



トルコ経済と金融 エミンユルマズによる特別レポート

複眼経済塾 取締役・塾頭 エミン・ユルマズ

- 第一章 パンデミックが変えた世界経済
- 第二章 トルコ経済を取り巻くマクロ環境
- 第三章 トルコ的外交政策とトルコ・米国関係
- 第四章 トルコ中銀の金融政策とトルコリラの動き
- 第五章 トルコのパンデミックとの戦い
- 第六章 インフレ率の上昇とトルコ国民の苦難



第一章 パンデミックが変えた世界経済

2020年は新型コロナウイルスによる世界的なパンデミックで世界経済が大きく停滞し、中国を除く主要国はすべて景気後退に突入しました。景気後退と戦うため世界各国は前代未聞の景気対策を打ち出す事態となったわけですが、IMF（国際通貨基金）によるとパンデミック宣言から約3ヶ月間でG20諸国のローンや政府保証を除く財政出動はGDPの4.6%を越えました。2008年に起きたリーマンショックの時に、2008年から2010年までの3年間合計の財政出動はGDPの4.3%でした。つまり、リーマンショックの時に3年かけてやった景気対策を世界は3ヶ月でやりました。また、世界の主要中銀は前代未聞の金融緩和に舵を切りました。FRB（連邦準備制度）の総資産は3ヶ月で3兆ドル増え、7兆ドルを超えました。日銀とECB（欧州中央銀行）もFRB同様に大規模な金融緩和を実施しているため、日米欧の中央銀行の総資産は10年前に比べ3倍に膨らんでいます。これらの対策の効果が早急に現れたのは資産価格です。特に株価の早期回復の背景に金融緩和と財政出動があります。リーマンショック後の株価の回復に3年かかりましたが、今回は3ヶ月で株価は元に戻り、11月にパンデミック前の高値を更新しました。

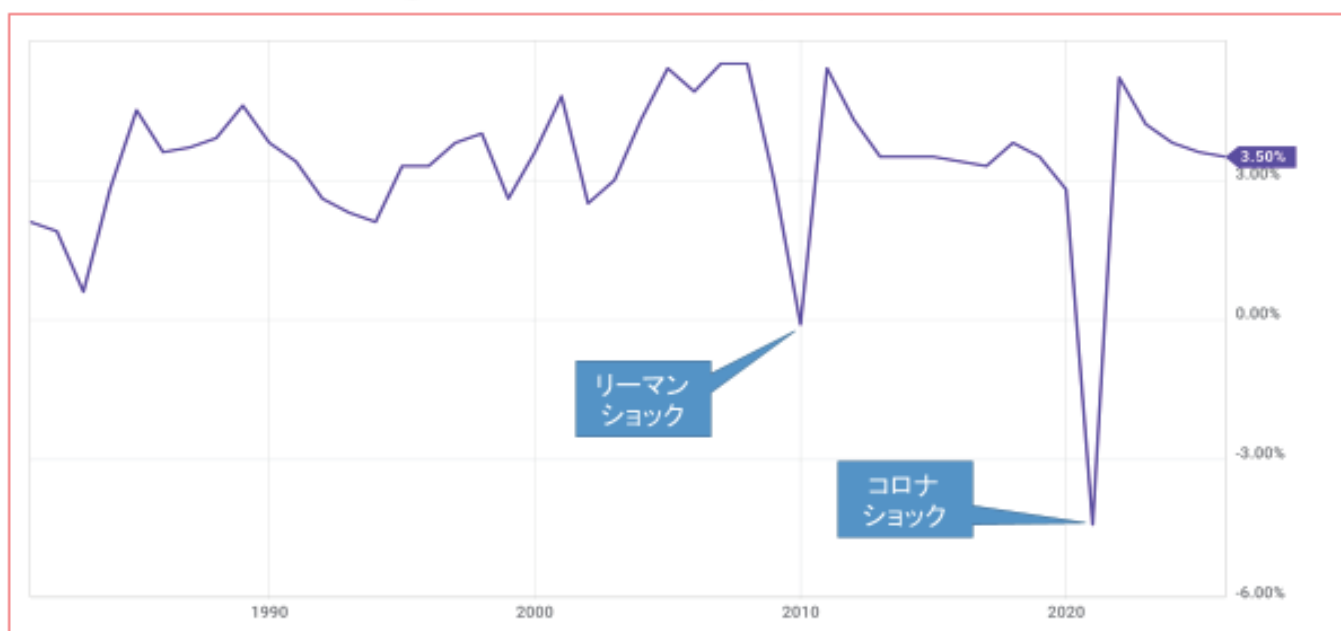
ファイザーのコロナワクチンを開発した独ビオンテック社の創業者で、トルコ系移民でもあるウール・シャヒン博士によると、コロナウイルスは少なくとも10年間はなくなりません。しかし、これは10年間今の状況が続くという意味ではありません。ワクチンの効果でコロナ感染による重症化が大幅に減ると予想されています。米国はバイデン大統領就任後100日間で国民大半へのワクチン接種を進める予定であり、日本も2月以降にワクチン

