

## トルコ経済の好調は今後も続くか

～年前半は大幅な景気拡大を遂げるも、欧州問題による悪影響は不可避～ 発表日：2011年9月15日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

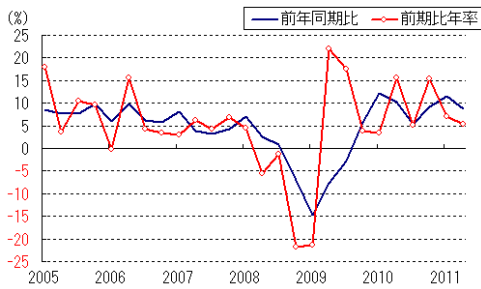
- 欧州経済の減速による景気への悪影響が懸念されてきたトルコだが、4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+5.3%と9四半期連続でプラス成長となった。生産減速による雇用悪化懸念や物価上昇が個人消費を下押しする一方、公共投資が景気を下支えしており、輸入の鈍化も景気を押し上げ要因となっている。先行きは欧州の景気減速などが景気の重石になり、同国景気にも影響は避けられないであろう。
- 中央銀行は柔軟な金融政策を志向しており、昨年前半までは金融引き締めを図ってきたが、年末以降は欧州経済の減速リスクから緩和姿勢に転じており、先月初めには緊急会合を開いて追加利下げを行っている。足下のインフレ率は目標を上回っており、欧州からの資金に大きく依存する経済構造にあるため、今後も難しい政策の舵取りが迫られよう。
- 輸入の鈍化で足下の経常赤字は縮小しているが、金融緩和によるリラ安誘導は物価対策を困難にしている。外貨準備は順調に拡大してきたが、民間の対外債務依存度は高く、欧州の財政・金融問題が波及した場合の影響は小さくない。一方、財政は予想以上の景気回復で年前半は黒字化を達成するなど改善したが、年後半の悪化は避けられない。対外的信認確保のためにも健全性を重視した政策が求められる。
- 今年6月の総選挙の結果、エルドアン政権は3期目を迎えているが、与党AKPは独自路線を進むことが難しくなっており、政治的には安定感を高めている。年前半の景気拡大が想定以上であったことから、通年の経済成長率は6%近くに達する可能性も考えられよう。

### 《4-6月期は公共投資などが景気を支えるも、先行きは欧州経済の減速が景気の重石になろう》

- アジアと欧州、そして中東との接点にあるトルコでは、予想外の景気拡大が続いている。欧州の景気低迷などによる悪影響が懸念されてきたが、4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+8.8%と前期(同+11.6%)から減速したものの、前期比年率では+5.3%と9四半期連続のプラス成長が続いている(図1)。分野別では、積極的な公共投資により建設業が堅調なほか、海外からの投資資金の活発な流入で金融部門も拡大(図2)。さらに、中東・北アフリカ問題により欧州からの観光客が流れてきた影響もありサービス産業も堅調であった(図3)。しかし、輸出の約半分を占める欧州向けの減速を懸念して製造業は悪化しており、景気の重石となっている。
- 景気拡大は続いているものの、足下では製造業の減速の影響で雇用環境の改善に頭打ち感が出ており(図4)、折からの国際商品市況の高騰などによる物価上昇もあり、家計部門の購買力は下押しされている。昨年の反動で今年上半期の自動車販売台数は前年比+44.7%と大幅な伸びとなったが(図5)、7月には商用車が、8月には乗用車も前年割れとなるなど、足下では急速に悪化している。一方、6月に実施された総選挙を背景とする政府の歳出拡大や、春以降のリラ安による欧州向け輸出の底堅さ(図6)、個人消費の鈍化による輸入減少、さらに在庫投資の増加などは経済成長率の押し上げ要因となっている。
- 最大の輸出先である欧州経済の低迷や中東・北アフリカ情勢の悪化などにより、年明け以降は生産に減速感が高まってきた(図7)。欧州では財政不安が実体経済に波及する可能性が高まっており、欧州金融機関の信用問題も国内経済におけるこれらの存在感の大きい経済を下押しする可能性がある。同国はこれまでの過度に欧州に依存した経済関係を見直し、中東諸国との関係強化を進めてきたが、中東経済も資源価格の動向に影響を受け易いなど安定性には乏しい。しばらくは欧州経済の減速や在庫調整などにより、先行きの景

