



## トルコの国情分析

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 研究員

潮田 玲子

[reiko\\_ushioda@iima.or.jp](mailto:reiko_ushioda@iima.or.jp)

### <要旨>

- 今年 3 月 31 日の統一地方選挙の結果は、今後、現政権基盤のある程度の弱体化やエルドアン大統領の求心力低下につながるとみられる。ただ、政権が変わる可能性自体は低い。
- 実質 GDP 成長率は物価や金利の高止まりが内需の拡大を引き続き抑制するため、2019 年の大幅なプラスは難しいとみられる。経常収支は、今後も内需低迷により貿易赤字の拡大は抑えられることが見込まれ、名目 GDP 比 -1.0% 前後で推移すると予想される。
- 中央政府の財政赤字は、景気低迷による税収の伸び悩みが予想されることから、早期の改善は期待し難い。また、中小企業融資向けの信用保証基金（CGF）における財務省の保証債務残高は名目 GDP 比 5.4% に相当する。仮にデフォルトした場合、公的債務残高の増加が懸念される。
- 対外債務残高は、リラ安に伴う債務返済負担の増加が懸念される。短期対外債務残高は全体の 26.3% と大きくはない一方、外貨準備高が減少していることもあって外貨準備高との対比でみた短期対外債務残高の割合は上昇傾向にある。
- 銀行セクターはまだ総じて健全だが、主な経済指標は悪化傾向にある。中銀の独立性は中銀法により制度上保証されているが、政府による金融緩和への圧力は根強く、引き続き注視が必要である。

- 政府はリラ安定のため、財政規律や首尾一貫した金融政策を維持し、貿易赤字の削減に向けた実効性の高い経済計画を作成・実行することが課題である。

### <本文>

6月23日にイスタンブール市長の再選挙が実施され、野党・共和人民党（CHP）候補のイマモール氏が再度勝利したことで、3月末より続いていた統一地方選挙により早く決着がついた。次の大きな政治イベントが2023年の大統領選・国民議会選挙と当分先であることから、トルコ政府は今後、景気回復および経済改革に向け、山積する経済面の問題（慢性的な経常赤字や高インフレ、多大な対外債務残高等）に本格的に対処することが求められる。

本稿ではトルコの政治・マクロ経済を概観しつつ、今後の見通しやリスクについて考察する。

#### 1. トルコの内政 ～エルドアン大統領の失脚および社会不安定化のリスクについて

3月31日に統一地方選挙が実施され、与党・公正発展党（AKP）と民族主義者行動党（MHP）の与党連合は、51.6%と過半数の得票率（市長選）で30都市のうち16都市で勝利した（図表1）。一方、最大野党 CHP と2017年に元 MHP 党員が結党した善良党（IYI）の野党連合は得票率37.6%、11都市で勝利した。前回2014年の統一地方選挙の得票率と比較すると、AKP がわずかに低下、MHP は半減したのに対し、CHP は増加、IYI は7.5%と躍進した。AKP の得票率自体はほぼ変わっていないが、都市をみると、もともと CHP 支持基盤が厚いイズミール<sup>1</sup>のほかアンカラとイスタンブールといった政治と経済の中心地までを失ったのは大きな衝撃として報じられた。なかでもイスタンブールについては、AKP が1994年以降市長職を保持し、エルドアン大統領がこれまでのキャリアを築く原点であったにもかかわらず、AKP 所属で前首相のユルドゥルム候補をもってしても CHP のイマモール候補に市長職を奪われたため、AKP にとって歴史的な敗北となった。

その後 AKP が選挙の不正を訴え、イスタンブール市長選のやり直しが6月23日に実施されたが、結果は覆らなかった。1回目の選挙時はイマモール氏、ユルドゥルム氏ともに得票率48%台の接戦だったが、2回目はイマモール氏が54.2%の圧勝だった。

過去の事例から、大都市の市長職獲得は「政権交代の前兆および引き金」<sup>2</sup>となり得

<sup>1</sup> 人口や産業規模においてイスタンブール、アンカラに次ぐ。

<sup>2</sup> 間寧、「トルコの2019年統一地方選挙：常勝与党の敗北感」、JETRO アジア経済研究所、2019年4月

る。イズミール、アンカラ、イスタンブールの3大都市を AKP が失う結果となったことは、現政権基盤のある程度の弱体化やエルドアン大統領の求心力低下につながるとみられる。既に新党結成の動きがあり<sup>3</sup>、今後は AKP 党内または支持者間の分裂や反エルドアン派の離党、MHP の不支持、内閣または AKP 組織内の改造、政府による外交・経済政策の練り直し、等が行われる可能性がある。

図表1 選挙結果の比較

| 政党名            | 2014年3月30日<br>統一地方選の得票率 | 獲得ポスト<br>(全30都市) | 2019年3月31日<br>統一地方選の得票率 | 獲得ポスト<br>(全30都市) |
|----------------|-------------------------|------------------|-------------------------|------------------|
| AKP (公正発展党)    | 45.5%                   | 18               | 44.3%                   | 15               |
| MHP (民族主義者行動党) | 15.2%                   | 3                | 7.3%                    | 1                |
| CHP (共和人民党)    | 27.8%                   | 6                | 30.1%                   | 11               |
| IYI (善良党)      | -                       | -                | 7.5%                    | -                |
| HDP (国民民主主義党)  | 1.9%                    | 0                | 4.2%                    | 3                |
| その他            | 9.6%                    | 3                | 6.6%                    | 0                |
| 合計             | 100%                    | 30               | 100%                    | 30               |

(資料) Daily Sabah (ホームページ) より作成

(注1) 2019年の統一地方選ではAKPとMHPが与党連合、CHPとIYIが野党連合を形成

(注2) 県・地区選挙は省略

もっとも、大統領が外部圧力または要請によって早期に辞任したり失脚したりする可能性は低い。統一地方選全体をみれば今回も与党連合が過半数の票を確保したことから、大統領または AKP の支持基盤は依然として堅いことが分かる。市長職を失ったイスタンブールについても、結局は39から成る地区のうち25を AKP が<sup>4</sup>、市議会の多数派も与党連合が占めているうえ、市の予算の大半は国に依存するため、イマモール氏が与党連合の圧力を受ける等、市政運営は難しいものになることが予想される。

