

トルコ経済とトルコリラ

2021年9月

エミン・ユルマズによる特別レポート



- 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

著者の経歴 エミン・ユルマズ

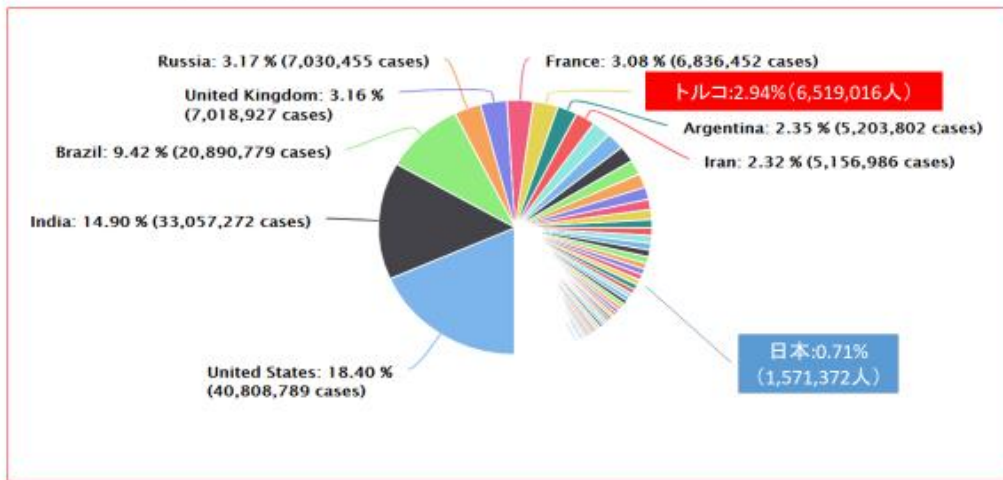
トルコ・イスタンブール出身。16歳で国際生物学オリンピックの世界チャンピオンに。97年に日本に留学。1年後に東京大学理科一類に合格、東大工学を卒業。その後同大学院で生命工学修士を取得。2006年野村証券入社、投資銀行部門、機関投資家営業部門に携わった後、2016年に複眼経済塾の取締役・塾頭に就任。

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）

第1章 トルコのパンデミックとワクチン接種状況

トルコの新型コロナウイルス感染者数は650万人を超え、トルコは現在、世界で7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5万8000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新型コロナウイルス感染者の国別分布(9月8日時点)



複眼
経済

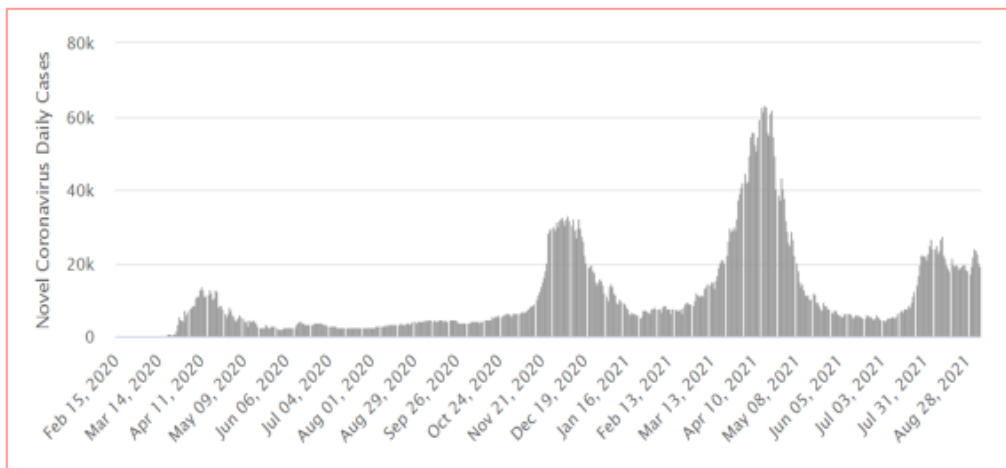
複眼経済塾

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。最新の
市場、投資の動向決定は、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.

