

格付けアクション:

### ムーディーズ、トルコの格付けを B1 に格下げ、ネガティブな見通し

[https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Turkeys-ratings-to-B1-and-maintains-negative-outlook--PR\\_402552?WT.mc\\_id=MDCAAlerts\\_realtime~59A58245-56E5-4635-983D-364CFCB33AF7](https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Turkeys-ratings-to-B1-and-maintains-negative-outlook--PR_402552?WT.mc_id=MDCAAlerts_realtime~59A58245-56E5-4635-983D-364CFCB33AF7)

2019年6月14日 - ムーディーズ・インベスターズ・サービス(「ムーディーズ」)は本日、トルコ政府の長期発行体格付けを Ba3 から B1 に引き下げ、ネガティブの見通しを維持した。優先無担保社債格付および発行登録制度に基づく優先無担保社債格付もまた、それぞれ Ba3 /(P)Ba3 から B1 および(P)B1 に格下げされている。

同時に、ムーディーズはトルコ共和国が完全所有する特別目的ビークルであるハジン・ムステザルギ・ヴァリク・キララマ AS の担保付き優先無担保社債を Ba3 から B1 に格下げし、ネガティブの見通しを維持している。

本日の格下げは、国際収支危機のリスクが高まり続けており、それに伴い政府の債務不履行のリスクも高まっているというムーディーズの見解を反映している。B1 格付けは、これらのリスクと、その国の基本的な信用力、特にその大規模で多様化した経済および依然として中程度の水準の政府債務から出たものである。

関連する決定では、ムーディーズはトルコの長期的なカントリーシーリングの上限を引き下げた。:外貨建て預金の上限を B2 から B3 へ。現地通貨建て債権と預金のシーリングを Ba1 から Ba2 へ。短期外貨建て債券および短期外貨建て預金もシーリングは、ノットプライム (NP) のままとした。シーリングは、一般に、トルコの債権を裏付けとするストラクチャード・ファイナンス証券を含め、トルコの国内発行体に割り当てることができる最高格付けとして機能する。外貨建て債券の上限と国債の格付けを一致させるという決定は、単一の共通の危険、すなわち対外的信頼と資本の喪失へのエクスポージャーは、トルコの公共部門および民間部門の企業の運勢が信用力の観点で、重要に絡み合っているというムーディーズの見解を反映している。

### 評価の理論的根拠

制度の強さと政策の有効性の継続的な浸食が投資家の信頼に与える影響は、その大きくて多様な経済と低水準の政府債務を有するトルコの伝統的な信用力をより上回っている。トルコは構造的に对外資本フローに大きく依存しており、債務を返済し成長を持続させるために毎年必要とされる多額の資金を引き付け続ける能力に関するムーディーズの信頼は低下し

ている。さらに長期にわたる急激な経済および金融の不安定さに対しては、依然として非常に脆弱である。外貨準備のバッファーは弱く、ムーディーズは今後 2 年間で経済全体の短期負債に比べてさらに弱まると予想している。政策発表が行われているにもかかわらず、政策当局は、調整を伴うだろう負の短期的な経済への影響のせいで、新しく、より持続可能な均衡へ経済を修正することを許す施策をまだ実施していない。

根本的な弱点に対処することによって経済および金融システムに対する外部投資家の信頼を維持する政策を実施する政府の意欲または能力は依然として不透明である。2018 年半ば以降、政府はいくつかの経済改革パッケージを発表した。結局のところ、これらの発表は経済に対する特定の圧力に反応するか、あるいは実行されれば信用にプラスになるであろう措置の見直しのいずれかであるが、何年も議論されてきたが、それらの政策指標において実施されたものはほとんどない。銀行システムをターゲットにしたものを含むほとんどの政府の措置は、裏付けとなる経済とその銀行システムの根本的な回復力を、一部はマーケットセンチメントの弱さである外部からのショックから侵されることを犠牲にして、経済活動をてこ入れするという短期的な優先事項に焦点を合わせ続けている。

それが長く続くほど、トルコの経済の全部門にわたる対外資本への依存度が非常に高くなることによって暗示される弱点が、ムーディーズの分析を支配するようになる。さらなる資本流出、外貨準備の喪失、為替レートの低下、インフレの上昇、および中期的成長への深刻な損害を伴う、外部からのさらなるショックのリスクが高まる。結局のところ、債務の返済能力とおそらく政府の債務返済能力を著しく制限するであろう、急激かつ非常に破壊的な国際収支危機に対する国の脆弱性は、同程度に評価された国と比較しても、依然として債務負担が大きくないにもかかわらず、シングル B 格付けにより整合しているとムーディーズは考える。

トルコは、2018 年 9 月下旬から 2019 年 2 月までの比較的落ち着いた期間の後、再び断続的な通貨危機に直面している。その結果、2 月以降、総準備金と正味準備金の両方が減少した。総準備金および正味準備金の水準は長年にわたり構造的に弱かったが、この減少は国の対外脆弱性の大幅に増加させた。2019 年に、ムーディーズは短期の対外債務返済、現在満期が到来している長期対外債務、および総非居住者預金が、外貨準備高の 2.6 倍以上になると予想している。さらに、資金調達コストは急上昇し、2 月以降の利回りは約 400 ベースポイント上昇した。

外貨準備高の減少は、為替レートを自由に変動させるという中央銀行の長年の政策に反しているように思われ、中央銀行の透明性と独立性、ひいてはトルコのより広範な制度的枠組みに関するさらなる懸念を引き起こしている。

