

経済レポート

通貨危機後のトルコで強まる金融抑圧

～懸念される金融危機リスク～

調査部 研究員 土田 陽介

- 通貨危機から一年余りが経ったトルコであるが、景気は依然厳しい。そうした中でエルドアン政権は、市場の4割近いシェアを持つ国有の三大銀行を通じて貸出金利を低く誘導することで、景気の刺激を試みている。
- エルドアン政権は19年に入り、国有三大銀行に対してローンの金利の引き下げを指示した。そして政権の意向を受けた国有三大銀行は、民間銀行よりも低い金利のローンを提供するようになった。優良な顧客の流出を防ぎたい民間銀行もこの動きに追随した結果、スピルオーバー効果が生じて金利の低下が促され、貸付金利と政策金利の間で逆ザヤが発生する事態となっている。
- 景気を優先して金融(銀行)部門にコストを負わせる姿は、1970年代まで開発途上国を中心に行われていた「金融抑圧」または「人為的低金利政策」の構図と非常によく似ている。そうした環境が続く限り、銀行の経営は着実に蝕まれていく。それが今後も続くようであれば、銀行の経営不安を起点とする金融危機が生じ、それが通貨危機の再燃を呼び起こすというエルドアン政権にとって最悪のシナリオが実現化することになると警戒される。
- 前倒しが無い限り、トルコの任期満了に伴う次期の国政選挙は2023年に予定されており、またエルドアン大統領の任期も翌2024年までとなる。大統領に対する有権者の不満はくすぶるが、一方で有力なライバルがいないことも事実である。政治的な安定が見込まれるこの間に、政権がどれだけ経済運営の正常化を進めることができるかが、今後のトルコ経済の動向を決めることになる。

1. 政府が統計改ざんで利下げを演出している可能性

2018年8月、トルコの通貨リラの対ドル相場（図表1）は暴落し、トルコは通貨危機に陥った。その後、リラの為替レートは一時1ドル5リラ台前半まで持ち直したが、19年に入ると1ドル5リラ台後半での推移が定着した。為替レートの安定を受けて消費者物価の上昇率もピーク時に比べれば低下が進み、中銀は利下げを進めることが可能になった（図表2）。

もっともこうした物価統計の動きは信頼性に乏しく、政権にとって都合が良いように印象操作がなされている可能性が、トルコ国内では指摘されている。筆者は19年9月末にトルコ経済の中心地であるイスタンブールを訪問し、有識者とトルコ経済の現状に関して議論を重ねたが、多くの人が政府による統計改ざんの可能性について言及していた。

背景には、こうした物価統計上のデフインフレと人々の物価上昇の体感が大きくずれていることがある。通貨危機後にトルコ政府は、19年3月に予定されていた統一地方選を念頭に、企業に対して値上げの抑制を要請したり、公共料金に関しては値上げを凍結したりするなど、価格統制を強めていた。政府が価格統制を緩めたのは6月のイスタンブール市長選のやり直し後のことである。

確かに為替レートの安定を受けて輸入インフレ圧力が弱まり、デフインフレが促された側面も大きい。とはいえ政府が価格統制を緩めた結果、公共料金を中心に値上げの動きは19年後半以降に相次いでいるという事実がある。こうした実態を物価統計はきちんと反映していないのではないかという疑念が、トルコ国内で高まっている。

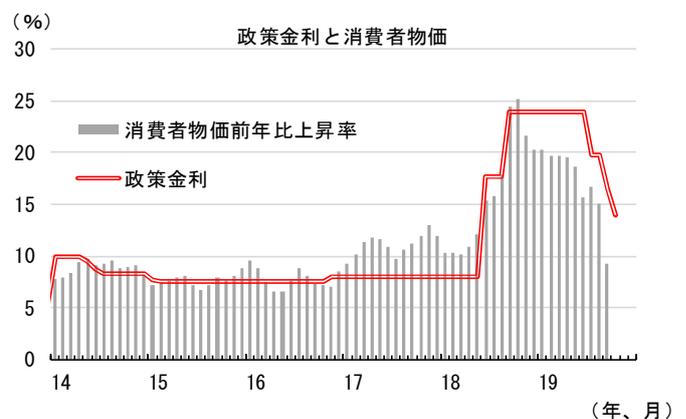
さらには、利下げが物価の安定につながると主張して止まないエルドアン大統領の意向を受けた政府が、印象操作を行って中銀による金融緩和を促そうとしているのではないかという疑いも囁かれている。実際、米国の利下げを受けて新興国通貨に対する投機的な動きは弱まっているうちに、できるだけ金融緩和を促したいという意向を政権が持っている可能性は高いと言えよう。

