

12008

トルコ共和国

チーフアナリスト 内藤 寿彦
アナリスト 遠藤 進一

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。16年時点の国内総生産（GDP）は8,572億米ドルで中東最大であり、一人当たりGDPは10,807米ドルに達している。G20の一角を占める一方、EUと関税同盟を締結しており、経済的には欧州との結びつきが強い。

民族はトルコ系が約7割を占める。一方、中東地域にはクルド人が約2,000～3,000万人居住しているといわれるが、このうち約1,500万人がトルコ領内に居住しており、トルコ全人口の約2割を占める。また、国民の9割以上がイスラム教徒である。

2. 政治・社会基盤

1923年のトルコ共和国建国以来、政教分離を謳う世俗主義を原則としている。議会は一院制であり、02年以来、親イスラム政党である公正発展党（AKP）が単独で政権を担っている。政権を主導するのはAKP党首のレジェップ・タイイップ・エルドアン氏で、03年から14年まで首相、14年からは大統領を務めている。トルコの政治・社会情勢は、近年著しく悪化したが、足元では改善が見られつつある。

トルコの政治・社会情勢における重要課題として、ギュレン派を巡る問題、対ISIL（イラク・レバントのイスラム国）戦、クルド人反政府勢力の問題の3つがある。第一はギュレン派を巡る問題、特にギュレン派によるものといわれるクーデタ未遂の後

処理である。16年7月、一部の軍部将校によるクーデタ未遂が発生した。エルドアン政権は直ちに非常事態宣言を発令して反乱を速やかに鎮圧するとともに、反乱勢力がイスラム教指導者のギュレン師に影響を受けたものであると断定して、これ以降ギュレン派の徹底した排除に乗り出している。16年7月から現在までの逮捕者は約5万人、解雇・停職者は約15万人に上るとみられている。政府は17年10月に非常事態宣言の5度目の延長を決定し、引き続きギュレン派を中心に政府に反対する勢力の徹底した摘発を進めている。

第二は対ISIL戦である。ISILによるトルコ国内での大規模テロが16年1月、同年7月、17年1月に相次いで発生した。政府が15年8月以降、シリア内戦に絡む米国主導のIS空爆に参加したことがISILによるテロの主な誘因になったとみられる。政府は非常事態宣言の下でISIL関係者に対する取り締まりを強化しており、多数拘束している。こうした中、同年10月にISILの事実上の首都であったラッカが米軍などの支援を受けた在シリアのクルド人民兵組織「シリア民主軍」によって奪還されるなど、ISILは重要拠点を相次いで失い弱体化してきている。これらを背景に、17年1月以降、ISILによる大規模なテロは発生していない。

第三はクルド人反政府勢力の問題である。国内に約1,500万人のクルド人を抱えており、クルド人反政府勢力であるクルディスタン労働者党（PKK）による度重なるテロにより、治安が損なわれる状況が長らく継続してきた。こうした中、エルドアン政権は、PKKと対立・和解を繰り返しつつも、和平を粘り強く模索した結果、13年にはPKKが停戦を宣言して和平交渉プロセスに入った。しかし、15年に政

府とPKKの関係が再度悪化し、PKKが停戦を破棄した。これ以降、PKKによるテロが再び各地で発生している。政府当局はPKKに対する大規模な掃討作戦を展開しており、PKK関係者が多数拘束されている。