また、2016年のクーデター未遂事件後、政府が首謀者と断定するギュレン氏との関係を疑われた20万人近くの公務員や軍人、マスコミ、教師の失職や逮捕等により政府に批判的な者への取り締まりが強化されたことから、軍事クーデター等社会が不安定化するような事態も想定しにくい。

## 2. 足元のマクロ経済動向

### (1) 成長率、失業率

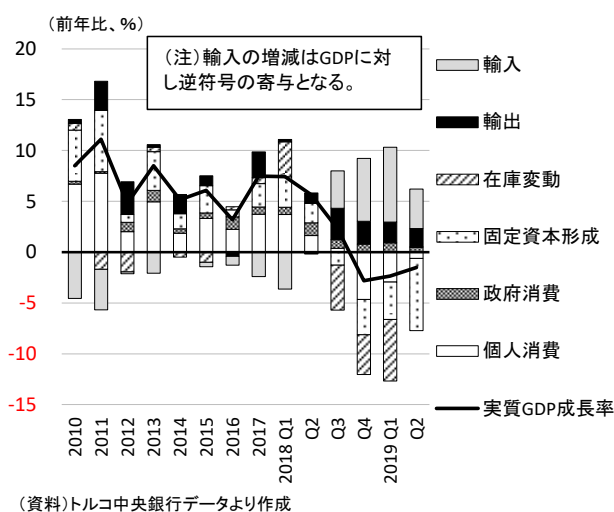
実質GDPは、2010年から17年まで年平均+7%近くの高い成長率を維持してきたが、2018年は同+2.8%と2009年以来の低成長にとどまった。四半期ベースでは2018年

<sup>3</sup> 間寧、「2019年イスタンブール市長再選挙―業績と正義への投票」、JETRO アジア経済研究所、2019年7月

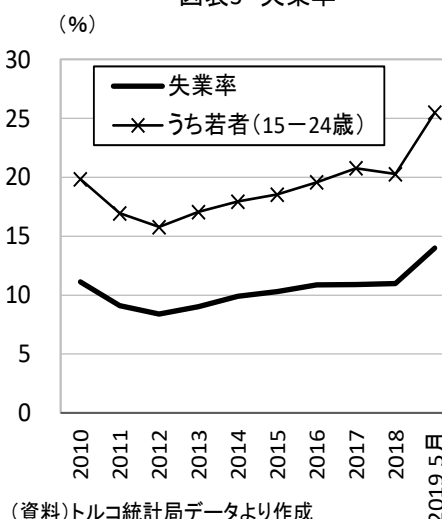
<sup>4</sup> <https://www.boston25news.com/news/turkeys-erdogan-faces-challenge-in-istanbul-poll/960652554>

10-12 月期から 2019 年 4-6 月期にかけて 3 期連続のマイナス成長となったものの、マイナス幅は縮小傾向にある（図表 2）。需要項目別にみると、住宅や耐久消費財（住宅、家具、白物家電、自動車等）の減税、手数料およびエネルギー料金の引き下げといった措置により個人消費のマイナス幅が縮小した一方で、固定資本形成のマイナス幅は拡大した。なお財・サービスの輸入の落ち込みにより、純輸出は引き続きプラスに寄与した。今後は、政治的な不透明性の後退や減税措置の延長などで個人消費のさらなる回復を後押しする可能性がある一方、物価や金利の高止まりが固定資本形成等内需の拡大を引き続き抑制するため、2019 年の大幅なプラス成長は難しいとみられる<sup>5</sup>。

図表2 実質GDP成長率と需要項目別内訳



図表3 失業率



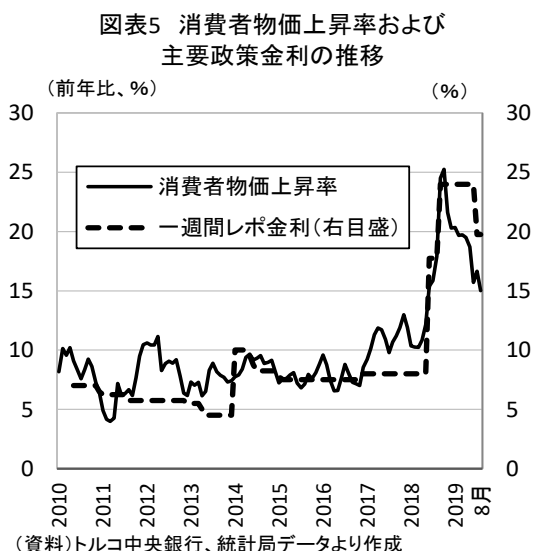
失業率（季節調整済）は 2010 年以降 10%前後で推移していたが 2018 年 11 月より悪化し、2019 年 5 月には 14.0%、うち非農業部門が 16.2%と、リーマンショック時以来の高水準となった。また、若年層（15-24 歳）の失業率は 25.5%と、3 月の 25.6%と比べ小幅に低下したものの依然高水準にある（図表 3）。政府は 2 月に雇用増加のための企業向け新キャンペーン<sup>6</sup>や 5 月に公的部門における公衆保健労働者約 3 万人の雇用計画を発表した。再選挙後は財政規律の観点から大幅な歳出拡大は見込まれず、失業率は当面高水準での推移が続くと予想する。

<sup>5</sup> IMF は 2019 年の成長率が -2.5%にとどまる一方、2020 年は +2.5%に回復すると予想している（2019 年 4 月時点）。

<sup>6</sup> 企業が新規雇用するたびに 3 ヶ月間、従業員 1 人あたりの給与、税金、保険料を政府が支払い、その後のさらに 9 ヶ月間、政府が税金と保険料を支払うというもの。

## (2) 為替、物価

2018 年は、トルコ中銀による利上げ対応の遅れや米国人牧師ブランソン氏の拘束をめぐる米政府による経済制裁を主因に、トルコ・リラが対ドル相場です史上最安値（年初来最大で 47.5% の下落率）に達し、当局は金融引き締め策等による対応に迫られた。その後、6.25% ポイントの大幅利上げ、ブランソン氏解放による対米関係の改善、米連邦準備理事会（FRB）の利上げ停止等でリラ高方向へ持ち直すも、2019 年 3 月以降は外貨準備の減少やロシア製地对空ミサイルシステム「S400」の納入をめぐる対米関係悪化懸念の再燃、統一地方選挙に向けた政治的不透明等により再び下落した。6 月下旬以降はイスタンブール市長再選挙の結果を受けた政治的不透明感の後退、および G20 における米国からの経済制裁回避の動きを受けて一時リラ高傾向に推移したものの、8 月初旬以降は米中貿易摩擦問題激化のあおりもあり、軟調な相場展開が続いている（図表 4）。



