

# リーマンショック後のトルコ —浮かび上がった強みと弱み—

夏目 美詠子 *Mieko Natsume-Ono*

(財)国際貿易投資研究所 客員研究員

## 要約

トルコは2010年第1四半期に中国に次ぐ11.7%の高成長を記録し、リーマンショックからのV字回復を印象付けた。また財政危機に陥った隣国ギリシャとは対照的に、財政・金融部門は健全で、欧州の信用不安にも巻き込まれていない。しかし、リーマンショックによる実体経済への打撃が、トルコほど大きかった国も他にない。その主因は、民間企業の行き過ぎた対外借入依存にある。かつては財政も銀行を通じた対外借入に依存していたが、2000~01年のトルコ金融危機でその手法が破綻し、IMF支援の下で財政・金融構造改革に取り組んだ。民間企業の投資資金が対外借入に依存しているのは、持続的な成長は望めない。依存からの脱却には、貯蓄不足、通貨トルコリラ高、高金利の是正、経常赤字の改善、地下経済の縮小などに、マクロ政策レベルで取り組むことが必要だ。

## はじめに

2008年9月のリーマンショック発生から2年が経過した。2009年にマイナス4.7%の景気後退に沈んだト

ルコも、同年末から順調な回復を遂げ、2010年第1四半期は中国に次ぐ11.7%の高成長となった。しかし、リーマンショックは世界で一斉に需要が収縮する「実需危機」であり、トルコの実体経済が受けた打撃は予

想以上に大きかった。海外からの資金調達に依存した経営を続けていたトルコ企業は、需要の収縮とともに資金繰りにも苦しめられた。ただ幸いなことに、トルコではリーマンショックが金融・財政危機に発展することはなかった。昨秋以降のギリシャ財政危機や欧州の信用不安にも、トルコは巻き込まれていない。

リーマンショックは、トルコ経済の強みと弱みを浮かび上がらせ、同時に「資本流入依存からの脱却」という課題を突きつけた。強みは「強い財政・金融」であり、弱みは「民間企業の対外借入依存」である。トルコは 2000 年末まで海外からの資本流入に依存した財政運営を続けたが、2000～01 年のトルコ金融危機でその手法が破綻、財政・金融部門の構造改革に取り組んだ。その結果実現した「強い財政・金融」がリーマンショックから欧州の信用不安に至る一連の危機の影響を最小限に食い止めた。一方、弱みである「民間企業の対外借入依存」は、構造的な問題である通貨トルコリラ高、高金利、経常赤字、貯蓄不足などが背景にあり、その解決は容易でない。しかし、

2009 年第 1 四半期にマイナス 14.5% と、世界最悪レベルの景気の底を目の当たりにしたトルコの危機感は強い。

本稿では、リーマンショックが実体経済に与えた影響を検証し、リラ高、経常赤字、高失業率、民間企業の対外借入の実態を分析する。続いて、「強い財政・金融」の実現過程として、2001 年以降の財政金融構造改革を振り返るとともに、リーマンショック後の金融・財政措置の実効性を検証し、最後に、「民間企業の対外借入依存からの脱却」の道筋について考えてみたい。

## 1. V 字回復は落ち込みの反動

トルコの 2010 年第 1 四半期(1～3 月)の国内総生産(GDP)は、実質で 11.7% (前年同期比・以下同じ)増加し、中国の 11.9%に次ぐ世界第 2 位の高成長となった。トルコの実質 GDP 成長率は、リーマンショックの影響で、2008 年第 4 四半期にマイナス 7.0%へ落ち込み、5 期連続のマイナス成長となったが、2009 年第 4 四半期に 6.0%のプラスに転じた。

2010年第1四半期に成長を加速させたのは、9.9%増の民間消費（寄与度7.4%P）、22.1%増と13四半期ぶりに二桁増となった民間投資（同3.9%P）および在庫投資（同6.4%P）だった。在庫投資の実額は、2009年第1四半期に過去最大の減少を示したが、景気対策として実施された乗用車、家電製品、家具など耐久消費財の特別消費税引き下げ（18%→8%、2009年4～9月の時限措置）を受けて、第3四半期に大幅な積み増しに転じた。第4四半期以降、在庫残高は減少に転じたものの、耐久消費財の需要回復に合わせ、減少幅が縮小している。一方純輸出は、輸入が輸出を上回って伸びていることから、5.3%Pのマイナス寄与だった。

ただしこの高成長は、前年同期（2009年第1四半期）の成長率が史上最悪のマイナス14.5%に落ち込んだ反動と捉えるべきだろう。前年同期に6.2%のプラス成長を維持した中国とは、経済回復の度合いは大きく異なっている。実際、トルコの2010年第1四半期のGDPを2008年第1四半期と比べると4.5%減で、経済規模はリーマンショック以前に戻

っていない。2009年の成長率はマイナス4.7%で、2001年のマイナス5.7%に次ぐ、戦後2番目に深い景気後退となった。

## 2. 輸出産業を苦しめるリラ高

通貨トルコリラは、2009年に前年比で対ドルが平均19.7%、対ユーロが平均13.4%下落した後、2010年7月までに前年比でそれぞれ1.8%、6.6%上昇した。トルコは2000～01年に、国内銀行間の信用収縮から資本逃避が起きて外貨流動性不足に陥り、国際通貨基金（IMF）に2度の支援を要請した。トルコ金融危機である。2001年に、リラは対ドルで前年比96.5%、対ユーロで90.6%暴落した。その当時に比べれば、今回のリラの為替変動は小さかった。しかし同時に、トルコ金融危機後のような外需主導の回復も不可能だった。リーマンショック後は世界的に需要が収縮したからだ。2000～08年に年平均21.5%の拡大を続けてきたトルコの輸出は、2009年に前年比22.6%減少した。2010年1～5月には前年同期比15.6%増となったが、2008年

同期比だと 20.1%減で、リーマンショック以前の水準には回復していない。

トルコの輸出先は、EU が 46~8%、EU 以外の欧州が 11~2%で、欧州向けが全体の約 6 割を占める。2010 年 1~5 月の欧州向け輸出は 14.8%増だが、今後ギリシャ危機が拡大して欧州経済が低迷すれば、再び落ち込むことも予想される。

