

基礎研 レター

高インフレ下の低金利誘導 —例外的な金融政策を指向するトルコの事例

経済研究部 准主任研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

1—要旨

世界各国で物価高・インフレが大きな問題になり、各国中銀が高インフレに対抗するために利上げを実施するなか、トルコは、エルドアン大統領が低金利政策を指向し、利下げ実施する例外的な国となっている。そこで、本稿では、伝統的なマクロ経済理論とは異なる政策を行うトルコの現在のインフレ状況について調査した。

得られた主な結果は以下の通りである。

- ・トルコ中銀は12年以降のインフレ目標を $5.0 \pm 2.0\%$ と定めて金融政策を運営してきたが、インフレ率が目標を上回る状況が続いていた。トルコでは大統領の意向が金融政策に反映されやすく中央銀行の独立性が低い。IMFは、中央銀行が政府からの独立性を強化するとともに、金融引き締めを実施することを推奨している。
- ・トルコのインフレ率は21年12月に前年同月比36.1%、前月比でも13.6%というトルコ・ショック時（18年後半）を大きく上回る数値を記録した後、急激に加速し、22年8月以降は前年同月比80%を超えている。合わせて通貨安も急激に進んだ。
- ・インフレ率のピークや持続性を考える上では、賃金動向や期待インフレ率の動向が重要な要素となる。トルコの場合、賃金上昇は物価上昇と合わせてスパイラル的に上昇しており、これはインフレの持続性を高める要因と言える。一方で、期待インフレ率については上昇しているものの、現実のインフレ率と比べると低めの状況が維持されている。
- ・なお、期待インフレ上昇のきっかけは、現実のインフレ率が（予想よりも）加速したことを受けて期待インフレが上昇したというよりも、大幅な通貨下落が発生したことが当初のきっかけであったように思われる。この点は特徴的である（合理的期待形成がなされたと解釈できる）。
- ・トルコは利下げを実施してきたが、世界全体で見れば金融引き締めが優勢であり、世界的には需要が低下しインフレ圧力も低下すると見られる。これは、トルコにとっても（インフレ率の実績と比較して）低めにとどまる期待インフレと合わせてインフレ鎮静化に資する可能性がある。
- ・中央銀行の独立性が実質的に失われ、金融政策の舵取りが不十分なトルコのインフレ見通しにおける不透明感が高く、また不安定であると思われるが、それだけに、今後の動向が注目される。

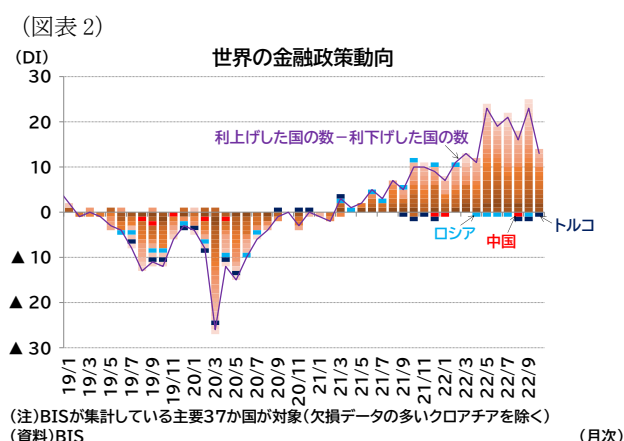
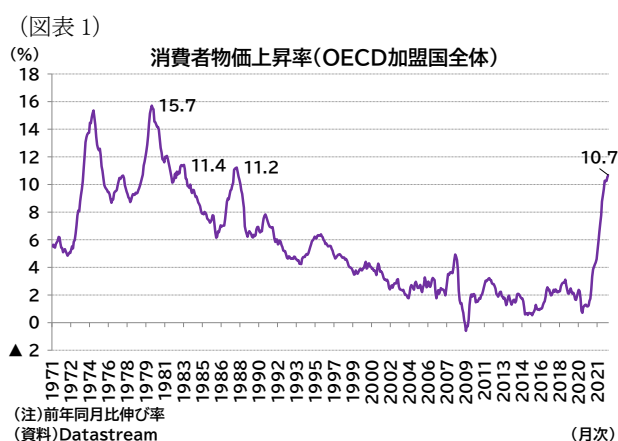
2—例外的な金融政策を指向するトルコ