図表1. 低位で安定するリラ相場



（出所）トルコ中央銀行

図表2. 利下げのためにインフレ鈍化を演出？



（注）政策金利は一週間レポ金利（月次）

（出所）トルコ中央銀行、トルコ統計局

2. 国有銀行を通じた景気下支えに努めるエルドアン政権

中銀が利下げを進めたといっても、トルコの政策金利は本稿執筆（19年10月25日）時点で14.0%とまだ相応に高水準である。エルドアン政権の意向を受けた中銀は引き続き利下げのタイミングを模索するはずであるが、投機的な攻撃を受ける可能性を抱えているため、追加利下げの余地は本来なら狭い。そのため、中銀は金融緩和を進めて景気を刺激することができない。

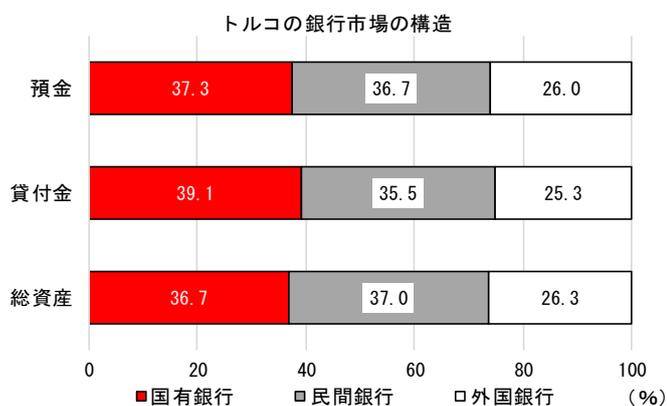
他方で政府にも、景気刺激策を行う余裕はない。足元のトルコの公的債務残高は対GDP比30%程度と一見健全であるが、このことは政府の信用リスクの低さの裏返しである。つまり政府が国債を発行しても、債務不履行となる可能性が高いために買い手がない。そのために公的債務が少ないだけであり、財政拡張で景気を刺激することは不可能である。

こうしたなかでトルコ政府は、国有銀行を通じて貸出金利を低く誘導することによって、景気の刺激を試みている。トルコには3つの有力な国有銀行（資産規模が大きい順にジラート銀行、ハルク銀行、ワクフ銀行）が存在し、これら国有三大銀行だけで銀行部門全体の総資産の36.7%、貸付金残高の39.1%、預金残高の37.3%（それぞれ2018年時点）を占めている（図表3）。

もちろん民間銀行も存在し、最大手のイシュバンクの総資産はジラート銀行に次ぐ国内2位の規模である。その他にもアクバンクやヤピクレディ銀行といった民族系の銀行や、またQNBフィナンスバンクやBBVAガランティ銀行といった外資系（それぞれ元々は民族系）の銀行も有力であるが、いずれも規模では国有三大銀行に劣っている（図表4）。

そうした国有三大銀行に対してトルコ政府は、19年に入りローンの金利の引き下げを指示した。そして政権の意向を受けた国有三大銀行は、民間銀行よりも低い金利でローンを提供するようになった。優良な顧客の流出を防ぎたい民間銀行もこの動きに追随した結果、スピルオーバー効果が生じて金利の低下が促され、貸付金利と政策金利の間で逆ザヤが発生する事態となっている。

図表3. 存在感が大きい国有三大銀行



(注) 2018年時点

(出所) トルコ銀行業協会『トルコの銀行』2018年度版

図表4. 上位銀行の属性

トルコの主な上位銀行

所有	銀行名	総資産	市場シェア
		百万米ドル	パーセント
国有	ジラート銀行	101,715	15.8
	ハルク銀行	71,657	11.1
	ワクフ銀行	62,745	9.7
民間	イシュバンク	78,846	12.2
	ヤピクレディ銀行	65,905	10.2
	アクバンク	62,042	9.6
	トルコ経済銀行 (TEB)	18,367	2.9
	外資系	BBVAガランティ銀行	68,070
	QNBフィナンスバンク	29,808	4.6
	デニズバンク	26,067	4.0

