

JTG 証券 ストラテジー・レポート

トルコ経済の現状と トルコ国債の投資評価

経済調査室

上田 祐介

チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

1. 本レポートの目的

p.2

- 本レポートでは、トルコ共和国(以下、トルコ)の概要および経済状況を概観しつつ、米ドル建てトルコ国債の信用力評価について弊社の考え方を示す。

2. トルコの概要

p.2

- トルコの FY2024 における名目 GDP は 1 兆 2,850 億米ドルで、世界 12 位に位置。
- 現在はエルドアン現大統領による 3 期目の政権運営にある(与党:公正発展党・右翼)。政治的基盤は強固だが、抑圧的な政権運営に市場からの不安感が強まる傾向。
- FY 2024 における産業別 GDP 構成比は一次産業が 6%、二次産業が 26%、三次産業が 57%、調整(税、補助金)12%を占める。

3. トルコの経済状況

p.8

- FY2024 通年のトルコの実質 GDP 成長率は+3.1%。トルコ・シリア地震の復興に伴う建設業の成長や、製造業における設備投資の集中が経済成長を後押し。
- 2021 年 9 月、政府はインフレ対策として異例の金融緩和政策を打ち出し、さらなる利下げを実施した。しかし、その後の大統領選の結果を受け、2023 年 7 月頃からは金融政策を一転し、引き締め路線へと転換した。2024 年 4 月から 12 月にかけては政策金利を 50%に据え置くことで、インフレ抑制に一定の成果を上げている。
- FY2024 末時点の政府債務は 9 兆 2,600 億トルコリラ、対 GDP 比では 21.3%。額面は過去 6 年間で増加を続けているものの、対 GDP 比では FY2021 末以降、継続的に低下している。ただし、短期対外債務の償還リスクの解消には、引き続き課題が残る。

4. トルコリラ(ローカル通貨)の状況

p.12

- 過去 5 年間を通して、トルコリラ安の傾向が継続。実態成長を伴わない海外との名目金利差を、通貨安が埋めている状況。
- 経常収支(FY2024)は▲100 億米ドルの赤字。石油、天然ガスの産出量が乏しく、必要な資源の多くを輸入に依存しているという構造的な問題により、赤字は継続しやすい。

5. トルコ国債の投資評価

p.15

- トルコの発行体格付けはムーディーズから B1 格、S&P とフィッチから BB- 格。
- トルコリラ建て債投資では、信用リスクよりも通貨などを含めた価格ベースのトータルリターンが重要。名目金利が高くても実質との乖離があれば通貨安により調整される結果に。
- 円貨から見た 2 つのトルコ国債のリターン(2025/2~2025/7)は、米ドル建て債が+2.3%、トルコリラ建て債が-6.0%。
- 円貨からみたトルコ国債投資では、米ドル建ての方がトルコリラ建て投資より効率的。

JTG 証券 戦略・レポート

トルコ経済の現状と米ドル建て国債投資の効用

JTG 証券 チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 本レポートの目的

本レポートでは、トルコ共和国（以下、トルコ）の概要および経済状況を概観しつつ、米ドル建てトルコ国債の信用力評価について弊社の考え方を示す。

2. トルコの概要

[ポイント]

- トルコは西アジアと東ヨーロッパの境界に位置する。FY 2024 の名目 GDP は 1 兆 2,850 億米ドルで、世界 12 位に位置。
- 現在はエルドアン現大統領による 3 期目の政権運営にある（与党：公正発展党）。政治的基盤は強固だが、抑圧的な政権運営に市場からの不安感は強まる傾向。
- 多極的かつ均衡的な平和外交が基調となっている。NATO に加盟にしながらも、ロシアとの経済関係を独自の立場で維持。
- FY 2024 における産業別 GDP 構成比は一次産業が 6%、二次産業が 26%、三次産業が 57%、調整（税、補助金）12%を占める。
- FY 2024 は、▲822 億米ドルの貿易赤字。ただし前年度から赤字は圧縮されていた。

① 概要

トルコは西アジアと東ヨーロッパの境界に位置し、地政学的に重要な役割を果たしている

トルコは西アジアと東ヨーロッパの境界に位置し、地政学的に重要な役割を果たしている。国土面積は約 78 万平方キロメートルで、日本国土の 2 倍の広さを持つ。人口は約 8,660 万人（2024 年時点）で、国民の多くはイスラム教を信仰している。

図表 1 トルコの概要

面積	780,576平方キロメートル（日本の約2倍）
人口	約8600万人（2024年）
首都	アンカラ
政体	共和制
言語	トルコ語（公用語）
宗教	主にイスラム教
元首	レジェップ・タイップ・エルドアン大統領 （H.E. Mr. Recep Tayyip ERDOĞAN）（2023年6月3日再任：任期5年）
1人当たりGDP	15,463ドル
通貨	トルコ・リラ

出所：外務省サイト、JETRO などより、JTG 証券で作成

2024 年通年
名目 GDP は 1 兆
2,850 億米ドル。経
済成長率(実質
GDP 成長率)は
+3.1%

FY 2024 通年における名目 GDP は 1 兆 2,850 億米ドルで世界 12 位、上位 26 か国内での構成比は約 1.4%を占める新興経済大国である(38トルコリラ/ドル換算)。同年の経済成長率(実質 GDP 成長率)は+3.1%と前年の+5.1%より減速していた。

