

## トルコ：外貨繰りは危機的水準。露兵器・イラン原油購入で経済制裁誘発も。

### 1. 現状：外貨繰りは既に危機的水準

図表 1 トルコの主要経済指標（特に断りが無ければ前年比%）

分類	経済指標名称	2016	2017	2018	2017				2018				2019 Q1	18/9	18/10	18/11	18/12	19/1	19/2	19/3
					Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3								
生産	実質GDP成長率	3.2	7.4	2.6	7.7	7.1	5.1	1.8	-3.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	実質鉱工業生産指数	3.4	9.1	1.1	11.5	9.0	4.3	0.8	-7.1	-	-2.9	-5.4	-6.1	-9.8	-7.0	-5.0	-	-	-	
雇用	失業率(季節調整値、%)	10.9	10.9	11.0	10.1	9.8	10.7	11.3	12.1	-	11.5	11.6	12.1	12.7	-	-	-	-	-	
	実質賃金(製造業時給)	12.5	-0.9	3.7	-2.1	6.8	3.5	2.2	1.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
家計	実質小売売上高	2.2	5.5	-	5.7	8.7	5.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	物価	消費者物価指数	7.8	11.1	16.3	12.3	10.3	12.8	19.4	22.4	19.9	24.5	25.2	21.6	20.3	20.4	19.7	19.7	19.7	
物価	通貨供給量	12.4	18.8	19.7	19.7	15.6	18.8	23.8	20.4	-	25.9	25.4	18.8	17.0	-	-	-	-	-	
	輸出(財のみ)	0.5	8.7	7.1	11.5	15.7	5.7	0.3	7.5	-	13.2	11.8	10.2	0.4	4.0	2.4	-	-	-	
対外経済	輸入(財のみ)	-3.8	17.7	-6.9	24.2	23.1	4.3	-17.9	-24.2	-	-17.1	-24.0	-20.1	-28.5	-27.1	-16.9	-	-	-	
	貿易収支(財のみ、億ドル)	-547	-773	-502	-226	-223	-179	-99	-41	-	-18	-9	-13	-19	-28	-30	-	-	-	
市場	経常収支(対GDP比、%)	-3.8	-5.5	-3.2	-6.9	-6.9	-5.4	-1.6	1.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	外貨建総対外債務(億ドル)	3,856	4,274	4,185	4,274	4,378	4,304	4,270	4,185	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
市場	外貨準備高(金含む、期末値、億ドル)	1,061	1,077	930	1,077	1,103	984	847	930	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	オーバーナイト金利(短期金利、%)	7.3	7.3	22.5	7.3	7.3	16.3	22.5	22.5	-	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	
市場	為替レート(リラ/US\$1)	3.0	3.6	4.8	3.8	3.8	4.4	5.7	5.5	5.4	6.3	5.8	5.4	5.3	5.4	5.3	5.5	5.3	5.5	
	株価指数(Istanbul 100、前期比)	-4.3	28.3	2.9	1.2	8.1	-11.6	-8.5	-0.8	6.8	2.9	-0.4	-1.6	-1.9	4.2	7.5	-2.0	-	-	

<出所> OECD、IMF、World Bank

### (1) はじめに：経済・内政・外交問題が山積するトルコ

4月8日、トルコのエルドアン大統領は訪問先のモスクワでプーチン大統領と会談し、ロシア製地対空ミサイル「S-400」を予定通り導入する考えを示した。NATO加盟国でありながらロシア製兵器の導入を積極的に進めるエルドアン大統領の外交姿勢に加え、経済・内政にも問題を抱えるトルコに対し、近年市場は厳しい目を向けています。

