

先行き不透明感が強まる エルドアン大統領下のトルコ経済



(一財) 国際開発センター 研究顧問 畑中 美樹

15年振りの高率となった8月の消費者物価上昇率

トルコ統計局は2018年9月3日、「8月の消費者物価は前年同月比で17.9%の上昇と7月の15.85%からさらに上昇し、2003年後半以来で最も高率となった」と発表し、8月の消費者物価指数（CPI）が15年振りの高率となったことを明らかにした。

8月の消費者物価の上昇率が高かったことで、焦点は中央銀行が9月13日の金融政策決定会合で実際に大幅な金利引き上げに踏み切れるのか否かに移ることとなった。注目の的となったトルコ中央銀行は同日、「中央銀行は価格の安定を支えるために必要な行動を取る」との声明を発表し、金利を引き上げる意向を示した。

トルコ中央銀行の金利政策で中心となっているのは1週間物レポ金利である。同金利は本年6月開催の金融政策会合で1.25%ポイント引き上げられ17.75%とされた。その後、7月の同会合でもインフレ抑制に向けて再引き上げが期待されたものの予想に反して据え置かれた結果、トルコ・リラ（TL）のさらなる下落を生んでしまった。年初からのTLの対米ドル下落率はこの時点で4割強に達していた。

トルコ中央銀行が金利の引き上げに手間取ってきたのは、低金利で経済の拡大を続けたいエルドアン大統領が金利を「全ての悪の父と母」と呼び、インフレ鎮静化のための引き上げに強く反対しているためである。但し、同大統領の娘婿であるアルバイラク財務相は9月2日のロイター通信とのインタビューで「中央銀行は政府から独立しており、インフレと戦うために必要な全ての措置を講ずる」「インフレと全力で戦うことを約束する」と述べ、トルコ中央銀行の独立性を強調していた。

ようやく大幅利上げに踏み切ったトルコ中央銀行

金融政策決定会合での議論の行方が注目されるなかトルコ中央銀行は9月13日に開いた同会合で、1週間物レポ金利をそれまでの17.75%から6.25%引き上げて24.00%とすることを決定した。多くのエコノミストは中央銀行が同日の会合で金利を引き上げると予測してはいたものの、引き上げ幅は3～4%程度と見ていた。なお、トルコ中央銀行は同日、声明で「最近のインフレの動きは物価の安定に重大なリスクとなっている」「金融引き

締め姿勢は、インフレ見通しに顕著な改善が見られるまで断固として維持される」と表明し、今後も必要とあらばさらなる引き上げのあることを示唆した。

しかし、この1週間物レポ金利の大幅引き上げでTLの下落に歯止めがかかると見る向きは少ない。何故ならば、金融引き締め政策を公然と敵視するエルドアン大統領の姿勢に少しも変化が見られないからである。エルドアン大統領は中央銀行が9月に大幅な引き上げを発表した約2時間前にも、首都アンカラでの貿易業者連盟の会合で次のように演説し、依然金利の引き上げには反対の立場を示していた。

- ① 中央銀行は独立しており独自の決定を下せる。
- ② しかし、金利は引き下げられるべきである。金利は搾取の道具である。
- ③ 私の金利に関する神経過敏さは以前と同じであり何も変わっていない。私は高い金利を引き下げようと言っている。
- ④ 中央銀行は常にインフレ目標を計算違いしており、私は中央銀行が正確にインフレを予想したのを一度も見ることがない。
- ⑤ 金利が原因でインフレは結果である。仮にインフレが原因で金利は結果であると言う者がいるとすれば何も知らないということだ。
- ⑥ 通貨危機は外国の陰謀でトルコを標的とする経済戦争である。
- ⑦ 中央銀行は金利を決めるであろうが、インフレは中央銀行の採った誤った措置の結果である。誰がその代償を支払うのか？それは国民である。
- ⑧ トルコは自由市場経済の側に立ち、その自由市場の枠組みから逸脱しない。しかし、全体を管理しているのが私であることを明らかにしたい。
- ⑨ 我が国経済の運営は、日夜、大統領として働く私の調整下で行われている。