同国の産業構造は鉱業、製造業、サービス業など多岐にわたる。石炭、褐炭などの天然資源に恵まれる一方で算出量の少ない石油、天然ガスの開発にも力を入れている。また自動車産業や、繊維・衣類等の軽工業が盛んである。産業の高度化も進んでおり、国内総生産の半数以上をサービス業が占めている(詳細は後述)。

② 政策方針・実績¹

現在はエルドアン
現大統領による 3
期目の政権運営

右翼的な政策スタンスをとる現与党の「公正発展党(AKP)」は、2002 年以降、単独政権を継続して維持している。レジェップ・タイップ・エルドアン現大統領は幅広い支持を獲得し、現在は 3 期目の政権運営にある。2017 年には、憲法改正の是非を問う国民投票で勝利し、議院内閣制および首相職を廃止し、大統領制へと移行した(図表 2)。

国内的には強権的な政策もあり安定した政権運営を行うエルドアン政権であるが、国外からの評価は一定の政治リスクを織り込んだものになっており、これが同国の通貨安にも影響している。以下に、政治リスクの顕在化事例を示す。

2025 年 3 月、大
統領選における最
有力候補者であっ
たイマモール氏が
逮捕された。抑圧
的な政権運営に
対する不安感が
強まる

- 2016 年の国軍によるクーデター未遂事件をはじめとして、長期政権に対する反対運動は多数発生している。2024 年 3 月に実施された統一地方選挙では、主要都市を中心に野党候補が相次いで勝利し、公正発展党は大都市圏のほぼ半数地区で敗北を喫していた。
- 2025 年 3 月 19 日、大統領の政敵とされていたエクレム・イマモール氏²が汚職容疑で逮捕される事件が発生。同氏は大統領選への出馬資格を剥奪される事態となった。これに対し、野党共和人民党は同氏を選挙から排除するための政治的迫害だとして、政府を厳しく非難している。(その後、2025 年 7 月 16 日に裁判所は検察関係者に対する誹謗中傷と脅迫の罪でイマモール氏に禁錮 1 年 8 月の判決を言い渡している。)
- この逮捕事件を受け、抑圧的な政権運営が経済政策にも悪影響を及ぼすのではないかと懸念が市場に広がった。トルコリラは、3 月 18 日の 1 米ドル=36.7 リラから翌 19 日には 37.9 リラまで急落。その後も当局は強硬姿勢を崩さなかったため、国内の緊張はさらに高まり、7 月 23 日時点の為替は 1 米ドル=40.5 リラまで下落した(図表 3)。

¹ 参考: <https://www.mofa.go.jp/mofaj/area/turkey/data.html> 外務省 HP、「トルコ基礎データ」

² 当時イスタンブール市長に就任していた野党共和人民党(CHP)の有力指導者。2028 年の大統領選における最有力候補とされていた。

図表 2 与党とエルドアン大統領（年表）

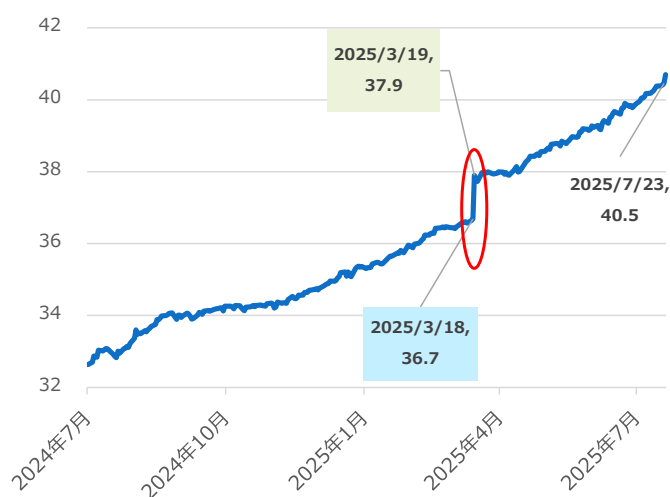
[公正発展党と エルドアン現大統領]

年	
2002	総選挙の結果、公正発展党・AKP（右翼）が単独与党となる（単独政権は現在まで続く）
2003	エルドアンが首相に初就任。
2007	第2次エルドアン内閣を発足。
2011	第3次エルドアン内閣を発足。
2014	エルドアンは初の直接選挙に勝利し、大統領に初就任。
2017	憲法改正の是非を問う国民投票が実施し、僅差ながら賛成多数 →議院内閣制および首相職は廃止し、大統領制へ移行
2018	エルドアン大統領の再選（2期目、任期5年）
2023	エルドアン大統領の再選（3期目、任期5年）

出所: 外務省サイト、JETRO などより、JTG 証券で作成

図表 3 政治的リスクを反映する為替レート

直近1年間のトルコリラの為替レート（TRLUSD）



出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

③ 外交

トルコは、ヨーロッパ、中東、アジアの結節点に位置する地政学的要衝であり、エルドアン現政権の下で多極的かつ均衡的な外交を展開している。

- 欧米諸国との協調関係をより重視する傾向にある。軍事的には NATO にも加盟するなど近い関係にある。ただし、経済面では EU 加盟はできておらず、加盟に向けた交渉も依然として停滞状態、進展も限定的。
- アジア諸国に対して「アジア再興構想 (Asia Anew Initiative)」の外交戦略を 2019 年 8 月に発表している。この戦略では経済・貿易協力関係を最優先課題として、国別アプローチ (二国間関係の強化) によって相互に有益なパートナーシップの構築を目指している。
- 中国の「一帯一路」構想に積極的に参加しているほか、日本とは技術協力協定を結んでいる。
- ロシアとの経済関係を独自の立場で維持している点も特徴。NATO 加盟国でありながら、対ロシア制裁には加わっていない。

