

トルコ経済事情：財政余力が低い中で金融緩和が頼みの綱に ～経済の安定化にはIMF融資受入に向けた双方の歩み寄りが不可欠になる～

発表日：2009年2月23日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

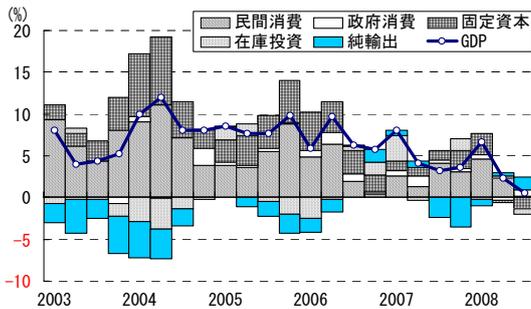
- 東欧に次ぐEU圏への輸出基地として堅調な成長を遂げ、高金利通貨としてリラが人気を集めたトルコだが、一昨年後半以降の商品市況の急騰によるインフレ、その後の世界金融危機を経て急速に景気が減速している。輸出の半分近くを占めるEU経済の後退で輸出は急速に鈍化し、一方の内需もインフレ圧力によって頭打ちを迎えるなど需給双方で勢いが陰っている。トルコ経済自体は必ずしも輸出依存度は高くはないものの、ここ数年の成長セクターが製造業や金融をはじめとするサービス業など、海外との関連が高い分野であったことから、海外経済の急速な冷え込みの影響を受け易くなっていたと言える。
- トルコは慢性的な経常赤字状態にあり、国内投資を海外からの資金流入に依存せざるを得ない。経済のグローバル化で資金移動が自由になったことは、高収益を上げたい海外投資家と投資資金を受け入れたいトルコ側との思惑を一致させた。しかし、金融危機による世界的な信用収縮が急速に進む中で、外貨準備高の規模に比べて過大な借入に依存した同国からは資金が逆流し、一転して外貨不足に陥る懸念を高めた。IMFからの支援を受け入れる方針で事なきを得たが、一方で財政的な自由度が低下していることもあり、景気刺激策に向けて昨年10月以降は急速な利下げを展開し続けている。
- 先行きもEU経済の後退の影響で輸出環境は厳しさが続くと思われることで、内需振興策が喫緊の課題にある。しかし、IMFとトルコ政府の間で財政政策に対するスタンスの違いから、融資条件で折り合いがつかず協議が中断したことで、市場からの信任に疑義が再燃し始めている。IMFは強硬に緊縮姿勢を押し続ける姿勢を改める必要があるが、一方のトルコ政府も3月末に実施される地方選を意識したバラ撒きを行おうとするには自制が必要だ。若年人口の多さや地理的特性といった潜在的な成長力が期待される一方、海外からの投資資金の受入が不可欠なことを考えれば、短期的な景気押し上げに拘泥せず、中長期的視点から成長戦略を組み立て、IMF融資の有効活用を図ることが何よりも求められる。

《東欧に次ぐ輸出基地も欧州の急速な景気後退で減速懸念が台頭、若年層の雇用不安定で社会不安への警戒も》

- 欧州経済の堅調な成長を背景に東欧に次ぐ新たな製造業の生産拠点として、また、海外投資家の間では「高金利通貨」として通貨リラが注目を集めてきたトルコだが、一昨年後半からの国際商品市況の急騰によるインフレによる内需下押し圧力、金融危機後における主要輸出市場である欧州の景気後退により、急速に景気が減速している。昨年7-9月期の実質GDP成長率は、対前年同期比+0.5%と2002年1-3月期以来の低い伸びに留まっているが（図1）、その後の世界経済の急速な冷え込みは同国経済にも深刻な影響を与えており、景気後退入りが避けられない状況に陥っている。
- 一昨年後半以降は商品市況の急騰したことで、インフレ率はそれ以前から高水準で推移していたものの、一段と上昇基調を強めた。特に、価格上昇がエネルギーや食料品などの必需品中心に起こったことで家計支出を大きく押し上げた。しかし、インフレ率を除いた実質ベースで考えると、足元では商品市況の急速な下落でインフレ圧力が低下していることを除いても、伸びが急速に鈍化していることが分かる（図2）。また、ここ数年は輸出の半分近くを占める欧州向けの伸びが堅調に推移したことが鉱工業生産の押し上げに寄与したが、世界金融危機が实体经济に影響を及ぼし始めた昨年10月を境にその勢いは急激に減速し（図3）、足元では大幅マイナスに陥るなど、設備稼働率も採算ラインを大きく下回っているとみられる（図4）。

