

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
公益財団法人 国際通貨研究所

## トルコの経常赤字の拡大は マクロ経済の不安定要因となるか

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部長 兼 開発経済調査部長  
佐久間 浩司

[koji\\_sakuma@iima.or.jp](mailto:koji_sakuma@iima.or.jp)

足許でトルコ・リラが売られている。エマージング諸国の中でも、資源が無いなかでの好調な経済パフォーマンスと政治的安定性を示しているトルコに何が起きているのだろうか。今のところ過去 10 年の間に何度か起こった下落の範囲に止まっているが、今後さらに下落する可能性はあるのか、またそもそも通貨下落の背景には、どのような実体経済の要因がはたらいっているのだろうか。

### 1. 直近の総選挙で再確認されたトルコの政治的安定性

6月27日のトルコ総選挙は、引き続き与党 AKP（公正発展党）が 550 議席中 326 議席を獲得して勝利した。政策運営力への評価を背景とした 2003 年来の安定政権ぶりを見せ、今後も堅実な経済政策が期待される。一方、AKP の単独 2/3 以上の議席獲得には至らなかったため、国民投票なしで憲法改正による大統領権限強化や軍や最高裁の影響力制限という、AKP のこれまで以上の権限強化も回避され、同党のイスラム主義的な面がやや強すぎる点を懸念していた国際社会や日欧米ビジネス界にとっても、まずまずの選挙結果であった。

トルコ総選挙結果				
		2011年(今回)		2007年
		得票率	議席数	議席数
公正発展党	AKP	49.8%	326	341
共和人民党	CHP	25.9%	135	112
国民行動党	MHP	13.0%	53	71
独立無所属		6.6%	36	26
その他		4.7%		
合計		100.0%	550	550

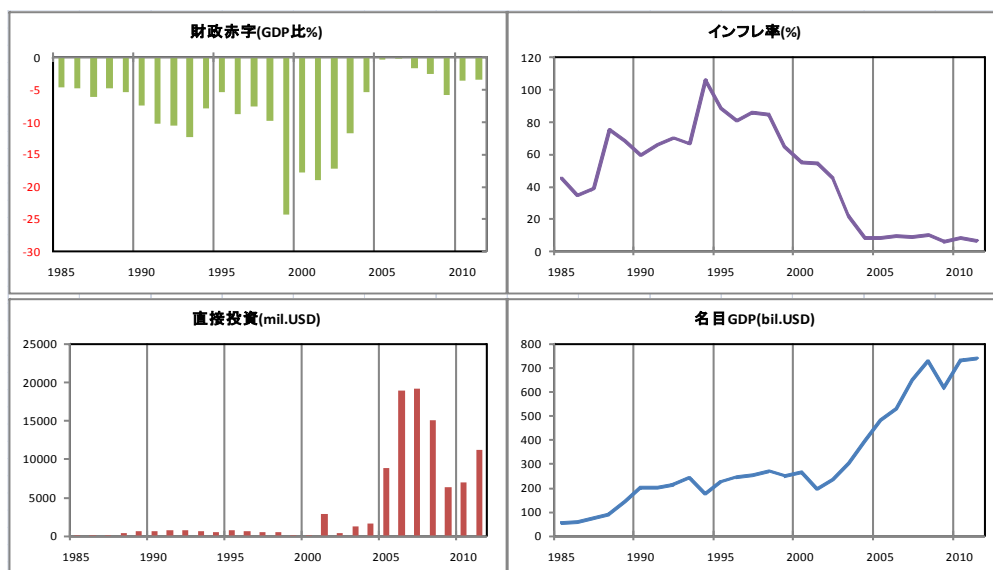
## 2. エルドアン政権の経済政策の成功

今日のトルコの経済的成功の最大の功績は、2003年から政権の座にあるエルドアン首相率いる与党 AKP による政治に求められよう。

宗教的にはイスラム主義の色彩が濃いだが、政権発足以来、果敢に民営化を進め、通信、石油化学、石油精製、配電、港湾、タバコなど、かつての国営産業の多くが民間部門となった。民営化収入による一時的な歳入増はもとより、非効率な国営企業削減で毎年の財政支出の無駄も削られた。インフラ開発案件などでも、積極的に民間企業を活用、外資に対しても門戸を開くなど、多くの面で効率性、生産性重視の経済政策を進めた。

