

トルコ経済は本当に新型コロナウイルスを「克服」したのか!?

～実質 GDP の水準は昨年末を上回っているが、感染再拡大の影響はこれから深刻化の懸念～

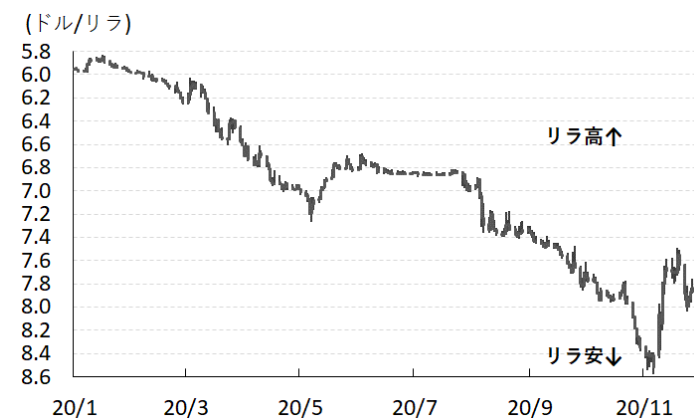
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は新型コロナウイルスを巡る不透明感が残る一方、国際金融市場は活況を呈する対照的な状況が続く。トルコでは先月の中銀総裁及び財務相の交代に加え、その後の中銀による利上げ実施を受けて、調整局面が続いたリラ相場は一変している。ただし、足下では新型コロナウイルスの感染者数が急増するなど感染第2波が直撃して行動規制の再強化を迫られるなど、その影響は「これから」と捉えられる。
- 感染第1波収束による行動制限解除や財政・金融政策を通じた景気下支えを受けて、7-9月の実質GDP成長率は前期比年率+78.4%と大幅に拡大した。内・外需双方で拡大の動きがみられたほか、金融を除くすべての分野で生産が拡大するなど、景気の底入れが確認された。ただし、企業部門と家計部門のマインドは対照的な状況が続くなど、足下の景気底入れは政策支援に拠るところが極めて大きいことは間違いない。
- 実質GDPの水準は昨年末を上回るなど、一見すれば新型コロナウイルスの影響を克服したとみえる。しかし、足下では感染第2波が直撃するなど影響が深刻化するのはいずれからである。また、中銀の利上げ実施に対してエルドアン大統領は耐える姿勢をみせるが、国民の不信は根強い上、EUでは同国に制裁を科す可能性が高まるなど不透明要因は多い。トルコ経済については依然安心にはほど遠い状況にあると言えよう。

足下の世界経済を巡っては、新型コロナウイルス (SARS-CoV-2) の当初の感染の中心地となった中国で景気の底入れが進んでいる一方、欧米など主要国では感染が再拡大して行動制限が再強化される動きがみられるほか、新興国においても感染拡大の動きが続くなど不透明感がくすぶっている。他方、国際金融市場は全世界的な金融緩和を背景に『カネ余り』が続くなか、新型コロナウイルス向けワクチン開発を巡る期待を受けて『リスク・オン』の動きが強まるなど活況を呈する展開が続いている。さらに、米大統領選において民主党のバイデン前大統領の勝利が確実となったことで景気刺激策が続くとの期待から米ドル安圧力が強まっており、一部のマネーがより高い収益を求めて新興国に回帰する動きも出ており、国際金融市場の活況を後押ししているとみられる。このように実体経済を巡っては不透明感がくすぶるにも拘らず、金融市場は『ポスト・コロナ』を見

