



# “ジュネーブから今を見る” 今日のヘッドライン

欧州

2017年9月14日

## トルコの論点整理。足元はともかく。

トルコの高いインフレ率や通貨リラの水準から判断すれば、将来的に利上げも想定されます。しかし、経済成長を確実にすること、政治的な圧力を考慮に加えれば、市場予想通り、今回は政策金利を据置くことも見込まれます。

### トルコ金融政策会合：市場予想では主要政策金利などすべて据え置きが見込まれている

トルコ中央銀行は2017年9月14日に金融政策会合を開催します。会合を目前に控えての市場予想を見ると、主要政策金利(1週間物レポ金利=8.00%)と翌日物貸出金利(9.25%)や翌日物借入金利(7.25%)は据え置きが見込まれています(図表1参照)。本来は金融機関の資金不足回避の最終手段として例外的に用意した後期流動性貸出金利は、トルコ中銀が現状通常の資金供給を制限しているため、事実上の上限金利となっています。トルコ中銀は後期流動性貸出金利についても12.25%での据え置きが見込まれています。

### どこに注目すべきか：

#### 後期流動性貸出金利、実質実効為替レート

トルコの高いインフレ率や通貨リラの水準から判断すれば、将来的に利上げも想定されます。しかし、経済成長を確実にすること、政治的な圧力を考慮に加えれば、市場予想通り、今回は政策金利を据置くことも見込まれます。

まず、トルコの金融政策を整理すると、政策金利は「主要政策金利」と、金利の上限と下限を形成する「貸出金利」と「借入金利」があり、加えて4番目の事実上の政策金利として後期流動性貸出金利があります。トルコ中銀が通常の資金供給を控えていることから、大半の銀行が後期流動性貸出金利を利用していることから、市場でも事実上の政策金利と見なされるようになっていきます。

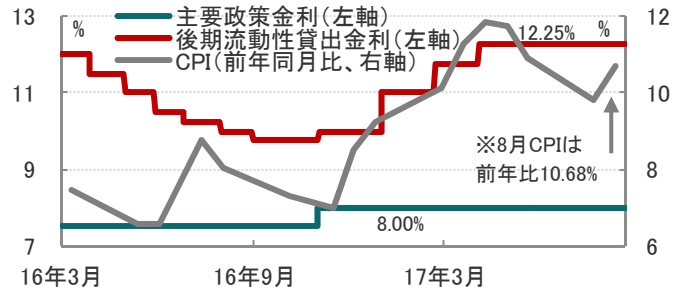
トルコ中銀の政策運営を見ても、年初からインフレ率の上昇に応じて、主要政策金利の方は8.00%で据置くも、後期流動性貸出金利は引上げています。トルコのインフレ率は、中銀のインフレ目標(5%±2%)の上限を超える2桁の上昇率となっている一方、政治から金利の引下げ圧力がちらつくことから、主要政策金利で据え置きを演出、後期流動性貸出金利の引上げではインフレ対応の実効性を確保した印象です。トルコのインフレ率は、足元再び上昇していますが、それでも低下の兆しが見られ、トルコ中銀が前回の声明で当面現状

を維持することを示唆しており、市場が今回据置きを予想していることも、もっともと思われます。

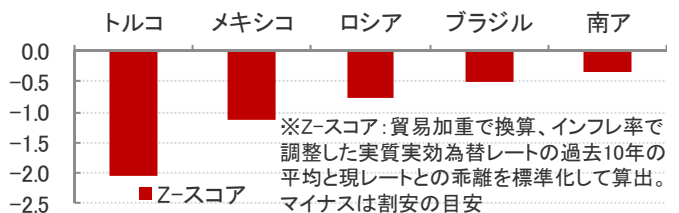
政治家が期待している利下げは、トルコの4-6月期GDP(国内総生産)成長率が市場予想を下回ったことが理屈にはなりそうですが、GDPを労働日ベースで換算すると決して弱い数字とも見られません。利下げまでには無理がありそうです。むしろ、通貨リラの水準は過去と比べ割安とも見られ、将来の方向性としては利上げの可能性も考えられます。例えば、リラの実質実効レートを標準化(平均値との差を標準偏差で除する)した値を他の高金利新興国と比べるとリラは割安と見られる一つの要因とはなりそうです。もっともトルコの地政学リスクが高まれば割安感はあっという間に消滅する展開も考えられ、不透明感は高いと思われます。しかしながら、経済指標などからは、将来的なトルコの利上げが見込まれます。

図表1：トルコの政策金利と消費者物価指数(CPI)

(日次、期間：2016年3月25日～2017年9月13日、CPIは月次)



図表2：主な高金利新興国の実質実効為替レート比較  
(時点：2017年9月直近値、国際決済銀行の実質実効レートを標準化)



出所：ブルームバーグのデータを使用してピクテ投信投資顧問作成



ピクテ投信投資顧問株式会社

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。