Source:Worldometers

1

グラフ②トルコの新型コロナウイルス感染者の推移(9月8日時点)



複眼
経済

複眼経済塾

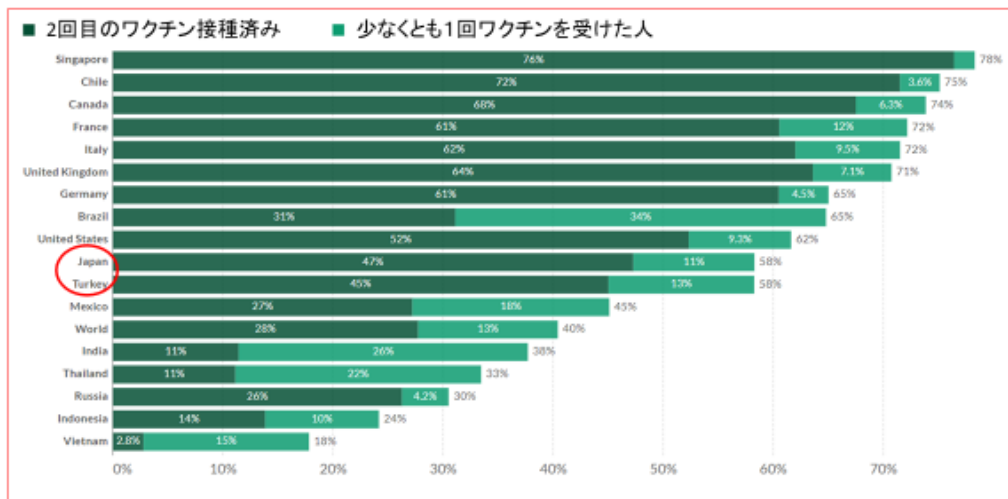
本資料は投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、特定の金融商品の投資勧誘を目的として作成したものではありません。最新の
市場、投資の動向決定は、ご自身の判断で行ってください。なお、使用するデータ及び表現等の欠落・誤謬につきましてはその責を負いかねますのでご
了承下さい。本資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただけますようお願い申し上げます。
©2021 複眼経済塾株式会社 All Rights Reserved.

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58%に達しています(2021年9月8日時点)。これは同じ時点での日本の水準とまったく同じで、2回目のワクチン接種を終えた人の割合も45%と、こちらは日本の47%より低いもののがかなり近い水準です。トルコの感染者の数は依然として多いですが、新規感染者の数は前回の波の半分以下に収まりました。これ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。おそらくトルコ政府は観光シーズンが終わる秋以降に部分的なロックダウンを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、9月8日時点)



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。銘柄の選別、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けますようお願い申し上げます。

Source: Our World
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。

トルコのマクロ指標の中でトルコリラの動きに大きな影響を与えているのはトルコの経常収支です。トルコは万年経常赤字国なので経常赤字が大きく拡大した時にトルコリラは売られやすくなります。2021年6月の経常赤字は11.3億ドルとなり、今年もっとも低い金額でした。一方で直近12ヶ月の経常赤字は297億ドルと高い水準を継続しています。トルコの経常赤字が拡大する最大の要因は原油価格の上昇です。原油価格が足元で下げに転じることがトルコリラのサポート材料になると考えると、最近発表されている中国のマクロ指標は軒並み市場予想を下回っており、原油を含むコモディティ価格の動きに大きな影響を与えるのは中国需要なので、中国経済の減速がコモディティ価格の頭を押さえ、結果的にこのことがトルコのような原油を持たない新興国の通貨にとってプラスになると考えます。

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3日に発表された8月のCPIは+19.25%でした。つまり、トルコの政策金利は19%なので、インフレ率が政策金利を超え、トルコは実質マイナス金利と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29%増となっている食料品価格でした。食料品価格の上昇率は2019年4月以来の高水準で、これが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8月はさらに拡大しました。PPIは8月に+45.52%という記録的な数字に達していますが、やはりその背景にあるのはサプライチェーンの乱れによるコモディティ高と輸送コスト増です。また、サービス業PPI上昇も気になるところです。トルコ統計局(TUIK)の発表によると7月のサービス業PPIは+38%で、史上最高の上昇率を記録しました。PPIとCPIの乖離が拡大し続けているということはインフレ上昇圧力がしばらく弱まらないことを示唆しています。

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のエルドアン寄りのメディアでしたが、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、トルコメディアが今年の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賭け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経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1000人以上のアフガン難民がトルコに違法入国しており、タリバンのアフガニスタン全土制圧に伴って10月には2000人を超えると予想されています。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。

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、次の総裁にシャハブ・カブジュオール氏を任命しました。新しい総裁が金利を下げるのではないかという懸念はありましたが、実際は引き締め姿勢を崩しませんでした。トルコ中銀は8月12日に行われた政策会合でも政策金利を19%に据え置いています。トルコ中銀の発表によると、「ワクチン接種の進行によって今後トルコ経済の回復傾向が強まる見通しですが、サプライチェーンの乱れによるインフレ圧力も継続しているので引き締め姿勢を当分維持する」とのことです。つまり、「インフレが低下しない限り利下げはしない」と宣言しています。市場はトルコ中銀のスタンスを評価していて、8月後半からトルコリラは上昇に転じました（グラフ④を参照）。

