

トルコの格付は「投資適格」に近づく ～さらなる格上げには対外収支の改善が鍵を握る～

発表日：2012年6月22日(金)

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)

- 今月20日、米系格付機関はトルコの信用格付の引き上げを発表した。この結果、主要2機関の格付が『投資適格級』に1ノッチに迫るなど同国の信認は向上している。財政構造改革の進展により対外要因の影響を吸収する余地が拡大したことを評価している。一方、巨額の経常赤字を抱えるなど対外収支は脆弱だが、この改善への取り組みも進展しており、この動向によってはさらなる格上げの可能性も高まる。なお、欧州系金融機関による与信への依存度が高く、先行きもこの動向が景気を左右する状況は続くと見込まれるため、対外収支の強化は急務になっている。
- 欧州経済低迷の影響による内外需への下押し圧力を受けて、10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%に減速した。しかし、金融市場の混乱は最悪期を過ぎつつある中、インフレ率にピークアウトの兆しもあるなど内需に底離れの動きも窺われる。今回の格上げは海外資金の流入を促すと見込まれ、国内信用の拡大に繋がることも期待される。輸出の半分を占める欧州経済の減速や海外資金の不透明感は景気の重石になる可能性はあるが、先行きも内需の底堅さは続くと見込まれる。今年は過去2ヶ年の高成長からの一服は避けられないが、足下の堅調さを反映して経済成長率の見通しを上方修正する。

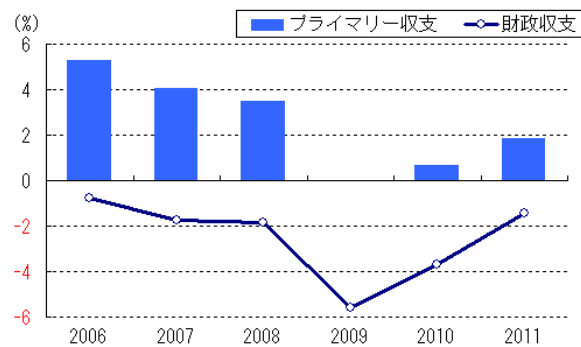
《2機関の格付が「投資適格」の一步手前に。今後は対外収支の脆弱性改善の取り組みに掛かっている》

- 今月20日、主要格付機関の1社がトルコの信用格付を引き上げた。これにより主要3機関のうち2機関の格付が『投資適格級』に1ノッチに迫るなど、トルコ経済に対する信認は向上している。今回の格上げについて、同社は「格上げに繋がる特定の動きがあった訳ではないが、足下の財政状況の改善により、外的要因による経済への衝撃を吸収し得る余地が拡大している」ことを評価。「依然大幅な経常赤字を抱えるものの、政府はこの不均衡是正に向けた取り組み姿勢を強めている」ことも評価しており、この成否がさらなる格上げの可否に繋がるとの見方を示した。世界金融危機の影響が直撃した2009年の財政赤字は、歳出拡大による景気刺激を実施する一方、景気減速による歳入の伸び鈍化によりGDP比▲5.6%に拡大したものの、翌2010年の財政赤字は予算時点の目標(GDP比▲4%)を下回る同▲3.7%に縮小した。昨年は総選挙を前に歳出拡大の懸念はあったものの、経常歳入の伸びを抑える改革に取り組んだ上、予想外の経済成長が続いたことや、間接税率引き上げや課税ベース拡大などによる歳入増加の取り組みにより、財政収支はGDP比▲1.4%に縮小した。2000年代初めに発生した債務危機後はIMFによる支援の下で財政健全化の道筋を着々と進めており、昨年末時点の公的債務残高はGDP比約40%に低下している。
- 一方、同国の昨年の経常赤字はGDP比▲10.0%に達するなど脆弱な対外収支構造という問題を抱えている。この背景として、家計部門を中心とする旺盛な需要を背景に好景気が続いた一方、輸出環境の悪化により貿易赤字が拡大していることが挙げられる。このため、同国政府は昨年後半以降、輸入抑制に向けて関税を引き上げ、年明け以降は国内投資を喚起させるべく製造業を中心とする大型投資に対する税の優遇措置を拡充させている。さらに、貯蓄率の低さを解消させるべく社会保障制度の改革に着手しており、年金制度を通じた貯蓄向上策に取り組んでいる。これらの施策による経常赤字の抑制効果が発現するには時間が掛かると予想されるものの、近年は東欧諸国に次ぐEU向け輸出基地として注目を集めていることを鑑みれば、こうした外資企業に対するインセンティブは対内直接投資を促すと期待される。足下では昨年来のリラ安が後押しする形で輸出は底堅く、将来的に輸出を押し上げることも見込まれる。年金制度の充実によって国内の投資

資金が拡大することは、資本市場の拡充を通じた国内の投資機会の拡大にも繋がると期待され、銀行借入などに対する依存度が高い事業資金の供給拡大は産業の活性化をもたらすであろう。

