

# 今後のトルコ情勢：緩やかな経済成長が続き、リラの下落は軽微に留まる見通し

## 【1】政治は安定するか：足元のデモとトルコの政情

現在トルコでは、反政府デモが国内各地で起こっています。都市部を中心に若者がエルドアン首相の辞任を要求。警官隊との衝突もしばしば起こっています。背景には、約10年間も首相として政策運営を行ってきた、エルドアン氏のやや強引とも言える政治手法にあるとされています。

これまで、首相は優れたリーダーシップを発揮、経済は過去10年間で平均約+5%の実質成長を達成しました。国民の人気は高く、デモ前の首相の支持率はトルコ全域で62%との調査もあります。ただし進歩的思考をする人が多いといわれるイスタンブールでは46%で（図1左）、今回のデモ参加者は、エルドアン首相を支持しない都市部の住民が主体と考えられます。

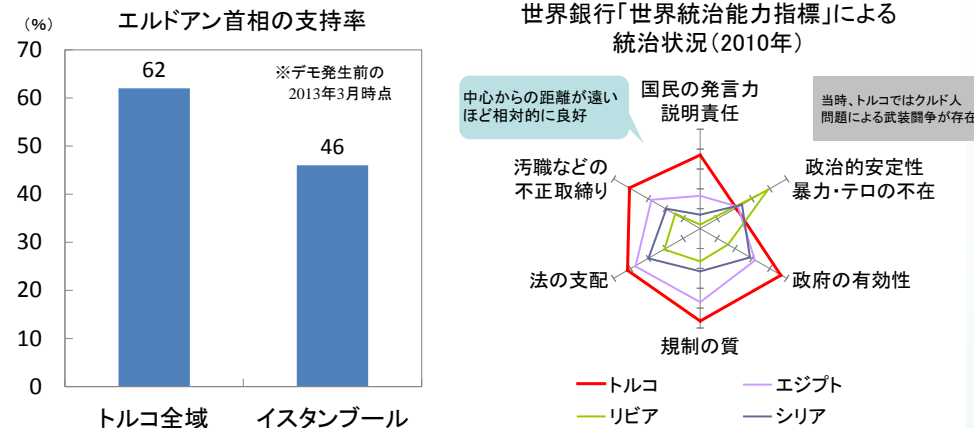
なおトルコ政府の統治能力は高く、2011年以降の中東・北アフリカの民主化運動「アラブの春」とは異なるとの見方が一般的です（図1右）。

## 【2】デモ自体は民主国家でも起こっている普遍的現象

なお先進国でも、安保闘争（日本、1959-60年、68-70年）や公民権運動（米国、1950-60年代）など、多くのデモを経験しています。必ずしも今回のトルコのデモが、それらと同列に捉えられるわけではありませんが、デモの発生が直接、政治体制の崩壊や経済活動の大混乱を招くわけでもありません。状況は予断を許しませんが、いずれ沈静化に向かうとみています。

報道や現地エコノミストの意見等を参考にする限り、今回のデモは首相個人に向けられている性格が強く、政権与党（公正発展党、AKP）に対する批判ではないようです。AKPは2001年の結党以来、順調に支持を伸ばしてきているといえます（図2左）。報道では、今回のデモで野党の支持率は高まっているとされますが、今後の選挙（図2右）でAKP以外が政権を担う可能性は低いとみています。AKP政権が続けば、これまでの現実的な政策は継続され、政治要因から経済成長が阻害されるリスクはなさそうです。

