

## MURC Focus

# エルカン総裁の辞任で注目されるトルコリラの行方

～タカ派姿勢を維持できない限り通貨リラは一段と下落へ

調査部 副主任研究員 土田 陽介

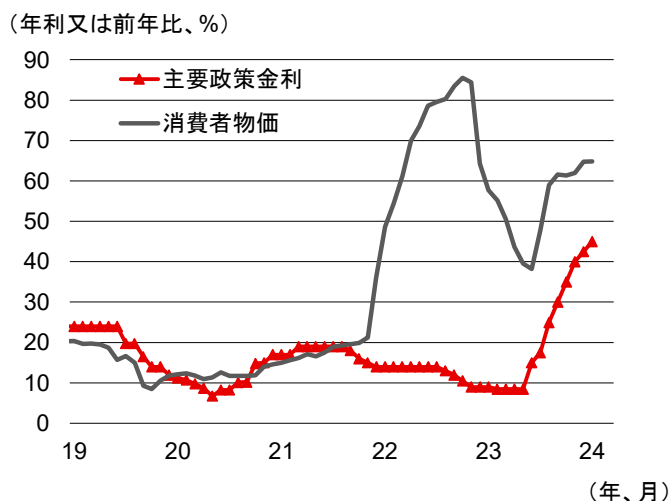
- トルコ中央銀行による金融引き締め策をリードしてきたエルカン氏が、2024年2月2日付で総裁職を辞任した。在職期間はわずか約8ヶ月であった。後任は前副総裁のカラハン氏である。
- カラハン新総裁が、現在の方針通り、インフレ期待が和らぐまで高金利を維持できるなら、トルコ中銀に対する投資家の信用は回復し、リラ相場が下げ止まるか、あるいは上昇に転じる道も開けてくるだろう。
- 逆に、インフレ期待が和らいでいない段階で利下げに転じたとすれば、投資家の失望を誘い、リラ相場は一段の下落を余儀なくされる。今後のカラハン新総裁の政策運営が注目される。

## 1. エルカン総裁の下で進んだ金融引き締め

トルコ中央銀行による金融引き締め策をリードしてきたハフィゼ・ガイ・エルカン氏が、2024年2月2日付で総裁職を辞任した。エルカン氏は2021年3月にシャハブ・カブジュオール氏の後任として2023年6月9日にトルコ中銀の総裁に就任し、在職期間はわずか約8ヶ月だった。後任の新総裁には、かつてニューヨーク連銀のエコノミストで、エルカン前総裁の下で副総裁を務めていたファティ・カラハン氏が就任した。

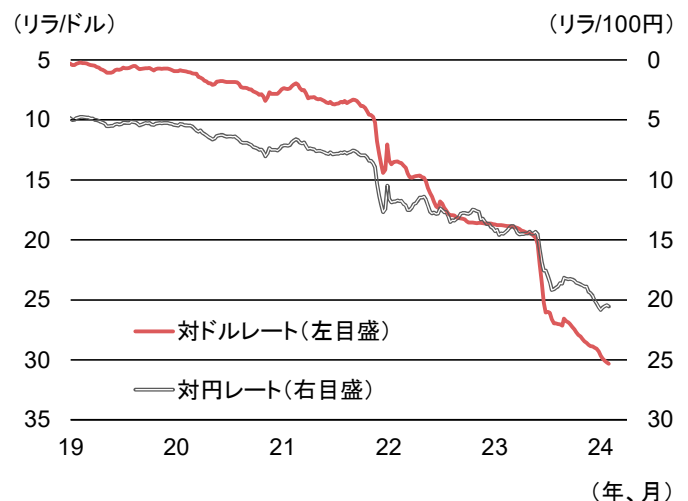
2022年以降、トルコのインフレは歴史的な水準に達している(図表1)。消費者物価は同年10月に前年比85.5%まで上昇が加速、翌23年6月には38.2%まで鈍化したが、直近24年1月には64.9%まで再加速した。こうした高インフレに対応すべく、エルカン前総裁は利上げを進め、就任直前の2023年5月末時点で8.5%だった政策金利を、辞任直前の2024年1月時点までに45%へ引き上げた。

図表1. トルコの消費者物価と政策金利



(出所)トルコ統計局及びトルコ中銀

図表2. トルコリラ相場の推移



(注)週次  
(出所)トルコ中銀

政策金利は 45%と相応の高水準に達したものの、インフレ率との見合いでは、依然として低い状況が続いている。そのため、トルコリラの対ドルレートは下落に歯止めがかからず、エルカン前総裁の在任中(2023年6月9日から2024年2月2日の間)のトルコリラの対ドル相場は、終値ベースで 30.3%下落した(図表 2)。インフレ率に鑑みれば、トルコ中銀はさらなる利上げが必要であった。

