

## KAMIYAMA Reports vol. 122

# トルコ: 世界への影響は限定的

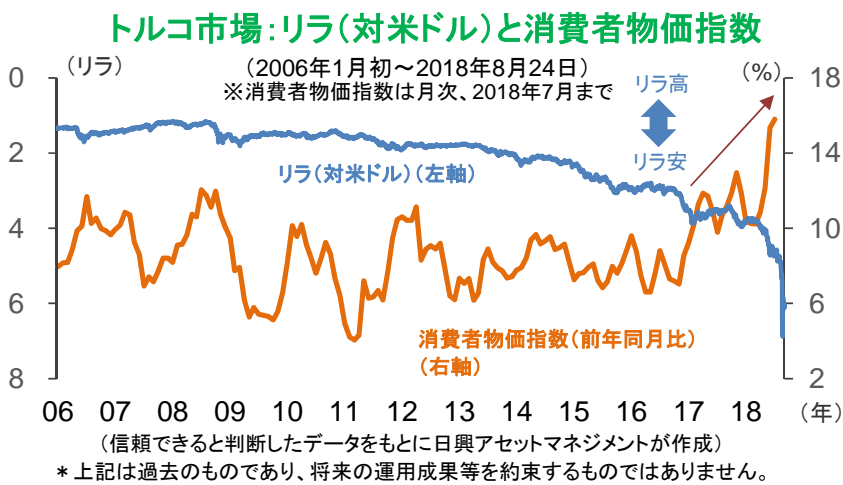
チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ・ 現状のトルコは、あまり良くないまま
- ・ 他の新興国に伝染する可能性は低い
- ・ 政治の変化に期待

## 現状のトルコは、あまり良くないまま

トルコに何らかの形で投資する日本人投資家は多いと考えられる。最近のトルコからのニュースはあまり芳しいものではなく、懸念も強いままだ。このレポートでは、トルコの問題を整理して、それに端を発する世界的危機の可能性が低いことを述べ、今後トルコがどのようになることに注目すべきかを考えてみる。



この10年でトルコ・リラの米ドルに対する水準は約80%下落している。この数カ月に起きているトルコの問題は、この大きな方向から見ると、「相変わらず」と思ってしまうほどだ。そうはいつても、この1年間の下落の加速は少々懸念といえる。

物価の動きを見ると為替市場における懸念のひとつが分かる。この1年ほどのトルコの物価上昇率は、過去10年で見られなかったほど強く上昇しているのだ。物価上昇のコントロールが効かないと市場が懸念すれば、トルコ・リラを持っておくと購買力が下がり、為替が下落する理由になる。

原因はそれだけではない。負債が多いにも関わらず、経済の成長が鈍く、返済への懸念が出てきつつあることだ。短期的な債務の返済の必要性が高い(12カ月内に1,800億米ドルの返済が必要との試算もある)にもかかわらず、経常赤字国であり、国内の稼ぎでのカバーが難しそうで、海外からの資金調達が必要とみられている。欧州の銀行からトルコの銀行への融資などが多い(政府向けは少ない)とされているが、資金需要が多い割りに稼ぎが十分ではないとすれば、マクロ的には不良債権の一種とみなされてしまう。

## 他の新興国に伝染する可能性は低い

トルコの「危機」(といっても実際には大規模な債務不履行などが起こったのではなく懸念にとどまる)が、他の新興国に伝染する可能性は低いとみている。そもそも、金融危機は“空気感染”するわけではない。地理的にトルコに「近い」ロシアに飛び火する、といった経済危機の伝染の経路は聞いたことがない。実は多くの場合、金融危機は先進国の銀行経由で伝染する恐れがある。つまり、トルコの場合、欧州の銀行の体力などをチェックすることが重要なのだ。