世界各国で物価高・インフレが大きな問題になっている。日本を含めた主要先進国はおよそ40年振りの高インフレに見舞われている（図表1）。IMFは高インフレを受け、22年10月に公表した経済見通し¹で「生活費危機への対処」との副題を付けた。

各国中銀は高インフレに対抗するため、21年からは金融引き締めを行う国が増え、22年以降はFRBやECBも積極的な利上げを実施、インフレ抑制への姿勢を明確にしている（図表2）。しかし、トルコはこうした状況の中、高インフレにもかかわらず、むしろ利下げを実施している例外的な国である²。

伝統的なマクロ経済理論では、インフレ抑制のための金融政策として引き締め（利上げ）を行うことが常道とされているが、トルコでは、エルドアン大統領が低金利政策を指向しており、中央銀行の人事権も利用しつつ³中央銀行に利下げを促してきた。

現状、金融引き締めを行う主要国のインフレ率についてもその鎮静化のタイミングは不透明な部分が多い。ましてや、金融政策での舵取りが不十分なトルコのインフレ率がどうなるのか予想することは難しい。一方で、トルコの政策運営が特殊であるだけに、主要国がインフレ動向を見極める上で重視する期待インフレ率や賃金の動向についてトルコの状況を確認し、今後、主要国とトルコで展開に違いが生じるのかを追っていくことは興味深い内容でもある。そこで本稿では、まず足もとまでのトルコのインフレ状況について調査した。



3—トルコの近年のインフレ推移

まず、近年のトルコのインフレ率を確認したい。直近の21年後半からのインフレ高進が目立つが18年後半にもインフレが加速する局面があった（図表3）。

当時（18年後半）の通貨安は「トルコ・ショック」とも呼ばれ、今般の高インフレ局面とも共通しているが、いずれも通貨（トルコリラ）の下落が見られている。

なお、目立って高いインフレ率を記録していない時期においても、10%前後のインフレ率を経験している。トルコは慢性的なインフレ状況にあったと言え、特に17年頃からは2桁台のやや高め

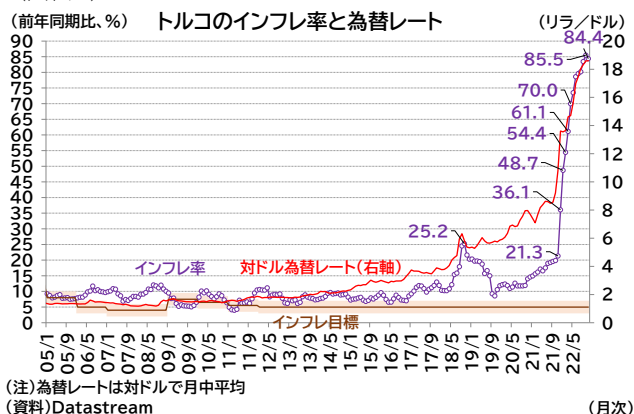
¹ IMF, WORLD ECONOMIC OUTLOOK REPORT OCTOBER 2022, COUNTERING THE COST-OF-LIVING CRISIS

² トルコ以外に利下げを実施している国として、インフレ率が低位で推移し景気鈍化が鮮明化している中国と、ウクライナ侵攻後の資本防衛策として大幅に金利を引き上げたロシアが挙げられる。