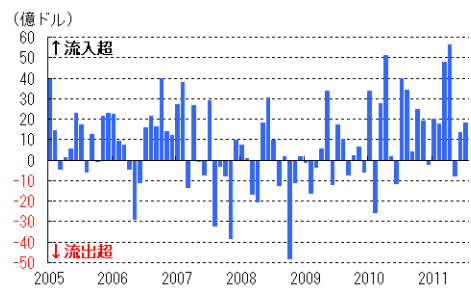
気の足取りは重い展開が予想される。

図1 実質 GDP 成長率の推移



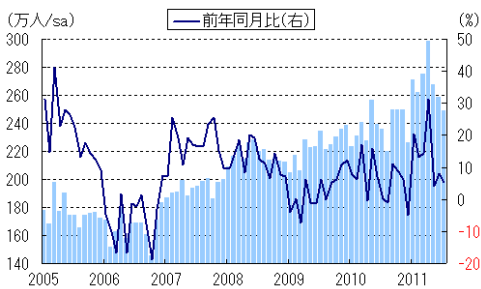
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 海外証券投資流出入動向の推移



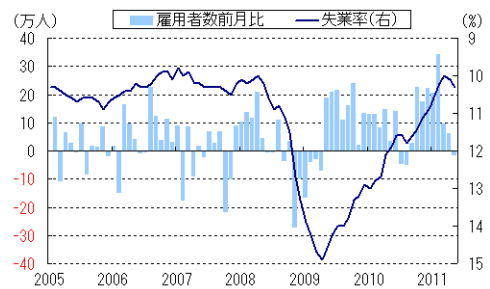
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 外国人観光客数の推移



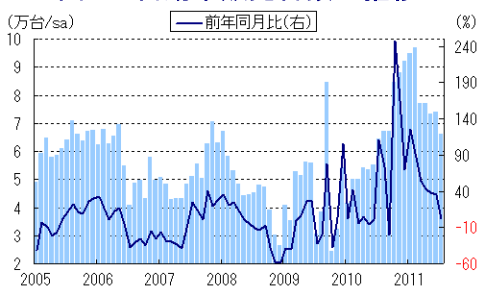
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 雇用環境の推移



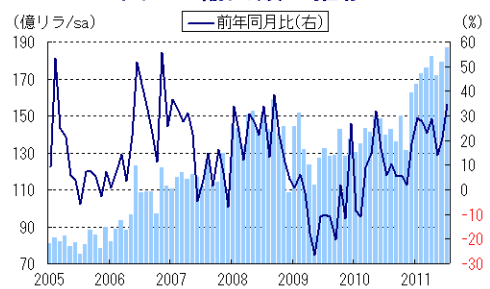
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 自動車販売台数の推移



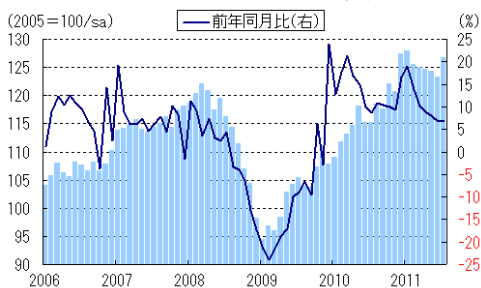
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 鉱工業生産の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