トルコ輸出業者会議 (TIM) によれば、主要輸出品である自動車、衣料品、化学品の欧州向け輸出が 2010 年 6 月に入って低迷し始めた<sup>1</sup>。トルコで生産される自動車の 80%は輸出され、その 70%は EU 向けだ。2010 年 1~5 月の自動車輸出は前年同期比 38.9%増だったが、6 月には前年同月比 0.5%減に落ち込んだ。さらに TIM は、2010 年初来の急激な対ドルユーロ安で、多くの輸出企業が苦境に追い込まれていると指摘する。トルコの輸出企業のほとんどが原材料等の調達をドル建て、製品輸出をユーロ建てで行っているため、利益が大幅に縮小して赤字に転落した企業もあるという<sup>2</sup>。

そもそもリラは、トルコ発の金融

危機が起きた 1994 年、2000~01 年を底に、実質実効ベースでは一貫して増価基調にある (図表 1)。経済開発協力機構 (OECD) によれば、トルコは加盟国の中で近年最も通貨上昇が激しい国である<sup>3</sup>。トルコ中央銀行がインフレ抑制を主眼とした高金利政策を維持しているために、金利選好の資金流入が続き、通貨価値を押し上げている。このためトルコ製品の輸出競争力は減退し、輸出企業はコスト削減、生産性向上、製品の高付加価値化に必死の努力を続けてきた。TIM に代表される輸出業界は、こうした状況が長期化すれば、輸出企業の投資余力は枯渇し、雇用の拡大にも貢献できないと訴えている。リラの実質実効レートは、2010 年 7 月に 2008 年初の水準まで増価しており、輸出企業にとってリーマンショックによる為替下落のうまみはほとんどなかった。

### 3. 改善しない高失業と経常赤字

2009 年 2 月に 16.1%まで悪化した失業率は、景気回復に伴って 2010 年 4 月に 12%まで改善した。ただし

若年失業率（15～24歳）は、ここ数年 20%前後から下がる気配がない。2009年2月に28.9%まで悪化した後、2010年4月も21.2%にとどまった。トルコの失業率は、OECD加盟国中でも高く、スペイン、スロバキア、アイルランド、ギリシャとともに10%台に張り付いている。

製造業を中心に、企業は労働生産性の向上とコスト削減に励み、低学歴・未熟練労働者の需要は減っている。しかしこうした労働力は、今後も農業から継続的に放出される見込みで、労働スキルのミスマッチ解消へ向けた政策的取り組みがなければ、高失業率改善は困難な状況だ<sup>4</sup>。高卒未満の労働者が労働力人口全体に占める比率は、2009年時点で63.4%である。

慢性的な経常赤字は、2008年に419億4,600万ドル（GDP比5.7%）に拡大したが、2009年には139億4,300万ドル（GDP比2.3%）へ縮小した。しかし2010年は再び拡大しつつあり、1～5月までに174億3,300万ドルに達している。2010年第1四半期の経常赤字のGDP比は、年率換算<sup>5</sup>で3.4%となった。

経常赤字の趨勢は貿易赤字幅で決まる。リラ高によって、輸出産業は原材料や部品など中間財の多くを輸入で調達するようになっており、「組み立て産業」化している。このため、トルコの輸出と輸入の相関係数は0.989（2000～09年）で、輸出入の連動が極めて大きい。輸入の内訳は、資本財（生産設備・機械等）16～17%、中間財（原材料・部品・燃料等）70%、消費財13～14%で、景気拡大時に生産・輸出を増やすと中間財を中心に輸入が増え、貿易赤字が拡大する。

#### 4. 過去最大の資本流出で倒産激増

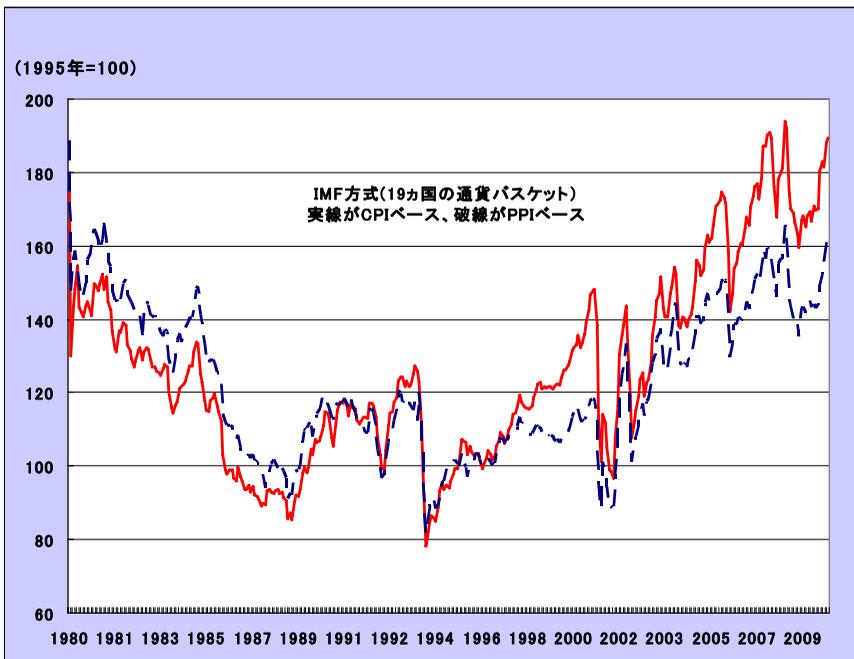
一方資本流入額<sup>6</sup>は、2008年第4四半期と2009年第1四半期にそれぞれ64億2,400万ドル、47億100万ドルのマイナスとなり、トルコ金融危機時をはるかに上回る資本流出が起きた<sup>7</sup>（図表2）。ポートフォリオ投資では、2008年第4四半期から2009年第1四半期にかけて、債券が大量に売却された。2009年第2四半期には株式・債券ともに買い越しに転じたが、ギリシャ危機のあおりを受けて、債券は2009年第4四半期に売り

