

トルコ大統領選で金融政策とトルコリラは？

KEY POINT

- トルコリラはエルドアン政権下で大幅な減価が継続。特に高インフレ下での中銀に対する「利下げ圧力」により、中銀の信頼性を著しく毀損したことがリラ安に拍車を掛けた
- エルドアン政権が継続となれば、現行の金融政策が継続され、リラ安基調は継続
- クルチダオール氏が大統領に就任すれば、一旦はトルコリラ高圧力が強まる公算。ただし、トルコリラ高の継続性については不透明。①利上げが実施されるか、②政権運営などがカギに

トルコでは5月14日に大統領選及び大国民議会選挙が行われる。この日の現地時間11時59分に大統領選の暫定結果が発表されるが、得票率が過半数を超える候補がいなければ、5月28日に決選投票が行われる(暫定悔過は29日、最終結果は6月1日発表)。今回の大統領選では、2014年8月28日から8年近くにわたるエルドアン政権が終わりを迎えるかどうかの正念場だ。

1. エルドアン大統領と中銀の「これまで」

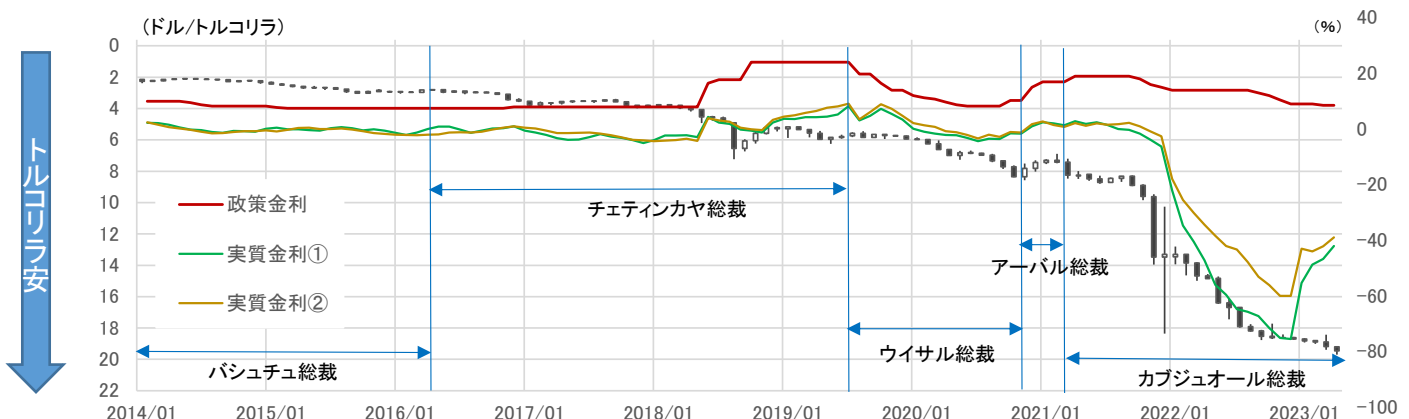
トルコリラは対ドルで下落基調を辿り続けている。その大きな要因となったのがインフレとエルドアン大統領の対応だ。2017年から徐々に物価上昇は加速。さらに、経常赤字の拡大や多額の外貨建て債務への懸念、トランプ米大統領(当時)との対立によって米国から経済制裁を科されたことも相まって、トルコリラの減価は加速していた。

トルコ中銀は2016年11月、当時の総裁であったチェティンカヤ氏が政策金利を一度引き上げた(7.50% → 8.00%)ものの、敬虔なイスラム教徒であり、「金利の敵」

を自認し、「高金利が高インフレを引き起こす」という独自の理論を展開するエルドアン大統領からの圧力を受け、その後はインフレが加速する中でも政策金利を据え置き続けていた。しかし、とうとう加速するインフレに対処するため、チェティンカヤ総裁は2017年1月に政策金利を1週間レポレートから「後期流動性貸出金利」に変更し、大幅利上げに踏み切った。2018年6月に1週間レポレートを後期流動性貸出金利と同じ水準である16.50%へ一気に引き上げてこれを主要金利として復活させると、同年9月には24.00%まで利上げを敢行。こうした中でトルコリラの信認は一旦維持され、インフレは伸びが鈍化する様子も見られた。しかし、政策金利24%という状況について、エルドアン大統領が「受け入れがたい」として圧力をかけ、2019年7月にはチェティンカヤ総裁が解任されるに至った。

後任のウイサル総裁(当時)はその後、政策金利を8.25%まで低下させたが、大統領の圧力に屈したトルコ中銀への信認は低下し、トルコリラは下落の一途を辿った。そして、2020年11月にわずか16か月で解任(理由は

