



トルコ経済と金融 2021年11月

複眼経済塾 取締役・塾頭 エミン・ユルマズ

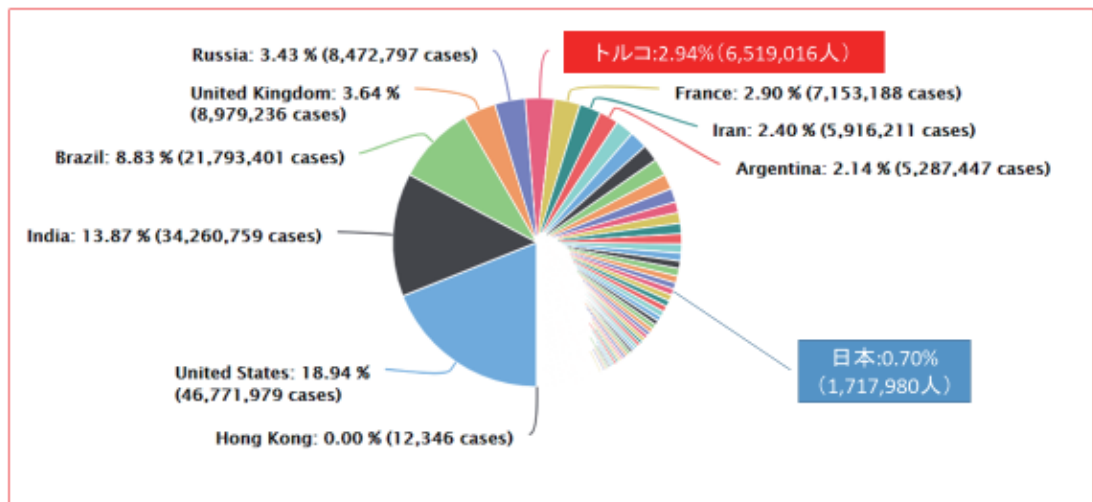


- 第1章 トルコのパンデミックとワクチン接種状況
- 第2章 トルコ経済を取り巻くマクロ環境
- 第3章 トルコ・米国関係とアフガニスタン情勢のトルコへの影響
- 第4章 トルコ中銀の金融政策とトルコリラの動き
- 第5章 トルコ政治と注目が集まるエルドアン大統領の健康状態

第1章 トルコのパンデミックとワクチン接種状況

トルコのコロナ感染者数は650万人を超え、トルコは現在、世界で6番目に感染者が多い国となりました(グラフ①を参照)。死者数も7万人を超えています。一方で8月に訪れたコロナ第5波は4月の第4波ほど感染者は増えませんでした(グラフ②を参照)。4月には1日の新規感染者が6万人を超える日もありましたが、第5波中に3万人を超えることはありませんでした。その理由はワクチン接種の進行です。

グラフ①新型コロナ感染者の国別分布(10月30日時点)