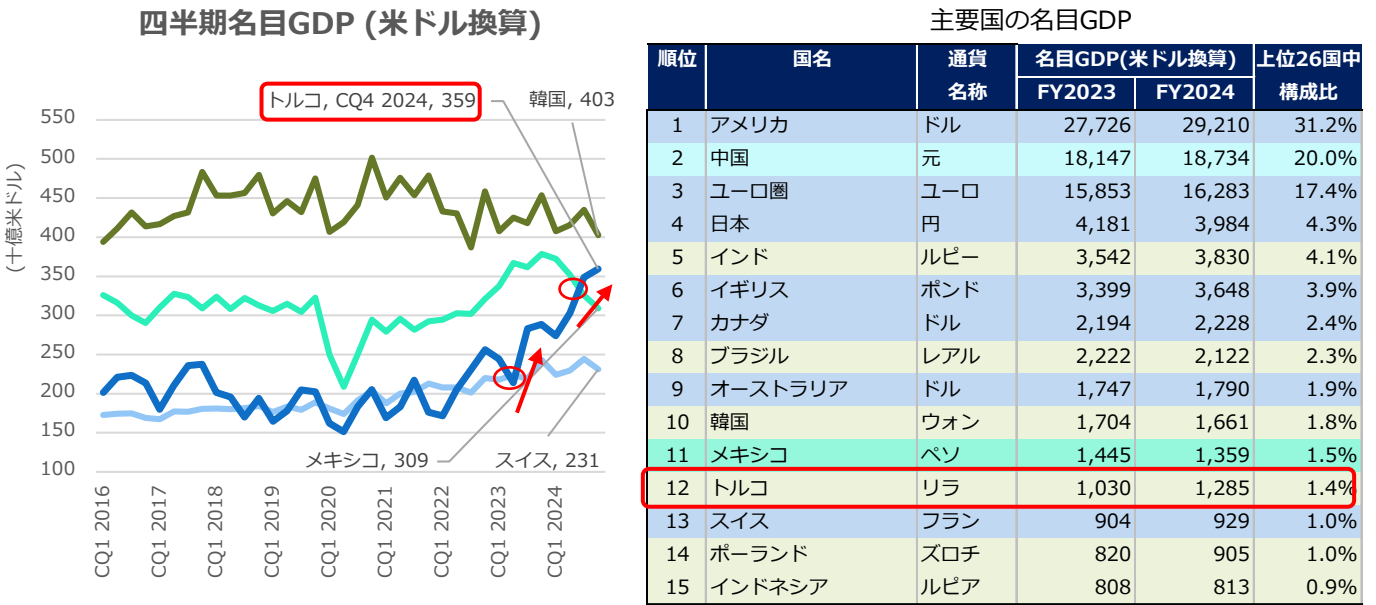
多極的かつ均衡的な平和外交が基調となっている。NATO に加盟にしながらも、ロシアとの経済関係を独自の立場で維持

④ 世界経済主要国対比でみたトルコの相対的経済規模

トルコは、メキシコやスイスと並ぶ経済規模を持つ新興経済大国である。FY2024 の名目 GDP は米ドル換算で 1 兆 2,850 億米ドル(38トルコリラ/米ドルで換算)と、通貨安の中でも米ドル換算上の評価で前年比+24.7%もの成長を見せた(図表 4 左図)。

四半期ベースでの名目 GDP 推移を見ても 2022 年初頭までは、おおむねスイスと並んだ GDP 水準を維持していたトルコであったが、その後に力強い成長を見せ、2024 年中頃には初めてメキシコを上回っていた(図表 4 右図)。

図表 4 主要国の GDP 推移/主要国の GDP



出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

⑤ トルコの経済構造

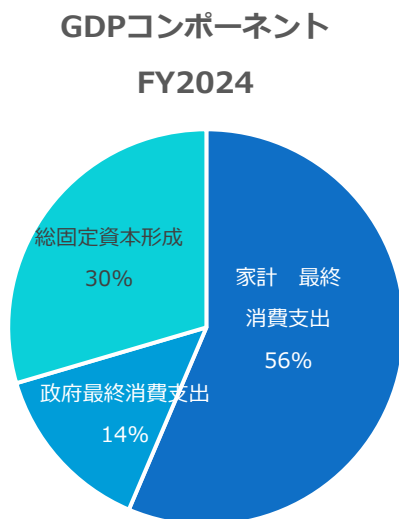
トルコは、天然資源に依存するいわゆるエマージング資源国とは異なり、産業の高度化(サービス化)が進んだ準先進国である。FY 2024 における産業別の GDP 構成比を見ると、第一次産業の構成比は合計で約 6%にとどまる一方、第二次産業が 26%(うち製造業が 17%)、サービス業などの第三次産業が 57%を占め、残りの 12%は税控除や補助金などを反映した調整項目となっている(図表 6)。