## 《欧州の財政・金融問題による悪影響を懸念して、緊急で追加利下げを実施》

- トルコ中央銀行はかつてのハイパーインフレを教訓にインフレターゲット制を敷いており、近年は柔軟な金融政策を採ってきた。景気回復や物価上昇の高まりを受け、昨年春に金融政策の「出口戦略」に関するレポートをとりまとめ、昨年5月には政策金利を翌日物借入金利（6.50%）から7日物レポ金利（7.00%）に変更して実質的な金融引き締めに動いた。その後消費者物価上昇率は緩やかに減速し、欧州の財政問題による景気下押し懸念が高まったため、昨年12月には政策金利を50bp引き下げ、今年1月にも25bp引き下げて金融緩和に転じた。先月4日には緊急会合を召集して、欧州の景気減速による悪影響に対処するため政策金利を25bp引き下げて5.75%とし（図8）、短期金利の変動抑制を図るべく翌日物借入金利を5.00%に変更し

ている。

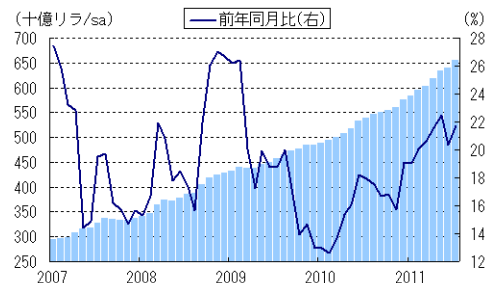
- 他方、年明け以降の消費者物価上昇率は目標（今年は5.5%）を下回る水準で推移してきたが、5月以降はこれを上回る水準にある。8月の消費者物価は前年同月比+6.65%と前月（同+6.31%）から加速しており、国際商品市況の高止まりやリラ安による食料品やエネルギーの価格上昇が物価を押し上げている。金融緩和にも拘らず内外金利差は依然大きいと、欧州勢を中心に海外資金の流入は続いており、マネーサプライの伸びは加速している（[図9](#)）。好調な景気を背景に所得は上昇してサービス価格も上昇しており、8月のコア物価は前年同月比+6.54%に加速するなど、物価上昇の範囲は拡大している（[図10](#)）。
- 過剰流動性が大きい中での金融緩和は先行きのインフレ率を加速させる懸念があるが、欧州の景気減速リスクや、財政・金融問題は同国経済にも甚大な悪影響を与える可能性がある。一方、世界的なカネ余りの長期化は避けられない中、欧州の財政問題が深刻化する事態が回避されれば、資金は再び新興国や商品市場に流入する可能性も高い。先行きの金融政策の方向性については同国の物価のみならず、特に欧州経済の動向が重要となっている。

**図8 政策金利の推移**



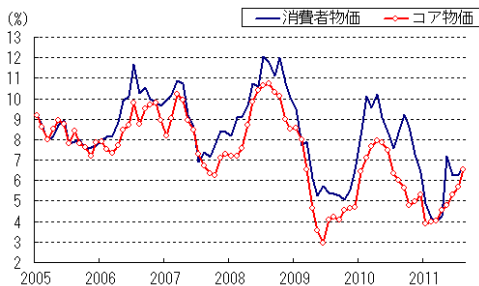
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図9 マネーサプライ(M2)の推移**



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図10 消費者物価(前年比)の推移**



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

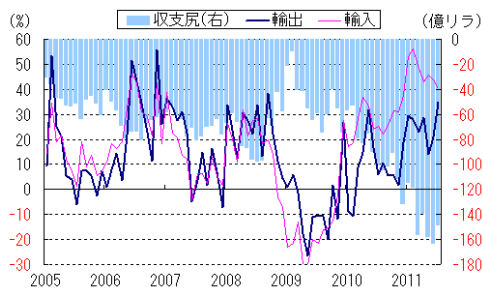
### 《外貨流動性への耐性は高いものの、欧州問題が深刻化した場合の悪影響は懸念される》