このように、政治・社会情勢は、エルドアン政権が非常事態宣言の下で反政府勢力に対する引き締めを強化していることを背景に、改善が見られる。

直近1年間で特筆すべき政治・社会情勢における新たな動きは、実権型大統領制の導入決定である。17年4月に実権型大統領制の導入を盛り込んだ憲法改正案が国民投票を経て成立した。実権型大統領制の導入に伴う憲法改正はかねてからAKPが目指してきたもので、今回決定した主な改正点として、首相職の廃止および副大統領職の新設のほか、閣僚や政府高官の指名、国会の解散、予算編成等、広範な権限が大統領に集約される。こうした大統領の権限強化の背景には、かつて現行憲法（1982年憲法）の下で、政権基盤が脆弱なために政権が高頻度で交代し、国内政治が混乱した時期をトルコ国民が経験したことが挙げられる。こうした歴史的文脈を踏まえれば、今回の実権型大統領制の導入は、総じて政権基盤を強化し、政治情勢の安定化に資するといえよう。また、政権基盤が安定すれば、政府は経済構造改革に注力しやすくなり、経済面での成果向上も期待される。同制度への移行は19年11月の大統領選および総選挙を経て行われる予定で、それまでの間に大型国政選挙は予定されていない。現在、憲法改正に向けた国内法体系の改正作業が進められている状況にある。これらを背景に、エルドアン政権の政権基盤は着実に強化されている。なお、次期大統領選に向けては、現職のエルドアン氏に対抗する動きがいくつか出始めているものの、各種世論調査によれば現状ではエルドアン氏の当選の可能性が高いとみられる。

但し、同制度の導入によって強権化が過ぎれば、国内外の政権に対する信認が損なわれ、ひいては政権基盤が揺らぐ可能性がある点には注意が必要である。エルドアン政権は上述の通り治安の改善に向けて様々な施策を進めているが、政府に反対する勢力への過度な圧迫が行われないかどうか、注視していく。

また、最近では国際関係においても、シリア情勢を巡って注目すべき動きがみられる。トルコはNATO加盟国として米国と同盟関係にあるが、米国がシリア内戦においてPKK傘下の民兵組織YPGを支援してきたことを背景に、トルコと米国の関係は悪化した。こうした中、トルコはロシアが主導するシ

リア和平プロセスにイランと共に参加して以降、ロシア、イラン両国との関係を深めている。対照的に、足元では米国とのさらなる関係悪化が目立っている。同年10月に両国ともビザの発給を停止した（12月末にビザ発給再開）ほか、トルコ国営銀行の元役員がイラン制裁違反を巡って米国で逮捕、起訴された事件を発端として、米国がトルコの金融機関に対し多額の罰金を科すとの観測も出ている。当面、米国との関係は目立った改善や悪化がなく膠着した状況が続くとみているが、米国との関係悪化が経済、金融面にも波及する可能性は完全には否定できず、一定の注意を要する。

3. 経済基盤

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8,572億米ドル（16年）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、高い潜在力を有する。主な国内企業では、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元国営企業の存在感が大きい。海外からの直接投資も積極的に受け入れており、世界有数の自動車メーカー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、観光資源が豊富なことから、観光産業も国内経済において重要な位置を占めている。年間外国人訪問者数は、16年はクーデタ未遂の影響もあり前年比30.1%減の2,535万人に落ち込んだものの、17年に入り急速に持ち直しており、同年1～10月の外国人訪問者数は前年比28.0%増の2,905万人と3年ぶりに年間3,000万人台の回復が視野に入っている。

実質GDP成長率は、16年はクーデタ未遂の影響もあり前年の6.1%から3.2%に大きく低下した。しかし、足元では内需が政府の景気刺激策もあり顕著な回復を見せており、輸出も海外経済の改善から拡大していることから、17年の成長率は6%台に達する可能性が高い。一方、18～19年は景気刺激策の剥落などを背景に4%台に低下するとみている。

消費者物価指数（CPI）は、16年は前年比7.8%の上昇であったが、17年はエネルギー価格上昇やリラの急速な減価等を背景に11.1%に急加速した。CPI上昇率が10%を上回るのは08年（同10.4%）以来である。ただ、先行きはエネルギー価格上昇やリラ減価が一巡するとみられることから、CPI上昇率は緩やかな低下が見込まれる。中銀のCPI上昇率の見通し（17年11月時点）は18年7.3%、19年6.0%、中銀のサー

