

経済レポート

加速したトルコの「ドル化」

～さらなる通貨危機を見越し今後も着実に進む恐れ～

調査部 研究員 土田 陽介

トルコ経済は通貨危機に陥っているが、その中でドル化が加速している。ドル化とは、日々の経済活動において国内通貨のみならず米ドルやユーロ、円など信用力が高い外国通貨が使われることを意味する。

ドル化には金融仲介の改善や為替リスクの軽減といったメリットがある。反面で、ドルが利用されることで経済活動が米金利にも依存するため、国内金利を通じた金融政策が効かなくなるという看過出来ないデメリットがある。人口8千万人を擁する地域大国であるトルコの場合、ドル化のメリットよりもデメリットが勝っている。

またトルコでは国内の貯蓄率の低さが経済発展の制約になっているが、これもドル化と裏腹の関係にある。リラに対する信認が低いため、トルコの人々は国内通貨建ての貯蓄よりも米ドルの購入や現物資産(金・不動産)の購入を優先する。その結果、国内貯蓄が増えずに一段の経済発展が阻まれている。

通貨危機に伴いドル化が加速したことで、トルコの金融政策は効力が着実に弱まっている。通貨の信任が再び問われた際に、高金利政策を強化してもリラの下落を止めることは容易でない。エルドアン政権による経済運営の正常化が見込まれない中では、ドル化は容易に改善しないばかりか、さらなる通貨危機を見越して今後も着実に進んでいく恐れが大きい。

日本では人々の円に対する信任が強いため、ドル化は極めて限定的である。ただ仮に日本で財政破綻が意識されて円が暴落するような事態が生じた場合、日本でもドル化が加速するだろう。そうなれば金融政策の効果が弱まり、巨額の公的債務残高を支える低金利政策を維持することも容易でなくなる。トルコの経験を他山の石として、日本でも「通貨の信任」という観点からマクロ経済政策の運営を見直す必要があるだろう。

1. 通貨下落を受けて加速したトルコのドル化

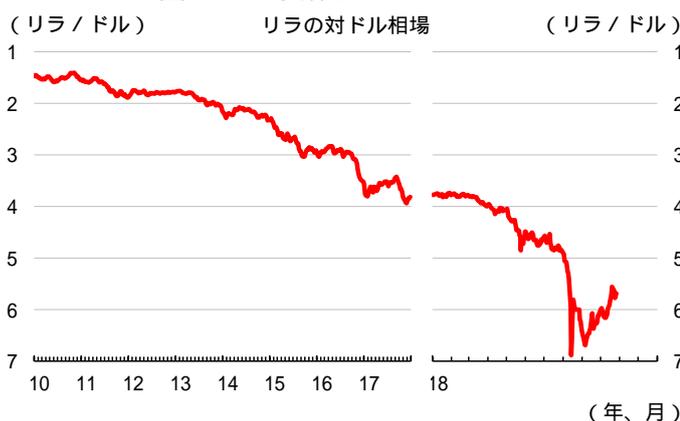
トルコ経済は通貨危機に陥っている。図表1にあるように、近年、トルコの通貨リラの対米ドル相場はエルドアン大統領による強権的な政権運営が嫌気される形で下落が続いた。18年に入るとその動きが一気に加速し、8月10日の相場では前日比20%下落し、一時1米ドル7リラ台に突入した。その後は多少持ち直しているが、年初に比べると為替レートは低いままである。

8月10日にリラが暴落した直接的な理由は、対米関係の悪化が意識されたことにある。エルドアン政権はそれまで、テロ組織を支援したという理由からトルコ国内で活動していた米国人の牧師ブランソン氏を長期にわたり拘束していた。中間選挙を控えた米トランプ大統領がこれを問題視し、トルコに対して貿易制裁を課した。このことが金融市場で嫌気されて、リラは暴落したのである。

もっとも通貨危機の本質的な要因は、エルドアン政権による経済運営の失敗にある。エルドアン大統領は有権者の支持を得るためにバラマキ色の濃い経済運営に努めてきた。いわゆる「双子（財政収支と経常収支）の赤字」は拡大し、インフレが加速した。にもかかわらず、大統領は中銀の金融政策に干渉して利上げを遅らせた。一連の経済運営の失敗が、今般の通貨危機につながったのである。