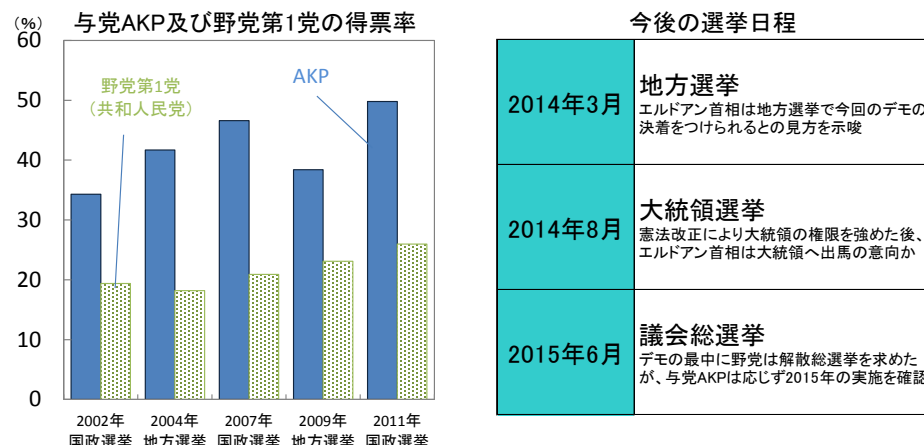
## 【図1】トルコの統治能力は「春」前の一部アラブ諸国よりも良好



注) 右図は「アラブの春」直前の2010年時点。当時トルコではPKK(クルド労働者党)の反政府武装闘争が存在していたため、トルコの政治的安定性・暴力・テロに関する指標が低くなっているものと思われる。PKKは2013年3月に事実上の停戦宣言を行った。

出所) PewResearchCenter、世界銀行資料等より当社投資情報部作成

## 【図2】これまでの与党の得票率は高く、今後の選挙に注目



注) 左図は、議会総選挙の得票率をもって国政選挙の得票率、地方議会選挙の得票率をもって地方選挙の得票率としている。

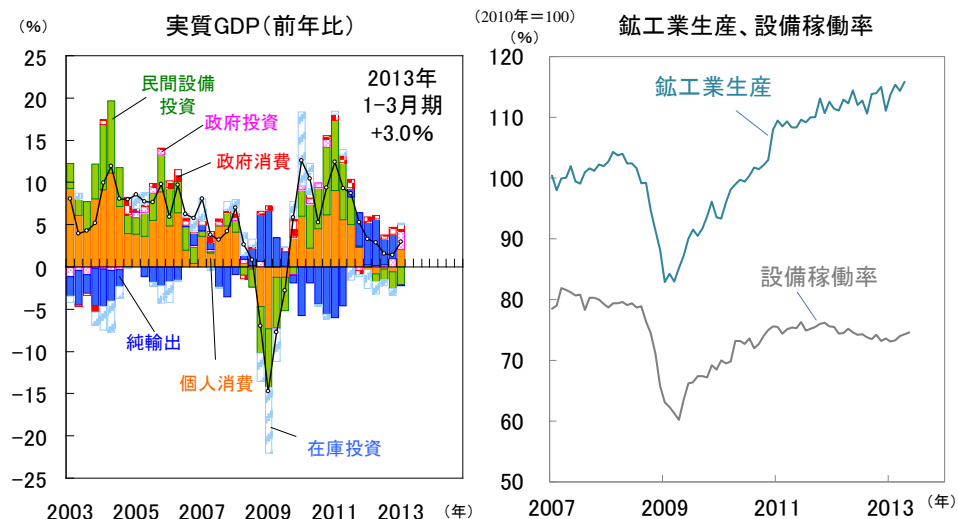
出所) トルコ統計庁、各種資料より当社投資情報部作成

### 【3】景気は2012年後半に底入れ、懸念含むも再加速の兆し

デモは続いています。実体経済の状況を見ると、景気は2012年後半に底入れし、足元は徐々に加速を始めているように見受けられます。2013年1-3月の実質GDPは前年比+3.0%と2012年10-12月の同+1.4%を上回りました。内訳を見ると、民間消費（寄与度+2.1%pt）、政府投資（同+2.2%pt）等が牽引、民間投資（同▲2.1%pt）等の減少を補ったようです（図3左）。

ただし、1-3月期の民間投資の低迷など、企業部門の回復がやや緩慢なことが懸念されます。しかし鉱工業生産は4月115.9と3月114.4から+1.3%上昇、緩やかながらも拡大傾向が継続。また設備稼働率も2013年1月73.1%から4カ月連続で上昇、5月には74.6%に回復しています（図3）。企業マインドを示す製造業PMIも、2012年8月以降は一貫して景気拡大の目安である50を上回っています（直近は51.1、2013年5月）。足元1-3月期に大きく成長率押し上げに寄与した政府投資は、今後の減少が予想されますが、代わりに企業の設備投資が拡大し、景気を下支えすることが見込まれます。総じて、景気は年後半にかけ、潜在成長率と考えられる+4%前後の成長に向かうと考えます。