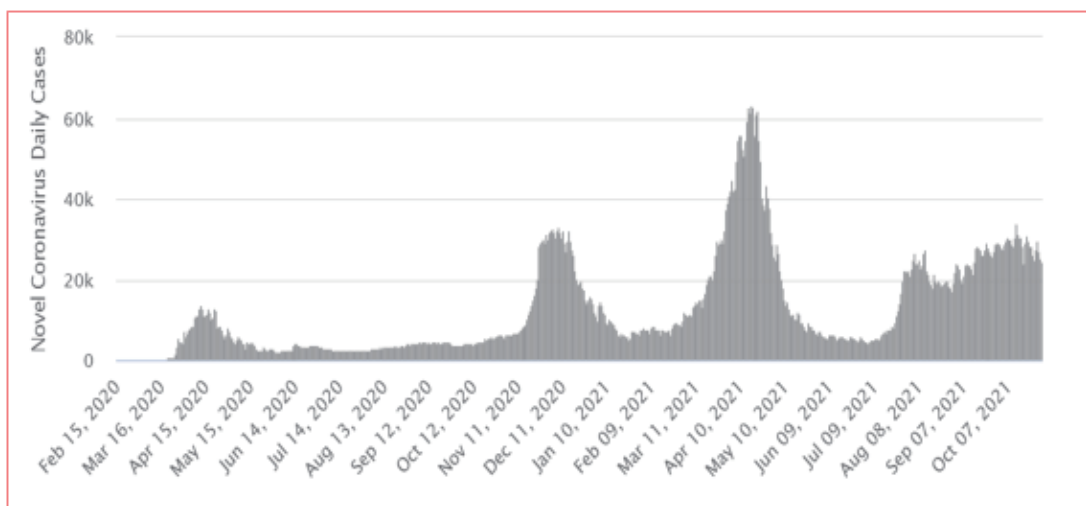


複眼経済塾

本資料は最新情報の参考となる情報の提供を目的としたもので、特定の機関の経営戦略の目的として作成されたものではありません。資料の提供、投資の意思決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、使用するデータ及び各種情報の正確性につきましてはその責任が私共までとできません。本資料は無料とさせていただきますが、お問い合わせください。03-0000-0000 複眼経済塾株式会社 All Rights Reserved.

Source: Worldometers

グラフ②トルコの新型コロナ感染者の推移（10月30日時点）



複眼
経済

複眼経済塾

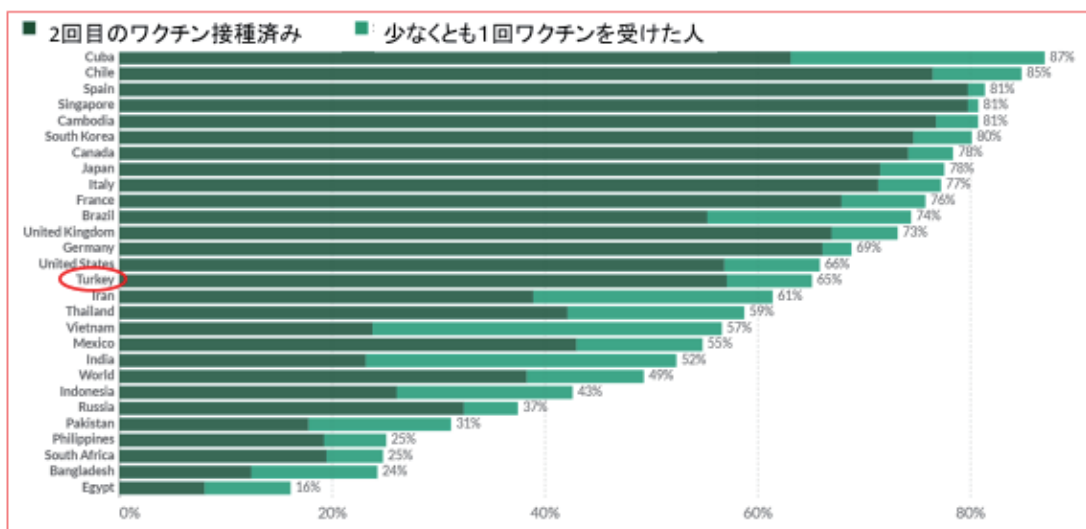
本資料は最先鋭情報の参考となる情報の提供を目的としたもので、特定の銘柄の投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、使用データ及び各種情報の欠落・誤謬につきましてはその責を負いませんのでご了承下さい。本資料は無料提供をいたしたいとお願いいたしますが、ご質問やお問い合わせは、お気軽にメールでお知らせください。

Source:Worldometers

2

トルコのワクチン接種率は世界平均を大きく上回り、少なくとも1回目のワクチン接種を終えた人の割合は対人口比で65%に達しています（2021年10月30日時点）。2回目のワクチン接種を終えた人の割合も57%と、日本より遅れているものの新興国の中では高い水準です。トルコの感染者の数は依然として高いですが、新規感染者の数は前回の波の半分以下に収まったことはやはりワクチンの効果と言えるでしょう。一方で感染者が減っても死亡者数が大幅に減少しないのは医療システムが限界に来ていることを示しているため、決して安心はできません。トルコ政府は冬に突入するにつれて部分的なロックダウンを再び開始すると思われるので、これがトルコ経済の回復を遅らせることになりそうです。

グラフ③ワクチン接種進行率（対人口比、10月30日時点）



複眼
経済

複眼経済塾

本資料は最先鋭情報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、使用データ及び各種情報の欠落・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。本資料は無料提供をいたしたいとお願いいたしますが、ご質問やお問い合わせは、お気軽にメールでお知らせください。