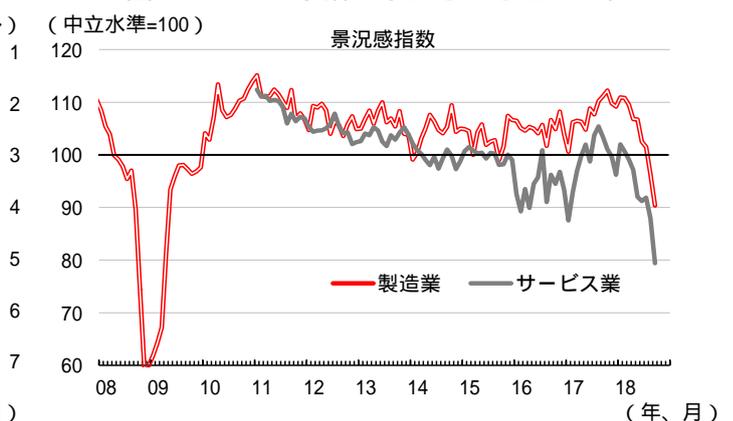
通貨危機が生じて日が浅いため、景気への悪影響は経済統計にまだ反映されていない。ただ企業の景況感（図表2）は、8月のリラ暴落を受けて製造業とサービス業ともに急激に悪化しており、近く景気後退に陥る可能性が高いことを示唆している。通貨危機に伴いインフレの加速が見込まれる中、トルコ景気は今後内需を中心に悪化を余儀なくされる見込みである。

図表1. 暴落したトルコリラ



(注) 貨幣供給量はM3
(出所) トルコ中央銀行、国際決済銀行 (BIS)

図表2. リラ暴落で景況感が急速に悪化



(注) 中立水準はそれぞれ100
(出所) トルコ中央銀行、トルコ統計局

この通貨危機の中で、トルコでは「ドル化」と呼ばれる経済現象が加速している。ドル化とは、日々の経済活動で国内通貨のみならず米ドルやユーロ、円など信用力が高い外国通貨が使われることを意味する。貨幣供給量 (M3) に占める外貨預金の比率 (外貨預金 / M3 比率) は、近年のリラの名目実効

為替レートの下落とパラレルな形で上昇している（図表3）。

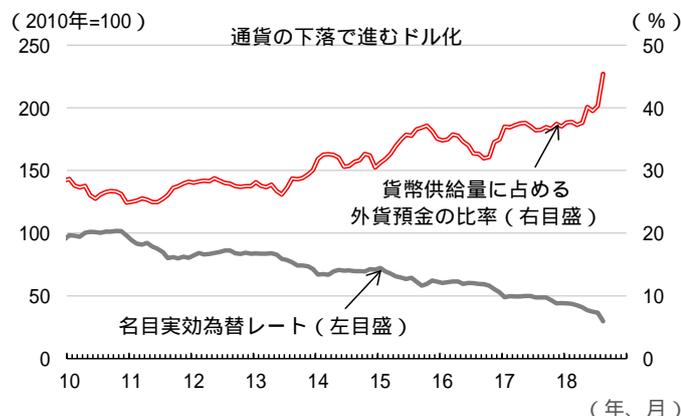
つまりトルコのドル化は、8月10日のリラ暴落以前においても、リラが下落していく中で着実に進んでいた。もっとも同日のリラ暴落でこの流れは一気に加速し、8月の外貨預金/M3比率は45.4%と7月（同40.3%）から5%ポイントも上昇することになった。相場が暴落する中で大量のリラが売却されて外貨が購入された結果、トルコ経済に流通するマネーの半分近くが米ドルなどの外貨になってしまったのである。

トルコとほぼ同じタイミングで通貨危機に陥ったアルゼンチンでも、ドル化は進んでいる。図表4は米国が量的緩和の拡大を終えた14年10月（つまり昨今の新興国通貨安の起点）と両国の外貨預金/M3比率を通貨危機が生じた18年8月時点とで比較したものであるが、アルゼンチンでもまたトルコと同様に外貨預金/M3比率が上昇したことが確認できる。程度の差はありながらも、同様のことは通貨安に苛まれている新興国の多くで観察できる現象だろう。

なお時点を問わず、トルコの外貨預金/M3比率の方がアルゼンチンよりも高い。ただそうだからと言って、アルゼンチンよりもトルコのドル化の方がそもそも深刻であったとは必ずしも評価されない。公式統計で捕捉することができない、いわゆる地下経済での活動を考慮に入れば、トルコよりもむしろアルゼンチンの方がドル化は深刻である可能性が高いと考えられる。