図表1:トルコリラの値動きと政策金利、実質金利の推移



※トルコリラは月足・逆メモリ ※実質金利①=政策金利-CPI総合、実質金利②=政策金利-CPIコア ※政策金利は1週間レポレートに統一

出所: Bloomberg、トルコ中銀、SFGI

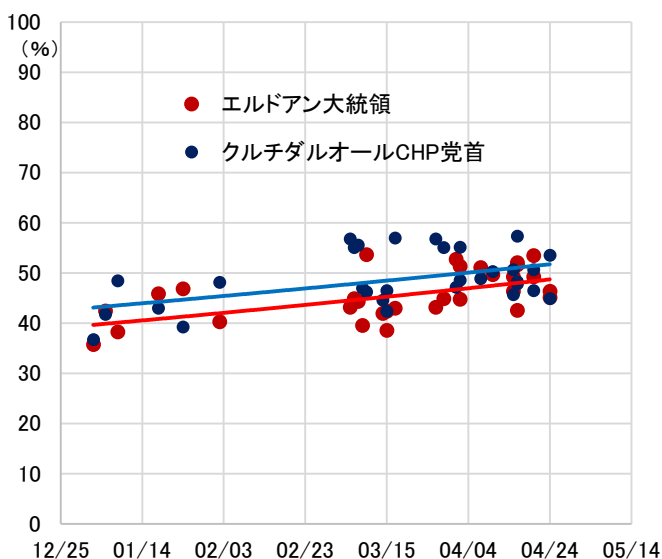
明らかにされず)。引き継いだアーバル総裁(当時)は就任するや否や大幅な利上げを断行し、政策金利を2021年19%まで引き上げた。その間のトルコリラは上昇に転じていた。しかし、エルドアン大統領はこうした利上げに対して当初は「中銀の独立性を尊重する」としながらも次第に利下げするよう圧力をかけ、2021年3月にアーバル総裁を突如解任した。

後継となったカブジュオール現総裁は、就任当初は政策金利を据え置いたものの、大統領の意向の下に2021年9月以降に連続利下げに踏み切ると、インフレは急速に加速し、トルコリラも暴落。一時、対ドルで10.25リラまでリラ安が進んだ。その後、リラ防衛のため、リラ建ての預金を外貨換算の価値で保証する新たな預金保護策を行った他、介入などによってリラの下落は一旦抑制されたものの、その後もトルコリラのじり安基調は変わらず、2022年9月には21年12月に付けた史上最安値も高進。世界的に財のインフレが落ち着く中で、トルコについても消費者物価指数(CPI総合)が2022年10月の前年比+85.5%から直近2023年3月では+50.5%まで伸びは鈍化しているが、依然として高インフレであることには変わりなく、今日にかけてなお、リラ安基調は続いている。

2. 支持率が拮抗する2人の大統領候補者

今回の大統領選は4人の候補者がいるが、実質的には現職のエルドアン大統領と野党6党の支持するクルチダルオール氏の一騎打ちだ。各種世論調査では、クルチダルオール氏の方が高く出ることの方が多いように見受けられるが、支持率はほぼ拮抗していると言ってよい程度

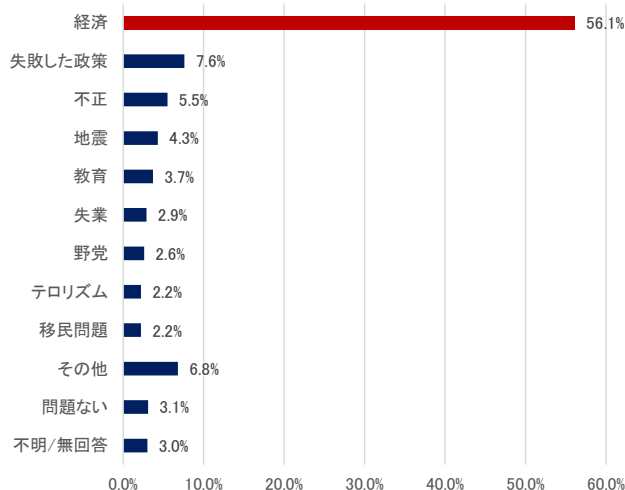
図表2:エルドアンvsクルチダルオールの支持率



※青直線はクルチダオールCHP党首、赤直線はエルドアン大統領の支持率近似曲線

出所: AKSOY, MAK, AREDA, AR-G, ALF, ORC, Avrasya, SAROS, TAG, Optimar, Milliyet, TekAr, MetroPoll, Gezici, ASAL, Sabha, BirGun, Ankara Analitik, Yoneylem, Artibir, KRT TV Live, 23DERECE, Themis, Haber3, MAK, Haberturk TV