Source:Our World in Data

3

第2章 トルコ経済を取り巻くマクロ環境

トルコの8月の経済信頼感指数は0.7ポイント上昇し、100.8になりました。経済信頼感指数が100を越えるのは景気に対する楽観的な見方が多くなったことを、100を下回っているのは悲観的な見方が多くなっていることを示していますが、全体の数字だけでは実態を把握できないため、セクター別の信頼感指数を見る必要があります。8月は民間セクター、サービスセクター、小売りと建設業における信頼感指数が上昇し、唯一下がったのは消費者信頼感指数で、1.6ポイント後退し、78.2となりました。

消費者信頼感指数の悪化が懸念材料として残るものの、全体としてはトルコ経済に回復の兆しが見えているのは明らかです。9月1日に発表されたトルコの4-6月期のGDP成長率は前年同期比で+21.7%の成長となりました。もちろんマクロ指標は昨年と比較するとパンデミックの影響で歪んでいるため前年同期比よりも1-3月期と比較すべきで、1-3月期に比べ4-6月期のGDP成長率は+0.9%と景気の回復はかなり緩やかであることが分かります。

GDPの中身をみると個人消費の伸び率が前年同期比で+22.9%とGDPを引っ張っており、また、4-6月期の輸出金額は+60%で、輸入金額が+19.2%（いずれも前年同期比）となっていることがトルコの経常収支の改善に貢献し、景気の回復を助けています。セクター別でもっとも大きく成長したのはサービス業で、前年同期比では+45.8%の成長となりました。その他の主要セクターは建設が+3.1%、農林水産は+2.3%でした。特に建設セクターは2000年代後半からトルコの経済成長の大きな部分を占めていたので、建設セクターの伸びが低いことはトルコの不動産バブルがすでに終わったことを告げています。

トルコ経済の回復を受け、米格付け機関のムーディーズは2021年におけるトルコのGDP成長率予想を5%から6%に引き上げました。ムーディーズは2021年にG20諸国の平均GDP成長率が6.2%となり、2022年には4.5%になると予想しています。つまり、ムーディーズの予想をベースにするとトルコの経済成長率はG20諸国の平均と言えるでしょう。

一方で、悪くなっている経済指標もあります。9月の消費者信頼感指数は前月比で3.6%下落し、76.8になりました。これは2009年2月以来の低水準です。急速に進んだトルコリラ安は消費にブレーキをかけています。TUIK（トルコ統計局）が10月12日(火)に発表したデータによると、8月の小売売上高は前年比で15%増となったものの、前月比で0.3%増にとどまりました。小売売上高は6月に前月比で15.1%増、7月に1.2%増となったことを考えると消費が落ち込んできていることがわかります。

トルコの場合、GDPと経常収支の次に注目すべき重要な指標は消費者物価指数（CPIもしくはインフレ率）で、9月のCPIは+19.58%でした。トルコの政策金利は16%なので、インフレ率が政策金利を3%も超えることになっています。つまり、トルコの実質金利が

マイナス3%になったということです。インフレ項目の中で特に上昇率が高かったのは食料品価格でした。食料品価格の上昇は国民の日常生活を圧迫しています。生産者物価指数(PPI)と消費者物価指数(CPI)の乖離も9月に大きく改善していません。名目CPIを大きく押し上げているもう一つ項目はエネルギーで、9月にコークス石炭と石油精製品は年間ベースで102%の上昇率になりました。主要金属は91.73%、木材は68.53%の上昇でやはり商品(コモディティ)価格の高騰がインフレ要因となっています。

トルコの雇用環境の悪化も懸念点の一つです。8月の失業率は12.1%で、農業を除く失業率はもっと高く14.2%に悪化しています。夏は観光シーズンの影響もあり、失業率は大きく変わりませんでした。冬に向けて再び上昇に転じる可能性が高いです。

第3章 トルコ・米国関係とアフガニスタン情勢のトルコへの影響

バイデン政権の誕生で悪化していたトルコ・米国の関係は引き続き悪いままで、大きな改善は見られません。2021年6月14日(月)にNATO(北大西洋条約機構)サミットが行われましたが、サミットではエルドアン大統領とバイデン大統領が首脳会談を行いました。首脳会談前に、米国とトルコの関係改善への期待からトルコリラが買われる場面もありましたが、会談直後にまた下げに転じました。この首脳会談は約50分という短いもので、両国間で問題となっているロシア製のS-400地对空ミサイルの扱いや、F-35戦闘機のデリバリーについて具体的な進展はありませんでした。

