

リラ売り圧力を払拭できないトルコ経済

トルコリラ下落の根因は、エネルギーの輸入依存度の高さを主因とした慢性的な経常赤字を、国外からの短期的で不安定な投資資金でファイナンスせざるを得ない脆弱な経済体質にある。また、国際収支と景気の双方に配慮したい中銀による、金融政策の迷走が相場安定を阻害している。先行きも、大型選挙が相次ぐ中で政府・中銀が成長を犠牲にした経常赤字削減策を打ち出し難いほか、直接投資の主要な担い手である欧州企業の体力回復が見込み薄なことなどから、トルコ経済の体質改善は直ちに進まない可能性が高い。これは、米国の金融緩和縮小に伴い投機的資金が引き揚げられる可能性がある中で、他の新興国に比べ通貨暴落のリスクが高いことを意味する。

通貨リラが5月半ばから1割下落

トルコの通貨リラの対ドル相場は、今年5月半ばの1ドル＝1.80リラ近辺から9月5日には一時、過去最安値となる2.08リラ台まで下落した。その後、米FRBが量的金融緩和の縮小を見送ったこと（9月18日）を受けて、一旦1.95リラ台まで上昇したが、反発力は限定的であり、9月下旬から10月中旬にかけては概ね1ドル＝2リラ前後で推移している。

このようにリラが約4ヵ月間で1割も下落した要因は様々あり、例えば、トルコ国内で6月以降に反政府デモが広がっているという社会的・政治的要因や、8月に米欧諸国による隣国シリアへの軍事介入の可能性が高まったという地政学的要因が挙げられる。しかし、より根本的なのは、5月下旬以降、FRBによる量的金融緩和の早期縮小観測の強まりとそれに伴うドル金利上昇（資金調達コストの上昇）を受けて、投資家が、経常収支が慢性的に赤字である上、それをファイナンスする構造も脆弱であり、通貨当局による資金逃避リスクへの対応力にも不安を抱えるトルコへの短期投資を抑制し始めたということであろう（詳細後述）。

リーマンショック前は対内直接投資と輸出を牽引役に高成長

近年のトルコ経済を概観しておくと、まず、2002年から2007年にかけては年平均6.8%の高成長を記録した。その原動力は、海外企業による直接投資と輸出の拡大である。トルコの相対的な賃金水準の低さや地理的な特性に着目して、主に欧州企業がトルコに欧州や中東・北アフリカ・中央アジア向けの生産拠点を設ける動きを強めた。さらに、こうした動きがトルコの企業や個人の所得増加につながり、民間投資や個人消費の拡大を後押しした。

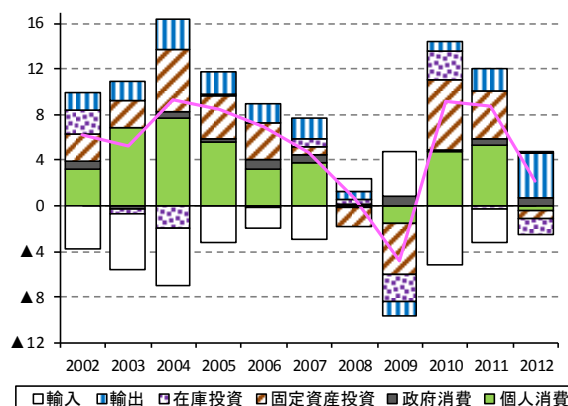
トルコリラ相場の推移（リラ/ドル）



(資料) Bloomberg

(注) 直近値は10月18日。

トルコの実質経済成長率（暦年、%）



(出所) CEIC Data

(注) 輸入の増加は成長率に対してマイナスに寄与。

2010～2011 年は景気急回復の一方で経常収支赤字が大幅に拡大

2008～2009 年は世界金融危機の影響などから成長率が落ち込み、特に 2009 年には▲4.8%のマイナス成長に陥ったが、2010～2011 年に景気は急回復し、成長率は 2010 年に 9.2%、2011 年に 8.8%といずれも大幅なプラスになった。その牽引役は個人消費と民間投資であり、特に乗用車や家電をはじめとした耐久財消費が大きく伸びた。1 人あたり GDP が 10,000 ドルを突破¹し、消費者の間でより付加価値の高い耐久財を求める傾向が強まる中で、雇用環境の改善や、金融機関による個人向け貸出の積極化、さらには都市部で大型商業施設の建設が相次ぐなど、小売業の近代化が進んだことが消費拡大の追い風になったと考えられる。そして、こうした個人消費の拡大やトルコ中銀による利下げを背景に、民間投資は 2010 年に 33.6%、2011 年に 22.3%と、2002～2007 年の平均（18.0%）を上回る伸びとなった。さらに、輸出も、2011 年にかけては全体の 4 割強を占める欧州向けが欧州景気の一時的な持ち直しにより増加したため、成長率を押し上げた。