### 【図3】低成長が続いたが、企業活動に活性化の兆し(右)



注) 右図の直近は、鉱工業生産は2013年4月。設備稼働率は同年5月。いずれも季節調整値。出所) トルコ統計庁、トルコ中銀

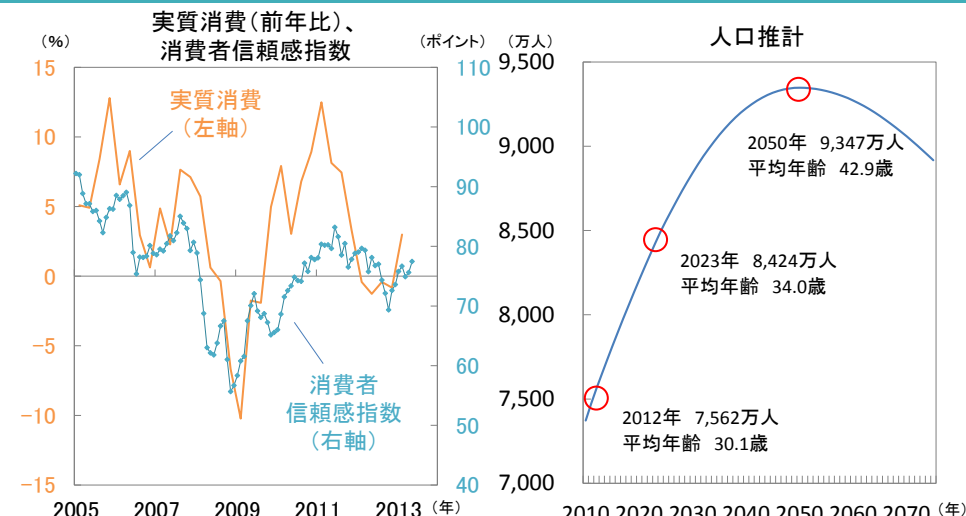
### 【4】デモで消費鈍化の可能性もあるが、中長期的には拡大

消費者心理が好転していることで、GDPの7割程度を占める民間消費が活性化、2013年1-3月の成長率押し上げに寄与しました。今後もこの傾向が続けば、消費が景気を牽引していくことが見込まれます（図4左）。

ただし、反政府デモで消費者マインドが低下、消費が一時鈍化する可能性もあります。現地の日本大使館等にヒアリングを行った結果、デモは経済活動にほとんど影響ないとのことですが、イスタンブール等のデモは商業地域で行われ、かつ頻繁に報道されており、影響が全くないとは言い切れないと考えます。現時点でデモのGDPに与える影響を推計するのは困難ですが、マインドの低下等により0.2%pt程度、GDPを下押しする可能性もありそうです。

他方、中長期的には人口増加もあり、消費も含め経済の拡大は続く見通しです。現在7,562万人（2012年）の人口は、建国100周年となる2023年に8,424万人、2050年には9,347万人に達するとされます。平均年齢も若く（30.1歳、2012年）、2023年34.0歳、2050年42.9歳と推計されています（図4右）。