経済全体の生産性向上により、景気拡大、財政収支改善、インフレ抑制を同時に実現することに成功した。インフレの抑制により為替相場は安定し、為替の安定により海外からの直接投資も促され、それがますます生産性向上を生むというプラスのスパイラルが起こった。

最近のトルコの経済ファンダメンタルズの改善



(資料) IMF、UNCTAD 他

### 3. トルコの地政学的な強み

政治的成功以前の問題として、もともとトルコは非常に地政学的に重要な位置にあり、それが強みとして活かされている。

トルコは欧州のカトリック・プロテスタント圏、ロシア、ブルガリアなどの正教圏、それと南西に広がるイスラム圏という三大文明圏が交差する位置にあり、どの文明圏にとっても、トルコと良好な関係を維持することは他者を牽制する意味で非常に重要であり、トルコにとってこの国際環境は大きな利点である。特に欧米諸国から見ると、トルコがイスラム教圏にありながらも、NATO メンバーであり西側と良好な関係を持つ国であるということは極めて重要だ。

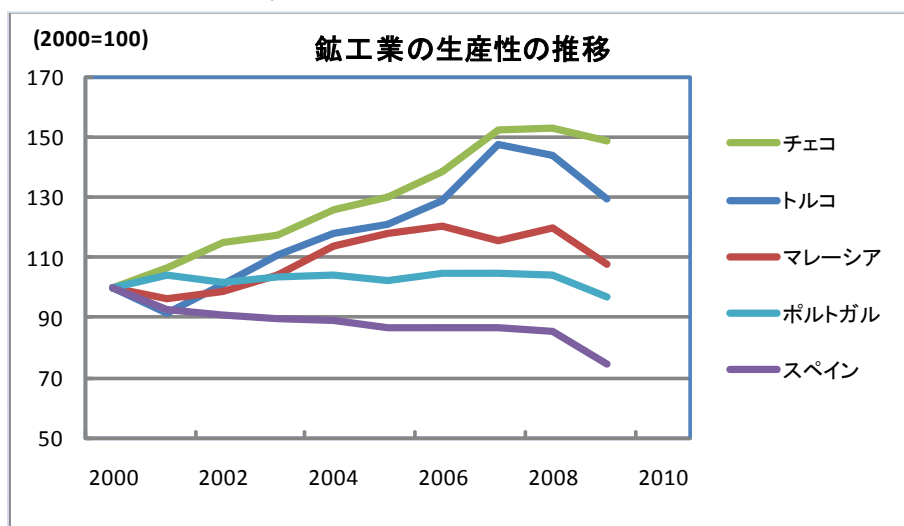
こうした文明の交差点に位置することは、ともすればアフガニスタンのように各国からの干渉を招き、国の混乱の原因となりうるが、トルコがそうならないのは、直接大国と接していない幸運とトルコ自身の統治力や文明力ゆえのことだろう。

EU のトルコに対する見方は複雑で、基本的には EU を深化させるものと捉える独仏などの大陸側諸国にとっては、出来ればトルコは仲間に入れたくない。しかしトルコが欧州に背を向けることだけは避けたいという思いから、EU 加盟交渉は開始、という非常に中途半端な態度を見せている。しかし、こうした EU とトルコをつなぎとめているのはイギリスの外交力であろう。もともとイギリスは、EU は経済的メリットを享受するための連合であり、運命共同体ほどの濃いつきあいは望まないのが基本姿勢で、異質なものが入ることに抵抗感はない。またトルコを欧州の仲間に入れることの外交上のメリットを正しく認識しており、トルコの EU 加盟に積極的である。

トルコの地理的な優位性は、軍事面や国際政治面に限らず、経済面でもみられる。これもほぼ上記の3つの地域と重なるが、EU 経済圏、黒海経済圏、中近東経済圏のすべてにまたがる位置にある。EU はトルコにとって最大の市場であり、最大の貿易相手地域であることに多くの説明はいらない。黒海経済圏とは、2千万という、そこそこの人口とドナウ水系の欧州運河物流の入口に位置するルーマニア、5千万の人口大国のウクライナ、天然ガスや石油の産地と繋がる黒海東岸地域、そして南側に位置するトルコの経済圏で、人口も合計約1億4千万人というほぼロシアに匹敵する、市場としての潜在性も大きい地域だ。実際、ウクライナのキエフにはトルコ人ビジネスマンを多く見かける。中近東との繋がりも、イラクの復興需要に向けた輸出では、米国や中国を抑えて第一位にあるなど、強い関係を持っている。

