

## トルコ: 第二のトルコショックは到来するのか

審査部カントリーリスクグループ 加納 有莉<sup>1</sup>

2020年7月末以降、トルコリラはトルコショック<sup>2</sup>時(2018年8月)を上回る最安値を更新している。リラの下落を受け、トルコ中央銀行(以下、中銀)は9月24日、2%の利上げを決定したものの、通貨の下落に歯止めはかかっていない。本稿では現在のトルコ経済状況を整理したうえで、通貨の下落を引き起こした諸要因を考察する。

### 1. 現状: リラ下落で表面化するリスクの高まり

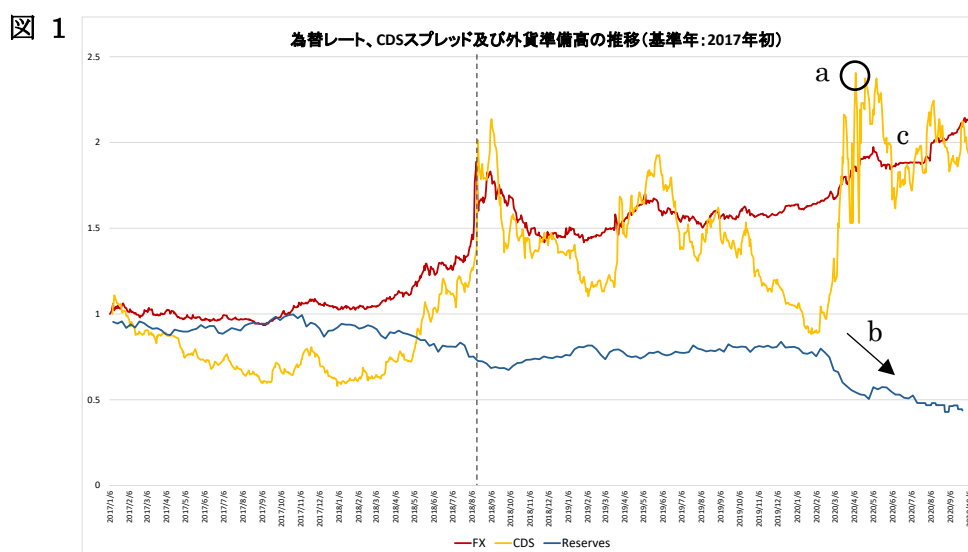


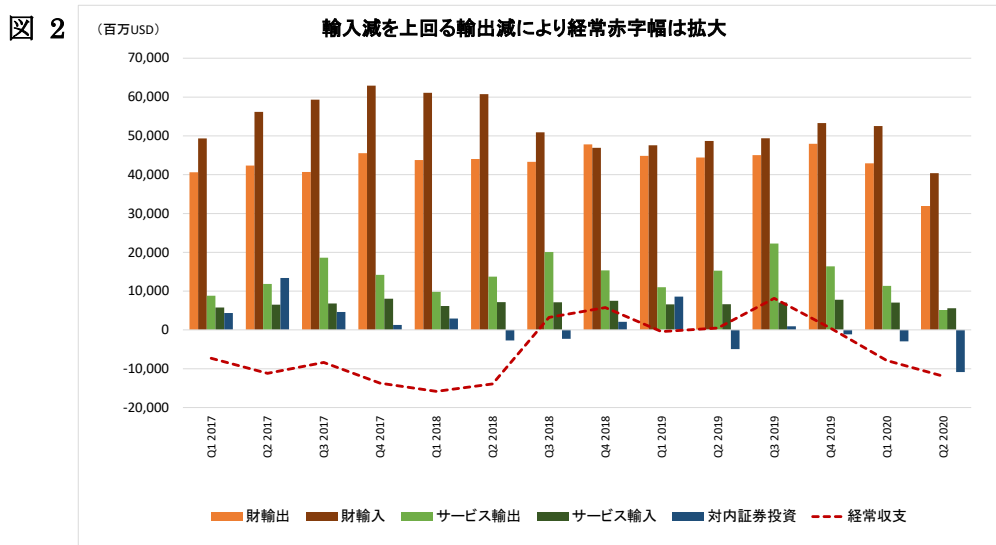
図 1 は 2017 年初を基準に為替レート(赤)、CDS スプレッド(黄)及び外貨準備高(青)の推移を表している。点線はトルコショック時(2018 年 8 月 10 日)を示す。これによると、債務不履行に陥る可能性を示す CDS スプレッドは、トルコショック時に記録した最大値 535b.p.を上回る水準で推移しており、8 月以降の平均値は 539 b.p.。4 月には 635b.p.を記録する側面もあった(図中 a)。その他の指標に関しては、リラの下落が始まった 2 月末頃から外貨準備高が連動するように減少しており(図中 b)、リラ下落が一旦収まったと見られる 6 月から 7 月(図中 c)においても外貨準備高は減少を続けていることから、中銀によるリラ買い支えによって為替レートが維持されていたことが推測される。9 月 25 日時点で、外貨準備高は年初の 784 億ドルから約 45%減の 424 億ドルとなっており、中銀介入余力が懸念される水準に陥っている。