銀行救済案が含まれなかった新経済計画

公約通り金利の引き上げを実施したアルバイラク財務相は9月20日、中期的な経済発展に向けた次の一手として、本年(2018年)、来年(2019年)の経済成長率が減速することなどを盛り込んだ新経済計画を発表した。しかし、同計画が多額の外貨債務を抱えるトル

筆者紹介

慶應義塾大学経済学部卒業(1974年3月)、1974~1980年富士銀行勤務後、1980~1983年(財)中東経済研究所出向。1983年富士銀行復職後(1月)、同行を退職(10月)。

(財)中東経済研究所・カイロ事務所長を経て、1990年同研究所退職。1990年12月~2000年9月(株)国際経済研究所勤務(主席研究員)、2000年10月~2005年3月(財)国際開発センター エネルギー・環境室長、2005年4月よりエネルギー・環境室研究顧問。中東や北アフリカ諸国の王族、政治家、政府関係者、ビジネスマンに知己が多く、中東全域に豊富な人的ネットワークを有する。専門領域は中東経済論。

※著書『「イスラムマネー」がわかると経済の動きが読めてくる!』(すばる舎、2010年)『中東のクール・ジャパニーズ』(同友館、2009年)『中東湾岸ビジネス最新事情』(同友館、2009年)『南地中海の新星リビア』(同友館、2009年)『今こそチャンスの中東湾岸ビジネス』(同友館、2009年)、『オイルマネー』(講談社現代新書、2008年)、『石油地政学』(中公新書ラクレ、2003年)

この金融機関の救済策に全く触れなかったこともあり、多くの投資家は失望を隠していない。何故ならば、市場はアルバイラク財務相が不良債権を引き継ぐ「バッド・バンク」(注：金融危機に際して設立され公的資金を使って金融機関の不良債権を買い取る資産管理会社)の創設を発表すると期待していたからである。

この点についてキャピタル・エコノミストのジェイソン・トゥヴェイ氏は顧客向けのメモで「アルバイラク財務相は(トルコ政府が)古典的な政策決定に大きく転換することを確信させられなかった」「政府が不良債権を引き受けるバッド・バンクを創設するとの希望も消え失せてしまった」「従って、総合的には、ややがっかりさせるものとなった」(ロイター通信 2018年9月22日)とコメントしている。またSEBの市場戦略家パー・ハンマーランド氏も、アルバイラク財務相の発表した新経済計画について落胆ぶりを表すように次のように論評している(ロイター通信 2018年9月22日)。

- ① 企業部門で債務履行が発生しリストラが必要となることは極めて明白である。
- ② 中期経済計画は、潜在性を持つ問題のある融資をどのように取り扱うのか、より実行可能で一層明確な計画を提示するまたとない機会であったのだが。

さらにクレディ・アグリコールのギローム・トゥレスカ上級新興市場ストラテジストは、次のようにコメントし新経済計画を批判している(ロイター通信 2018年9月20日)。

- ① 現下のところ、新経済計画には失望させられた。
- ② まず、経済成長率や経常収支の赤字の見通しは余りに野心的である。
- ③ さらに、政府が不良債権を引き受けるバッド・バンクや不良債権への対応、金融機関・企業への外貨の供給について、何も新たなことが言及されていない。
- ④ 新経済計画には細部や新たなことが欠けている。

こうした批判のあることを認識してのことかアルバイラク財務相は「各銀行は各行の資産の質などを確認するための健全性評価調査を受けることになる」「トルコはその結果に応じて必要であれば次の措置を講ずることになる」(CNBC 2018年9月20日)と説明し理解を求めている。但し、この発言によっても、問題含みの融資を国家に移管することになる「バッド・バンク」の創設を望む投資家の声は消えていない。

