



トルコ経済と金融情勢 2022年6月

複眼経済塾 取締役・塾頭 エミン・ユルマズ



- 第1章 トルコ経済を取り巻くマクロ環境
- 第2章 トルコの外交政策と欧米との関係
- 第3章 トルコ中銀の金融政策とトルコリラの動き
- 第4章 エルドアン大統領が目指す新経済モデルとトルコ政治の行方

第1章 トルコ経済を取り巻くマクロ環境

トルコ経済はパンデミックの後遺症に悩まされハイパーインフレに直面しています。TUIK（トルコ統計局）が発表した5月のCPI（消費者物価指数）は前年同月比で73.50%増となり、エルドアン政権が誕生した2002年の時の水準を超えました（チャート①参照）。PPI（生産者物価指数）の上昇率も前年同月比で132.16%となり、1995年以来の高水準となりました。

チャート①トルコの年間インフレ率(2000年以降)



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表現等の欠陥・誤謬につきましては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問い合わせ先にて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

CPIの内訳を見ると、物価がもっとも上昇した項目は107.62%の交通・運輸、次いで91.63%の食料・ノンアルコール飲料、82.08%の家電・家具となりました。トルコはこれらの結果を受け、アルゼンチンを抜いてG20の中でもっとも高いインフレ率の国となりました。

個人的にもっとも気になっているのはCPIとPPIの乖離です。なぜならば、CPIとPPIの乖離が58.66ポイントに上っていることは

CPIの信頼性を揺るがすことになりかねないからです。CPIとPPIが長期間にわたってこれほど乖離していることはあまり考えられません。これが事実だとしたら、トルコの生産者が6割のコスト増を吸収し、最終商品の価格に反映させていないという結論になります。短期間では可能だとしても長期間にわたってこれだけのコスト増を企業側で負担するのは現実的ではありません。現実的なシナリオはTUIKが政府の命令でCPIを低く見せていることでしょう。

CPIを低く見せることのメリットは何でしょうか？これは、大きく分けて2つあります。ひとつ目は国民の反発を防ぐことです。選挙まで残り1年となっているので100%を超えるインフレ率を発表して国民を怒らせたくないでしょう。二つ目の目的は公務員の賃上げ率を抑えることです。トルコの公務員の給料はインフレ率に合わせて賃上げされるので、インフレ率を低く見せれば賃上げが少なくて済みますし、国家予算への負担が小さくなります。一方で公務員の購買力が著しく損なわれ景気悪化を加速させることにはなりますが、エルドアン政権はその点を後回しにして、選挙戦略にフォーカスしています。

トルコの2022年1－3月期のGDP（国内総生産）は前年同期比で7.3%の上昇となりました。高く見えるものの、過去4四半期でもっとも低い成長率になります。データの中身を見ると、GDPにもっとも貢献した項目は個人消費でした。個人消費は前年同期比で11.6%の上昇となりましたが、長年トルコ経済を引っ張ってきた建設セクターは7.2%の低下となり、不動産・建設セクターの冷え込みが激しくなっているのがわかります。

TUIKによって発表された5月の経済信頼感指数は2ポイント上昇し、96.7になりました。経済信頼感指数は100を超えた時に経済に対する楽観的な見方が多くなったことを表し、100を割った時には悲観的な見方が多いことを表しています。トルコの経済信頼感指数が緩やかな上昇を見せているものの、経済の見通しは依然としてネガティブです。