越しとなった。

民間部門（銀行部門を含む。以下同じ）の海外からの借入額<sup>8</sup>も2008年第4四半期以降はマイナスに転じ、その後も長期借入は回復が見られな

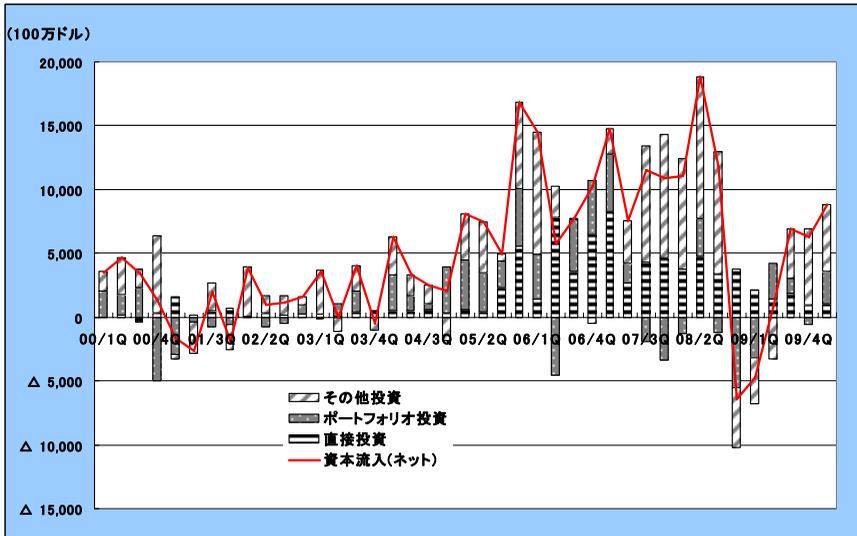
い。「借入額がマイナス」とは、返済が借入を上回っている状態だ。民間部門の対外債務借り換え比率は、2008年の175.8%から、2009年は75.0%まで下がった<sup>9</sup>。

図表1：トルコリラの実質実効為替レート推移



出所：トルコ中央銀行

図表 2 : トルコへの資本流入 (ネット)



出所:トルコ中央銀行

外貨によるファイナンスの枯渇に直面したトルコ企業は、どのように債務を返済したのだろうか。リーマンショックのトルコへの影響を分析した Uygur は、合計 138 億 9,900 万ドルのプラスとなった 2008 年第 4 四半期～2009 年第 2 四半期の誤差脱漏に注目している。同時期の輸出額の 18.5%に相当する巨額の資本流入には、債務返済に窮したトルコ企業による海外資産の移転が相当程度含まれているのではないか、というの

だ<sup>10</sup>。一方中銀は、2009 年 6 月の「通貨価値保護に関する法令第 32 号」の改正が、銀行以外の民間部門の外貨繰りを助けたと見ている。同法改正により、国内銀行はあらゆる企業に対して、外貨建て資産を担保とする外貨建て融資が可能となった。改正以前は融資先が輸出企業に限られ、外貨収入のない企業が外貨建て融資を受けたい場合、海外の銀行か国内銀行海外支店に頼るしかなかった。中銀によれば、2009 年 8 月以降、国

内銀行による企業向け外貨建て融資が大きく伸びており、銀行以外の民間部門の対外債務借り換え比率は実質 100%を超えたという<sup>11)</sup>。なお、銀行部門の対外借入は、2010年4月に長・短期ともプラスに転じている。

世界銀行が中東欧5カ国とトルコ企業を対象にリーマンショックの影響を測った調査では、多くの企業が内部留保の取り崩し、債務の延滞・再編などで経営苦境を乗り切ろうとしている。そのなかでも、倒産に至った企業の比率が一番高かったのがトルコである<sup>12)</sup>。トルコ統計機構(TURKSTAT)によると、2009年の倒産件数は1万395件で、前年の9,578件を大きく上回った。倒産件数が1万件を超えたのは、統計発表が開始された1985年以来初めてで経済の傷みは大きかった。

2005～07年の3年間、トルコには経常赤字を賄って余りある資本流入が続いた。この間の資本流入額はGDP比で7%前後に達した。しかし、ひとたびリスクが高まると資本流入は止まり、多くの民間企業が債務返済に窮し、経済活動は停滞する。海外からの資本流入に依存した経済の

脆弱性を、トルコはリーマンショックで再び思い知らされたのである。

## 5. 危機拡大を防いだ「強い財政・金融」

その一方で、トルコにとってリーマンショックは、内外ほぼ同時に需要が収縮する「実需危機」に留まり、「財政・金融危機」に発展することはなかった。危機の拡大を食い止めたのは、2000～01年のトルコ金融危機後、国際通貨基金(IMF)とのスタンドバイ取極に基づく財政・金融構造改革で実現した「強い財政・金融」だった。

財務庁によれば、EU基準で算出したトルコの2009年政府債務残高のGDP比は45.5%で、EU主要国やPIIGS<sup>13)</sup>と呼ばれる財政不安を抱えた国々を大きく下回っている(図表3)。財政赤字は、2005年以降ユーロ導入に必要なマーストリヒト基準(単年度の財政赤字額がGDP比3%以下)を満たす水準まで低下した(図表5)。

2009年末時点で、銀行部門の自己資本比率は20.5%と、BIS基準の8%

を大きく上回っており、不良債権比率は5.3%、貸倒引当率は83.5%が維持された。また銀行部門の自己資本利益率（ROE）は20.2%と、先進国や他の新興国と比べて非常に高い水準にある<sup>14</sup>（図表4）。

このように、ギリシャ危機後に鮮明になったトルコ経済の比較優位性

について、ドイツの日刊紙Die Weltは、「トルコは、2050年までに最も裕福なEU加盟国を超えるかもしれない」<sup>15</sup>と書き、ニューヨークタイムズは、「トルコのEU加盟を必要としているのは、トルコ自身ではなくEUではないか？」<sup>16</sup>と問いかけた。

