

2015年9月3日

調査レポート

トルコ経済の現状と今後の展望

～ 中東・北アフリカ地域最大の新興国として注目されるトルコ ～

トルコは、中東北アフリカ地域最大の経済規模を持ち、G20メンバーにもなっている有力な新興経済国である。トルコは、数年以内に人口でEU最大のドイツを上回ると見られ、また、共和国建国100周年となる2023年までに世界10大経済国に入ることを目指すなど、人口動態や経済規模の面で成長性に富んでいる。

トルコは、かつて、輸入代替や保護主義などを軸とする閉鎖的な経済運営と、財政金融面の規律欠如が原因で、たびたび経済危機に直面してきた。しかし、2001年の通貨危機後に、IMFによる支援のもとで構造改革を実施し、脆弱な体質は是正された。

リーマンショック後のトルコ経済は、金融緩和等を背景に急回復し、一時は成長率が10%を超えるほどであった。しかし、経済高成長の副作用として、2010～2011年にかけて経常赤字が大幅に拡大したため、当局は、2011年後半以降、引締めを余儀なくされた。

米国の金融緩和終焉観測浮上や、トルコの政治情勢不透明感などを背景に、通貨トルコリラの為替相場が2014年頃から急速に下落しており、足元の対米ドル為替相場は史上最安値圏である。トルコ中銀が、インフレ抑制より景気拡大に軸足を移してしまったことやリラ安が進んだことなどが影響し、インフレ率は高めで推移している。ただ、原油安の恩恵もあって、インフレ率が一方的に上昇するようなことはないと思われる。2015年末のインフレ率は、当局のインフレターゲット上限ぎりぎりの7%前後となりそうである。

トルコ経済の大きなリスクファクターは、大幅な経常収支赤字と多額の対外債務である。トルコの経常赤字の対GDP比は、主要新興国の中では最大規模であり、また、対外債務の対GDP比率もかなり高い。さらに、短期対外債務の外貨準備に対する比率は100%を超えている。

トルコ経済は、国際収支や対外債務の面で脆弱さを抱えているが、直接投資を中心とする資本流入を十分に確保しているかぎりには、実際に危機が発生することはない。トルコは、投資先としての魅力が高いことから、今後も外国からの投資を惹きつける可能性が高い。このため、トルコ経済は、中長期的に見れば、外国からの投資流入に支えられつつ成長を維持できると見られる。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 堀江 正人

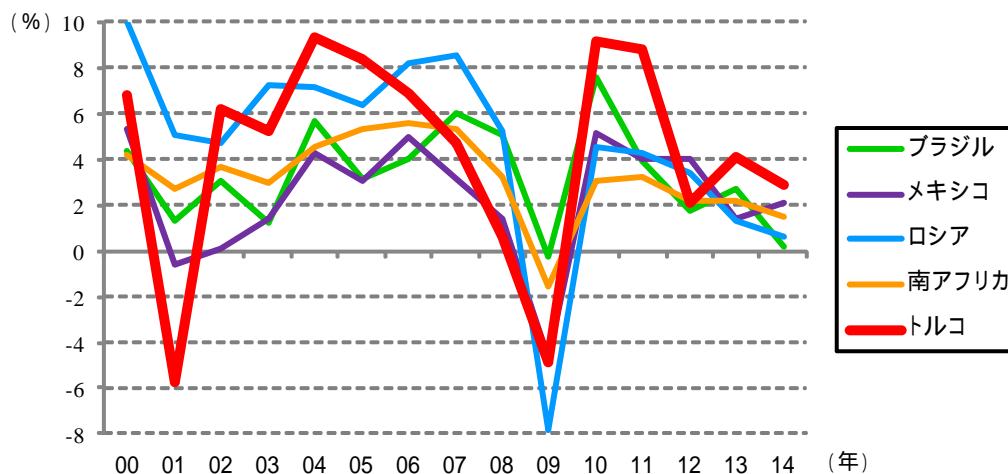
〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

はじめに ～ 安定しているとは言い難いが将来性に富むトルコ経済

トルコは、2001年に金融危機による景気後退に見舞われた後、IMFの支援プログラムのもとで大規模な経済構造改革を実施し、財政金融部門を中心とする脆弱性が是正された。これが奏効し、経済成長率は2002年から2008年まで7年連続でプラスを維持し、特に、2004年と2005年は、経済成長率が2年連続で8%を超えた。しかし、2008年のリーマンショックによって、トルコ経済は、他の新興国と同様に、急激に失速し、2009年の成長率は4.8%と大きく落ち込んだ。ただし、その後のトルコ経済は急速に回復し、経済成長率は、2010年に9.2%、2011年も8.8%となり、G20諸国の中でも屈指の高成長率となった。そうした中、景気急拡大の副作用として、物価上昇圧力増大や経常収支赤字拡大など警戒すべき要因が顕在化したことから、トルコ当局は、2011年後半以降、経済運営方針を「引締めモード」に転換し、これを受けて足元の景気は鈍化している。ただ、ロシアやブラジルの経済成長率が急速に低下し2015年通年でマイナス転落は必至と見られているのに比べれば、トルコ経済の足元の動きは比較的底堅いと言ってよいだろう。しかし、今後の経済動向に関しては、米国の金融緩和終焉が近づきつつある中、米国への資金回帰によって、新興国経済が失速するのではないかと懸念が世界的規模で高まっており、トルコもその例外ではない。

図表1. 主要な非アジア新興国の経済成長率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2015

一方、トルコ周辺の中東北アフリカ地域の政治経済情勢に目を転じてみると、イラク・シリア・エジプトなどアラブ諸国では、反政府運動や過激派武装勢力による戦闘行為が終息する兆しが見えず、政治・治安情勢好転の目途が立たないという深刻な事態に陥っている。こうした中で、欧州企業を中心に、政治社会情勢が安定したトルコでのビジネス展開に関心を持つ外国企業が増えている。また、欧州地域はもとより、中東北アフリカ、中央

アジアをも広域的にカバーするビジネス拠点として、トルコの持つ地理的な優位性への注目度も増している。さらに、トルコにおける所得水準や人口の増加などに着目し、トルコをEU向け輸出のための低コスト生産拠点としてだけでなく、財・サービスの販売市場として攻略していこうという外国企業の動きも顕在化しており、そうした狙いから、従来型の製造業へのグリーンフィールド投資だけでなく、金融・保険などをはじめとするサービス部門業種へのM&Aなどによる対トルコ投資も近年増加している。

トルコは、G20のメンバーにもなっている有力な新興経済国である。また、トルコは、EUへの加盟を目指しており、もし加盟が実現すればドイツを抜いて「EU最大の人口を有する国」となることが確実視されている。さらに、トルコ政府は、トルコ共和国建国100周年となる2023年を目標とする「ビジョン2023」の中で、産業の高度化、多角化、インフラ整備などを掲げ、2023年までに世界10大経済国に入る（2014年時点では名目GDPで世界17位）ことを目指している。このように、トルコは、人口動態や経済発展という面では上昇気流に乗っている国であり、今後の成長性に富んでいる有望国と言える。

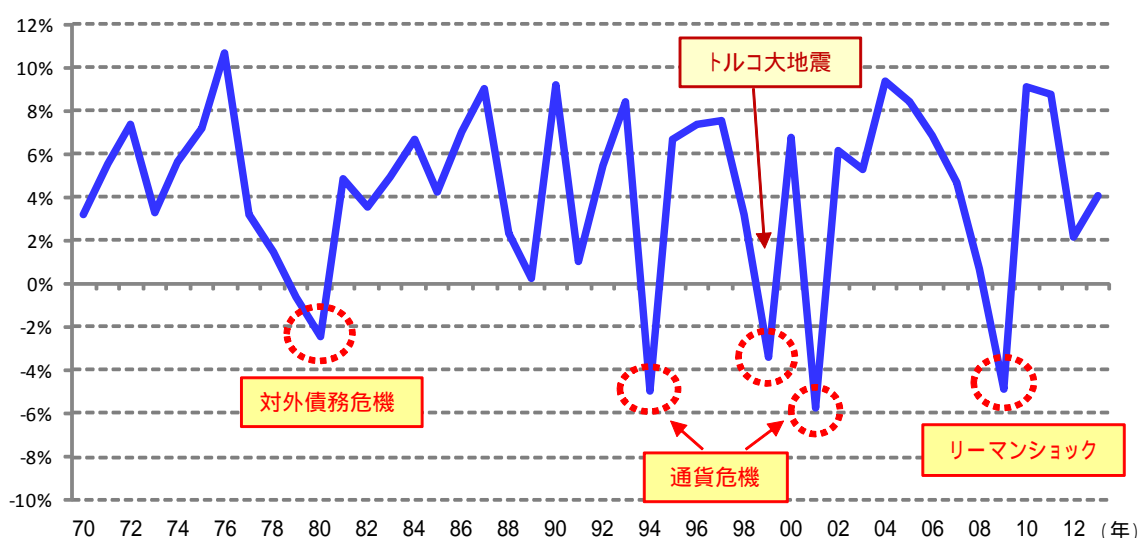
こうした状況を踏まえ、本稿では、トルコの最近のマクロ経済の動態的变化とその背景について分析するとともに、外国からトルコへの投資動向の変化も踏まえつつ、トルコ経済の今後を展望する。

1. トルコ経済の最近の動向

(1) 2001年の通貨危機後に大転換を遂げたトルコ経済

トルコは、過去数十年間で、たびたび経済や金融の危機を経験してきたが、2001年の通貨危機後に、抜本的な構造改革を実施したことで、ようやくマクロ経済の基盤が安定した。それまでのトルコは、経済運営の失敗が原因で脆弱な経済構造を抱えていたため、安定性を欠いていたのであった。

図表2. トルコの経済成長率の長期的な推移（1970年以降）



(出所) IMF, *International Financial Statistics*

トルコは、1970年代中頃には、保護主義・輸入代替政策を基本路線とし、対外借入りに依存しつつ、8~10%という高い経済成長率を維持していた。しかし、それによって対外債務が膨張したところへ、オイルショックによる原油価格高騰で外貨繰りが悪化したため、1970年代後半には対外債務返済不能状態に陥った。さらに、短命政権が続いて国内政治が混乱し、テロ事件が増加するなど社会不安が高まり、これを見かねた国軍が1980年にクーデターを決行した。1983年に軍政から民政へ移管された後、トルコ政府は、それまでの輸入代替指向・保護主義型の閉鎖的な経済運営から、輸出指向の開放的な経済運営への転換を行い、市場メカニズム重視型経済運営のもとで、経済成長率は、1980年代中頃には6~8%台まで回復した。ところが、1990年代前半に人気取りのための財政バラ撒きを行ったことが原因で、トルコ経済・通貨への国際的信認が失われ、1994年にはトルコリラの為替相場が暴落し、通貨危機と大幅な景気後退に陥った。また、1999年には、前年のロシア通貨危機の影響を受けたことに加え、トルコ西部で大地震が発生したため、トルコ経済は大幅なマイナス成長に陥った。さらに、2001年には、政府首脳部の対立に端を発した市場でのト

