

12008

## トルコ共和国

チーフアナリスト 内藤 寿彦  
チーフアナリスト 仲川 聡

長期格付

BBB-

見通し\*

安定的

短期格付

—

(長期格付は、原則として外貨建長期発行体格付を表示)

## 1. 概要

トルコは、欧州とアジアとをつなぐ地域に78万平方キロメートル（日本の約2倍）の国土を有し、8,000万人近い人口を擁する中東の大国である。15年時点で、国内総生産（GDP）は87兆円、一人あたりのGDPは9,000米ドルに達しており、G20の一角を占める。経済的には、EUと関税同盟を締結しており、欧州との結びつきが強い。

90年代までは、物価上昇率が二桁台に達するなど不安定なマクロ経済に悩まされていたが、02年以來の公正発展党（AKP）単独政権の下で、マクロ経済の安定化や、財政・銀行部門の健全化が進むと共に、実質GDP成長率が02～07年に平均6.8%に達し、一人あたりのGDPは3,000米ドル台から、08年には10,000米ドル超まで上昇した。

## 2. 政治・社会情勢

国民の大多数はイスラム教徒だが、1923年のトルコ共和国建国以来、政教分離をうたう世俗主義を原則としている。議会は一院制であり、02年以來、AKPが単独で政権を担っている。15年6月の総選挙では、AKPの獲得議席数が過半数を下回ったものの、クルド系組織やISとの対立が激化する中、同年11月に行われた再選挙では再び過半数を回復した。ただし、足元では、政治・社会情勢の緊張感が増しつつある。15年以來、過激派組織との対立激化を背景に、首都アンカラや最大都市イスタンブールでも大規模なテロが発生。16年7月には、クーデタ未遂も生じ、非常事態宣言も発令された。

政権を主導するのは、03年以來首相を務め、14

年からは大統領を務めるレジェップ・タイップ・エルドアン氏である。同氏は、クーデタ未遂も経て、指導力をますます強化させつつある。現在の大統領ならびに国会議員の任期は共に19年に到来する予定であり、それまでの3年間、国民には不人気であるもののさらなる発展のためには必要不可欠な構造改革（後述参照）を、現政権が断行できるかが、注目される。

## 3. 経済基盤・経済情勢

若年層を中心に8,000万人近い人口を有し、GDPが中東最大となる87兆円に達するトルコは、国内市場のみならず、関税同盟を締結するEUや周辺の中東諸国に対する輸出基地としても、高い潜在力を有す。国内勢では、コチやサバンジュといった財閥のほか、トルコ航空やトルコテレコムなどの国営企業（民営化したものを含む）の存在感が大きい。海外からの直接投資も積極的に受け入れており、ルノーや現代自動車、トヨタなど、世界の自動車メーカー15社がトルコで生産を行っているほか、家電や鉄鋼、化学といった分野でも、欧州市場では一定の地位を占めている。また、観光資源が豊富であり、15年には、年間外国人訪問者数が3,600万人超を記録し、国際収支上の旅行収入もGDP比3.7%に達した。

実質GDP成長率は、過去10年間平均（06～15年）で3.9%となっており、潜在成長率も3%台と見られている。足元では、16年1月の最低賃金の30%引き上げや、300万人近いシリア難民の受け入れもあり、15年7-9月期～16年4-6月期の過去4四半期では、平均4.3%を記録した。

## 4. 対外ポジション

トルコは貯蓄率が低く（15年の国民総貯蓄率は14.7%）、投資率（同国内総投資率は18.5%）を大きく下回っており、経常収支は恒常的に赤字を計上している。ただし、トルコは石油の純輸入国であるため、14年第4四半期以来の油価下落を受け、経常収支赤字は、13年のGDP比7.7%から15年には同4.5%まで改善した。とはいえ、治安情勢の悪化などを背景に、足元では外国人訪問者数は減少し始めている。経常収支赤字の改善を図るためには、構造面での対策推進が必要不可欠となっている。

また、多額の経常収支赤字は、海外からの資本流入で埋められており、リーマンショック後には世界的な金融緩和を背景に、非居住者による債券への証券投資と国内金融機関による対外借入が急増した。15年末時点での対外借入総額は、同年の輸出（財・サービス）の200%、同時点の外貨準備の360%に達した。経常収支赤字、対外借入の元利払額及び前年末時点での短期対外債務残高の合計が、15年には輸出（財・サービス）の107%、外貨準備の192%に達するなど、毎年の対外ファイナンスニーズが巨額に上っており、ボラタイルな国際的な資本フロー動向の影響を受けやすい状況に置かれている。