<sup>1</sup>本カントリーレビューの中の意見や考え方に関する部分は筆者個人としての見解を示すものであり、日本貿易保険(NEXI)としての公式見解を示すものではありません。なお、信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、その正確性・確実性を保証するものではありません。

<sup>2</sup>トルコ当局による米国人牧師の拘束に対し、2018 年 8 月 10 日、トランプ米大統領が経済制裁を発動。その日のうちにトルコリラは 20%以上急落し、その影響は地理的にトルコと関係の深い欧州や新興国の通貨・株式へも波及した。

## 2. 国際収支の状況：経常赤字の拡大と投資家離れ

国際収支から通貨の下落要因を確認する。新型コロナウイルス(以下、コロナ)感染拡大を受け、4月以降の週末の外出禁止令発出、加えて全ての国際線の発着が停止した影響で、主要な外貨獲得源であった旅行業が大打撃を受け、サービス収支は近年稀に見る赤字へ転落した。さらに、主要輸出先の欧州の景気落ち込みによる輸出の減少が、油価下落や国内経済収縮による財輸入の減少幅を上回った結果、経常赤字幅はさらに拡大する結果となっている。

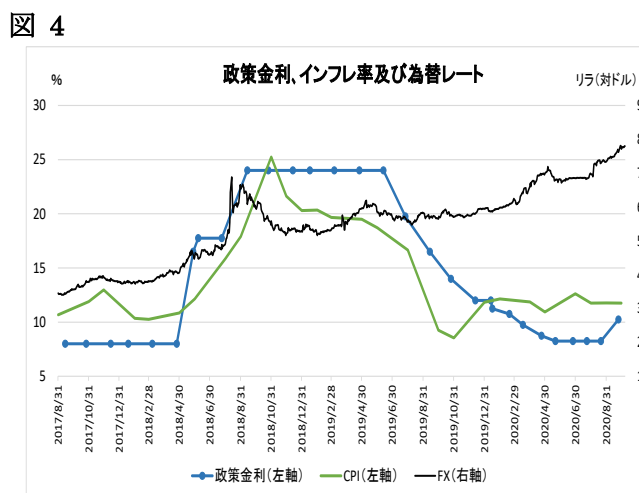


(出典)：IMF データをもとに筆者作成

他方、対内証券投資に目を向けると、2019年Q3以降減少が確認できる(図2紺棒)。対内証券投資の減少要因は海外投資家(非居住者)からの投資の減少が考えられるが、これに関しては、図3にあるように特に2020年に入ってから海外投資家のトルコ債券離れが顕著である。現在政策金利は10.25%だが、為替相場の傾向的下落により対トルコ投資冥利を感じられにくくなっている。