ルコリラ不安の高まりに加え、アルゼンチン通貨危機の影響が伝播した影響も重なり、トルコリラが売り込まれて暴落し、またもや通貨危機と大幅な景気後退に陥った。

しかし、2001年の通貨危機後のトルコ経済は順調に回復した。その最大の原動力は、IMF主導の構造改革によって、金融部門の再編や、国有企業民営化等を含む抜本的な財政再建策などが実施され、トルコ経済の（特に財政・金融面での）脆弱性が大きく改善されたことであった。また、実体経済面でも、EU向け輸出の増加などが牽引役となって景気が大きく拡大した。しかし、リーマンショック発生直後の2009年には、トルコ経済は再び大きく落ち込んでしまい、トルコ経済が国際金融環境の激変に対して必ずしも強固ではないことを市場に再認識させる結果となった。

（2）トルコ経済はリーマンショック後の高成長からなぜ鈍化に転じたのか？

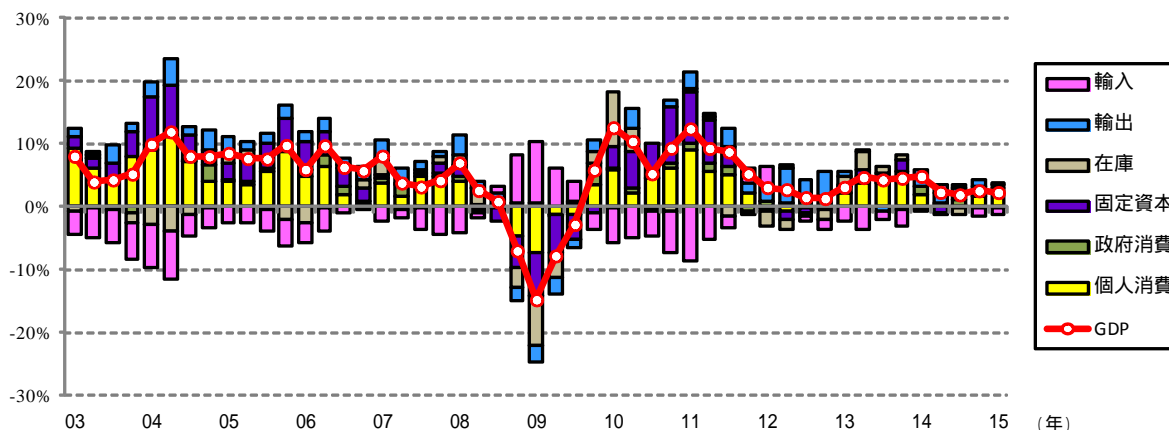
トルコ経済は、2001年の通貨危機後に実施した構造改革により、それまで抱えていた脆弱な経済構造を大きく改善することに成功した。特に、財政・金融部門が健全化したことを背景に、2004年から2006年前半にかけて、インフレ率と金利が低下し、それが原動力となって、景気が大きく拡大した。需要項目別では、個人消費が景気拡大に最も大きく寄与したと言える。

2004年の4-6月期には、経済成長率が前年同期比11.9%という高い伸びとなり、中国に匹敵するほどの高成長国として市場の注目を浴びた。しかし、景気過熱によるインフレ圧力の高まりを受けて当局が2006年夏に大幅な利上げを実施したため、景気は鈍化し、そこへ2008年のリーマンショックが襲った。リーマンショックによって、個人消費、投資、輸出がいずれも急激に落ち込み、トルコ経済は大幅なマイナス成長に転落した。

その後、当局による大幅な金融緩和などを背景に景気は急速に回復し、2010年1-3月期、同4-6月期、2011年1-3月期には、四半期ベースの経済成長率が10%を超えるほどの高成長を示した。しかし、経済高成長の副作用として経常赤字が急拡大したため、これを警戒した当局は引締め政策に転じた。中銀による準備率の引上げや上限金利の引上げに加え、特別消費税の引上げ等が実施されたことにより、2011年後半から景気は大きく鈍化し、経済成長率は、2012年後半には1%台まで低下してしまった。このため、景気テコ入れを狙って、中銀は2012年11月から半年間で政策金利を125bps引き下げ、これにより、個人消費を中心に景気が回復し、経済成長率は2013年4-6月期から2014年1-3月期まで、4四半期連続で4%台となった。

2014年初頭には、米FRBの金融緩和終焉観測やトルコの政治情勢への市場の不安感などを背景に、通貨リラの為替相場が急落し、これに対応するため、中銀は政策金利を一度に550bpsも引き上げたことから、景気は再び鈍化した。その後の1年半あまりの間に政策金利は250bps引き下げられたが、足元の経済成長率は、2%台で低迷を続けている。

図表3．トルコの実質GDP成長率（前年同期比）と需要項目別寄与度



（出所）CEIC

（3）非伝統的な金融政策のもとで、後回しになるインフレ抑制

トルコ中銀は、2006年にインフレターゲット制を導入したが、インフレ率を政策金利によってコントロールすることに必ずしも成功したとは言えなかった。その後の中銀は、経済高成長を指向する政府の圧力を受け、物価安定よりも景気拡大を重視する方針に転換したかのように見える。例えば、2010年には、景気が急拡大し物価上昇圧力が高まっていたにもかかわらず、中銀は利上げを行わず、その結果、実質金利がマイナスとなった。市場では、この「マイナスの実質金利」が、内需を刺激して経常赤字を拡大させ、トルコ経済の対外不均衡を深刻化させる大きな原因になったと指摘する声が多い。なお、中銀は、2010年5月に、それまでの政策金利であった翌日物借入金利に替えて、期間1週間のレポ取引金利を新たな政策金利に定めた。

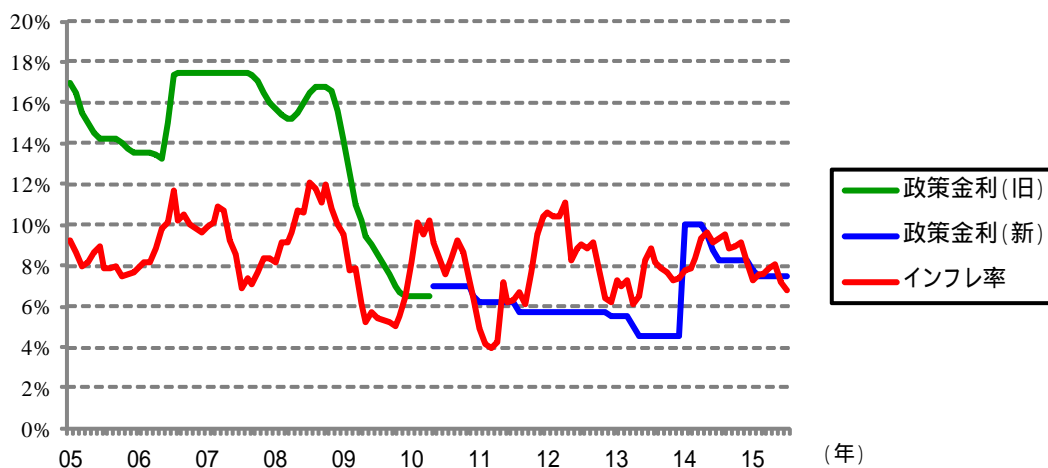
トルコ中銀は、2010年秋以降、「非伝統的な金融政策」に踏み切った。これは、政策金利を下げる一方で、預金準備率を引き上げるというものであった。景気が拡大する中での利下げに市場で当惑が広がったことに対して、中銀は、利下げはキャリートレードによる資金流入を抑制するのが目的であり、預金準備率引上げは銀行貸し出しの抑制を狙ったものなので、金融政策としての整合性・一貫性は保たれていると主張した。

その後、2012年に景気が急減速したため、中銀は、2012年11月からの半年間で125bpsの政策金利引き下げを実施した。2014年初頭には、米FRBの金融緩和終焉観測やトルコの政治情勢の不透明感などを背景に、通貨リラの為替相場が急落した。中銀は、これに対応するため政策金利を一気に550bpsも引き上げた

為替相場の下落が輸入物価上昇につながるという意味では、昨今のリラ安は、インフレ率の押し上げ要因である。他方、原油価格が足元で2014年夏頃の半以下にまで下落しており、これは、インフレ率を引き下げる方向に働く。この相反する2つの要因が作用するため、今後のインフレ率が一方的に急上昇するような状況は起こりにくいであろう。

トルコ中銀の 2015～2016 年のインフレ・ターゲットは、5.0%±2.0%であるが、2015 年 7 月のインフレ率は 6.8%であり、2015 年末時点のインフレ率がインフレ・ターゲットの上限を上回る可能性も出てきた。中銀は、2015 年 7 月発行のインフレーションレポートで、2015 年末のインフレ率は、70%の確率で、6.0～7.8%のレンジに収まると予測しており、インフレ率はターゲットの上限ぎりぎりで見方を示している。

図表 4 . トルコのインフレ率（前年同月比 C P I 上昇率）と政策金利



(出所) CEIC

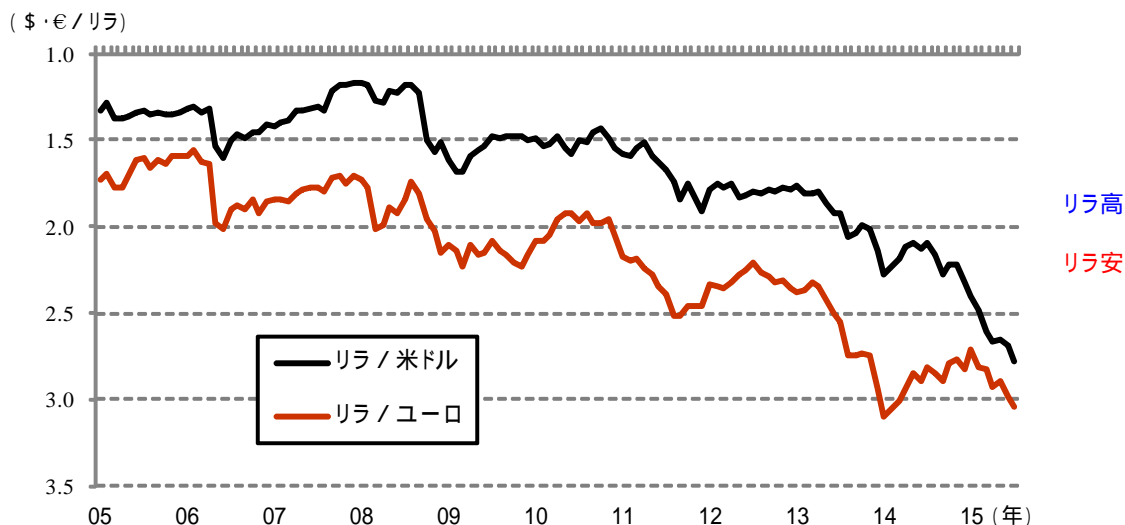
(4) 下落するトルコリラ ～ 為替相場は足元で史上最安値を更新

トルコリラの為替相場は、足元で、対ドル・対ユーロともに、2008 年初頭の水準と比べて半分に下落している。2011 年には、世界的な景気後退懸念が浮上したことに加えて、中銀が同年 8 月に予想外の利下げを実施したこともあり、市場でリラが売られ、リラの為替相場は同年 10 月にそれまでの最安値となる 1.879 リラ / 米ドルまで下落した。