消費者物価上昇率は 2016 年以降急上昇し、2018 年 10 月に前年比 +25.2% とピークに達した。その後はリラ相場の持ち直しや内需の減速、政府による住宅や耐久消費財の減税等の政策により、6 月の同 +15.7% まで低下した（図表 5）。インフレ率の鈍化を受け 7 月 25 日の金融政策決定会合において、トルコ中銀は政策金利を 24% から市場予想（21.5%）よりも低い 19.75% へ引き下げた。中銀は「インフレ予想の改善、緊縮的な政策スタンス、輸入および食品価格の下落」から、2019 年末のインフレ率を前年比 +13.9%、2020 年末を同 +8.2% と予想している（7 月末時点）<sup>7</sup>。8 月初旬に発表された期

<sup>7</sup> Inflation Report, 2019-III, p.7-8

待インフレ率（年末、1-2 年先）は 3 ヶ月連続で鈍化しており、7 月の利下げによる期待インフレへの影響は限定的であったと考えられる。7 月のインフレ率は 6 月末における一部耐久消費財の減税措置の終了およびエネルギー価格の上昇を主因に同+16.65%へと小幅に上昇したものの<sup>8</sup>、8 月は同+15%へ再び低下した。今後も物価および金融政策に伴う期待インフレの動向には引き続き注視する必要がある。

### (3) 経常収支、金融収支

経常収支は貿易赤字を主因に赤字基調が続いている。2018 年は、輸入減少による貿易赤字の縮小やサービス収支の黒字拡大により、名目 GDP 比-3.5%へ縮小した（図表 6、7）。2019 年 1-3 月期は、輸出が底堅く推移する一方、輸入の大幅な落ち込みに伴う貿易赤字の縮小により、同-1.2%とリラ急落以前の 2018 年 1-6 月期の同-7%台と比較して大幅に縮小した。今後も内需低迷により貿易赤字の拡大は抑えられることが見込まれ、同-1.0%前後で推移すると予想される。

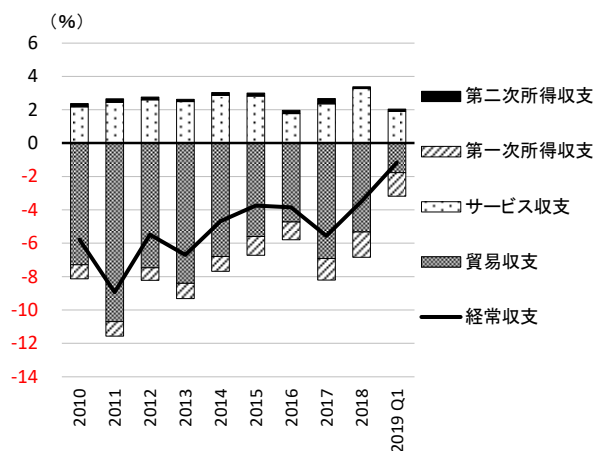
金融収支は、2018 年に証券投資およびその他投資について 7-9 月期を中心に大幅な流出超過がみられたが、2019 年 1-3 月期は逆に証券投資の流入超過となった（図表 8）。証券投資の負債のうち、75%が「海外投資家による政府発行債の取得超過」によるものである<sup>9</sup>。政府は 2019 年度における海外市場からの借入目標 80 億ドルのうち、3 月末時点ですでに 64 億ドル分を調達した。米連邦準備理事会（FRB）をはじめ世界的に利下げの動きが相次ぐなか、今後も高金利を求める海外投資家からの資金の流入は考えられる。しかし世界経済の不透明性の上昇、地政学リスクや保護主義の高まりを受けたリスク回避が強まる局面では再び資金が流出に転じることも想定され、トルコへの安定した資金流入が続くかは予断を許さない。

---

<sup>8</sup> July Price Developments, p.2-4

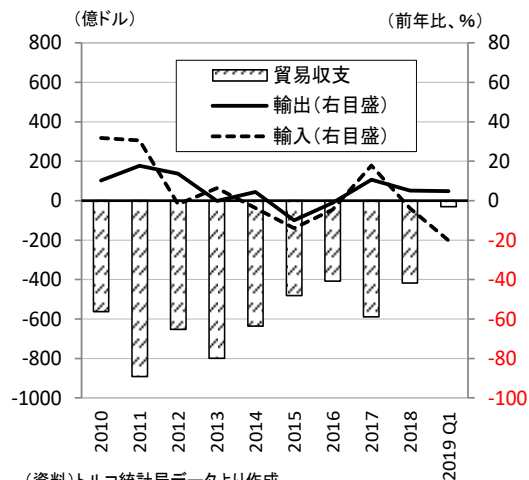
<sup>9</sup> トルコ中銀データおよび各種報道によると、証券投資の負債 86 億ドル（1-3 月期）のうち、64 億ドルが海外からの借り入れのため政府が募集した債券（3 年債、6 年債、10 年債）で占められる。

