

2018年8月16日 全4頁

# 「トルコ危機」をめぐる一考察

本当の禁じ手は利上げか資本規制か

経済調査部長  
児玉 卓

## [要約]

- 「トルコ危機」は長期化必至のようにみえる。通貨の下落を起点として、実体経済のハードランディングに進んでいく懸念がある。金利引き上げを忌み嫌うエルドアン大統領が中央銀行の独立性をあからさまに蔑ろにしていることも問題だが、金利引き上げに代わる通貨防衛策として、資本移動規制を志向することはきわめて危険である。
- 資本規制は、基本的に海外に資本が逃げる道を封じることが目的としたものだが、逃げ道がないかもしれないと感じた外国資本は、そもそもトルコに入ってこなくなる。恒常的な経常赤字国トルコが如何にそれをファイナンスするかという問題が、資本規制によって深刻化するのである。起こり得ることは、高騰したリスクプレミアムを相殺するに足る大幅なトルコ・リラの下落、そうでなければトルコが海外からの資本流入を必要としない経済になることである。つまり、経常収支の赤字を解消するのである。それこそが、実体経済ハードランディングの道である。アジア通貨危機下のマレーシアは、その格好のレッスンを提供している。

## 政治が壊したリラ相場

「トルコ危機」は長期化必至のように見える。通貨の下落を起点として、実体経済のハードランディングに進んでいく懸念が強いのである。

トルコ・リラ下落のそもそもの始まりは、米国の継続的な利上げをはじめとする「外部環境」の変調にあった。グローバル金融市場が、この変調の影響を受けやすい国の探索に乗り出し、恒常的な経常収支の赤字を抱え、インフレ率も高いトルコが狙われたのである。ただし、為替レート下落を暴落の域に移行させたのは同国の政治であった。対米関係のこじれもあろうが、決定的だったのはエルドアン大統領が中央銀行の独立性をあからさまに蔑ろにし、通貨が下落するさなかにあつて、政策金利引き上げを禁じ手としたことであろう。これが図らずも世界の投機家に大集合をかける効果を持ってしまったということだ。この状況を抜本的に変えるには、金融市場が「トルコ政府・中央銀行には正しい経済政策を採用する意思と能力がある」と信じることが必要であるが、それは容易なことだろうか。

## 資本規制がもたらすもの

金利引き上げに代わるリラ防衛策としてトルコ政府が志向しているとみられるのが資本移動規制である。実際、8月15日にはスワップ規制が強化され、それがトルコ・リラの反騰を呼んだとされている。しかし、スワップ規制を含む資本規制に、恒久的な効果も見込むことは難しい。仮に可能であったとしても、それは実体経済に大きな負荷を与える恐れがある。

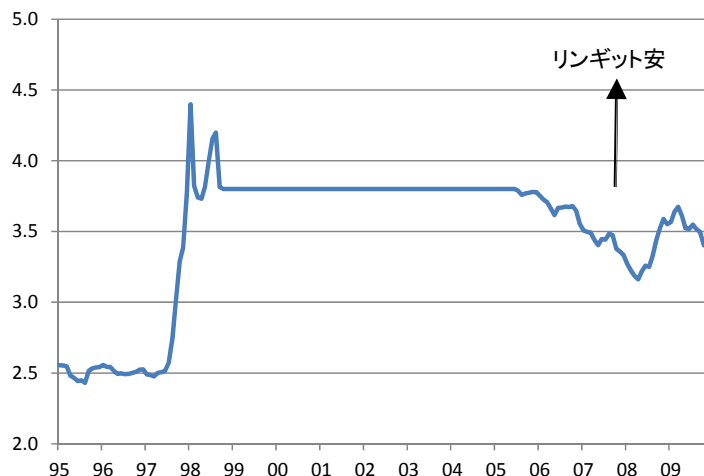
それは一つに、トルコが恒常的な経常収支赤字国だからである。赤字は当たり前だが海外からの資本流入でファイナンスされる。資本規制は、基本的に海外に資本が逃げる道を封じることが目的としたものだが、逃げ道がないかもしれないと感じた外国資本は、そもそもトルコに入ってこなくなる。その結果起こることは、一義的にはトルコ・リラの下落圧力の一段の増幅である。トルコにカネを投じるに当たって外国人投資家が要求するリスクプレミアムの高騰を相殺するだけ、トルコ・リラが安くならなくてはならないからだ。もう一つ、起こり得ることがある。それは、トルコが海外からの資本流入を必要としない経済になることである。つまり、経常収支の赤字を解消するのである。しかしそれは、実体経済ハードランディングの道に他ならない。