2013 年には、米国の金融緩和縮小観測が高まったことによる新興国からの資金流出、トルコの反政府デモ拡大による先行き不透明感、といった要因により、リラの為替相場が下落した。2014 年 1 月には、リラの対米ドル、対ユーロの為替相場が史上最安値を更新したことを受けて、当局が政策金利を一度に 550bps も引き上げ、その後、為替相場はやや回復した。

リラの為替相場は、対ユーロでは、ギリシャ危機を背景とするユーロ安もあって 2014 年にやや回復しているが、対ドルでは、2014 年秋以降、下落が加速しており、足元で最安値を更新している。これは、2014 年夏以降、米国の金融緩和終焉の環境が整いつつあるとの観測からドル買いの動きが強まり、また、ロシア情勢の緊迫化などから市場でリスク回避の動きが顕在化したことなどが原因と見られている。こうしたリラ安は、トルコの輸出競争力を高める一方で、前述のように輸入物価を押し上げてインフレ上昇圧力を高めてしまう側面もある。

図表5 . トルコリラの対米ドルおよび対ユーロの為替相場推移



(出所) CEIC

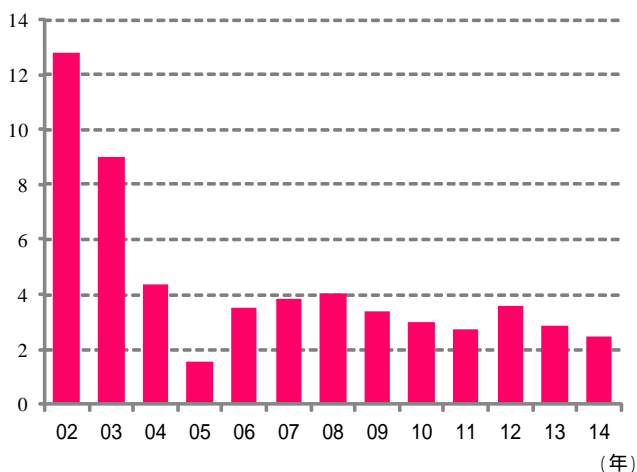
(5) 維持される財政規律 ~ 財政の健全性がトルコ経済の大きな強み

1990年代のトルコ経済は、大幅な財政赤字と公的債務膨張を背景に、60~120%という高いインフレ率が慢性化しており、これが、トルコのマクロ経済を歪める大きな原因になっていた。

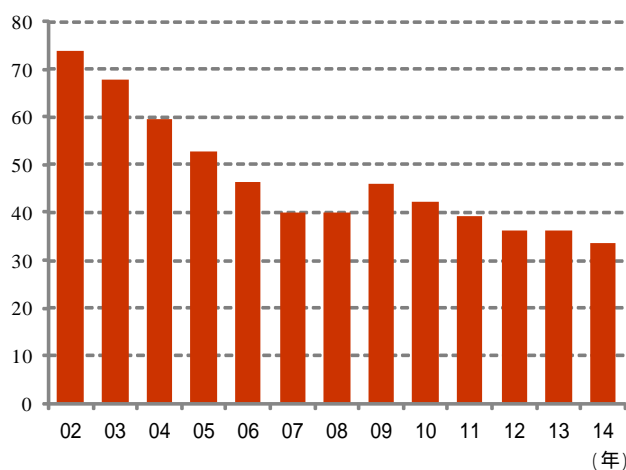
トルコは、2001年の通貨危機後に、構造改革に着手し、財政の健全化を図った。国営企業民営化などを含むドラスティックな構造改革によって、一般政府部門の財政赤字の対GDP比率は2002年から2005年にかけて大幅に低下し、その後は概ね3~4%と安定的に推移している。また、一般政府部門の債務残高の対GDP比率も、2002年から2014までの間に半減した。

図表6 . トルコの財政赤字・一般政府部門債務残高のGDP比率の推移

(1) 一般政府部門財政赤字の対GDP比率(%)



(2) 一般政府部門債務残高の対GDP比率(%)



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2015

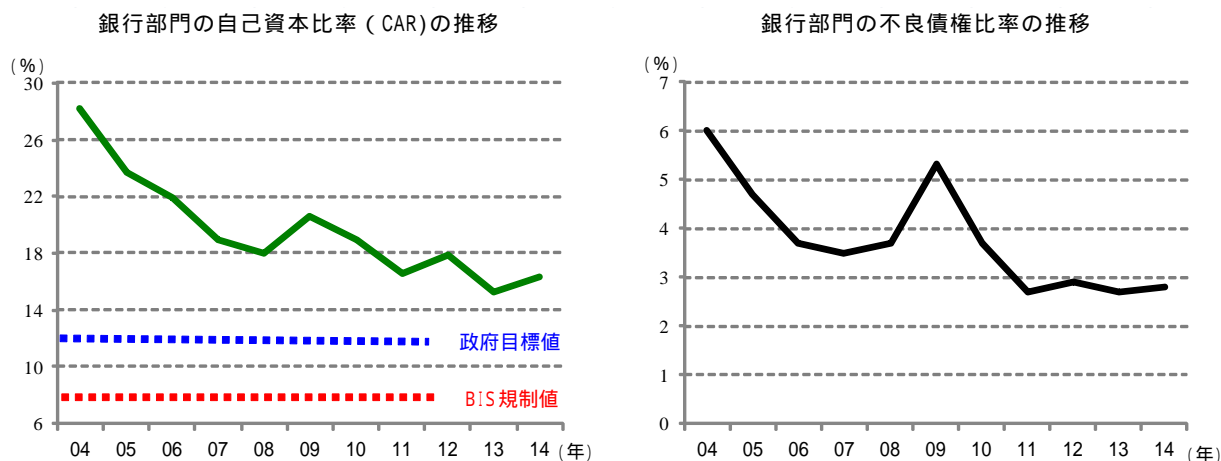
トルコの財政が健全化したことによって、1990年代には根強かったインフレ期待が解消し、それが、物価・金利の低下につながり、マクロ経済の正常化に大きく寄与した。

トルコの財政規律は、2008年のリーマンショックによっても大きく悪化することはなく、一般政府部門における財政赤字の対GDP比率と債務残高の対GDP比率は、ユーロ導入に際してのマーストリヒト・クライテリアの基準値をクリアするほどであり、財政面の健全性は高いと言える。こうした財政の健全性は、今後の危機発生時の財政対応能力が高いことを示している。その意味では、トルコ経済の持つ大きな強みであると言えるだろう。

(6) 金融セクターも健全 ~ リーマンショックで破綻した銀行は皆無

トルコでは、2001年の通貨危機後の構造改革によって、サステイナブルでないと見做された金融機関は全て整理・統合された。足元でトルコの銀行部門の自己資本比率(CAR)は16%と、BIS規制値(8%)やトルコ政府当局の目標値(12%)を大きく上回っており、資本は十分に積み上げられていると言える。また、不良債権比率も3%未満と低く、さらに、銀行システム全体が機能不全に陥るようなリスクファクターも見当たらない。実際、トルコの銀行は、リーマンショックの衝撃を、IMF支援や公的資金注入なしに乗り切っており、破綻した銀行は一行もなかった。

図表7. トルコの銀行部門の自己資本比率と不良債権比率



(出所) ISBANK Economic Research Division, Turkish Economy and Banking Sector(updated as of June 18, 2015)

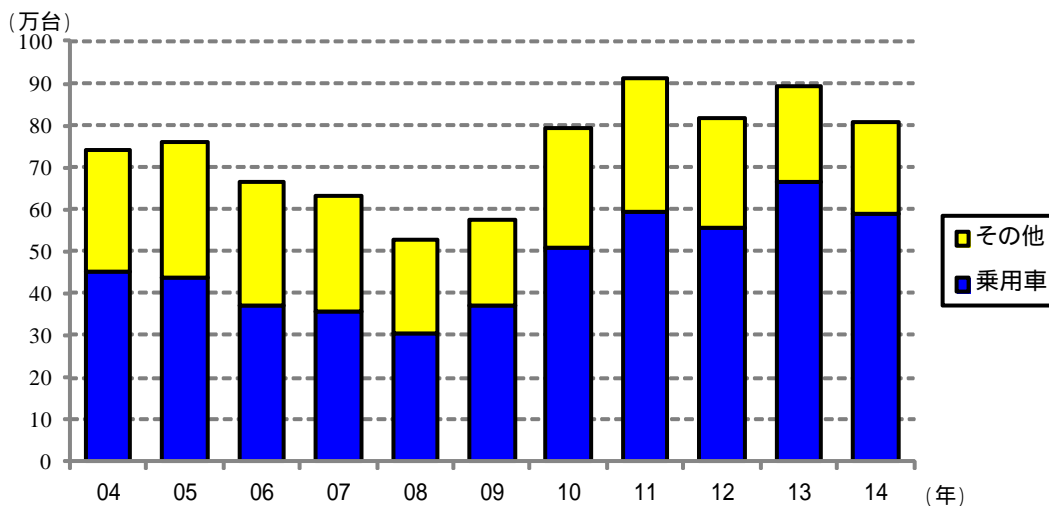
(7) 内需は足元で足踏み状態 ~ 一進一退の自動車販売台数

トルコ経済を支える中核である個人消費のバロメーターとなる自動車販売の状況をレビューしてみよう。

自動車販売台数は、2005年にそれまでの最高となる76万台を記録した後、2006年以降は引締め政策の影響で減少し、リーマンショックの直撃を受けた2008年には53万台まで落ち込んだ。しかし、リーマンショック後の金融緩和や減税などの景気テコ入れ策の影響で、2010年以降、再び増加に転じ、2011年には過去最高の91万台となった。しかし、政

府が経常赤字拡大を懸念して引締め政策へ転じたことを受けて、自動車販売台数は 2012 年に前年より 1 割近く減少した。自動車販売台数は 2013 年には一旦増加したが、2014 年には、通貨急落対策の大幅利上げが行われたことなどから、販売台数は再び減少した。

図表 8 . トルコの自動車販売台数の推移



(出所) Otomotiv Sanayii Derneği

一方、消費者心理も、消費者信頼感指数が 2014 年夏以降悪化しており、2015 年 5 月頃に一旦下げ止まった感があるが、政治情勢が不透明なこともあり、マインドが好転するかどうかは予断を許さない状況である。2015 年 6 月の総選挙では、与党 AKP が過半数議席に届かず、その後の連立政権組成工作が不調に終わったため、2015 年 11 月に再選挙が実施されることが決まった。今後、消費者マインドも企業マインドも、総選挙のゆくえによって影響される可能性が大きいと予想される。