トルコが抱える経済・内政・外交問題はおよそ次の通りだ。

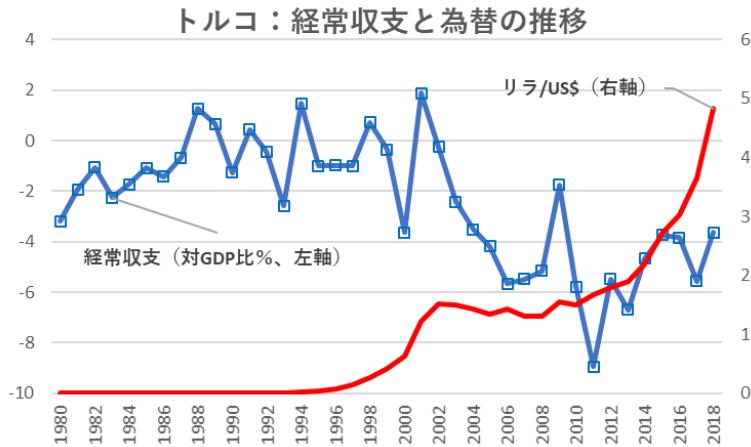
- ① 経済問題（経常赤字、対外債務の拡大、外貨準備高不足<sup>1</sup>、油価高騰、国際的金融環境引き締まり、世界経済減速懸念）
- ② 内政問題（3月の統一地方選での与党の苦戦、中銀や金融機関に対する政府の介入）
- ③ 外交問題（ロシア・イランとの関係を巡る米国との関係悪化）

以下これらの問題を簡単にまとめ、最後に現状分析と展望を述べたい。

<sup>1</sup> 4/17、FT（デジタル版）はトルコ中銀が短期借入等で外貨準備高を水増ししているとの疑惑を報じた。具体的には4月初旬にトルコ中銀は純外貨準備高を281億ドルと発表したが、FTの調査によれば水増し分を除いた純外貨準備高は160億ドル以下だったという。因みにトルコの4月第1週の総外貨準備高は770億ドル。尚、本稿での外貨準備高分析にあたっては、従来どおり総外貨準備高を用いている。

## (2) 経済問題：通貨危機の陰にエネルギーあり

図表 2 トルコリラの下落はリーマンショック以降から進んでいた（出所：IMF）



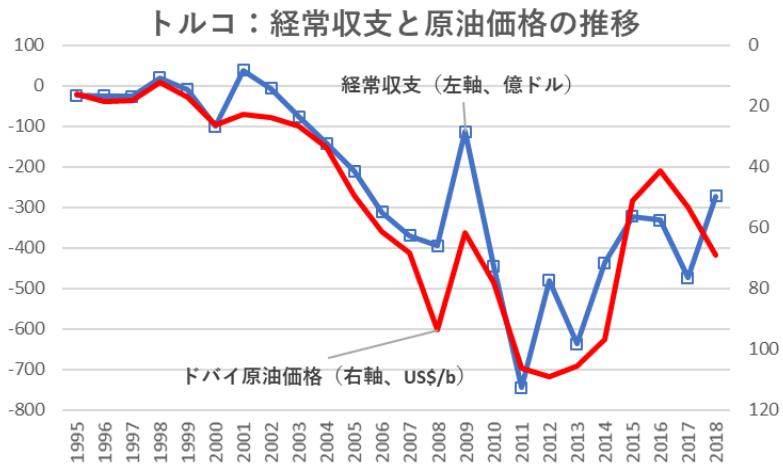
見落とされがちだが、トルコリラの下落は2018年に突然始まったわけではなく、リーマンショック以降じわじわと進んできたものである。

そしてトルコリラ下落に最も強く影響しているのは、同国の経常赤字拡大ではないかと考えられる。図表2を見ると、2004年頃から経常赤字が過去のトレンドを超えて拡大し、タイムラグを置いて2009年頃からトルコリラがドルに対して下落していく様子がわかる。

ではなぜトルコの経常赤字は拡大したのか、その理由を特定するのは難しい。2003年からトルコのトップに君臨するエルドアン氏の投資主導の経済政策によるもの、という見方も可能だ。なぜなら「経常収支≡国内総貯蓄-国内総投資」であり、国内総貯蓄に比して国内総投資が多ければ、経常赤字になってしまうからだ。そしてその結果、為替リスクを軽視した企業や金融機関が、国内で不足する投資資金を金利の低い外貨建てで調達したことでも問題だ。