会談前に期待を膨らませたのはトルコメディアでしたが、そもそもNATOサミットにおける首脳会談は社交辞令にすぎません。エルドアン政権はトランプ政権と良好な関係を築き、トルコメディアが昨年のも米大統領選挙でトランプ支持の報道ばかりしていたことから、エルドアン政権がトランプ再選に大いに期待していたのは明らかです。その理由はバイデン大統領が選挙キャンペーン中にもエルドアン政権を名指しで批判していたからで、バイデン大統領は就任してからも数カ月間、トルコ外務省の電話会談の要請を断ってきました。

6月の首脳会談は、もちろんまったく意味がなかったわけではありません。両政府の関係構築における第一歩であり、今後の接近に期待したいところです。米国とトルコの関係改善はそう簡単ではありませんが、トルコ政府はウクライナとロシアの対立でウクライナを積極的に支援したり、東地中海での単独資源調査を停止したりと、最近では米国とEU

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『日本経済復活への新シナリオ』(KADOKAWA)、『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)

に歩み寄る姿勢を見せています。また、アフガニスタンから撤退した米軍はカブール空港の警備をトルコ軍に要請するなど、米国からもトルコに接近しようとする動きはありました。一方で米国の想定よりも早く悪化したアフガニスタン情勢は、タリバンが一瞬で全国を制圧したために、カブール空港をトルコ軍が警備するという話は不可能になりました。

アフガニスタンをタリバンが制圧したことによって大量のアフガン難民が陸路でイランに渡り、さらにそこからトルコを經由してヨーロッパを目指しているようです。実際、最近ではアフガン難民がイランを通過してトルコに違法入国することが多くなりました。まるで民族大移動のようですが、今年の7月から多数のアフガン難民が東部の国境線を超えてトルコに侵入していることをトルコメディアが報道しているため、これがトルコ国内のアンチ難民センチメントに火をつけることになりました。トルコはすでに300万人以上のシリア難民を抱えていて、国内のアンチ難民感情は高まっています。7月から毎日1,000人以上のアフガン難民がトルコに違法入国していると報道されています。エルドアン政権はEUとの合意で難民の受け入れに賛成の立場を維持してきましたが、最近では難民の多さと経済難に痺れを切らした国民の怒りが政権に向かっているため支持率が急速に下がってきています。

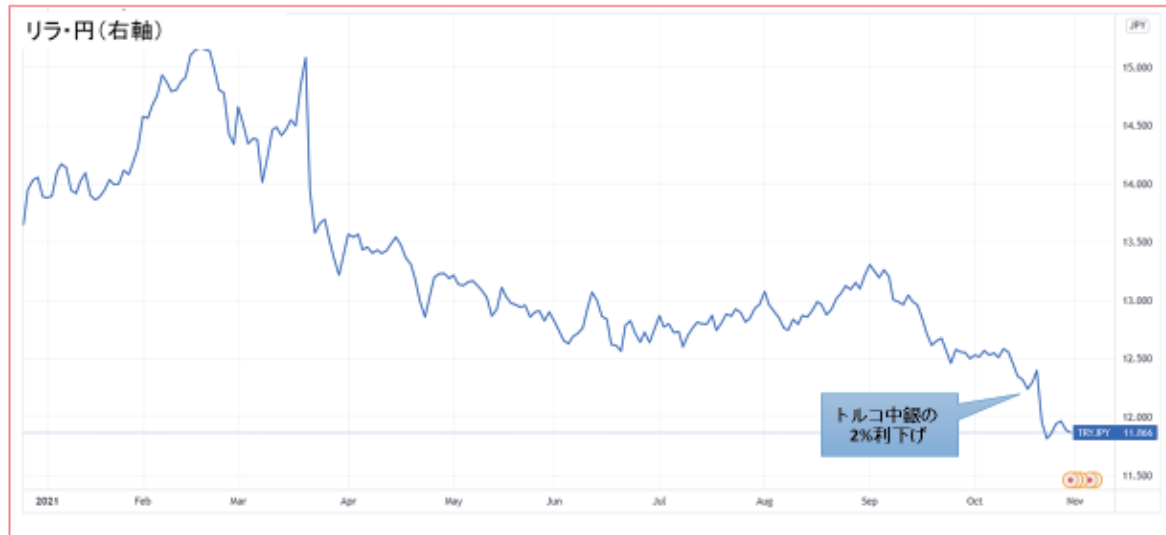
10月18日(月)に、欧米諸国との対立に再び火をつける事件がありました。米国、ドイツ、フランス、オランダ、カナダ、フィンランド、デンマーク、ニュージーランド、ノルウェーとスウェーデンの10カ国の駐トルコ大使は共同声明を発表し、トルコで4年以上拘束されている人権活動家オスマン・カワラ氏の釈放を求めました。これに対して、エルドアン大統領は大使らの共同声明がトルコへの内政干渉だと反発し、「10カ国の大使を好ましからざる人物に指定するように外務大臣に命令した！」と発言しました。「好ましからざる人物(ペルソナ・ノン・グラータ)」とは外交用語で、その外交官を国外追放するということです。これが大きな外交問題に発展すると市場が懸念し、トルコリラの下落が加速しました。しかし、各国の大使館がトルコの内政に干渉する意向がないという声明を発表し、エルドアン大統領も国外追放の処分を見送ると意見を変えました。今回の外交危機は大使らの柔軟な対応でなんとか回避されましたが、支持率低下に悩んでいるエルドアン大統領は、今後も欧米との対立を煽る可能性が高いと考えられます。トルコはシリアで新たな軍事作戦を展開すると発表しており、これに対しても米国やEU(欧州連合)が反対の立場をとっています。