2023 年以降、第 2 次産業は低成長(建設を除く)に留まる一方、第三次産業はサービス業を中心に成長を継続している。

産業別 GDP 構成比:
一次産業 6%
二次産業 26%
三次産業 57%
調整(税等)12%

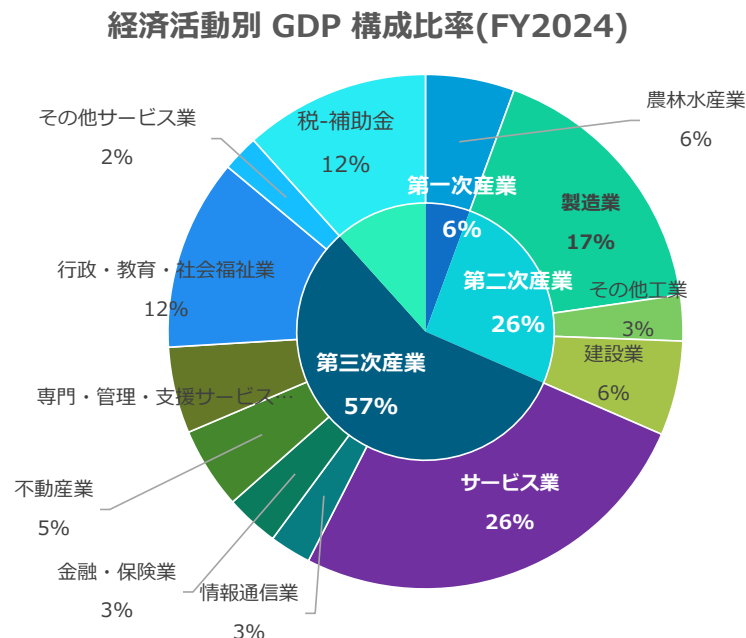
観光業や、自動車産業を中心とした製造業が経済成長を支え

図表 5 トルコの GDP コンポーネント



出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

図表 6 トルコ経済の産業別 GDP 構成比



出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

- (i) 第二次産業は、トルコ GDP の約 4 分の 1 を占める主要部門である。製造業の中でも主要な産業に自動車製造業がある。トルコは、アジア・中東・ヨーロッパの各地域への輸出に適した地理的優位性や税制上の利点、豊富な労働力、トルコリラ安によるコスト競争力といった要素により、国際的な自動車メーカーの製造拠点が集まりやすい。ただし製造業等では、インフレ抑制のための金融引き締めや内需抑制策に起因した家計消費の冷え込み、さらには欧州向け輸出の低迷などから、実質成長率は低い水準にとどまっている。なお、政策金利引上げによる信用抑制により輸入財需要が減少したため、工業生産の鈍化は輸入縮小＝貿易赤字縮小にもつながりやすい状況。なお、建設活動は活発で、震災後の復興需要や政府部門主導のインフラ投資、民間住宅投資に支えられ、高い成長率を示していた。
- (ii) 第三次産業は、トルコ GDP の過半を占めるコア部門であり相対的に堅調な成長が続けている。中でも、卸売・小売や運輸・宿泊といった内需サービス部門が堅調で、国内家計消費も底堅い状況にある。サービス部門の成長を牽引しているのは観光業である。新型コロナウイルスのパンデミック収束やトルコリラ安を背景とした価格競争力の強化が追い風となり、訪問者数は大きく伸ばしている。2024 年の観光収益は 611 億米ドル(対 GDP 比率は 4.8%)と過去最高を記録した。観光収入は経常収支にも大きな影響を与えていることが、トルコ中銀によっても指摘されている。

⑥ 輸出入

FY2024 の純輸出：
▲822 億米ドルの
貿易赤字
(前年度から赤字額
は圧縮)

FY 2024 の名目 GDP(1 兆 2,850 億米ドル)に対し、輸出は 2,618 億米ドル(対 GDP 比：約 20%)、輸入は 3,440 億米ドル(同：約 27%)と、貿易収支は▲822 億米ドルの赤字。ただし、前年度の▲1,063 億米ドルより貿易赤字が圧縮されていた。輸出の内訳をみると、製造業が輸出全体の 94.2%を占め、特に自動車関連事業のみで 13.2%を占める。一方で輸入の内訳をみると製造業が輸入全体の 81.4%を占める他、鉱業・採石業が 12.4%を占めている。地理的特性を活かした自動車関連の輸出入が活発である一方、石油や天然ガスは輸入に依存している(図表 7)。この結果、製造業の経済活動が活発化(沈静化)すると、貿易収支が悪化(改善)しやすい、という特有の傾向が観測されている。

また、国別の貿易構成に注目すると、輸出先の上位国はドイツ(8%)、米国(6%)、イギリス(6%)といった欧米諸国が中心である。一方、輸入元の上位には欧米諸国に加え、中国(13%)やロシア(13%)が並ぶ(図表 8)。

図表 7 トルコの主要品目別輸出・輸入

[単位：億米ドル]

2024年 トルコの主要品目別輸出			2024年 トルコの主要品目別輸入		
業種	金額	構成比(%)	業種	金額	構成比(%)
製造業	2,465	94.2%	鉱業・採石業	427	12.4%
食品製造	224	8.6%	製造業	2,801	81.4%
衣類製造	178	6.8%	石油製品	245	7.1%
金属製造	223	8.5%	化学製品	380	11.0%
電気機器	180	6.9%	金属製造	474	13.8%
自動車関連	345	13.2%	自動車関連	352	10.2%
その他（製造業以外）	153	5.8%	その他（製造業、 鉱業・採石業以外）	212	6.2%
合計（その他含む）	2,618	100.0%	合計（その他含む）	3,440	100.0%