トルコのマクロ指標はトルコリラ建てでみた場合にそこまで悪く見えないが、やはりドル建てで見ると大きく落ち込んでいるのがわかります。その典型例はGDPです。トルコ

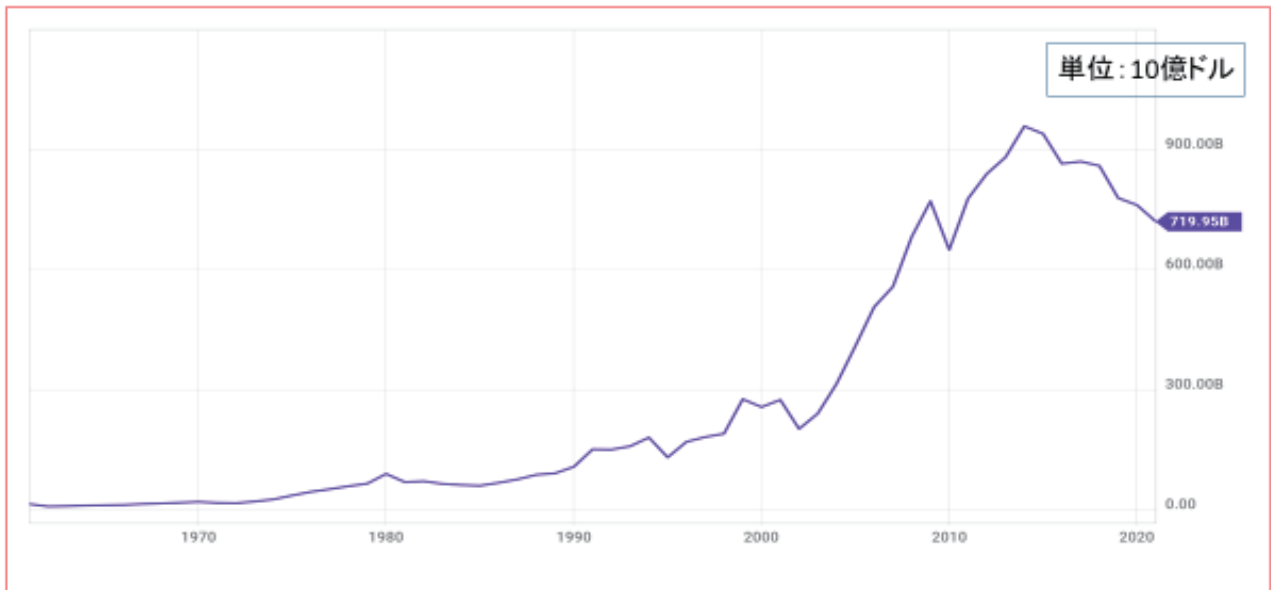
筆者紹介

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『エブリシングバブルの崩壊』（集英社）、『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』（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）

リラベースで成長していますが、トルコリラの下落が激しいのでドルベースですっと減少しています（チャート②参照）。

チャート②トルコのGDP(ドルベース)



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、特定の銘柄の買収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、使用するデータが公表情報のため誤差はございます。また、本資料は最新の情報に基づいて作成されていますが、本資料は最新の情報に基づいて作成されています。ご了承ください。

3

第2章 トルコの外交政策と欧米との関係

トルコリラの急落を受け、トルコ政府がアラブ首長国連邦とカタールに助けを求め、両国からトルコに直接投資が行われるとの報道も好感されました。両国からの経済援助はどれくらいの規模でどこまで為替に影響を与えるのかははっきりわかりませんが、原油高の恩恵を受けているオイルマネーがトルコリラの急落をチャンスと見て、トルコでの資産購入を増やす可能性はあります。エルドアン政権は直近でサウジアラビアとも関係改善をはかっています。サウジアラビア人ジャーナリストであるジャマル・カショギ氏の殺害事件後にトルコとサウジの関係は悪化していましたが、6月にモハメド・ビン・サルマン皇太子がトルコを訪問し、エルドアン大統領と会談を行いました。

エルドアン政権は中東諸国、中国やロシアとの良好な関係を維持していますが、欧米との関係はギクシャクしています。2021年10月18日(月)に、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・カワラ氏の解放を求めました。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

外追放するという事です。これが大きな外交問題に発展すると市場が懸念し、週明け早々にトルコリラは下落を加速させました。しかし、各国の大使館がトルコの内政に干渉する意向は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、外交危機はなんとか回避されました。