ロシアからの S-400 ミサイルシステムの購入に関連しているトルコと米国の間で進行中の不和により対外圧力は悪化している。購入が進むなら米国議会が考慮する制裁は、今日まで大部分は不確定ながら、トルコの経済と金融システムにさらなる影を落としている。

### ネガティブな見通しの理論的根拠

リスクのバランスは、下方サイドに強く傾いている。急激な国際収支危機のリスクは、当面は比較的安く、シングル B 格付けカテゴリーの最高格付け水準と今のところ一致している。しかし、外部バッファの低下は、これが不安定な均衡であることを示しており、時間が経過するにつれて、クレジットバランスが悪化し、国際収支危機というより信用にネガティブなパスへ向かう経済をかじ取りする政府の能力が低下する。これは、ひいては、資本規制の必要性、外貨、(課されている制裁)外部支援へのアクセス制限を含む、より信用にネガティブな結果を招く可能性を高める。

さらに不安定になる可能性となる短期的な要因はいくつもある。ムーディーズは、2019 年 6 月 23 日にイスタンブールの市長選挙が再度なされると、政治的な不安が高まり、リラの価値がさらに大幅に低下し、外貨準備高がさらに減少する可能性があると考えている。トルコに制裁措置を課すことはまた、さらなる、非常に信用力に否定的な、市場の反応につながる可能性がある。さらに、課された制裁措置によっては、将来、国際収支や経済危機の拡大を回避するため、IMF のプログラムにアクセスするトルコの能力に疑問が生じる可能性もある。ムーディーズが現在それが必要とされることを期待していないとしても、制裁と外部支援の間の潜在的な緊張それ自体が、信用力に対する投資家の信頼をさらに損なう可能性がある。

### 何が格上げ、格下げに影響を与えるか

ムーディーズは、通貨危機がさらに深刻化した結果、より信用力にネガティブなパスを回避することがますます不可能になることが明らかになれば、トルコの格付けを引き下げる可能性が高い。資本規制がより起こりやすくなっていること、またはトルコの財政力が大幅に悪化していることを示す兆候は、信用力にネガティブなものである。制裁措置の形で米国との関係に重大な悪化があると、IMF の援助を受けることに影響が及ぶ可能性があるため、格付けに下方圧力をかけることにもなる。

ネガティブな見通しを考えると、格上げの可能性は低い。しかし、当局が外部からの圧力に対処し、経済のバランスを取り戻すための信頼性のある、幅広いプログラムを提示し、効果的に実行できれば、格付けは安定する可能性がある。重要な外部からの財政的支援、およびそれに伴う可能性が高い政策アジェンダも、格付けを後押しするであろう。

## ナショナルスケール格付

ムーディーズは、政府の長期発行体格付けの引き下げを反映するために、トルコ向けにそのナショナルスケール格付(NSR)<sup>1</sup>マップの更新版を間もなく公開する予定である。ムーディーズのNSRは、特定の国内の他のクレジットに対する信用力の序数ランク付けであり、これにより、国内クレジット間での信用の差別化が促進される。NSRは、各国固有の対応またはマップを通じて、グローバルスケール評価(GSR)からつくられる。しかし、GSRとは異なり、ムーディーズのNSRは複数の国にまたがってクレジットをランク付けすることを意図していない。代わりに、それらは単一の国の中で相対的な信用度の尺度を提供する。フルマップは「国別の全国規模の格付けマップの現在および後継の解説書の索引」からアクセスできる。

一人当たりGDP(PPPベース、米ドル):27,956(2018年実績)(一人当たり所得とも呼ばれる)

実質GDP成長率(%変化):2.6%(2018年実績)(GDP成長率とも呼ばれる)

インフレ率(CPI、12月から12月の変化率):20.3%(2018年実績)

一般政府財務収支/GDP:-2.6%(2018年実績)(財政収支とも呼ばれる)

経常収支/GDP:-3.5%(2018年実績)(外部収支とも呼ばれる)

対外債務/GDP:[利用できない]

経済発展のレベル:中程度の経済回復力

デフォルトの履歴:1983年以降、少なくとも1回のデフォルト(債券および/またはローンに関する)が記録されている。

2019年6月11日、トルコ政府の格付けについて話し合うために格付け委員会が招集された。議論の間に提起された主なポイントは以下の通りでした:発行体の経済的な強さを含む経済的なファンダメンタルズは実質的に変わっていない。発行体の制度上の強み/枠組みは、著しく減少した。債務者のプロファイルを含む発行体の財政的または財政的な強さは著しく減少した。発行者はイベントリスクの影響を受けやすくなっている。

---

<sup>1</sup> 訳者注:ナショナル・スケール格付けは、その国または地域の他の発行体や債務との比較における、債務者の全体的な信用力についての意見(発行体格付けまたは会社格付け)、または個々の金融債務を履行する債務者の能力についての意見(個別債務格付け)。ナショナル・スケール格付けは、当該国の中での信用力の序列を表す。1国の中での信用力に注目しているため、国際比較はできない。

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品(有価証券を含みますが、これに限られません)の取得の申込みまたはその引受もしくは買付の申込みの勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社および、またはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

本書は、2019年6月14日付けでMoody'sが発出したRating Action『Moody's downgrades Turkey's ratings to B1, and maintains negative outlook』の一部をお客様の参考に資するため提供する和訳文です。原文(英語)と和訳文に齟齬がある場合は原文(英語)が優先し、三田証券は和訳文の正確性について責任を負うものではありません。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号  
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11  
加入協会 日本証券業協会  
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター  
資本金 5億円  
主な事業 金融商品取引業  
設立年月 昭和24年7月  
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。