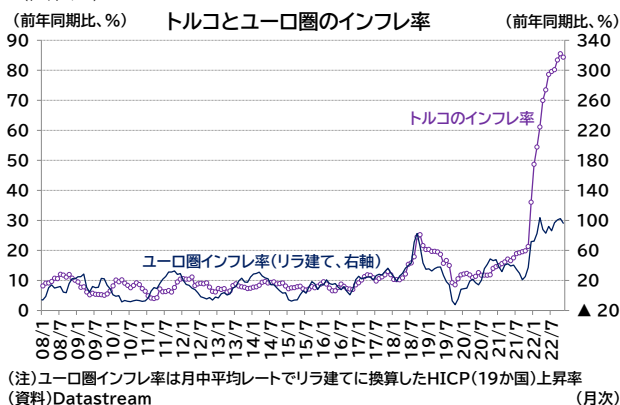
³ トルコでは中央銀行総裁を含めた政策委員を大統領が任命できる。

フレ率が常態化していた。12年以降については、トルコ中銀がインフレ目標を5.0±2.0%と定めて金融政策運営を講じてきたが、持続的に目標を上回るインフレ率であったことになる。トルコでは大統領の意向が金融政策に反映されやすく中央銀行の独立性⁴が低いことから、従来からIMFは金融政策の信頼性強化を優先的に対応すべき事項として指摘しており⁵、今年の4条協議報告書でも中央銀行の独立性を伴う金融引き締めを推奨している⁶。

(図表 3)



(図表 4)



トルコ・ショック時のインフレ高進は前年比で20%半ばに達した後にピークした後、19年に入ってインフレ率は鎮静化した⁷。一方、現在直面している21年後半以降のインフレ高進は現時点では、明確なピークアウトが見られない。

図表4では、トルコのインフレ率とユーロ圏のインフレ率(リラ建てに換算後)を記している。トルコ・ショックを含め、21年中盤までの時期においては、トルコのインフレ率は近隣であるユーロ圏のインフレ率(をリラ建てに換算したもの)に概ね連動して動いていた。ただし、足もとの高インフレはこの傾向から大きく乖離する急激な上昇となっている。特に、21年12月に前年同月比36.1%、前月比でも13.6%というトルコ・ショック時を大きく上回る高い数値を記録した(図表5)。22年8月以降は前年同月比80%を超えるインフレ率となっている。

為替相場下落は足もとの高インフレと合わせる形で急激に進んでいるが、物価変動を加味した為替レート(実質為替レート)で見ると、21年以降は横ばいで推移している(図表6青線)。つまり、ちょうど通貨安を反映したインフレが進んだとも言える。図表4に示されている21年中盤までのユーロ圏の物価と連動する傾向からは乖離したものの、通貨安とインフレ高進は理論整合的に進んだとも言えるだろう⁸。

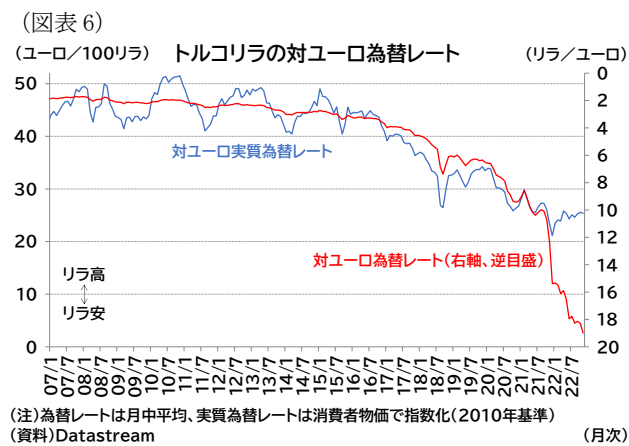
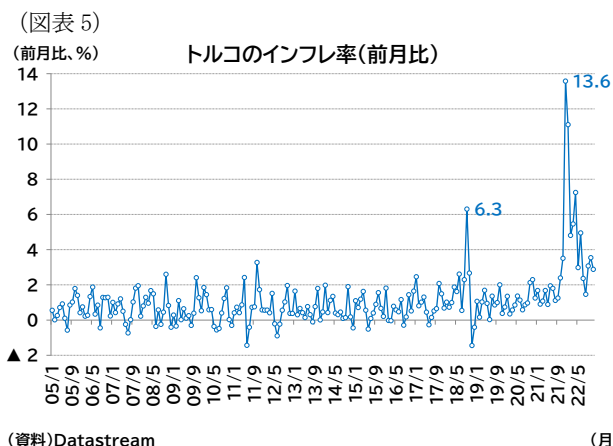
⁴ 中央銀行を政府の政策運営から独立させること。日本銀行では「各国の歴史をみると、中央銀行には緩和的な金融政策運営を求める圧力がかかりやすいことが示されています。物価の安定が確保されなければ、経済全体が機能不全に陥ることに繋がりがかねません。こうした事態を避けるためには、金融政策運営を、政府から独立した中央銀行の中立的・専門的な判断に任せるのが適当であるとの考え方が、グローバルにみても支配的になっています。」と解説されている(日本銀行「日本銀行の独立性とは何ですか?」『教えて!にちぎん』(22年12月6日アクセス))。