接種を急速に進めるとされています。ワクチンは世界的に国内・国外移動するのに必須条件にされる可能性が高く、ワクチン接種が嫌な人でも受けないと飛行機や新幹線に乗れなくなる可能性が高いです。ワクチン接種プログラムの進行と北半球で冬が終わることでコロナの第三波が春口に収束し、年後半に世界規模で経済活動が通常に戻ると予想されています。

第二章 トルコ経済を取り巻くマクロ環境

トルコのGDPは世界17番目で現在約80兆円です。中東諸国の中で最も大きな経済規模を誇り、人口も約8千万人と欧州の中でも大きな国の一つであります。トルコ経済の潜在成長率は4%前後で、ヒストリカルで見てもトルコは平均4%で成長してきました(チャート①参照)。トルコ経済は2018年から停滞し始め、GDP成長率は2.6%に下落しました。その後2四半期連続のマイナス成長が続いたためトルコは景気後退に突入しました。2019年後半から景気回復に向かって通期で0.9%の成長率を達成したものの、新型コロナウイルスによるパンデミックで再びリセッションに突入しました。2020年のGDP成長率はマイナス5%前後に着地すると予想されています。パンデミックは特に観光業を直撃し、観光収入が大きく減りました。トルコ統計局(TUIK)の発表によるとトルコの2020年の観光収入は前年比で65%減少し、120.6億ドルになりました。観光業はトルコにとって重要な外貨獲得手段であることから観光収入の激減が外貨不足を生んでしまい、トルコリラの下落にも繋がりました。

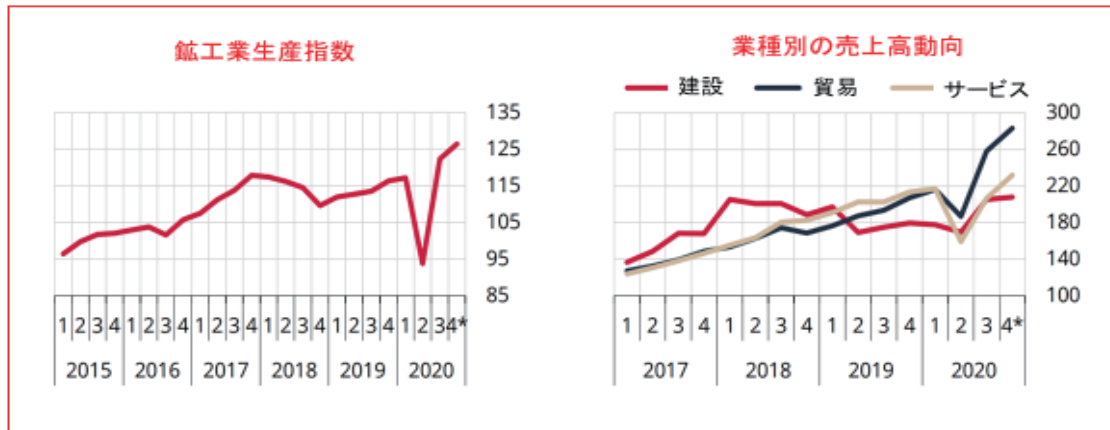
チャート①世界の實質GDP成長率(1980年以降)