ベイ調査に基づく市場予想ではそれぞれ9.9%、8.5%となっている。

4. 対外ポジション

国民貯蓄率（16年24.5%）が国内投資率（同28.2%）を大きく下回っており、経常収支は02年以降赤字が続いている。経常収支赤字は、14年以降の油価下落や、16年の成長鈍化を背景とする貿易赤字幅の縮小を主因に、13年のGDP比6.7%から16年は同3.8%へと赤字幅が縮小した。17年は、国内経済の持ち直しから来る輸入増などにより貿易赤字が拡大しており、これに伴い経常収支赤字も同5%前後へと拡大に転じる可能性が高い。一方、18、19年は、堅調なグローバル経済を背景にした輸出の増加に加え、外国人訪問者数の回復などもあり、経常収支赤字は同4%台へと緩やかながら赤字幅が縮小していきとみている。

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、国内金融機関による対外借入が急増した。16年後半にはクーデタ未遂や憲法改正を巡る国内政治の一時的な混乱もあり、海外からの資本が大規模流出し、自国通貨リラは16年9月から17年1月の4ヵ月間で26%も減価し最安値を更新した。これに対し、中銀は従来の政策金利である一週間物レポ金利による資金供給を停止し、代わりにより金利水準の高い後期流動性窓口ファシリティによる流動性供給に切り替え、リラの流動性を引き締めつつ市場金利の引き上げを図った。このほか、外貨安定確保のための各種政策手段を動員するなど、中銀の迅速な金融政策対応もあり、17年に入って以降再び資本は純流入に転じ、リラの減価にも歯止めが掛かった。

ただ、同年9月、イラクのクルド人自治政府による独立を問う住民投票等を材料にリラは再び減価基調に転じ、10月には米国とトルコ両国によるビザ発給停止による両国関係悪化の懸念拡大、11月にはエルドアン大統領の発言が利下げ圧力と市場に受け取られたことを材料に、リラは11月に最安値を更新した。これに対し、中銀は資金供給の際の貸出金利の後期流動性窓口金利への一本化、外貨預金準備率の引き下げ、Rediscount Creditsの拡充、そして12月に後期流動性窓口金利の引き上げを決定するなど、立て続けにリラの防衛策を打ち出している。こうした動きもあり、リラは12月に入り減価に歯止めが掛かり、足元落ち着きを取り戻しつつある。

一方、対外債務残高GDP比は上昇を続けており、

16年末時点で47.2%に達した。対外債務のプロファイルは、借り手別では、全体の21%が政府、45%が金融機関、34%が非金融企業となっており、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、期間別にみると、全体の24%が1年以内に満期を迎える短期債務となっており、そのうちの60%を金融機関が占める。通貨別にみると、米ドル建てが59%、ユーロ建てが31%を占める。以上から、対外債務は①金融機関が最大の借入主体であり、特にその短期の対外借入について円滑に借り換えを継続することが外貨流動性の観点から重要であるとともに、②対外債務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の債務負担が増すため、為替変動に対する耐性の度合が金融システムの安定性の観点から重要である。

また、経常収支赤字額、対外債務元利払い額、および前年末の短期対外債務残高の合計で見た対外ファイナンスニーズは、16年末で外貨準備高の160%と高止まりしたままとなっており、JCRが格付しているBBBレンジやAレンジの国々の中で最も高い。国際金融市場への依存度が引き続き高いことから、対外ファイナンスニーズを抑制すべくマクロ経済不均衡の是正の取り組みを加速させることが求められる。