2. 輸出動向 ~ EU向け自動車輸出で躍進、東欧諸国がライバル

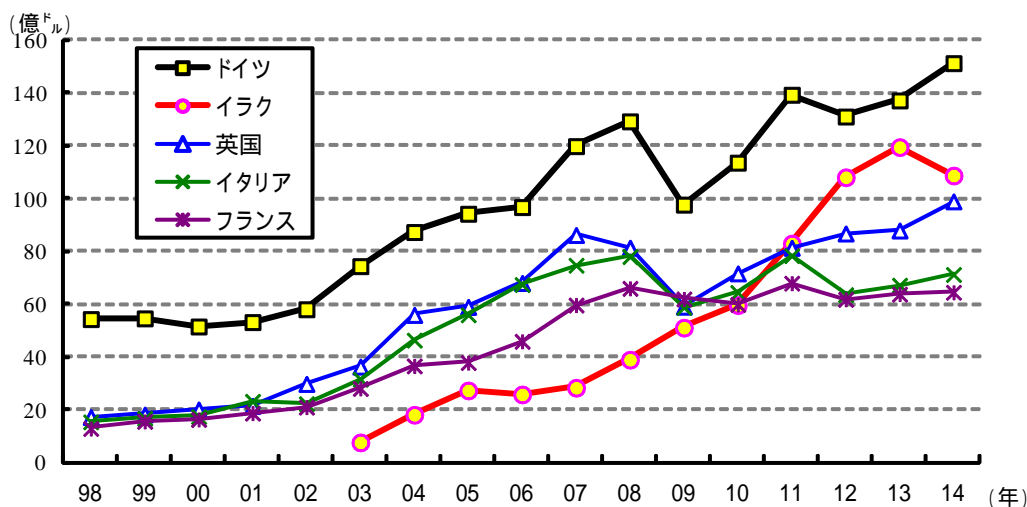
(1) 最大の輸出先はEU、輸出拡大を牽引するのは自動車

トルコにとって最大の輸出先はEUであり、国別輸出先を見ても、ドイツ、英国、イタリア、フランスなど西欧諸国が上位を占めている。

ただ、欧州と中東地域との結節点に位置するトルコは、欧州向けだけでなく、中東地域向けの輸出拠点としても有望である。それを示す一例が、イラク向け輸出の急増である。これは、イラク復興にともなう「特需」であり、原材料、消費財から資本財にいたる広範囲な品目で対イラク輸出が右肩上がり増加してきた。しかし、2014年には、ISIL（イラク・レバントのイスラム国）をはじめとする武装勢力とイラク政府軍との戦闘が激化するなど、イラクの治安情勢が悪化した影響で、対イラク輸出は、前年割れを余儀なくされた。これは、輸出先の多角化を狙うトルコにとっては、痛手となった。

ただ、中長期的に見て、イラクの治安情勢が改善すれば、イラク産原油の輸出が回復し、原油輸出収入増加を背景に復興資材輸入拡大が予想される。そうなれば、イラクと陸続きのトルコにとっては、地の利を活かしてイラク向け輸出を伸ばすチャンスである。

図表9. トルコの輸出先上位5カ国



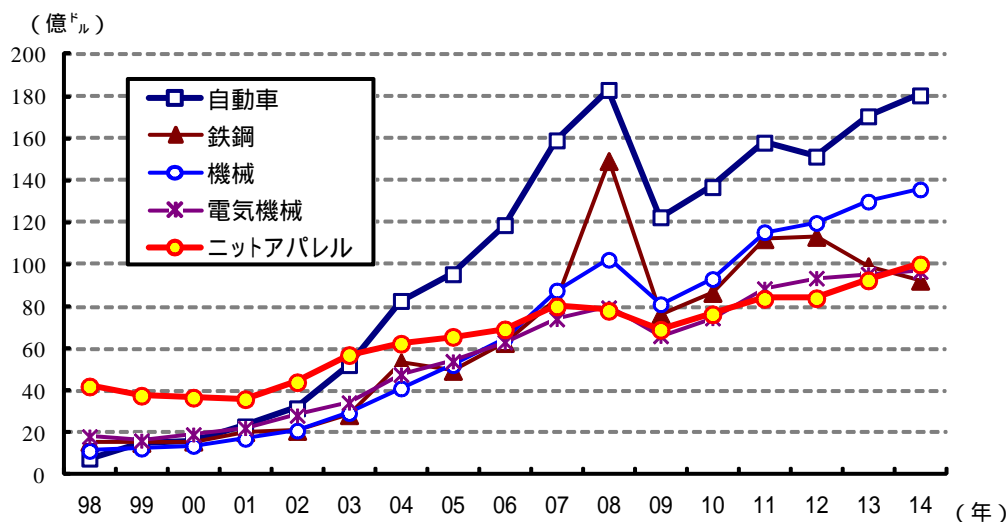
(出所) World Trade Atlas

1990年代には、トルコの主要な輸出品目は、食料品や軽工業製品（繊維製品等）であった。2000年代初頭の段階でも、最大の輸出品目はニットアパレルであったが、その後の輸出の主役は重工業製品へと転換し、現在では、自動車最大の輸出品目となっている。また、鉄鋼の輸出も、特に2008年に急増したが、これは、ペルシャ湾岸地域の産油国における建設ブームにより、アラブ首長国連邦などに向けた建設用鋼材の出荷が著しく増加したことによるものである。自動車の輸出は、2003年頃から急増したが、これは、EUとの関税同盟のもとでトルコからEUに無関税で工業製品を輸出できることや、2001年の通貨危機

後にトルコリラの為替相場が大幅に下落したことなどを背景に、外資系自動車メーカーが、トルコの生産拠点から EU への輸出を拡大する動きを加速させたためである。自動車の輸出は、リーマンショック後に急減したものの、2010 年以降は再び増加している。

ただ、トルコでの輸出向け自動車生産は、エンジンをはじめとする基幹部品を輸入に依存しており、国内生産における付加価値が小さい。このように、製品を輸出するために多くの中間財を輸入せざるを得ないという産業構造が、トルコの大幅な貿易赤字を招く一因になっているとも指摘されている。

図表 10 . トルコの輸出 上位 5 品目の推移

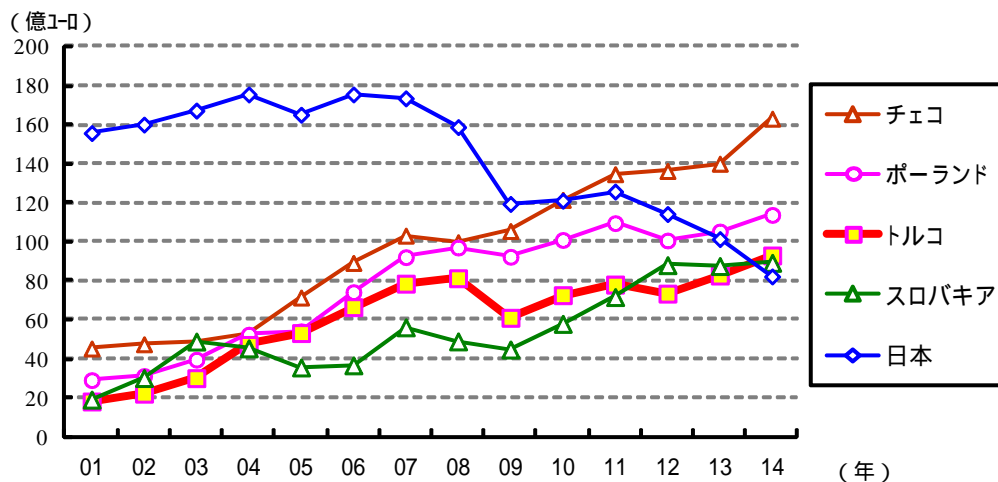


(出所) World Trade Atlas

EU 向け自動車輸出において、トルコとライバル関係にあるのが東欧諸国である。

実際、2000 年代の EU15 カ国（東欧諸国が加盟する前から EU メンバーだった国々）の自動車輸入の推移を見ると、特に、チェコ、ポーランド、スロバキアなどの東欧諸国とトルコからの輸入が目立って増えていることがわかる。

図表 11 . EU15 カ国の自動車輸入相手国 上位国の推移



(出所) World Trade Atlas

東欧諸国もトルコも、西欧市場に近いという地理的メリットに加えて、無関税で EU 域内に工業製品を輸出できるという強みがあり、こうした点が自動車輸出躍進の背景となっている。

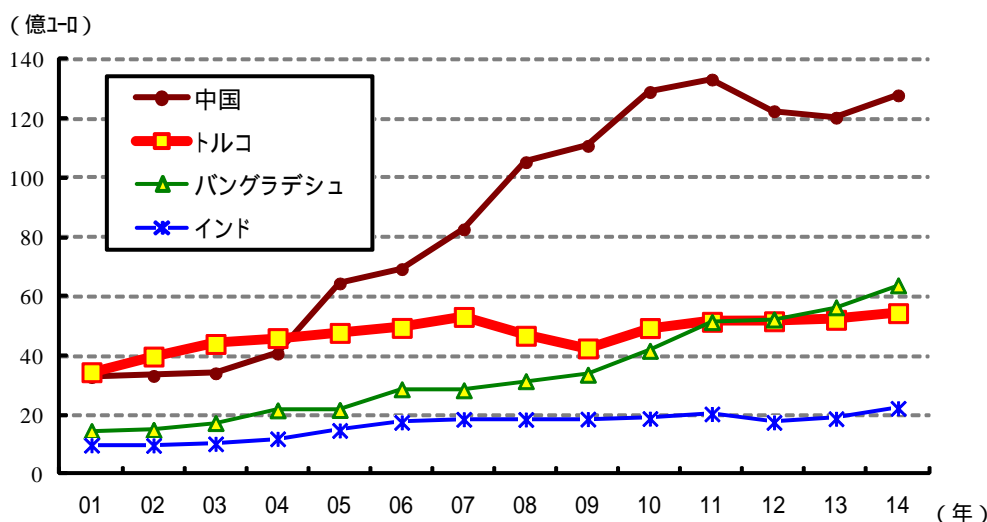
(2) 低付加価値品の輸出は、中国などアジア諸国との競合で劣勢に

トルコは、国内で綿花を産出することから、繊維製品の生産がさかんであり、原材料を国内調達できる強みを活かしたアパレル製品が伝統的な有力輸出品目であった。しかし、アパレルは、中国などアジアの国々との競争に曝されている。例えば、EU15 カ国のニットアパレル輸入相手国を見ると、2001 年にはトルコが中国を僅差で上回り首位であった。しかし、その後は、中国からの輸入が拡大しており、2005 年以降はトルコを押さえて中国が首位となり、2014 年の中国からの輸入額はトルコからの輸入額の 2 倍以上となった。

他方、バングラデシュやインドといった賃金水準の非常に低い国々から EU に輸入されるニットアパレルも着実に増加している。トルコの繊維製品の対 EU 輸出は、こうした国々との競合が厳しい。今後、トルコは、アパレルの中でも付加価値の低い分野からは撤退を余儀なくされると考えられ、より付加価値の高い分野へのシフトが大きな課題となるだろう。

最近 10 年間のトルコの対 EU 輸出の増加は目ざましいが、トルコは、基本的に、コスト競争の厳しい中～低付加価値製品の生産拠点として位置づけられているため、人件費の安い中国や、ドイツに隣接し地の利を得たポーランド・チェコ等の国々との競争は今後激化が予想される。こうした中で、対 EU 輸出拠点として生き抜くために、トルコの輸出産業は、人材育成や裾野産業の強化などによる付加価値向上に取り組むことが求められよう。