多額に上るトルコ銀行の1年内返済期限到来債務

周知のように、トルコの銀行は対外借り入れへの依存が高いことから借り換えリスクを抱えている。因みに、格付け会社のフィッチは、トルコの銀行には今後12ヵ月で返済期限

を迎える借り入れが1,020億ドルに達するが、このうちの550億ドルは借り換えが必要になると推計している。同じく格付け機関のムーディーズは本年8月、トルコのビジネス環境が以前の予測よりも悪化したとして20の金融機関の格付けを引き下げている。但し、トルコ政府は既に見たように銀行部門に問題はないと言っており、アルバイラク財務相も9月20日、借り換えリスクの懸念を否定している。

因みに、トルコの銀行監督機関であるBDDKのデータによれば、2018年7月31日時点で、トルコの銀行融資の約37%相当の1,442.0億ドルが外貨建てであり、そのうちの15%が短期物である。また総融資の3.05%が不良債権となっている。銀行にとって重要なのは、流動性、具体的には対外債務のうち期限到来後にその中のどれだけが借り換え可能であるのか、及び、今後不良債権がどの程度増えていくのかである。

トルコ企業を見ても、特に建設企業については、何年にもわたり調達コストの低かったユーロ建てや米ドル建ての借り入れを行ってきたことから、ここに来てのTLの対米ドル価値の急落は債務返済負担を急増させている。なお、JPモルガンはトルコの民間部門が持つ2019年7月までに返済期日の来る対外債務額を約1,460億ドルと推計している。

トルコの銀行で特に注意すべきは企業融資のうち、建設・不動産・電力企業向けがどの程度あるのかである。特に電力企業については、TLの対米ドル為替の急落にエネルギー調達コストの上昇が重なったことで経営内容が極度に悪化していると言われている。

具体策が示されていない経済成長率の引き上げ策

アルバイラク財務相は2017年の7.4%から2018年に3.8%に減速した実質経済成長率が2019年は2.3%へとさらに落ち込むものの、2020年、2021年にはそれぞれ3.5%、5.0%に回復するとの楽観的な見通しを明らかにした。同相はインフレ率に関しても、2018年末の20.8%が2019年に15.9%へと僅かに低下した後、2020年9.8%、2021年6.0%と一けた台に落ちるとの極めて楽観的な見通しを述べている。さらに、失業率についても、2018年の11.3%が2019年には一旦12.1%へと上昇するものの2020年は11.9%とやや低下すると見ている。

加えて、同財務相が発表した新経済計画の経済成長率に疑問が持たれたのは「入札プロセスを終えていない投資プロジェクトは停止されよう」「社会保険計画は修正され、輸出インセンティブ計画も再構築されよう」「2021年までに200万の新たな雇用を創出する」（ロイター通信及びAFP通信 2018年9月20日）と述べ、一部の大規模プロジェクトの凍結など経済縮小に繋がる措置を示唆しているためである。

このほか同財務相は、経常収支の赤字の削減のために今後優先する投資部門に達した経常収支の赤字の対GDP比率は、2021年には2.6%に低下すると予測しているが疑問視する声も少なくない。

実は、アルバイラク財務相は新経済計画の発表に際して「均衡、規律、変革の3つの原則を基本としている」（AFP通信 2018年9月20日）と説明した上で、「我々の目的は新成功物語を書くことである」（同上）と解説し、トルコ経済の先行きを不安視する投資家やエコノミストたちに安心感を与えようとした。だが、既に新経済計画に「バッド・バンク」構想が含まれていないことに驚きを感じていた投資家やエコノミストたちは、楽観的に描かれた今後の実質経済成長率やインフレ率、経常収支赤字の対GDP比率等々の諸目標を達成する方法・政策が明らかにされていない点にも大いに不安を感じている。

