



トルコ経済と金融情勢 2023年11月

複眼経済塾 取締役・塾頭 エミン・ユルマズ

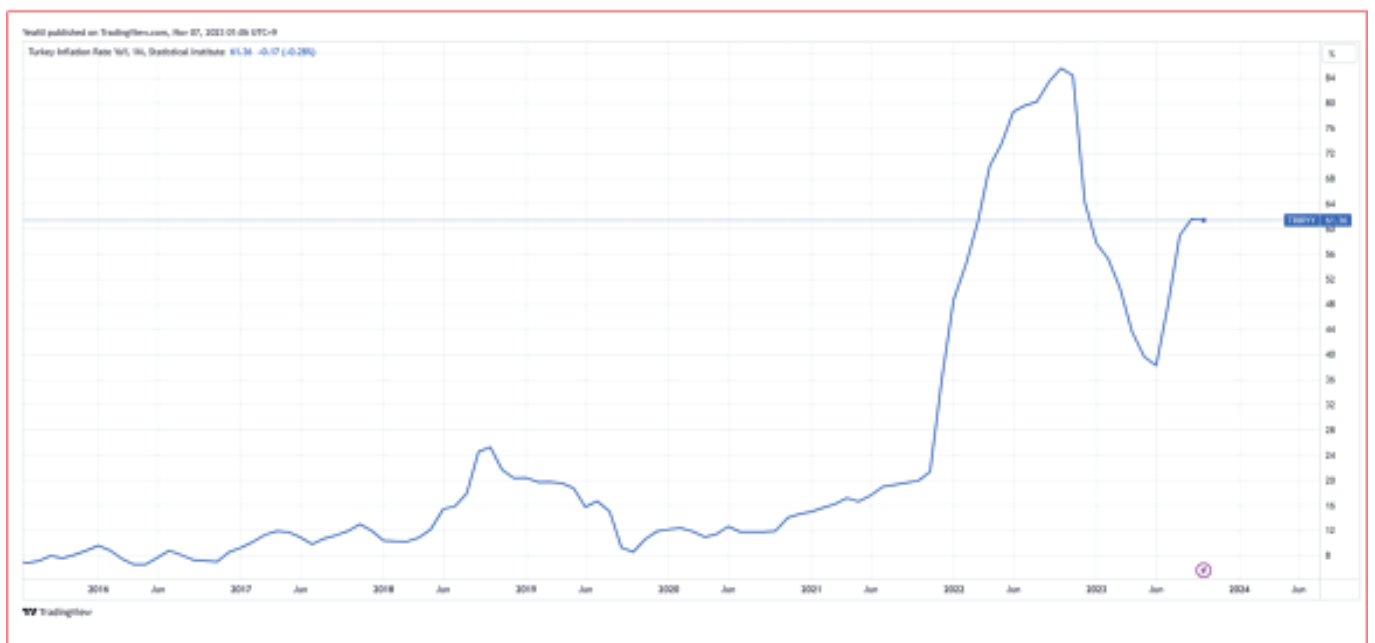


- 第1章 トルコ経済を取り巻くマクロ環境
- 第2章 トルコの外交政策と欧米との関係
- 第3章 トルコ中銀の金融政策とトルコリラの動き
- 第4章 エルドアン大統領の後継者探しとトルコ政治の行方

第1章 トルコ経済を取り巻くマクロ環境

トルコ経済は2022年に5.5%成長しましたが、今年の前半におきた大震災の影響もあり、1-6月期の成長率は3.9%に落ちました。トルコ経済にとって最大の問題は依然として高インフレです。パンデミックによるサプライチェーンの乱れと政府の財政出動・トルコ中銀の金融緩和姿勢によってトルコは20年ぶりにハイパーインフレに直面しました。消費者物価指数は2022年10月に85%に到達してから下げに転じましたが、2023年6月から再び上昇し始め、現在61%に留まっています（チャート①参照）

チャート①トルコのインフレ率(CPI)



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、売買の最終決定は、ご自身の判断で行ってください。なお、使用するデータ及び表紙等の欠落・誤謬につきましてはその責を負いかねますのでご了承ください。本資料は提供させていただいたお客様限りでご利用いただけますようお願い申し上げます。
Emin Yilmazcu All Rights Reserved.