### 【図4】2050年にかけて人口増が続く(右)



注) 左図の直近は、実質消費が2013年1-3月、消費者信頼感指数が同年5月。右図は2012年まで実績、以降はトルコ統計庁の推計値（ベースライン）。

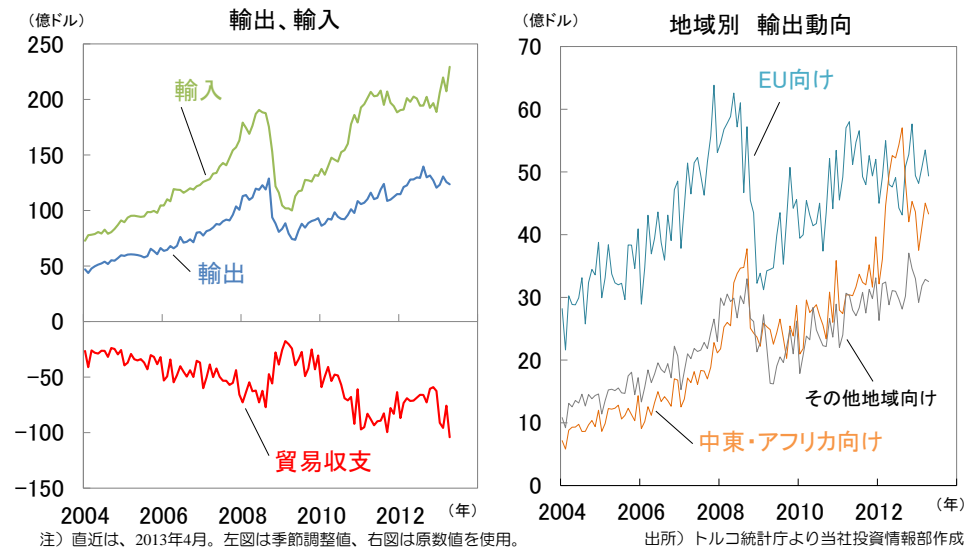
出所) トルコ統計庁

## 【5】欧州向け輸出の不振等で、拡大した貿易赤字

貿易動向に目を向けますと、足元で赤字が拡大しています（図5左）。国内需要が消費中心に強まりつつあり、それに伴い輸入が増加しています。最大の輸出先である欧州の低迷が長引いており、輸出が伸び悩んでいることも赤字拡大の背景にあります。中東・アフリカ向けの輸出は増加傾向ですが、2012年に顕著だったイランへの金輸出等が一服し、最近では、中東・アフリカ向けの輸出もやや落ち着いています（図5右）。内需の回復が緩やかなものに留まれば、貿易赤字の抑制も可能ですが、当面は注視が必要と考えます。

トルコは①エネルギーの輸入依存度が高いこと、②自国内で高度な技術を要する部品産業等が十分に発達していないこと、③国民の貯蓄率が低いこと、により、構造的な貿易赤字国になっています。この状況から抜け出すのは容易ではありませんが、原発建設などによるエネルギー輸入の減少、技術力の高い外資系企業の誘致、政府の補助金による年金保険料納付の促進、等、それぞれに対策を打ち出しています。貿易赤字体質の変化には時間がかかりますが、中長期的には、貿易赤字が縮小していくことが期待されます。

## 【図5】 輸入を抑制しつつ、輸出増を達成できるかに注視が必要

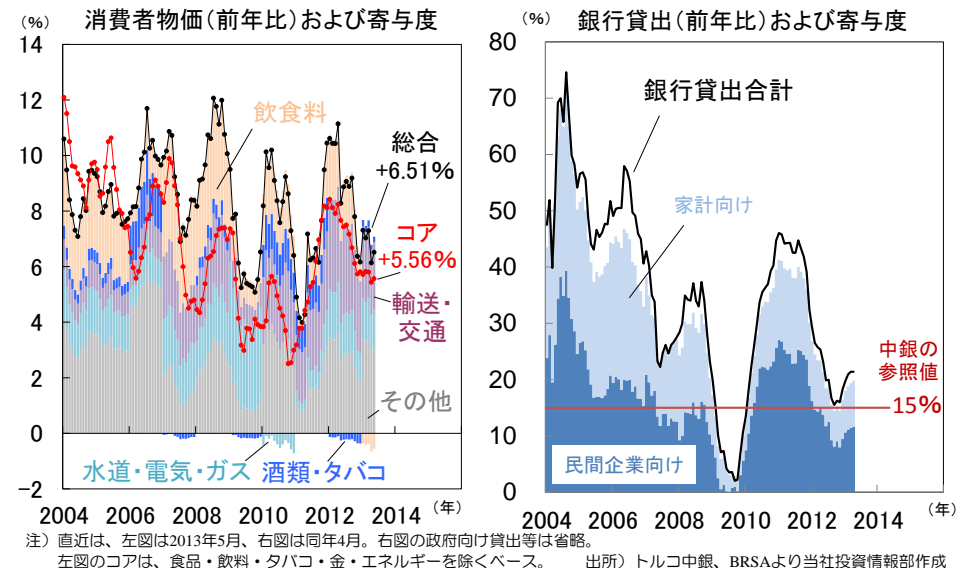


## 【6】インフレ率は比較的高水準だが、安定的に推移

景気は再加速の兆しが見えますが、物価は落ち着いています。5月消費者物価（総合）は前年比+6.51%、基調的な動きを示すコア物価では同+5.56%と、他の新興国に比べやや高めですが、安定的に推移（図6左）。2013年4月公表のインフレレポートでは、GDPギャップがまだマイナスであり（2015年夏にゼロとなる見通し）、インフレ圧力は小さいと分析。中銀見通し（中心値）も2013年末前年比+5.3%、2014年末同+4.9%とされており、トルコ中銀の定めるインフレ目標（同+5%）に向かい低下していくことが見込まれています。ただしリラの1%ptの下落（実質実効ベース）は、輸入物価の上昇を通じ0.15%pt程度消費者物価を押し上げるとの推計もあります。リラが5月から5%弱下落したとすると、0.7%pt程度の物価上昇が想定されます。中銀はインフレ抑制のためにも、極度のリラ安は容認しないとみられます。