第4章 トルコ中銀の金融政策とトルコリラの動き

トルコ中銀は3月18日の政策会合で政策金利を17%から19%に200bp引き上げた後、エルドアン大統領がアーバル前中銀総裁を更迭し、新総裁にシャハプ・カブジュオール氏を任命しました。新総裁はすぐに金利を下げず、トルコリラはしばらく堅調に推移しまし

たが、トルコ中銀は9月の政策会合で1%の利下げ、10月の政策会合でさらに2%の利下げを行ったためトルコリラは大きく下落し、対円で最安値を更新しました（グラフ④を参照）。

グラフ④トルコリラ・円(年初来)



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。銘柄の選別、投資の最終決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、引用するデータ及び公表情報の欠落・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。本資料は提供させて頂いたお客様限定でご使用いただけますようお願い申し上げます。 ソース:TradingView
©2021 複眼経済塾株式会社 All Rights Reserved.

エルドアン大統領は10月の政策会合の直前にトルコ中銀の金融政策委員会のメンバー3人を突然解任しました。3人のうち2人は副総裁でした。エルドアン大統領は10月14日カブジュオール中銀総裁と会談を行った後に3人の解雇令を出しました。現地メディアによると、今回の解任劇の背景に、利下げに反対している政策委員会メンバーの完全排除があったようです。3人のうち前回の利下げ時に反対票を投じたのは1人だけですが、他の2人も利下げに懐疑的な姿勢で知られていました。利下げ反対委員がいなくなり、トルコ中銀は完全にエルドアン大統領の支配下に置かれることになりました。

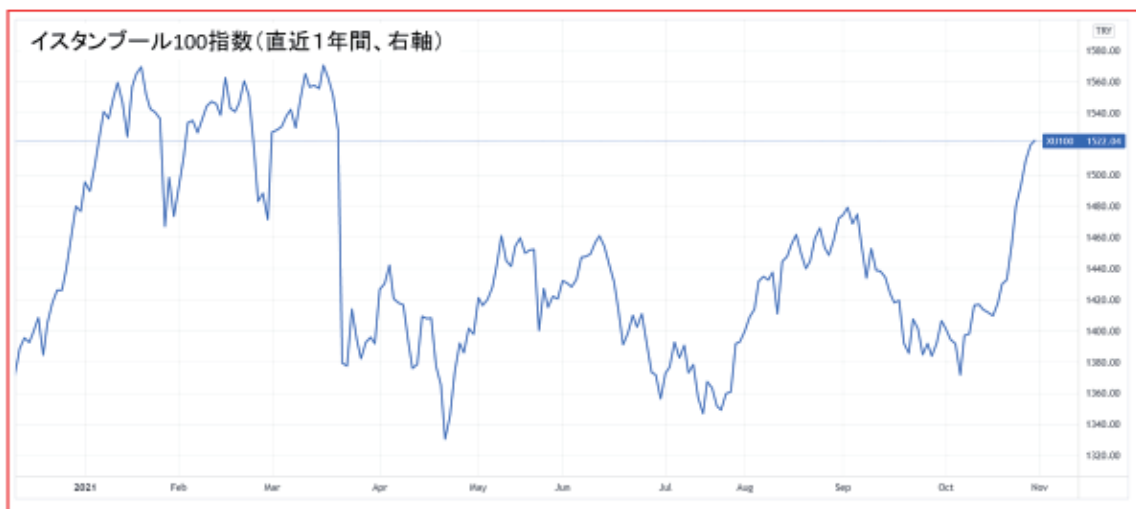
トルコ国庫・財務省の発表によると1-7月で国家予算は783億リラの財政赤字となりました。これは記録的に悪い数字ですが、パンデミックの長期化によって世界主要国で財政赤字が拡大しているため、トルコも例外ではありません。