⁵ IMFは19年に公表した4条協議報告書で、トルコの金融政策については、緩和的であり、インフレ率、インフレ期待のさらなる引き下げや脱ドル化のために金融政策の信頼性強化が優先事項であると指摘している(IMF(2019), Turkey: 2019 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Turkey, December 26, 2019)。

⁶ IMF, IMF Staff Completes 2022 Article IV Mission to Türkiye (22年12月6日アクセス)。報告書は本稿執筆時点では未公表。

⁷ 上記報告書において、IMFは、トルコの18年の高インフレは通貨安と期待インフレの上昇によってもたらされ、その後、負のベース効果や通貨安からの回復、景気の減速によってインフレ圧力が急速に減少したと評価している。

⁸ この観点からは、10年代は、通貨安ほどには国内のインフレ率(消費者物価ベース)が進まない(あるいは、国内のインフレ率以上に通貨安が進んだ)という関係があったとも言える。図表4ではリラ建てユーロ圏のインフレ率とトルコのインフレ率は異なる目盛幅(スケール



4—高インフレの持続性

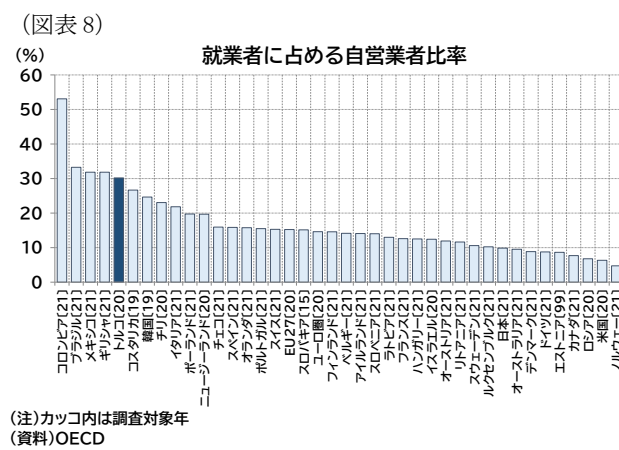
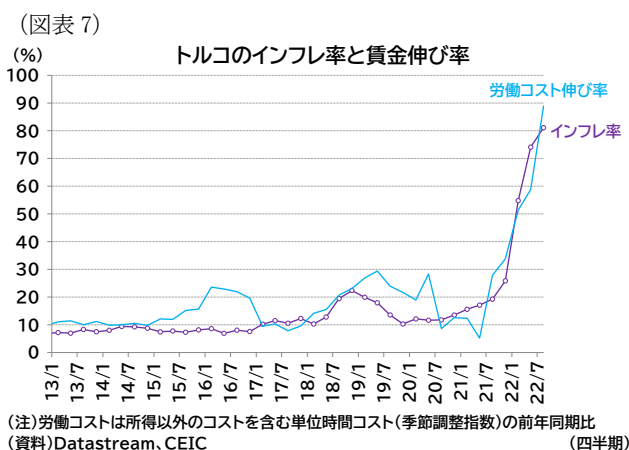
注目される点は、今後、インフレ率がどこまで上昇するか、どの程度持続するのか、である。

高インフレのピークや持続性は、トルコに限らず注目されており、上述のIMF世界経済見通しでは、第2章において先進国における賃金・物価スパイラルの可能性について分析し、また期待インフレ率が賃金上昇率の動向に重要である点を指摘している。IMFは先進国の過去事例においては、賃金・物価のスパイラルリスクは限定的であるとしつつも、今般の高インフレ下においては期待を安定化させるために中央銀行のコミュニケーションや金融引き締めが重要であるとしている。

このIMFの分析には(新興国として分類される)トルコは対象として含まれていないが、以下ではインフレ率の先行きを占う上で重要な要素である、トルコの賃金上昇率や期待インフレ率について見ていきたい。