図1 リラ相場(対ドル)の推移

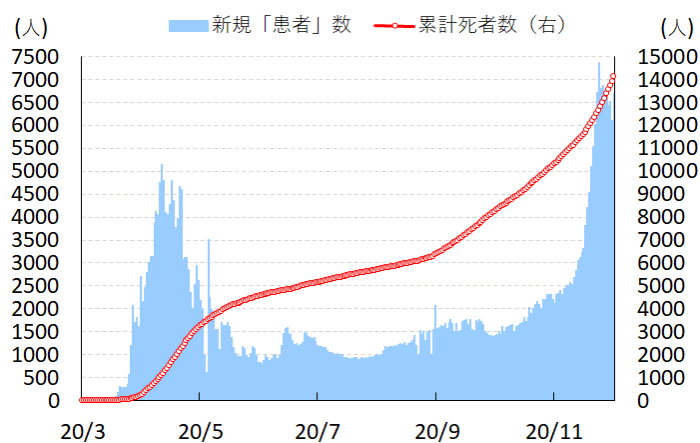


(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

据えて活況を呈する対照的な状況にあると捉えることが出来る。なお、ここ数年のトルコではエルドアン大統領による「高インフレは高金利が原因」という『トンデモ理論』の下で自律性の乏しい政策運営が続いたことに加え、資金流出を背景とする外貨準備高の枯渇懸念から通貨リラ相場は下落傾向を強める展開が続いてきた。しかし、先月初めの中銀総裁及び財務相の交代を経て新体制の下で行われた先月の定例会合において金融市場の期待に『満額回答』で対応する姿勢を示したこともあり（詳細は 11 月 20 日付レポート「[トルコ中銀、アーバル新体制の初会合で市場期待に「満額回答」](#)」をご参照下さい）、先月以降のリラ相場は一転して底入れする動きがみられる。ただし、このところの国際金融市場においては米ドル安の動きが強まっているにも拘らず、先月以降のリラ相場は一旦大幅に上昇する動きがみられたものの、足下においては再び一進一退の展開をみせるなど方向感に乏しい動きをみせている。なお、上述のように中銀は利上げを実施するのみならず、『裏口』による利上げを封じることで正攻法による金融引き締めを進める姿勢を示したほか、その後も預金準備率に関する規則の簡素化により銀行融資を過度に押し上げてきた仕組みを抑える方針に転じるなど、リラ相場の安定とインフレ鎮静化に向けた取り組みを強化させている。こうした取り組みが進められているにも拘らず足下のリラ相場が一進一退の動きを続けている背景には、トルコ国内における新型コロナウイルスの新規感染者数が拡大傾向を強めるなど、状況が急速に悪化していることがある。なお、トルコ当局は 7 月下旬以降に症状が出た「患者数」のみを公表する一方、無症状者を含む「陽性者数」を明らかにしないなど実勢は公表

値より酷いとみられてきたが（詳細は 10 月 1 日付レポート「[トルコ・リラが直面する地政学リスクと新型コロナウイルスを巡る公表値問題](#)」をご参照下さい）、先月 25 日に突如 4 ヶ月ぶりに無症状者を含む新規感染者数の公表に動いている。当局はこの理由について「市民の要望に基づく決定」（コジャ保健相）としているものの、足下の新規感染者数は 3 万人超と患者数の 4～5 倍で推移しており、先月末以降は平日の夜間及び土日の外出を原則禁止とするなど行動制限の再強化に動く事態に追い込まれている。その意味では、トルコ経済にとって新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による悪影響はこれから一段と強まる可能性が高まっている。

図 2 新型コロナの新規「患者数」と累計死者数の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

値より酷いとみられてきたが（詳細は 10 月 1 日付レポート「[トルコ・リラが直面する地政学リスクと新型コロナウイルスを巡る公表値問題](#)」をご参照下さい）、先月 25 日に突如 4 ヶ月ぶりに無症状者を含む新規感染者数の公表に動いている。当局はこの理由について「市民の要望に基づく決定」（コジャ保健相）としているものの、足下の新規感染者数は 3 万人超と患者数の 4～5 倍で推移しており、先月末以降は平日の夜間及び土日の外出を原則禁止とするなど行動制限の再強化に動く事態に追い込まれている。その意味では、トルコ経済にとって新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による悪影響はこれから一段と強まる可能性が高まっている。