図表6 経常収支とその内訳の対名目GDP比



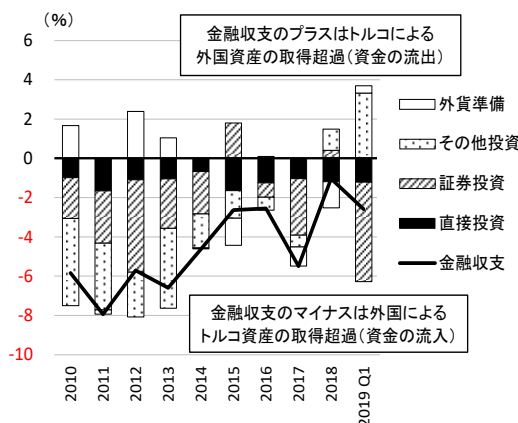
(資料)トルコ中央銀行データより作成

図表7 輸出入



(資料)トルコ統計局データより作成

図表8 金融収支とその内訳の対名目GDP比



(資料)トルコ中央銀行データより作成

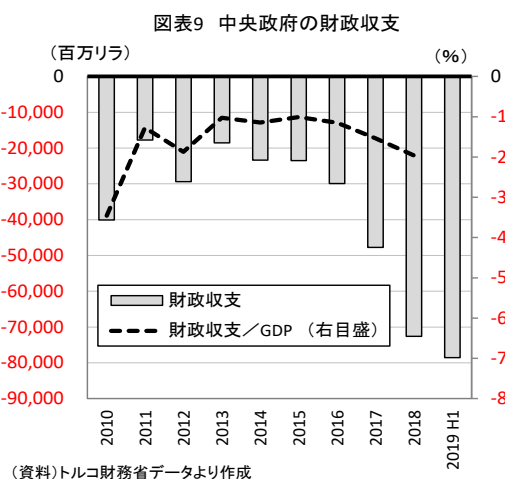
### 3. 財政と公的債務残高

中央政府の財政赤字は 2011 年から 2018 年にかけて名目 GDP 比 $-2.0\%$ 以下で推移してきたが、2019 年 1-6 月期の財政赤字額は 786 億リラと、すでに政府による 2019 年度の年間見通し額（806 億リラ）に迫っている（図表 9）。この要因として、3 月および 6 月の統一地方選挙キャンペーンにおいて、政府が減税等さまざまな景気てこ入れ策を講じたことが挙げられる。

2019 年の財政収支の政府目標（名目 GDP 比 $-2.0\%$ ）<sup>10</sup>達成に向け、政府の歳出拡大余地は限られる。政府は財源をねん出するため、7 月 17 日、中銀の法定準備率を引き

<sup>10</sup> 7 月 19 日発表の第 11 次開発計画（2019-2023 年までの 5 カ年計画）より。それまでの 2019 年度政府目標は名目 GDP 比 $-1.8\%$ だった。

下げる（20%→10%）とともに、法定準備金 460 億リラ（80 億ドル<sup>11</sup>、2018 年 GDP の 1.2%相当）を政府予算に移管することを決定した。こうした歳入の補充および 7 月以降のバラマキ抑制によって財政の赤字幅は幾分縮小する可能性はあるものの、景気低迷による税収の伸び悩みが予想されることから、財政赤字の早期の改善は期待し難い。



公的債務残高の対名目 GDP 比は 2010 年以降低下傾向にあり、2018 年末時点で 31.6% に抑えられている。政府保証債務残高は上昇傾向にあるが、同 2%弱と低水準である（図表 10）。政府保証債務者をセクター別でみると、公的部門の 8 割および民間部門全体を金融部門が占めており、各債務者の不良債権比率や自己資本比率等の経営状況はいずれも健全を維持している（図表 11～12）。

なお、政府保証債務残高に関しては、財務省の当該データに反映されていない中小企業融資向けの信用保証基金（CGF）<sup>12</sup>も考慮する必要がある。CGF による保証は、基金に出資する 32 の公的・民間企業による保証と、財務省による保証の 2 種類に分かれるが、このうち財務省の保証債務残高は 2018 年末時点で 2,000 億リラと<sup>13</sup>、名目 GDP 比で 5.4%に相当する。当該財務省保証分の不良債権比率は 1.3%と低い。一方、企業による保証債務残高（11 億リラ、名目 GDP 比で 0.03%）<sup>14</sup>のうち、公的債務になり得る公的企業分の割合については公表されていない。こうした政府保証分がリラ安による中小企業の業績悪化で仮にデフォルトした場合、公的債務残高の増加が懸念される。

<sup>11</sup> <https://www.reuters.com/article/turkey-cenbank-law/update-2-turkeys-ak-party-to-propose-changes-in-cenbank-legal-reserves-levels-idUSL8N2492SO>

<sup>12</sup> 保証枠は 2,500 億リラ（2017 年に 10 倍に増枠、同年の名目 GDP 比 8%相当）で、CGF 設立の 1994 年から 2018 年末までに累計 2,900 億リラ保証済。

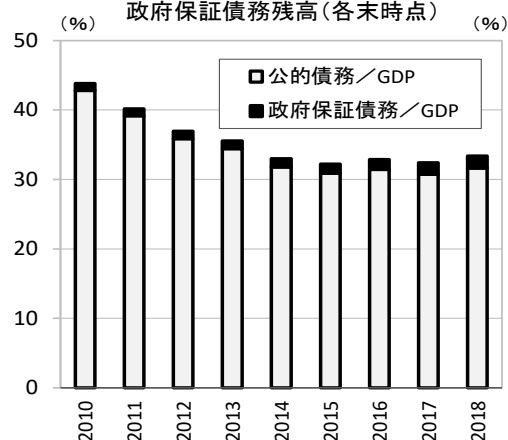
<sup>13</sup> Credit Guarantee Fund, 2018 Activity Report より。

<sup>14</sup> 不良債権比率は 7.5%。



このほか、財務省の政府保証債務残高のデータに反映されていない可能性のあるものとして、官民連携（Public Private Partnership、PPP）契約における債務引受コミットメント（Debt assumption commitment）が挙げられる。債務引受コミットメントは PPP 契約が早期終了した際の債務不履行分を政府が保証するというもので、保証する割合は不明ながら仮に 100%保証とした場合、2018 年末時点の保証金額は 154 億ドルと、名目 GDP 比の 2%に相当する。

図表10 公的債務残高と  
政府保証債務残高(各末時点)



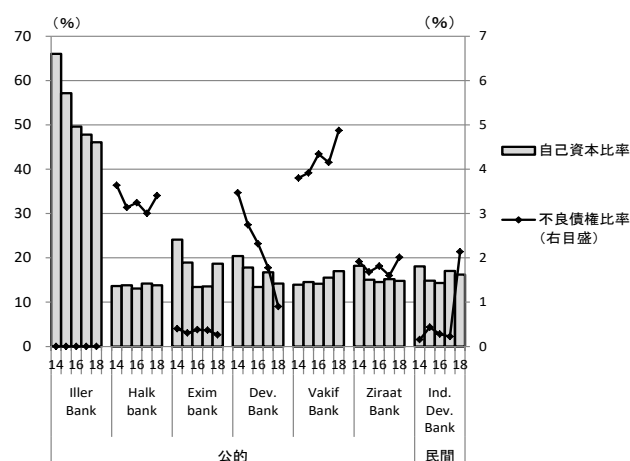
(資料)トルコ財務省データより作成

図表11 政府保証債務残高の内訳(2018年末時点)

| セクター別   | 金額(百万ドル) | シェア    |
|---------|----------|--------|
| 公的部門 計  | 10,634   | 76.7%  |
| 一般政府    | 864      | 6.2%   |
| 公的非金融部門 | 1,219    | 8.8%   |
| 公的金融部門  | 8,551    | 61.7%  |
| 民間部門 計  | 3,236    | 23.3%  |
| 民間非金融部門 | 0        | 0.0%   |
| 民間金融部門  | 3,236    | 23.3%  |
| 合計      | 13,871   | 100.0% |