- 足下の同国の貿易赤字は拡大基調にある（[図11](#)）。海外からの観光客増加によるサービス収支の改善により春先以降は経常赤字幅が縮小しているものの（[図12](#)）、金融緩和期待や足下の世界的な金融市場の混乱による投資家のリスク回避行動が影響してリラの為替相場は歴史的な低水準となっている（[図13](#)）。リラ安は貿易収支の改善要因に繋がると見込まれるものの、実際には国際商品市況の高止まりなどにより貿易収支は改善していない。さらに、金融緩和によるリラ安効果によって物価抑制は難しくなっている側面もある。足下のリラ安は外的要因によるところも大きいものの、当面は通貨安定に向けた取り組みが求められる。
- 昨年以降、経常赤字は拡大基調が続いてきたものの、海外資金の流入によってファイナンスされて外貨準備は積み上がり、7月末時点で991億ドルに達している（[図14](#)）。これは今年の月平均輸入額の4.9ヶ月分であることから、平時においては十分な水準である。しかし、欧州の金融問題が懸念される中、同国は金融セクターが依然未成熟であることから民間部門は対外債務に依存しており、今年3月末の短期対外債務残高は772億ドルと、同時期の外貨準備高の84%に達している（[図15](#)）。特に、同国は欧州系金融機関からの与信

が大きいことから、欧州で信用収縮的な動きが生じた場合はその影響は免れない。同国はリーマン・ショック後の世界金融危機の際にも、外貨流動性不足によってIMFへ支援要請を行う可能性が懸念されていた。今回もIMFへの支援要請は回避できようが、海外資金への過度な依存を低下させるべく、経常赤字の圧縮に向けた持続的な努力は必要である。

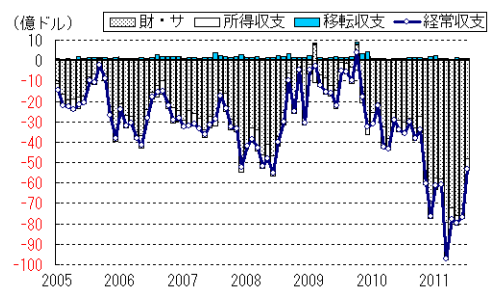
- 昨年度の財政は、歳出拡大の一方、税制改正などによる歳入拡充策や前提を上回る景気回復によって歳入が大幅に拡大し、財政赤字のGDP比は▲3.6%と前年度（同▲5.5%）から大きく縮小した。今年度予算においては、低所得者や若年層の支援策などによる拡張型予算を継続する一方、景気拡大による歳入増加を見込んでおり、通年の財政赤字はGDP比▲2.8%への圧縮を計画している。実際には想定以上の景気拡大が続いており、上半期の財政収支はわずかに黒字化するなど財政状況は改善している（図16）。ただし、先行きは景気の下押し圧力が高まる中、年度末にかけて公共投資などの執行が見込まれることから財政赤字は拡大しよう。同国政府は、2008年まで事実上のIMFの監督下にあった際には緊縮的な財政運営を行ってきたが、その後は公的債務が徐々に拡大している。対外的な信認確保のためにも、より健全性を重視した財政運営が求められよう。

図11 輸出入(前年比)の推移



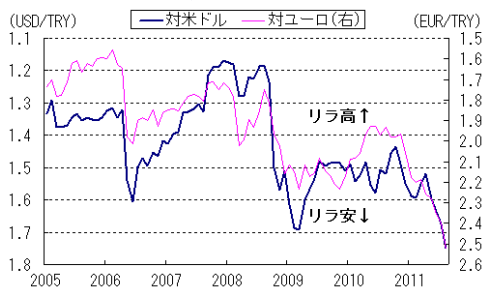
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図12 経常収支の推移