しかし筆者は経常赤字拡大のもっと本質的な原因は原油価格の高騰ではないか、と考えている。

図表 3 トルコの経常赤字拡大は原油価格高騰が原因か（出所：IMF）

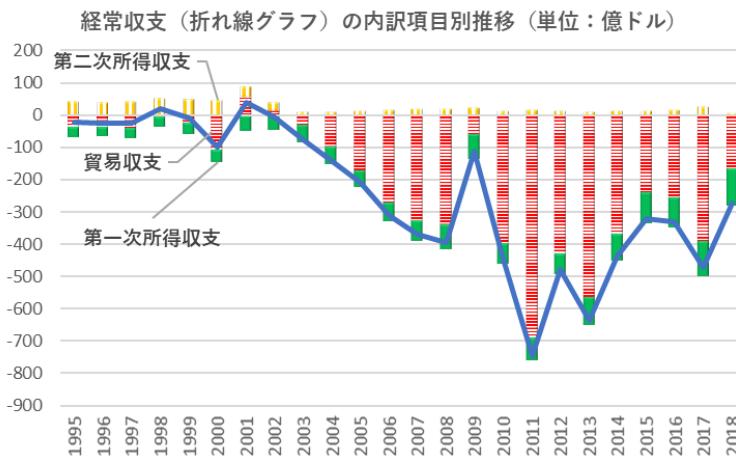


図表3をみるとトルコの経常収支と原油価格の間に一定の相関関係が認められる<sup>2</sup>。

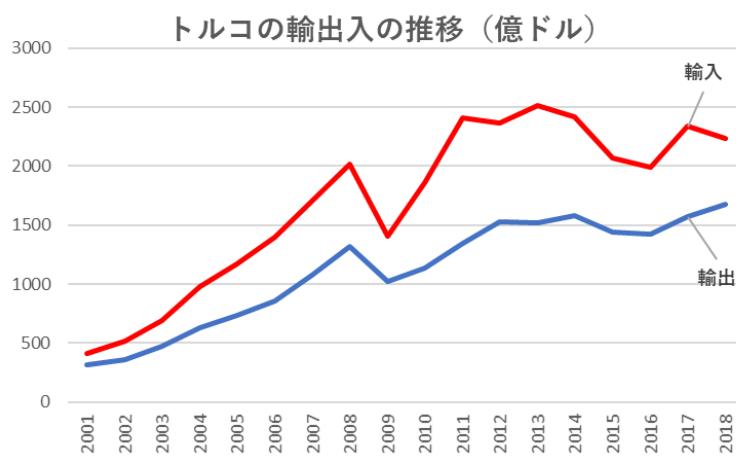
また経常収支の中身を見ると、トルコの経常赤字拡大に最も寄与しているのは貿易赤字の拡大だ。

<sup>2</sup> 前年比のグラフを作成したかったが、経常収支にプラスとマイナスが混在しているため、原数値のグラフとした。

図表 4 経常赤字拡大の主因は貿易赤字拡大（出所：IMF）



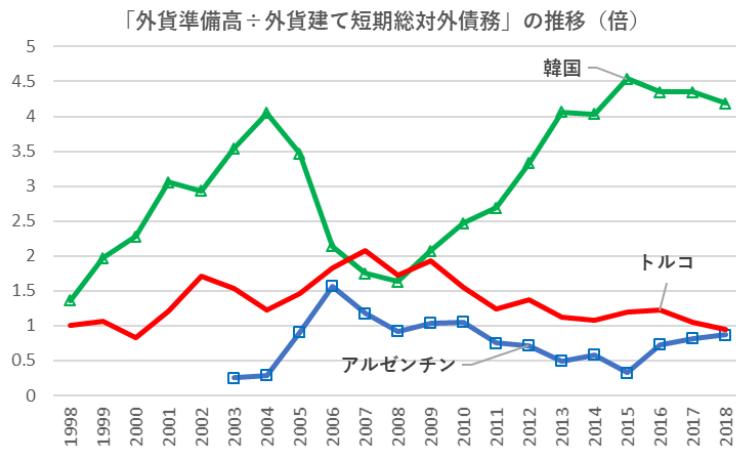
図表 5 貿易赤字拡大の主因は輸入の急増（出所：International Trade Centre）