(出典)：中銀データをもとに筆者作成

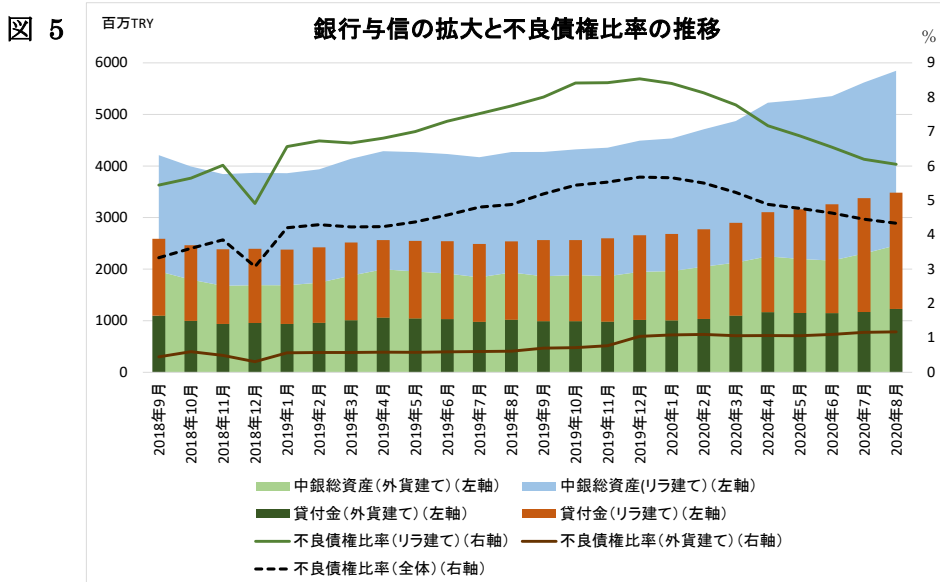


(出典)：各種資料をもとに筆者作成

### 3. 銀行セクターの状況：不良債権比率に悪化は見られず。しかし実態と乖離の可能性も

金融当局<sup>3</sup>は4月以来、ドル建て債務の実質返済負担が増加している企業への支援として銀行の預貸率に下限を設定して貸出を強制的に増加させる政策を行ってきた(後述)。更にはトルコ・ウェルス・ファンドの資金を注入して不良債権が増加する三大国営銀行(ジラート銀行、ハルク銀行及びワクフ銀行)に対し増資まで行っている。この措置によって、インフレ率が政策金利を上回るマイナス金利の状況も手伝い(図4)、国営銀行による国内向けのリラ建て貸出は増加した(図5)。

金融監督局によって公表されている情報によると、不良債権比率はリラ建貸付金に関しては減少傾向(2020年8月:6%、図5緑線)、外貨建て貸付金は横ばい(1.2%、図5茶線)となっているが、これはコロナ対応として当局が不良債権の定義を90日以上の遅延から180日以上の遅延に緩めたことが大きく(但し、2020年末までの時限措置)、実態は公表値よりも高いと考えられる。極端な融資奨励策による潜在的不良債権増加への懸念は、リラの下落を助長する可能性もあり、今後の推移には注意を要する。



(出典)：トルコ金融監督局データをもとに筆者作成

### 4. 各種資本規制に嫌気

金融当局はコロナによって落ち込んだ経済の浮揚のため、為替取引額の制限やリラ買い支えと並行しながら、5月頃まで金融機関に対し積極融資を奨励してきた。例えば、5月までに政策金利は年初の12%から8.25%まで段階的に利下げ、4月の預貸率の下限規制導入<sup>4</sup>等。しかし、7月末以降は外貨準備高の大幅な減少による中銀余力の限界からリラに下落圧力がかかっており、それまでの景気刺激策一辺倒の姿勢から徐々に方向転換を始めている。預貸率の下限引き下げ(8月)を皮切りに、5月以降据え置いてきた金利の2%の利上げにも踏み切った(9月)。

<sup>3</sup>ここでは金融監督局(土：BDDK、英：BRSA)及びトルコ中央銀行(土：TCMB、英：CBRT)を指す。

<sup>4</sup>商業銀行に対しては融資等の資産が預金の100%、イスラム金融機関に対しては80%を上回ることを義務付けた。

経済浮揚策とともに中銀は外貨流動性の確保にも努めており、民間銀行の中銀との通貨スワップ取引の残高上限引き上げ(4月)、カタール中銀との通貨スワップ協定取引額上限の拡大(5月)、中国との通貨スワップ枠の初利用(6月)、外貨建て預金準備率の引き上げ(7月)等各種措置を講じてきた。さらに当局は、海外からのリラ売り圧力封じ込めの対策として外国金融機関とのリラ為替取引残高上限の引き下げを発表し(5月)、国内金融機関に対しBNPパリバ、米シティグループ、スイスのUBSグループの3行とのリラ取引禁止を命じた(後日解除)。また、誤解を招く情報の流布を罰則付きの規制対象にする等、強権的ともとられる手法でリラ売りへの警戒を強めている。