5. 金融システム

国内金融部門は、リーマンショック後の国内外での金融緩和を背景に、近年貸出を大幅に増加させた。国内金融部門の貸出残高は、09年末のGDP比39%から16年末の同66%に大幅拡大した。その間、預金残高は、GDP比52%から56%までの小幅な拡大に留まった。このため、預貸率が76%から119%に急速に上昇し、金融部門は対外借入への依存度を高めた。さらに、16年後半にはリラが大幅に下落し金融市場に多大なストレスが掛かった。こうした中でも、自己資本比率は17年10月末時点で16.9%と年初から上昇した一方、不良債権比率はグロスベースで同3.1%、ネットベースで0.6%で、いずれも年初から小幅低下した。さらに、流動性比率（3ヵ月以下の流動資産/3ヵ月以下の流動負債）は同102%と100%を上回る水準にある。このように、国内金融システムは、当局による厳格な監督下で健全性を維持している。JCRが格付しているBBBレンジやAレンジの国々の金融システムと比べても健全性は高い。

また、国内金融部門は外貨建借入を増やしてい

るものの、長期債務への借り換えが既に進捗しており、足元では債務のマチュリティの長期化は一巡したとみられる。また、通貨スワップの積極的な活用等により、外貨ネット・オープンポジションは自己資本の1.3%と低位に抑制されており、中銀による上限20%規制の範囲内で推移している。

一方、国内金融部門による外貨建の貸出残高をみると、09年末から16年末にかけてGDP比10%から20%へと2倍に増加した。国内で外貨建借入を行っている主な借入主体は非金融企業、特に大企業である。非金融企業の外貨ネット・オープンポジションをみると、債務全体では負債超過が拡大しており、16年末でGDP比23.8%の負債超過にある。ただ、短期債務に限って見ると、外貨建資産と負債はほぼ均衡しており、短期的な対外ショックに対しては一定の耐性を有している。

6. 財政基盤

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、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、中央政府ベースの基礎的財政収支自体は黒字を維持し、11～15年はGDP比1%超の黒字幅を維持してきた。16年の基礎的財政収支はGDP比0.8%の黒字を維持する一方、財政収支は同1.1%の赤字で前年（同1.0%）から小幅の赤字拡大に留まった。財政赤字の大半は国内中長期債によって安定的にファイナンスされる構造となっている。一般政府債務は16年でGDP比28.3%となり、基礎的財政収支の黒字継続を背景に低下基調にある。財政赤字、政府債務ともに、JCRが格付しているBBBレンジやAレンジの国々と比べて低位に抑制されている。

政府は、今後の経済の見通しや財政の計画を取り纏めた中期計画（MTP）を発表しているが、今年には実権型大統領制の導入が決定して以降初めて策定される計画であったことから、同制度の導入決定の政治的な影響がMTPに顕れるかどうか注目された。政府は今年のMTP（17年9月末公表）において、17年の基礎的収支赤字をGDP比0.1%の赤字、財政収支を同2.0%の赤字との見通しを示している。いずれも景気刺激策や防衛費増額等により前年に比べ悪化する見込みである。一方、18～20年は、基礎的財政収支が黒字転換、かつ黒字幅が拡大、また財政収支は赤字幅がGDP比2%を下回る水準に抑制されるとともに、一般政府債務GDP比は一段と低下する計画となっている。このように、政府が18年

以降に財政健全化の軌道に戻す意思が具体的な計画値で示された。今後、実際の財政運営が当計画に沿って行われるかどうか重要となる。

当計画の前提となる18～20年の経済成長の見通しは5.5%となっており、JCRが予測する4%台に比べて楽観的である。ただ、歳出・歳入計画の計数自体は比較的現実的に作られている。このため、実際の経済成長が計画対比で若干下振れたとしても、実際の財政が当計画通りに沿って運営されれば、財政健全化の道筋から大幅に逸脱する可能性は高くないとみている。

7. 総合判断・格付の見通し

トルコの格付は、中東最大の経済基盤、銀行部門の健全性、抑制された政府債務の水準に支えられている。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、改善余地のある政治・社会情勢に制約されている。17年4月に実権型大統領制導入を盛り込んだ憲法改正案が国民投票を経て成立したことにより、エルドアン政権の基盤は着実に強化されつつあり、国内政治情勢、経済活動ともに持ち直して来ている。実権型大統領制への移行は、19年11月の大統領選および総選挙を経て行われる予定である。それまでの間に大型国政選挙は予定されておらず、国内政治情勢は概ね現状を維持し、経済も緩やかな回復を持続するとみている。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。強化される政権基盤を土台に、マクロ経済不均衡是正に向けた構造改革を加速させていけるかどうかを注視していく。