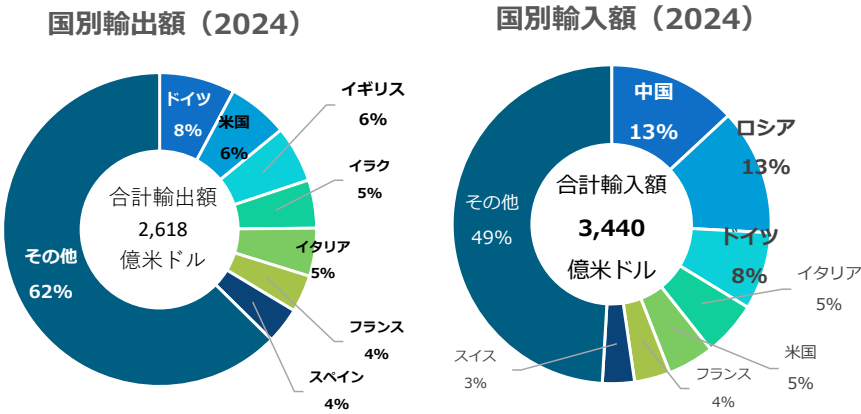
貿易(輸出-輸入)

-822

貿易赤字

出所:トルコ統計局より JTG 証券で作成

図表 8 トルコの国別輸出先・輸入元



出所:トルコ統計局より JTG 証券で作成

3. トルコの経済状況

[ポイント]

- FY2024 通年のトルコの実質 GDP 成長率は+3.1%。Q1 2025 の前年度同期比成長率は+2.0%であった。トルコ・シリア地震の復興に伴う建設業の成長や、製造業における設備投資の集中が経済成長を後押し。
- 2021 年 9 月、政府はインフレ対策として異例の金融緩和政策を打ち出し、さらなる利下げを実施した。しかし、その後の大統領選の結果を受け、2023 年 7 月頃からは金融政策を一転し、引き締め路線へと転換した。2024 年 4 月から 12 月にかけては政策金利を 50%に据え置くことで、インフレ抑制に一定の成果を上げている。
- 国内の失業率(失業者数/労働力人口)は、2020 年 1 月の 13.5%から 2025 年 1 月には 8.0%まで低下しており、改善傾向にある。
- FY2024 末時点の政府債務は 9 兆 2,600 億トルコリラ、対 GDP 比では 21.3%。額面は過去 6 年間で増加を続けているものの、対 GDP 比では FY2021 末以降、継続的に低下している。短期対外債務の償還リスクの解消に大きな課題。

① 経済成長率(GDP)の状況

FY2024 通年のトルコの実質 GDP 成長率は+3.1%を記録し、FY2023 の+5.1%から減速していた。四半期推移でみると 2~5%の範囲を安定的に推移しており、Q1 2025 の前年度同期比成長率は+2.0%であった。

産業別実質 GDP 成長率(Q1 2025 前年度同期比):

一次産業▲2.0%
二次産業+2.3%
三次産業+2.9%
調整(税等)+1.8%

産業別に見たとき Q1 2025 は前年度同期比で、第一次産業は▲2.0%、第二次産業は+2.3%、第三次産業は+2.9%、税(除助成金)は+1.8%の伸長があった。特に建設業は 2023 年 2 月 6 日に発生したトルコ・シリア地震からの復興を受けて、+7.3%の成長があったほか、情報通信業の+6.1%の成長があった。

トルコ・シリア地震の復興に伴う建設業における成長: +7.3%

また、GDP を項目別に見ると、Q1 2025 は前年度同期比で、居住者世帯最終消費支出は+2.0%、最終消費支出(NPISH)は+0.3%、居住者世帯最終消費支出は+1.2%、総固定資本形成は+2.1%となっていた。建設業の伸長や、製造業における設備投資の集中を反映して総固定資本形成の項目が伸びやすい環境が続いている。

一方、通貨安と実質経済の拡大の両方の影響を受けて Q1 2025 名目 GDP は、前年度同期比で+36.7%となっていた(第一次産業は+30%、第二次産業は+24%、第三次産業は+43%、税(除助成金)は+38%)。

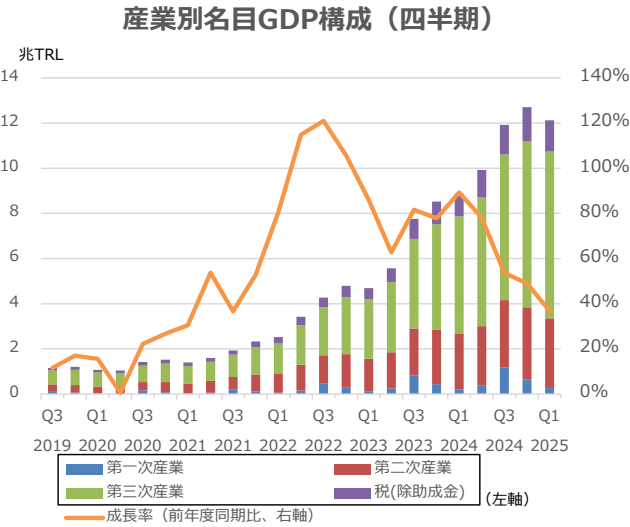
図表 9 トルコの実質/名目 GDP および為替



各項目別実質 GDP 成長率（生産面と支出面）

各項目別成長率 (前年度同期比)	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025
国内総生産	2.4%	2.2%	3.0%	2.0%
第一次産業	3.7%	3.7%	4.7%	-2.0%
第二次産業	2.2%	4.0%	4.6%	2.3%
第三次産業	2.1%	2.1%	2.5%	2.9%
税(除助成金)	10.8%	2.6%	10.4%	1.8%

各項目別成長率 (前年度同期比)	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025
国内総生産	2.4%	2.2%	3.0%	2.0%
居住者世帯最終消費支出	1.2%	2.6%	3.9%	2.0%
最終消費支出(NPISH)	2.4%	3.0%	2.7%	0.3%
政府 最終消費支出	-0.2%	0.1%	1.6%	1.2%
総固定資本形成	0.8%	-0.1%	6.1%	2.1%
輸出	0.8%	0.7%	-2.0%	0.0%
輸入	-5.9%	-9.6%	1.6%	3.0%