ソース:TradingView

インフレが6月に上昇に転じた最大の理由はコモディティ価格が底打ちしたことです。ブルームバーグのコモディティ指数の動きを見ると6月に底打ち反転しているのが分かります。トルコは特にエネルギー資源を保有しておらず外国からの輸入に頼っているためコモディティ価格上昇は直でインフレ上昇につながっています。

エルドアン大統領は今年の5月に行われた大統領選挙まで「金利を下げれば物価も下がる」という独自の考え方を貫いて物価高対策よりも景気対策を優先してきました。景気が過熱してインフレが上昇しても、選挙に勝つためには引き締めをすることはいけないとのスタンスでした。しかし、選挙に勝ってからはスタンスを変え、金融引き締めを容認するようになりました。

トルコ政府は9月に中期計画を発表し、インフレ予測を上方修正しました。現実を認めたと証拠と言えます。また、経済成長の予測も下方修正しました。実際に2023年の経済成長率は前年比でマイナス1.1ポイントの4.4%になるとトルコ政府は予想しています。一方で市場のコンセンサスは3%台で、トルコ政府の予想は市場よりまだまだ高いです。世界銀行はトルコの成長率を3.2%と予想しています。

ここでもっとも重要なポイントは、目先の経済成長率はどうなるかということより長期の潜在成長率に変化があるかどうかです。トルコの潜在成長率を5%前後とみているアナリストはたくさんいますが、個人的には3%~4%台に落ちている可能性を懸念しています。コロナショックのアノマリーを除けば四半期ベースで3%台のGDP成長率を記録することが多くなりました（チャート②参照）

また、ドルベースで見た時にGDPは2013年から2020年まで下げてから反発に転じていますが、いまだに2013年のレベルに達していません（チャート③参照）。これは、2013年以降に加速したトルコリラ安が要因となりドル建てでGDPが大きく下がったことが背景にあります。日本のGDPが今年ドイツに抜かれるのと同じ理由です。

第2章 トルコ的外交政策と欧米との関係

ロシアによるウクライナ侵攻が開始してからトルコは両国に対して一定の距離を保ち、ウクライナへの人道・軍事支援を続ける一方でロシアとの対話も重要視してきました。トルコは世界3番目のパスタ輸出国ですが、その原材料であるマカロニ小麦の輸入をウクラ

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、東大工学部を卒業。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『一生使える投資脳の作り方』（扶桑社）、『大インフレ時代 日本株は強い』（ビジネス社）、『世界インフレ時代の経済指標』（かんき出版）、『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）