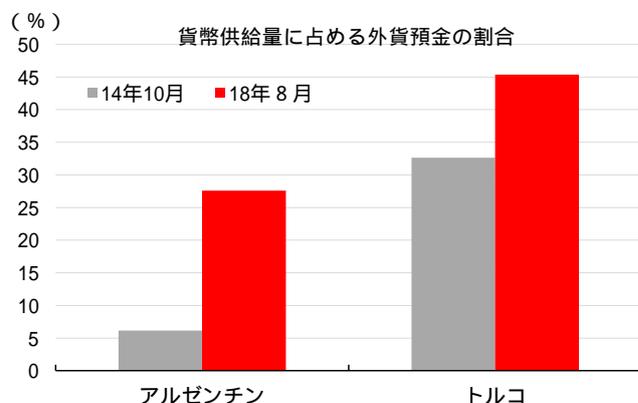
つまりアルゼンチンの通貨ペソは、2011年から15年まで公定レートと市中レートが乖離する二重相場の状態にあり、人々は地下経済で米ドルなどの外貨を購入し、またタンス預金という形で貯蓄を形成していた。二重相場が解消されても、多くの人々が依然地下経済で外貨を購入していると推察される。他方でトルコの場合、リラは自由に外貨と交換できるし、先物市場も存在するなど交換性に優れている。後述するように、ドル化が銀行の預金口座を通じて進んできたことも、アルゼンチンとの公式統計上における差を生んでいる公算が大きい。

図表3．トルコで進むドル化



(注) 貨幣供給量はM3
(出所) トルコ中央銀行、国際決済銀行 (BIS)

図表4．アルゼンチンより高い外貨預金/M3比率



(注) アルゼンチン、トルコともにM3を利用
(出所) アルゼンチン中央銀行、トルコ中央銀行

2. 情報通信技術の発展もドル化を促す

図表5で示した通り、石油危機後のトルコは多くの新興国と同様、通貨安と物価高の歴史に苛まれてきた。1994年の通貨危機の際は消費者物価上昇率が105.2%と100%を超える状況となり、また2001年の通貨危機の前後は50%台が続いた。こうした中で、トルコの人々は常にインフレに左右されない資産で貯蓄を形成する必要に迫られた。

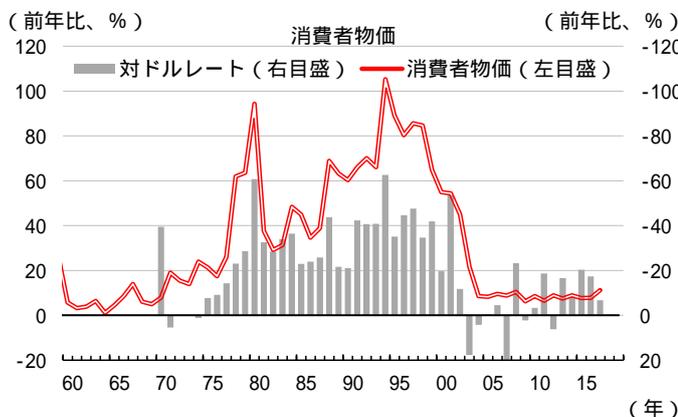
またトルコは、1970年代を中心に西欧諸国へ多くの出稼ぎ労働者（ガストアルバイター）を送り出しており、彼らから家族への送金は主に米ドルで行われた。さらにトルコには数々の遺跡や遺構が残っており、エーゲ海沿岸を中心に景勝地も数多く存在する。そのため観光産業も発展しており、支払いの際には米ドルなどの外貨が多く用いられてきた。

以上で述べた歴史的な経緯や過去からの慣習があるため、トルコの人々にとって外貨や金で資産を形成することは自然な行動であった。こうしたことがこれまでのドル化の進展のベースにあると考えられるが、加えてドル化を促している新たな要因として見逃せないのが情報通信技術の発展であり、具体的にはネットバンキングの普及である。

銀行預金の動き（図表6）を見ると、近年のその増加をけん引してきたのは主に外貨であることが分かる。近年ネットバンキングの普及が目覚ましいトルコでは、モバイル端末を用いて外貨や金を簡単に購入できるようになった。その結果、リラが下落する中でトルコの人々が外貨を積極的に購入してきたことが、銀行預金の動きからもうかがえるようになった。直近8月の急増も、通貨危機を受けて預金者の多くが資産防衛の為に外貨を購入したことを反映した動きである。なお当日は同時に相場が急落後に乱高下する中で利鞘を稼ごうとしたユーザーも多く、サーバーがダウンする事態になったと言う。

