

国際通貨基金 (IMF) による 4 条協議¹ (スタッフの報告書)

トルコ (2018/2/16)

近年の課題、概況及びリスク

1. 2017 年の成長は、非常に強く、2018 年には、若干の減速が予想される。

2017 年の内需が活力ない時期に、国によるローンの保証というかなり大きい信用刺激策と財政政策が、経済をサポートした。輸出は、落ち着いたリラを背景とした強い外需により、急激に拡大した。2017 年に経済成長は、潜在成長率を優に上回る約 7% と予想されている。結果として、需給ギャップがプラスとなっている。スタッフの基準では、幾分弱い政策刺激により、本年度の成長は 4% が予想されている。

2. インフレーションは、目標を軽く超えており、さらなる政策の修正なしで、持続することが期待されている。

インフレーションは、当初、リラの大幅な下落に影響を受け、部分的に、より高い需要、コスト圧力の上昇及びインフレ期待の上昇のせいで、その後ずっと上昇してきた。ベース効果からすると、この年の早期を通じて消費者物価指数は、下落するように見えていたものの、スタッフの見解では、インフレーションは、さらなる金利の上昇なしに今年も、またしても二桁台で終えそうである。

3. 対外経常収支の赤字は、GDP の 5% を超える水準にとどまるように思われる。

輸出は、非常に良い結果となってきたにもかかわらず、より高い燃料価格、強い需要主導及び金の輸入の増加が、昨年の大きな経常収支の赤字に導いた。これは、主に、ユーロボンドの発行、他の投資資金の流入、外貨準備の引き出し、望まれる水準には不足する直接投資の流入により調達された。観光セクターの回復にもかかわらず、継続した内需の強さとより高い石油価格が、巨額な外部からの調達ニーズを残し、今年の経常収支の赤字幅をさらに広げることが予想される。外貨準備は、相対的に低く、トルコの総外部調達ニーズのほぼ半分程度のみをカバーしている。

¹ 訳者注釈：IMF4 条協議は、「国別サーベイランス」とも呼ばれ、IMF 協定の第 4 条に基づき、国際通貨基金 (IMF) が通常年一回実施する、各加盟国の経済政策に関する包括的な協議 (コンサルテーション) のことをいう。これは、IMF のエコノミストチームが当該国を訪問して経済と金融に関する情報を収集し、政府や中央銀行のスタッフと経済政策について議論し、IMF のマネジメントに調査結果を報告するもの。スタッフの報告書は、このうち、調査結果 (報告) は、IMF の全加盟国を代表する IMF 理事会にも提出され、同理事会で議論される。また、報告についての理事会の見解の要旨は、当該国の政府に送られることにより、国際社会の見解や国際的な経験に基づく教訓が当該国の経済政策に反映される。

4. 外部環境がネガティブに変化すれば、リスクの領域は、より明確になろう。

巨大な外部調達ニーズ、限定的な外貨準備、短期の資本流入への依存の増加及び高い外国為替リスクへの企業のエクスポージャーが弱点である。建築建設セクターにおける供給過剰の可能性の兆候も、また表れ始めている。リスクの引き金は、その特徴から予想するのは難しい一方、それらは、投資家のエマージングマーケットに向かうセンチメントの変化や、地政学的な課題、国内の課題から生じるであろう。

政策上の協議事項

主な、政策上の課題は、トルコの経済を下落させるリスクから守る一方、持続的な成長を強化する信頼できるが、均斉の取れた方法で、マクロ経済政策を再調整することである。中長期の成長を補強する注目される構造改革と相まって、これは、エマージングマーケットに向かう世界的なセンチメントの反転の可能性に対処することで、トルコを適切な状況に置くこととなろう。