図表3：一般政府債務残高の比較（EU基準による算出・2009年末）

	GDP比(%)				
	2005	2006	2007	2008	2009
EU加盟27カ国平均	62.7	61.4	58.8	61.6	73.6
ユーロ圏16カ国平均	70.1	68.3	66.0	69.4	78.7
イタリア	105.8	106.5	103.5	106.1	115.8
ギリシャ	100.0	97.8	95.7	99.2	115.1
ベルギー	92.1	88.1	84.2	89.8	96.7
ハンガリー	61.8	65.6	65.9	72.9	78.3
フランス	66.4	63.7	63.8	67.5	77.6
ポルトガル	63.6	64.7	63.6	66.3	76.8
ドイツ	68.0	67.6	65.0	66.0	73.2
マルタ	70.2	63.7	61.9	63.7	69.1
英国	42.2	43.5	44.7	52.0	68.1
オーストリア	63.9	62.2	59.5	62.6	66.5
アイルランド	27.6	24.9	25.0	43.9	64.0
オランダ	51.8	47.4	45.5	58.2	60.9
キプロス	69.1	64.6	58.3	48.4	56.2
スペイン	43.0	39.6	36.2	39.7	53.2
ポーランド	47.1	47.7	45.0	47.2	51.0
トルコ	52.3	46.1	39.4	39.5	45.5

出所：Eurostat、トルコ財務庁

図表4：トルコの銀行部門の健全性を示す指標

(単位：%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
自己資本比率(CAR)	9,3	20,8	25,3	30,9	28,2	23,7	21,9	18,9	18,0	20,5
預金に対する貸出の比率	54,1	34,4	35,5	42,6	52,0	62,2	71,2	80,0	80,8	76,3
貸出に占める個人向け 貸出の比率	14,5	6,3	4,5	9,7	12,8	18,8	21,7	23,8	22,6	33,3
不良債権比率	11,1	25,2	17,6	11,5	6,0	4,8	3,8	3,5	3,7	5,3
総資産に占める外貨建て 資産比率	43,4	43,2	38,0	36,2	31,3	33,1	28,3	30,3	27,1	26,7
総負債に占める外貨建て 負債比率	46,5	53,2	50,4	43,3	40,1	35,9	37,8	33,5	34,9	31,6
総資本経常利益率(ROA)	-3,0	-6,1	1,4	2,5	2,3	1,7	2,5	2,8	2,0	2,6
自己資本利益率(ROE)	-43,7	-57,5	11,2	18,1	15,8	12,1	21,0	24,8	18,3	20,2

出所：銀行規制監視機構(BRSA)

図表5：中央政府予算実績

GDP比(%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
歳出	30.8	36.2	34.1	31.1	27.2	24.6	23.5	24.2	23.9	28.0
利払いを除く 歳出	18.6	19.1	19.4	18.2	17.1	17.6	17.4	18.4	18.6	22.4
人件費	5.8	6.1	6.3	6.3	6.0	5.8	5.7	5.9	5.8	6.7
物品・サービス 購入	2.7	2.8	3.0	2.6	2.4	2.3	2.5	2.6	2.6	3.1
経常移転	7.6	7.5	7.3	6.9	6.5	7.1	6.6	7.5	7.4	9.6
投資支出	1.7	1.9	2.2	1.7	1.5	1.6	1.6	1.5	1.9	2.1
投資移転	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.5
政府貸付	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.5	0.5	0.6
利払い	12.3	17.1	14.8	12.9	10.1	7.0	6.1	5.8	5.3	5.6
歳入	22.9	24.3	22.7	22.2	22.0	23.5	22.9	22.6	22.1	22.5
一般歳入	22.5	23.8	22.1	21.6	21.4	23.0	22.2	21.9	21.4	21.9
税収	17.7	18.2	17.2	18.1	18.0	18.4	18.1	18.1	17.7	18.1
税収以外の収入	4.7	5.6	4.9	3.5	3.5	4.5	4.1	3.2	2.4	△4.7
予算基金・ 監督機関収入	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
財政収支	△7.9	△11.9	△11.5	△8.8	△5.2	△1.1	△0.6	△1.6	△1.8	△5.5
利払いを除く財政 収支	4.4	5.2	3.3	4.0	4.9	6.0	5.4	4.2	3.5	0.1

出所：財務省 Public accounts Bulletin

## 6. 国債買い支えで銀行が負った リスク

しかし 10 年前のトルコは、現在のギリシャ<sup>17</sup>と変わらない財政状況にあった。ここで、2000～01 年のトルコ金融危機後に実施された財政・金融構造改革を振り返っておこう。

トルコ金融危機は、国内銀行間の信用収縮が契機とはなったものの、問題の源泉は銀行部門を介した財政の対外借入依存にあった。1989 年の資本取引規制撤廃で、海外からの資金調達が可能になった国内銀行は、低利で調達した外貨資金や、1984 年に解禁された居住者による外貨預金<sup>18</sup>を原資に高利回りの国債を購入した。1999 年末、民間商業銀行部門の総資産に占める国債の比率は、貸出金を上回り、国債利息は貸出金利息を上回る収益の柱となっていた<sup>19</sup>。

しかし同時に、政府の対外借入を肩代わりすることで、銀行は大きなリスクを背負い込んだ。まず、調達資金の借入期間や預金の満期<sup>20</sup>は国債償還期限より短く、運用・調達のミスマッチがあった。また 2000 年 1 月から IMF との取極に基づき実施さ

れていた「インフレ抑制プログラム」で、クローリングベッグ制（リラの段階的切り下げ）が採用されていたことから、銀行の為替リスクへの対応は甘く、外貨エクスポージャーが拡大した。

危機発生の直接の契機は、2000 年 10 月末の中堅銀行 Demirbank に対するインターバンク市場での貸し渋りだった。Demirbank は資産に占める国債保有比率が 60%を超えており、債務不履行を懸念した他行が融資を拒否、資金繰りに窮した Demirbank は保有国債の売却を始めた<sup>21</sup>。国債金利の上昇を受けて、国債を担保にした銀行間の外貨融資の「損切り条項」が発動、一斉に国債が売却されるとともに外貨需要が急増、中銀の外貨準備高が急減した。12 月初めに IMF が補助準備制度（SRF）から 75 億ドルの緊急支援を発表し、事態はいったん沈静化したが、2001 年 2 月 19 日に大統領と首相の口論が政治危機に発展、政権崩壊と「インフレ抑制プログラム」の頓挫、それに続く通貨切り下げを恐れた銀行が一斉にドル買いに走り、再び金利は暴騰、外貨準備は激減し、中銀は 2 月 22 日に