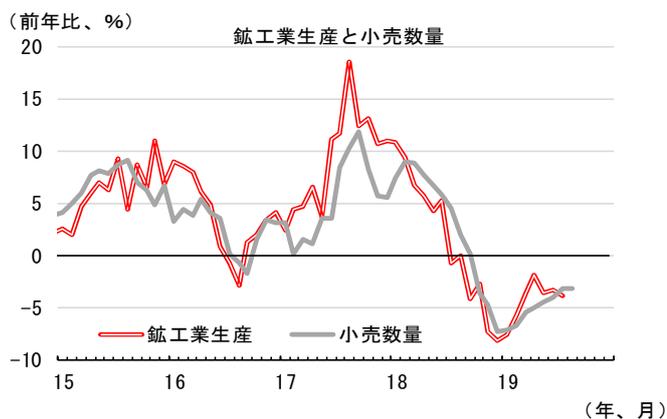
(注) 2018年時点、市場シェアは総資産ベース

(出所) 図表3と同じ

3. 貸出金利誘導の事例：中小企業向けローンと自動車ローン

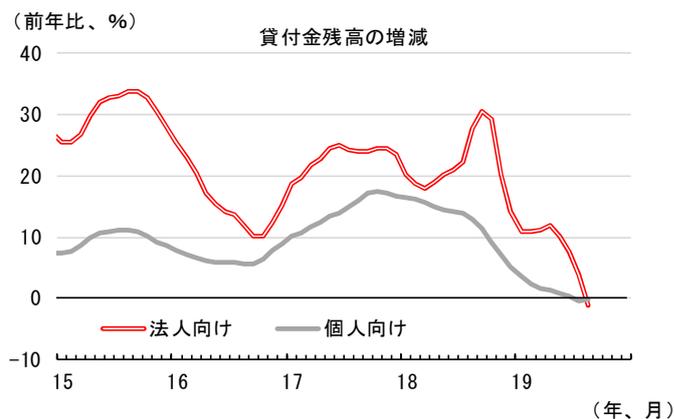
通貨危機に伴う利上げや景気の悪化（図表5）を受けて、銀行によるローン（図表6）は法人向けと個人向けの両方で伸びが失速している。こうした中で、景気を刺激したいエルドアン政権の意向を受けた国有三大銀行は、先述の通り、適用金利を民間銀行の水準よりも引き下げてローンを供給するようになった。

図表5. 生産も消費も低迷



（注）3ヶ月後方移動平均
（出所）トルコ統計局

図表6. 伸びが失速する銀行ローン



（注）3ヶ月後方移動平均
（出所）トルコ中銀

法人向けローンに関しては、国有三大銀行が主に中小企業をターゲットとする低利融資を19年に入って開始するようになった。優良な顧客を奪われかねない民間の大手行もまたこの動きに追随した。なお民間の大手行の場合、貸付先が不良債権化するリスクを軽減するため、日系も含めた外資系の優良企業に対して貸出を増やすようになったという¹。

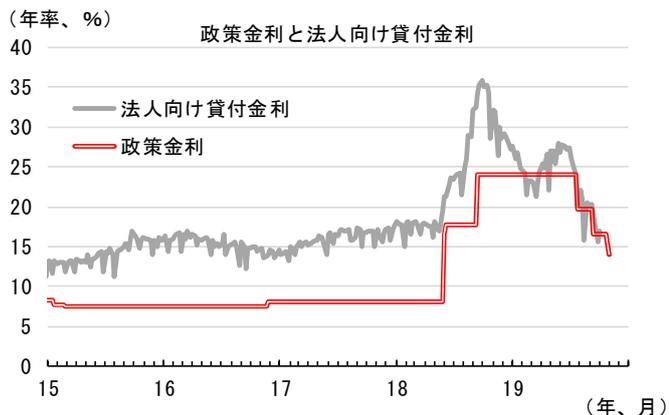
その結果、リラ建て法人向けローンの金利（図表7）は19年に入って政策金利近傍か、局面によってはそれよりも低い水準まで低下するようになった。またトルコ政府は個人向けローンについても、国有三大銀行に命じて低利融資を実施させている。具体的には、国有三大銀行は19年10月1日より、国産の新車に限定し、購入支援策として自動車ローン金利を年利7%近くまで引き下げた。