通貨及び金融セクターの政策

5. インフレーションを制御することは、金融政策上の最も重要な課題として残っている。

トルコ共和国中央銀行(CBRT)実効金利の過去1年を通じた500bpの利上げは、インフレを阻止し、期待インフレ上昇を予防するのに十分ではなかった。これは、全ての3つの経路(需要超過、コスト圧力及び為替レート下落)が、インフレーションの上昇圧力として働いたためである。スタッフの見解では、修正された政策パッケージの一部として、前倒しの金融引き締めが、中央銀行のインフレ予測の信頼性を担保し、5%のインフレ目標に徐々に近づけるために求められる。確かな引き締めは、CBRTに、まだ良好な世界の流動性の状況において、その国際準備を増加させることを可能にもするかもしれない。時間をかけた金融制度の簡素化が求められる。

6. 中小企業への外国為替(FX)の借入リスクに対する最近の手段は、正しい方向への一歩である。

銀行は、ホールセールFXファンディングに過度に依存しており、企業のFX債務の負担は高く、経済の脆弱性の原因である。FXがヘッジされていない企業の借入れの制限への最近の動きは、歓迎されるものであり、一般的に、過去のスタッフの勧告に沿ったものである。企業のFX借入れに関する規制の追加的な強化はいくつかの大企業のオープンとなっているFXのポジションから生じる脆弱性を軽減するであろう。

7. 信用保証基金(CGF)²を適正な目標水準にするという当局の意思決定は、望まれる。

昨年の CGF の拡大(難しい状況で導入)は、信頼と成長に強い貢献をした。しかし、銀行の調達コストにプレッシャーを与えた。現状のオーバーヒートの兆候と、銀行と中小企業に対するより長期の持続的なインセンティブをリセットする必要性が、ファシリティの未使用部を計画された目標水準に向かわせることとともに、サポートメカニズムの緩やかなフェーズアウトを求めている。

8. マクロプルドンシャルな手法が、金融の安定維持に集中するために必要である。

マクロプルドンシャルな政策の変更は、需要の管理を目的とするよりは、金融の安定を維持し、バッファの構築に関する長期間の検討により導かれるべきである。2016 年に始まった消費者および企業の借り入れの緩和を行った政策は修正されるべきである。

財政政策

9. トルコの強力な財政アンカーは、数年を通じ、重要な役割を任ってきた。

しかしながら、将来を見ると、当局は、圧力の 2 つの源泉を警戒する必要がある。① 予算における硬直性の拡大の中での、基礎的な支出と税収間の差の拡大、② 及び増大する偶発債務を通じた財政余地の縮小。これは、最も成功しそうに思われる長期の開発プロジェクトに関する保証の制限を含む、財政及び疑似財政政策を注意深く設定することを求めている。

10. 着実かつ熟慮された財政再建は、不均衡を是正し、投資家のセンチメントを強化するのに役立つであろう。

一時的な税免除の終了と、法人税の税率の上昇、所得税免除の削減及び自動車に関する消費税の増税のような新たな税制の導入は、望まれる。しかしながら、これは、新たな税免除と雇用奨励金を伴っていた。また、さらなる施策が、2019 年までに、GDP 約 50%の基礎的財政収支の黒字化へと中央政府の会計を持っていくために必要とされる。これらには、① 歳入ベースの拡大、直接税の引き上げ、付加価値税(VAT)のシステムの効率性の改善。② 原則、賃金支払い額を犠牲にせず、予算の硬直性を制限すること。③ 特別な奨励金を抑え、そのような奨励金に信頼できる時限を設けることで予算規律を強めること。④ さらに、透明性を提供し、時宜にかなった費用であることを含んでいる。VAT システムの改革に対する当局の継続中の努力は、好ましいものである。