1 | 賃金の状況

まず、賃金の動向であるが、結論を言えばトルコではインフレ高進と合わせて、賃金も上昇している(図表7)。



なお、トルコの場合、就業者のうち自営業者比率が高いという点も補足しておきたい(図表8)。先

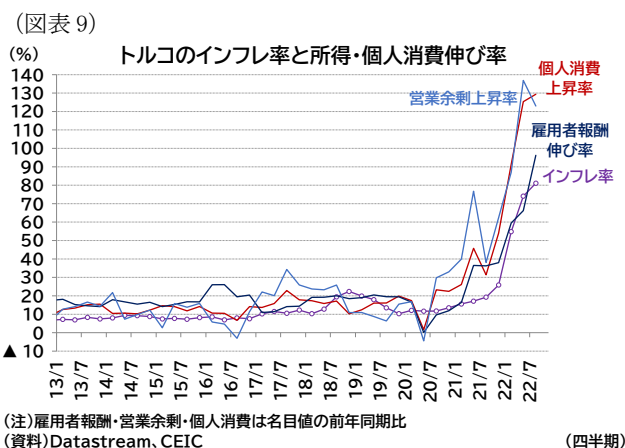
ル)で表示しているため、乖離しているが、足もとのリラ建てユーロ圏のインフレ率(100%前後)とトルコのインフレ率は近い値になっている。そのため実質為替レートが横ばいで推移していることになる。

進国は雇用者（給与所得者）が多いため、インフレによる購買力の低下が生じるか否かは賃金の動向が重要となるが、トルコでは自営業者など自身が生産者・価格設定者に近い立場にある労働者も多い。

こうした労働者の所得環境を細かく把握することは難しいが、マクロの統計で見ると（図表9）、トルコでは経済全体で見た名目雇用者報酬の伸び率が概ねインフレ率（消費者物価上昇率）と同程度に伸びているだけでなく、企業利益に相当する名目営業余剰もインフレ率を大きく上回る伸び率を記録しており、インフレ率による所得の目減りは限定的であると想像される。その結果、名目個人消費はインフレ率を上回る伸び率を記録している。

したがって、所得の観点からは、トルコは高インフレが継続する素地があると考えられる。裏を返せば、消費者の購買力が失われていないため、高インフレ下においても、マクロデータを見る限り経済パフォーマンスは、決して悪いとは言いきれない。

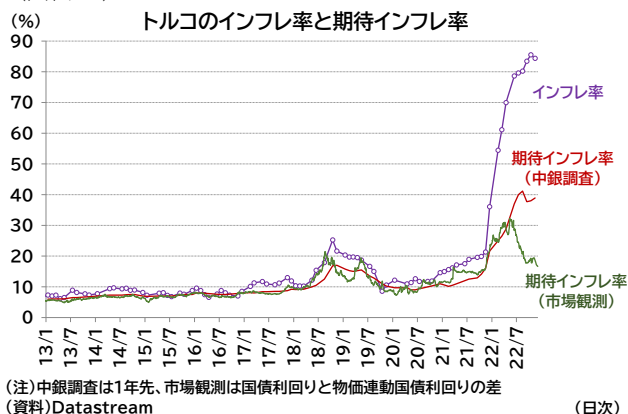
トルコの高インフレは、ラインハート・ロゴフが言及する「インフレ危機」に相当する伸び率を超えており、通貨下落率も「通貨暴落」に相当状況となっている⁹。急激に高インフレ・通貨安が進行した際には抗議デモが発生するなど、経済への影響を過小評価することは禁物ではあるものの、高インフレに順応しているとも言える¹⁰。



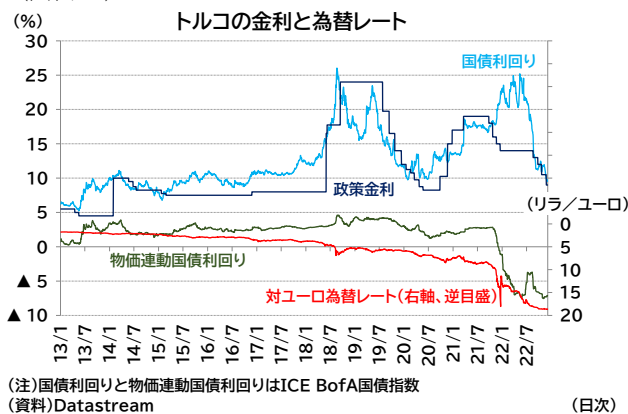
2 | 期待インフレ率の状況

続いて、期待インフレ率の状況も確認したい。

(図表10)