対外債務の構成を見ると、借り手別では、全体の22%が政府、47%が金融機関、32%が企業等となっており、また、貸し手別では、全体の12%が公的債権者、88%が民間債権者となっている。また、全体の26%が1年以内に満期を迎える短期債務となっており、その65%を金融機関が占める。対外債務を通貨別にみると、米ドル建てが59%を、ユーロ建てが32%を占めている。このように、トルコの対外債務は、①金融機関が最大の借入主体であり、金融機関が短期対外借入を円滑に借り換え（rollover）できるかが、外貨流動性の観点で重要②対外債務の通貨の大半は米ドルやユーロなどの外貨建てとなっており、為替減価時にはリラ建てでの債務負担が増すため、ヘッジ状況を含めた為替変動に対する耐性が、金融システムの安定性の観点で重要一となっている。なお、前者に関しては、中央銀行が15年以来、金融機関の対外借入について期間に応じた預金準備率設定を強化したため（例、5年超の5%に対し1年未満は25%など）、借入期間の長期化が進みつつある。

## 5. 金融システム

国内の銀行部門は、リーマンショック後の国内外での金融緩和を背景に、近年、貸出を大きく加速

させた。国内銀行部門の貸出残高は、09年末から15年末にかけて、GDP比41%から同76%まで拡大した。その間、預金残高は、GDP比54%から64%までの拡大にとどまったため、銀行部門の預貸率が76%から119%まで上昇すると共に、対外借入への依存度を高めた。とはいえ、国内銀行システムは、当局による厳格な監督下に置かれ、健全性を維持している。15年末には、自己資本比率（CAR）15.3%、不良債権比率3.2%（グロス）・0.8%（ネット）、流動比率（3ヵ月以下の流動資産／3ヵ月以下の流動負債）104%を維持。国内金融機関の外貨建借入額は増えているものの、通貨スワップの積極的な活用により、国内銀行部門の為替のネットオープンポジションは資本の1.3%に抑えられている。

ただし、企業部門の、国内銀行からの外貨建借入が拡大を続けている点には、留意が求められる。国内銀行による外貨建貸出残高は、09年末から15年末にかけて、GDP比11%から22%へと増加した。規制上、家計による外貨建借入は禁止されており、企業の外貨建借入も、外貨建収入を有す企業または借入額5百万米ドル以上と限定されているため、外貨建借入の主体は大企業が中心である。これらの企業の、通貨スワップによるヘッジや外貨建収入によるナチュラルヘッジの程度次第では、為替減価時に大きなストレスがかかることとなる。15年には、リラの対米ドル為替相場が25%減価したが、銀行部門の不良債権比率（グロス）はほぼ横ばい（14年末の2.9%→15年末の3.2%）であり、一定の耐性を有すものと見られるものの、企業部門の外貨建借入動向と為替変動に対する耐性については、一定の留意が求められる。

## 6. 財政

財政面では、03年財政管理法に基づき、規律ある運営が続けられている。政府は、09～10年には、リーマンショック後の景気下支えのために歳出を大きく増加させたものの、基礎的財政収支自体は黒字を維持した。11年以降は、基礎的財政収支を再び改善させた。15年の中央政府基礎的財政収支および財政収支はそれぞれGDP比1.5%、▲1.2%を記録。基礎的財政収支の黒字維持により、GDP比で見た公的債務（EU基準一般政府債務）は緩やかな改善を続けており、15年末の公的債務残高はGDP比33%となった。政府は17～19年の中期財政計画でも、基礎的財政収支の黒字を維持し、公的債務残高を19年末までにGDP比29%台までさらに低下させることを目標として掲げている。

## 7. 総合判断・格付の見通し

トルコの格付は、EUやイスラム圏への輸出ベースにもなり得る中東最大の経済の基盤、ならびに、健全性の高い政府・銀行部門が有するショックへのバッファーに支えられている。他方、格付は低い貯蓄率と恒常的な経常収支赤字に見られるマクロ経済不均衡、多額の対外ファイナンスニーズと国際金融市場への依存、不確実性を増す政治・社会情勢に制約されている。