#### 4. 財閥を軸とした産業力の強み

地の利、政治の安定性というメリットを生かせるのは、経済の主役である民間企業群がしっかり存在することである。産業面からみたトルコ経済は、日本や韓国と似て地場の財閥の存在が大きく、自動車、家電、エネルギー、食品、建設、小売、観光、金融などの主要産業をカバーするコングロマリットを形成している。こうした財閥を中心に資本蓄積が進み、人的資源や知的資産が効率よく経済の発展に動員される仕組みが整っている。外資導入による生産性向上の典型的な成功例としてチェコがあるが、トルコは、チェコと比べても見劣りしない生産性向上を見せている。これは、地場系資本という技術移転の受け手の存在により、海外からの直接投資が、経済全体の生産性向上に比較的結びつきやすいためと考えられる。



(資料) 各国統計、IMF

#### 5. トルコ経済のリスク ～経常赤字の拡大

トルコ経済の弱点は、まさにこの好調さゆえに発生する経常赤字の拡大と、時々為替相場の調整が起きても、本来もつファンダメンタルズの強みゆえに、直ぐに底値買いの海外資本流入が起きてしまい、結果として為替相場の調整が不十分なまま、かつ経常赤字の規模も大きいまま続いていることである。

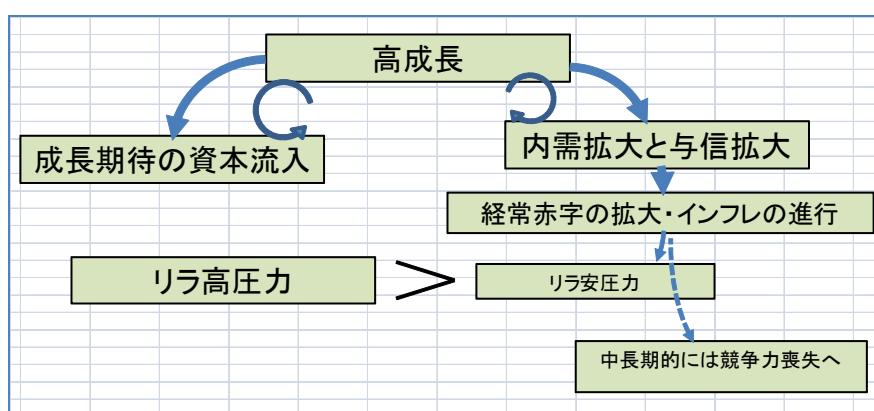
##### (1) 成長が生むリスクのメカニズム

一般に成長軌道に乗ると、需要拡大と貸出拡大が相互に作用しながら経済は成長を続け、やがてインフレ率の上昇と経常収支赤字の拡大をもたらす。仮に為替相場に何の調整も起こらないと、インフレの拡大によりやがて生産コスト上昇と国際競争力低下を招き、経済は低迷し始める。通常は、そこに至る前に、

国際収支の持続性に疑問を持った市場参加者がその国の通貨を売り始め、やがて通貨下落とともに経常収支の過度な赤字は修正される。

しかし、こうした為替相場による成長率と国際収支の自然な調整は、今日のエマージング諸国では起きにくい。理由は、高成長が海外からの資本を呼び入れ、それが経常赤字から発生する通貨安を打ち消すほどの通貨高圧力をもたらすからである。それだけ、世界中に、途上国の高成長にあやかろうと投資機会を待ちかまえている余剰資本が多い。これは、今の先進国が発展途上にあつた時代と今の途上国を取り巻く環境の大きな違いである。