変動相場制への移行を余儀なくされた。銀行システムの機能停止と金利暴騰で、国債は借り換え不能となった。

危機発生を受けて IMF および世銀は、2000 年から実施していた金融支援を増額、トルコ国債のデフォルトは回避された。破綻した民間銀行は預金保険基金 (SDIF) に接收され、政府に対する巨額の不良債権を抱えていた国営銀行とともに公的資金の注入を受けた。こうした銀行の退場によって、異常に高騰していた市場金利は下がり始めた。さらに財務庁は、銀行保有の短期リラ建て国債を外貨建て長期国債に転換する措置を実施、銀行部門の外貨エクスポージャー圧縮を図った。また、銀行の抱える不良債権<sup>22</sup>をバランスシートから切り離して、2002 年設立の債権管理機構に移管、債権回収を図るとともに、再生可能な企業の支援を行った (イスタンブール・アプローチ:2002~5 年に実施)。財務庁と中銀から銀行部門の監督権限を移管された銀行規制監督機構 (BRSA) は、2002 年に自己資本比率の 8%への増強を義務付けた (2006 年 11 月に 12%へ引き上げ) ほか、外

貨エクスポージャー規制も導入した。SDIF の管理下に入った 21 行は、債務支払いを保証した上で、統合、売却、清算された<sup>23</sup>。1999 年に 81 行だった銀行数は、2010 年までに 49 行へ減った。BRSA によれば、金融危機後の銀行システム再建コストは 536 億ドルで、2001 年の GDP の約 3 分の 1 に上った<sup>24</sup>。2001 年 4 月の中銀法改正で中銀は独立性を保証され、金融行政における財務庁、中銀、BRSA の役割分担が明確になった。

## 7. プライマリー黒字達成で信認回復

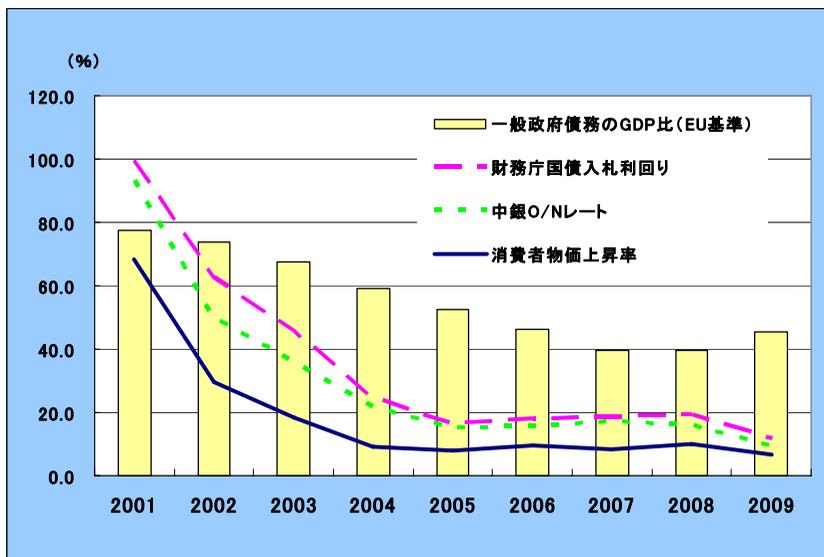
金融危機後の財政再建は、IMF との協議で設定された基礎的財政黒字 (プライマリー黒字) の達成を通じて進められた。公的部門<sup>25</sup>のプライマリー黒字の目標値は 2001 年が GDP 比 4.1%、2002~07 年が 5%<sup>26</sup>に定められたが、トルコ政府は概ね目標を達成、財政再建策は市場の信認を獲得した (図表 5)。目標達成を可能にしたのは、安定した税収確保と国債利払いの減少だった。トルコの税構造は、直接税 3 割、間接税 7

割で、間接税への依存が大きい<sup>27</sup>が、2002年から導入された特別消費税が最大の税源として定着した。特別消費税は、ガソリンやタバコのほか、自動車や耐久消費財に課されており、2002年以降の消費拡大で税収が増加した。一方、歳出面では人件費と公共投資の抑制が図られたものの、一般歳出はさほど減少せず、歳出圧縮に最も貢献したのは、国債利回りの低下だった(図表5、6)。財務庁は、財政再建と歩調を合わせて政府債務の構造転換を図り、外貨建てお

よび変動利回り債をリラ建て・長期・固定利回り債へ切り替えていった。

財政状況の改善とともに、2002年以降海外からの資金流入が拡大してリラが増価に転じて輸入物価が下落、インフレ率が低下した。2001年に68.5%だった消費者物価上昇率は、2003~07年に8~9%に低下、2008年は10.1%、2009年は6.5%だった(すべて前年末比)。2002~07年にトルコは年平均6.8%の高成長を遂げた。

図表6：政府債務残高と金利・インフレ率の推移



出所:トルコ財務庁・トルコ統計機構(TUIK)

注:政府債務残高はGDP比

## 8. 政府は金融危機回避に全力を傾注

リーマンショックに際し、金融危機の再発を何よりも恐れる金融当局の対応は早かった。中銀は 2008 年 10 月から 2009 年 4 月にかけて外貨流動性の確保に乗り出し、2002 年以来停止していたインターバンク市場の外貨資金貸借取引への仲介再開、外貨取引限度額の引き上げ（54 億ドル→108 億ドル）、貸借期間の延長（1 週間→1 ヶ月）、貸出金利の引き下げ（米ドル：10%→5.5%）、外貨預金準備率の引き下げ（11%→9%・25 億ドルを市場放出）を順次行ったほか、2008 年 10 月と 2009 年 3 月に外貨売りオークションを行って、総額 10 億ドルを市場に供給した。同時に、輸出再割引手形の引受枠を 2 回にわたって引き上げ、輸出企業の外貨繰りを助けた。レボ取引を通じてトルコリラの流動性供給も行い、2009 年 10 月にはリラの預金準備率を引き下げて 33 億リラを市場に供給した。

