

2018年10月9日

MURC Focus

一段の通貨下落もあり得るトルコ経済

～ 来年の統一地方選を巡る対応がキーポイント

調査部 研究員 土田 陽介

トルコは来年3月に統一地方選を控えている。政権の信任が問われるこの選挙に、エルドアン大統領率いる公正発展党（AKP）は是が非でも勝利しなければならない。統一地方選に向けては撒き色が強い政策が実施されれば、リラ相場は1ドル7リラを再び割り込む展開が見えてくる。当然インフレはさらに加速し、景気は一段の悪化を余儀なくされる。リラの下落を受けてトルコではドル化が進んでいるが、この流れが加速すれば金融政策のかじ取りがさらに難しくなり、それがさらなるリラ安につながる恐れがある。

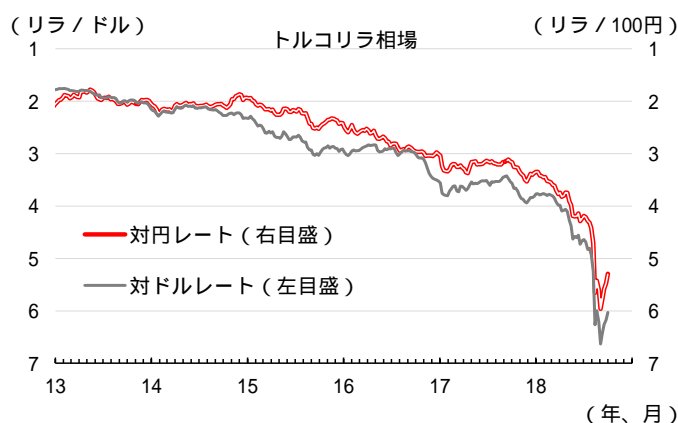
（1）インフレ加速もピークはこれから

トルコの通貨リラの相場は近年下落に歯止めがかからず、危機状態にある。8月10日の対ドル相場は前日比最大で20%も下落し、一時1ドル7リラ台を突破した。その後、中銀による大幅な利上げやスワップ市場での取引規制強化などの対応を受けて、1ドル6リラ程度まで通貨レートは持ち直したものの、相場はこう着しており、持ち直す兆しはまだ見られない（図表1）。

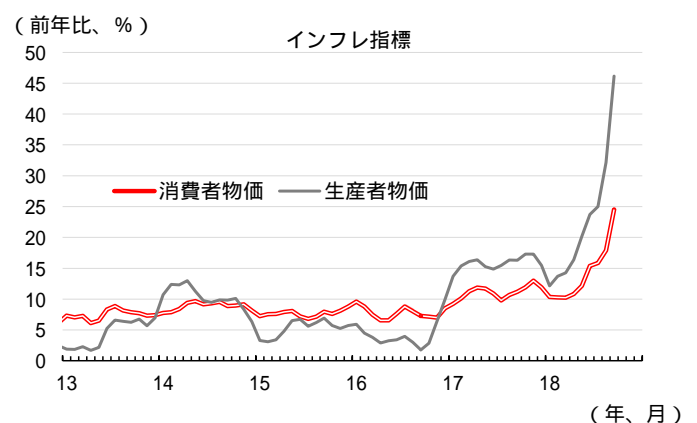
筆者は10月初旬、トルコ経済の中心地イスタンブールを訪問し、有識者に対して通貨危機の影響に関する聞き取り調査を行った。通貨危機の悪影響はインフレの加速という点で徐々に顕在化しているが、まだその入り口に過ぎない。今後はさらなるインフレが見込まれるため、景気は一段と酷くなるだろうという意見が異口同音に聞かれた。

実際、図表2で見て取れるように、トルコのインフレは加速しているものの、川下部分までまだ

図表1．こう着するリラ相場



図表2．インフレはこれからピークに向かう



十分行き渡っていない。直近9月の消費者物価（CPI）は前年比+24.5%と8月（同+17.9%）から6ポイント以上も上昇が加速した。一方、川上部門の物価である卸売物価（PPI）は9月が前年比+46.2%と、CPIを上回るピッチで加速が続いている。

8月10日の相場からは持ち直したとはいえ、リラの通貨レートは年初と比べるとまだかなり低い水準にある。そのため輸入インフレ圧力は年末にかけて一段と強くなると予想され、CPIの上昇も今後一段と加速する見通しである。インフレの高進は、トルコ景気の一段の悪化につながることになる。

（2）牧師解放は織り込み済みか

1ドル6リラ前後が定着すれば、輸入インフレ圧力は徐々に和らぎ、CPIの上昇加速も来月上旬にはピークアウトするだろう。ただリラが一段と下落すれば輸入インフレ圧力がさらに強まり、物価上昇も一段と加速することになる。