図表 1 2 . E U 1 5 カ国のニットアパレル輸入相手国 上位国の推移



(出所) World Trade Atlas

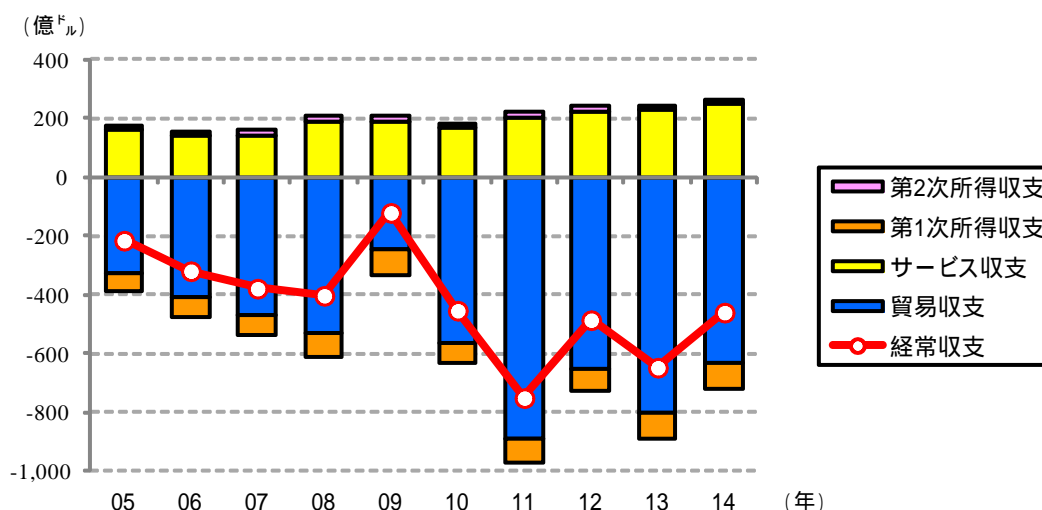
3. 国際収支と対外債務

(1) 拡大する経常赤字

現在、トルコ経済の主な懸念要因のひとつとなっているのが、大きく膨らんだ経常赤字である。トルコの経常収支は1990年代半ばから2002年までは、ほぼ均衡していた。その頃の経常収支構造は、貿易収支赤字を、観光収入（サービス収支黒字）や移民送金（第2次所得収支黒字）でカバーする形になっていた。しかし、2003年以降は、貿易収支赤字が急速に膨らんだ影響で、経常収支赤字幅は年々拡大していった。

経常赤字は、リーマンショック後の2009年には縮小したものの、その後の景気拡大によって再び経常赤字が膨らんでしまい、2010年以降の経常赤字額はリーマンショック前を上回っている。2010～2011年にかけて巨額の経常赤字に陥ったことを受け、トルコ当局は2011年後半以降、経済政策を引締めに変換せざるを得なくなった。

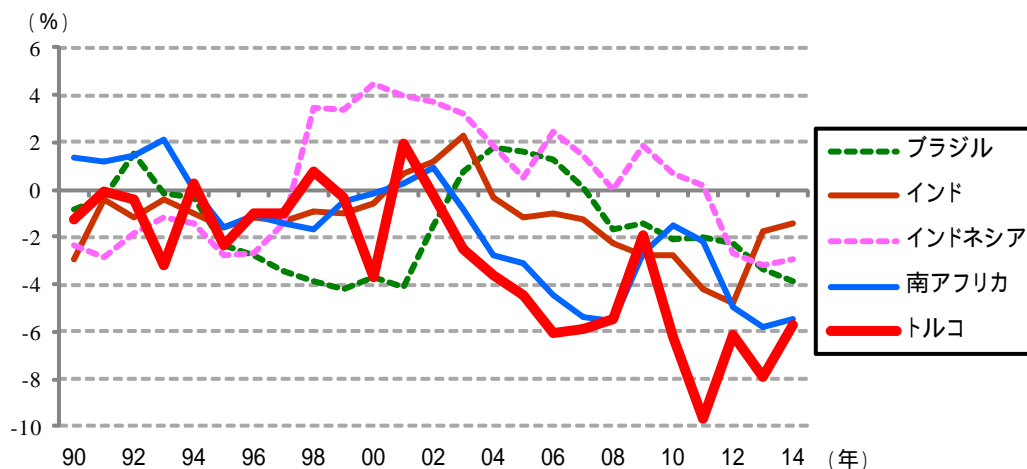
図表13. トルコの経常収支の推移



(出所) IMF, International Financial Statistics

G20のメンバー国のうち新興国（11カ国）の経常収支を見ると、2000年代以降、多くの国で赤字が拡大しているが、その中でも、経常赤字の対GDP比率が足元で大きいのは、ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの5カ国である。この5カ国は、金融市場で「フラジャイル・ファイブ」などと呼ばれているが、その中でもトルコの経常赤字の対GDP比率の大きさが目立っている。

図表 1 4 . フラジャイル・ファイブの経常収支対 GDP 比率



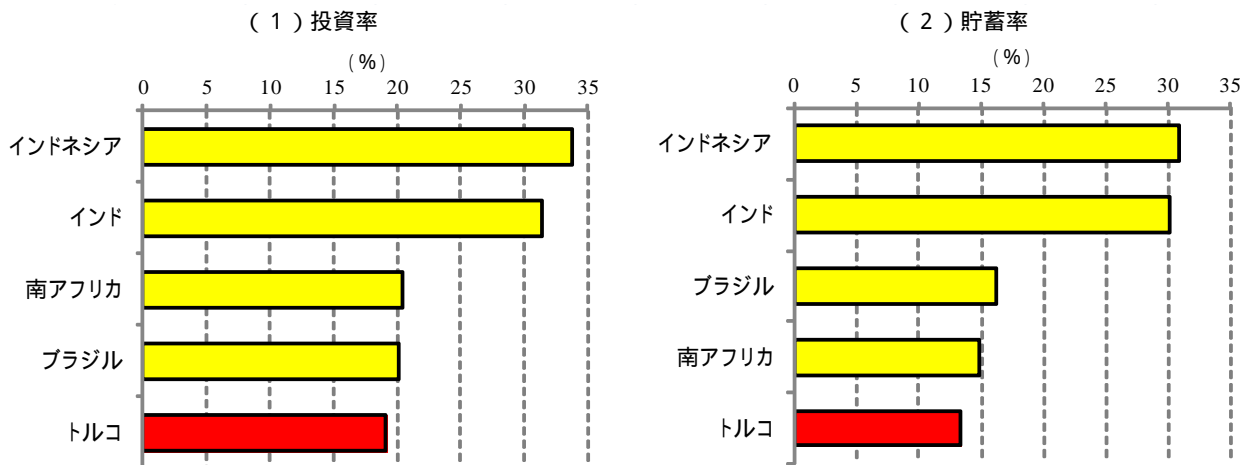
(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2015

(2) なぜ経常赤字になりやすいのか ~ 貯蓄率の低さが大きな原因

経常収支とは、貯蓄と投資の差額でもある。この点に着目し、フラジャイル・ファイブの貯蓄率 (貯蓄 / GDP) と投資率 (投資 / GDP) を比較してみよう。

投資率を見ると、トルコは、インドネシアやインドより 10~15%ポイントほど低いが、他方、貯蓄率については、トルコは、インドネシアやインドより 17~18%ポイントも低い。このことから、トルコの経常赤字をもたらしている貯蓄と投資の不均衡 (投資超過) の原因は、過剰投資にあるのではなく、むしろ過小貯蓄にあることがうかがえる。すなわち、トルコ経済における貯蓄不足を解消することが、トルコの経常赤字体質の改善につながることを示している。トルコ政府も、この点は認識しており、貯蓄を増やすために、財政赤字を抑制して政府貯蓄増加を図ったり、年金基金設立を奨励して民間貯蓄の積み上げを図るなどの対応を進めているが、短期間で成果を上げることは容易ではない。

図表 1 5 . フラジャイル・ファイブの投資率・貯蓄率 (対 GDP 比で表示)



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2015

トルコの貯蓄が少ない原因として、過去における高いインフレ率が影響している可能性がある。1990年代までのトルコ経済にとって、高インフレは「持病」であった。慢性的な財政赤字、紙幣増刷（政府の中銀からの直接借入）、通貨の弱さなどを背景に、トルコの消費者物価上昇率は年率60%以上という状態が長期化していた。

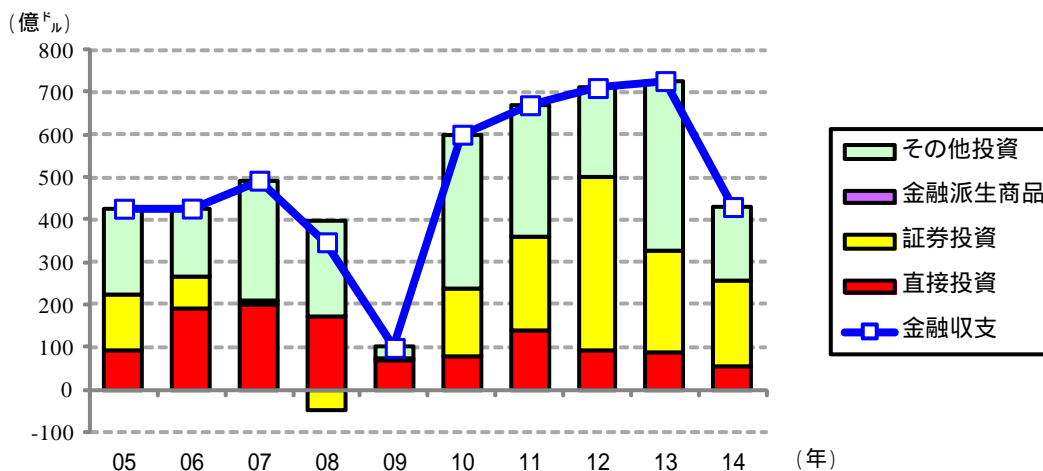
1994年には、経済危機対策として、財政赤字削減のため、公共料金や政府統制価格の大幅引上げを実施したことなどから、インフレ率は、一時、100%を超えるほどのハイパーインフレーションとなった。こうした「高インフレ体質」が解消されるには2001年通貨危機後の構造改革まで待たねばならなかったのである。

一般的に、高インフレのもとでは、通貨価値がどんどん目減りしていくため、貯蓄よりも消費に向かう動きが加速されてしまう。このため、トルコでも、高インフレによって貯蓄形成が阻害されてしまったという側面があったことは否めないだろう。

（3）ネット資本流入は黒字 ～ 経常赤字は概ねカバーされてきたが・・・

トルコの経常赤字は、従来、ネット資本流入の黒字で概ねオフセットされてきた。このため、経常赤字が直ちに国際収支危機を招くようなことはなかった。ただ、ここ数年間の傾向として、ネット資本流入における直接投資の占める割合が低下し、証券投資の占める割合が高くなっている。つまり、ネット資本流入の黒字が、安定的な資金である直接投資よりも、流動的なポートフォリオ投資に依存する傾向が強まっていることを示しており、その意味で、トルコの国際収支構造は、リーマンショック前に比べて、世界金融市場の動揺に対して脆くなっているとの見方もできよう。