出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

② 物価・政策金利・失業率

インフレ率と政策金利:

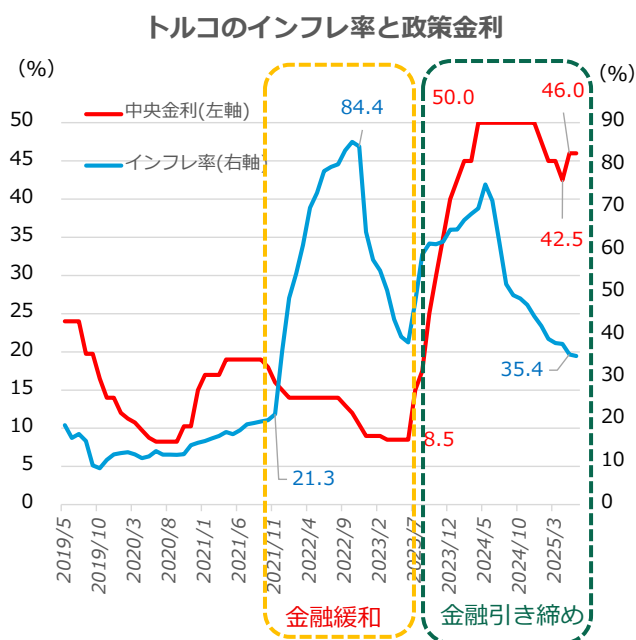
2021/9～2023/6:
異例の金融緩和政策
急激なインフレ
2023/7～:
金融引き締め
政策金利は 50%を 8
カ月間に渡って据置
それでも、2025 年 4
月時点のインフレ率
は 37.9%

2020 年 6 月以降、世界的な金融緩和がトルコのインフレ傾向を加速させた。これに対応し、トルコ中央銀行は利上げを行ったがインフレは進行を続けた。ここで、トルコ政府はエルドアン大統領独自の「インフレには金融緩和が有効」とする考えを反映し、2021 年 3 月、トルコ中央銀行のアーバル元総裁を更迭、さらに、同年 9 月には予想外の利下げを発表した。この経済学の常識に反する金融政策には、為替や物価の安定を犠牲にしても景気拡大を優先するという同大統領の意思があった。この影響でインフレ率は急激に上昇し続けた(図表 10 参照)。しかし、エルドアン政権の意向を反映し、トルコ中央銀行はインフレ対策としてさらに利下げを実施、トルコ通貨は市場の信認を著しく損ねリラ安が進行した。

2023 年の大統領選では、長引くインフレが国民の不満を招き、与党公正発展党は苦戦を強いられた。この結果、金融政策は一転して金融引き締めへと転換された。2023 年 6 月に 8.5%だった中央金利(政策金利)は段階的な引き上げを経て、2024 年 4 月には 50%に設定された(以降、8 カ月間の据え置き)。その後、引き締め政策によるインフレ抑制に一定の効果がみられたとして、2025 年 1 月からは段階的な引き下げに踏み切っている。

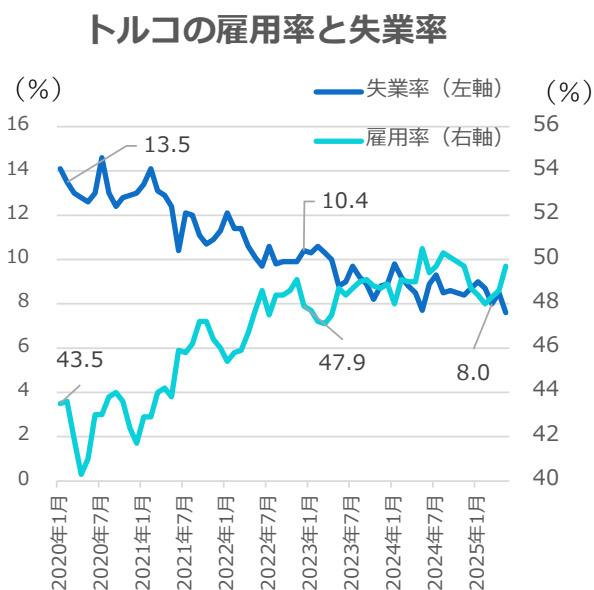
なお、月次インフレ率は、2022 年 10 月に一時+85.5%と急騰したが、金融引き締めの効果もあり、直近 1 年間(2024 年 6 月)では右肩下がりの傾向にある。ただし、2025 年 4 月時点のインフレ率は+37.9%と依然として高い水準に留まる。

図表 10 インフレと政策金利



出所:トルコ中央銀行とトルコ統計局より JTG 証券で作成

図表 11 トルコの雇用率と失業率



出所:トルコ統計局より JTG 証券で作成

労働、雇用:

失業率:13.5→8.0 (%)
 労働力率:43.5→48.3 (%)
 (2020 年 1 月から 2025 年 1 月)

国内の失業率(失業者数/労働力人口)は、2020 年 1 月の 13.5%から 2025 年 1 月には 8.0%まで低下しており、改善傾向が続いている。また、雇用率(就業者数/15 歳以上人口)も同期間において、2020 年 1 月の 43.5%から 2025 年 1 月には 48.3%へと緩やかに上昇した。ユルマズ副大統領は、教育分野への多額の投資により高等教育の卒業者数が大幅に増加したことが、これらの改善に寄与していると述べている。(いずれも 15 歳以上人口をユニバースとした値)