代表的な耐久財である新車の販売台数は18年8月の通貨危機を受けて急減し、19年1～9月の累計では前年比39.3%の28.1万台まで市場が縮小した。自動車ローン金利は9月27日時点で18.9%であったが、10月に入ると10%台半ばまで急低下しているため、国有三大銀行による措置によって一定の需要創出効果が生じていると考えられる（図表8）²。

¹ 2019年9月末に実施した現地ヒヤリング調査に基づく。

² 政府系3行のホームページにはこの割引キャンペーンに関する広告が出されている。乗用車に関しては50,000～120,000リラで18～36ヶ月の、商用車に関しては72,000～120,000リラで30～60ヶ月のローンに、本文中の金利が適用される（“Faiz indirimi otomotivde heyecan yarattı,” *DÜNYA*, 26 Eylül 2019）。なお厳密には自動車メーカーも金利割引のコストを負担する模様。

図表7. 政策金利よりも低い法人向けローン金利



(注) 企業向け貸付金利はリラ建ての平均金利 (週次)
(出所) トルコ中銀

図表8. 急低下する自動車ローン金利



(注) 実績値には中古車ローン向け金利も含まれる (週次)
(出所) トルコ中銀、ジラート銀行 (Ziraat Bankasi) など

なお中銀も、銀行に貸出増のインセンティブを与えることで、ローンの供給を増やそうとしている。つまり供給サイドからの金融緩和を試みているわけだが、具体的には、リラ建て与信を年率10~20%増やした銀行の準備預金に対する付利を13%から15%に引き上げる一方で、未達の銀行に対する付利は5%に引き下げるという措置を、8月19日から実施している³。

4. 銀行の経営不安が金融危機に転じるリスク

銀行部門の指標 (図表9) を確認すると、収益性の指標である総資産利益率 (税引き前) は17年第1四半期のピーク時は2%台半ばであったのが、18年8月の通貨危機やその後の景気悪化を受けて、足元では1%台半ばまで低下している。他方で健全性の指標である不良債権比率は通貨危機後の景気悪化を受けて上昇が加速しており、直近19年第2四半期は4%を超えるに至った。

トルコでは銀行の不良債権問題が当局によって隠蔽されているという疑念が尽きない。不良債権比率が3%を超えないように長らく統計が操作されてきた可能性も囁かれている。零細企業を中心に中小企業でも適切な財務諸表が作成されておらず、そのため当の銀行でさえ不良債権の実態を把握していないとも言われている。

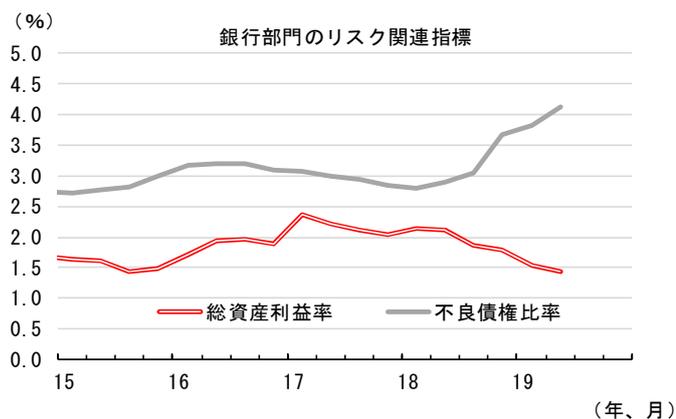
18年8月の通貨危機を受けてトルコの銀行の経営は国有三大銀行を中心に悪化しており、政府は19年4月に280億リラ (約5,500億円) の公的資金の注入を仄めかすなど、経営不安の進行を回避し

³ その他にも貸出を前年比10~20%増やした銀行に対しては、預金準備率を一律2%にする方針が発表された。"Press Release on Reserve Requirements" No. 2019-34, The Central Bank of Turkey.