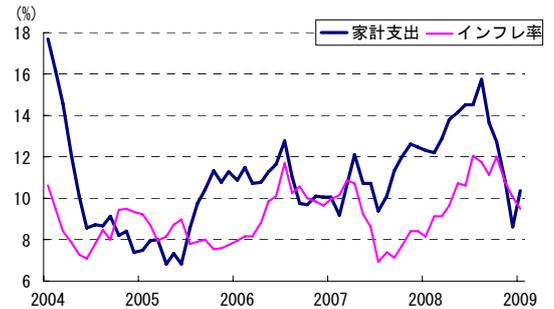
- トルコの輸出は、実質ベースで対 GDP 比 25%程度と経済全体にとっての輸出依存度は決して高くはない。しかし、ここ数年の成長を支えたのは外資企業の投資流入により一大輸出産業に成長した製造業や、経済のグローバル化が進む中で高収益を求めるリスクマネーの受け皿となってきた金融をはじめとするサービス業であった（図 5）。したがって、欧州経済の急速な後退によりこれらの業種が縮小することは、雇用・所得環境に対する懸念を強め、家計部門のマインドを悪化させている。とりわけ、同国では若年失業率の高さが社会問題となっている上、足元では若年失業率の上昇が全体を大きく押し上げていることもあり（図 6）、景気後退によって社会不安が増大することが今後の課題になると予想される。

図 1 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)



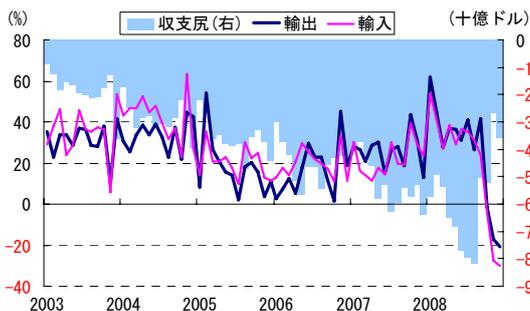
(出所) CEIC

図 2 インフレ率と家計支出の推移 (前年比)



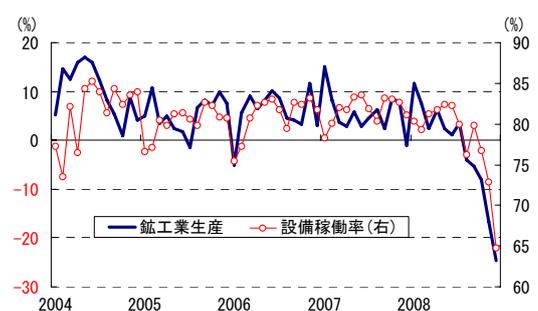
(出所) CEIC

図 3 輸出入の推移 (前年比)



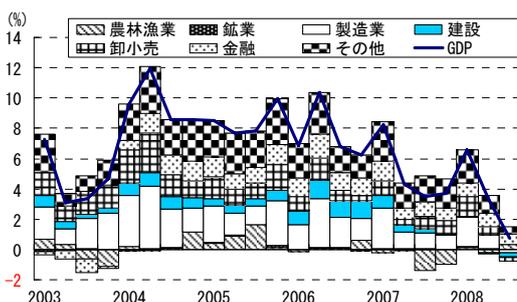
(出所) CEIC

図 4 鉱工業生産と設備稼働率の推移



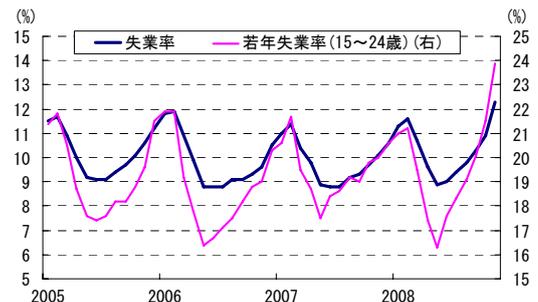
(出所) CEIC

図 5 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)



(出所) CEIC

図 6 失業率の推移



(出所) CEIC

《外貨調達への不安増大で IMF に支援要請、景気減速懸念台頭も財政出動は出来ず金融緩和を強める方向へ》

- 同国は貿易赤字を背景に莫大な経常赤字を抱えるなど（図 7）、国内の投資を海外からの資金流入で賄うことが不可欠な状況にある。トルコは 2001 年の通貨危機以降、IMF による支援の下でマクロ経済の健全化に向けた取り組みを行ってきたが、インフレ率が比較的高水準で推移してきたことで政策金利も高く推移してきた。そこに高成長が続いたことによる信任の高まりと、先進国における景気後退懸念による金融緩和という事情が重なり、高収益を求める証券投資などの短期資金が大量に流入するようになった（図 8）。
- その結果、トルコの対外債務残高は昨年 9 月末時点で IMF による支援融資を含め 2,893 億ドルに及び（図