米国は2021年12月9日から10日にかけて民主主義のためのサミット（民主サミット）をオンライン形式にて開催しました。このサミットに日本、台湾などアジアの民主主義国家と NATO 加盟国を中心に欧米諸国も招待されましたが、トルコは招待されませんでした。NATO 加盟国で呼ばれていないのはトルコとハンガリーだけでした。

エルドアン大統領は、5月にスウェーデンとフィンランドの NATO への加盟を認めない考えを示しました。NATO への新規加盟は全加盟国が認めないとできない仕組みになっていますが、トルコが両国の加盟を認めないとした理由は、トルコ軍が長年戦ってきたクルド系テロ組織PKK（クルディスタン労働党）への両国の支援とのことです。もちろんこれは表向きの理由で、本音はロシアとの関係を悪化させたくないのと両国の加盟を認めるなら欧米から何らかの譲歩を引き出そうということでした。

両国やほかの NATO 主要国との交渉の結果、トルコは両国の加盟を容認することになりました。エルドアン大統領は6月28日(火)に両国首脳や NATO のストルテンベルグ事務総長とスペインのマドリードで会談し、加盟への反対を取り下げました。トルコが両国の加盟を容認する代わりに何を得たのか現時点ではっきりしていませんが、経済支援や米国や EU（欧州連合）諸国から戦闘機部品を含む軍事機器輸出規制の緩和などを引き出した可能性は高いです。NATO サミットでバイデン大統領とエルドアン大統領が首脳会談を行ったことも交渉成果だと考えます。