11. 財政の透明性と財政リスクマネジメントの改革は、始まったが、更なる改善が必要。

関連した他の偶発債務として、官民パートナーシップ(PPP)活動が急激に伸びていった。スタ

² 訳者注釈：中小企業向けの支援策

スタッフは、最近の IMF と世界銀行テクニカルアシスタンスによるサポートされた PPP リスクマネジメントとレポーティングの枠組みを強化する当局の施策を好ましく思っている。この構築は、財政余地を保ち、長期債務の持続性を補強する助けとなるであろう。さらに幅広く、予算外、中央政府以外の政府機関及び、新たに設立されたトルコソブリンウェルスファンド(SWF)のような機関の領域および役割は、最大限の透明性をもって、注意深く規定され、モニタリングされることが必要である。

構造政策

12. 重点的に取り組まれる構造改革は、中期的な成長を支えることを手助けするであろう。

主に、資本と労働力の増加を反映した経済成長であって、生産性の成長のすべての要因は、過去 10 年を通じてさえないものであった。それ故、有利な点は、必要とされる改革を履行するために、現状の強い循環的な経済成長の状態を利用できることである。

13. 労働市場の改革は、この関連で非常に重要である。

トルコの自然の人口統計上のアドヴァンテージを脅かすスキルギャップが存在する。同様に、いまだ低い、女性労働参加率を改善することへの対応は、潜在成長率を上昇させるために重要である。これらの分野で、さらなる改革なしには、重要なリソースが、使われないままになるであろう。さらなる改革が、注目される可能性がある。①より高い水準を通じた教育改善の成果とさらなる職業上の訓練のサポート。②託児所のような、フレキシブルかつパートタイムの機会を強化すること。③さらに、解雇手当の改革などである。

他の構造改革は、成長見通しをまたサポートする。

これらは、自発的な個人年金システムへのより高い参加を強化するような、投資環境及び制度的なキャパシティを改善することを含む。

データ

スタッフは、当局による開示頻度の高い指標への改善を行い、今年の国民所得勘定で、民間及び公的投資へのブレイクダウンのデータ提供を行う計画を望ましいと考えている。スタッフは、強固な透明性を手助けするこれらの改善の素早い完成の必要性を主張する。

難民

16. 難民受け入れにおけるトルコの寛容さは、グローバルな例として役立つ。

非公式な分野が、難民の雇用の主たるものの一つであったことを認識しているものの、一時的な保護に基づき、難民の労働の許可の導入は、非常に好ましいものである。難民の公式

な労働市場へのさらなる参加を保証するために、労働許可の適用プロセスと事業の創造を、より簡素化する必要がある。

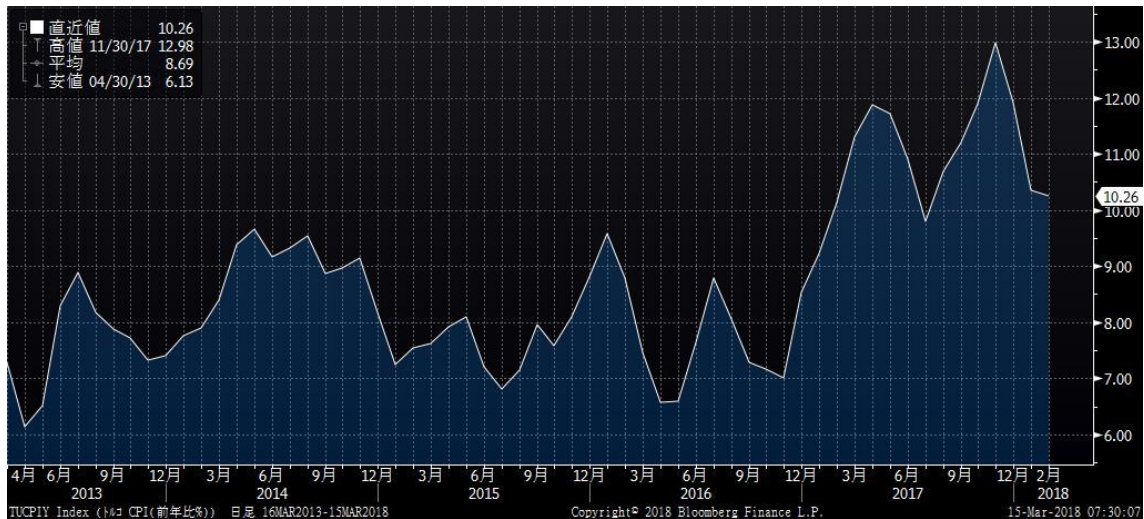
<http://www.imf.org/en/News/Articles/2018/02/15/ms021618-turkey-staff-concluding-statement-of-the-2018-article-iv-mission>