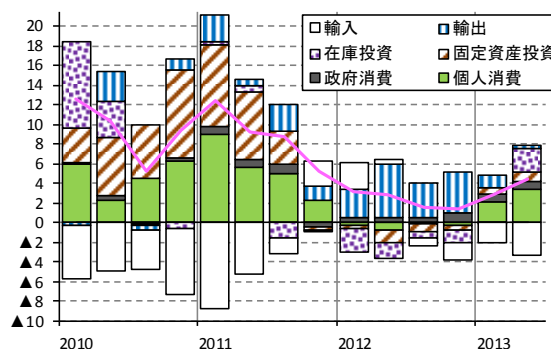
しかしながら、2010～2011 年の高成長は同時に経常収支赤字の拡大をもたらし、2011 年の赤字幅は 751 億ドル（GDP 比 9.7%）と過去最大を更新、対内投資額を上回る状況が生じた。

2012 年以降は安定軌道を探り始めていたが・・・

こうした中、トルコ政府は、2011 年の段階から景気過熱の抑制と経常収支赤字の削減を目的として、同年 6 月には国内銀行による個人向け貸出の抑制措置²、10 月には自動車などを対象とした特別消費税の引き上げに踏み切った。また、トルコ中央銀行も同年 10 月、政策金利の一つで短期金利の上限となる翌日物貸出金利を 9.00%から 12.50%へ一挙に引き上げた。これらの引き締め策を主因に、2012 年の個人消費は▲0.6%、民間投資は▲4.8%と減少に転じ、成長率が 2.2%まで大幅に低下した³一方、経常収支赤字は GDP 比 6.0%の 478 億ドルまで縮小した。

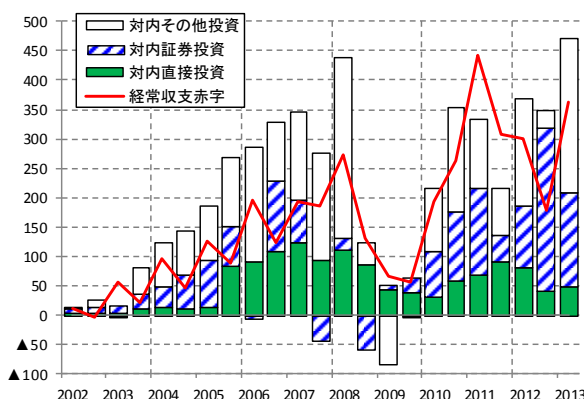
ところが、2013 年前半は、一転して内需の回復に軸足を置いた経済政策運営が行われた。中銀は翌日物貸出金利を 6 月にかけて 6.50%まで段階的に引き下げ、政府は公共投資を大幅に増やした。この結果、2013 年前半の成長率は個人消費と公共投資を中心に 3.7%まで回復⁴したが、一方で経常収支は年前半の GDP

トルコの実質経済成長率（四半期、前年同期比、%）



（出所）CEIC Data （注）輸入の増加は成長率に対してマイナスに寄与。

トルコの経常収支赤字とそのファイナンス状況（億ドル）



（出所）CEIC Data

¹ トルコの 1 人あたり GDP は 2008 年に 10,438 ドルと初めて大台に乗せた後、2009 年には一旦 8,559 ドルまで減少したが、2010 年に 10,022 ドルへ回復し、その後、2011 年には 10,466 ドル、2012 年には 10,497 ドルとなっている。

² 国際金融情報センターによると、個人向けローン（住宅、自動車を除く）のうち、各行の融資総額の 20%を超える分の残高について、引当率を従来の 1%から 4%へと引き上げた。

³ マイナス成長を回避したのは、中東・北アフリカ向けを中心に輸出を 16.7%増やすことができたためである。

⁴ 需要項目毎には、個人消費が 4.2%と再び増勢を取り戻し、公共投資が 55.4%と大幅に伸びを高めた。しかし、民間投資は▲4.6%と減少が続き、輸出は中東・北アフリカ向けの増勢一服により 3.2%へと減速した。