そして貿易赤字拡大の最大の原因是エネルギーだ（品目番号でいうと第27類「鉱物性燃料及び鉱物油並びにこれらの蒸留物、歴青物質並びに鉱物性ろう」）。経常赤字が拡大した期間にあたる2001-2011年に着目し、2001年と2011年の貿易赤字を比較すると、その間貿易赤字は959億ドル拡大したが、そのうちエネルギー（品目番号でいうと第27類）による貿易赤字拡大分は実に397億ドルにも上る。

### (3) 対外債務問題：外貨繰りは既に危機的水準

図表 6 トルコの外貨繰りは既に危機的水準（出所：IMF、World Bank）



トルコでは金融機関や企業が為替リスクを軽視し低金利を狙った結果、外貨建て債務が増えた。IIF (Institute

of International Finance) によれば、2018年初の時点でトルコ企業はGDP比38%もの外貨建て債務<sup>3</sup>を負っていたが、これは新興市場国の中では金融センターであるシンガポールと香港に次ぐ高水準であった。因みにトルコでは銀行の総負債<sup>4</sup>の24%が外貨建てだが、同じく通貨危機に直面するアルゼンチンは長らく国際金融市场から孤立しているため同比率は4%と低い。

#### (4) 内政問題：市場は政権の弱体化より強権的手法を懸念

3月31日に実施された統一地方選で、与党連合が3大都市（イスタンブール<sup>5</sup>・アンカラ・イズミール）の市長選に敗れた<sup>6</sup>こととトルコリラ下落を結びつける見方が優勢だ。

しかし与党・公正発展党の全国得票率は44.32%と前回の統一地方選挙（2014年、同45.50%）や国政選挙（2018年、同42.5%）から大きく変わっていない。この数字を見る限り、与党は現在も相対的優位を維持している<sup>8</sup>と思われ、今回の3大都市市長選での敗北の理由は最近の景気悪化であると推察される。

そして市場が懸念しているのは、政権の弱体化よりも強権的手法、具体的にはエルドアン政権の中銀や金融機関への介入<sup>9</sup>だろう。トルコ中銀は昨年こそ果敢な利上げを実施してその独立性をアピールしたものの、直近4月25日の金融政策決定会合では政策金利を据え置いた上、従来の「必要に応じて一段の金融引き締めを実施する」との文言を削除した。その結果、市場では「エルドアン大統領の圧力により、トルコ中銀の次の一手は利下げか」という憶測が生じトルコリラ安圧力が再燃した。また3月のトルコリラ急落時、トルコ政府が国内の金融機関に対しオフショア市場にリラを供給しないように指示した結果、ファンダがリラ売りポジションを解消しようにも取引相手がいないという事態も生じている。更に最近ではトルコ経済について否定的な見解を示したJP Morgan社に当局の検査が入ったり、トルコ中銀が外貨準備高水増しを疑われたり、といった事案も発生している。

このようにトルコの内政問題の中心は、エルドアン政権の弱体化というよりも、同政権の強権的手法に対する懸念といったほうがよいだろう。

#### (5) 外交問題：ロシア製地対空ミサイル導入とイラン産原油輸入に注目

現在、トルコと米国の中には、①トルコによるロシア製地対空ミサイルS-400導入に対する米国の反発、②トルコによるイラン産原油輸入に対する米国の反発、③米国がゴラン高原におけるイスラエルの主権を認める意向を示したことに対するトルコの反発、④シリア北部のクルド人組織<sup>10</sup>の処遇に対するトルコ・米国間の意見の相違、といった問題がある。

これらのうち、特に大きな問題が①と②だ。米国は仮にトルコがS-400を導入した場合、現在米国が導入を進

<sup>3</sup> トルコ企業は外貨建て債務を多く抱えているため為替リスクにさらされており、トルコリラ下落に対する反応が顕著である。今回のトルコリラ下落に際してもトルコ企業は即座に需要（輸入・投資）を減らし、その結果トルコの経常収支は急速に改善した。

<sup>4</sup> S&Pは、本年末に広義の不良債権比率は15-20%に達するとの見通しを示している。燃料価格高騰にさらされながら電力価格の規制を受ける火力発電所は特に不良債権を膨らませる懸念がある。

