

# 深まるトルコの苦境

## 政策が手詰まりになる中、トルコリラはじり安

欧米調査部ロンドン事務所長

山本康雄

+44-20-7012-4452

yasuo.yamamoto@mhcb.co.uk

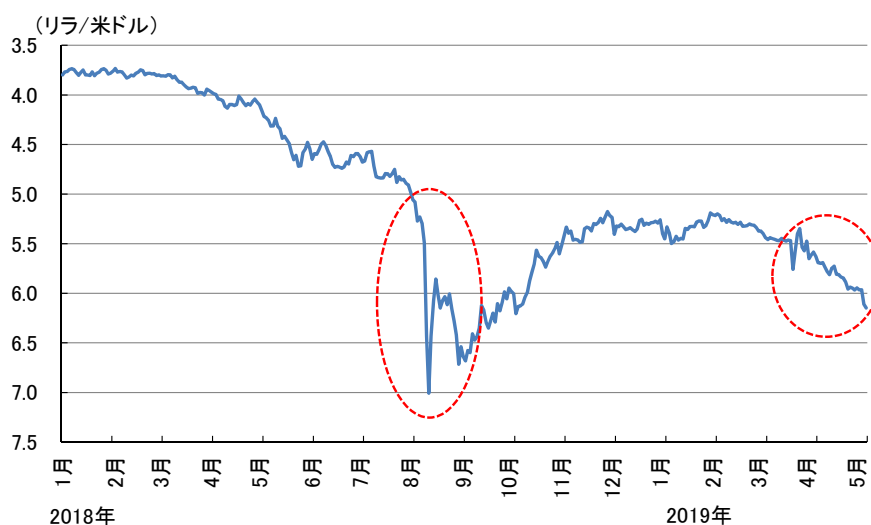
- 昨夏の暴落後に持ち直していたトルコリラは、外貨準備の減少を契機に3月に再び動揺した。統一地方選を前にしたエルドアン政権は事実上の資本規制で対応し、市場の信頼を失った。
- 3月末の統一地方選は与党連合が都市部で苦戦したものの、全体では過半数を維持した。2023年まで大きな国政選挙がないため、経済構造改革に取り組む時間は十分にある。
- 財政・金融を引き締めつつ、債務圧縮を進める必要に迫られたトルコの政策対応余地は限られている。しかし、今のところトルコ政府・中央銀行は場当たりの対応に終始している。

### 1. トルコリラ市場は2019年春、再び動揺

昨年8月の暴落後、トルコ政府・中央銀行の政策転換、対米関係の改善（トルコ当局が拘束していた米国人牧師を釈放）を背景に、トルコリラ市場は落ち着きを取り戻し、年末にかけて対米ドルで値を戻す展開となっていた（図表1）。

しかし、今年3月になってトルコリラ市場は再び動揺し、対米ドルで下落基調が強まっている。トルコ中央銀行が公表する統計の中で、3月前半の外貨準備減少が明らかになったことがきっかけとなった。

図表1 トルコリラ対米ドル為替レートの推移



(注) 直近は5月7日。

(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

トルコ中銀は週次でバランスシートデータを公表しているが、そこに純外貨準備 (Net International Reserves) という項目がある。3月22日 (金) に発表された前週末15日時点の純外貨準備1,554億リラ (285億米ドル) は3月1日時点の1,872億リラ (348億米ドル) から約17%減少していた (図表2、公表値はリラ建て。Bloombergの為替レートデータを用いてみずほ総合研究所が米ドル換算)。これはトルコ中銀が外貨準備を用いてリラを買い支えている可能性が高いことを意味する。この結果を受けて、ある大手投資銀行がリラ売りを推奨するレポートを発表したこともあり、3月22日のトルコリラは対米ドルで6%超下落した。

## 2. 事実上の資本規制で対応したトルコ政府

統一地方選を控えてリラ下落を避けたかったエルドアン大統領は、一連の動きに過剰に反応した。まず、リラ売りを推奨した金融機関に対して「高い代償を払うことになる」などと警告し、週末 (23日) にはトルコ金融市場当局が調査に着手したと報道された。そして、トルコ中銀は22日の時点で一週間物レポ市場での資金供給を停止した。翌週の25日 (月) にトルコリラは急反発したが、その裏でリラの流動性は枯渇し、翌日物金利は27日 (水) に一時1,000%を超える異常事態となった。外国勢による空売りを防ぐため、リラを供給しないようトルコ政府が国内銀行に圧力をかけたためとみられる。この間、トルコリラの売買はほぼ不可能になり、事実上の資本規制がかけられた状態であった。