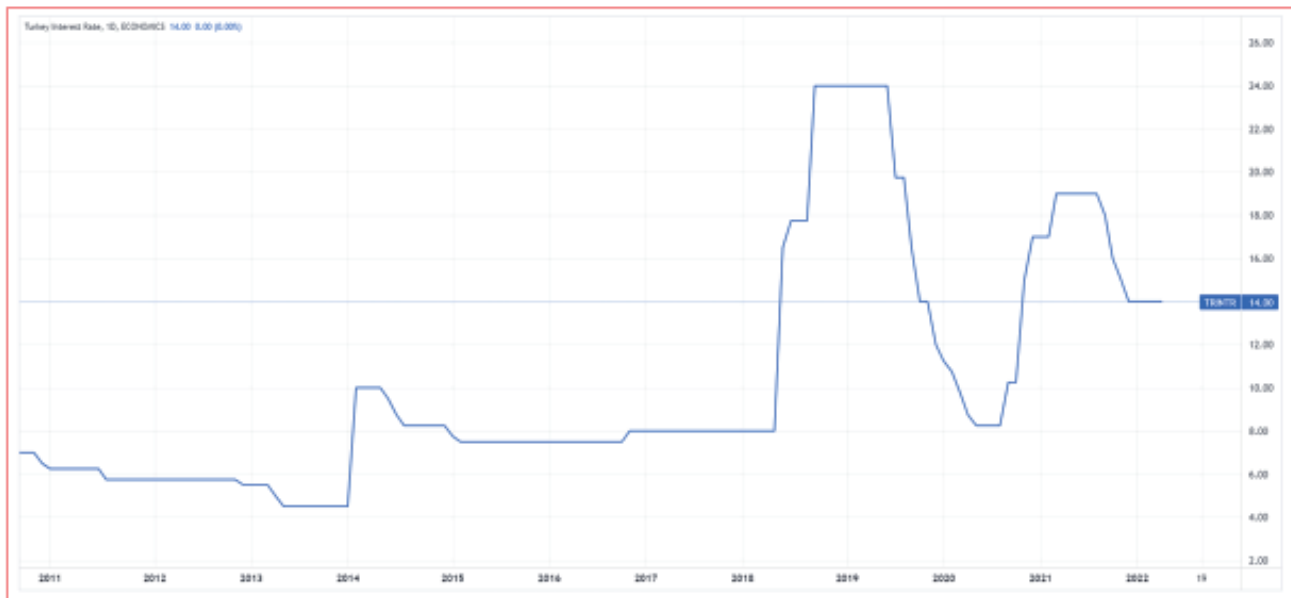
第3章 トルコ中銀の金融政策とトルコリラの動き

トルコの年間インフレが70%を超えているのにトルコ中銀は政策金利を14%に据え置いています（チャート③参照）。これはトルコの実質金利はマイナス50%を超えていることを意味します。中銀が利上げできないのは、エルドアン大統領がたびたび宗教的な理由で利上げに反対していると発言し、利下げ姿勢を続けると強調していることです。トルコ中銀の緩和姿勢はトルコリラの下落をもたらした（チャート④参照）、昨年12月にトルコリラの連日の下落で、トルコ国民は手持ちのリラをいち早く米ドルやユーロなどの外貨に換えるために両替所に殺到しました。しかし、エルドアン大統領は2021年12月20日(月)に前代未聞の新預金制度を発表しました。この新しい預金制度とは、トルコリラ建て預金の価値をトルコ政府が保証するというものでした。

つまり、トルコリラで国内銀行に預金している間にトルコリラが対米ドルで下がって、預金した時の為替レートとの差額が金利収入を超えた場合にその差額を政府から支払うと

いう制度です。預金期間が3カ月、半年、1年という括りで、期限が来る前に解約したら差額が保証されません。また、差額を計算する方式は預金開始日のレートと終了日のレートから計算されます。

チャート③トルコの政策金利(過去10年間)



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。銘柄の現状、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陥・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日に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。
©2021 複眼経済塾株式会社 All Rights Reserved.

ソース:TradingView

3

チャート④トルコリラ・円(2021年以降)



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。銘柄の現状、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陥・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日に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。
©2021 複眼経済塾株式会社 All Rights Reserved.

ソース:TradingView

4

政府が為替差損を支払うには、トルコリラを印刷する以外にやり方がありません。これがインフレを加速させ、トルコリラの価値をさらに下げるといった負のスパイラルを作ってしまった。エルドアン大統領がどんなに利上げ反対と言っても、この新預金制度は隠れた利上げの一種です。しかも、利上げ幅がわからないという変わったやり方で、ワークするのは、トルコ政府やトルコの金融機関の信用度にかかっています。

失敗する可能性が高い預金制度をわざわざローンチしたエルドアン大統領の真の狙いは何でしょうか？一言でいうと選挙までの時間稼ぎだと考えられます。来年（2023年）夏に総選挙が行われる予定で、エルドアン政権は利上げして景気を冷やさずにドル・リラの為替レートを選挙が終わるまで低く抑えたい狙いです。そのため一旦選挙が終わればトルコ中銀も通常の利上げスタンスに戻ると予想しています。もちろん来年の夏まで待たずに今年の秋に解散総選挙に踏み切る可能性もあって、年後半のトルコリラの乱高下リスクを考慮しないとイケません。

2018年にトルコ中銀は、豊富な外貨準備高を使って直接の為替介入で為替を安定させることはできましたが、今、同じことはできません。トルコ中銀の純外貨準備高は6月3日の週で105億ドルに下がっていますが、前週比で17億ドル減というトルコにしてはかなり早いペースの減少です。これを受け、スワップ協定を除く純外貨準備高はマイナス528億ドルに下がり、トルコ中銀の弱体化が深刻な問題になっています。

6月24日(金)にトルコのBDDK（銀行管理監視局）は新しい外貨資産保有規制を発表しました。BDDKの新規制は90万ドル（約1億2,000万円）以上の外貨資産を保有している民間企業を対象にしています。外貨資産が総資産あるいは売上高の10%を超える場合に、民間企業は国内の銀行からトルコリラ建ての借り入れができなくなります。新規制の発表後に手持ちの米ドルを売ってトルコリラを買う企業の動きが出て、トルコリラは上昇に転じました。