(資料)トルコ財務省データより作成

図表12 各行の経営状況



(資料)トルコ銀行協会(TBB)データより作成

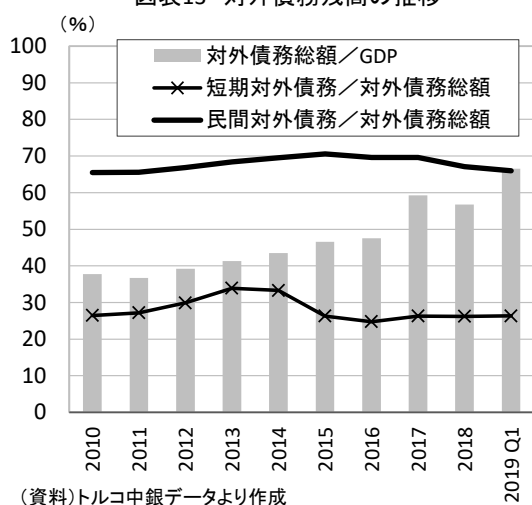
#### 4. 対外債務支払い能力の評価

##### (1) 対外債務

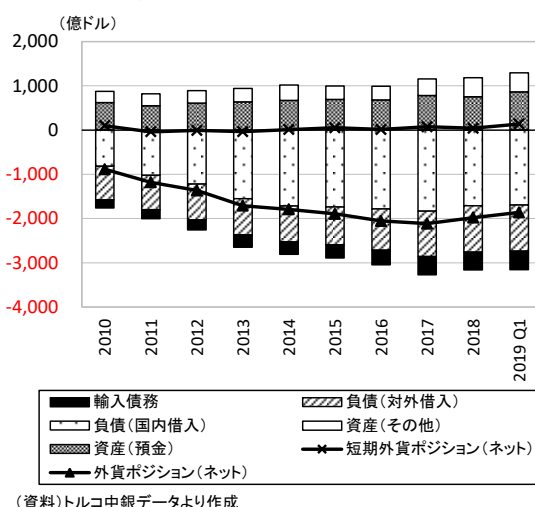
対外債務残高は 2010 年以降増加傾向にあり、名目 GDP 比で 66.5%（2019 年 3 月末時点）に相当する（図表 13）。ほぼ外貨建てで占められており、リラ安に伴う債務返済

負担の増加が懸念される。短期対外債務残高は全体の 26.3%と大きくはないものの、後述の外貨準備高（金等除く）ではカバーしきれていない。また、全体の 66%を占める民間対外債務のうち、民間非金融部門については債務返済率が 27.3%<sup>15</sup>と警戒レベルの「20%以上」を超えている。同部門の短期外貨ポジション（ネット）は 137 億ドルとプラスを維持しているものの、中長期を含む外貨ポジション（ネット）は大幅なマイナスとなっている（図表 14）。

図表13 対外債務残高の推移



図表14 民間非金融企業の外貨ポジション



## (2) 外貨準備高（金等除く）

中銀によるリラの買い支えで外貨準備高は減少傾向にあり、直近 2019 年 6 月末時点で 720 億ドルとなった（図表 15）。これは輸入の 4 ヶ月分に相当し、一般的に望ましいとされる目安の「3 ヶ月分以上」にあたる。ただし、2019 年 3 月時点の短期対外債務と比較すると、外貨準備高でカバーできる割合は 62%にとどまっている（図表 16）。

また、IMF が算出する適正外貨準備額（Assessing Reserve Adequacy Metric）は適正水準を大幅に下回っており（図表 17）、十分な外貨流動性が確保されているとは言い難い。

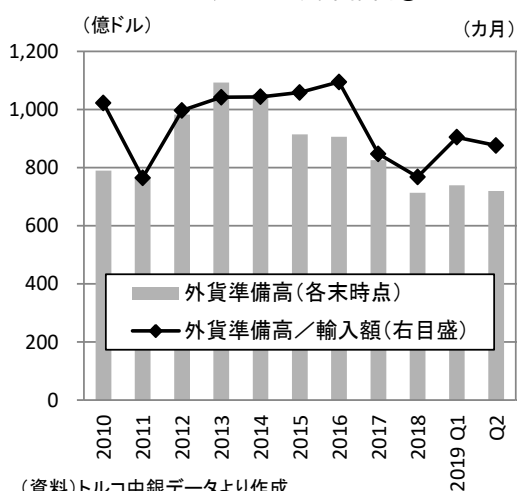
さらに、今後 1 年以内に予定される外貨流出額を勘案すると、外貨準備高は大幅に目減りする。トルコ中銀による国内銀行との短期借り入れ取引高<sup>16</sup>は「短期（今後 1 年以内）の外貨資産の予定流出額」—「2. 外貨の先物、先渡しポジション」—「うち、1 ヶ月以内に満期が到来するもの」（図表 18）に含まれる。2019 年 6 月時点でスワップ取引

<sup>15</sup> 国際決済銀行（BIS），“Debt service ratio for the private non-financial sector”, 2019 年 6 月 20 日参照時点

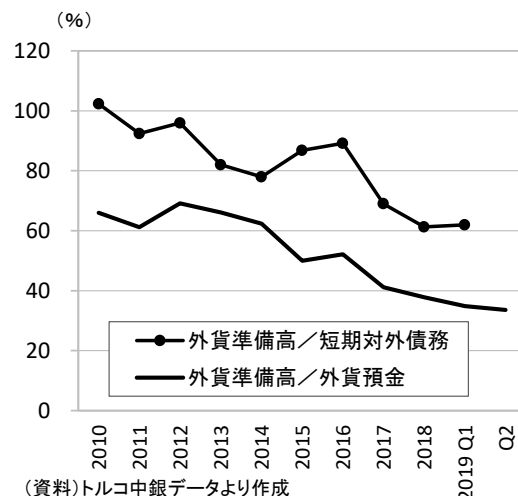
<sup>16</sup> フィナンシャル・タイムズ紙は 4 月 18 日、トルコの外貨準備高が国内銀行との短期借り入れ取引（一週間物の通貨スワップ）で積み増しされていることを指摘した。