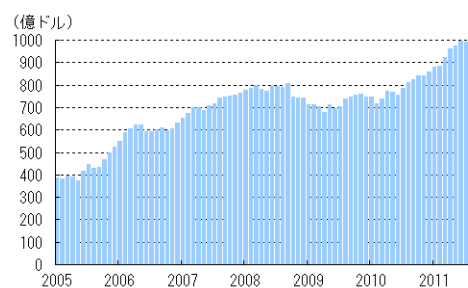
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図13 為替相場(対米ドル、ユーロ)の推移



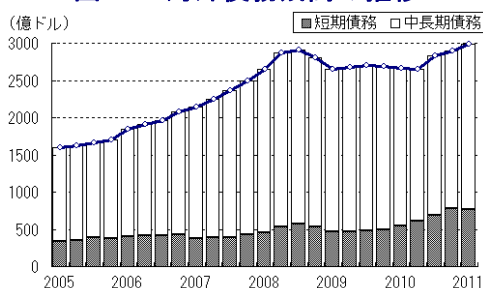
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図14 外貨準備高の推移



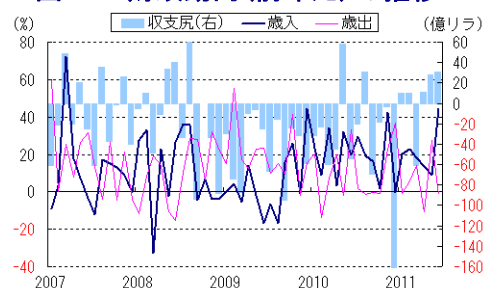
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図15 対外債務残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図16 財政動向(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《総選挙の結果、政治的な安定感が高まっている。今後は中東・北アフリカ地域における存在感が高まろう》

- 今年6月の総選挙では、イスラム政党である与党公正発展党（AKP）が前回（2007年）から得票率を伸ばして圧勝した。しかし、議席数は325議席に減少し、憲法改正の単独提案が可能な議席数（議会の3分の

2 : 367 議席) に届かず、憲法改正を国民投票にかけるために必要な議席数 (330 議席) にも満たなかった。結果、エルドアン政権は 3 期目を迎えたものの、AKP の悲願である憲法改正には他党との協議が必要になっており、AKP 単独でイスラム色を強め、他党や軍部、司法などとの対立が高まる可能性は低下している。さらに、今年春以降の中東・北アフリカ諸国での不安定化により域内のパワー・バランスも変化しており、同国は域内大国として経済・政治・軍事的な存在感を高めつつある。

- 今年上半期の経済成長率は前年同期比+10.2%と、新興国の中でも目覚ましい景気拡大を遂げた。しかし、足下では景気をけん引してきた個人消費の勢いが鈍化しており、欧州経済のさらなる減速も避けられなくなっていることから、景気への下押し圧力は一段と高まると見込まれる。IMF は今年通年の経済成長率を前年比+4.6%と予想しているが、年前半の成長率が大幅に上振れしていることから、年後半に景気減速があったとしても、通年の経済成長率はこれを上回る可能性が高まっている。なお、当研究所では欧州の財政・金融問題が深刻化しないことを前提に、通年の経済成長率は前年比+6%程度と予想している。
- 株式相場は、昨年末以降の利下げが好感されたほか、インフレ問題が他の新興国に比べて軽微であったことから、欧州リスクが懸念されつつも底堅く推移してきた。しかし、5 月以降のインフレ率の高進で金融引き締め観測も出たほか、投資家のリスク回避の動きもあって下落基調が続いてきた (図 17)。足下では、追加的な金融緩和への期待から底値を探る動きもみられるが、景気減速懸念が高まり、市場心理の好転も期待しにくい状況にあることから、しばらくは上値の重い展開が続こう。また、景気悪化懸念を反映して年明け以降のリラ相場は大きく下落しており、足下では歴史的な低水準となっている (図 18)。しばらくは安値圏での推移が続くと見込まれる。

図 17 株式相場 (ISE100 指数) の推移



図 18 為替相場 (対米ドル、ユーロ) の推移



以上