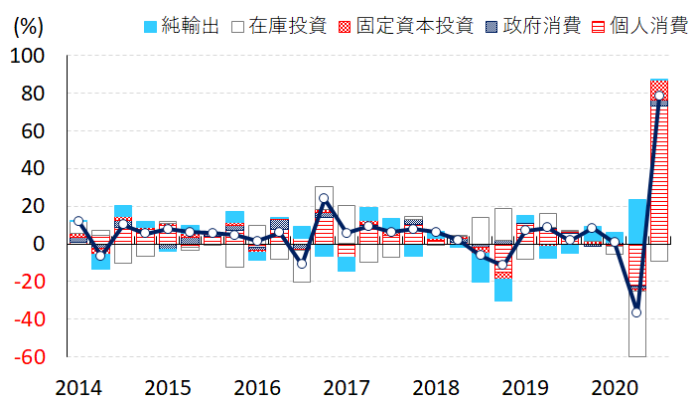
なお、トルコ政府は新型コロナウイルスの感染拡大が懸念された4月末からのラマダン（断食月）期間について、休日を対象とする外出禁止を徹底するなど封じ込めに動いた結果、その後は感染者数や死者数が頭打ちしたことを受けて、6月以降は一転経済活動の正常化に向けた取り組みを進めた。また、政府は景気下支えに向けて3月に総額1000億リラ（GDP比2.3%）規模の経済対策を公表し、信用保証基金による保証引受額の拡充、納税猶予や付加価値税（VAT）の一部引き下げ実施、政府系金融機関を通じた低利融資の拡充などを実施しているほか、中銀も利下げ実施に加え、市中銀行に対する融資

拡大に向けた取り組みなど、財政・金融政策を総動員する姿勢が採られた。さらに、輸出の半分以上を占めるEU（欧州連合）において感染収束が進むなど、通貨リラ安による価格競争力の向上も相俟って輸出の底入れに繋がる動きもみられた。こうした状況を反映して、企業マインドは4月を底に大きく改善したため、4-6月の実質GDP成長率は前期比年率▲36.6%（改定値）と大幅なマイナス成長となったものの一転して底入れが進むことが期待された。事実、

7-9月の実質GDP成長率は前期比年率+78.4%と前期の大幅マイナス成長も相俟ってかつてない水準のプラス成長となり、中期的な基調を示す前年比ベースの成長率も+6.7%と2四半期ぶりのプラス成長に転じている。需要項目別では、世界経済の回復期待などを背景に輸出が大幅に拡大する動きがみられたほか、経済活動の正常化によるpent-up・デマンドの発現に加え、中銀による利下げや融資拡充策なども相俟って家計消費も大きく押し上げられた。さらに、融資拡充策の押し上げにより夏場にかけて住宅投資が大きく押し上げられたほか、政府による公共投資の拡充策の効果発現も重なり固定資本投資も大きく拡大するなど、内・外需双方で景気に押し上げ圧力が強まっている。分野別でも、家