等のショートポジションは1ヵ月物だけで116億ドルで、このほか1ヵ月超から1年以内の満期分も含めた「2. 外貨の先物、先渡しポジション」は175.8億ドルになる。「1. 外貨借入、債権、預金」を加えた「短期（今後1年以内）の外貨資産の予定流出額」（同②）、および「偶発債務等による外貨資産の流出」（同③）の合計は712億ドルと、外貨準備高（同①）の99%に相当する。

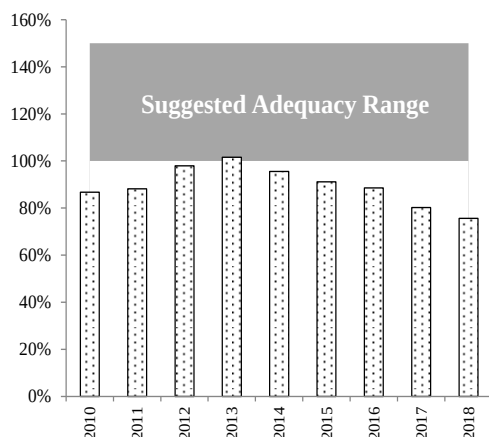
図表15 外貨準備高①



図表16 外貨準備高②



図表17 Reserves as Percent of Metric: Turkey



図表18 外貨準備に関する詳細(2019年6月末時点)

(単位: 百万ドル)

|                                |            |
|--------------------------------|------------|
| I. 外貨準備とその他外貨流動資産              |            |
| A. 外貨準備                        | 96,326.00  |
| (1) 外貨                         | 71,975.00  |
| (2) IMFリザーブポジション、SDR、金         | 24,351.00  |
| B. その他外貨流動資産                   | 0.00       |
| II. 短期(今後1年以内)の外貨資産の予定流出額 ...② |            |
| 1. 外貨借入、債券、預金                  | -17,255.00 |
| 2. 外貨の先物、先渡しポジション              | -17,580.00 |
| (a) ショートポジション                  | -17,580.00 |
| うち、1ヵ月以内に満期が到来するもの             | -11,558.00 |
| III. 短期の偶発債務等による外貨資産の流出        |            |
| 1. 外貨建て偶発債務 ...③               | -36,318.00 |
| ②+③                            | -71,153.00 |
| (②+③)/① (%)                    | 98.9       |

(資料)トルコ中銀データより作成

## 5. 銀行セクター・金融システムの健全性について

### (1) 銀行セクター

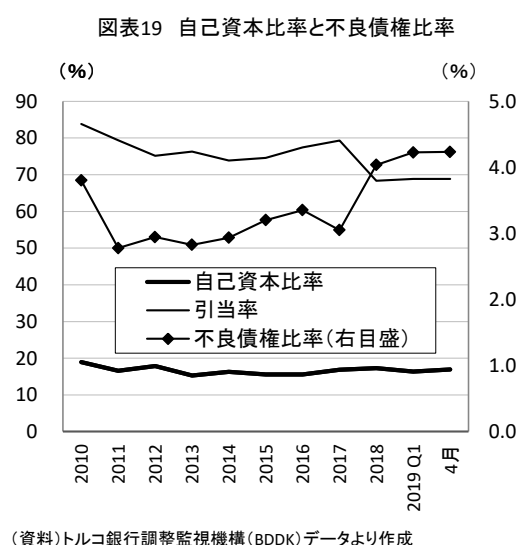
銀行セクターはまだ総じて健全といえる水準にあるものの、主な経済指標は悪化傾向をたどっている。

銀行セクター全体の不良債権比率は 2017 年末から 2018 年末にかけて 1.0%ポイント上昇し、2019 年 6 月末時点で 4.58%と 2010 年 7 月の 4.60%以来の高水準となった（図表 19）。リラ安による企業業績の悪化のほか、2018 年 8 月をピークに貸出が減少傾向にあることが要因である。引当率は 2017 年末の 79.31%から足元 67.61%へ低下しており、不良債権の増加に備えた引当の増加が求められる。なお、自己資本比率は 17.73%に改善した。

トルコの銀行調整監視機関（BDDK）は 2018 年 12 月、2019 年の不良債権比率は 6%にまで上昇し、自己資本比率は 15.5%に低下すると予想している。景気の低迷が続くなか、政府の貸出促進策の影響等で不良債権比率はさらに上昇する可能性が高い。

政府が 2019 年以降に発表した企業向けの融資パッケージについて、いずれも資金の出し手が市中銀行であることに留意する必要がある（図表 20）。一部には政府保証がつくものの、無保証の可能性があるパッケージの融資額を合計すると 880 億リラ（2018 年名目 GDP 比 2.4%）に相当することから、融資先の業績が悪化した場合は銀行セクターへの悪影響が懸念される。8 月 19 日には中銀が、リラ貸出伸び率の高い<sup>17</sup>銀行のリラ預金準備率を引き下げ、準備金の報酬割合を引き上げる新たな金融政策を発表した。

こうしたなか財務省は 4 月、とくに経済規模も不良債権残高も大きいとされる建設およびエネルギー部門のための支援基金の設立や、不良債権のオフバランス化を発表したが、市中銀行が難色を示していることから未だ実現できていない。



<sup>17</sup> リラ建て貸出の伸び率が前年比 10-20%。

図表20 主な貸出支援策(2019年1月～財務省発表)

| 発表日       | 融資目的                   | 資金の出し手  | 融資額             | うち、政府保証の有無            | 2018年<br>名目GDP比 | 備考                          |
|-----------|------------------------|---------|-----------------|-----------------------|-----------------|-----------------------------|
| 2019/1/10 | 中小企業向け融資パッケージ          | 13の市中銀行 | 200億リラ(37億ドル)   | 不明                    | 0.5%            | 6か月間返済不要、月利1.54%            |
| 2019/3/1  | 中小企業向け融資パッケージ          | 17の市中銀行 | 250億リラ(46.7億ドル) | 200億リラ<br>(財務省が保証)    | 0.7%            | 最大3年、6か月間返済不要、月利1.54%       |
| 2019/4/10 | 国営銀行向け支援パッケージ          | 財務省     | 280億リラ(49億ドル)   | 不明                    | 0.8%            |                             |
| 2019/5/23 | 輸出促進に関する戦略的業界向け融資パッケージ | 国営銀行3行  | 300億リラ(49億ドル)   | 不明                    | 0.8%            | 最大10年、2年の返済猶予付き             |
| 2019/6/12 | 中小企業向け融資パッケージ          | 12の市中銀行 | 250億リラ(43.1億ドル) | 200億リラ<br>(信用保証基金が保証) | 0.7%            | 6か月間返済不要、金利はCPIを元に6か月ごとに見直し |