ようと試みていた。そうした環境であるにもかかわらず、エルドアン政権は銀行にコストを負担させて景気の下支えに努めようとしていることになる。

なお金利の引き下げという手段以外にも、トルコ政府は銀行にコストを強いる形で景気の下支えに努めている。代表的なものとして、クレジットカードの利用規制の緩和がある。トルコでは銀行が主にクレジットカード業務を営んでいるが、所轄官庁である銀行規制監督機構（BDDK）は19年6月、耐久財消費を中心にカードでの分割払いの回数の上限を引き上げた（図表10）。

図表9. 悪化する銀行部門の収益構造



(注1) 総資産利益率は税引き前純利益ベース
 (注2) 不良債権比率は不良債権と貸付総残高との対比
 (出所) 国際通貨基金（IMF）

図表10. カード分割払いの回数の上限緩和

項目	修正前	修正後
家具	12ヶ月	12ヶ月
ビデオ、カメラ、オーディオシステム、金額が3,500リラ超のテレビ	3ヶ月	6ヶ月
金額が3,500リラ以下のテレビ	9ヶ月	12ヶ月
航空券と宿泊に関するトルコ国内での支払い	9ヶ月	12ヶ月
税金の支払い	9ヶ月	12ヶ月
冷蔵庫、洗濯機、食洗器	12ヶ月	18ヶ月
コーポレートクレジットカードでの支払い	12ヶ月	18ヶ月

(出所) 銀行規制監督機構（BDDK）のプレスリリース（19年6月12日付）及び官報（13Haziran 2019 Tarihli ve 30800 Sayılı ResmîGazete）

またBDDKは、従来は一回の利用額が15,000リラ以上の場合には35%もしくは40%としていた最低支払金額を、利用額を問わずに30%に引き下げた。他方で中銀も7月から、クレジットカードでの借入に際して生じる月々の支払金利や延滞金利の上限を、リラと外貨と問わずにそれぞれ引き下げることで個人消費の下支えに努めている。

これらの政策は個人消費をある程度刺激するかもしれないが、一方でクレジットカードを発行する銀行の収益は確実に圧迫される。このように景気の刺激を優先して金融に一方的な負荷を負わせる構図は、1970年代まで開発途上国を中心に広く行われていた「金融抑圧」または「人為的低金利政策」の構図と非常によく似ている。

そうした環境が続く限り、銀行の経営は着実に蝕まれていく。しかしながら銀行の経営不安が深刻化しても、財政に余裕がないため、政府による機動的な資本注入は望み難い。また基本的には高金利政策を維持して為替レートの安定に努める必要があるため、中銀による金融市場への潤沢な資金供給も見込み難い。

このように整理していくと、トルコでは通貨が安定している裏で銀行への負荷が強まっていることが分かる。それが今後も続くようであれば、銀行の経営不安が深刻化するとともに、それを

起点とする金融危機が生じて、さらにそれが通貨危機の再燃を呼び起こすというエルドアン政権にとって最悪のシナリオが実現することになると警戒される。

5. 経済運営の正常化が必要不可欠

以上で見てきたように、リラ相場が安定した裏でトルコ政府は金融に対する統制を強めている。本来、エルドアン政権が進めなければならないことは、金融への統制を緩めるなど経済運営の正常化を進めることである。にもかかわらずエルドアン政権は小手先の対策に終始し、目先の景気ばかりを重視している。

18年8月の通貨危機以降の景気悪化を受けて銀行の経営は悪化したものの、金融危機が生じる事態は免れた。もっとも一連の政府による措置を受けて銀行の経営が今後も蝕まれていくようならば、金融危機と通貨危機が複合的に生じる事態に陥りかねない。より強いショックが实体经济を襲い、トルコ景気は本格的な悪化を余儀なくされることになる。

前倒しが無い限り、トルコの任期満了に伴う次期の国政選挙は2023年に予定されており、エルドアン大統領の任期も翌24年までとなる。大統領に対する有権者の不満はくすぶるが、一方で有力なライバルがいないことも事実である。政治的な安定が見込まれるこの間に、政権がどれだけ経済運営の正常化を進めることができるかが、今後のトルコ経済の動向を決めることになる。

— 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。