(図表11)



まず、トルコでは、中央銀行が月次で専門家向けの調査を実施している（図表10の赤線）¹¹。この

⁹ インフレ率について、前年比40%（ただし第1次世界大戦前の低インフレ期も加味すれば前年比20%）が高インフレの目安、通貨について、年25%（同じく年15%）を通貨暴落の目安として挙げている。カーメン・M・ラインハート、ケネス・S・ロゴフ（2011）『国家は破綻する 金融危機の800年』『日経BP社』（村井章子訳、原著はThis Time Is Different, Princeton University Press, 2009）を参照。

¹⁰ もともと慢性的に高めのインフレ率を経験しており、ドル化も進んでいたため、高インフレや通貨安といったショックへの対応力が備わっていた可能性などが考えられる。例えば、渡辺努（2022年）「物価とは何か」『講談社選書メチエ』では、高インフレに順応するスーダンの状況に言及している。

¹¹ TCMB, Survey of Market Participants を参照。

データによれば、1年後のインフレ率見通しの中央値は現実のインフレ率が加速した後、緩やかに上昇したが、22年8月に約40%まで上昇した後、頭打ちになっていることが分かる。

なお、金融市場データは日次で取得できるため、いつ期待インフレ率が上昇したのかをより細かく把握できる。物価連動国債利回りを見ると、21年10月後半から大きく利回りが低下しており、この頃に投資家の期待に大きな変化があり、期待インフレ率が急上昇したことが示唆されている（図表11の緑線）。実際、この（期待）インフレが高進した）前後に発生した主要なイベントを時系列で並べて確認してみると次のようになる。

21年3月20日：エルドアン大統領が、金融引き締め積極的に積極的なアーバル総裁（当時）を解任

21年9月23日：トルコ中央銀行がカブジュオール新総裁の下で初めてとなる利下げ¹²

21年10月21日：トルコ中央銀行が利下げ〔2会合連続〕

<10月後半からリラ安が加速、物価連動国債利回りも大幅低下>

21年11月3日：トルコ統計局が10月のCPIを公表（19.89%〔予想¹³20.35%を下回る〕〕

21年11月18日：トルコ中央銀行が利下げ〔3会合連続〕

21年12月16日：トルコ中央銀行が利下げ〔4会合連続〕

<リラ安がさらに進み当時の最安値に、物価連動国債利回りはマイナスに>

21年12月3日：トルコ統計局が11月のCPIを公表（21.31%〔予想20.7%を上回る〕〕

21年12月20日：エルドアン大統領が、通貨防衛策としてのリラ建て預金保証策に言及

<リラが一時的に急反発>

22年1月3日：トルコ統計局が12月のCPIを公表（36.08%〔予想27.36%を大幅に上回る〕〕

22年1月20日：トルコ中央銀行が政策金利据え置き

ここから、期待インフレの上昇は、エルドアン大統領が21年に中央銀行総裁にカブジュオール氏を任命し、その下で実際に利下げが行われた後に起きていることが分かる（上記枠内下線部）。

トルコは外貨準備が十分ではなく、為替介入による通貨安定に限界があると見られている¹⁴。そのため、利下げにより為替に売り圧力が強まると、その勢いを止めることができず、輸入物価の上昇を通じたインフレ圧力を生むことが連想されやすく、期待インフレ率が上昇したものと見られる（図表11の為替レート（赤線）も参照）。

上述したようにトルコ中銀の信認低下は以前より指摘されており、もともと不安定な状況だったとも言える。これまでは実際のインフレ率が（目標まで低下しなかったものの）上昇し続けるという状況に陥ることはなかったが、21年後半に入り、低金利を指向する中央銀行の防衛策に限界があるなかでの通貨急落という「きっかけ」が作られたことで、期待インフレ率も上昇したと言える。