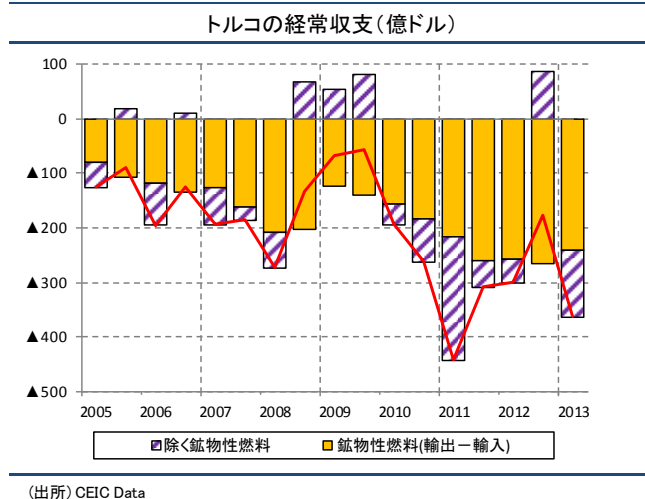
の 8.9%に相当する 363 億ドルの赤字となった。このように、政策当局が経済成長を優先したばかりに、冒頭で紹介した通貨リラの下落を招いたというのが、これまでの展開である。

トルコ経済の 3 つの不安定化要因

以上見たようなトルコ経済の不安定な動きや通貨リラの弱さをもたらしている基本的要因としては、次の 3 点が挙げられる。

第 1 は、エネルギーの輸入依存度が高いことである。

トルコは、石油や天然ガスのほぼ全量を輸入に依存しており、経常収支赤字の大部分を鉱物性燃料のネット輸入額（輸入－輸出）が占めている。このため、内需拡大に伴いエネルギー消費量が増え、経常収支の赤字が拡大するという構図から脱け出せない。また、世界経済の拡大や地政学的リスクの強まりなどによるエネルギー価格上昇の影響が大きく、経常収支悪化または内需下押しのいずれかにつながりやすい。



第 2 は、欧州企業を中心としたトルコへの直接投資が細っていることである。

前述の通り、海外企業によるトルコでの生産拠点設置の動きは、2000 年代前半における高成長の原動力であった。しかし、トルコの対内直接投資額は 2007 年の 220 億ドルをピークに頭打ちとなり、2012 年は 125 億ドル、2013 年前半は 49 億ドルにとどまっている（図表は前頁）。その要因としては、まず、リーマンショックや欧州債務問題を受けて欧州企業の体力が低下していることが挙げられるが、それ以外にも、トルコの賃金上昇に伴い、トルコに生産拠点を移すインセンティブが薄れていることも指摘できよう。2013 年前半におけるユーロ圏製造業の平均賃金は 2001 年の 1.36 倍であるが、その間、ユーロ換算したトルコ製造業の平均賃金は 2.06 倍（当社試算）に増えている。

そして、投資期間が長く安定的な対内直接投資の頭打ちは、経常収支赤字をファイナンスする上で、投機的な性格の強い証券投資などへの依存度を強めざるを得ず、国際金融市場の混乱に翻弄されやすい経済構造につながっている。

第 3 は、トルコ中銀による金融政策が複雑で、かつ方向性が定まらないことである。トルコ中銀は現在、3 種類の政策金利（翌日物貸出金利、翌日物借入金利、1 週間物レポ金利）と預金準備率をそれぞれ「柔軟に」調整するとしているが、昨年 12 月に利下げと預金準備率の引き上げをほぼ同時に行ったほか、最近のリラ安に対しては全ての政策金利を同時に動かさず、翌日物貸出金利のみの引き上げで対応しているなど、政策変更の意図が不明瞭になる傾向が強まっている。

そして、これはトルコ中銀が金融政策の短期的な方向性すら定められなくなっていることを映じている。すなわち、今年前半は内需回復を狙って翌日物貸出金利の引き下げを進めていたが、5 月下旬以降のリラ下落を受けて、トルコ中銀は経常収支赤字の縮小と海外資金の流出阻止を優先するスタンスに転じ、7～8 月には翌日物貸出金利を 2 ヶ月連続で引き上げた。その後、9 月下旬、米 FRB による金融緩和縮小見送りに伴いリラ下落が一服すると、バシチュ総裁は利上げ打ち止めの可能性を一旦示唆したが、直後のリラ