トルコリラの今後の動きを予想する上でもっとも重要なことの一つは米FRBの金融政策です。FRBは11月の金融政策決定会合(FOMC)で月間150億ドルのテーパリングを行うことを発表しました。テーパリングとはFRBの月間資産購入額を減らすことです。FRBは量的緩和策として月間1,200億ドルの資産購入を行っていましたが、8カ月かけてこのプログラムを終了させることとなります。テーパリングの開始時期は11月なので、順調に進めば来年の6月に資産購入プログラムが終了します。一方でFRBのインフレは一過性であるという主張が変わっていません。パウエル議長は「インフレを懸念して早期の緩

和縮小に動くべきではない」というスタンスなので利上げに意欲を示していません。米国はサプライチェーンの乱れによる物価上昇に悩まされており、強い雇用改善や賃金上昇がまだ見えない中での物価上昇はインフレーションではなく、スタグフレーションを意味することからFRBは難しい選択を迫られています。

トルコリラと裏腹にトルコの株式市場は堅調です。8月の最終週に外国人投資家が純買いに転じてから上下を繰り返しながらも堅調に推移しています(グラフ⑤を参照)。トルコリラの下落と貨物船の運賃上昇はトルコの輸出業に追い風となっています。EUにとって中国よりもトルコから輸入した方がコストは安く上がるし、調達時間も短いのです。これを裏付けたのはTUIKが10月12日(火)に発表した鋳工業生産指数でした。鋳工業生産指数は前月比でプラス5.4%、前年比でプラス13.8%となり、市場コンセンサスのプラス10.5%を越えました。完全ロックダウン(都市封鎖)をしていた昨年(2020年)との比較はあまり有効ではありませんが、前月比で比べても強く伸びているのがポジティブサプライズです。

グラフ⑤リラが下がっても株価は堅調



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。投資の選択、投資の最終決定は、ご自身の判断で行ってください。本塾は、提供するデータ及び各種情報の正確性について一切の責任を負いません。また、本塾は、本資料の提供を目的として提供したものではありません。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。投資の選択、投資の最終決定は、ご自身の判断で行ってください。本塾は、提供するデータ及び各種情報の正確性について一切の責任を負いません。また、本塾は、本資料の提供を目的として提供したものではありません。

