ事件」で和らいだように、リラ相場は経済的要因だけではなく外交的要因にも大きく左右される。地政学的にトルコが有利と金融市場で判断されればリラ相場は上昇する一方で、不利と判断されれば下落するためである。特にカギを握るのが、米国の対シリアを中心とする中東政策の動向である。

米国のトランプ大統領は12月、米軍をシリアから撤退させると表明した。この動きを受けて中東におけるトルコの存在感が高まるとみられていたが、19年1月に入ってボルトン米大統領補佐官が米軍撤退の条件に、トルコが敵対するクルド人勢力を保護することを要求した。このことから米軍のシリア撤退は事実上撤回されるとともに、米国とトルコの関係に緊張が走った。

またクルド人勢力が、同じくトルコと敵対関係にあるシリアのアサド政権に歩み寄ったことを受けて、この動きを歓迎するロシアとトルコの外交関係にも影が差している。ロシアはトルコと敵対するイランやサウジアラビアとも友好的であるため、ロシアとの関係悪化はトルコの孤立につながることになる。

このように、トルコを取り巻く国際政治環境は足元で厳しさを増している。対米関係のみならず対露関係のさらなる悪化が意識されれば、トルコリラに下落圧力がかかることになる。先の「カシヨギ事件」以降、米国やサウジアラビアを相手に巧妙な立ち回りを見せたエルドアン大統領であるが、その賞味期限は既に尽きたと言えよう。

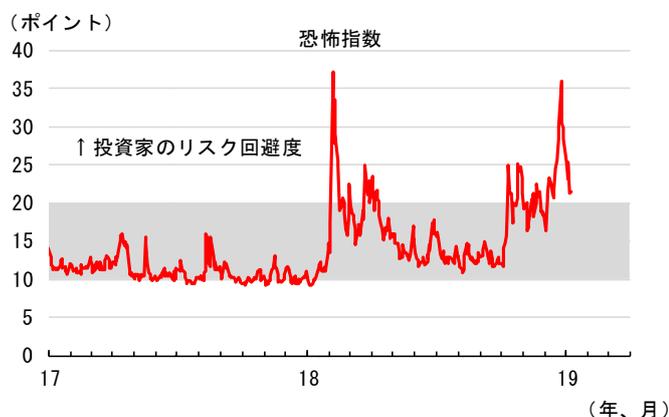
(4) 新興国全般の通貨不安に転じるリスクは拭えず

米ドルの実効レートが引き続き歴史的な高値圏にある一方で、新興国通貨は軟調が続いている。また18年末にかけてグローバルな株安が生じたように、米トランプ政権への不信感などから投資家のリスクセンチメントも悪化している。こうした中で注意したいのが、新興国通貨安の連鎖のトリガーをトルコが弾くことである。

通貨危機は一国だけの問題にとどまらず、投資家のリスクセンチメントの悪化を通じてグローバルに伝染する恐ろしさを有している。18年8月に生じたトルコの通貨危機では、アルゼンチンなど一部の新興国の通貨が連鎖的に暴落したものの、新興国全般に通貨危機が連鎖する事態は幸いなことに免れた。

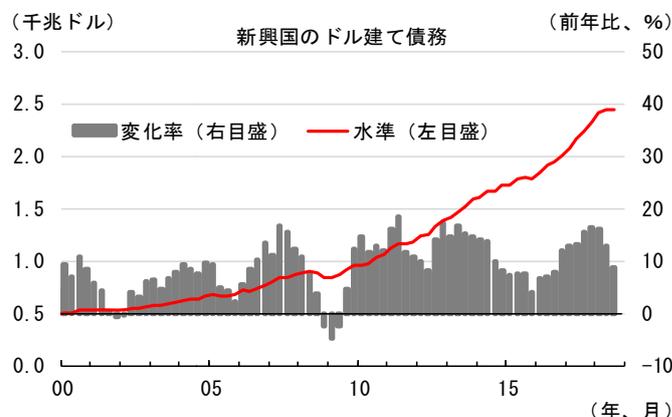
ただ足元では、恐怖指数（図表9）の動きが表すように、当時よりも投資家のリスクセンチメントが悪化している。こうした中でリラが再び急落すれば、それが呼び水となって新興国通貨が軒並み下落する事態が生じるかもしれない。新興国のドル建て債務（図表10）が足元2400兆ドル規模で高止まりしていることから、通貨安が新興国の大規模な信用収縮に波及する展開も警戒される。

図表9. 恐怖指数は高水準



(注) 恐怖指数は通常10~20の間で推移する
(出所) Bloomberg

図表10. 高止まりする新興国のドル建て債務



(注) 新興国の定義は出所による
(出所) 国際決済銀行 (B I S)

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。