ソース: Ycharts, World Economic Outlook

コロナの第三波で観光の再開が遅れていますが、トルコの製造業と貿易は2020年後半から回復の兆しを見せています（チャート②参照）。直近のデータでは1月の製造業PMIが54.4となり前月の50.8を大きく上回りました。トルコの製造業の回復を印象付ける結果でした。製造業の回復を受け、IMFは1月25日(月)にトルコの今年（2021年）のGDP成長率予想を5%から6%に引き上げました。EU諸国を中心にトルコの貿易相手国の景気回復がトルコの景気回復を後押しし、製造業を先頭に景気が回復していくと予想しているからです。

チャート②トルコの製造業は2020年後半から回復



ソース:トルコ中銀

複眼経済

複眼経済塾

本資料は投資利権の参考となる情報の提供を目的としたもので、特定の銘柄の投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、使用するデータ及び表紙等の内容、誤謬につきましてはその責を負いませんのでご了承下さい。本資料は提供された日以後の市場変動により変更される場合があります。ご了承ください。

3

トルコ経済を評価する上でもっとも重要な指標の一つは失業率です。2016年の景気後退局面で12%まで上昇していた失業率は2017年に一桁台まで下がりましたが、その後再び上昇し、2019年には14.7%まで上昇、2020年に向けて改善したところにパンデミックが直撃、再び上昇しました（チャート③参照）。トルコの失業率はリーマンショック時の失業率を超える水準まで上昇した後に、下げに転じて現在13.3%です。

チャート③トルコの失業率の推移(過去5年間)



ソース:YCharts

複眼経済

複眼経済塾

本資料は投資利権の参考となる情報の提供を目的としたもので、特定の銘柄の投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、使用するデータ及び表紙等の内容、誤謬につきましてはその責を負いませんのでご了承下さい。本資料は提供された日以後の市場変動により変更される場合があります。ご了承ください。

5

第三章 トルコの外交政策とトルコ・米国関係

2018年、米国とトルコの関係が悪化したことにより、トルコリラは大きく売られました。両国の関係はクーデター未遂事件以降悪化の道を辿ってきましたが、その大きな要因の一つは、トルコ政府がロシアからS-400と言われるミサイルシステムを購入したことです。S-400は多目標同時交戦能力を持つ超長距離地对空ミサイルシステムで、アメリカのパトリオットミサイルに似ているシステムであります。現在はロシア以外に中国やインド、ベトナムで使われていますが、トルコはNATO加盟国であるため、軍事機密の保持という観点から米国とNATOはこの購入を容認できないとされています。トルコによるS-400の購入を受け、米国はトルコをF-35次世代戦闘機の開発プログラムから外し、予定していたトルコへのF-35の売却もやめました。

トルコが外交面で対立しているのは米国だけではありません。東地中海におけるトルコの油田調査をめぐって、EU加盟国のギリシャ、フランス、キプロスに加え、エジプトと対立しています。特にフランスは、トルコとリビアの内戦でも対立していて、EUによる対トルコ制裁を強く望んでいます。EUによるトルコへの厳しい経済制裁は、今までも度々話題に上がりましたが、ドイツの努力で制裁の実施が回避されてきました。しかし、そのドイツもメルケル首相が今年任期を終えることがトルコにとってリスクです。