さらに中銀は、2008 年 10 月以降、計 15 回にわたって政策金利を引き下げた。2008 年 10 月に、それぞれ

16.75%、20.25%だった中銀翌日物借入、貸出金利は、2009 年末にそれぞれ 6.5%、9%に引き下げられ、2010 年 7 月時点でもそのまま据え置かれており、政策金利は共和国史上前例のない水準まで低下した。

BRSA は、全銀行に対し 2008 年 2 月に貸倒引当率の引き上げを指示、10 月には自己資本の減少を防ぐため、株主配当は BRSA から許可を得るよう通達した<sup>28</sup>。

しかし、銀行システムの安定と危機再発防止を最優先する金融当局の意向を見透かすように、資金繰りに窮する企業への貸し渋り、貸しはがしが多発した<sup>29</sup>。

一方、実体経済への影響を緩和する財政措置の発動は遅かった。トルコは、財政・金融を経由せずに実体経済を直撃する危機を経験したことがなく、その深刻さを把握するのに手間取ったこと、2008 年 5 月まで IMF スタンドバイ取極が継続中で、大規模な財政出動は難しかったことなどから、景気刺激策の発表は 2009 年 3 月以降にずれ込み、付加価値税・特別消費税の時限付減税や国による短期雇用の創出などにとどまっ

た。それでも、一連の景気刺激策のコストは GDP 比で 2008 年 0.8%、2009 年 2.1%、2010 年 1.6%に上る見込みで、2009 年の財政収支は大きく悪化した(図表 5)。国家計画庁(SPO)は「2010～12 年中期計画」で、2010 年、2011 年に GDP 比でそれぞれ 0.8%、0.2%のプライマリー赤字を見込んでおり、黒字転換は 2012 年の予定だ。

政府は IMF とのスタンドバイ取極が 2008 年 5 月に終了した後も、融資再開に向けた交渉継続の姿勢を取り続けた。支援は要請しないが、IMF の関与は確保する一種の危機対策だったという<sup>30</sup>。そして経済が回復軌道に乗った 2010 年 3 月に、エルドアン首相は交渉の打ち切りを宣言した。トルコが IMF の支援なしにリーマンショックを乗り切ったことへの評価は高く、格付け会社 4 社 (Fitch、Moody's、Standard & Poor's、JCR) が相次いでトルコ国債の格付けを引き上げた。

## 9. 克服すべき次の課題：

### 民間企業の対外借入依存脱却

自国発の金融危機から力強くよみがえり、リーマンショックから欧州の信用不安へと様相を変えつつある世界金融危機からも、トルコ経済は順調に回復しているように見える。しかし多くのトルコ人エコノミストは、景気回復の速さよりも、むしろ落ち込みの激しさを問題視している。先進国および新興国の中で、2009 年第 1 四半期にマイナス 14.5%まで成長が落ち込んだ国は他にない<sup>31</sup>。財政・金融の傷みがほとんどなかったのに、これほど激しく景気が後退したのは何故だろうか。財政的な制約から包括的な景気刺激策の実施が困難だったこと、自動車や電気機器など主要輸出品の EU 市場への依存が大きく、EU 経済の不振がまともに影響したこと、2007 年にはすでに民間投資に減速の兆しがあったことなどが指摘されている。しかし最大の原因は、成長のエンジンである民間投資が対外借入に過度に依存していることだろう。

トルコの対外債務の構造を見ると(図表 7)、2009 年末の対外債務残高(グロス)は 2,681 億 9,400 万ドル(GDP 比 43.5%)で、短期債務と長

期債務の比率はそれぞれ 17.5%、82.5%である。短期債務の借り手は公的部門が 10.1%、民間部門が 89.9%、長期債務は公的部門が 39.6%、民間部門が 60.4%である。民間部門の対外債務残高の GDP 比は 27.8%に上る。民間非金融部門の長期債務の借入先は、外国銀行 48.2%に対し、国内銀行の海外支店

が 35.6%だった<sup>32</sup>。

中銀による民間非金融部門の外貨建て資産と負債の試算では、上記の対外債務に加えて、国内金融機関からの外貨建て借入も計上されるため、2009 年末時点で 763 億 7,500 万ドルの借入超 (GDP 比 12.4%) で<sup>33</sup>、中銀外貨準備高 (グロス) に対する比率は 108.0%に達した。

図表 7 : 対外債務の部門別・借入期間別内訳

(単位: 100 万ドル、%)

	対外債務残高 (グロス)	公的部門	民間部門	金融部門	非金融部門
2009Q4	268,194	96,722	171,472	57,856	113,616
シェア	100.0	36.1	63.9	21.6	42.4
GDP 比	43.5	15.7	27.8	9.4	18.4
	長期債務	公的部門	民間部門	金融部門	非金融部門
2009Q4	218,617	91,348	127,269	35,438	91,831
シェア	82.5	39.6	60.4	16.9	43.5
GDP 比	35.5	14.8	20.6	5.7	14.9
	短期債務	公的部門	民間部門	金融部門	非金融部門
2009Q4	49,577	5,374	44,203	22,418	21,785
シェア	17.5	10.1	89.9	43.9	46.0
GDP 比	8.0	0.9	7.2	3.6	3.5

出所: 財務庁

注: 公的部門には中央銀行を含む。金融部門は銀行部門とその他金融部門。

民間企業が、ここまで対外借入に依存する理由は2つある。国内の貯蓄不足と高金利である。

SPOによれば、2006年の国内貯蓄率は16.9%<sup>34</sup>で、概ね20%前後のOECD加盟国と比して高いとはいえない<sup>35</sup>。その貯蓄も、国内で十分活用されていないのが現状だ。2009年末の銀行部門の預貸率は76.3%に留まっており、融資拡大の余地はまだ十分にある。融資先の内訳は、大企業45.8%、中小企業21.4%、消費者32.9%で、近年消費者向けローンの伸びが著しい(図表4)。最も融資を必要としているのは中小企業だが、税や社会保険の負担を逃れるために未登記だったり、情報公開に問題があったりするため、融資先としての認定をなかなか得ることができない。地下経済(Unregistered Economy)の存在が金融機能の拡大を阻害し、貯蓄から投資への資金の流れが滞っているのだ。