チャート②トルコのGDP成長率

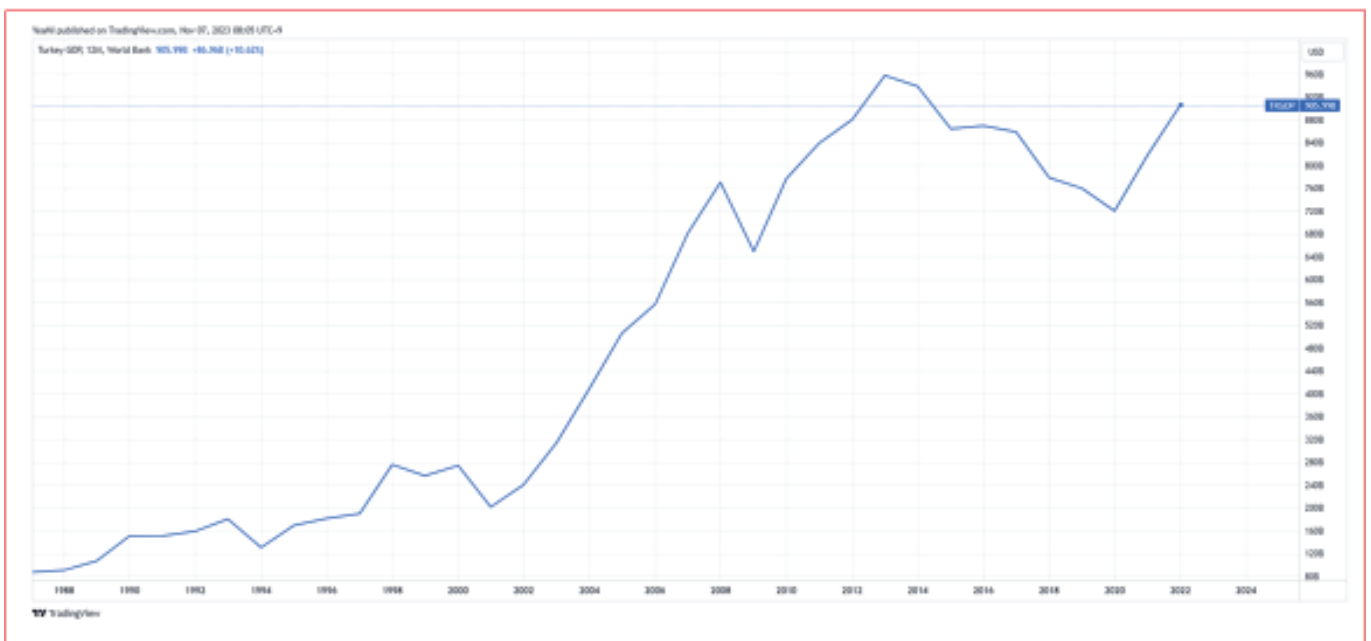


本資料は投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、特定の銘柄の投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選別、売買の最終決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、使用するデータ及び各種等の欠落・誤謬につきましてはその責を負いかねますのでご了承下さい。本資料は提供させていただいたお客様限りでご覧いただけますようお願い申し上げます。
 © 2024 All Rights Reserved.

ソース:TradingView

2

チャート③トルコのGDP(ドル建て総額)



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、売買の最終決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、使用するデータ及び各種等の欠落・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覧いただけますようお願い申し上げます。
 © 2024 All Rights Reserved.

ソース:TradingView

3

イナに頼っています。2022年2月に起きたロシアの軍事侵攻後にウクライナの穀物輸出がほぼ止まりましたが、トルコと国連の仲介でロシアと輸出再開に合意。しかし、戦況の悪化を受け、ロシアは2023年7月に輸出合意の履行を停止しました。トルコは合意履行再開に向けてロシアとの話し合いを続けており、国連もトルコに期待を寄せています。

トルコ政府はウクライナ支援やロシア・ウクライナの仲介においてはいい仕事をしてい

ると国際社会から評価されています。日本政府からの評価も高く、9月にトルコを訪問した西村経済産業大臣はトルコのボラット商務相と会談しました。両国はウクライナの復興支援について協力することになっています。

スウェーデンのNATO（北大西洋条約機構）加盟をめぐって、米国とトルコの駆け引きが長い間続いていましたが、エルドアン大統領は10月23日に加盟承認に向けた議定書をトルコ議会に送りました。議会での審議にさほど意味はなく、エルドアン大統領がGOサインを出せばそのまま通りますので、スウェーデンのNATO加盟はほぼ確定とみるべきです。

スウェーデンのNATO加盟を認める代わりにトルコは米国からF-16戦闘機を含む軍事機器を購入できるようになります。また、NATO加盟承認の代わりにトルコ政府はスウェーデンにクルドの武装組織PKKのスウェーデンでの活動を規制するように要請しています。7月に行われたNATO首脳会議の直前にエルドアン大統領とスウェーデンのクリステション首相は首脳会談を行い、両国間でテロ対策をめぐり協力を強化することに合意しています。

一方でトルコの外交政策はすべてバラ色ではありません。スウェーデンのNATO加盟問題は解決したものの直近ではイスラエルとハマスの紛争でトルコと欧米諸国の距離が再び開き始めています。エルドアン大統領は10月25日にハマスのことについて「テロ組織ではない」と擁護する発言をし、イスラエルを強く非難しました。エルドアン大統領によれば「ハマスはテロ組織ではなく、ムジャヒディンであり、解放運動グループ」であります。エルドアン大統領や彼が率いる公正発展党（AKP）のイデオロギーバックグラウンドを知ればこの発言は特に驚くべきではありません。エジプトのムスリム同胞団、ハマス、トルコのAKPは似たような政治思想を抱えています。ポリティカルイスラムもしくはイスラム主義とも呼ばれるこの思想では、政権をとるために民主主義システムの中で政治闘争をすべきと主張されています。一方で一旦政権をとれば民主主義よりも権威主義的な政策に走るのが特徴です。実際にハマスもガザで政権をとってから選挙が実施されていません。