<sup>5</sup> トルコの最高選挙管理委員会は5月6日、与党連合の異議申し立てを受け入れ、3月31日に実施されたイスタンブール市長選挙の結果を無効とし、再選挙を決定した。再選挙は6月23日だが、その時点で経済状況が更に悪化していた場合、与党候補はより大差で野党候補に敗れるリスクを伴う。

<sup>6</sup> 全81の市長職のうち、与党連合は50を勝ち取ったが、選挙前の55からは5減らした（内訳は5増10減）。

<sup>7</sup> これらの都市では依然与党が議会多数派を維持しており、野党市長は難しい議会運営を強いられる。また市の歳入の2/3は国からの交付であり、これを通じて与党は市政を管理できる。

<sup>8</sup> 次の大規模選挙（2023年の大統領選挙・国会選挙）まであと4年以上あり、その間与党は一息つくことができる。

<sup>9</sup> インドでも政府の中銀への介入が疑われるがルピーは安定的に推移している。従って、トルコリラ不安定化の根本的問題はトルコの経済構造に根ざしており、政府の強権姿勢は副次的な問題と考えられる。

<sup>10</sup> 米国・トルコいずれもトルコのクルド労働者党をテロ組織として認定している。

めている第6世代ステルス戦闘機F-35のデータがロシアに収集され、自国や同盟国の安全保障をおびやかすと主張している<sup>11</sup><sup>12</sup>。そして米国はトルコによるS-400導入を阻止すべく、飴（S-400の代わりに米国製パトリオットミサイルを提供<sup>13</sup>）と鞭（トルコにF-35を売らない<sup>14</sup>、F-35の製造工程<sup>15</sup>からトルコを排除する）を駆使してトルコを説得しているが、トルコがS-400導入を諦める兆しほどみえない<sup>16</sup>。3月には米上院の超党派グループがトルコがS-400を導入した場合、F-35をトルコに引き渡さない法律を成立させている。

また②トルコによるイラン産原油輸入に対する米国の反発、も同様に注目すべき問題だ。

## 2. 展望：ロシア製地対空ミサイル導入・イラン産原油輸入が米経済制裁を誘発することが最大のリスク

以上のように、現在トルコが抱える問題をまとめると、「従来から存在した経済問題が拡大し」「政権にそれを管理する能力が無く」「外交問題次第では西側社会（IMF）の支援も得られず、場合によっては経済制裁が発動されるリスクもある」、という投資家の懸念が根本にあると考えられる。3大都市市長選での敗北も景気悪化が原因と考えられる以上、エルドアン大統領にとって経済再生が当面の最重要課題となろう。エルドアン大統領もこの点を理解しているようで、4月10日、アルバイラク財務大臣<sup>17</sup>は国営銀行への約490億ドル（国債発行により調達予定<sup>18</sup>）の資本注入、歳入拡大と年金改革を通じた財政規律回復、輸出拡大、を軸とした経済再生策を発表した。但し詳細の発表は数カ月後とされている。

今後の標準シナリオ・ベストシナリオ・ワーストシナリオはそれぞれ次の通り。当面はロシア製地対空ミサイル導入・イラン産原油輸入についていかに米国と妥結するかがトルコ経済の先行きを占う試金石となりそうだ。

### <標準シナリオ>

- ① ロシアからのS-400導入・イラン産原油輸入について米国と妥結、
- ② IMFには経済支援を仰がず、
- ③ 景気停滞が長期化、トルコリラは更に下落。民間対外債務<sup>19</sup>のデフォルトも。

### <ベストシナリオ>

- ① ロシアからのS-400導入・イラン産原油輸入について米国と妥結、
- ② 対米関係改善をもってIMFに経済支援を仰ぐ（あるいは単にIMFとの協力関係をアピールするだけでもよい）ことで市場を鎮め、
- ③ 中銀や金融機関の独立性を確保し市場の信認を回復する。

<sup>11</sup> トルコによるS-400の導入が既存の米国制裁「敵対者に対する制裁措置法（CAATSA、2017年8月成立）」に抵触する恐れもあるという。

<sup>12</sup> 一方、ロシアがS-400の機密漏洩を恐れる様子はない。その理由はS-400の機密はF-35と比較して少ない（もともと少ない上その多くが既に漏洩している）ため、ロシアとしては「海老で鯛を釣る」メリットがあるためだという。