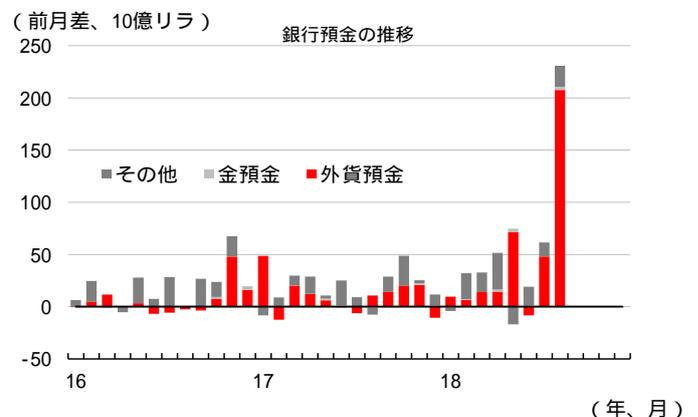
このように、トルコにおける昨今のドル化は、情報通信技術の発展に伴って普及したモバイルバンキ

図表5. トルコに根づく高インフレ体質



（注）近年だと94年と01年にも通貨危機が生じている
（出所）国際通貨基金（IMF）

図表6. 急増した外貨預金



（注）トルコでは預金口座を通じて米ドルや金を購入することができる
（出所）トルコ中央銀行

ングを通じて進んできた。その意味で、今回の通貨危機に伴うドル化の加速は、過去のどの通貨危機の局面よりも銀行預金を通じた形で進んだとみられ、そのことが冒頭で言及した公式統計上で確認できるドル化の加速（外貨預金 / M3 比率の急激な上昇）につながったと考えられる。

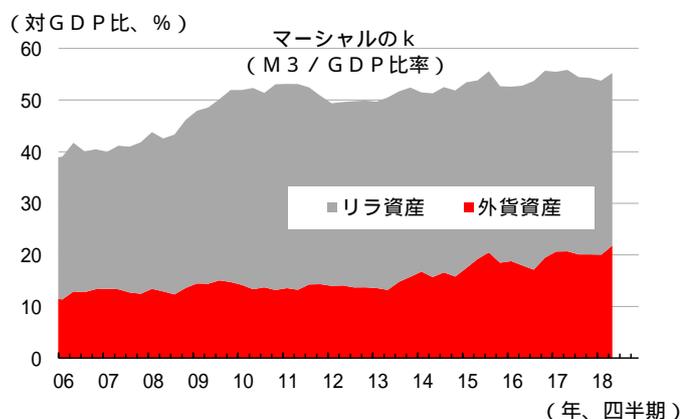
3. 金融政策が機能不全に陥る恐れ

ドル化にはメリットもあればデメリットもある。メリットの1つに、ドル化によって金融取引が拡大すること（金融深化）がある。自国通貨の信任が失われれば、自国通貨建ての金融取引は減少する。一方で、ドル化によって失われた自国通貨建ての金融取引以上に外国通貨建ての金融取引が活発化すればむしろ経済成長が促されることがある。

実際にトルコでもこうした傾向が窺える。図表7は、貨幣供給量の対GDP比率（マーシャルのk）の推移を見たものである。一般的に、マーシャルのkが上昇すれば金融深化が進んだと判断される。トルコのマーシャルのkは緩やかに上昇してきたが、通貨別に見ると分かるように、その担い手は外貨資産であった。具体的にマーシャルのkの水準は、2006年第1四半期から直近18年6月の間に39.0%から55.2%へと上昇したが、うち外貨預金が占める割合は30.3%から39.5%まで上昇した。こうしたことからトルコでは、リラの信任が低下してドル化が進んだものの、同時に経済成長を促す金融取引も拡大したと考えられる。

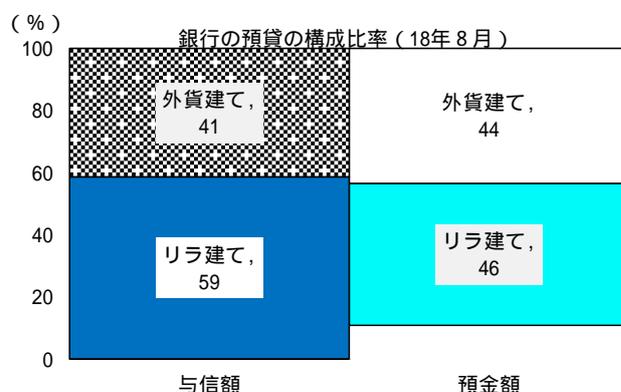
またもう1つのメリットとして、ドル化が経済の資産と負債の両サイドで進んでいれば、為替リスク（通貨の変動に伴い差損が生じること）を減らすことができる。一般的にドル化は、資産と負債の何れか片方に偏って進む傾向がある。とりわけ、外貨建て負債の規模が外貨建て資産を上回る状況で通貨が

