

トルコ、中期経済計画は「仏作って魂入れず」か？

～内容は意欲的過ぎる一方、核心が抜けるなど問題も多く、「安心材料」とはなり得ず～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 国際金融市場では、「トルコ・ショック」を期に新興国からの資金流出圧力が強まった。トルコを巡っては、政策対応の不適切さと対米関係の急激な悪化が発端になったが、トルコ中銀は先週 13 日に市場予想を上回る利上げに踏み切るなど対応を示した。他方、財政政策の行方に注目が集まるなか、20 日に財務省は「中期経済計画」を発表した。経済安定と財政規律を重視しつつ、中期的な構造転換を目指す意欲的な内容だ。
- ただし、計画で示された内容は意欲的、野心的に過ぎる内容であり、実現性への疑問が残る。さらに、足下の資金流出に伴い急速に悪化する銀行セクターへの言及はほぼなく、この点は金融市場の失望を招き得る。対外債務の約 7 割は民間セクターが占め、その太宗が主要通貨建てであり、リラ安による債務負担の問題に加え、資金需給のタイト化は実体経済の重石となる。経済計画は「見掛け倒し」の誹りを免れないと言えよう。
- エルドアン大統領による対米姿勢の硬化については、ビジネス界に対しては友好姿勢をみせている。ただし、経済政策への介入は収まらない見通しであり、現時点でトルコを巡る曇りが晴れたと考えるのは早計であろう。

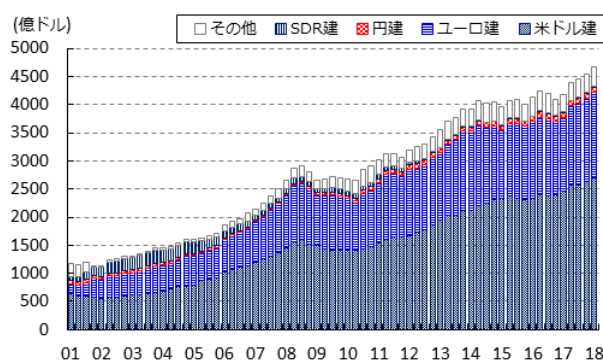
このところの国際金融市場では、先月以降のトルコ通貨リラの急落に端を発する「トルコ・ショック」が不透明要因となる形で新興国からの資金流出を招いてきた。この背景には、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」に加え、慢性的なインフレに直面するなどトルコ経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱さにも拘らず、①中銀をはじめとする政策当局が適切な政策対応を採れずに居たこと、②エルドアン政権が対米関係を急速に悪化させたこと、が重なり市場心理の悪化を招いたことがある。①の懸念解消については、先週 13 日に中銀が定例会合で事前の市場予想を上回る利上げを実施し（詳細は 14 日付レポート「[トルコ中銀、今後の「本気」は本物か？](#)」をご参照下さい）、金融市場に対して一定のメッセージを出した。他方、過去数年のトルコ財政を巡っては、インフレ懸念にも拘らず景気下支えに向けて拡張的な政策運営が行われ、そうした対応が反ってインフレ圧力を増幅させる悪循環に繋がってきた。こうした事態を受け、7 月に発足した「新」エルドアン政権で経済政策の要である財務相となったアルバイラク氏（エルドアン大統領の娘婿）は就任以降、講演などで「政府はインフレ退治に一層の責任を持っており、より強力な財政措置を通じて金融政策を下支えする」との考えを示していた。金融市場ではこうした財政政策の具現化が如何なる形で行われるかに注目が集まるなか、トルコ財務省は 20 日に『安定、規律、そして転換へ』と題する 2021 年までを対象とする中期経済計画を発表した。同計画では、「2020 年までを目途に経済の安定を図るとともに、その実現に向けて財政規律を重視するほか、その後に高付加価値産業の育成などに伴う経済構造の転換を図る」といった目標が示された。具体的には、アルバイラク氏曰く「入札が開始していないプロジェクトは凍結される」と新規のインフラ投資の事実上凍結による歳出削減で財政赤字の拡大に歯止めを掛けるほか、それに伴い経済成長率目標を引き

下げる方針を示した。計画では、2018年の経済成長率目標を前年比+3.8%（←同+5.5%）、2019年を同+2.3%（←同+5.5%）、2020年を同+3.5%（←同+5.5%）に引き下げるとともに、2021年には同+5.0%に回復するとの見通しを示す。それに伴い、インフレ目標も2018年末に前年比+20.8%、2019年末に同+15.9%、2020年末に同+9.8%と徐々に低下し、2021年末には同+6%に収束させるとした。さらに、経常赤字（対GDP比）も2018年は▲4.7%、2019年は▲3.3%、2020年は▲2.7%、2021年は▲2.6%に徐々に縮小させ、その実現に向けて「医薬品、エネルギー、石油化学、機械装置、ソフトウェア産業の育成」に取り組むほか、「再生可能エネルギーや国内石炭利用の向上を図る」などの取り組みを強化するとした。こうした一連の政策を通じて雇用機会の拡大を図るとともに、中長期的な安定成長に向けた経済構造の転換を促す姿勢を前面に打ち出した。