こうした締め付けは投機的リラ売りの押さえ込みにはある程度奏功したと見られる一方、上記で見たような海外投資家による投資の引き揚げといった副作用も生んだと推測される。現に8月以降もリラは史上最安値を更新し続けており、リラ防衛への効果的な手段が打たれたとは言い難い。

## 5. 近隣諸国との地政学リスク

トルコは近隣諸国との関係にも不安定要素を抱える。シリア問題はその一例である。トルコ軍は2016年以降4度に亘りシリアへの越境作戦を行っており、2020年2月以降はシリア政府軍との武力衝突が激化している<sup>5</sup>。さらに難民問題も深刻である。欧州連合(以下、EU)がトルコ軍の対シリア軍事作戦に対し武器輸出を制限したことへの報復措置としてトルコ側は国境を開放。3月にはギリシャ・ブルガリア国境に難民が殺到した。現在は新型コロナ感染拡大防止のため国境は封鎖されているが、依然緊張状況は続いている。

リビア内戦介入も欧州との軋轢を深める要因となっている。トルコはリビアの国民統一政府(GNA)を支援しており、2019年11月には軍事協力協定を締結。これに基づきトルコ軍のリビアへの派遣が決定した。一方、エジプト、サウジ、UAE、そしてロシアはリビア国民軍(LNA)を支援しており、リビア内戦は代理戦争の様相を呈している。さらに、トルコ政府はGNAと排他的経済水域(EEZ)の境界についても合意に達したが、これに対して隣接するギリシャは強く反対しており、双方の主張する自国領域が大きく食い違う。両国の緊張緩和に向けドイツやNATOが仲介に乗り出しているが、トルコの一方的な資源開発に対してEUは経済制裁を検討しているとも言われており、先行きは不透明となっている。

加えて、9月末に勃発したアルメニアとアゼルバイジャン間の紛争にもトルコはアゼルバイジャンへの支援を表明している。即時停戦を呼び掛ける米国、EU及びロシアとは逆に即時停戦を支持しない姿勢を見せており、これも国際社会の批判を買いかねない。

コロナによる世界的な投資マネーのリスク回避の中で、地政学リスクによるトルコ市場からのマネー流出がどれほどかを特定するのは困難だが、2018年のトルコショックが米国との関係悪化に端を成したという経緯、及びEUとの関係においてはエネルギーを除く輸入決済はユーロ建てが多いという事実を考えると、強硬な外交姿勢による欧米諸国との関係悪化は為替レートに如実に現れトルコ経

<sup>5</sup>2月27日にはトルコ人兵士34名が政権軍の空爆により死亡。これだけの数が一度の攻撃で死亡したのは、1974年のキプロス紛争以来であり、国民への衝撃も甚大だった。

済に大きな打撃を与え得ることに注意が必要である。

## 6. まとめ

為替レートは7月末以降、トルコショック時を上回る下落を更新し続けている。今回の急落の源泉は直接的には外貨準備高の激減による中銀の介入ラインの切り下げだと思われるが、背景としては、コロナによる世界的なリスク回避トレンドの中で、非伝統的な経済政策と近隣諸国との関係悪化が、国外のリラ離れをより一層加速させたためと考えられる。

コロナの収束が見通されない中、これまでは中銀介入によるリラ買い支えによってある程度抑えられてきたインフレ率だが、リラの下落により再び上昇傾向にある。リラ安を考えれば更なる利上げが望まれるものの、利上げを嫌がるエルドアン政権の意向を汲んでいるとみられる中銀は思い切った金融政策に出られずにいる。さらに外貨獲得産業の旅行業の回復も鈍い中、外貨不足のリスクは確実に上昇している。信用格付会社の Moody's 社がトルコの信用格付を B2 へ格下げし(9月)、Fitch 社も見通しを引き下げており(8月)、同国経済の状況悪化は各所で警笛が鳴らされている状況となっている。

収束が見通されないのはコロナだけではないようだ。

(10月8日 記)