BDDKがこの制度を発表した背景にトルコ国内のドル化の加速があります。直近では特に海外と取引をしている民間企業において、資産の一部を外貨に換える動きが流行っていました。為替変動リスクを減らすための対策でしたが、トルコ国内の「ドル化」を加速させることになりました。「ドル化」とは、米ドルが自国通貨と並存または自国通貨に代わって利用される現象のことです。当然ながら政府や中央銀行にとって望ましい状況ではありません。しかし、企業の外貨保有に規制をかけることは事実上資本規制の一種であり、現地ではトルコリラの下落が止まらなければもっと強い資本規制を投入するのではないかとの懸念が増えています。

第4章 エルドアン大統領が目指す新経済モデルとトルコ政治の行方

エルドアン大統領がここまで強く利下げを望んでいることに違和感を持つ人は多いと思

いますが、彼の支持基盤である建設・不動産セクターにとって高金利は悪であるため、利下げを望む背景にはこれらの企業を守りたいという気持ちがあります。一方で利下げがトルコリラの暴落をもたらし、国民生活を直撃していることも事実です。しかし、この問題に関してもエルドアン政権は直近でトルコリラ安が望ましいという主張を展開するようになりました。エルドアン大統領によれば、トルコが目指す新しい経済モデルにとってトルコリラ安はむしろ歓迎すべき現象だということです。

その経済モデルとは何でしょうか。簡単に説明すると「ヨーロッパの中国になろう！」ということです。米中対立でサプライチェーンが中国から離れて労働力が安い新興国に移転していますが、その候補の一つがトルコです。中国はこのモデルで発展したため、トルコも同じように発展できるとエルドアン大統領は主張しています。確かに直近のリラ下落でトルコの最低賃金は3万円を下回り、トルコはインフラが整っているにもかかわらず労働力がとても安い国になりました。エルドアン大統領は本気で通貨安を新しい経済モデルへの道だと思っているのか、それとも為替政策の失敗を新経済モデルの論調に切り替えているのか不明ですが、トルコと中国の状況は違います。中国は労働力が安いという理由だけで発展したわけではなく、様々な資源を持っている国でもあったから発展できたのであり、資源のないトルコが通貨安になれば原材料の調達コストが増えるだけで企業の利益も圧迫され続けます。労働力が安いからと言って経済が大きく成長するとは限りません。

国民の不満が溜まっている物価上昇についても、エルドアン大統領は市場と違う議論を展開しています。エルドアン大統領は物価上昇の理由をスーパーマーケットチェーンにおける食料品や日常生活品の低価格のためだとし、国営のスーパーマーケットを1,000店舗オープンする計画があると発表しました。まるで社会主義国家の政策ですが、実現の可能性は極めて低いのが実態です。すでにトルコ農林水産省が運営している生協のスーパーマーケットが存在していて、それも大手チェーンのスーパーマーケットに比べて価格が大幅に安いわけではありません。元々大手小売り業者の利益率は低いため、彼らより安く販売するのは困難です。赤字経営になるのは目に見えており、国からの補助金を頼る以外に方法はありませんが、今のトルコ政府にそんな補助金を出す余裕はないでしょう。

この一連の動きからも、エルドアン政権が窮地に落ち込んでいるのは分かります。トルコ政府は海外にある資金を国内の銀行に移動させた人に対し、その資金の出処や課税の対象外であることを約束する制度をつくりました。つまり、政府としては至急外貨を必要としているため、どんなお金でもいいからトルコに持ってきてほしいのです。

ではトルコで政権交代はいつ起きるのでしょうか。通常の選挙は2023年に行われる予定ですが、秋に解散総選挙が実施されるとの見方が現地メディアでかなり強くなっています。

エルドアン大統領は負けると知っているので解散総選挙に踏み切らないのではないかとの意見もありますが、2023年までに経済状況が改善する保証はなく、トルコリラを安定さ

せるために必要な外貨準備高もないことを考えると、今年の秋の方がエルドアン政権にとって戦いやすいかもしれません。

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。