<sup>13</sup> トルコは提案の中に技術移転や共同生産が含まれていないとしてこれを受け入れていない。

<sup>14</sup> 今年11月が引き渡し期限。

<sup>15</sup> トルコは胴体と操縦席の重要部品の製造を担う予定。

<sup>16</sup> トルコ側は、①「技術委員会」を立ち上げS-400を米国と共同管理する、②S-400をNATOの防空システムに組み込まない、③S-400を購入しても使わない、といった妥協案を米国に提示しているが、いずれも非現実的。

<sup>17</sup> エルドアン大統領の娘婿

<sup>18</sup> これが更にトルコの対外債務を増やすといった懸念もみられる。

<sup>19</sup> アルゼンチンと異なり、トルコ政府の対外債務保有残高は相対的に少ない。

## &lt;ワーストシナリオ&gt;

- ① 米国の反対を押し切ってロシアから S-400 導入・イラン産原油輸入、
- ② 米国が経済制裁発動、IMF の経済支援も得られず、市場がトルコを見限る、
- ③ トルコが（そして世界が）混乱する中エルドアン大統領退陣。混沌状態に。

トルコは近年では 1994 年と 2001 年に経済危機に直面しているが、2001 年の経済危機時にエジエビト首相（当時）退陣後 IMF と協力しながらトルコ経済を再建したのはほかならぬエルドアン氏だった。

また 2015 年 11 月にトルコ軍がロシア軍戦闘機を撃墜しロシアから経済制裁を受けた際には、最終的にエルドアン大統領はプーチン大統領に謝罪することで関係を正常化している。

さらに最近の対米関係悪化（トルコが米国人牧師<sup>20</sup>を拘束、これに対し 2018 年 8 月米国はトルコに対し経済制裁を発動）に際しても最終的にエルドアン大統領は米国に譲歩し、2018 年 10 月米国人牧師を解放している。このようなエルドアン大統領の一連の行動をみると、今回も最終局面で同大統領が譲歩する可能性は残されている。

しかしもしもトルコが米国の同意を得ないまま S-400 を導入・イラン産原油輸入を継続するなら、その先にはトルコおよび世界の混乱が待っている。トルコ政府によれば S-400 の導入は今年 7 月だという。トルコが昨年に続いて今年の夏も世界を揺るがすのか、エルドアン大統領の判断を注意深く見守りたい<sup>21</sup>。

**図表 7 IMF は 2020 年以降景気は回復すると予測（予測は斜字体・下線、特に断りが無ければ前年比%）**

経済指標名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021
実質GDP成長率	3.2	7.4	2.6	<u>-2.5</u>	<u>2.5</u>	<u>3.0</u>
消費者物価	7.8	11.1	16.3	<u>17.5</u>	<u>14.1</u>	<u>13.4</u>
失業率(%)	10.9	10.9	11.0	<u>12.7</u>	<u>11.4</u>	<u>10.7</u>
財・サービス輸出数量	<u>-1.2</u>	12.3	9.2	<u>5.0</u>	<u>3.3</u>	<u>3.6</u>
財・サービス輸入数量	4.7	8.9	<u>-9.2</u>	<u>-7.2</u>	<u>7.8</u>	<u>7.7</u>
経常収支(対GDP比%)	<u>-3.8</u>	<u>-5.6</u>	<u>-3.6</u>	<u>0.7</u>	<u>-0.4</u>	<u>-1.1</u>
為替レート(リラ/US\$)	3.0	3.6	4.8	<u>5.7</u>	<u>5.7</u>	<u>5.7</u>
一般政府財政収支(対GDP比%)	<u>-2.3</u>	<u>-2.3</u>	<u>-3.6</u>	<u>-3.1</u>	<u>-3.5</u>	<u>-3.7</u>
一般政府総債務残高(対GDP比%)	28.3	28.3	29.1	<u>29.9</u>	<u>28.3</u>	<u>28.1</u>