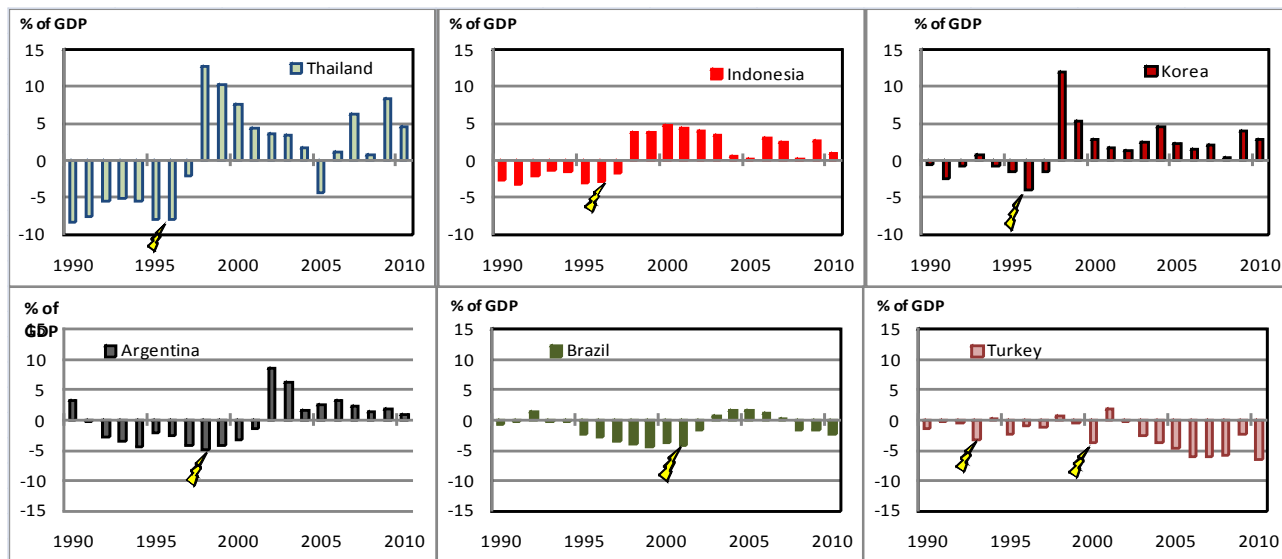
エマージング諸国が生む成長とリスクのメカニズム



## (2) 経常赤字の動向

このため、かつては経常赤字が GDP 比 3% 超えというのが、為替相場調整が起こる警戒水域の目安であった。しかし今日では、経済の基礎条件がいい国ほど、高成長を期待する資本流入により資本収支の黒字が持続しやすく、結果として GDP 比 3% 超、5% 超という経常赤字が何年も維持されてしまう。トルコはまさにその状況にある。2009 年はリーマンショックによる内需の落ち込みから GDP 比 2.3% まで縮小したものの、2010 年実績は既に 6.5% に拡大しており、IMF 予想によれば、2011 年 8.7%、2012 年 8.3% と非常に高い水準に拡大する。

途上国の通貨危機直前の経常赤字の水準（通貨危機発生直前の年をマーク）

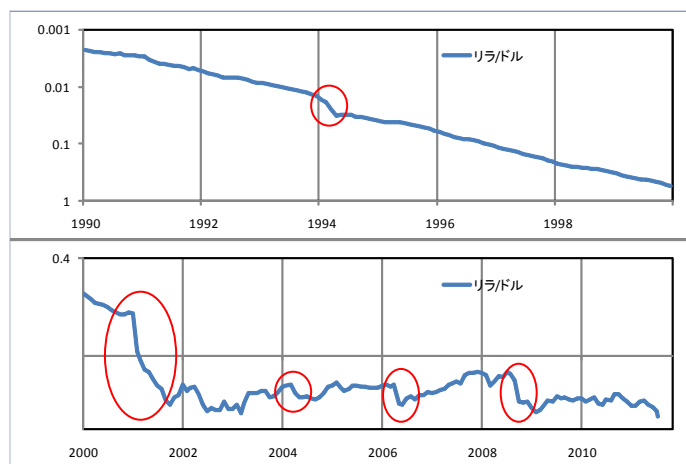


(資料) IMF

(3) 過去何度か起きたトルコ・リラの水準調整

トルコは過去何度か為替相場の大幅な水準調整を起こしており、原因は常に経常赤字の拡大であった。しかし現在のエルドアン政権発足以降とそれ以前では、パターンに違いがある。以前の調整は明らかに通貨危機と呼ぶべきもので、下落幅も1994年の36%、2001年の58%と大幅なものだった。経常収支の改善はあったものの、危機後の経済は大きく混乱し、景気は通年でも-5%以上の大幅な落ち込みを見せた。これに対し、政権発足後の2004年と2006年は、そもそもの下落幅も小さい上、比較的短期間のうちに資本が再びトルコに流入し為替相場も最終的には3~9%程度の調整に過ぎなかった。