4月に入ると「資本規制」は緩められ、8日 (月) にはトルコ中銀が一週間物レポ市場を通じた資金供給を再開した。しかし、一連の出来事により、市場参加者からの信頼は大きく失墜したとみられる。トルコの金融・為替市場で取引した場合に、何らかの契機で自由な売買ができなくなるリスクがある、また、売り推奨のレポートを自由に発表することができなくなれば、トルコへの投資に慎重になるのは当然だろう。今後、金融市場参加者の信頼を回復するのは、容易ではなさそうだ。

図表2 純外貨準備 (週次)

	外貨準備 (純) (10億リラ)	外貨準備 (純) (10億ドル)	為替 (リラ/ドル)
3月1日	187.2	34.8	5.3733
8日	175.1	32.2	5.4395
15日	155.4	28.5	5.4466
22日	142.2	24.7	5.7593
29日	164.7	29.6	5.5707
4月5日	157.3	28.0	5.6260
12日	162.4	28.1	5.7815
19日	156.3	26.9	5.8110
26日	152.4	25.7	5.9380

(資料) トルコ中央銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表3 統一地方選の結果

政党名	2014年 得票率	今回 得票率	備考
人民連合 (与党連合)	60.7	51.6	
公正発展党 (AKP)	42.9	44.3	与党
民族主義者行動党 (MHP)	17.8	7.3	AKPと選挙協力
国民連合 (野党連合)	26.3	37.6	
共和人民党 (CHP)	26.3	30.1	最大野党
善良党 (İYİ)	0.0	7.5	新党
国民民主主義党 (HDP)	6.3	4.2	クルド系
幸福党 (SP)	2.8	2.7	
その他	3.9	3.9	

(資料) アナドル通信より、みずほ総合研究所作成

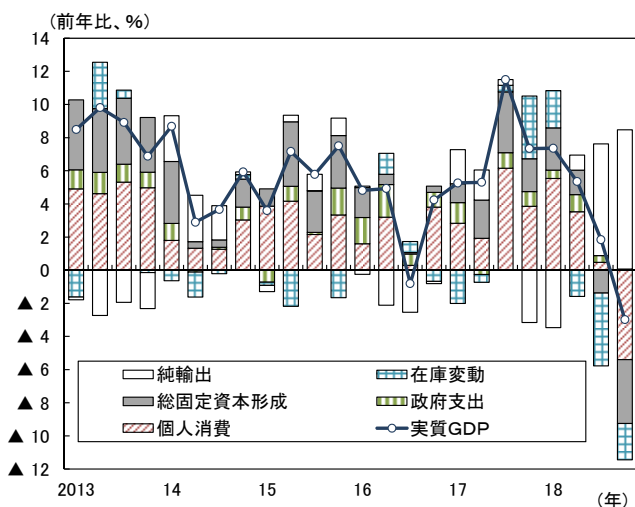
### 3. 景気悪化を背景に、統一地方選で与党・公正発展党（AKP）が苦戦

統一地方選挙（3月31日）は、エルドアン大統領自身が党首を務める公正発展党（AKP）、AKPとアライアンスを組む民族主義者行動党（MHP）を合わせた与党連合（人民連合）が51.6%と辛うじて半数を上回る票を獲得した（前頁図表3）。しかし、両党を合わせた得票率は前回（2014年）の60.7%から大幅に低下したうえ、AKPは主要大都市で苦戦した。トルコ第三の都市イズミールの市長ポストは最大野党・共和人民党（CHP）が守り、首都アンカラではAKPが敗れて市長の座をCHPに明け渡した。大接戦となった最大都市イスタンブールも、僅差でCHPが勝利したが、AKPは選挙結果に異議を申し立て、再投票が決定<sup>1</sup>した。

都市部で与党が苦戦した背景には、景気の悪化がある。昨夏の通貨安がもたらしたインフレと金利上昇の影響で、トルコ経済は大打撃を受けた。2018年10-12月期の実質GDPは前年比▲3.0%（7-9月期同+1.8%）と、クーデター未遂事件の影響でマイナス成長となった2016年7-9月期（前年比▲0.8%）をも上回る落ち込みを見せた（図表4）。特に、個人消費（前年比▲8.9%）、総固定資本形成（前年比▲12.9%）の減少幅は大きく、家計・企業のダメージが大きいことが見てとれる。インフレ率は今年4月時点で前年比+19.5%と高止まりしており、トルコ中銀は政策金利を昨年9月に24%に引き上げた後、据え置きを続けざるをえない状況になっている。インフレ・高金利のもとで、経済活動は2019年に入ってから低迷しているとみられる。2019年の実質GDP成長率について、国際通貨基金（IMF）は▲2.5%、経済協力開発機構（OECD）は▲1.8%と、いずれもマイナス成長を予測している（図表5）。トルコ政府は昨年9月に発表した『新経済計画（New Economy Program）』において、今年の成長率を+2.3%と見込んでいたが、大幅な下振れが避けられそうもない。