エルドアン大統領が野党のリーダーなら原理主義テロ組織であるハマス擁護の発言はそれほど重要ではありませんが、NATO加盟国で欧米諸国の同盟国としては連携を乱す行為となり、欧米諸国とトルコの外交距離が再び開くことになります。また、9月の国連総会で首脳会談したばかりのイスラエルとの関係も大きく悪化しました。イスラエルはトルコ駐在の外交官を全員イスラエルに呼び戻すと発表し、両国関係が危機に直面しています。

ブリンケン米務長官は11月6日にトルコを訪問していて、トルコのフィダン外相と会談しました。スウェーデンのNATO加盟に加え、イスラエルとハマスの紛争についても米国はトルコに歩み寄りを求めています。一方では来年3月の地方選挙に向けてのキャンペーンも始まっており、エルドアン大統領は特にイスラム主義者の支持基盤に対してはハ

マス擁護・イスラエル批判でアピールしたい考えです。こうしたことから、トルコと欧米諸国の関係は引き続きギクシャクすると予想されます。

第3章 トルコ中銀の金融政策とトルコリラの動き

エルドアン大統領は5月の選挙に勝利してからは経済政策の方向転換をはかり、市場から信頼されているメフメット・シムシェキ元経済担当副首相を財務大臣に任命しました。シムシェキ大臣は英国とトルコの二重国籍を保有していて、ドイツ銀行やメリルリンチなどの大手投資銀行で勤務した経験があります。経済担当大臣副首相を務めていた時も市場からの評価が高かった人物です。

シムシェキ大臣は財政規律を戻し、予算赤字（予算の段階で収入よりも支出が多い状態）の縮小を目指しています。また、内需頼りの経済成長から純輸出が経済に貢献できるバランスの取れた成長戦略に切り替えようとしています。シムシェキ大臣は財政政策の透明化によって外国人投資家の信頼を取り戻す努力をしています。

シムシェキ大臣の任命に加え、エルドアン大統領はまだ任期途中だったカブジュオール中央銀行前総裁を銀行調整監視機構の会長に任命し、代わりに5月に破綻した米地銀ファースト・リパブリック・バンクの共同最高経営責任者を務めていたエルカン氏を連れてきました。エルカン氏は史上初の女性総裁になりました。シムシェキ大臣に加え、まだ40代前半の若くて国際派の女性総裁を任命することでエルドアン大統領は「私は変わった」とグローバル市場にアピールしています。

カブジュオール前総裁は2021年3月に就任してからエルドアン大統領の利下げ路線に従って、政策金利を19%から8.5%まで引き下げました。この緩和姿勢がトルコリラの暴落を生んでしまい、インフレ率が80%を超えた最大要因です。エルカン総裁は就任してから急速な政策転換をはかり、政策金利である1週間物レポ金利を8.5%から35%まで引き上げました（チャート④参照）

政策金利が短期間で35%に上昇したのはトルコリラの下落にある程度歯止めをかけていますが、上昇につながっていません（チャート⑤参照）。それはトルコの実質金利がまだ大きくマイナスだからです。マイナス金利をなくすには政策金利を少なくともインフレ率に近づける必要があります。現時点でトルコ中銀は利上げを急いでおらず、段階的な引き締めスタンスをとっています。

トルコ政府はトルコリラの暴落を阻止するために2021年に為替保護預金制度（Kur Korumali Mevduat, KKM）を導入しました。これはトルコの銀行に定期預金した際に為替差損が発生し、それが預金金利による収入を超えた場合に差額を国が補填するという制度です。KKMはその場しのぎの一時的な政策であり、トルコの財政に大きな負担となっているため、トルコ中銀は残高が20兆円近くまで膨らんだKKMの縮小に乗り出しています。

チャート④トルコの政策金利



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、売買の最終決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、使用するデータ及び各種等の欠落・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覧いただけますようお願い申し上げます。
 Emis: Yurumuzu All Rights Reserved.