また、非上場企業の間では節税目的の逆粉飾決算が多いといわれ、財務内容が不透明なことから、社債の発行はほとんど行われていない。イスタンブール証券取引所には、2010

年6月現在340社が上場しているが、同族経営の財閥企業が株式の一部を公開しているケースがほとんどだ<sup>36</sup>。資本市場に厚みが乏しいために、企業の資金調達手段は極めて限定され、貯蓄主体である家計の資産運用の選択肢も少ない。

同時に、トルコの実質金利は10~12%と、ブラジルと並んで世界でも高い水準にあり<sup>37</sup>、投資資金は海外から調達した方が、はるかに低コストで済む。

UNCTADによれば、中所得国が持続的な高成長を続けるためには、投資(固定資本形成)をGDP比25%以上に保つことが重要だという<sup>38</sup>。1950年以降のSPOのデータでは、1976~7年、1988年、1995~6年を除き、投資がGNP比25%を超えたことはない<sup>39</sup>。

トルコ人エコノミストのRodrikによれば、資本流入によって通貨が増価すると、貿易財の価格競争力が失われ、貿易財生産への投資意欲が下がるという<sup>40</sup>。しかし、トルコは為替上昇の激しい国としては製造業投資が活発な方で<sup>41</sup>、製品の高付加価値化にも成功している。OECDとト

ルコ中銀の調査によれば、多くの輸出企業が2002年以降、従来よりも上方に製品価格帯を設定することができるようになった。競争力の向上には、実質賃金の伸びを上回る労働生産性の上昇があったという<sup>42</sup>。厳しいリラ高の中でも企業は設備投資を怠らず、競争力と生産性の向上に努めている。外資による対内直接投資も2002年以降拡大しており、2007年の投資額は191億3,700万ドルに達した。ただし、2002～9年の対内直接投資の73.8%はサービス部門への投資で、金融(43.1%)や運輸・通信(17.9%)の企業買収へ向かい、雇用や輸出増への貢献は少なかった。

2002年以来27四半期連続の高成長は、民間投資と消費の拡大によるものだ。それでも投資は、将来の持続的成長を担保するレベルに達していない。しかも投資資金の大部分は、海外からの流入資本だった。トルコはもうこれ以上、こうした成長パターンを続けることはできない。Rodrikは、貯蓄を増やし、金融機能を拡大し、貯蓄投資ギャップを縮小することでリラ高を是正し、金利を低めに誘導し、投資拡大を促すべき

だと主張する<sup>43</sup>。同時に、一定の資本取引規制の導入も検討すべきだと提案している。どれひとつとして短期間に実現できるものはないが、過去10年で財政・金融を立て直したトルコの次なる課題は、リーマンショック後の打撃から自助努力で這い上がろうとする産業界に、マクロ政策レベルで力強い支援を行うことではないだろうか。

#### 【参考文献】

- Akyüz, Yılmaz, and Korkut Boratav. 2003. "The Making of the Turkish Financial Crisis." *World Development* 31 (9) : 1549-1566.
- Banking Regulation and Supervision Agency. 2009. *From Crisis to Financial Stability (Turkey Experience)*, Ankara: BRSA
- Central Bank of the Republic of Turkey. 2003. *Banking Sector and Turkey's 2000-01 Financial Crisis*, Ankara: CBRT.
- \_\_. 2009. *Financial Stability Report, Vol.9*, Ankara: CBRT.
- \_\_. 2010. *Finansal İstikrar Raporu Vol.10*, Ankara: CBRT.
- \_\_. 2009. *Balance of Payments Report 2009-IV*, Ankara: CBRT

- \_\_\_\_\_. 2010. *Ödemeler Dengesi Raporu 2010-I*, Ankara: CBRT.
- Demir, Fırat. 2009. "Turkish post-crisis development experience from a comparative perspective. Structural break or business as usual?" In *Turkey and the Global Economy: Neo-Liberal Restructuring and Integration in the Post-Crisis Era*, eds. Z. Öniş and F. Şenses. London: Routledge, 11-33.
- Ersel, Hasan. 2009. "Turkish public finance in the post-crisis era." In *op. cit.*, eds. Z. Öniş and F. Şenses. London: Routledge, 34-49.
- \_\_\_\_\_. and Fatih Özatay. 2007. *Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Turkey*, Ankara: TEPAV.
- Kannan, Prakash. 2008. *Perspectives on High Real Interest Rates in Turkey*, Washington DC: IMF (International Monetary Fund).
- IMF (International Monetary Fund). 2009. *Global Financial Stability Report: Managing the Financial Challenges Ahead*, Washington DC: IMF.
- OECD (Organization for Economic Co-operation and Development). 2008. *OECD Economic Surveys Turkey*, Paris: OECD.
- Öniş, Ziya, and Ali Burak Güven. 2010. "Global Crisis, National Responses: The Political Economy of Turkish Exceptionalism." *Tüsiad-Koç University Research Forum Working Paper 1013*, Istanbul: Koç University.
- \_\_\_\_\_. and F. Şenses eds. 2009. *Turkey and the Global Economy: Neo-Liberal Restructuring and Integration in the Post-Crisis Era*. London: Routledge.
- Rodrik, Dani. 2009. "The Turkish Economy After the Crisis," *Turkish Economic Association (TEK) Discussion Paper 2009/9*: Istanbul, TEK.
- \_\_\_\_\_. and Arvind Subramanian. 2009. "Why Did Globalization Disappoint?" *IMF Staff Papers Vol.54, No.1*, 112-138.
- Undersecretariat of State Planning Organization. 2007. *Pre-Accession Economic Programme 2007*, Ankara: SPO.
- \_\_\_\_\_. 2009. *Medium Term Programme (2010-2012)*, Ankara: SPO.
- Uygur, Ercan. 2010. "The Global Crisis and the Turkish Economy." *Turkish Economic Association (TEK) Discussion Paper 2010/3*: Istanbul, TEK.
- UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development). 2003. *Trade and Development Report*, New York: UNCTAD

Van Rijckeghem, Caroline and Murat Üçer. 2009. The Evolution and Determinants of the Turkish Private Saving Rate: What Lessons for Policy? Tüsiad-Koç University Economic Research Forum Research Report Series No.9-01, Istanbul: Koç University.