当局は、銀行貸出を年率+15%以下に抑える方針も示しています。中銀による預金準備率引き上げや、銀行監督庁による家計向け貸出規制の動きもみられ、これらの政策からもインフレ圧力は抑制されると考えます（図6右）。

## 【図6】 銀行貸出の抑制に努める当局（右）



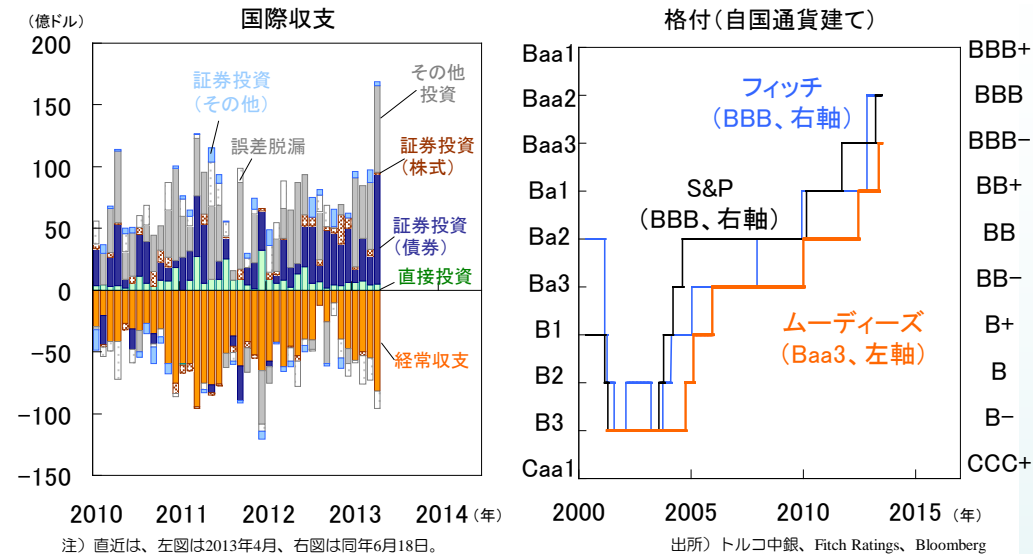


## 【7】経常収支赤字の制御が課題

貿易赤字を背景に経常赤字が膨らんでおり、特に4月经常赤字は81.7億ドルと3月55.0億ドルから拡大しました（図7左）。急激なリラ安を招く恐れがある経常赤字の拡大を抑制することが、当局の重要課題ですが、6月18日の金融政策委員会後の声明では、中銀は現在の政策枠組みや一次産品価格の下落により、経常赤字拡大に一定の歯止めがかかると考えているようです。

トルコでは過去10年間を通じて政府財政は健全化、外貨準備の増加など対外的な流動性環境の悪化への耐性も備わりつつあります。これに応じて格付機関からの格上げが続き、2013年5月以降は大手3社から投資適格級が付与されています（自国通貨建て、図7右）。格付上昇や高い債券利回り等を背景に、今回のデモ前までは海外からの資金流入（特に国債への証券投資）が続いていました。ただしデモ発生以降、証券投資による資金は流出に転じています。5月27日～6月7日の非居住者（≒海外投資家）による純取引額は、株式で6.1億ドル、政府債（≒国債）で11.2億ドルの流出超となっています。