唯一の救いは、統一地方選が終わり、2023年に予定される議会・大統領選まで大きな選挙がないことだろう。エルドアン大統領は選挙後、「長期にわたり、市場原理に則った経済改革を妥協することなく進める」と述べた。

図表4 実質GDP成長率



(資料) トルコ統計局より、みずほ総合研究所作成

図表5 主要機関の成長率見通し

	2017 実績	2018 実績	2019 予測	2020 予測
IMF (2019年4月)			▲2.5	3.0
OECD (2019年3月)	7.4	2.6	▲1.8	3.2
トルコ政府 (2018年9月)			2.3	3.5

(注) ( )内は予測の発表時期。

(資料) IMF、OECD、トルコ財務省より、みずほ総合研究所作成

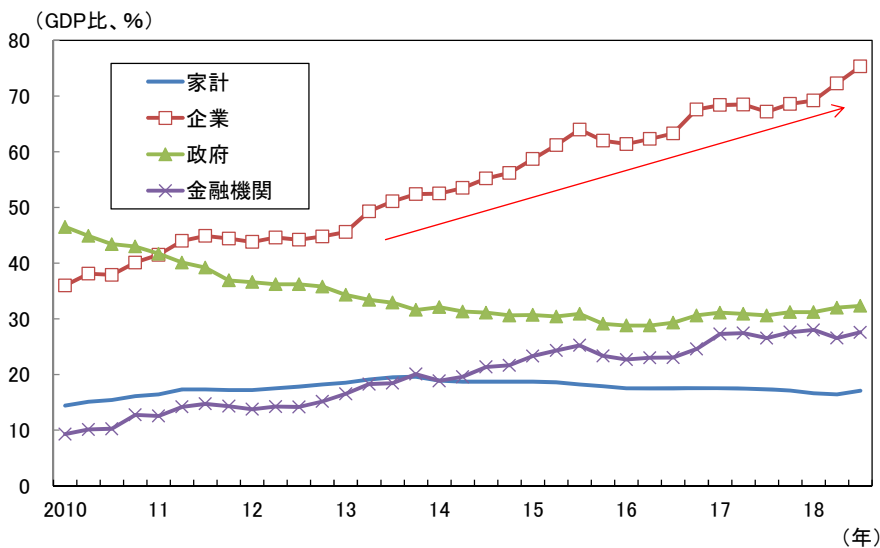
#### 4. 政策に手詰まり感。トルコリラは引き続き弱含み

しかし、トルコ政府・中銀が採りうる政策のオプションは狭まっている。昨年9月発表の『新経済計画』で、アルバイラク国庫・財務相は新規インフラ投資を凍結するなど、財政緊縮に舵を切った。インフレ率が高止まりする中、金融政策を緩和に転じれば、さらなる通貨安が避けられない。つまり、通常の景気浮揚策である財政拡張・金融緩和に頼ることはもはやできない。

加えて、企業の過剰債務にも投資家から厳しい目が注がれ始めている。企業セクターの債務残高（GDP比）は2018年9月末時点で75.3%に達し、30%台だった2010年の約2倍に拡大している（図表6）。とりわけ2017年以降の債務増については注意を要する。この間、トルコ政府が企業向け債務保証を大幅に増やしており、実態的には政府債務が増加しているのと同様の変動に変わらぬからだ。2016年夏のクーデター未遂事件後の景気減速に対応するため、トルコ政府は2017年3月、中小企業融資向けの信用保証基金（Credit Guarantee Fund）の上限を従来の200億リラから2,500億リラに大幅に引き上げた。2,500億リラは2017年名目GDPの約8%に相当する。2017年のトルコ経済は前年比+7.4%の高成長を遂げたが、こうした債務拡大に支えられていた面が強い。すでに2,000億リラ超が利用され、報道によれば<sup>2</sup>、今年3月末で新規の信用供与が停止された。昨夏のリラ暴落以降、これらの債務のかなりの部分が延滞債務となったはずだが、信用保証基金は民間銀行からの代位弁済要求に昨年8月以降、応じていないと報道されている。これらを信用保証基金が弁済すれば、その分政府債務が増加し、トルコ政府の信用状態を悪化させる要因となるが、現状は、銀行の不良債権としても政府債務としても統計上に表れていない可能性が高い<sup>3</sup>。