③ 政府債務・外貨準備高

政府債務:
 額面は過去 6 年間で増加を続けているものの、対 GDP 比では FY2021 末以降、継続的に低下

FY2024 末時点の政府債務は 9 兆 2,600 億トルコリラ、対 GDP 比で 21.3%であった。政府債務の額面は過去 6 年間で増加を続けているものの、対 GDP 比では FY2021 末以降、継続的に低下しており、財政の健全性は概ね維持されているといえる(図表 12 左)

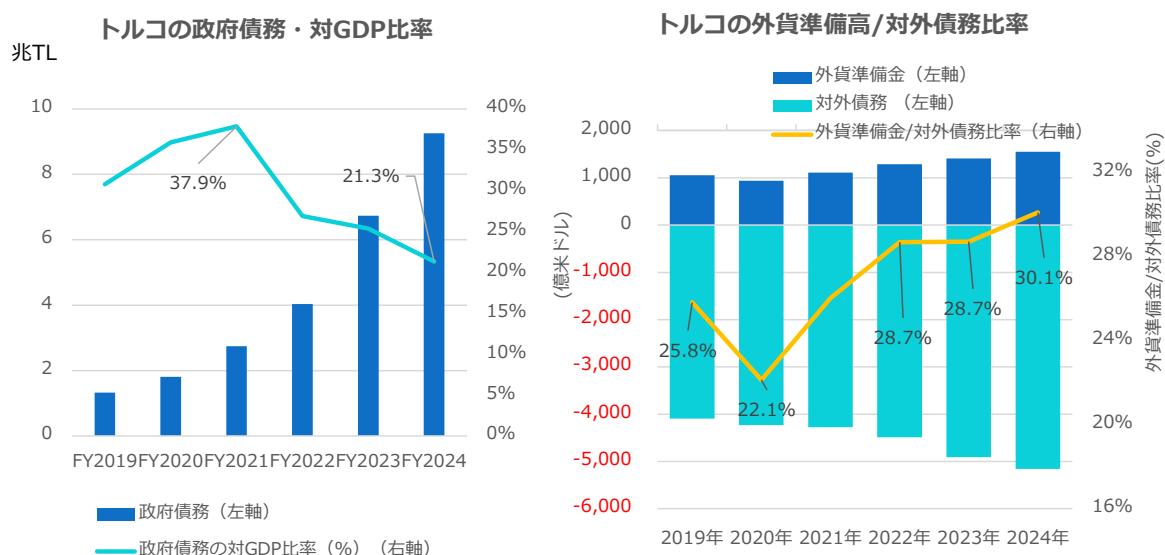
一方、外貨準備高は対外債務に対して常に不足しており、外貨準備高/対外債務比率は過去 5 年で 20%台にとどまっている。2024 年では、対外債務の増加を上回る外貨準備高が積み、外貨準備高/対外債務比率は 30.1%となっていた。(図表 12 右)

外貨準備高/対外債務比率は過去 5 年で 20%台を推移

トルコ政府にとって、短期対外債務の償還リスクの解消は大きな課題

財政赤字や通貨安が続くトルコ政府にとって、短期対外債務の償還リスクの解消は依然として大きな課題である。この課題に対して政府は、2024 年 10 月に発表した「2025 年財務プログラム」の中で、「3 億 5,000 万ドル規模の 10 年物ドル建て国債を発行、2024 年および 2025 年に満期を迎える既存債券約 18 億ドル相当について、新発債(満期 2035 年)への借換えに成功した」と報告している。この結果、短期の償還圧力が軽減され、政府の返済プロファイルが平準化され、外貨準備高/対外債務比率の改善にも寄与した。しかしながら、これは借換えによる一時的な負担の先送りに過ぎず、2035 年に向けた返済原資の確保は、今後の財政運営における継続的な課題として残っている状況だ。

図表 12 政府負債と 外貨準備高・対外債務



出所:トルコ共和国財務省、トルコ共和国中央銀行より JTG 証券で作成

4. トルコリラ（ローカル通貨）の状況

[ポイント]

- 経常収支(FY2024)は▲100 億米ドルの赤字。石油、天然ガスの産出量が乏しく、必要な資源の多くを輸入に依存しているという構造的な問題がある。
- 為替は過去 5 年間を通してトルコリラ安の傾向が継続、今後も同様に継続か。
- トルコリラの取引額シェアは 0.2%にすぎず、需給面からの変動リスクが大きい。