過去のトルコ・リラ危機



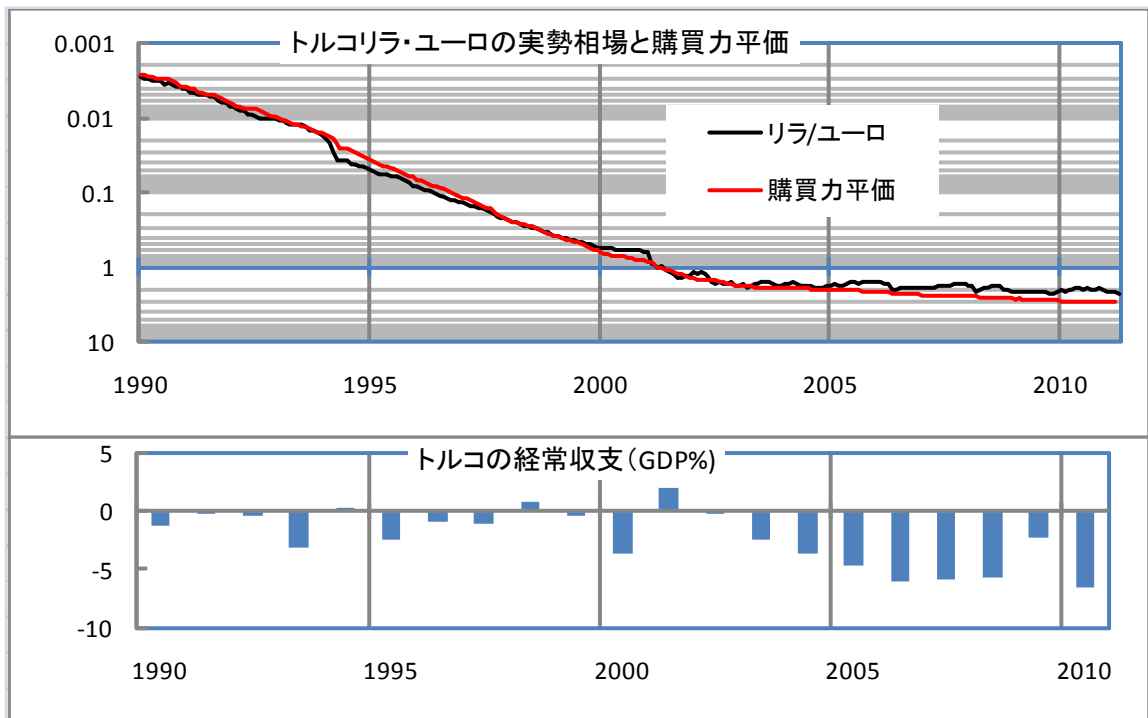
(資料) Bloomberg

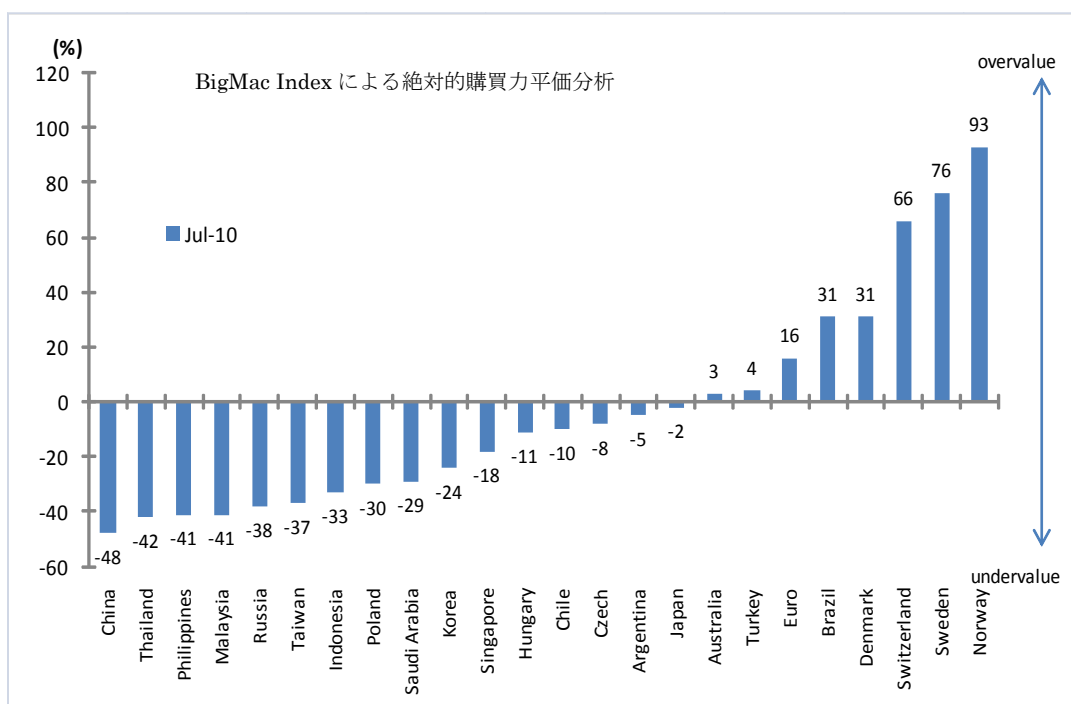
#### (4) 購買力平価分析からみるトルコ・リラの割高感

リラ下落の背景にあるリラの割高感を購買力平価分析で示したのが下図だが、2000年の購買力平価からの乖離が翌年の通貨危機を引き起こし、結果として経常収支は改善したことがわかる。2003年の現政権発足以降は、堅実な政策運営とインフレ率の低下を背景に、実勢相場、購買力平価ともに、それまでの同率での下落基調から、様相は一転している。とはいえ、インフレ率が下がったとはいえ先進国よりは高いために購買力平価はわずかながら下降トレンドにあり、一方で、実勢相場は常に海外資本の流入から上昇圧力を受けるためほぼ横ばいで推移し、結果として実勢相場の割高感が生まれ経常赤字の拡大が続いている。

絶対的購買力平価で見ても、資源や穀物輸出国のブラジルを除けば、トルコ・リラだけが、エマージング通貨の中で唯一割高感のある位置にある。

トルコ・リラの実勢相場と購買力平価の乖離





(資料) The Economist, IMF, Bloomberg