実はトルコと欧米諸国が対立しながらも、エルドアン大統領はトランプ前大統領と良好な関係を維持していました。イスタンブールにトランプタワーがありますし、トランプ政権は米議会によるトルコへの厳しい制裁を阻止してきました。また、トルコの国営銀行を経由したイランとの裏取引に関する米国の捜査もトランプ大統領が就任直後にNY州の担当検事を更迭したことで日程が大きく遅れました。トランプ政権が今年の1月に終わり、代わりにエルドアン政権に批判的なバイデン政権が誕生したことはトルコの立場を弱体化させています。

米国の政権交代を受け、パンデミックによる経済停滞で資金需要が高まったトルコ政府は外交政策の方向転換を試み始めています。エルドアン大統領は娘婿であるアルバイラク財務大臣を更迭し、代わりにバイデン大統領と同じデラウェア大学出身の側近であるアーバル氏を財務大臣に任命しました。エルドアン政権が親ロシア外交をやめ、再び欧米に接近できるか、現時点では分かりませんが、トルコが再び欧米の民主主義路線に戻れば、トルコ経済にとっては大きなポジティブな材料になると考えます。一方で欧米諸国は現政権への対応をすぐに変えるとは考えにくいのも事実です。長年の不信感と不満が蓄積してい

筆者紹介

トルコ・イスタンブール出身。16歳で国際生物学オリンピックの世界チャンピオンに。97年に日本に留学。1年後に東京大学理科一類に合格、東大工学を卒業。その後同大学院で生命工学修士を取得。2006年野村証券入社、投資銀行部門、機関投資家営業部門に携わった後、2016年に複眼経済塾の取締役・塾頭に就任。

主な著書 コロナ後の世界経済(集英社) 新キャッシュレス時代 日本経済は再び世界をリードする(コスミック出版) 米中新冷戦のはざままで日本経済は必ず浮上する(かや書房)、それでも強い日本経済!(ビジネス社)

ます。トルコはS-400の稼働を延期していますが、稼働を完全に諦めなければならない可能性が高いと考えます。

第四章 トルコ中銀の金融政策とトルコリラの動き

トルコリラは2020年に対ドル・対円で大きく下がりました（チャート④参照）。

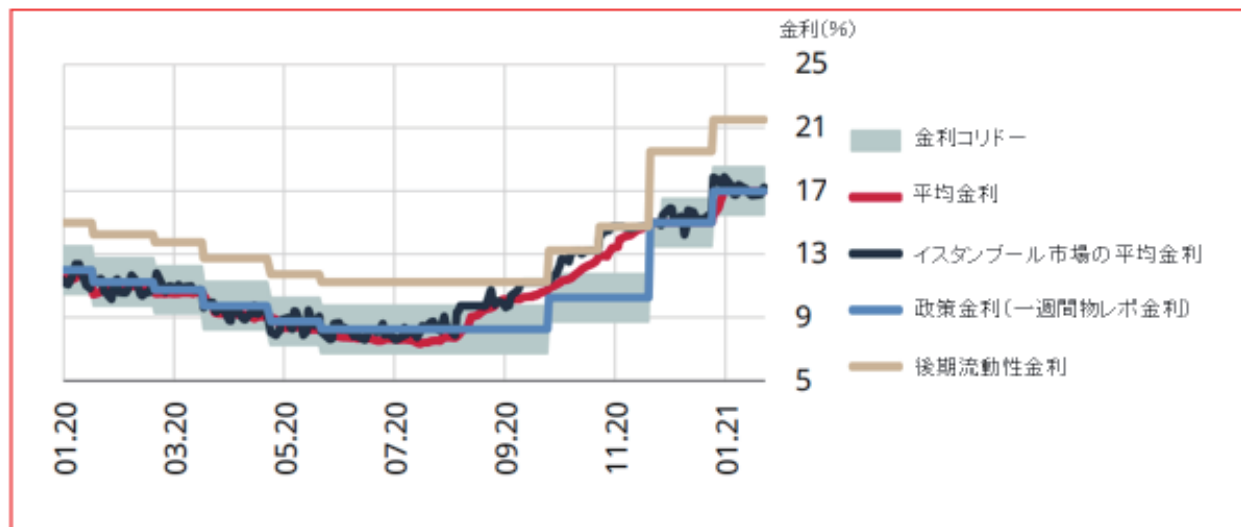
チャート④トルコリラ・円(2019年10月以降)