<出所> IMF

<sup>20</sup> トルコ政府は 2016 年 7 月のクーデター未遂事件に関与したとしてアンドリュー・ブランソン牧師を拘束。これに対し 2018 年 8 月トランプ政権は反ギュレン派の中心人物であるギュル法相とソイル内相の在米資産を凍結し、鉄鋼・アルミ製品を対象とした追加の関税措置に踏み切ると発表した。これを受けトルコリラは急落した。その後 2018 年 10 月ブランソン牧師は解放され、米国による 2 閣僚に対する制裁も解除された。

<sup>21</sup> トルコ外交の先行きを考える上で、地政学的位置づけは全く異なるがインドが参考になる。インドもトルコと同じく、昨年 10 月に S-400 導入を決め、イラン産原油の輸入も続けているが、米国政府は依然経済制裁を発動していない。

図表 8 トルコの外貨準備高は他の脆弱国と比較しても低水準

外貨準備高(金含む、億ドル)					
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
トルコ	1,103	984	847	930	—
アルゼンチン	617	619	490	658	—
インド	4,251	4,062	4,009	3,961	—
インドネシア	1,260	1,198	1,148	1,207	—
フィリピン	805	775	749	—	—
輸入額(億ドル)					
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
トルコ	643	588	505	481	—
アルゼンチン	186	172	159	137	136
インド	1,227	1,281	1,348	1,285	—
インドネシア	441	466	489	485	—
フィリピン	258	289	303	301	—
外貨建て短期総対外債務(億ドル)					
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
トルコ	1,053	1,041	1,039	989	—
アルゼンチン	703	702	668	755	—
インド	2,492	2,492	2,492	2,492	—
インドネシア	480	471	471	517	—
フィリピン	116	110	123	147	—
外貨準備高(輸入月数換算、単位:カ月)					
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
トルコ	5.1	5.0	5.0	5.8	—
アルゼンチン	10.0	10.8	9.2	14.4	—
インド	10.4	9.5	8.9	9.2	—
インドネシア	8.6	7.7	7.0	7.5	—
フィリピン	9.4	8.0	7.4	—	—
外貨準備高÷外貨建て短期総対外債務(倍)					
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
トルコ	1.0	0.9	0.8	0.9	—
アルゼンチン	0.9	0.9	0.7	0.9	—
インド	1.7	1.6	1.6	1.6	—
インドネシア	2.6	2.5	2.4	2.3	—
フィリピン	6.9	7.0	6.1	—	—

&lt;出所&gt;IMF、World Bank

図表 9 危機後、実質 GDP が危機前水準に戻るのは 1-4 年後（危機前年の実質 GDP 水準=100）

	危機の前年	危機の年	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後
アルゼンチン(2001)	100	96	85	93	101	110	119
韓国(1997)	100	106	100	111	121	127	136
メキシコ(1994)	100	105	98	105	112	118	121
ロシア(1998)	100	95	101	111	116	122	131
タイ(1997)	100	97	90	94	98	101	108
トルコ(1994)	100	95	101	108	117	120	116
トルコ(2001)	100	94	100	106	116	126	135

&lt;出所&gt;IMF

図表 10 危機後、対ドル名目為替レートは半分から 1/3 に（危機前年の名目為替水準=100）

	危機の 前年	危機の 年	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後
アルゼンチン(2001)	100	100	32	34	34	34	33
韓国(1997)	100	85	57	68	71	62	64
メキシコ(1994)	100	92	49	41	39	34	33
ロシア(1998)	100	60	23	21	20	18	19
タイ(1997)	100	81	61	67	63	57	59
トルコ(1994)	100	37	24	14	7	4	3
トルコ(2001)	100	51	41	42	44	46	44

&lt;出所&gt; IMF

以上

担当	丸紅経済研究所 経済調査チーム 榎本 裕洋(えのもと やすひろ)	TEL:03-3282-3790 E-mail:Enomoto-Y@marubeni.com
住所	〒103-6060 東京都中央区日本橋 2 丁目 7 番 1 号 丸紅経済研究所	
WEB	<a href="https://www.marubeni.com/jp/research/">https://www.marubeni.com/jp/research/</a>	

## (注記)

- 本資料は丸紅グループ内での利用を目的としたものであり、対外的な利用に関しては担当までご連絡願います。
- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することができます。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。