World Bank. 2006. Turkey: Public Expenditure Review, Washington DC: World Bank.

\_\_\_\_\_. 2009. How Are Firms in Eastern and Central Europe Reacting to the Financial Crisis? Washington DC: World Bank.

夏目美詠子. 2001. “トルコの経済構造改革が目指すもの.” 現代中東研究, Vol.5, No.2, 東京. (財) 中東経済研究所.

注

- 1 トルコ輸出業者会議 (TİM) は会員企業の輸出実績を集計して、毎月独自の輸出統計を発表している。  
(<http://www.tim.org.tr/>)
- 2 TİM の 2010 年 6 月輸出統計発表時のビュックエクシ TİM 会頭の談話。  
“İhracat arttı ama alarm zilleri çalıyor” (輸出は増えたが、警鐘が鳴っている)
- 3 OECD (2008), p35.
- 4 op. cit., pp140-142.
- 5 当該四半期以前のデータを 4 四半期積

み上げる形で算出。

- 6 資本流入額=直接投資+ポートフォリオ投資+その他投資 (すべてネット)
- 7 トルコ金融危機時の四半期ベースの資本流入 (ネット) は、2000 年第 4 四半期から 2001 年第 1 四半期まで順に、13 億 6,900 万ドル、マイナス 16 億 9,000 万ドル、マイナス 26 億 8,000 万ドル、19 億 3,000 万ドル、マイナス 18 億 8,700 万ドルで、その後リーマンショック発生まで、大規模な資本流出は起きていない。
- 8 資本収支のその他投資の民間部門による借入額。民間部門には銀行部門を含む。貿易信用は除外。
- 9 CBRT (2009), p21.
- 10 Uygur (2010), p18.
- 11 CBRT (2010), pp11-12.
- 12 中東欧の対象国は、ブルガリア、ハンガリー、ラトビア、リトアニア、ルーマニア。World Bank (2009), p7.
- 13 ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペインを指す。
- 14 2009 年のトルコの銀行部門の ROE を、いくつかの先進国および新興国と比較すると、トルコ 25.1%に対して、チェコ 23.4%、インドネシア 17.4%、ブラジル 11.6%、カナダ 9.5%、ロシア 3.6%、米国 2.3%などである。IMF (2009) .

- 15 “Darum lächeln die Türken über die EU-Finanzkrise” (つまりトルコは、EUの財政危機を笑っている) , *Die Welt*, 06 May 2010.
- 16 “Turning East, Turkey Asserts Economic Power,” *The New York Times*, 5 July 2010.
- 17 2009 年のギリシャの財政赤字は、GDP 比 13.6%、政府債務残高は 115.1%。  
出所：Eurostat  
([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/2-22042010-BP/EN/2-22042010-BP-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-22042010-BP/EN/2-22042010-BP-EN.PDF))
- 18 銀行部門の預金残高に占める外貨預金の比率は 2000 年末で 47.4%。  
出所：BRSA  
([http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Istatistiki\\_Veriler/Istatistiki\\_Veriler.aspx](http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Istatistiki_Veriler/Istatistiki_Veriler.aspx))
- 19 CBRT (2003), p17.
- 20 国内外貨預金の満期は 1~3 ヶ月が最も多く、2000 年末で全体の 65.1%を占めた。出所：BRSA
- 21 2000 年に開始された「インフレ抑制プログラム」では、中銀が国内純資産 (net domestic assets : NDA) に上限目標を設定、ベースマネーの供給を、原則的に対外純資産の増加によって行うことにしていた。つまり中銀は、外貨を買いリラを売る場合しかリラの流動性供給がで  
きず、Demirbank に対して「最後の貸し手」としての役割を放棄することになった。
- 22 不良債権が銀行部門総資産に占める比率は、2001 年時点で 25.2%。  
出所：BRSA
- 23 Demirbank は 2000 年 12 月に SDIF に接收され、2001 年 10 月に HSBC に売却された。
- 24 BRSA (2009), p25.
- 25 公的部門とは、中央政府に加え、地方政府、銀行を除く国営企業、社会保険基金、失業保険基金を含む。
- 26 Uygur(2010), p30. 2008 年に TURKSTAT が GDP 額の算出基準を改訂し、GDP 額が上方修正された。2001 年当初のプライマリー黒字の目標値は、公的部門が 2001 年 5.5%、2002~07 年 6.5%。中央政府は 2001~07 年 5%。
- 27 トルコは OECD 諸国のなかで最も間接税への依存度が高い。  
World Bank (2006), p45.
- 28 BRSA (2009), p32.
- 29 Oniş and Güven (2010), pp14-16. Uygur (2010), p23.
- 30 Oniş and Güven 2010, p6
- 31 Eurostat, OECD によれば、2009 年第 1 四半期に 2 桁のマイナス成長となった

- のは、エストニア、リトアニア、ラトビアだが、いずれも 14.5%以下。
- 32 その他の借入先は、ノンバンク、非金融企業。
- 33 Foreign Exchange Assets and Liabilities of Non-Financial Companies, March 2010. CBRT.  
(<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eng/>)
- 34 SPO. (2007), p17
- 35 トルコの貯蓄率は SPO のみが算出しており、「貯蓄＝総固定資本形成（投資）＋経常収支」で算出。一方、OECD は、国全体の貯蓄を国民可処分所得で割った国民貯蓄率で、算出方法が異なるため、単純に比較はできない。
- 36 OECD (2008), pp153-160.
- 37 Kannan (2008), p2
- 38 UNCTAD (2003), p61.
- 39 出所 : SPO ( <http://www.dpt.gov.tr> ) ,  
Ekonomik Sosyal Göstergeler, 2.Bölüm:  
Yatırım ve Tasarruf, TabloII-3 (Yurt İçi  
Tasarruflar ve Sabit Sermaye Yatırımlarının  
GSMH İçindeki Payı)
- 40 Rodrik and Subramanian (2009), p115.
- 41 製造業投資が全体に占める比率は、2000年に 19.4%だったが、2008年には 46.3%に増加した。出所 : SPO
- 42 OECD (2009), pp36-38
- 43 Rodrik and Subramanian (2009), p124.