リラ急落の背景には 米国の利上げ、エルドアン政権による経済運営の失敗、対米関係の急速な悪化、という主に3つの要因が存在する。そのうち に関しては、米国景気が堅調を保つ中、少なくとも来年いっぱい追加利上げが行われそうな機運が醸成されているし、そもそもトルコの裁量外の要因である。

は改善が最も困難な要因である。これまでの強権的な経済運営の中でエルドアン政権は、有権者の支持を得るためにばら撒き色の政策を採ってきた。そうした運営方針を修正することはこれまでの自らの失敗を認めるようなものであり、政権の正統性が揺るがされかねない。また後述するように統一地方選を来年3月に控えていることも、経済運営の正常化を難しくする。

こうした中で に関しては比較的早く改善が見込まれそうである。トルコはテロ組織支援を理由に米国出身の牧師ブランソン氏を長期にわたって拘束しているが、裁判所での審理が10月12日に行われる予定である。エルドアン大統領は9月末、この審理に対して干渉を行わないと明言したものの、国外追放という形でブランソン氏を事実上解放するものと見込まれている。

対米関係の一段の悪化を回避したいトルコ政府にとって、この選択は既定路線と言える。アルバ伊拉克財務相が9月20日に発表した『新中期経済計画』（後述）の策定には米国の大手コンサルティング会社が大きく関与しており、トルコが水面下で対米関係の改善を模索していた可能性が窺い知れる。

そうした意味で、対米関係の改善という材料は既に足元の金融市場で織り込まれていると言える。したがってブランソン氏が解放されてもリラ相場の上昇にはつながらないか、つながったとしても小幅な上昇に留まるだろう。むしろ憂慮されることは、牧師の監禁が続くことで相場のムードが悪化し、リラ安が再び進む展開になることである。

(3) 来年3月の統一地方選を巡る対応がキーポイント

先ほど述べたように、トルコは来年3月に統一地方選を控えている。政権の信任が問われるこの選挙に、エルドアン大統領率いる公正発展党（AKP）は是が非でも勝利しなければならない。なお足元のエルドアン大統領の支持率（図表3）は低下しており、通貨危機を受けて民意は離反している模様である。

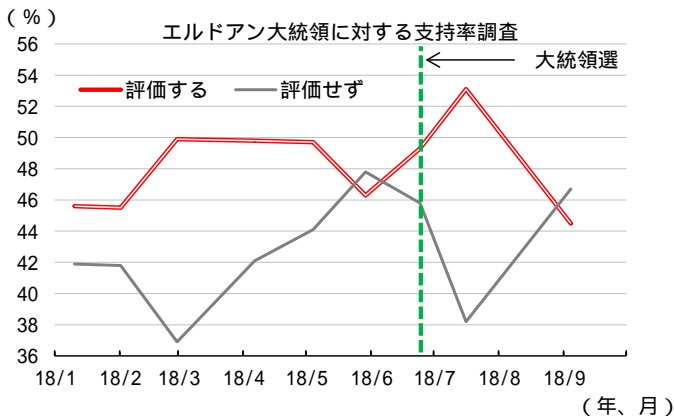
そのため先行き3年を期間とする『新中期経済計画』（図表4）では財政健全化を謳っているものの、エルドアン政権はばら撒き色の強い政策を年末にかけて打ち出してくるのではないかという観測が高まっている。特に景気悪化を受け資金繰りに窮する中小・零細企業（その多くがエルドアン大統領の支持者層）に対して、何らかの支援策が採られる可能性が出てきている。

ただこうした措置は、本来なら淘汰されるべきゾンビ企業の延命につながり、経済の新陳代謝が悪化する。また政府による信用保証といったスキームが採用されれば財政の悪化につながるし、日本の金融円滑化法のような措置が実施されれば銀行の財務体質が悪化して金融不安の深刻化を呼び起こしかねない。

それでもエルドアン大統領が選挙での勝利を優先してばら撒き色が強い政策を実施するなら（つまりエルドアン政権による経済運営の失敗の継続につながれば）リラ相場は下落を余儀なくされ、1ドル7リラを再び割り込む展開が見えてくる。当然インフレはさらに加速し、景気は一段の悪化を余儀なくされると警戒される。

エルドアン政権は、地方選と通貨安のバランスを見つつ、自らの支持基盤である中小・零細企業ないしは地方経済に対する何らかの支援策を採ってくるだろう。そのバランスがどのように振れるかで、リラが先行き一段安に向かうか、あるいは上昇まで至らずとも落ち着きを取り戻すかが決まると言えるだろう。