短期的に景気を浮揚させる手段がなくなったトルコは、引き締め気味の財政・金融政策を維持しながら、民間債務残高の縮小（デレバレッジ）を進める必要にも迫られている。

図表6 トルコの部門別債務残高（GDP比）



(資料) Institute of International Finance より、みずほ総合研究所作成

こうした状況にありながら、トルコ政府・中銀の対応は場当たりの見える。4月10日、アルバイラク国庫・財務相が『経済改革計画』と称し、国営銀行に280億リラを資本注入する方針を表明した。これが不良債権処理に使われ、デレバレッジに資するのであれば、前向きにとらえられるが、アルバイラク氏は具体的に国営銀行3行のどこを対象にどれだけの資本を注入するのか、具体的な数字を明らかにしなかった。税制改革などにも言及した模様だが、詳細は後日発表するとされ、現時点でも詳細な計画は明らかになっていない。

また、4月中旬には、トルコ中銀が週次の外貨準備データを操作しているとの疑惑が報道された<sup>4</sup>。本稿2頁図表2において、週次の純外貨準備は3月22日の247億米ドルを底に増加に転じたが、民間銀行からスワップ取引で調達した外貨を資産側にだけ計上し、純外貨準備を大きく見せようとしたとの疑惑が持たれている。トルコ中銀はルールに則った処理だとしているが、こうした取引を民間銀行と行い、このような処理をした理由について明確な説明を避けている。

さらに、4月25日（木）の金融政策会合において、トルコ中銀は政策金利を24%で据え置く決定をしたものの、声明文から「必要なら追加引き締めを実施する（if needed, further monetary tightening will be delivered）」という文言を削除した。エルドアン大統領やアルバイラク国庫・財務相からの利下げを求める圧力が引き続き強いことがうかがえる。早ければ次回の金融政策会合（6月12日）にも利下げに転じるのではとの思惑から、当日のトルコリラは主要通貨に対して下落した。

以上のように、政策の手詰まり感が強まる中、トルコリラの対ドルレートは5月7日時点で6.1リラ/米ドル台と昨年10月以来の水準に低下している（前掲図表1）。最近ではロシア製ミサイル防衛システムの導入などを巡って対米関係が再び悪化するのではとの懸念も、投資家の不安をあおる要因となっている。外部環境は厳しさを増しており、トルコ政府が中長期の構造改革に向けた有効な施策を打ち出せるかが焦点になろう。まずは、近日中の発表が予想される『経済改革計画』の詳細に注目したい。

---

<sup>1</sup> AKPは4月2日、選挙管理委員会に対し、アンカラとイスタンブールの選挙結果に異議を申し立て、再集計を求めた。アンカラは再集計が行われず、AKPの敗北が確定した。イスタンブールは一部選挙区で再集計が行われたが、4月17日、CHPイマモール氏の当選が確定し、市長に就任した。しかし、AKPは投票に不正があったとして、イスタンブール市長選の再投票を求め、選挙管理委員会は5月6日、選挙のやり直しを決定した。再投票は6月23日に行われる。選挙管理委員会が与党の圧力に屈した形になったことから、金融市場はトルコ政府の強権化を嫌気し、当日のトルコリラは対米ドルで2%超下落した。

<sup>2</sup> 3月28日付 Reuters 報道

<https://www.reuters.com/article/turkey-banks-loans/update-1-turkeys-credit-guarantee-fund-to-end-new-applications-banking-sources-idUSL8N21F5PI>

<sup>3</sup> 通常、政府保証付きの債権は優良債権として扱われ、延滞していても不良債権に分類せず、銀行は貸倒引当金を計上しない。本来、このケースは信用保証基金が弁済して政府債務と認識されるべきだが、現状は、銀行の不良債権としても政府債務としても統計に表れていない可能性が高い。なお、公表統計では今年3月時点の不良債権比率は4.2%となっているが、追い貸しなどによって不良債権に計上されていない貸出も多く、実態的な不良債権比率はさらに高いとの見方もある。

<sup>4</sup> 4月18日付 Financial Times 紙報道

---

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。