ソース:TradingView

4

チャート⑤トルコリラ・円(日足)



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、売買の最終決定は、ご自身の判断で行って下さい。なお、使用するデータ及び各種等の欠落・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覧いただけますようお願い申し上げます。
 Emis: Yurumuzu All Rights Reserved.

ソース:TradingView

5

シムシェキ大臣の財政規律とエルカン総裁の引締めスタンスはポジティブに評価すべきで、トルコリラの安定に大いに貢献できると考えています。一方で来年3月に地方選挙が行われる予定で選挙が近づくとつれてエルドアン大統領が再び金融緩和とバラマキ経済対策に舵を切るリスクは残っています。

第4章 エルドアン大統領の後継者探しとトルコ政治の行方

5月に行われた大統領選挙はエルドアン大統領の完全勝利でした。5月14日に行われた大統領選挙の一回戦でエルドアン大統領は49.5%、クルチダルオール候補は44.9%の票を獲得し、2名で決戦投票を戦うことになりました。5月28日に行われた決戦投票でエルドアン大統領は得票率を52.2%に拡大し、過半数を獲得したため大統領に再任しました。選挙前にパンデミックの経済的後遺症に加え、東部で起きた大震災の影響でエルドアン大統領の支持率低下が話題になりました。野党側や政治専門家の多くが今度こそ政権交代がおきると確信していましたが、震災が支持率低下につながっておらず、経済的な困難についてもエルドアン政権よりも外部要因のせいだと考えている国民が多いことが分かりました。選挙の大敗は野党支持者にショックを与え、もはや選挙でエルドアン大統領に勝つのは無理ではないかとの見方が広がっています。野党同盟の候補者だったクルチダルオール氏にも批判が集中し、11月に行われた共和人民党（CHP）の大会でクルチダルオール氏が党首選挙に敗北し、オズギュル・オゼル氏を最大野党の党首に任命しています。

個人的にもエルドアン大統領が生きている限り選挙で負ける可能性が極めて低いと考えています。選挙に勝てないのは野党の責任もありますが、選挙の仕組みにも問題があります。トルコメディアはすでに政権の支配下に置かれており、エルドアン大統領は国家の力を後ろ盾にして圧倒的なプロパガンダメカニズムを動かしています。また、今回の選挙前でもあったようにクルチダルオールよりも有力な候補だったイスタンブールのイマモール市長を侮辱罪で有罪にし、出馬を阻止しました。この観点で言うとトルコはだんだんロシアに似てきているとも言えます。選挙があるものの与党と野党が対等な立場で戦っているわけではなく、与党が明らかに有利な状況で選挙戦を展開しています。

エルドアン大統領は2024年3月に行われる地方選挙でイスタンブールとアンカラを再び与党の手に戻そうと必死です。前回の地方選挙で野党が協力し、この2大都市で共和人民党の候補者が当選しました。特にイスタンブールはエルドアン大統領の地元であり、イスタンブールを取り戻すことに大きな意味があります。

選挙で無敵のエルドアン大統領ですが、健康状態については以前から色々な噂が飛び交っています。直近では体調不良による国家行事への欠席が多くなっているとも言われていますが、事実かどうかは不明です。一方で公正発展党の中でエルドアン大統領の後継者争いがおきていて、体調不良説が事実である可能性が高まっています。エルドアン大統領の後継者を狙っているものとして、フィダン外務大臣、娘婿のアルバイラク元財務大臣、同じく娘婿のバイラクトル氏の名前があがっていますが、その中でもバイラクトル氏が最近目立ってきました。彼はウクライナ戦争でも大いに活躍しているバイラクトル tb2無人戦闘航空機を製造しているバイカル社の最高技術責任者であり国内で人気が高まっています。

共和人民党の新党首であるオゼル氏はトルコ政治にどこまで変化の風を吹かすことができるのか？エルドアン大統領の後継者が誰になるのか？これらの質問に現時点で答えるのは困難ですが，中長期でトルコ政治の不透明感が高まると予想しています。政治の混乱がトルコリラの更なる下落をもたらすリスクがあり，来年の地方選挙に注目が集まっています。

Copyright 2023 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。