図表7. ドル化とともに金融取引は拡大



(注) リラ預金はM3総額から外貨預金を差し引いて算出
(出所) 国際通貨基金 (IMF)

図表8. 銀行の預金の約4割が外貨建て



(注) 与信総額を分母とした比率
(出所) トルコ中央銀行

下落すると、支払い負担が増すため経済に悪影響が生じる。ただ支払いに充てることのできる外貨建て資産も十分形成されるようになると、経済活動が通貨の変動に左右され難くなる。

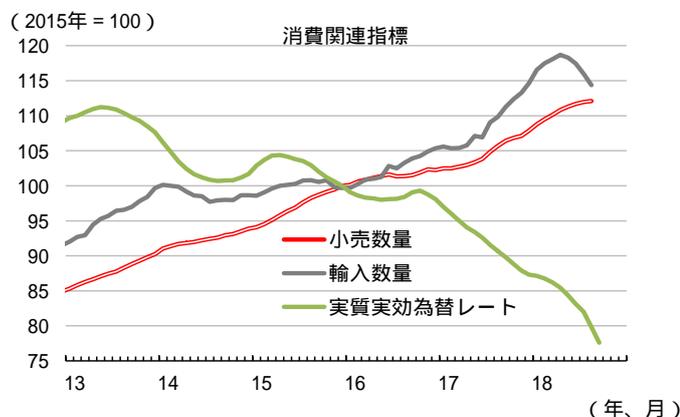
トルコの資金循環統計では通貨別の金融取引が公表されていないため、代わりに銀行の預貸の構成を通貨別に確認したものが図表8である。これによると、総貸出額に占める外貨建て貸出の割合は18年8月時点で41%であり、一方で外貨建て預金は同44%と、資産と負債の両サイドでドル化が相応に進んでいることが確認できる。このことから、トルコ経済は通貨安に伴う為替リスクをある程度緩和できていると考えられる。

同様のことは貿易取引に関しても指摘できる。トルコは恒常的な貿易赤字を抱えており、原材料のみならず、資本財や中間財、消費財に関しても輸入依存度が高い。輸出を増やすためには輸入も増やさざるを得ず、いわゆる「国際収支の天井」が低い経済である。したがって本来は、通貨高政策を採ることによって対外的な購買力の維持に努めることが不可欠な経済である。

ただ十分な外貨を保有していれば、通貨安が進んでも支払いに窮することなく輸入や消費を続けることができる。図表9を見ると分かるように、リラ安が進んだ局面でもトルコは輸入と消費（小売）を増やし続けてきた。18年に入りリラ安が加速するとトレンドに変化が生じたものの、それまで輸入と消費が堅調を維持した背景には、ドル化により購買力が維持されたことがあったと考えられる。

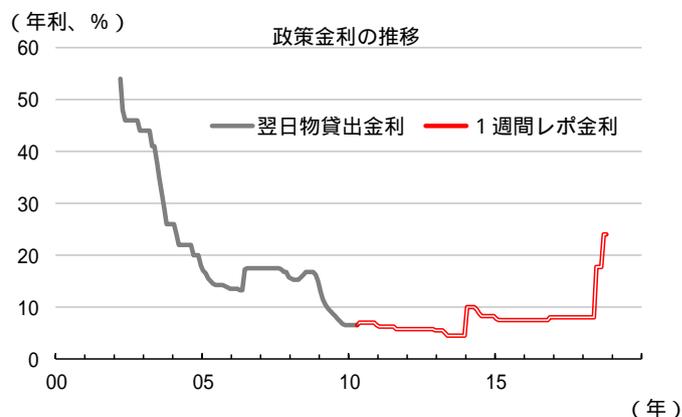
他方でデメリットもあるが、看過できないものに国内金利を通じた金融政策が効かなくなることがある。金融政策は通常国内金利を通じて行われるが、ドル化が進んでいる経済だと経済活動が国内金利だけではなく米金利にも依存するため、国内金利を通じた金融政策の効果が弱くなってしまふ。18年10月現在、トルコ中銀の政策金利（図表10）は24%と、各国が低金利政策からの脱却を模索しているとはいえ、異例の高水準である。リラに対する信頼が弱まりドル化が進んでいるため、金融政策は効き難くなる。その結果、物価と為替の安定を保つために、トルコは強力な高金利政策を採らざるを得ない。