### (5) 資本収支では、短期性資金が拡大

経常収支の支払い超過を埋め合わせる資本収支は、今のところ滞りなく黒字が続いている。トルコ経済の先行き、財政状況、金融機関や金融システムに目立った不安材料がなく、経常赤字が大きくても、銀行貸出、証券投資、直接投資などの海外からの資本流入は続いている。

しかし資本の中身が、長期的に安定した直接投資の割合が低下し、短期性の銀行貸出やその他の投資が増えているのはやや気になる。何かしらの経済ショックをきっかけに一気に流出超過に転じる可能性も否定できない。実際、グローバル危機の影響の大きかった2009年には、欧州の銀行を中心に、トルコへの貸出が一気に流出超に転じており、直接投資のバッファーが小さくなっている足許で同じことが起これば、トルコの対外バランスは短期間のうちに悪化する恐れがある。

### (6) 通貨の大幅調整が起きたらどうなるか

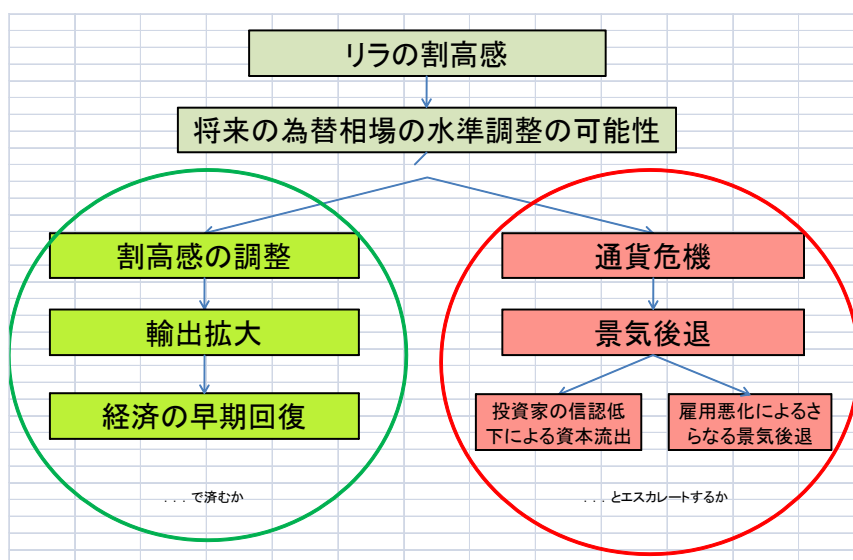
リラに割高感があるのは明らかであり、結果としてGDP比5%を超えるような経常赤字が数年も続いているのだから、将来の為替相場の調整が起こることは十分織り込むべきであろう。また、そのきっかけは、今日の途上国を取り巻く環境からみれば、まずインフレの加速が起これば、金融引き締めと景気の減速が起これば、それがトルコの成長期待に引き寄せられていた資本の流れを変え、