図表16. トルコへのネット資本流入額の推移（金融収支ベース）

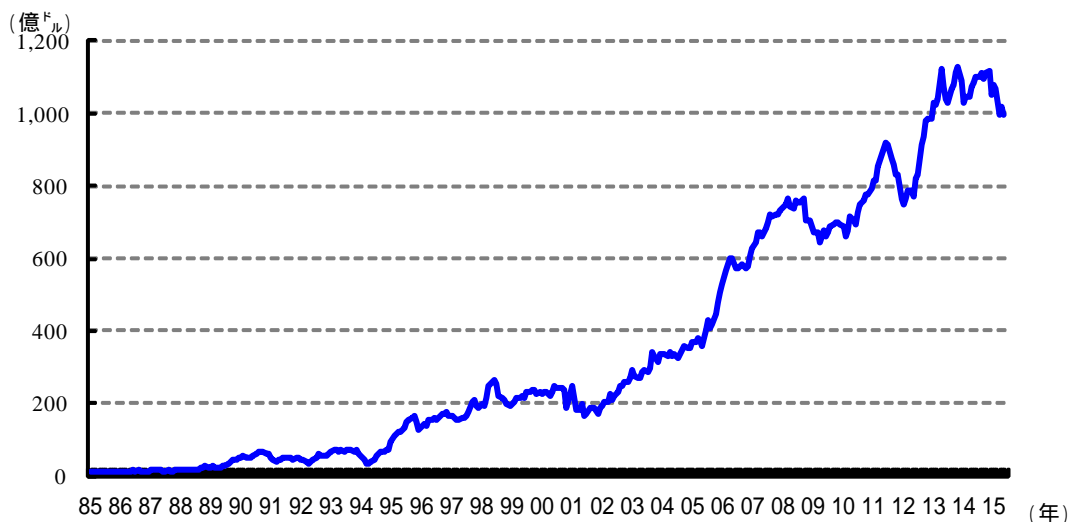


（出所）IMF, International Financial Statistics

前述のように、トルコの経常収支赤字は、ネット資本流入黒字によって概ねカバーされ

てきたため、それが続く限りにおいては、国際収支面の安定性に特段の問題は生じなかった。しかし、2011年には、経常収支赤字がネット資本流入黒字を上回り、外貨準備は減少した。その後の金融引き締めで経常赤字が縮小すると外貨準備は再び増加したが、2015年になると、資本流入の勢いが鈍ってきたため、外貨準備はまたも減少に転じている。

図表 17. トルコの外貨準備の推移

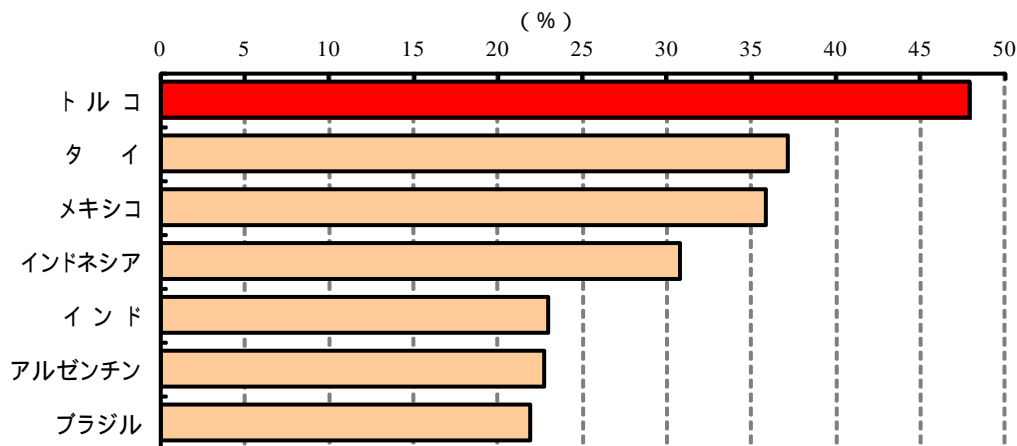


(出所) Datastream

(4) トルコ経済の懸念は対外債務の多さ ~ 特に短期対外債務面にリスク
トルコ経済の対外的な脆弱性に関する懸念要因として、前述の経常赤字拡大とともに、対外債務残高の多さが指摘されている。

国民所得に対する対外債務残高の比率を見ると、かつて通貨危機に陥った主要な新興国と比べてもトルコがかなり高くなっており、トルコは、経済規模から見て対外債務負担がかなり大きいという状況が見て取れる。

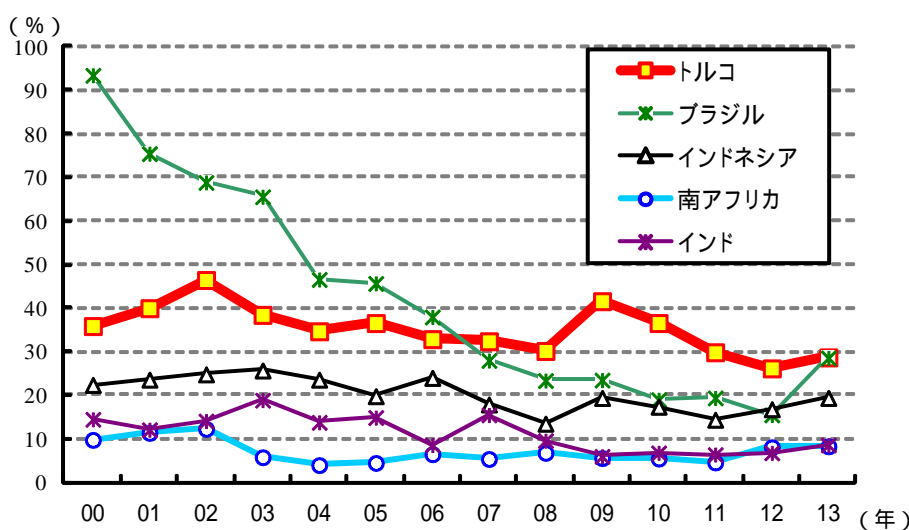
図表 18. 主要な新興国における対外債務残高の国民所得に対する比率



(出所) International Debt Statistics 2015

対外債務のマクロ経済への直接的な影響を考える場合、対外債務のストック(債務残高)だけでなく、フロー(返済負担)にも注意する必要がある。対外債務返済能力をフローの面で判断するために使われる代表的な指標のひとつが DSR¹(Debt Service Ratio)である。DSRの警戒ゾーンは、一般的には20~30%とされている。かつて、このレンジを超えた国々が、対外債務危機に陥っているという経験則から、DSRが上記警戒ゾーンに達すると、対外債務返済負担が重すぎて返済能力に懸念ありと見なされる。前述のフラジャイル・ファイブの国々のDSRを比較してみよう。トルコのDSRは、足元でブラジルと並んで高く、しかも警戒ゾーンの中に入っており、対外債務返済負担が重いことが示されている。

図表19. 主要な新興国のDSRの推移



(出所) Global Development Finance、International Debt Statistics

このため、トルコは、経常赤字が拡大し外貨準備が大きく減るような事態に至れば、市場が対外債務返済リスクへの懸念を高め、為替相場に下落圧力がかけやすと考えられる。もし、為替相場が大幅に下落すれば、それによって、トルコの対外債務返済負担はさらに大きくなり、対外債務返済がますます困難になるという事態も起こりかねないであろう。こうした点は、トルコ経済のリスクファクターとして留意しておく必要がある。

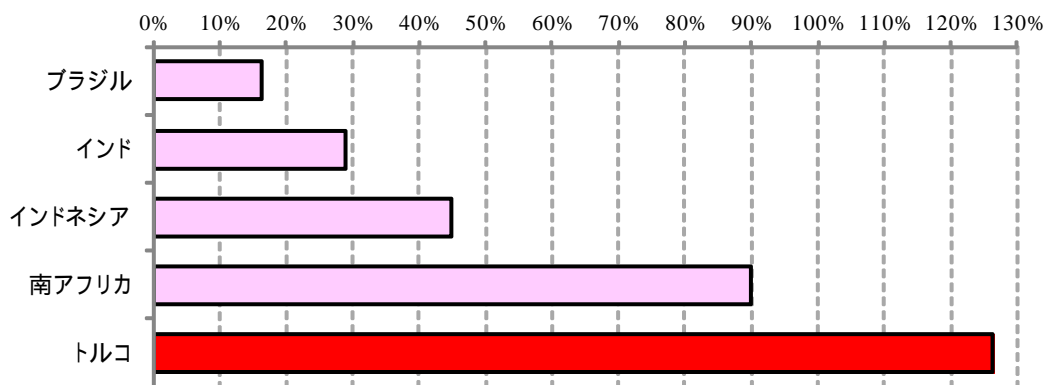
対外債務の中でも、経済危機に結びつきやすいのは短期対外債務である。トルコの短期対外債務の安全性を、外貨準備と短期対外債務残高とのバランスという観点から検討してみよう。

短期対外債務残高を外貨準備で割った値を、前述のフラジャイル・ファイブの中で比較してみると、トルコだけが100%を超えている。つまり、トルコは、短期対外債務を直ちに全額引き揚げられたと仮定した場合、保有する外貨準備を全部使ってもまだ返済不足となることが示されており、その意味において対外債務危機に陥る潜在的リスクが高いと見

¹ DSR = 対外債務返済額を財・サービス輸出額で割った値(%)

なされる。一方、ブラジルやインドについては、同数値が低いため、外貨準備不足で短期
 対外債務の返済に窮するようリスクは低いと考えられる。

図表 20 . フラジャイル・ファイブの短期対外債務 / 外貨準備比率 (2014 年末)



(出所) 外貨準備はDatastream, 短期対外債務はJoint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub

また、短期対外債務が多いということは、市場に対して、為替相場が急激に下落すると
 直ちに対外債務返済に窮するかのよう不安感を与えてしまう可能性もある。ただ、この
 点について、トルコの金融界では、それほど深刻視されていない。その理由については、
 トルコの短期対外債務 (約 1,300 億ドル) のうち、最も多い銀行債務 (950 億ドル) の大
 半がオフバランスのデリバティブ取引 (主にスワップ) によってリスクヘッジされている
 ためと見られる。ただし、このデリバティブ取引がロールオーバーできなくなった場合
 には、対外債務危機発生リスクが高まることは言うまでもない。

一方、対外債務危機防止のためのセーフティーネットはどうなっているのだろうか？リ
 ーマンショックの後、IMF は、新たに創設した融資制度 (FCL²) のもとで、メキシコ、コロ
 ンビア、ポーランド等に対して特別融資枠を提供しているが、トルコ政府は、IMF と FCL
 に関する議論すらしていない。トルコの財政・金融が比較的健全であることなどを根拠に、
 トルコ政府は、対外債務危機は発生しない、もしくは発生しても乗り切れると考えている
 ものと見られる。