¹² またこれまで声明文に記載されていた「政策金利はインフレ率を上回る水準で維持される」としていた部分を削除。

¹³ Bloomberg 調査の中央値。

¹⁴ IMFは2021年の4条協議報告書で、通貨スワップを除く純外貨準備高がマイナスであることを指摘している（[IMF \(2021\), Turkey: 2021 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Turkey, June 11, 2021](#)）。また、例えば次のような報道も見られる。[Adam Samson, Laura Pitel and Ayla Jean Yackley, Turkey's tumbling foreign assets hint at 'aggressive' lira intervention, Financial Times, DECEMBER 23 2021](#) (22年12月6日アクセス)。

注目は、21年10月の現実のインフレ率は（予想対比で見ても、過去の実績と比較しても）それほど高い結果ではなかったという点である。つまり、期待インフレ率が上昇する「きっかけ」は現実のインフレ率が高かったことから生じたわけではないと見られる（現実のインフレ率が予想を大きく上回ったのは22年1月公表のデータからである）。将来のインフレ期待が上昇したきっかけは、過去のデータではなく、通貨安が発生しインフレ率が高まるだろうという予想だったと言える（適応的期待形成ではなく、合理的期待形成がなされたと解釈できる）。

5——低金利誘導の行く末は？

前節で見たように、目下、トルコでは緩和的な金融環境で賃金と物価がスパイラル的に上昇しているため、これはインフレを持続させる要因と言える。一方で、期待インフレについては、現実のインフレ率と比べて低めの状況が維持されている。仮に、インフレ期待に現実のインフレ率が誘導されていくとすれば、これは今後のインフレ鎮静化を示唆していることになる。あるいは、実際のインフレ率の高止まりが続けば、インフレ期待が上昇するという状況に向かう可能性もある（後者は、主要国において中銀が懸念している事柄である）。

なお、海外に目を転じれば米国を中心にトルコ以外の主要国で金融引き締めを実施し、世界全体の需要が抑制的になっている。トルコの金融環境は緩和的であるが、世界全体で見れば需要が低下してインフレ圧力も減少しているため、トルコのインフレ鎮静化に資する可能性がある（この意味ではトルコが海外の金融引き締め策に便乗していると言えるだろう）¹⁵。

国際機関の見通しに目を転じると、インフレ率についてIMFは22年73%、23年51%、24年24%と予想（22年10月時点）、OECDは22年73%、23年45%、24年42%と予想している（22年11月時点）¹⁶。22年までは両者の見通しともに高インフレが継続するとしているが、24年の見通しに関しては乖離も大きい。

上述した通り、中央銀行の独立性が実質的に失われ、金融政策での舵取りが不十分であるトルコのインフレ見通しは不透明であり、不安定であると思われる。本格的に通貨の信認が低下すれば「ハイパーインフレ」と呼ばれるような物価高に歯止めがかからなくなる恐れもある。それだけに、今後、トルコのインフレ率がどのように推移していくのか、特にグローバルなインフレ動向に追随して次第に落ち着いていくのか、グローバルな動向と乖離しインフレの加速が止まらないという状況に陥ってしまうのが注目される。

¹⁵ 例えば、FRBは、米国の金融政策の波及効果に関して、海外経済が「為替レートの変化」「対米需要の変化」「海外金利の変化」による波及効果を受けるとしており、為替レートは米国の金融政策と逆方向の近隣窮乏化的な効果をもたらす（例えば、米国の金融緩和に対して海外経済はドル安となり引き締め効果が生まれる）が、対米需要と海外金利の変化は米国の金融政策と同じ方向の効果をもたらすとの分析を紹介している（John Ammer, Michiel De Pooter, Christopher Erceg, Steven Kamin (2016), [International Spillovers of Monetary Policy](#), IFDP Notes, February 8, 2016）。米国の金融政策の波及に関しては、13年に米国で量的金融緩和の縮小が示唆された際に、特に新興国を中心に金融市場のタイト化が見られたこと、つまり米国の引き締めが世界全体に波及したこと（いわゆる「テーパータントラム」）が有名である。

¹⁶ トルコは22年11月まで政策金利の引き下げを実施して9%としているが、見通し作成時点ではトルコ中銀がどの程度まで金利を引き下げるのかが不明であり、見通しにも反映されていないと見られる点に留意。