ソース:TradingView

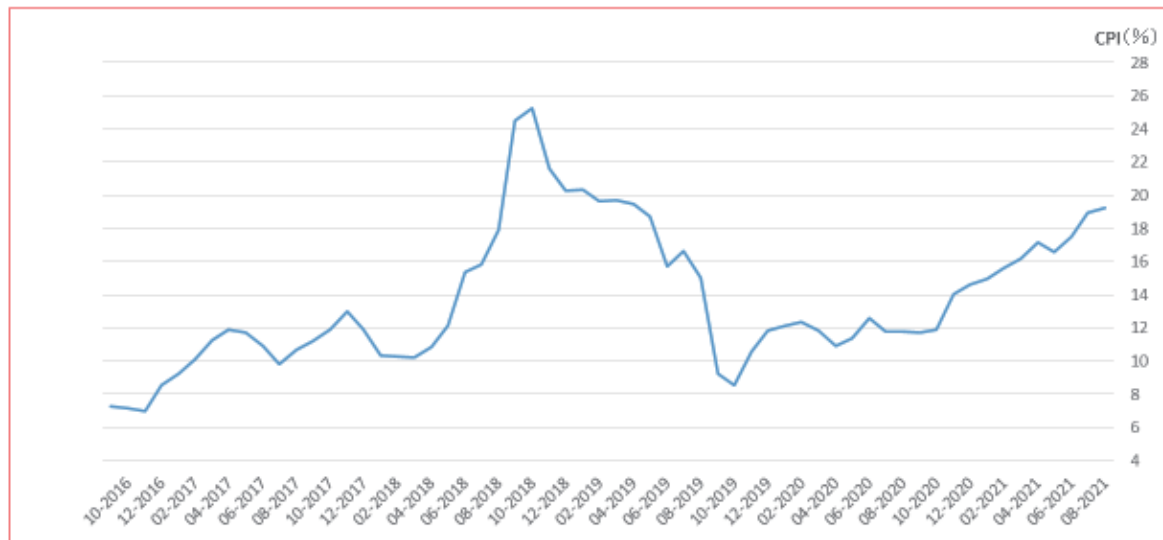
5

第5章 トルコ政治と注目が集まるエルドアン大統領の健康状態

2019年秋以降から続いている高インフレ(グラフ⑥を参照)とパンデミックによる景気低迷で、国民の不満が高まっています。10月に入ってからガソリン価格が値上げされると知った国民がガソリンスタンドに押し寄せたため大都市のガソリンスタンドで車の行列ができました。また、アフガニスタン情勢を受け新たな難民危機が発生しているのも懸念材料で、エルドアン政権を窮地に追い込んでいます。これらに加え、エルドアン大統領の健康状態があまりよくないとの噂が広がり政府の求心力の低下につながっています。エルド

アン大統領は直近の政治集会の舞台でまっすぐ歩けず、周りの助けを借りたり、犠牲祭のテレビの生中継の際に言葉に詰まって気絶しそうになったりと、確かに健康状態があまりよくないように見えます。与党内でも大統領の健康状態を懸念する声が高まっていて、すでにポスト・エルドアンに向けての動きもあるといえます。エルドアン大統領の健康状態は国家機密扱いとなっているため、本当に健康状態が悪いのか、実際にどんな病気を持っているのかは不明です。

グラフ⑥トルコのインフレの推移(過去5年間)



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。ソース:トルコ中銀
 銘柄の買値、売却の価格次第に、ご自身の判断で行って下さい。なお、維持するテーマは少数株等の欠陥、調整に過ぎません。その
 後を買い取りますのでご了承下さい。本資料は提供させていただきます。お問い合わせは「お問い合わせ」にてご連絡ください。お申し込みは、お申し込みください。
 ©2021 複眼経済塾株式会社 All Rights Reserved.

複眼
経済

複眼経済塾

直近の世論調査で政府の支持率は大きく低下しており、エルドアン大統領が率いる公正発展党（AKP）と連立パートナーである民族主義行動党（MHP）の支持率を足しても過半数を大きく割っているため、この状態で総選挙になれば政権交代がおきるのは確実とみられています。次の総選挙は2023年ですが、パンデミックの長期化によって支持率が今後さらに低下する恐れがあるので、エルドアン大統領が解散総選挙に踏み切る可能性は高いと思います。その時期については様々な憶測がありますが、2022年の春もしくは夏という見方が多数です。

解散総選挙はトルコリラ投資家にとって大きなリスクを含んでいます。解散総選挙となれば政府はその前に財政出動による経済対策を行い、トルコ中銀にも緩和するよう圧力をかける可能性が高いからです。財政出動は景気の活性化に役立つ可能性はありますが、インフレを加速させトルコリラの下落をもたらす可能性があります。また、トルコの政策金利はすでに3%下げられて実質金利は大きなマイナスになっています。個人的にはトルコ政府に大きな経済対策を打てる余力はなく、トルコ中銀もインフレが大きく低下しない限り金利を引き下げられる余地は少ないとみています。それでも無理やり1%の利下げを追

加で行う可能性は十分あります。解散総選挙に向けてトルコ国内の治安も悪化する可能性があり、トルコ株とトルコリラ投資家は要注意です。

Copyright 2021 Million Eyes Co., Ltd. & 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。