² FCL (Flexible Credit Line) とは、経済実績の良好な国を世界経済危機の影響から保護するため 2009 年 3 月に創設さ
 れた特別融資制度であり、市場での流動性逼迫の不安を取り除き、国際的な信頼感を高めることを目的とする。FCL は、
 経済危機に陥った国々を救済するための従来型特別融資制度 (SBA や EFF) とは違い、経済実績が良好な国々が国際金融
 危機に巻き込まれるのを防ぐための予防的な融資制度である。

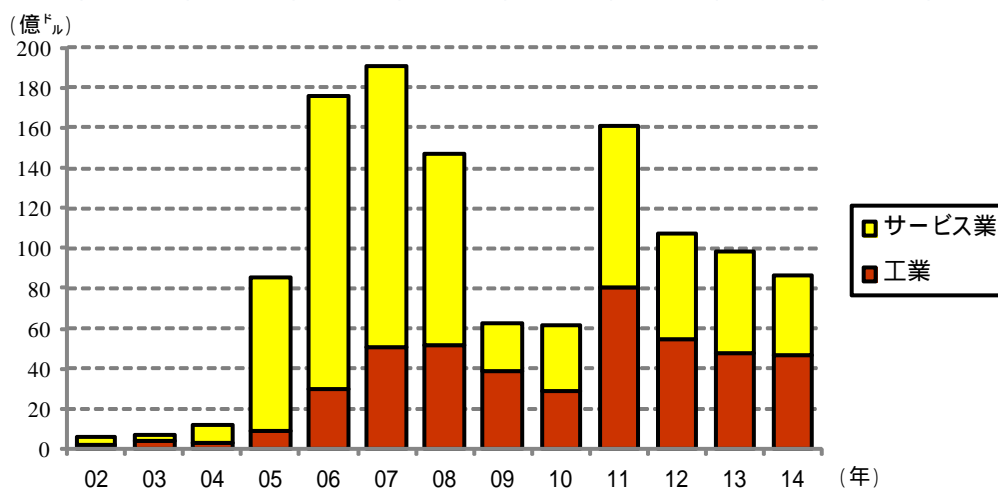
4. トルコへの外国からの直接投資（FDI）の動き

（1）EU加盟交渉開始後に急増したトルコへのFDI

トルコへの外国からの直接投資（FDI）は、トルコのEU加盟交渉が開始された2005年から2007年にかけて急激に増加した。その後、2008年9月のリーマンショックを受けて、FDI流入は2009年に大幅に縮小したものの、2011年には、トルコ経済の堅調さや先行きへの期待感から、再びFDI流入額が急増した。しかし、2012年以降、主要投資国であるEU諸国における景気低迷などが原因で、FDIは減少傾向にある。

FDI流入額を産業別に見ると、2005～2008年はサービス業への投資が圧倒的に多く、近年では、工業への投資がサービス業をやや上回っている。

図表21. トルコへのFDIの産業別推移



（出所）Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

（2）業種別FDIと主要な投資案件 ～ FDIの主流はM&A

トルコの工業部門へのFDIを業種別に見ると、製造業への投資が最も多いが、その多くが、新規工場建設（グリーンフィールド投資）ではなく、民営化やM&Aなどによる既存企業の買収である。

製造業へのFDIは、2007年に急増したが、これは、国営化学企業が民営化されたことを受け、アゼルバイジャンとトルコの企業コンソーシアムが株式を落札したことなどによるものである。続いて、2008年も、国営たばこ専売公社（テケル）が民営化され、英ブリティッシュ・アメリカン・タバコ（BAT）によって買収されたことなどから、製造業へのFDIは前年並みの高水準となった。

その後、2011年には、英国メーカーによる元国営のアルコール飲料製造販売メーカー買収などがあったため、製造業へのFDIは再び急増した。

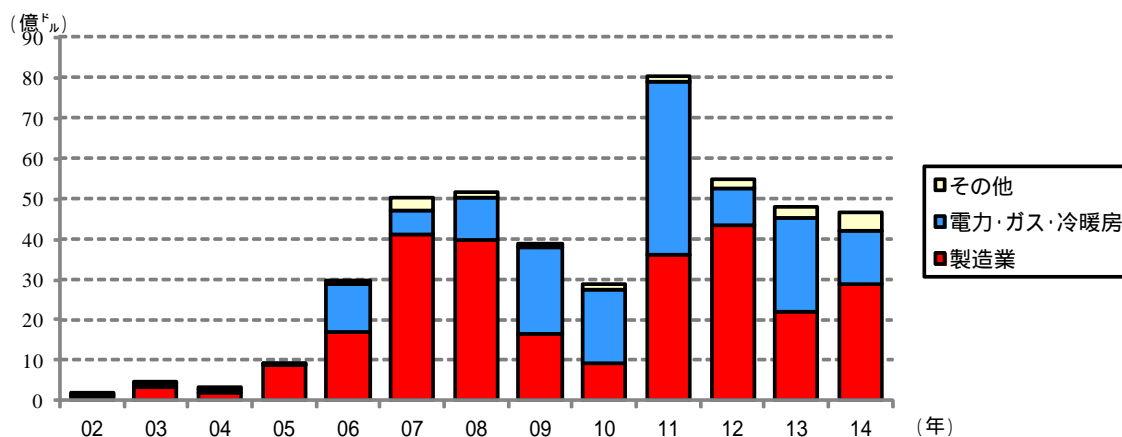
2012年に製造業へのFDIが急増したのは、食品・飲料・タバコ製造業種における大規模

M&A 案件があったためである。これは、トルコのビール・メーカーであるアナドル・エフェスが英 SAB ミラーとの間で株式交換を実施したことに関連するものであり、アナドル・エフェスが SAB ミラーのロシア子会社の株式を取得する対価として、SAB ミラーがアナドル・エフェスの株式の一部を取得するという取引であった。2014 年には、独ポッシュの自動車部品工場拡張、イタリアの家電、製薬メーカー等による新工場建設などがあったことにより、製造業への FDI が増加した。

一方、工業部門の中で、製造業に次いで投資額の多いのが、電気・ガス・冷暖房である。2011 年には、オーストリアの石油ガス大手 OMV が黒海沿岸のサムスンに火力発電所を建設した影響で投資額が増加し、また、2013 年には、地場企業（サバンジュ財閥）とドイツ企業の合弁企業（エネルジサ）が国営配電会社を買収した影響で投資額が増加した。

近年の工業部門への FDI は、全体としてみれば、輸出向け生産拠点確保を目的とするというよりも、むしろトルコの内需を狙ったものが多いと言える。

図表 2 2 . 工業部門への F D I の主要業種別内訳



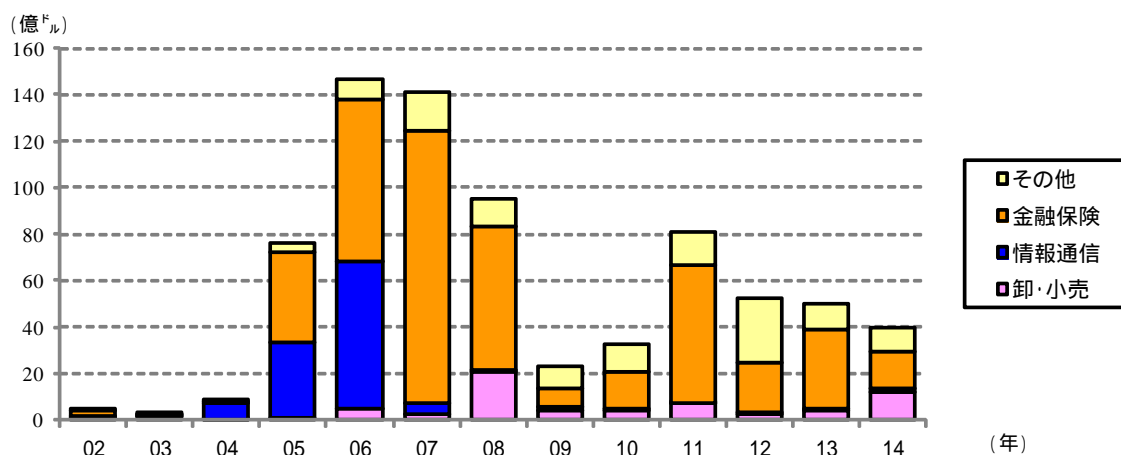
(出所) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

一方、トルコのサービス部門への FDI を業種別に見ると、金融保険への投資額が最も多い。2005 年には、ベルギー / オランダのフォルティスバンクによる地場ドゥシュ銀行の株式取得や米 GE コンシューマーファイナンスによる地場大手商銀ガランティ銀行の株式取得が行われたことにより、金融保険への FDI が大幅に増加した。2006 年にも、ベルギーのデキシア銀行が地場銀行デニスバンクの株式を買収したことや、ギリシャ・ナショナル銀行が地場銀行フィナンスバンクの株式を買収したことなどによって、金融保険への FDI が高水準となった。また、2007 年には、蘭金融大手 ING による地場銀行オヤクバンク買収、ギリシャ・ナショナル銀行による地場銀行フィナンスバンクの株式追加取得、米金融大手シティグループによる地場大手商銀アクバンクの株式取得などが相次いだため、金融保険への FDI が前年の 1.7 倍に増えた。2008 年も、仏、独、蘭の保険企業による地場保険会社の買収が相次いだことにより、金融保険への FDI は高水準であった。2011 年には、スペイ

ン大手銀行 BBVA による地場大手商銀ガランティ銀行の株式取得などの影響で、金融保険への FDI が再び急増した。

サービス部門で金融保険に次いで FDI が多い業種は情報通信であるが、投資額は、2006 年がピークで、それ以後は縮小している。2006 年に投資額が急増したのは、英ボーダフォンが地場携帯電話大手のテキシムを買収したためである。他方、2008 年には、卸・小売への FDI が大きく伸びているが、これは、英国系投資会社が、地場コチ財閥傘下のスーパーマーケットチェーンであるミクロス・テュルクの株式を買収したことによるものであった。

図表 2 3 . サービス部門への F D I の主要業種別内訳



(出所) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

なお、トルコにおける外資企業の動きで、近年、注目されているのが、トルコに地域統括拠点を設置する外資系企業が増えていることである。この背景として、トルコ航空がイスタンブールをハブとして 108 カ国 218 都市（2014 年 12 月末）に国際線直行便を運航しており、欧州、中東、北アフリカ、コーカサス、中央アジアへのアクセスが便利であることが指摘されている。また、トルコのインフラが比較的整っていることや、トルコのホワイトカラーの人材の質が高いことなどの要因も評価されたものと見られている。

図表 2 4 . 主要な外資企業のトルコにおける地域統括拠点がカバーする地域

企業名	カバーする地域と国の数	
	地域	国の数
コカコーラ	東欧、中東、北アフリカ、コーカサス、中央アジア	94
マイクロソフト	中東、北アフリカ	80
GEヘルスケア	東欧、北アフリカ	80
インテル	中東、北アフリカ	67
ユニリーバ	東欧、バルカン、中東、北アフリカ	36
デル	東欧、バルカン	30
グラクソスミスクライン	中東、北アフリカ	30
ボッシュシーメンス家電	中東、北アフリカ、中央アジア	30
ファイザー	東欧、コーカサス、中央アジア	20