他方、エルドアン政権が、実権型大統領制の移行に対する国民の支持と自身の大統領再選の可能性を高めるべく、財政拡張を継続・拡大させた場合、あるいは、構造改革への取り組みを停滞させた場合、MTPに示された財政健全化の見通しの達成が困難となるほか、マクロ経済不均衡のさらなる拡大につながることから、格付に対する下押し圧力となる。

JCR

12008 トルコ共和国

●主要財務指標

	単位	2013	2014	2015	2016	2017e
実質GDP成長率	%	8.5	5.2	6.1	3.2	6.2
消費者物価(CPI)上昇率(期中平均)	%	7.5	8.9	7.7	7.8	11.1
中央政府財政収支/GDP	%	-1.0	-1.1	-1.0	-1.1	-2.0
中央政府基礎的財政収支/GDP	%	1.7	1.3	1.3	0.8	-0.1
一般政府債務/GDP	%	31.3	28.6	27.5	28.1	30.2
経常収支/GDP	%	-6.7	-4.7	-3.7	-3.8	-5.0
貿易収支/GDP	%	-8.4	-6.8	-5.6	-4.7	-6.4
金融収支/GDP	%	-7.7	-4.4	-1.2	-2.6	-3.6
外貨準備高	十億ドル	147.9	141.9	128.1	129.5	138.0
同(輸入カバー倍率)	月	6.7	6.6	6.9	7.3	6.9
対ドル為替相場(期中平均)	TRY/USD	1.9	2.2	2.7	3.0	3.6
対外債務/GDP	%	41.1	43.0	46.2	46.8	52.9
外貨準備高/短期対外債務	倍	1.1	1.1	1.3	1.3	1.3
対外ファイナンスニーズ/外貨準備高	%	148.3	157.8	166.1	160.2	148.8

(注) 1 2017年はJCRによる見通し、ただしCPIおよび為替は実績値

2 対外ファイナンスニーズ=経常収支赤字+対外債務元利払+前年末短期債務残高
(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
E号1号円貨債券(2017)	BBB-	-	37,000	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2017.12.01
E号2号円貨債券(2017)	BBB-	-	2,000	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2017.12.01
E号3号円貨債券(2017)	BBB-	-	1,000	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2017.12.01
E号4号円貨債券(2017)	BBB-	-	700	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2017.12.01
E号5号円貨債券(2017)	BBB-	-	3,000	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2017.12.01
E号6号円貨債券(2017)	BBB-	-	2,400	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2017.12.01
E号7号円貨債券(2017)	BBB-	-	3,600	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2017.12.01
E号8号円貨債券(2017)	BBB-	-	3,000	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2017.12.01
E号9号円貨債券(2017)	BBB-	-	3,600	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2017.12.01
E号10号円貨債券(2017)	BBB-	-	3,700	1.81	2017.12.07	2020.12.07	2017.12.01
外貨建長期発行体格付	BBB-	安定的	-	-	-	-	2017.11.10
自国通貨建長期発行体格付	BBB-	安定的	-	-	-	-	2017.11.10

●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(外貨建)	見通し*	格付(自国通貨建)	見通し*	発行体名
2004.03.12	-	-	B+	ポジティブ	トルコ共和国
2005.03.10	-	-	BB-	ポジティブ	トルコ共和国
2007.12.28	BB-	安定的	BB-	安定的	トルコ共和国
2010.02.01	BB	安定的	BB	安定的	トルコ共和国
2012.06.28	BB	安定的	BB	ポジティブ	トルコ共和国
2013.05.23	BBB-	安定的	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ことを問わず、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。