図表9．ドル化により維持された購買力



(注) 12ヶ月後方移動平均
(出所) トルコ統計局

図表10．リラへの信頼が弱いため高金利が必要



(出所) トルコ中央銀行

ドル化が進むほどこうした傾向は強くなり、金融政策はやがて機能不全に陥る。そうなれば、当局は財政政策だけでマクロ経済を運営せざるを得なくなる。大国の金融政策に左右されがちな中南米や中東欧の小国の中には、敢えてドル化を推し進めて金融政策の裁量を放棄し、財政政策に集中するという選択肢を採るケースもある。ただこうした選択肢は、トルコのような人口8千万人を超える地域大国が容易に選択し得ない。

またトルコの場合、国内の貯蓄率の低さが経済発展の制約になっているが、これもドル化と裏腹の関係にある。リラの信任が低いため、トルコの人々はリラで貯蓄を形成するよりも外貨や現物資産（金や不動産など）の購入を優先する。その結果、国内貯蓄が増えずに自立的な経済発展が阻まれている。リラに対する信認が回復してドル化が緩和されない限りトルコ経済の一段の発展は見込み難く、いわゆる「中進国の罠」は乗り越えることができない。

そもそもドル化のメリットは、米ドルが引き続き供給されることを前提としたものである。米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げを進めて米ドル資金を着実に回収しているため、トルコに流入する米ドルは今後一段と先細るだろう。中長期的には、FRBが金融緩和を進める局面でトルコに再び米ドルが流入するかもしれない。ただそれもトルコの裁量外であるし、そもそもトルコの政治と経済が安定化して投資先としての魅力を回復させない限り、見込み難い話である。

4．エルドアン政権が続く限りドル化は改善されない

トルコでは近年のリラ下落を受けてドル化が進んできたが、今般の通貨危機はその流れに拍車をかけるものであった。リラが持ち直すにつれて人々は外貨を売ってリラを買うため、ドル化は緩和されるだろう。ただその流れは一時的であり、エルドアン政権による経済運営の正常化が見込み難い中で、リラの持ち直しは限定的である。むしろリラ再急落のリスクが拭えない中で、人々は資産防衛のために一定量の外貨を持ち続けよう。

ただ当局が対抗策として口座凍結や交換規制などの強硬な手段を採れば、公定レートと市中レートの乖離が生まれるなど、かえって事態が複雑になってしまう。明白なことは、通貨を安定させるためには財政・金融政策の健全な運営が必要不可欠だということである。それができない限り、リラは不安定な通貨であり続けるし、ドル化も改善しない。

危機は本来、改革の好機である。かつてはトルコでも通貨危機が起こるたびに政権が代わり、新政権の下で政策の正常化が進んだ歴史がある。固定為替レートを放棄して通貨が暴落した瞬間に経済に大きなショックが加わり、その急激な環境変化の中で時の政権は交代を余儀なくされた。そして新政権が事態の收拾に努める中で、政策の正常化が進んだのである。

ただ01年2月以降、リラは変動相場制度を採用している。したがって今般の通貨危機がトルコ経済に与えた悪影響は、変動相場制度の下でリラ安が着実に進んでいたこともあり、固定為替相場制度を採用していた過去の通貨危機と比べるとまだ限定的なレベルにとどまっている。そしてそのことが、政権交代といった体質改善の好機を逃す事態につながっていると言えよう。

ただ繰り返しとなるが、通貨危機に伴いドル化が加速したことでトルコの金融政策は効力が着実に弱まっている。したがって、リラの信任が再び問われた際、利上げを強化してもリラの下落を止めることは容易ではない。エルドアン政権による経済運営の正常化が見込まれない中では、ドル化は容易に改善しないばかりか、さらなる通貨危機を見越して今後も着実に続いていくだろう。

なお日本では人々の円に対する信任が強いため、ドル化は極めて限定的である。ただ仮に日本で財政破綻が意識されて円が暴落するような事態が生じた場合、日本でもドル化が加速するだろう。そうなれば金融政策の効果が弱まり、巨額の公的債務残高を支えている低金利政策を維持することも容易でなくなる。トルコの苦境を他山の石として、日本でも「通貨に対する信任」という観点からマクロ経済政策の運営を見直す必要があるだろう。

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。