為替相場も下落するというパターンだろう。今のところ、インフレ率が上昇する兆しは見られず、当面こうした状況に陥るとは考えがたいが、インフレ動向は監視していく必要がある。

一方、仮に通貨下落が起きたとしても、それが、為替相場の割高感の適正な修正であり、輸出が拡大することにより経済的混乱が短期で収まり、比較的早期に回復に向かうのか、それとも通貨危機から経済危機に発展するのかの分かれ道では、金融セクターの健全性が重要なカギを握ると思われる。危機前の状態として、不良債権比率が高い、資産の収益性（ROA）が低い、利益の積上げがなく自己資本が小さい、為替相場、金利、流動性のミスマッチを多く抱えるなどの脆弱性が目立つ金融セクターであれば、通貨危機による経営環境の悪化で、財務状況が一気に悪化することがある。金融機関がそうになると、実体経済に対するクレジットクランチが発生し、景気が後退し、さらに金融機関の諸指標が悪化するという悪循環につながる。

経常赤字、リラの割高感、今後のトルコの考え方



### （7）健全な金融セクターにより深刻な危機は回避

こうした観点から見ると、トルコの金融セクターは、他の国との比較で非常に健全度が高い。資本は Tier1 比率で 18.6%（2009 年末ベース）と厚く、不良債権比率は低いとは言えないが経営基盤を脅かすほどではない。ROA は 3.3%と、高い収益力を示している。流動性に関する指標も良好である。また通貨下落への耐久性の最大の分かれ目は、金融機関がバランスシートの中に通貨のミスマッチをどれほど抱えるかという点だが、為替のネットオープンポジション（対総資産比率）を見るとトルコは-0.3%と極めて小さく、この点でも大きな懸念

はないことがわかる。

比較的健全性意識の高い監督体制、また当局の意向がしっかり浸透している民間金融機関の姿がこうした客観的な数字に表れており、通貨下落が起きても、大きな混乱には陥らず、むしろ為替相場の割高感の修正と経常収支のインバランスの修正により、比較的早期に對外信認を回復し、実体経済の混乱も短期的なものに収まる可能性が高い。

IMF 金融健全度指標 (2009年末)

(in %)	自己資本比率	Tier 1比率	不良債権比率	Return on Assets	Return on Equity	流動資産 対総資産比率	流動資産 対短期債務比率	為替のネット・ オープン・ポジ ション
Brazil	18.8	14.8	4.2	1.9	20.4	52.7	109.8	-6.9
Germany	14.8	10.8	3.3	0.2	5.0	49.1	144.2	5.3
Greece	11.7	11.0	7.0	-0.9	-11.8	45.2	56.9	16.3
Hungary	13.9	11.6	6.3	0.6	8.3	23.7	45.7	17.8
Indonesia	17.8	16.0	3.3	2.6	26.8	28.7	33.9	3.3
Ireland	12.8	9.8	9.8	-1.6	-35.8			3.3
Japan	13.3	10.7	2.5	0.2	5.5	21.6	48.8	
Korea	14.4	10.9	0.6	0.6	8.9	37.8	103.9	2.9
Philippines	15.4	11.8	3.5	1.4	15.4	33.9	51.9	5.2
Russia	20.9	14.7	9.5	0.7	4.1	30.4	102.4	0.9
Turkey	20.6	18.6	5.0	3.3	26.4	57.6	86.6	-0.3
Ukraine	19.8	15.6	13.7	-4.4	-32.3	11.5	35.9	28.5
United Kingdom	14.8	11.6	3.5	0.1	2.6	20.5	38.0	1.0
United States	13.9	11.5	5.0	0.2	1.8	11.1	41.0	
網掛け基準	15%未満	7%未満	5%以上	1.5%未満	15%未満	50%未満	100%未満	5%以上・-5%以下
(資料) IMF								

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2011 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>