グラフ 1:トルコリラ円の推移



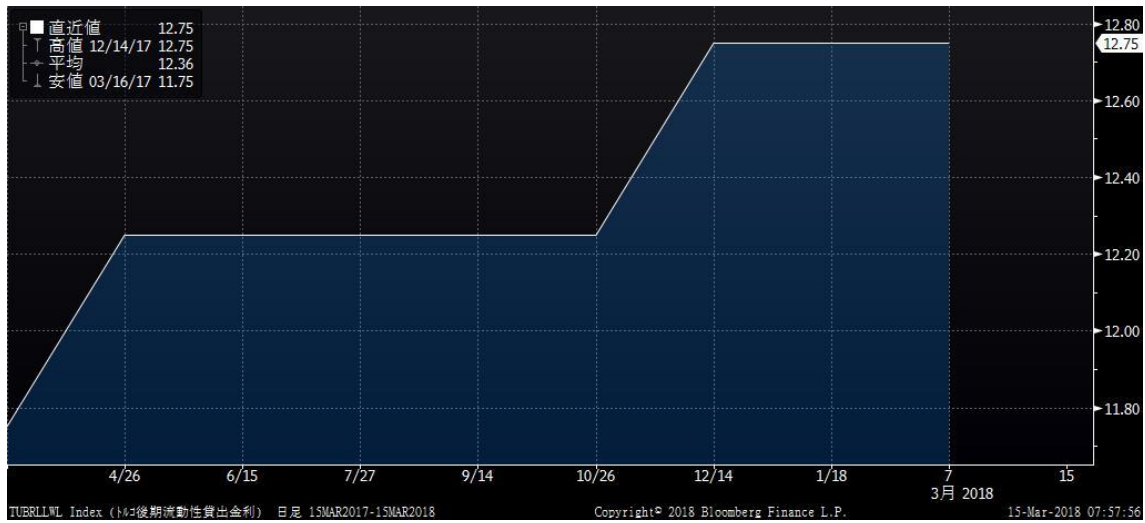
出典: Bloomberg

グラフ 2:トルコの CPI の推移



出典: Bloomberg

グラフ 3: 後期流動性貸出金利(実質的な政策金利: 大半の銀行が利用)



出典: Bloomberg

記者私見

- 2017年は、トルコ経済はかなりの成長を遂げた。
- トルコ経済を支えた要因は、政府の対策、投資の増加、輸出の増大、個人消費の回復である。
- 経常赤字を相殺する資金調達が、主として短期資本の流入によって手当てされていることが指摘されている。比較的少なめの内国直接投資が縮小するようなことがあれば、経常収支のギャップを手当てするために、ますます短期資本に頼ることになり、グローバルな金融投資家に対する依存度が高まり、為替レートのボラティリティが大きくなる可能性がある点、注意が必要と思われる。

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品（有価証券を含みますが、これに限られません）の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものでもありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社および、またはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

本書は、2018年2月16日付けで国際通貨基金(IMF)が発出した Mission Concluding Statement『Turkey: Staff Concluding Statement of the 2018 Article IV Mission』の一部をお客様の参考に資するため提供する和訳文です。原文(英語)と和訳文に齟齬がある場合は原文(英語)が優先し、三田証券は和訳文の正確性について責任を負うものではありません。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11
加入協会 日本証券業協会
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター
資本金 5億円
主な事業 金融商品取引業
設立年月 昭和24年7月
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。