問われるエルドアン型経済発展方式からの離脱

15年半に亘り権力の座にあるエルドアン大統領の人気を支えてきた大きな柱が継続的な経済繁栄である。確かに、この15年半で道路・病院・高速鉄道・高層マンションが建設されたことでトルコは一変した。だがエコノミストたちは、成長一辺倒の政策がインフレの加熱化、経常収支の赤字の拡大、銀行部門の健全性の瓦解といった危険な過熱状態を引き起こすことを警告していた。実際、エコノミストたちは、トルコはブーム期に生産性ではなく消費に一層の焦点を当ててきたほか、工場や教育にもっと投資するべき時期にショッピング・モールを建設してきたと指摘していた。

トルコ政府がエルドアン大統領の主張する景気拡大のための長期的な高成長と投資家の求める厳格な緊縮財政の間の微妙な均衡を如何に保つかで苦慮していることを示唆するように、消息筋は、政府高官が新経済計画が発表される前日の9月19日に経済成長率の引き下げ改定をどこまで行うかで議論があったことを明らかにしている。

トルコでは本年8月、米国との対立が同国通貨リラ価値の急落を生んだことで経済の脆弱性が表面化し、それが契機となって本格的な経済危機の恐れが浮上した。その結果、トルコは少なくとも問題点を是正する必要があることは認識するに至った。だが問題は、トルコが「如何に経済成長を維持するのか」との目標から、「如何に景気減速に対応し構造的な脆弱性の克服策を実施するのか」という目標に変わったのか否かである。今後、アルバイラク財務相やトルコ中央銀行がどこまで自立性を保った政策を実行できるのか引き続き注目する必要があるだろう。

交錯する楽観的情報と悲観的情報

トルコの銀行で総資産が第5位のアクバンクが2018年9月27日、複数の金融機関による期間1年の協調融資（シンジケートローン）9億8,000万ドル（約1,090億円）の借り換えに成功したことを発表した。今年に入ってTLの価値が大きく落ちたこともあって、外貨建て債務の借り換えが難しくなる銀行も出てくるのとの見方も出ていた。

トルコの銀行は通常、春と秋にそれぞれ1回、借り入れを行う傾向が強い。これまでア

クバンクは8月に借り換え交渉をまとめており、その際の金利などの条件がその後の各行の借り換えの参考にされていた。だが今年の場合、貸し手である海外の銀行がTL価値の下落の影響を見極めようとしたため、約1ヵ月遅れでの交渉の成立となってしまった。なお、アクバンクの今回の借り換え時の金利は、トルコ経済の先行き不透明感を反映するように大きく引き上げられている。

ところで、これまで下落気味に推移してきたTLの対米ドル・レートが、2018年9月最終週になってやや持ち直している。要因は2つある。第一は、トルコで拘束されている米国人のアンドリュー・ブランソン牧師が釈放されるとの観測が出てきたことである。第二は、第一の動きも含めてトルコと米国の関係が改善に向かう可能性が出てきたことである。

第一の点については、まずポンペオ米務長官が9月24日、ニューヨークで「ブランソン牧師は今月釈放されるかもしれない。同牧師は先月、釈放されるべきであった」「トランプ政権はトルコで拘束されている他の米国人の釈放も望んでいる」(<http://www.ft.com/content/6c0a6f26-c012-11e8-95b1-d36dfef1b89a> 25Sep 2018)と語ったことが大きく影響した。

さらに、その二日後の9月26日、エルドアン・トルコ大統領が「アンドリュー・ブランソン牧師の事例は司法の問題であり、10月12日に次の審理が行われる予定だ」「私には大統領として彼の釈放を命じる権限はない」「我が国の司法は独立している」「裁判所がどのように決定するか成り行きを見守りましょう」(<http://www.ft.com/content/ff3f6ble-c154-11e8-8d55-54197280d3f7>)と発言したことが釈放への期待をさらに膨らませ、「対米関係の改善→TL価値の回復」の連想を生んでいる。

第二の点については、エルドアン大統領が復員軍人の日である9月19日に首都アンカラで行った米企業の代表者たち向けの演説原稿も影響している。理由は、エルドアン大統領が同原稿で米国との関係が投資と貿易で強化されるとの考えを示したからである。