図表3．低下する大統領への支持率



(注1) 大統領選挙は6月24日
 (注2) 最新は9月4日発表分
 (出所) MetroPOLL

図表4．新中期経済計画の概要

	実績値		推計値		
	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
実質GDP (前年比)	7.4	3.8	2.3	3.5	5.0
消費者物価 (前年比)	11.9	20.8	15.9	9.8	6.0
財政赤字 (対GDP比)	1.5	1.9	1.8	1.9	1.7
基礎的収支	0.3	0.1	0.8	1.0	1.3
経常収支 (対GDP比)	5.6	4.7	3.3	2.7	2.6
雇用者数 (百万人)	28.2	28.7	29.1	29.9	30.9
失業率 (%)	5.6	4.7	3.3	2.7	2.6

(出所) トルコ財務省

(4) 容易に断ち切れないリラ下落とドル化の流れ

近年のトルコでは、リラの下落を受けてドル化が急速に進んでいる。ドル化とは、信認が低下する国内通貨に代わり、信用力が高い米国の通貨ドルが使用される傾向が強まる現象である。図表5で示した通り、貨幣供給量(M3)に占める外貨資産の割合は、通貨の下落に歩調を合わせる形で上昇している。

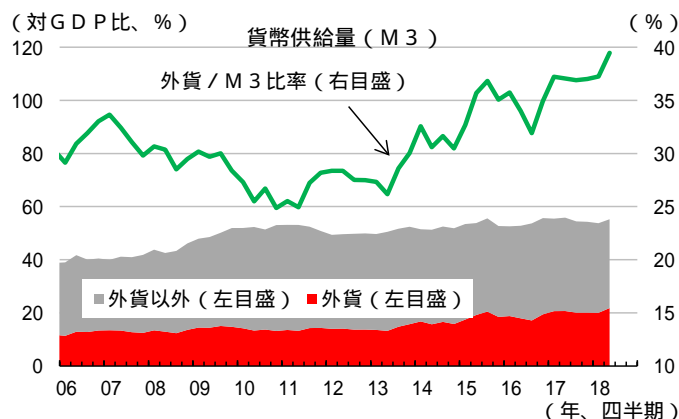
トルコでは普通預金口座を通じてリラと外貨、ないしは金が簡単に交換できる。売買のスプレッドも市中の両替商より低いため、モバイル決済に長けた若い世代ほど、携帯電話を通じて頻繁な為替取引を行う。8月10日に相場急落時も、預金者が携帯電話を通じて為替取引を活発に行ったため、システムがダウンしたという。

こうした電子商取引の技術革新も、リラ安を受けたドル化の加速につながっている。なお足元の銀行預金の動き(図表6)を見ると、外貨建てを中心に急増している。金利が高いためリラ建て預金も相応に増加しているが、今後懸念されることは、口座の凍結を警戒した預金者が貯蓄を引き下ろし、いわゆるタンス預金に移す動きが活発化して金融不安が広がることである。

金融政策は自国通貨の金利を通じて行われるため、ドル化が進めば運営が困難になる。中銀は自国通貨の信認を保つべく高金利政策を維持しなければならず、銀行による自国通貨建ての貸出も伸びず、経済活動も滞ることになる。経済運営が健全化すれば国内金利は低下して自国通貨への信認も回復するが、現状のトルコでそれは見込み難い。

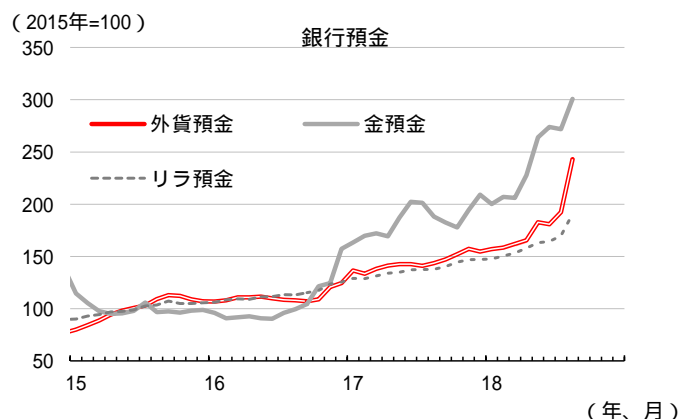
リラが一段と下落すればドル化が加速し、金融政策のかじ取りがさらに難しくなる。既にトルコの政策金利は、世界的な低金利環境が修正されつつあるとはいえ、異常な高水準(24%)である。この流れに歯止めをかけるためには、エルドアン政権による経済運営の正常化が望まれるところである。それが無理である以上、リラは一段の下落余地を余儀なくされよう。

図表5 . 加速するドル化



(出所)トルコ中銀

図表6 . 急増する外貨預金



(出所)トルコ中銀

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。