## アジア通貨危機下のマレーシア

かつてのマレーシアが、その格好なレッスンを提供している。1997年のタイ・バーツの暴落に始まるアジア通貨危機は、国による濃淡はあれアジア全域を巻き込み、後にはブラジル、ロシアなどにも波及していく。タイ、インドネシア、韓国などがIMFによる支援の受け入れを余儀なくされる一方で、「IMFによる内政干渉は植民地への逆戻り」と主張し、投機家を犯罪者と呼ぶマハティール首相（当時）率いるマレーシアが採用したのは、「厳格な資本移動規制を伴う固定相場制（対ドル）」であった。事実上の金融鎖国政策である。

98年の採用当時は、同政策の有効性、持続可能性への疑義が多く発せられたものの、1ドル＝3.8リンギットの固定相場は維持された。そしてこのことは、資本移動の厳格な管理がそれなりに機能したことを意味してもいよう。

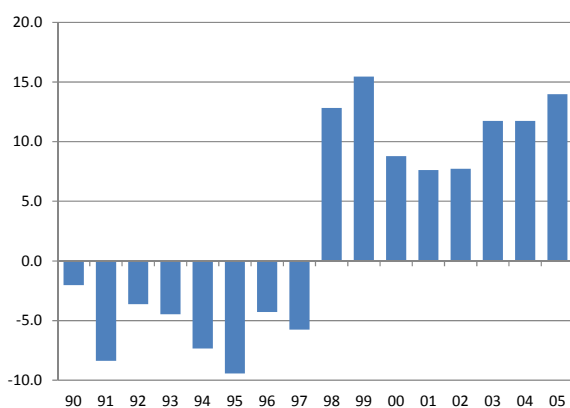
図表1 マレーシア・リンギットの対ドルレート



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

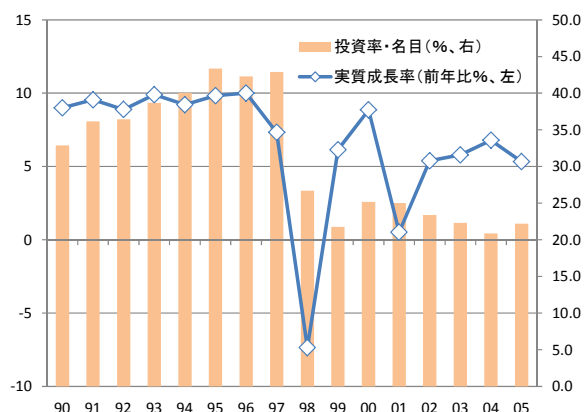
ただし、厳格な資本移動規制の必然的な結果として、マレーシアは資本流入があつて初めて成立する経常収支の赤字を出せなくなった。同国はそれまで、GDP比5%内外の経常収支の赤字を伴う、投資主導型の成長を続けていたのだが、そのパターンが持続不能となり、98年の実質成長率は▲7.4%にまで落ち込んだ。一番の悪役を演じたのは、言うまでもなく固定資本形成だが、同年の固定資本形成は実に▲45.1%の激減であった。

図表2 マレーシアの経常収支 (GDP 比%)



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表3 マレーシアの実質成長率と投資率



(出所) Haver Analytics より大和総研作成

## エルドアン氏の覚悟のほど

当時のマハティール氏がこれほどのハードランディングを想定していたのかどうかはともかく、このような明確な前例がある以上、エルドアン政権があくまで利上げを回避し、資本規制

によってトルコ・リラ安に対峙するのであれば、同等の経済的コストを支払う覚悟が必要である。察するに、当時のマハティール氏は米国や IMF に対する著しい敵愾心を持っており、それらへの迎合を避けることで生じる、ある程度の経済的損失を甘受する用意はあったように思える。

一方、エルドアン大統領はどうか。一つのポイントは、そもそも同氏がなぜ金利の引き上げをこうまで忌み嫌うのかにあるだろう。何らかの宗教的事由がその背景にあるのか、或いは堅調な経済成長を維持することが、強権化を強める同政権の正当化に不可欠と考えているのかが問題である。仮に後者であれば、金利引き上げ回避に固執し、資本移動規制への傾斜を強めることが全く無意味に終わるのであることは、述べてきたことから明らかである。

冒頭触れたように、「トルコ危機」の初期的な背景は米国の継続的な利上げなどの「外部環境」の変調にあった。したがって、その逆風が神風が変わることでトルコ・リラ安圧力がいつの間にか霧散するというシナリオもあり得ないではない。しかし、そうした神風を前提としない限り、「トルコ危機」は長期化し、实体经济の深刻なダメージへと発展する恐れがある。