9)、うち短期債務残高は563億ドルと、外貨準備高(昨年11月末時点で709億ドル)に比べて過大なレベルに達した。金融市場が機能するうちは、莫大な経常赤字にも拘らず、海外からの資金流入によりファイナンスが可能であった。しかし、世界金融危機により信用収縮が急速に進んだ結果、対外債務の返済や外貨調達に対する懸念が強まるようになる。さらに、同国の民間部門への貸付を主に行っていた欧州系金融機関の業績悪化が続き、市場では同国の外貨調達が一層厳しくなるとの観測が強まった。そして、投資資金の流出が相次いだことで、同国政府はIMFに対して緊急支援を要請する事態に追い込まれた。

- 景気減速懸念が高まる中、世界各国は財政出動や急速な金融緩和による景気対策を行う方針を打ち出しているが、同国ではIMFへの支援要請を行っていることで財政拡張策を採り難い事情がある。同国政府はIMFへの支援要請を前提に2009年度予算の歳出削減を盛り込んだものの、当初予算段階において104億リラ(約61億ドル)の財政赤字のほか、歳入についても経済成長率を前年比+4.0%の前提で算出しており、足元の状況から大きくかけ離れている。IMFは、支援受入に向けて一層の歳出削減要請と歳入拡大に向けた税改正を求められているとみられ、歳出拡大による景気刺激策を求めることは極めて難しくなっている。
- こうした事情に加えて、昨年上昇基調を強めたインフレについては、原油をはじめとする商品市況が急速に下落したことでインフレ圧力が後退していることもあり、昨年11月以降はそれまでの引き締め姿勢から一転して急激な緩和を続けている。19日に開催された定例の金融政策委員会においても、政策金利である翌日物借入金利の150bp引き下げが決定され、昨年11月から4ヶ月連続で計525bpの大幅な利下げが実施されたことになる(図11)。商品市況に昨年上期のような上昇圧力が生じにくい中では、先行きもインフレ圧力の後退が進むとみられるほか、景気後退局面で財政による景気拡張策を採ることが厳しいこともあり、先行きも金融緩和により景気刺激を模索する局面が続くことが予想される。

図7 経常収支の推移

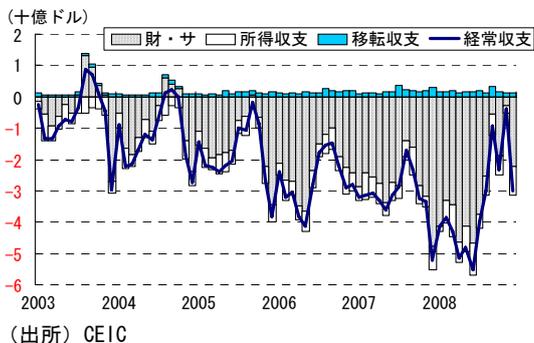


図8 資本収支の推移

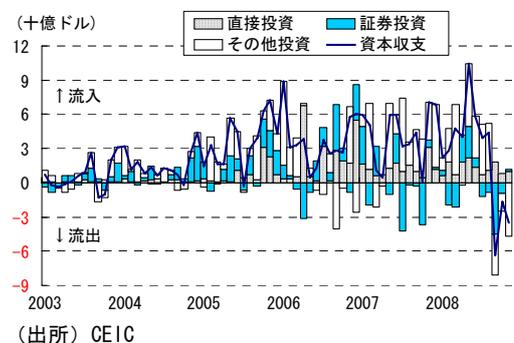


図9 対外債務残高の推移

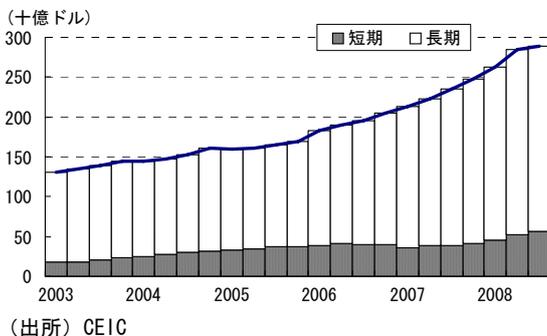


図10 外貨準備高の推移

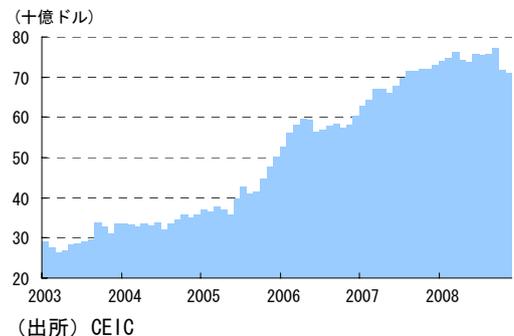
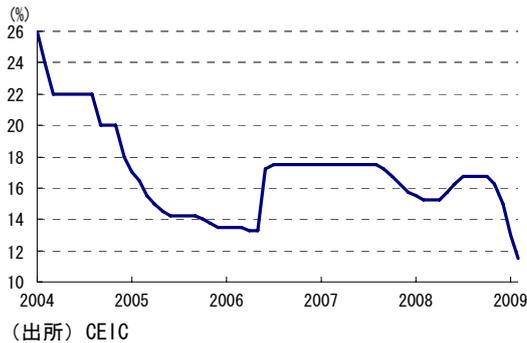