## 【図7】デモ直前までは格付の上昇もあり、資金流入が継続

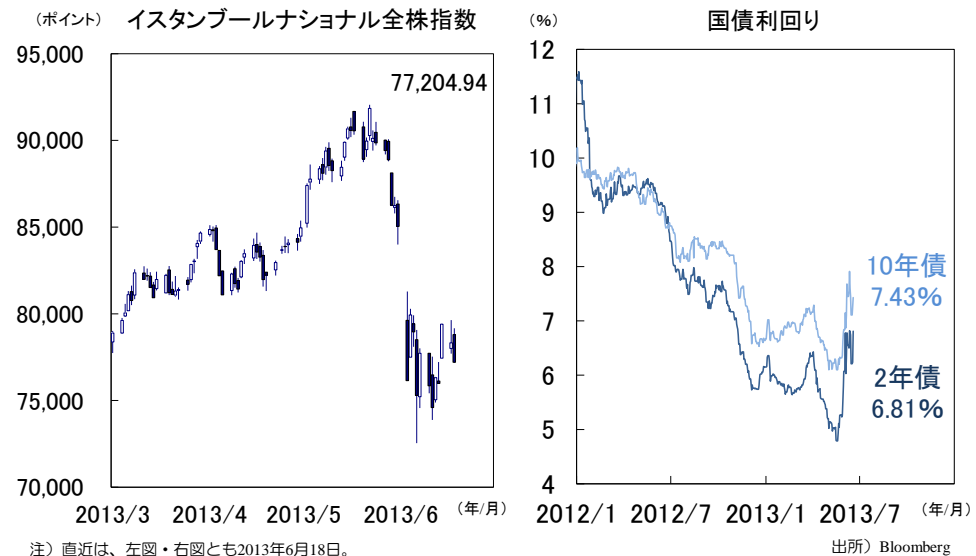


## 【8】デモが金融市場に与える影響は、ピークを過ぎた可能性

米国のQE3縮小観測が強まった5月22日以降、じりじりと下げていた株価ですが、デモ隊と警官隊が最初に衝突した後、イスタンブールナショナル全株指数は急落、6月3日には前日比10.5%下落しました（図8左、足元は77,204.94ポイント、6月18日）。海外投資家による資金引き上げが要因と思われます。国債市場でも利回り急騰、2年債及び10年債の利回りは5月17日に4.79%、6.10%でしたが、デモ後はそれぞれ6.82%、7.91%まで一時上昇（6月11日）、足元も高止まりしています（それぞれ6.81%、7.43%、6月18日、図8右）。

今後の状況は依然として不確実性が大きいものの、デモ隊が暴徒化し、警官隊との衝突がいっそう激化することは考えづらいとみています。デモ自体が金融市場に与える影響の度合いについては、ピークは過ぎたと考えます。デモが沈静化するまで海外投資家が投資を手控えることが予想されるため、株価の大幅な回復は見込みづらいものの、一日に10%以上下落するような可能性は小さいでしょう。デモが徐々に沈静化していくにつれ、再び海外から債券投資が増加、国債利回りも緩やかに低下していくものと見込みます。

## 【図8】デモ発生後に株価は急落、国債利回りは上昇



## 【9】リラ安に歯止めをかけたい中銀は、利下げを見送り

2013年9月以降、コリドー上下限金利（翌日物貸出金利、翌日物借入金利）や政策金利の引き下げを続けてきた中銀は、足元のリラ安を懸念、6月18日の金融政策委員会では利下げを見送りました（図9左）。

中銀は、金融政策委員会後に公表された声明文で、グローバルな金融政策に対する不確実性の高まりにより（米国のQE3縮小観測等を指しているものとみられます）、最近の資金流入が弱まっており、これが為替変動に与える影響等を注視すると明記。また世界経済の不確実性や資金流入の変動のため、金融政策は引締め・緩和双方に向け柔軟に対応する必要があり、中銀のリラの流動性供給については、必要な調整がなされることが言及されています。

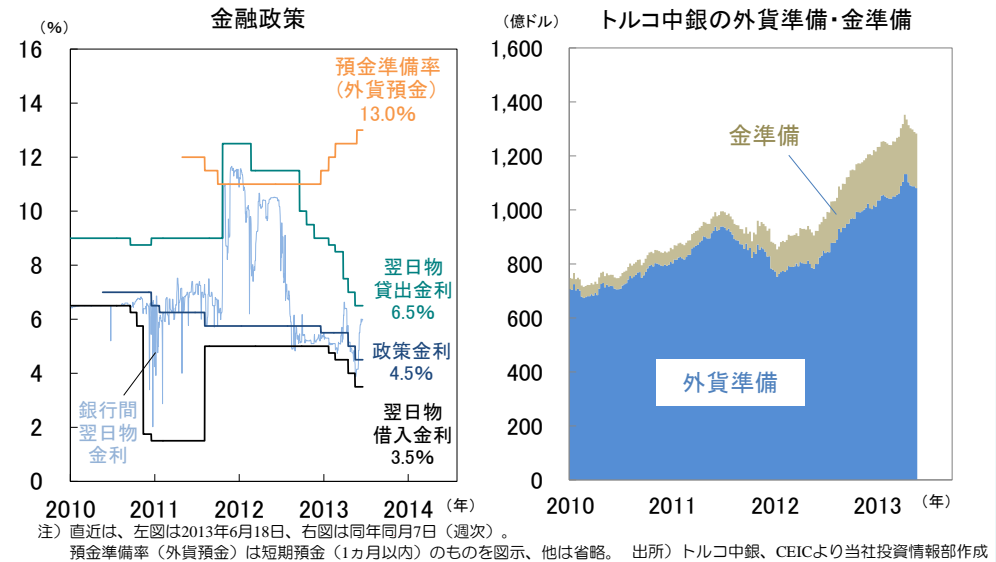
足元のリラ安について、中銀は短期市場への資金供給を絞ることで、銀行間翌日物金利の上昇を許容。債券利回りを高め、海外からの資金流入増加を通じリラ高誘導を行っていますが、今回の声明はこれを確認したものとと言えます。なお声明文には、反政府デモに関する言及は見当たりませんでした。