複眼経済塾 本資料は投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、特定の銘柄の投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、使用するデータ及び相場情報の欠落・誤謬につきましてはその責任を負いませんのでご了承下さい。本資料は提供させて頂いた「お名前欄」でもご利用いただけますようお願い申し上げます。 ©2021 複眼経済塾株式会社 All Rights Reserved. ソース:TradingView 14

トルコリラの急落を受け、トルコ中銀は11月以降に金融引き締めを舵を切って政策金利の引き上げに転じました（チャート⑤参照）。

チャート⑤トルコ中銀は11月から政策金利を引き上げ



ソース:トルコ中央銀行、複眼経済塾編集

複眼経済塾 本資料は投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、特定の銘柄の投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、使用するデータ及び相場情報の欠落・誤謬につきましてはその責任を負いませんのでご了承下さい。本資料は提供させて頂いた「お名前欄」でもご利用いただけますようお願い申し上げます。 15

トルコ中銀は複雑な金利政策を行っていて、専門家でない人の多くは理解に苦しみます。一週間物のレポ金利を政策金利にしながらも金利コリドー（金利の通路）という制度を使って必要に応じて金利を上下させています。

トルコリラの適正価格を知る上でもっとも参考になる指標の一つは、実質実効為替レートの推移です。この指標を使えばトルコリラの相対的な実力を測ることができます。つまり、ドル・リラやリラ・円の為替レートだけで分からない総合的な判断ができるわけです。トルコリラの場合にトルコの貿易にとって重要な国々の通貨とトルコリラのレートを貿易額などのデータを使って相対的な重要度に沿ってウエイト付けします。そして、最後にそれぞれの物価変動分を調整して実質実効為替レートを計算します。トルコの貿易にとって重要な国の数をトルコ中銀は36と決めています。これらの中にドイツ、イタリア、米国、フランス、英国、スペイン、日本、オランダ、ベルギー、韓国などの先進国に加え、中国、ロシア、インド、タイ、イラン、サウジアラビア、インドネシア、エジプトなどの新興国もあります。

トルコの投資家はドル・リラ、日本の投資家はリラ・円を見て、トルコリラの動きを予想しようとしています。トルコ中銀は実質実効為替レートを最も気にします。トルコ中銀は2003年を100として毎月実質実効為替レートの計算をして、ウェブサイトで公表します。その値が120を越えて来ると、トルコリラが必要以上に上昇したと思って緩和路線に踏み切るし、130を越えると、全力でトルコリラを下げようとします。一方で、実質実効為替レートが70を下回ると、トルコリラは下げすぎたと判断し、全力で金融引き締めをやって通貨を上げようとします。

実質実効為替レートは、2020年の4月に70を割ったままずっと下がり続け、11月に60.45に達しました。つまり、トルコ中銀がここ数ヶ月積極的に金融引き締めを行っているのは偶然ではありません。12月末時点の値が若干改善したものの、やはりまだ62.5でした。1月末の結果はまだ公表されていませんが、足元の上昇を考えるとおそらく70を越えてきているのではないかと予想しています。気になるのは米ドル指数が2月に入ってから大きく上昇していることですが、これはドル・円が上昇するという意味でもありますので、リラ・円のレートにほとんど影響を与えません。