トルコへの海外からの融資のおよそ7割が欧州からで、スペインやイタリアなどの銀行が重要な役割を果たしている。スペインとイタリアは、欧州危機で深刻な打撃を受けたが、大幅に改善している。特にスペインは、経済成長に加えて、銀行の不良債権処理も進んでおり、状況の改善が著しい。イタリアは厳しい財政規律の時期にマイナス成長が続いたが、銀行の不良債権処理は前進している。このような状況下、ECB(欧州中央銀行)の金融システム安定化のツールや能力は大幅に進歩してきた。さらに、トルコから見れば、スペインやイタリアからの資金融通は重要だが、欧州から見ればトルコが大きなシェアを占めているというわけではない。欧州そのものの経済回復と銀行の体力の回復は進んでおり、トルコへの融資が多少不良化しても、金融システムを揺るがすとは考えにくい。

このように考えると、いまのところそうはなっていないのだが、仮にトルコの経済運営の失敗がトルコ国内の銀行システムの揺らぎにつながったとしても、欧州の銀行が資本を守るために、別の新興国の貸しはがしにかかるとは考えにくいので、伝染の可能性は低いと言える。センチメントの伝染は、“空気感染”に似たところがあるが、金融システムの揺らぎ、現実のデフォルトや貸しはがしなどを通じて伝わらない限り、回復は時間の問題となる。トルコに融資する欧州の銀行の株価が収益悪化懸念から下落したが、資本毀損の恐れには至っていない。

## 政治の変化に期待

伝染の恐れは小さいとしても、トルコ自身は結局のところこれからどうしておくべきなのか。長期的に世界投資の観点からみれば、GDP(国内総生産)は世界17位で、世界全体の約1%を占めるトルコへの投資をやめてしまう必要はないが、増やすという判断の根拠を探すのは難しい。約8,000万人の人口を抱え、高い教育水準や官僚組織の能力などが評価されてきた同国は、長い目で見れば世界の成長に貢献することもあるとみている。(数値は2017年時点)

しかし、現時点ではトルコへの投資を増やす根拠は示されていない。インフレの加速にブレーキをかける必要があるが、稼げない需要が多いとすれば、金利の引き上げで過大な需要を減らす必要がある。しかし憲法改正を経て権力を強化したエルドアン大統領は、金利の引き上げは経済に悪いとして、構造改革の方向へと姿勢を変えようとしていない。中央銀行はどうかしてこの問題に対処しようとしているが、政治的なリーダーが適切な方向を向かなければ効果は小さいだろう。米国との「喧嘩」などが取りざたされるが、国内の英知を包摂する政策がもっとも必要とされているのだ。

### 7月以降のトルコに関する主な出来事

7月9日	大統領の娘婿を財務相に起用
8月1日	牧師拘束を巡り、米国がトルコ閣僚に制裁
8月4日	大統領、米制裁への報復表明
8月8日	米・トルコの協議が不調
8月10日	米、トルコから輸入する鉄鋼・アルミへの関税を倍増
8月15日	米製品に報復関税 為替スワップなどの取引量を規制、通貨空売り阻止

(報道などをもとに日興アセットマネジメントが作成)  
※上記内容は一部であり、すべてではありません。

同国のアルバイラク財務相は、財政規律を守り、経常赤字を減らしてインフレを沈静化、経済を安定させるとコメントしている。輸出拡大のための高付加価値産業の成長政策にも言及した(8月10日)。政府支出削減とインフラ投資の見直しによる需要抑制や税制改革による歳入増加といった政策への言及は、インフレとの戦いに有効ではある。このようなコメントは、実際に市場の動きを穏やかにする効果があった。しかし、金利引き上げには言及していない。

向こう12ヵ月間程度の資金調達必要性について、トルコは不足する資金をこれまでの貸し手である欧州から、ロシアや中国に依存しようとするのかもしれない。しかし、(可能であれば)政治的な意志で国内金利の操作などで調整することを許すことが適切だろう。長期的にみれば、大統領が自分のセンスですべてに関与する、気に入らないことを避ける、のではなく、適切な知識を持った中央銀行が「やるべきことをやる」ことができるような変化が起こることを望む。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)