図 11 政策金利の推移



《景気減速は不可避な中で投資資金の受入に IMF 融資は必至、中長期を見据えた財政・金融政策の運営が重要に》

- トルコ経済は、主要輸出市場である EU の景気後退に加えて、国内の投資を海外からの資金流入に依存してきたことで、金融危機以降の世界的な信用収縮の影響を大きく受けている。先行きの EU 経済は一定期間に亘り減速基調が続くことで同国に多額の資金を流入させてきた欧州系金融機関のオペレーションも相当厳しい状況に陥るとみられ、実質ベースで GDP の 7 割弱を占める個人消費を中心とする内需の振興を図ることが喫緊の課題となる。今月に国会が承認した景気刺激策は企業への投資減税のほか、家計に対しては新車購入減税を行う方針となっている。しかし、IMF に対する支援要請を行っていることで財政出動による景気対策へのハードルは高く、財政基盤が脆弱な中での減税に対して IMF は反対の意思を示している。
- トルコ政府と IMF との新規融資に関する協議は、融資条件を巡って双方の意見が対立したことで先月末に一旦は中断されたものの、今月初めに再開しており、現在も断続的に協議が続けられている。与党公正発展党 (AKP) が率いるエルドアン政権にとっては、3 月末に行われる地方選挙に向けて歳出拡大による景気刺激を行うインセンティブが高まっている。特に今回の選挙は、昨年に見察当局が憲法裁判所に対して AKP の解党要求を提訴し、否決されてから初めての大型選挙であり、今後の政権の動向を大きく左右する可能性が高いとされる。エルドアン首相も IMF 融資の合意が地方選前に決定することを願う旨の談話を公表するなど、そうした意思を前面に出しており、歳出を抑制させたい IMF との間での攻防が続いている。市場では融資規模が 250 億ドルに上るとされ、この可否がトルコ経済の先行きを占う重要な鍵を握ることになる。
- 足元の鉱工業生産の動向などを考えると、10-12 月期の成長率は大幅マイナス入りすることは避けられず、2009 年についても IMF が 1 月時点で前年比▲1.5%と示したようにマイナス成長となる可能性は極めて高い。輸出環境の悪化が続く一方、資源価格の下落により輸入も大幅に減速しているものの貿易収支は赤字が続き、先行きも貿易赤字が経常赤字をもたらす環境は変わらないと考えられる。したがって、国内投資を海外からの資本流入に依存せざるを得ないことから、投資資金を呼び込むためにも同国政府は短期的な景気対策に注力するのみならず、中長期的な成長戦略を掲げることが不可欠である。同国は若年人口の割合が高い上に労働力人口は大幅な拡大が見込まれており、欧州と中東の中間という地理的特性を活かせば、中長期的な投資拠点としての魅力は高いと言える。そうした魅力及び潜在成長力を高めるには、IMF からの融資は必須条件であり、トルコ政府及び IMF はそれぞれの考え方に対する頑なな姿勢に修正が求められよう。
- 同国はイスラム教国である上、与党 AKP がイスラム政党であることから、石油公社や空港公団などの国営企業の収益に連動する型のイスラム債をこの 1 月に初めて発行した。しかしながら、実際の発行額は政府が当初見込んだ規模からは程遠い結果に留まるなど、発行そのものは不調に終わったとみられる。トルコ経済にとって、市場での資金調達実施のためにはその信任を確立することが何より重要であり、規律を重んじつつ景気にも配慮した財政運営と金融政策とのバランスが求められよう。なお、通貨リラは金融危機直後には外貨不足懸念から「通貨危機」に陥る懸念が高まったこともあり為替は急速に下落したが、その後は IMF によ

る支援の道筋が立ったことで落ち着きを取り戻しつつあった。しかし、年明け以降は IMF との関係悪化が懸念され始めたことで再び為替に対する減価圧力が強まっている（図 12）。債券利回りについても、リーマンショック後の金融危機に際して急速に上昇し、その後は落ち着きを取り戻しつつあったものの、足元では景気減速による財政悪化への懸念や IMF との関係悪化を材料に再上昇の機運がある（図 13）。先行きについても政府による政策の動向に左右される展開が続くものと予想され、当座のところは IMF 融資の決定の有無が材料視されることになろう。

図 12 政策金利の推移



図 13 債券利回りの推移(1年債)



以上