第五章 トルコのパンデミックとの戦い

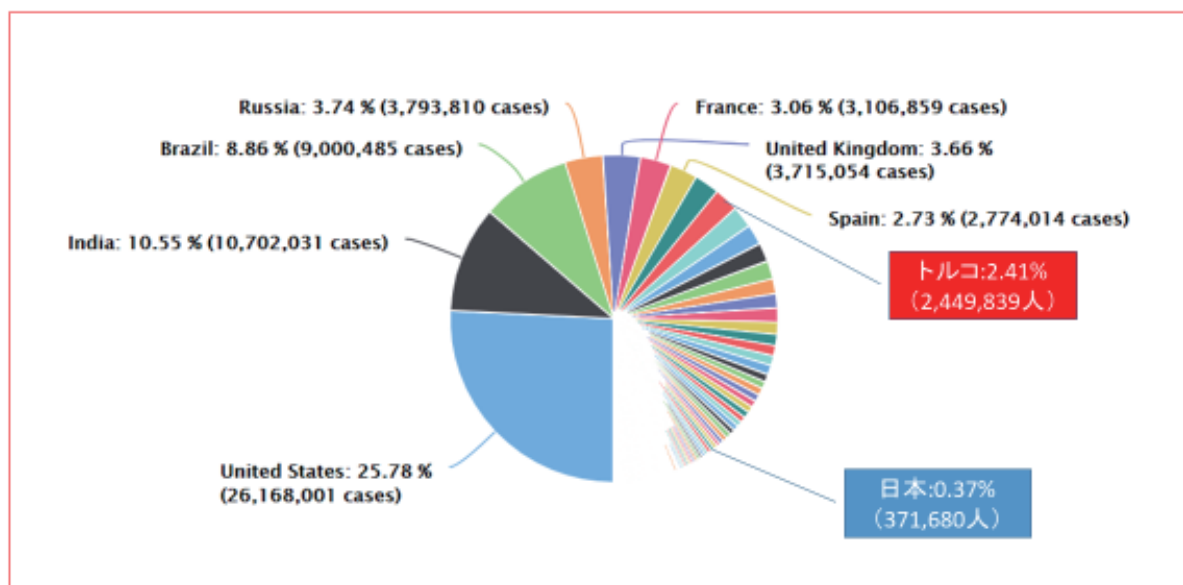
トルコの新型コロナウイルス感染者数は10月に入ってから急増し、感染者数は合計で200万人を超え、世界9番目に多い国となりました（チャート⑥参照）。感染者が急増した背景に、トルコが感染報告のやり方を変えたこともあります。トルコ政府は以前、無症状の感染をカウントしていませんでしたが、欧州諸国からの批判を受け、無症状感染のケースもカウントするようになりました。つまり、急に増えたというより、元々多かったと考

えるのが自然です。

トルコ政府は、昨年11月30日(月)の閣議決定で、外出禁止令を含む一連のロックダウン(都市封鎖)対策を実施することにしました。平日は午後9時から翌日の午前5時までの外出禁止令、週末は金曜日の午後9時から翌週月曜日の午前5時までの外出禁止令が出されています。幼稚園を含む教育機関が休校となり、冠婚葬祭などの儀式への最大参加人数は30人を超えないように定められました。スーパー、コンビニなどの生活必需品を販売している店舗は通常営業が許可されていますが、レストランなどの飲食店は店内飲食が禁止され、弁当販売や配達のみが許可されています。この一連の厳しいコロナ対策によってトルコ経済がどこまでのダメージを受けるか、現時点で予想するのは難しいです。しかし、今年の夏までにパンデミックが収束して観光収入がある程度戻らない限り、トルコ経済が破綻してしまいますので、観光シーズンが始まる前に対策を実施し、感染を抑制する以外の選択はなかったと予想されます。