(資料)ロイター、Hurriyet Daily News等より作成

銀行の対外債務の借換率に関しては、経済活動の低迷や為替リスク負担増による外貨需要の低下のため、6月時点で92%と100%を下回っている<sup>18</sup>。ただ流動性カバレッジ比率(LCR)<sup>19</sup>は100%を超え、また、外貨建てについては2018年末時点で180%と中銀規定の80%を大きく超えている。短期的には、金融危機等の緊急時における十分な流動性は確保されているといえよう。

## (2) 中銀の独立性

エルドアン大統領による金融政策への介入が繰り返されるため、中銀の独立性を巡る懸念は払しょくされていない。しかし中銀法により制度上独立性は保証されており、実際、中銀は金融政策の目標である物価と金融市場の安定に向け、金利操作だけでなくさまざまなリラ防衛策を講じてきた。

2018年7月の金融政策決定会合にて、中銀が市場の利上げ予想に反して政策金利を据え置いたことは、エルドアン大統領からの利下げ要請に中銀が忖度したと市場では失望感が広がった。しかし8月のリラ急落を受け、中銀は9月の会合で政策金利である一週間物レポ金利を大幅に利上げ(+6.25%ポイントの24%)したことで、リラの下落に歯止めがかかった。また、リラ安圧力が強まるような局面においてはリラ防衛のため、一週間物レポ金利による貸出を停止し、より金利の高い後期流動性貸出金利に誘導する「実質利上げ」の実施(2019年3月22日～4月7日、5月9日～5月20日)、外貨預金準備率の上限を引き下げ(5月9日)等を講じた(図表21)。

<sup>18</sup> 中銀データより。6ヵ月移動合計、債券除く。

<sup>19</sup> 金融危機等ストレス環境下における銀行の短期的な流動性リスク耐性を示すバーゼルIIIのリスク指標の1つ。30日間のストレス環境下におけるネット資金流出額に対し、市場より調達できる高品質の流動資産が100%以上あることを義務付けるもの。

しかし 2019 年 7 月 6 日、中銀総裁が突如更迭され<sup>20</sup>、後任として副総裁のウイサル氏<sup>21</sup>が就任し、同月 25 日の金融政策決定会合において政策金利を 24%から 19.75%へ、9 月 12 日にはさらに 16.50%へ引き下げた。声明文の中で中銀は、今回の措置はインフレ率の鈍化を受けたものであり、物価と金融安定のために慎重な金融政策の運営を続ける方針を示している。ただし、政府による金融緩和への圧力を引き続き強く受けると考えられ、今後の動向が注目される。

### (3) 金融規制の外銀への影響

各金融規制による外銀への影響に関し、オペレーション上個別に対応が必要になったものとして、①輸出代金の強制リラ転（2018 年 9 月 4 日）、②外貨購入税導入（2019 年 5 月 15 日）、③外貨購入税課税対象からの輸出企業の除外（6 月 16 日）<sup>22</sup>、の 3 件が挙げられる。そのうち①について現地金融機関は、商流がすべて外貨建ての輸出企業がリラ転による為替差損を被らないよう、輸出代金を一時的にリラ転後、即日元の外貨額に換える等の対応をとっているとみられる<sup>23</sup>。

---

<sup>20</sup> 更迭理由は、「高金利は悪」とみなす大統領の利下げ要請に応えなかったためとされている。

<sup>21</sup> ウイサル氏はインフレターゲティングを専門とする。

<sup>22</sup> 除外の理由は、輸出の拡大ひいては貿易赤字・貿易赤字の縮小を目指すべく、政府が輸出企業に対し一定の配慮を示したものと考えられる。

<https://ahvalnews.com/turkish-lira/erdogan-says-turkish-exporters-will-be-exempt-currency-taxes>