足元では政治・社会情勢の緊張感が増している。15年7月以降、クルド系過激派組織やISとの対立が激化し、アンカラやイスタンブールでもテロが発生。16年7月にはクーデタ未遂も生じた。治安悪化などを背景に、外国人訪問者数は減少し始めている。しかしながら、外国投資主導の自動車の生産・輸出台数は16年に入っても過去最高を更新し続けており、四半期別実質GDP成長率も、足元では潜在成長率に近い前年比3~4%台で推移している。長年の懸案である経常収支赤字は、油価下落の効果から、13年のGDP比7.7%から15年には同4.5%まで改善。短期対外債務も、当局の新たな規制もあり、14年末の1,316億ドルから16年7月末には1,050億ドルと、外貨準備（1,197億ドル）を下回る水準まで抑制されてきた。通貨リラの対米ドル為替レートは、15年中に25%減価したものの、銀行部門の不良債権比率は3%前後と低い水準を維持している。財政面では、基礎的収支は黒字が続いており、一般政府債務もGDP比30%強と低い。トルコは、複雑化する政治・社会情勢の下、ボラタイルな国際的な資本フロー動向の影響を受けやすい状況に置かれているが、対外債務の多くを占める国内銀行の借り換えはおおむね順調に続いており、今後も、先進国の金融緩和が当面継続すると見られる中、その利益を享受し続ける可能性が高い。政府・銀行部門も、これまでに積み上げてきたショックに対するバッファーを維持している。

今後の信用力判断にあたっては、短期的には、当局が国際的な市場の信認を確保することにより、国内銀行の対外借入の円滑な借り換えを下支えできるかが、また、中期的には、世界的な金融緩和環境が終わる前に、政府が治安対策を含む投資環境の改善と構造改革の積極的な推進により、マクロ経済不均衡を構造的に是正させ、対外ファイナンスニーズを緩やかに減じていくとのソフトランディングを達成できるかが、ポイントと考えられる。加えて、特に、外貨流動性面では、国内銀行の対外債務の借り換え状況や、短期対外債務と外貨準備のバランス

を、金融システムの安定性の観点では、大企業を中心に企業部門の外貨建借入が増してきているため、企業部門のヘッジ状況を含む為替変動に対する耐性について、注視していく。

JCR

## 12008 トルコ共和国

## ●主要財務指標

	単位	2011	2012	2013	2014	2015
実質GDP成長率	%	8.8	2.1	4.2	3.0	4.0
消費者物価(CPI)上昇率(期中平均)	%	6.5	8.9	7.5	8.9	7.7
一般政府財政収支/GDP	%	-1.5	-2.1	-1.3	-1.3	-1.2
一般政府基礎的財政収支/GDP	%	1.8	1.3	1.9	1.5	1.5
一般政府債務/GDP	%	39	36	36	34	33
経常収支/GDP	%	-9.6	-6.1	-7.7	-5.4	-4.5
貿易収支/GDP	%	-8.9	-5.4	-6.8	-4.6	-3.3
資本投資収支/GDP	%	-8.6	-9.1	-8.9	-5.2	-1.5
外貨準備(金を含む)	十億ドル	88	119	131	127	111
同(輸入カバー倍率)	月	4.2	5.8	5.9	5.9	6.0
対ドル為替相場(期中平均)	TRY/USD	1.67	1.80	1.90	2.19	2.72
対外債務/GDP	%	39	43	47	50	55
対外債務/輸出(G&S)	%	166	166	186	182	201
外貨準備高/短期対外債務	倍	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1
デットサービス/輸出(財・サ)	%	28	26	26	22	24

(出所) 財務庁、トルコ中央銀行、統計局、CEIC

## ●格付明細

(単位：百万円、%)

対象	格付	見通し*	発行額	利率	発行日	償還期限	公表日
外貨建長期発行体格付	BBB-	安定的	-	-	-	-	2016.10.07
自国通貨建長期発行体格付	BBB-	安定的	-	-	-	-	2016.10.07

## ●長期格付推移 (長期発行体格付またはそれに準ずる格付)

日付	格付	見通し*	発行体名
1994.01.18	BBB	-	トルコ共和国
1994.03.23	#BBB	-	トルコ共和国
1994.08.15	BB+	-	トルコ共和国
1996.05.14	#BB+	-	トルコ共和国
1996.11.19	BB	-	トルコ共和国
1999.08.23	#BB	-	トルコ共和国
2000.02.02	BB+	-	トルコ共和国
2001.02.23	#BB+	-	トルコ共和国
2001.03.13	BB	-	トルコ共和国
2001.04.20	#BB-	-	トルコ共和国
2001.07.18	B+	-	トルコ共和国
2003.04.11	#B+	-	トルコ共和国
2003.09.02	B+	-	トルコ共和国
2005.0310	BB-	-	トルコ共和国
2007.12.28	BB-	安定的	トルコ共和国
2010.02.01	BB	安定的	トルコ共和国
2013.05.23	BBB-	安定的	トルコ共和国

\*「見通し」は、長期発行体格付の見通し。クレジット・モニターの場合は、見直し方向を表示。

本ウェブサイトに記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であることを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。