これらのロックダウン対策に効果があって、12月に1日で3万人を超えていた新型コロナウイルス新規感染者数は、足元で1万人を割るレベルまで下がりました。この動きを受け、ロックダウンの解除、もしくは緩和を期待する声が高まっています。トルコ政府はロックダウンを緩和しながらも、65歳以上の高齢者と20歳以下の若者の外出規制を維持する方針です。イスタンブールやアンカラなどの大都市も、現在、年齢に合わせた交通機関の乗車制限を設けています。

チャート⑥新型コロナウイルス感染者の国別分布(1月28日時点)



気になるのはコロナワクチンですが、トルコは中国のシノバック・バイオテック社のワクチンの購入を決めています。このワクチンはブラジルでの後期臨床試験で50.4%の有効性しかないと1月12日(火)に報告されています。実は、当ワクチンの治験はトルコとインド

ネシアでも行われていて、トルコは昨年12月に治験の中間データで有効性が91.25%と、インドネシアは1月11日(月)に65%だと発表しています。異なる治験データが混在しているのですが、ブラジルと違ってトルコとインドネシアの現政権が中国と親密な関係にあることから、トルコとインドネシアの治験データに疑問を持っている人が多いのは事実です。

第六章 インフレ率の上昇とトルコ国民の苦難

トルコ統計局は、1月21日(木)に1月の消費者信頼感指数を発表しました。消費者信頼感指数は前月比で4%上昇し、80.1から83.3になりました。指数全体は上昇したものの、指数を構成する項目のひとつである家庭の経済状況は3.6%減少し、63.7に後退しました。

家庭の経済状況は、2012年以来の低水準に陥っています。パンデミックによる経済活動の停滞とインフレ率の上昇がトルコ国民の日常生活に大きな打撃を与えています。

12月の住宅販売は前年同月比で47.6%減少し、10万5981棟となりました。2020年通期では11.2%増加し、149万棟に達していますが、新規住宅販売は2019年比で8.2%減少しています。これらのデータから、トルコの住宅・建設セクターはかなり苦戦しているのがわかります。一方で、1月13日(水)に発表された11月の鉱工業生産指数は前月比で1.3%上昇し、年率ベースで11%上昇しました。エルドアン政権発足後、トルコの経済成長はインフラと不動産投資によって大いに支えられてきました。住宅が売れるためには、住宅ローンの金利を低水準に置いておく必要があります。高金利は、住宅セクターにとって敵です。一方で低金利はインフレ率の上昇の上昇をもたらすし、トルコリラの下落を招きます。この点でトルコ経済はジレンマに陥っています。

トルコは1980年代後半からハイパーインフレに悩まされました。年間80%を超えるインフレが長期間続いたことでトルコ経済が不安定化し、国民が大きな苦難を強いられました。ハイパーインフレが原因でトルコリラ紙幣のケタがどんどん増え、最後に2,000万リラ紙幣まで登場しました。エルドアン政権は2005年1月にトルコリラのデノミを行い、紙幣からゼロを6ケタ消しました。つまり、100万トルコリラが1新トルコリラになりました。その後インフレ率は一桁台で落ちてしばらく落ち着いていましたが、近年は再び二ケタの上昇率を見せています(チャート⑦参照)トルコリラの下落がインフレ率の上昇をもたらすし、インフレ率の上昇がトルコリラの下落をもたらすという負の循環が働いています。

チャート⑦トルコのインフレ率の推移(過去5年間)



ソース: YCharts

複眼
経済

複眼経済塾

本資料は投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、特定の銘柄の投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、使用するデータ及び表現等の欠落・誤謬につきましてはその責を負いかねますのでご了承下さい。本資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

7

Copyright 2021 Emin Yurumazu All Rights Reserved.

本資料は投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、特定の金融商品の投資勧誘を目的として作成したものではありません。なお、使用するデータ及び表現等の欠落・誤謬につきましてはその責を負いかねますのでご了承下さい。本資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

*本稿の内容は執筆者の個人的見解であり、中東協力センターとしての見解でないことをお断りします。