グラフ④トルコリラ・円(2020年9月以降)

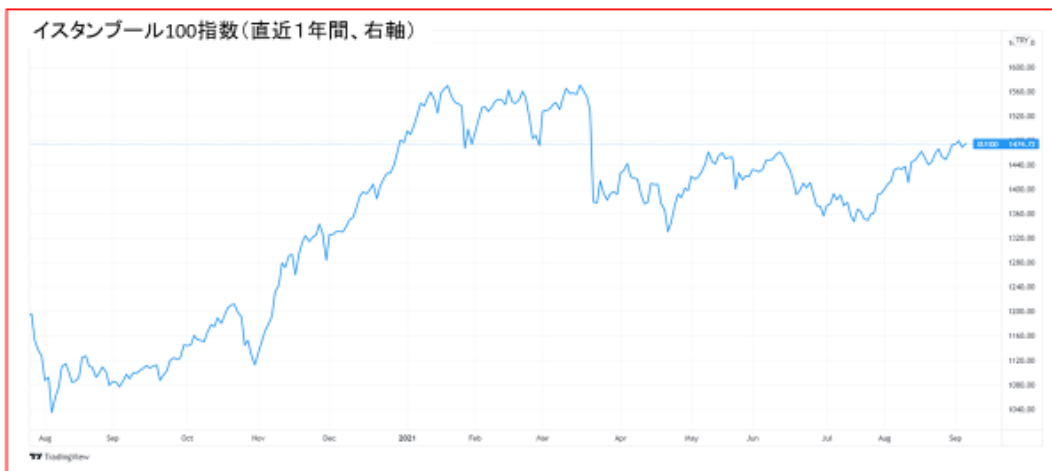


トルコ国庫・財務省の発表によると1-7月で国家予算は783億リラの財政赤字となりました。これは記録的に悪い数字ですが、パンデミックの長期化によって世界主要国で財政赤字が拡大しているため、トルコも例外ではないということです。

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FRBの金融政策です。FRBのパウエル議長は8月に行われたジャクソンホール会議での講演で年内のテーパリング開始を示唆しましたが、ほぼすべてのリスク資産はパウエル議長の演説後に大きく上昇し、ドル指数が後退しました。これが新興国通貨にとって安心材料となり、トルコリラも買われました。テーパリングの開始を示唆したはずなのになぜ？という疑問を持っている投資家の方々も多いと思いますが、パウエル議長はテーパリングを発表したわけではな

く、「年内にテーパリングを開始するのが適切である」と言ったままで、インフレ上昇が一時的だという主張をジャクソンホールでも強調しました。つまり、パウエル議長の「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」とのスタンスは変わっていません。市場はこの姿勢を予想よりもハト派的だと判断したためにドル指数は後退し、リスク資産が買われました。年内最後の FOMC は 12 月で、その時までには景気が悪化し、インフレ上昇圧力が弱まれば FRB がテーパリングを見送る可能性は高くなり、市場もそのシナリオにかけているのではないかと予想しています。トルコリラに加え、トルコの株式市場がその象徴の一つで、8月の最終週に外国人投資家が約 2.1 億ドルのトルコ株を購入し、トルコ債も同じく約 2.1 億ドル購入されています。日本市場からすると小さな金額ですが、トルコ市場にとっては今年の 1 月以来の大規模な純買いです（グラフ⑤を参照）

グラフ⑤外国人投資家は1月以来の純買い



複眼経済塾

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ください。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けますようお願い申し上げます。

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

インフレの上昇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。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患っているのかは不明です。

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、トルコの政策金利が実質マイナスになっているためトルコ中銀による緩和はリラを大きく下落させるリスクもあります。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低下しない限り金利の引き下げに動く可能性は低いと思っているので過度な懸念はしていませんが、解散総選挙関連の動きはトルコリラ投資家にとってテールリスクであることは間違いないと考えます。

トルコリラの見通し 結論

- ワクチンの接種率の上昇で経済が正常化に向い回復傾向が明らかになっています。
- 消費者物価指数の高まりに加え、難民問題で国民の不満が溜まっていて、エルドアン政権の支持率低下につながっています。
- トルコ中銀は引き締めスタンスを継続していて、インフレ圧力が弱まらない限り緩和に踏み切らないと宣言しているのが投資家の安心材料になっています。

2021年後半の想定レンジ 11円～14円