- 対外収支の脆弱性は対外債務の大きさにも繋がり、債務危機直後は対外債務残高のGDP比は57%、外貨準備高の4倍近くに達した。なお、近年はIMF支援下での緊縮政策のほか、公的部門及び民間部門ともに対外債務の圧縮が図られたことで、昨年末時点の対外債務残高はGDP比40%を切る水準に抑えられている。他方、このところの経常収支の悪化に加えて、国際金融市場の混乱により海外資金の流入が細っており、外貨準備高は増加しにくい状況にあるものの、足下の外貨準備高は輸入の6ヶ月分を上回る水準にあるなど、直ちに外貨流動性不足に陥る可能性は極めて低い。もっとも、外資系金融機関による同国向け与信に占める欧州系金融機関からの割合は約85%に達しており、欧州債務問題の行方は資金動向に影響を与えることは避けられない。対外収支の強化により海外資金に対する依存度の低下を図ることは、持続可能な経済成長を図る上でも重要な意味を持つ。

図1 プライマリー収支及び財政収支のGDP比の推移



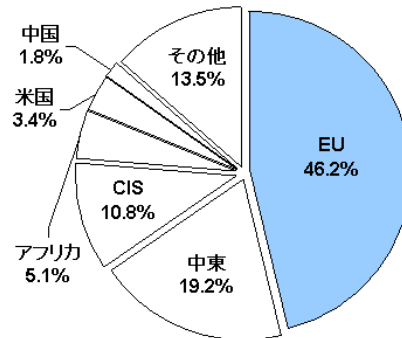
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《欧州問題による景気への悪影響は見込まれるが、足下で緩やかな拡大が続くなど景気の底堅さが窺える》

- 足下のトルコ景気は、欧州経済の低迷や国際金融市場の混乱による下押し圧力の影響が現れている。昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.2%と5四半期ぶりの低水準になり、前期比年率も+2.4%に減速している。インフレ率が高止まりする中、海外資金の流出による信用収縮懸念を受けて景気をけん引してきた個人消費に一服感が出たほか、欧州向けを中心とする輸出の減速基調が強まった。さらに、昨年6月の総選挙後も引き続き財政緊縮姿勢が堅持されたことから、政府消費は落ち込み、景気の重石になった。分野別では、欧州問題によるギリシャなどでの混乱による欧州圏からの観光客増加で観光関連産業に盛り上がりの動きはみられたが、輸出の減速を反映して製造業は伸び悩み、個人消費の低迷は小売・卸売業の足かせになった。金融当局は欧州問題の再燃により金融市場の混乱が高まった昨年秋以降、金融政策の調節手段として銀行間金利を翌日物貸出金利（上限）と翌日物借入金利（下限）の間に誘導させる方針を採っているが、海外資金の流出などによる借入条件の悪化で市中金利は高止まりし、建設需要は低迷したほか、建設投資の一巡も重なり建設業は急速に冷え込んだ。
- なお、昨年末を底に金融市場の混乱は一服したことや、昨年のリラ安による輸出競争力の拡大を受けて、年明け以降は欧州向けを中心に輸出は堅調に推移しており、これに伴って生産も緩やかに拡大している。足下の生産拡大を背景に雇用環境は改善基調が続いており、金融市場の落ち着きによる市中金利の低下も重なり、高止まりしてきたインフレ率にピークアウトの兆候が出ていることも実質購買力の押し上げに繋がるなど、個人消費に底離れの動きも窺われる。さらに、平均設備稼働率は依然として80%近くの高水準で推移しており、対内直接投資の旺盛さも相俟って設備投資需要の拡大も見込まれることから、これも景気を下支えしよう。今月実施されたギリシャの再選挙の結果、予想された最悪の事態を免れたことは海外資金の流入にプラ

スに作用すると見込まれるが、欧州債務問題の根本的な解決への道筋は未だに不透明であることから、海外資金は引き続き金融市場の動向の影響を受けやすく、国内信用の拡大や縮小を通じて内需を左右する状況は続くであろう。一方、近年は輸出に占める中東諸国向けの割合が拡大するなどEUに対する依存度は低下しているものの、依然5割近くを占めていることを鑑みれば、外需が急激に拡大する状況は見込みにくく、先行きも景気の足かせになることが予想される。

図2 地域・国別の輸出仕向先(2011年)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《2ヶ年続いた高成長からの一服は避けられないが、足下の底堅い景気を反映して見通しを上方修正》

- 2010年の経済成長率は、インフラ投資の拡充や個人消費の拡大による世界金融危機からの回復に伴い前年比+9.2%と23年ぶりの高成長となり、昨年も同+8.5%とやや減速したものの2年連続で8%を上回る高成長を記録した。年明け直後は欧州問題による影響が懸念されたものの、足下ではこうした影響がやや薄らいでいる上、リラ安が輸出の押し上げ要因になっていることから、緩やかな景気拡大は続いていると予想される。先行きについても景気の底堅さは見込まれるが、欧州経済の不透明感や商品市況の調整により中東やCIS諸国の景気減速も見込まれることから、外需は勢いに乏しい状況が予想される。内需については資金需給を巡る最悪期は過ぎており、今回の格上げも海外資金の流入にプラスに作用すると予想されるものの、引き続き国際金融市場の動向は影響を与えることは避けられず、緩やかな拡大に留まるであろう。昨年12月時点では今年の経済成長率は2%台に減速するとみていたが、10-12月期の予想外の底堅さや、足下の景気の堅調さを反映して前年比+3.4%になると予想する。

以上