図表3:トルコ国民が最も問題視するのは「経済」



※「トルコの最大の問題は何だと思いますか?」との質問に対する回答
出所: MetroPOLL

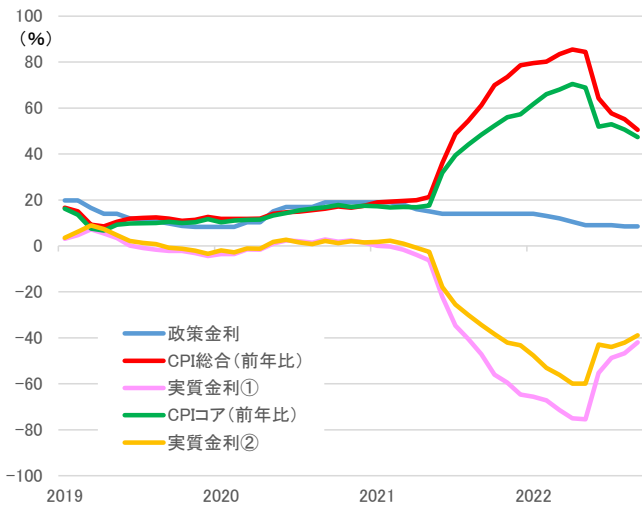
の差だ。結果は非常に読みにくい。一次投票の際はともに過半数を獲得できず、決選投票に至る可能性が高いと見る(図表2)。

支持率拮抗の背景にあるのは、トルコ国民がそれぞれ「何を取りたいのか」で分かれている点だ。

図3の通り、トルコ国民が考える最大の問題点は「経済」であり、これまでの経済的混乱について、エルドアン大統領の責任を問う声は大きく、中銀の独立性および金融政策の正常化を掲げるクルチダルオール氏の追い風となっている。また、2月に発生し、5万人以上の犠牲者が出た震災後の大統領の対応への不満も、クルチダルオール氏の支持率向上に寄与した。しかし、クルチダルオール氏は74歳とエルドアン大統領よりも高齢で、カリスマ性に欠ける点や、外交や国家安全保障、国防についての政策があいまいで現実味が見られない点がネガティブな要素になっている。

他方、エルドアン大統領は就任中、米国や欧州、ロシアとの間でギリギリのバランスを保った外交を行い、経済制裁などでトルコを危険にさらしたものの、強いリーダーシップを発揮したと見る国民は多い。アラブ首長国連邦(UAE)やサウジアラビア、イスラエル、エジプトとの国交について歩みを進めた点について評価する声も目立つ。実際、欧州とアジアを繋ぐ要所、そしてロシアにとっては「不凍港」を持つ隣国という、絶妙な位置にあるトルコは、歴史的に争いの絶えない土地で、外交面で強いリーダーを求める国民性が見受けられる。過去、エルドアン大統領の支持率が急激に伸びた時期が数回見られた場面は、いずれも政権が海外に対して毅然とした態度を示した時や軍事的な行動をとった際だ。このエルドアン大統領の外交面での強さと、失策続きの経済政策について、国民は「どちらを取るか」を迫られている。

図表4:トルコのCPIと政策金利及び実質金利



※実質金利①=政策金利-CPI総合 実質金利②=政策金利-CPIコア
 ※2021年9月にトルコ中銀は指標とするインフレを総合からコアへ変更
 出所:トルコ中銀、SFGI

3. 大統領選の結果でトルコリラは？

仮にエルドアン大統領が当選した場合、中銀に低金利を強要することを継続すると見られる。実際、4月21日、同大統領は「(自身が)政権を握っている限り、金利は低下し、それにとまってインフレは低下する」と発言している。当選すればトルコリラの減価は続く可能性が高い。

ではクルチダルオール氏が大統領になった場合はどうか。クルチダルオール氏は経済学者でもあり、エルドアン大統領の中銀への対応について痛烈に批判している。同氏が大統領となれば、中銀は独立性を取り戻し、金融政策は正常化の道を辿るだろうとの期待から、一旦はトルコリラが上昇する公算は大きい。