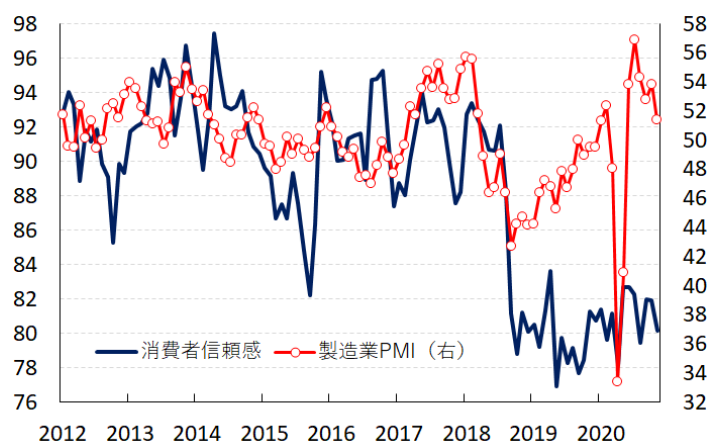
計消費の拡大を受けて小売・卸売関連をはじめとするサービス業の生産は軒並み拡大したほか、内・外需双方の回復を反映して製造業や建設業の生産も拡大に転じるなど、幅広い分野で生産を取り巻く状況は改善する一方、サービス業のうち金融関連のみ生産に下押し圧力が掛かるなど金融市場の混乱が足かせとなる動きもみられた。なお、経済活動の正常化を受けて企業マインドは大きく改善したものの、家計部門のマインドは底這いで推移するなど過去数年に比べて力強さを欠く展開が続い

図3 実質GDP成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 製造業PMIと消費者信頼感指数の推移



(出所)CEIC, IHS Markit より第一生命経済研究所作成

ており、足下の景気底入れは政策効果によるところが大きい点に注意する必要がある。

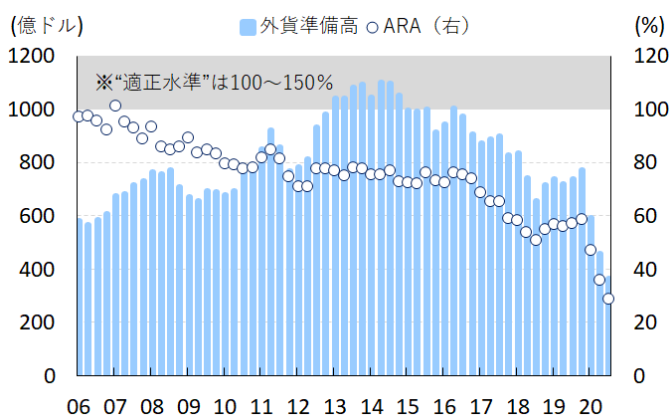
なお、7-9月の実質GDPの水準は新型コロナウイルスのパンデミックによる影響が出る直前の昨年10-12月と比較して+6.5%程度上回るなど、数字の上では新型コロナウイルスの影響を克服したように見える。ここ数年のトルコ経済は、新型コロナウイルスの影響以前に国際金融市場の動向に揺さぶられる展開が続くなど外部環境の影響を受けやすい展開となってきたことを勘案すれば、単純にその影響を克服したと捉えるのは早計である。さらに、上述のように足下では感染再拡大の動きが強まっている上、その状況も春先の『第1波』に比べて急速に悪化しているなど、新型コロナウイルスの影響は『これから』深刻化すると考えることも出来る。また、先月以降の中銀は『真つ当な』政策運営を行っている上、最大の懸案事項であるエルドアン大統領も中銀の利上げ実施について「今の段階で必要であれば、多少の『苦い薬』を飲まなければならない」との認識を示すなど、自分の意に沿わない政策運営を耐えているようである。ただし、足下では国内居住者

による外貨及び金の保有高は過去最高を更新するなど、国際金融市場は当局の対応に期待を寄せる一方で国民の間には『不信感』が根強い様子が見え始めるなど、外貨準備高の枯渇が懸念されるなかで一段と厳しい状況となる可能性がある。さらに、先月末には欧州議会がEUに対してトルコへの制裁導入を求める決議を採択しており、地政学リスクに繋がることが懸念されたコーカサス問題（アゼルバイジャンとアルメニアの武力紛争）は解決

に向かっているものの、同国にとってEUは経済的な結び付きが強いことを勘案すれば、仮に制裁が導入されれば深刻な影響が出ることは避けられない。その意味では、トルコ経済は安心にはほど遠い状況にあると判断することが出来る。

以上

図5 外貨準備高と適正水準評価(ARA)の推移



(出所)CEIC, IMF より第一生命経済研究所作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。