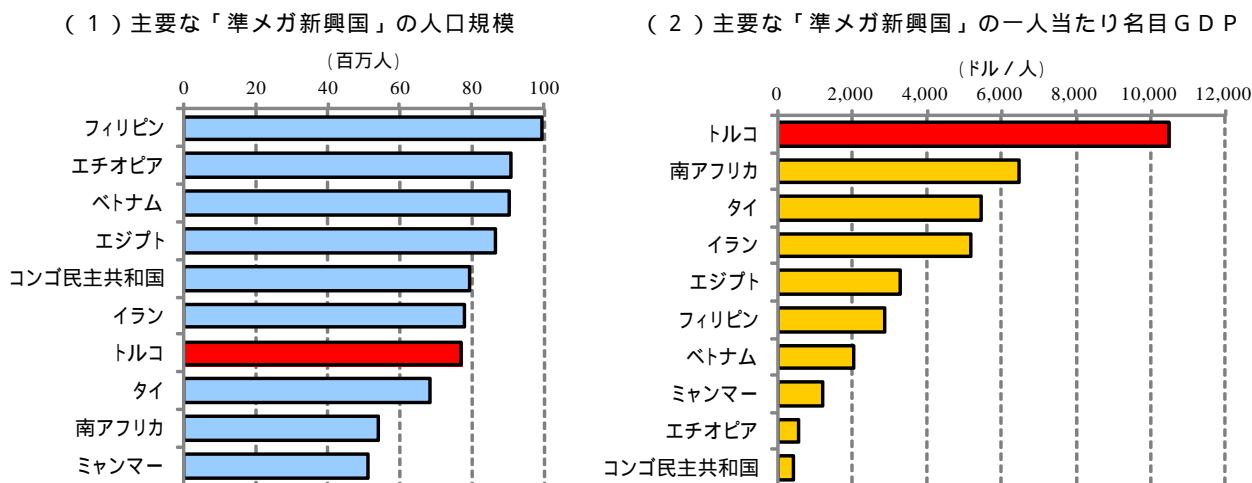
(出所) トルコ三菱東京UFJ銀行「トルコの経済と投資環境について」(2015年6月)

5. 市場としてのトルコ ~ 「準メガ新興国」のなかでは最も高い所得水準

近年、トルコは、新興国の中でも有力な消費市場になりうる国として注目度が高まっている。新興国の中でトルコはどのように位置づけられるのだろうか？中国、インド、インドネシア、ブラジルといった人口が1億人を超える「メガ新興国」に次ぐ、人口5000万人~1億人の「準メガ新興国」の中での位置付けを見ると、トルコは、中東北アフリカ地域において人口でエジプトやイランと並ぶ規模であり、また、一人当たり名目GDPを見ると、トルコは1万ドルを超え、抜きん出て高くなっており、これは、EU加盟国であるルーマニアをも上回っている。

このように、人口規模と所得水準という2つの条件から見て、トルコは準メガ新興国の中でも市場として有望な国であると考えられる。

図表25. 主要な「準メガ新興国」の人口と所得水準

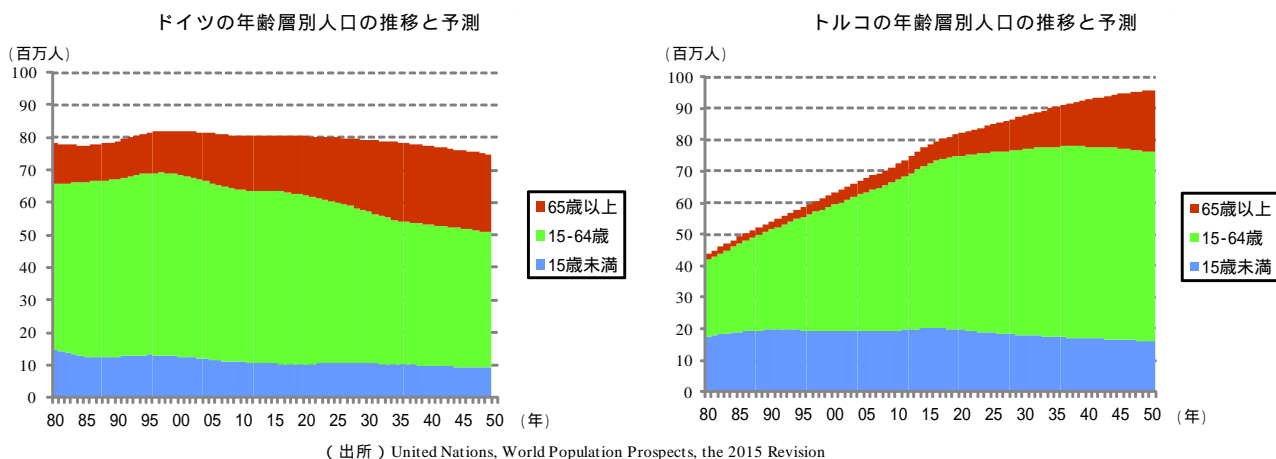


(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2015

現在、トルコの人口は、EU最大の人口を有するドイツよりもやや少ない。しかし、国連の人口推計によれば、2018年には、トルコの人口がドイツを抜く見込みである。トルコは、現在、EU加盟交渉中であるが、もし、加盟が実現すれば、EUで最大の人口を有する国は、ドイツではなくトルコになるのである。

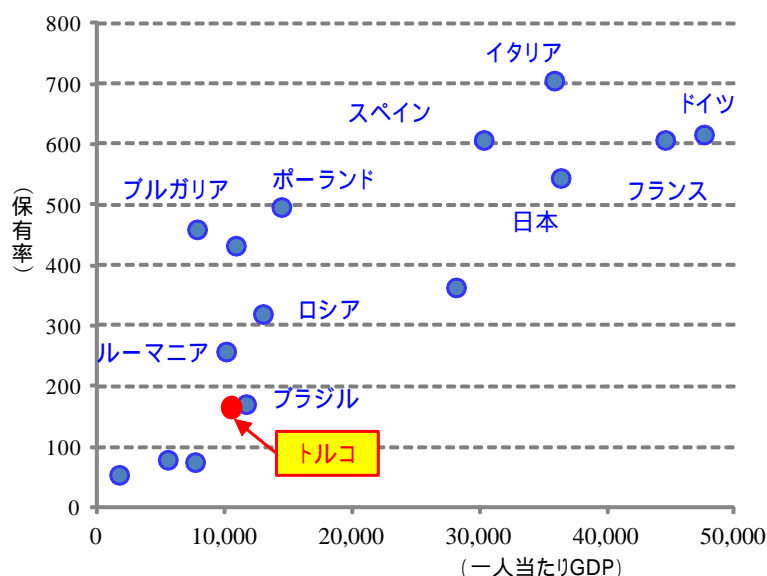
また、国連によるドイツとトルコの年齢層別人口予測を比較すると、ドイツは、高齢化が進み若年層が縮小していくのに対し、トルコは若年層が多く、今後も増え続けることが見込まれている。特に、就労していて所得が多く購買層の中心となる労働力人口(15-64歳)の動きを見ると、2040年には、トルコがドイツの1.5倍にも達すると予測されている。こうした点を踏まえれば、西欧諸国の企業から見て、今後の市場のポテンシャルを考えた場合に、トルコが非常に魅力的な存在であることが理解できよう。

図表 26 . ドイツとトルコの年齢層別人口予測



ただ、トルコには、消費市場拡大を阻害する要因も存在する。例えば、税制の問題である。この点を、自動車のケースをもとに検証してみよう。一般的に、自動車保有率は所得水準に比例するが、トルコの自動車保有率は、同じような所得水準の国々に比べて低くなっている。この原因として、トルコの自動車関連の間接税率が非常に高いことが影響していると見られている。これは、トルコと同様に自動車関連間接税率の高いブラジルでも似たような状況である。トルコもブラジルも、間接税率の高い理由は、ほぼ共通の事情によるものと考えられる。つまり、かつて、財政危機に陥ったトラウマから、財政規律維持が金科玉条になっており、歳入確保のために、納税者の反発が比較的少ない物品税に過度に依存する傾向に陥ってしまったというものである。所得水準が低いのに間接税率が高すぎることは、トルコの自動車市場の今後の拡大への制約要因となりそうだ。

図表 27 . 世界各国の一人当たりGDP（ドル）と自動車保有率（台/千人）



(出所) 一人当たりGDP = IMF World Economic Outlook Database(April 2015)
自動車保有率 = OTOMOTİV DİSTRİBÜTÖRLERİ DERNEĞİ

6. トルコ経済の今後の展望・課題

(1) 経常赤字体質からの脱却は可能か？

トルコは、国内貯蓄水準が低いため、経済成長のための資金を海外に頼らねばならず、その結果、経常収支は赤字、資本収支は黒字という構図が常態化している。つまり、経常赤字をカバーできるほどの資本流入が維持されるうちは良いが、それが維持できなくなれば経済成長が頓挫し国際収支危機も起こりかねないという経済構造である。経済成長率が上がると経常赤字が拡大してしまうジレンマから脱却するには、構造改革によって貯蓄を増やし、貯蓄投資バランスにおける不均衡（投資超過）を解消する必要がある。ただし、現在のトルコ政府は、経済発展・拡大への指向が強いため、経済成長率を押し下げる可能性のある経済構造改革には前向きではないと見られる。そうなると、今後も、トルコ経済は、景気が拡大すると経常赤字が拡大し、それに対応するための引締めで、また景気が鈍化する、というパターンを繰り返す可能性が高いと言えよう。

(2) 投資先としてのトルコの将来性は？

トルコ経済は、経常赤字に陥ったとしても、経常赤字をカバーできるだけの海外からの資本流入を確保できていれば、危機は起こらない。したがって、FDI 流入確保は、トルコ経済の安定のために非常に重要である。トルコは、FDI を今後も吸引できるだろうか？その可能性は高いと考えられる。投資先としてのトルコには、以下のような強みがあるからである。まず、第1に、トルコが、欧州・中東・北アフリカ地域でも屈指の人口大国であり、労働力が豊富で、生産拠点として有望であると同時に、若年人口が多く、今後の消費財市場としても潜在力が高いことである。第2に、近年、強権的な政府への国民の反発も起きているとはいえ、トルコの政治が周辺アラブ諸国と比べれば、はるかに安定していることである。また、EU 加盟交渉を背景に法制度のEU化が進んでいる。このため、トルコは、法的・政治的な面からみた投資環境が、中東北アフリカ地域の中では抜きんでて良好である。第3に、財政・金融が健全で、マクロ経済面の安定度が高いことである。第4に、地理的な面での強みもある。すなわち、トルコは、EU に近接し対EU輸出に便利であることに加え、中東北アフリカ向け輸出にも便利な位置にもあり、例えば、将来的に復興が期待されるイラク向けビジネスの拠点となりうる。さらに、トルコ系民族の多い中央アジア諸国でのビジネス展開のためのゲートウェイとしても利用価値が高い。

トルコ経済は、対外的な脆弱性という弱点を抱えながらも、マクロ経済の健全性や人口動態面での強みを背景に、今後も多くの投資を吸引しつつ、中長期的には成長トレンドを維持するものと期待される。

以上

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。