ただし、2019年のイスタンブール市長選の際、野党のイマムオール氏がわずかな差で与党候補を破ったことでエルドアン大統領は再選挙を強行したこともあり、素直に政権が移譲されるかがそもそも不透明だ。また、クルチダルオール政権が成立しても、同国経済に依然弱さが目立つ中で、果たしてどれだけ大幅な利上げを実施できるかも不確実性が高い。市場が期待するほど大規模な修正は困難で、微修正を繰り返すことを迫られる公算が大きいと見る。その結果、長期にわたって実質金利がマイナスの状態が継続するようなら(図表4)、一旦上昇したトルコリラへの減価圧力が再び強まる可能性もある。

また、同時に行われる大国民議会選挙の行方も重要だ。現状、エルドアン大統領の率いる公正発展党(AKP)を筆頭とする与党連合の支持率が5割近くを占め、クルチダルオール氏の率いる共和人民党(CHP)及びCHPと協調している善党(IYI)の合計支持率は4割前後と、後れを取っている。トルコは一院制のため、「議会在ねじれ

る」ということはないが、クルチダルオール大統領が実現する場合に現在の与党連合が過半数議席を取ってしまうえば、「大統領と議会のねじれ」は発生する。エルドアン大統領による憲法改正で大統領権限が強化されているものの、政策運営に支障をきたす可能性は高い。仮に、現与党連合が過半数議席を確保しない場合でも、多数派を現与党に握られればクルチダルオール政権は国政の運営に苦戦するだろう。元々「カリスマ性に乏しい」と言われていたクルチダルオール氏には、国民の厳しい目が向かいやすい。大統領が変わっても、トルコリラの価値の回復は一筋縄ではないだろう。

なお、短期的な話ではあるが、大統領選一次投票及び大国民議会選挙の後、大統領選決選投票の前である5月25日には、トルコ中銀の金融政策発表が予定されている。大統領選が決選投票までもつれ込む場合、エルドアン大統領が支持を伸ばすため、自身のロジックに基づき中銀に利下げするよう圧力をかけ、これが短期的にリラ安圧力となる可能性もある。

石川久美子

ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹 (おがわまき)
執行役員 兼 金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『(最新版)本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんのまさあき)
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



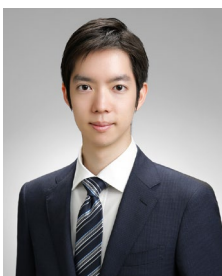
石川 久美子 (いしかわくみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべひろし)
金融市場調査部 担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもとじゅんたろう)
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之 (みやじまたかゆき)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

本レポートについてのご注意

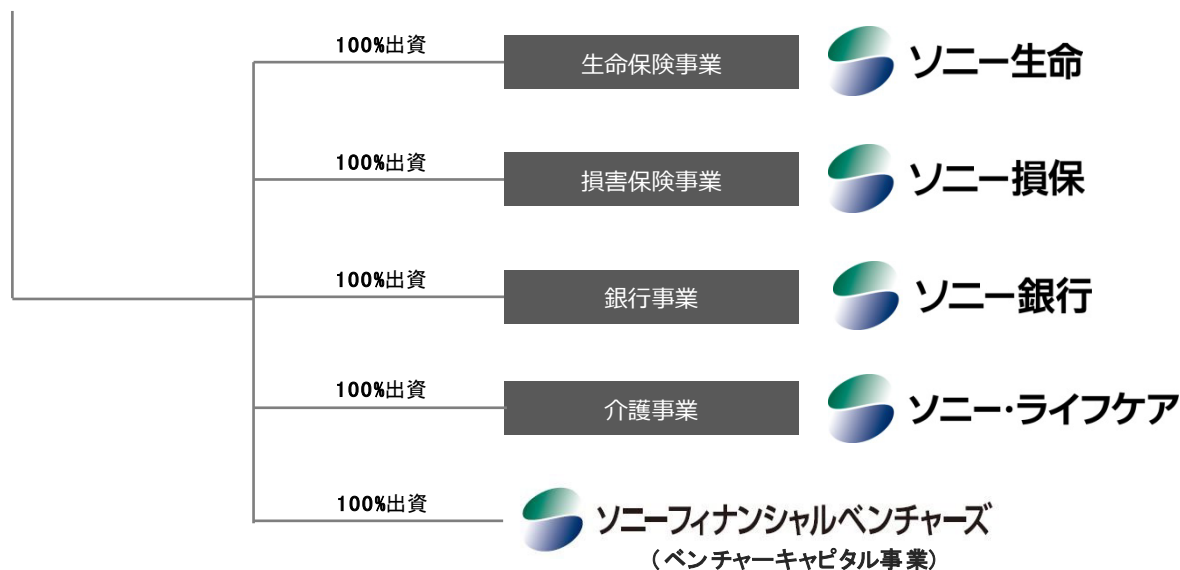
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ

ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>