ただし、足下ではトルコ企業の景況感が急速に悪化しており、中銀は大幅利上げによって資金流出を喰い止めざるを得ない事態に追い込まれていることを勘案すれば、経済成長率見通しは些か楽観に過ぎる感否めない。さらに、足下の貿易赤字の半分程度が原油及び天然ガスをはじめとするエネルギー関連要因であることを勘案すれば、重点産業化政策を通じて経常赤字の縮小に取り組むとの方針は意欲的だが、現時点で同国政府が想定する見通しは野心的に過ぎる。アルバイラク財務相は発表の場で「金融市場の動揺とそれに伴う投機的な動きにより実体経済面でバランスシートに悪影響が生じている」と述べたほか、「こうした動きは銀行セクターに対して間接的に悪影響を与え得る」との認識を示した。こうした状況にも拘らず、同氏は「年末までに公的銀行の合併や資金繰りに関する問題が起こる可能性はない」と述べる一方、「トルコ経済は資金流出の圧力に晒されている」とするなど一見矛盾した考えを示す。その上で、一連の政策により「銀行セクターは強化される」とした上で「実体経済には手頃な金利で信用へのアクセスが可能になる」との見方を示す一方、「必要であれば債務再編に向けた余地も生まれる」など、能動的に銀行セクター改革に動く意志はない模様である。なお、計画が発表される前日の19日に同国銀行協会は「債務再編に向けた企業支援へ各銀行が合意した」旨の発表を行っており、公式統計上は極めて低いとされる銀行セクターの不良債権比率は足下の資金流出やそれに伴うリラ安の進展により急速に悪化したことは避けられず、中期経済計画において銀行セクター支援が行われるとの期待が高まっていた。同国の対外債務の約7割は銀行をはじめとする民間セクター

向けである上、その太宗を米ドルやユーロなど主要通貨建が占めており、足下のリラ安により債務負担の増大が懸念されるなか、そのことが実体経済の下押し圧力となることは避けられない。また、このロールオーバーが難しくなることによる資金需給のタイト化も実体経済の重石となり得る。中期経済計画では新規のインフラ投資凍結が謳われる一方、エルドアン大統領が旗振り役となってきたメガインフラ事業についてアルバイラク財務相は「国際的な資金調達を通じて実現を後押しする」との考えをみせるが、国際的な信用力が著しく低下している同国に巨額の資金が流入するとの見方も極めて楽観的である。

図 通貨別対外債務残高の推移



（出所）CEICより第一生命経済研究所作成

向けである上、その太宗を米ドルやユーロなど主要通貨建が占めており、足下のリラ安により債務負担の増大が懸念されるなか、そのことが実体経済の下押し圧力となることは避けられない。また、このロールオーバーが難しくなることによる資金需給のタイト化も実体経済の重石となり得る。中期経済計画では新規のインフラ投資凍結が謳われる一方、エルドアン大統領が旗振り役となってきたメガインフラ事業についてアルバイラク財務相は「国際的な資金調達を通じて実現を後押しする」との考えをみせるが、国際的な信用力が著しく低下している同国に巨額の資金が流入するとの見方も極めて楽観的である。

その意味では、上述のようにトルコ中銀は期待以上の答えを出す姿勢をみせたものの、トルコ政府の姿勢は「見掛け倒し」との誹りを免れないと言える。

なお、今後のトルコをみる上で一向に晴れ間がみえない一因には、エルドアン大統領に対米関係を改善させる意思がまったく感じられないほか、経済政策への口出しの可能性が懸念されることにある。エルドアン大統領は在トルコの米国企業関係者との面談の席で「米国との戦略的互惠関係は両国間の投資及び貿易関係の強化に繋がる」と発言したほか、「米トランプ政権による貿易制裁への報復措置により国内ビジネスに悪影響が及ばないように注意する」との見方を示し、「ビジネス上の問題と外交上の問題を混同することはない」など友好的な姿勢をみせた模様である。その上で、「長期的に経済のパフォーマンスを維持する」ほか「足下で直面している問題は克服可能」と強気な姿勢をみせる一方、「米トランプ政権との間の問題がビジネスに悪影響を与えることは望んでおらず、必要な策を講じる」との考えを示した。その一方、「投資に対する規制はビジネス界からの意見を考慮するものの、トルコ政府は必要に応じて規制強化に取り組む」との考えを示すなど、外貨取引を巡って持久戦に持ち込む政策への理解を求めたと考えられる。また、別の講演ではトルコ政府による経済政策に関連して「政策運営は私自身が統括する」とあくまで自身が最終決定権を持つ姿勢を堅持しており、中銀に対する利下げ圧力を崩していないことを勘案すれば、中銀による大幅利上げ実施を以ってトルコ経済を取り巻く環境が落ち着きを取り戻すとは考えにくい。したがって、現時点においてトルコ情勢が安定に向かうと判断するのは依然として早計と考える。

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