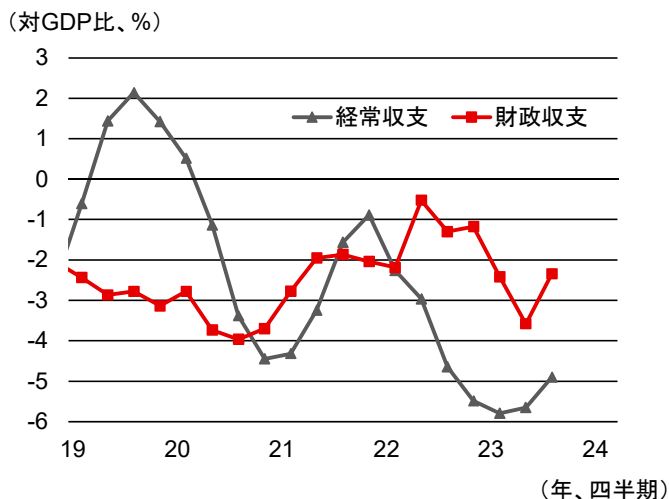
にもかかわらず、トルコ中銀はエルカン前総裁が最後に携わった 2024 年 1 月の金融政策委員会で、政策金利を 2.5%引き上げたものの、今後インフレの鈍化が見込まれることを理由に、今後は金利を据え置く方針を示した。一方でトルコ中銀は、インフレ率が大幅に低下しインフレ期待が和らいだ、と判断されるまでは政策金利である 45%を維持し続けるとも表明し、投資家の信頼維持に努めた。

## 2. 経済の基礎的条件は依然としてぜい弱

インフレ以外の観点でも、トルコ経済の基礎的条件は改善せず、通貨と物価の安定が望めない状態にある。トルコの「双子の赤字」(経常収支赤字と財政収支赤字)を確認すると、財政収支の赤字幅は直近 2023 年 7-9 月期時点で名目 GDP(国内総生産)の 2.3%と 3 四半期ぶりに縮小した。一方、経常収支の赤字幅は同 4.9%と 2 期連続で縮小したものの、依然として高水準のままである。

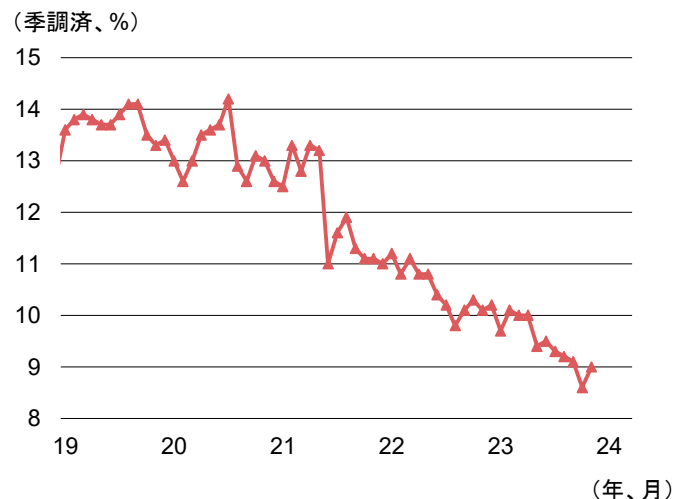
他方で、失業率は歴史的な低水準にあり、トルコの雇用は良好と判断される(図表 4)。いわばトルコは、対外均衡の達成(経常収支の均衡)よりも対内均衡(完全雇用)を優先(つまり財政拡張で需要を創出するため、国内需給が逼迫)し、その代償として通貨安と高インフレに苛まれていることになる。経常収支の赤字幅が依然として高水準にあることや失業率が歴史的な低水準にあることから判断すれば、トルコの景気がオーバーヒートの状態にあることは明らかである。

図表3.トルコの「双子の赤字」



(出所)トルコ統計局及びトルコ中銀

図表4.トルコの失業率



(出所)トルコ統計局

したがって、物価の安定と通貨の防衛を実現するためには、中銀による金融引き締めのみならず、政府による財政引き締めも必要であることは明白である。とはいえ、エルドアン政権はあくまで対内均衡の実現、つまり目先の景気を最優先としているため、財政引き締めが進むとは考えにくい。政府による財政引き締めが進まないことも、トルコ中銀が45%まで政策金利を引き上げても物価と通貨が安定しない理由となっている。

### 3. 注目が集まる新総裁の金融政策運営

エルカン前総裁は辞任の理由として、自身とその家族がSNSで中傷を受けており、家族を守る必要があることを挙げた。また真偽は定かではないものの、エルカン前総裁の父親や親族が中銀を私物化しているとの報道が地元メディアで報じられてもいる。また、これまでエルカン前総裁が進めてきた金融引き締め路線をエルドアン政権が評価せず、政権からエルカン前総裁に辞任するように圧力が加わった可能性もある。

エルドアン政権は、これまで中銀に対して低金利政策を要求し続けてきた。そして、通貨防衛のために利上げをするなど、政権の意向に合わない中銀総裁を短期間で解任してきた。今回、エルカン前総裁がプライベートの事情を理由に辞任したのか、あるいは政権からの圧力を受けて辞任を余儀なくされたのかは不明だが、いずれにしても、今後のカラハン新総裁の政策運営が注目される。

カラハン新総裁が、エルカン前総裁の路線を引き継ぎインフレ期待が和らぐまで高金利を維持するなら、エルカン前総裁の辞任の直接的な理由が政権からの圧力ではなかった可能性が高まる。むしろ、前総裁以上のタカ派路線を採り、必要に応じて追加利上げをするなら、トルコ中銀に対する投資家の信用は回復し、リラ相場は次第に下げ止まるか、あるいは上昇に転じる道も開けてくるだろう。

逆にカラハン新総裁が、インフレ期待が和らいでいない段階で利下げに転じたとすれば、政権がエルカン前総裁の下で進められた中銀の金融引き締め策を評価していなかった可能性が高まる。実質解任である。その場合、これまでと同様に政権の低金利志向が中銀による高金利政策を阻む展開となるため、投資家の失望を誘い、リラ相場は一段の下落を余儀なくされる。

カラハン新総裁の政策運営が、今後のトルコの物価と通貨の命運を左右することになる。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で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、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およ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、お客さま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。