- ① 私は両国間のあらゆる浮き沈みにも関わらず、トルコと米国の戦略的パートナーシップは投資と貿易により一層強化されると考える。
- ② トルコはあらゆる対策を講ずるので、ビジネスは貿易措置に害されないし、私は自由市場の原則で妥協はしない。
- ③ 我々が外交を通じてカウンターパートである米国との問題の解決を図る間、ビジネス界にはさらなる協力をお願いしたい。
- ④ 我々は、現在の米政府との問題によってビジネス界がマイナス影響を受けたり、プロジェクトが阻害されないことを望んでいる。
- ⑤ 我々は必要な対策を講じ続ける。

今一つトルコ経済にとってプラス材料として働きそうなものが、中国大手企業、例えば、本年初にトルコのオンライン小売業者のトレンドイオルを買収した「アリババ」や「中国生命保険」、コングロマリット企業として知られる「招商局集团有限公司 (China Merchants Group)」などが、TL安も手伝ってトルコ企業の取得に関心を示していることである。この点について消息筋は次のように論評している(ロイター通信 2018年9月27日)。

- ① 我々は1週間で4つの中国企業集団と会い20を超える協議を行った。
- ② 協議を準備したのは米国の投資銀行であった。
- ③ 中国の企業はほぼ全ての分野を調べていた。
- ④ なかでも中国の企業は、トルコのインフラ、鉱業、エネルギー部門、小売り部門、保険業に興味を示していた。
- ⑤ また中国に本社を持つ幾つかの企業が、債務の返済に問題を抱えるエネルギー製造プラントに関心を寄せていた。

他方、悲観的な情報も出てきている。例えば、トルコ統計研究所が2018年9月27日に発表したトルコ経済信頼感指数によれば、9月の経済信頼感指数は71.0ポイントと8月の83.9ポイントから12.9ポイント、比率にして過去10年で最も高い約15.4%も低下している。しかも71.0ポイントという信頼感指数は2009年3月以降で最も低いものであった。

経済部門別の信頼感指数を見ると全てが8月に比べて低下しているが、最も落ちたのは約17%も下げた建設部門であった。比較的落ち込みの少なかったのは小売部門と不動産部門だが、それでもそれぞれ前月比の低下率は約5%、約7%であった。

QNB Finansbankのエコノミストであるデニズ・チチェック氏は「消費と投資支出にマイナス影響を与える経済信頼感指数の低下は予想していたが、(改めて明らかになったことで)国内需要の鈍化を加速化することになるだろう」(ロイター通信 2018年9月27日)と見ている。

もう一つトルコ経済にとって逆風になりそうなものが、トルコの自動車メーカーであるトファスが、国内市場の不振を理由に10月に9日間、北西部にあるブルサ工場の操業を停止すると発表したことである。2018年1～8月のトルコ国内の自動車販売実績は昨年同期に比べて21%減少しており、特に8月については減少幅が53%と極めて大きかった。また2018年1～8月の自動車製造実績も前年同期比34%もの低下を記録した。因みに、トファスは製造した自動車の約80%を輸出しているが2017年は好調で130万台を輸出していた。それだけに、国内販売の不振を理由とする同社の9日間の操業停止は国際収支面で大きなマイナス要因となりそうだ。

このほかトルコ食品最大手のユルドゥズ・ヒールディングにも芳しくない動きが見られる。同社はベルギーのゴディバ・チョコレートを含む世界の有名食品ブランドのオーナーであるが、本年5月時点で銀行団と55億ドルの借り換えに合意している。さらにロイター通信の報道（9月26日）によれば、同社がゴディバの日本での事業を15億ドル程度で売却することを検討しているという。本社がイスタンブールにある同社の事業内容は、食品、菓子類、日用品の製造販売、流通業まで幅広いことで知られる。同社と日本企業との関係も深いだけに、トルコ経済の先行き不透明感が我が国にも影響を及ぼしつつある事例として注視したい。

* 本稿の内容は執筆者の個人的見解であり、中東協力センターとしての見解でないことをお断りします。