## 【10】中銀は介入も実施、リラの下落は軽微に留まる見通し

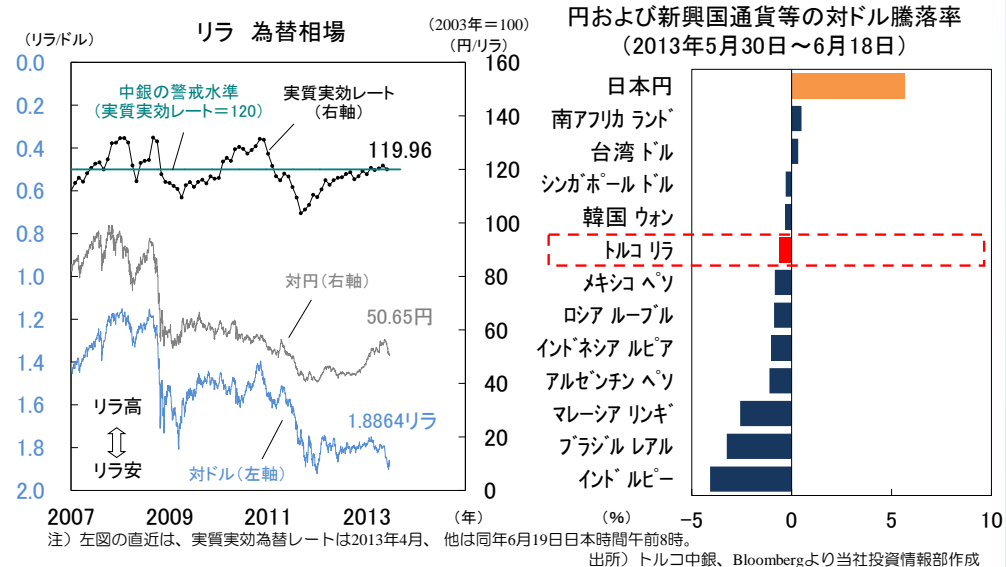
中銀は外貨準備を増加させており（図9右）、またドル建て準備預金の容認（リザーブ・オプション・メカニズム）など様々な枠組みを導入、通貨変動の抑制に努めています。また、短期金利の高め誘導のほか、6月11日にはバンチュ総裁が口先介入するとともに、入札によるリラ買い・ドル売り介入も行っています。先月まで中銀はリラ高を懸念し、実質実効レートが120を超えた場合を目安に、利下げ等の行動をとってきました（図10左）。しかし足元の実質実効レートが4月時点より5%程度下落しているものと推定されるなか、中銀は完全に方向転換し、リラの下落を食い止めようとしています。

中銀の政策も影響し、足元のリラの下落率（対ドル）は、新興国通貨の中では比較的軽微に留まっています（図10右）。円高のため、対円での下落率は大きいものになっていますが、デモの発生によってリラが集中的に売られているわけではありません。徐々に市場が落ち着き資金流入が回復してくれば、次第にリラに上昇圧力がかかるものと考えます。その場合、足元で下落している分だけ、中銀も一定のリラ高を許容すると考えます。（末吉）

## 【図9】金融政策は為替を意識して行われている模様



## 【図10】他の新興国に比べ通貨の変動小さく、デモの影響は軽微か



### 本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はいくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2013年6月19日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の国際投信投資顧問投資情報部の見解です。また、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

### 本資料で使用している指数について

Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。