<sup>23</sup> リラ転後に再度外転する際の規制はなかった。

図表21 リラ防衛をめぐるトルコ政府、中銀等による主な対応策（2018年8月～）

|            |                                                                                                                                                               |
|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2018/8/6   | 中銀が、外貨預金準備率の上限を45%から40%へ引き下げると発表（市場へ22億ドル供給）                                                                                                                  |
| 2018/8/13  | 中銀が、リラおよび外貨の預金準備率の引き下げを発表（市場へ100億リラ、60億ドル、30億ドル相当の金を供給）<br>中銀が、インターバンク市場における翌日物借り入れの上限を撤廃<br>中銀が、「一週間物レポ金利」（17.75%）によるリラ貸出を停止。代わりに「翌日物貸出金利」（19.25%）に切り替えてリラ貸出 |
| 同日         | 銀行調整監視機構（BDDK）が、トルコの地場銀行による海外投資家との為替スワップおよび類似のスポット、フォワードの取引額の上限について、その銀行の自己資本の50%相当に制限すると発表                                                                   |
| 2018/8/15  | 銀行調整監視機構（BDDK）が、8/13の規制を強化。取引額を、その銀行の自己資本の25%相当に制限                                                                                                            |
| 2018/8/17  | トルコ中銀とカタール中銀が30億ドル規模の通貨スワップ協定を締結                                                                                                                              |
| 2018/8/29  | 中銀が、インターバンク市場における翌日物借り入れの上限を復活させる（8/13に一度撤廃したもの）。新たな上限は、8/13より前の水準の2倍                                                                                         |
| 2018/8/31  | 政府が、銀行預金の収益に課す源泉徴収税について、リラ預金は減税、外貨預金には増税の旨、発表。適用期間は3ヶ月                                                                                                        |
| 2018/9/4   | 政府が輸出企業に対し、輸出代金を180日以内に回収のうえ、外貨建ての場合、そのうちの80%以上を国内銀行でリラに両替するよう、義務付け。適用期間は6ヵ月                                                                                  |
| 2018/9/12  | 政府が『通貨価値保護令』を改正：不動産やリースの売買・賃貸、雇用やサービス等といった取引について、外貨建てでの契約および支払いを禁ずるもの。契約済みのものはさかのぼって契約修正要                                                                     |
| 2018/9/14  | 中銀が、政策金利を「一週間物レポ金利」に戻したうえで、17.75%→24.00%に利上げ                                                                                                                  |
| 2018/9/17  | 銀行調整監視機構（BDDK）が、8/15の規制を緩和、上限を自己資本の50～75%相当へ                                                                                                                  |
| 2018/10/6  | 財務省が、9/12付改正内容の例外事項を発表                                                                                                                                        |
| 2018/11/16 | 財務省が10/6に続き、9/12付改正内容の例外事項を発表                                                                                                                                 |
| 2019/2/16  | 中銀が、リラ預金準備率の引き下げを発表                                                                                                                                           |
| 2019/3/22  | 中銀が「一週間物レポ金利」（24%）によるリラ貸出を停止<br>代わりに「翌日物貸出金利」（25.5%）に切り替えてリラ貸出                                                                                                |
| 2019/3/27  | BDDKが国内銀行に対し、リラと外貨のスワップ取引に応じないよう命じる                                                                                                                           |
| 2019/4/4   | 中銀が、通貨スワップ取引で満期が到来していない取引について、リラの売却限度を30%から40%に引き上げ                                                                                                           |
| 2019/4/8   | 中銀が、「一週間物レポ金利」（24%）のリラ貸出を再開                                                                                                                                   |
| 2019/5/9   | 中銀が、「一週間物レポ金利」（24%）によるリラ貸出を停止。代わりに「翌日物貸出金利」（25.5%）に切り替えてリラ貸出<br>中銀が、外貨預金準備率の上限を40%から30%へ引き下げると発表（市場へ28億ドル供給）<br>中銀が、外貨預金準備率を100bps引き上げ（市場より30億ドル吸収）           |
| 2019/5/15  | 政府が、外貨購入税の復活（税率0.1%）を発表 ※過去1998年～2008年にも導入                                                                                                                    |
| 2019/5/20  | 銀行調整監視機構（BDDK）が、10万ドル（約1100万円）相当以上の全ての外貨建てリテール取引を、現行の当日決済から翌日決済に変更するよう指示                                                                                      |
| 2019/5/21  | 中銀が「一週間物レポ金利」（24%）のリラ貸出を再開                                                                                                                                    |
| 2019/5/27  | 中銀が、外貨預金準備率を200bps引き上げ（市場より42億ドル吸収）                                                                                                                           |
| 2019/6/16  | 政府が、トルコの輸出業者について外貨購入税の支払いを免除することを発表                                                                                                                           |
| 2019/8/5   | 中銀が、外貨の預金準備率の引き上げを発表（市場より21億ドル吸収）                                                                                                                             |
| 2019/8/19  | 中銀が、リラの貸出伸び率が高い銀行について、リラ預金準備率の引き下げ、準備金の報酬割合の引き上げを発表（市場へ54億リラ、29億ドル相当の金および外貨を供給）                                                                               |

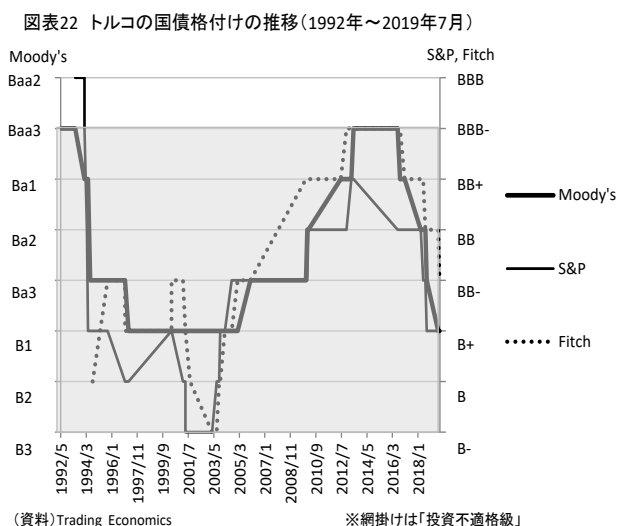
（資料）官報、中銀プレスリリース、Hurriyet Daily News、日経新聞、ロイターなどより作成

※網掛けは、中銀による金融政策

## 6. Moody's および S&P の格下げの可能性

Moody's はイスタンブール市長の再選挙日約一週間前の 6 月 14 日、トルコの長期国債の格付けを 1 ノッチ下げた「B1」、格付け見通しを「ネガティブ」とすることを発表した（図表 22）。格下げの主な理由については、国際収支の悪化とともに政府のデフォルト（債務不履行）のリスクが引き続き高まっていること、経済政策の不透明性が続いていること、海外資本への高い依存性が続いていること、等を挙げている。一方 S&P は、2018 年 8 月 17 日に 1 ノッチ格下げして以来、「B+」に据え置いている。

Moody's または S&P によるさらなる格下げの可能性については、①経済制裁等の対米関係の悪化、②通貨の大幅な下落、③経済の大幅な鈍化、④銀行システムや財政の悪化、等が鍵となるとみられ、引き続き注視する必要がある。



## 7. 総括

統一地方選が終了し 2023 年まで選挙や国民投票の予定がないことから、政府は経済の建て直しに注力することが求められる。リラ安定のためには財政規律や首尾一貫した金融政策を維持するとともに、経常赤字の背景にある貿易赤字の削減に向けた実効性の高い経済計画<sup>24</sup>を実行することが課題である。

以上

<sup>24</sup> 例えば 2023 年までの長期経済計画「Vision 2023」に盛り込まれた、高付加価値で高い技術の製品生産への支援（支援部門は機械、鉄鋼、自動車、繊維、電子機器、化学）、輸出商品の多角化、国産ブランドの創造、再生可能エネルギーの国内生産シェアの拡大、エネルギー貯蔵容量の拡大等が挙げられる。このほか、中間財の国産化につながる技術者の育成等に関する具体的な計画を作成する必要がある。



Copyright 2019 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: <https://www.iima.or.jp>

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、宜しくお願い申し上げます。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。