再下落や IMF（国際通貨基金）による対外不均衡是正要請（10 月 4 日）⁵を受けて、総裁は直ちに利上げ継続の意向を明らかにした。このようなトルコ中銀の金融政策や総裁発言の迷走は、金融市場からの信認を損ね、トルコ経済の不確実性を高める一因となっている。

早期の経済体質改善も困難

先行きも、これら 3 つの不安定化要因が早期に改善する見込みは薄い。まず、第 1 のエネルギー要因については、新興国経済の持ち直しなどから原油価格が一段高となり、むしろ経常収支を悪化させるリスクがある。一方、米 EIA（エネルギー情報局）による調査結果⁶などを理由に、トルコでも「シェール革命」が起きるのではとの期待が出ているが、現時点で生産開始の見通しが立ったなどの情報は確認できない⁷。

第 2 の直接投資についても、欧州経済がなおしばらくは債務問題などを背景とした低成長を続けると見込まれる⁸中で、主要な担い手と目される欧州企業の体力が急回復することは見込み難い。また、対トルコ投資の相対的なコスト優位性が薄れてきたことは、先行きにおいても投資回復の足枷となろう。

そして、第 3 のトルコ中銀による金融政策については、エルドアン政権および与党 AKP（公正発展党）が景気配慮のスタンスを強めていく可能性がある中で、財政運営と金融市場でのリラ売り圧力への両睨みを余儀なくされ、明確な方向性を欠いた状況が長引くと予想される。

エルドアン政権は、昨年 7 月に輸入依存度の高い財の国内生産を増やすための投資優遇措置（法人減税や土地供与など）を講じたほか、今年 1 月には貯蓄率引き上げのための個人年金の支援措置（保険料の 25% 上乘せ）を導入するなど、経常赤字の縮小に向けた方策を少なからず打ち出してきた。ただし、2012 年 10～12 月期以降は公共投資を大幅に増やしており、これが輸入依存度の引き下げや輸出競争力の強化に資する動きなのか、それとも経常収支の悪化を伴う短期的な景気刺激に舵を切った証左なのか、今後検証が必要である。また、2014 年 3 月に統一地方選挙、同年 8 月に大統領選挙、2015 年 6 月に国会議員選挙と大型選挙が相次ぎ予定されている上、今年 6 月以降、世俗派や若年層による政権批判が各地での反政府デモに発展⁹している情勢下、今後、エルドアン政権と AKP が支持率の引き上げを狙ってバラマキ的な施策を増やしていくリスクがあるほか、トルコ中銀に対して金融緩和圧力を掛けていく可能性が十分にあり得る。

燃るリラ暴落リスク

そして、以上のような状況に対して一段とリラ安が進む場合、ドル売りリラ買い介入によってリラ下落に直接歯止めを掛ける選択肢はあるものの、その余力は小さい。トルコの外貨準備高は今年 8 月末時点で

⁵ 年次調査に基づき、IMF は対外不均衡の是正がトルコ経済の最優先課題と指摘した。

⁶ EIA が今年 6 月に発表したレポートによると、トルコにおけるシェールオイルとシェールガスの可採埋蔵量は、それぞれ石油需要の約 17 年分（47 億バレル）、天然ガス需要の約 14 年分（6,510 億立方メートル）に相当する。

⁷ 確認できたのは、トルコ南東の一部地域において国営企業の TPAO（トルコ石油会社）とロイヤル・ダッチ・シェルが共同で探鉱を続けているとの報道のみである。

⁸ 欧州経済の見通しに関する詳細は、10 月 1 日付け Economic Monitor「ユーロ圏経済の低迷はなお続く（改訂見通し）」ご参照。

⁹ エルドアン政権は、与党 AKP に対抗できる強力な野党勢力が現れない中で、アルコール販売規制の強化などイスラム色が強い政策や、イスタンブールで歴史的な街並みを一新する大規模開発プロジェクトなどを強力に推進してきた。これに対し、世俗派や若年層は政教分離を軽視し強権政治を進めているとの不満を強め、これがイスタンブール再開発への反対デモやその後の全国的な反政府デモが発生した主因となっている。

1,307 億ドルと、対輸入比で 6.6 ヲ月分、対短期対外債務比で 1.13 倍にとどまっており、これらの比率は 通貨下落が目立つ他の新興国に比べて低い。このため、今後、米国が金融緩和の出口戦略に着手しようとしている中で、トルコから投機的な資金が引き揚げられて リラにさらなる売り圧力が加わり、通貨暴落に至るリスクには十分な警戒が必要であろう。