① 経常収支と為替レート

経常収支(FY2024)
は▲100 億米ドル
の赤字

為替は過去 5 年間
を通して、トルコリラ
安の傾向が継続。

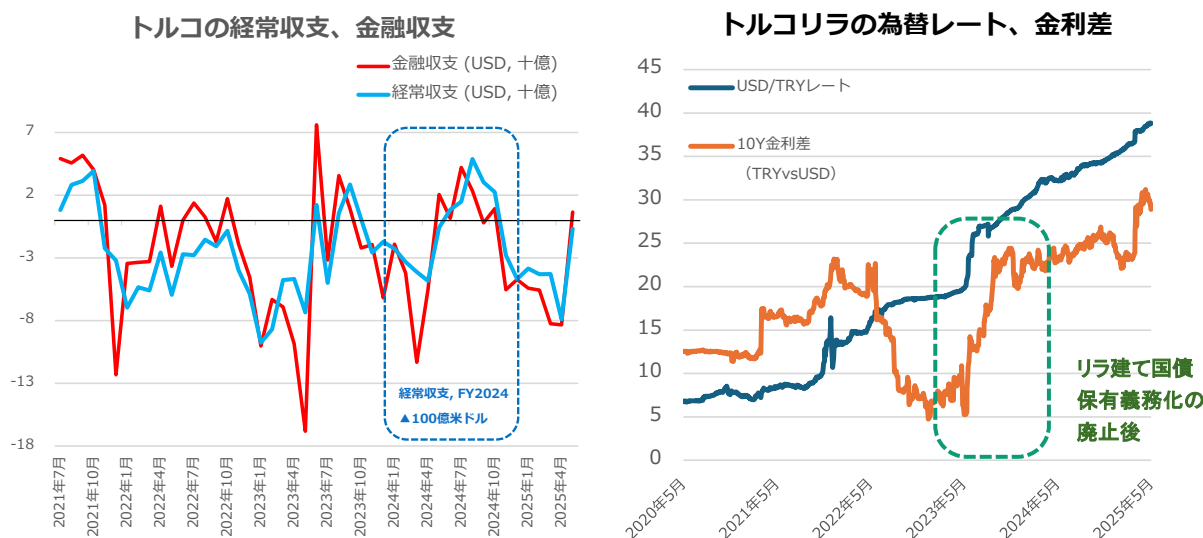
10 年国債米ドル建
とトルコリラ建の金
利差は、2022 年 6
月から 2023 年 10
月にかけて縮小し
ていた

トルコの経常収支は、時期により異なるものの FY2024 通年ベースで▲100 億米ドルの赤字であり、前年の▲399 億米ドルから大幅に赤字が縮小された。赤字縮小の背景には、直接投資・ポートフォリオ投資・貸出金を通じた資金流入の増加がある。もっとも、トルコは長年にわたって経常赤字を抱えており、その背景には石油、天然ガスの産出量が乏しく、必要な資源の多くを輸入に依存しているという構造的な問題を抱えている(図表 13 左図)

為替は過去 5 年間を通して、トルコリラ安の傾向が継続。2021 年における異例の金融緩和が市場不安を誘発し、通貨安の拍車がかかっていた。その後、引き締め政策へ転換されたものの、通貨安の傾向は継続していた。(図表 13 右図)

10 年国債米ドル建とトルコリラ建の金利差は、2022 年 6 月を境目に急速に縮小していた。中央銀行がマクロプルーデンス政策の一環として、市中銀行に対し、外国通貨預金残高の一定割合以上に相当するリラ建て国債を保有することを義務付けたことが背景にある。この規制により、リラ建て債券への需要が拡大し、金利差の縮小に寄与した。その後、同政策は、2023 年 10 月末に廃止され、金利差は、2022 年 5 月以前の水準へと戻っていた。直近では、内政不安の高まりを背景に金利差は拡大傾向にある。(図表 13 右図)

図表 13 経常収支と為替レート

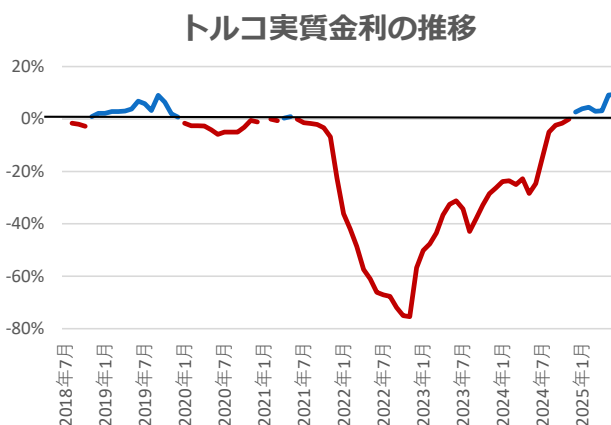


出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

リラ安は継続している一方で、トルコ経済における金利要因の潜在的な改善点としては、実質金利のプラス化が挙げられる(図表 14)。

ただ、今のリラ安には名目ベースでの金利差や政治的な不安定感による資金逃避などがより大きく影響しており、実質ベースの改善だけではリラ安の終息には至りにくい。今後もリラ安は継続しやすい状況だ。

図表 14 トルコの実質金利の推移



出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

② トルコリラの通貨決済シェア

以下では、主要国の GDP シェアと通貨決済シェアを比較する。

トルコの GDP のシェアは 1.4%あるが、トルコリラの取引額は 0.2%にすぎない。

需給面での差により、為替相場の変動リスクがトルコリラでは、より高まりやすいことを意味

通貨決済シェア(図表 15 右上)の青色で塗った 7 つの通貨は「ISDA が定める 7 つの基軸通貨」に属する国である。通貨別の GDP のシェア(同左下)を見ると、GDP の約 60%を先進国が占める一方、通貨決済シェア(同右下)では 80%以上を先進国通貨が占めている。一方、グローバル・サウスなどが属するその他のローカル通貨(人民元を除く)国の GDP シェアは 14.4%だが、通貨の取引額のシェアは 6.7%とかなり小さい。トルコに関しても、GDP は 1.4%あるが、通貨の取引額は 0.2%にとどまっている。このことは、需給面での差により、為替相場の変動リスクがエマージング通貨でより高まりやすいことを意味する。

そもそも、さらなる通貨安が継続しやすく、加えて需給面からの変動リスクも大きい等の投資リスクを考慮すると、同じトルコ国債のリスクを取る場合でも、トルコリラ建ての債券より米ドル建ての債券の方が、価格変動リスク当たりリターン投資効率が良くなりやすい、と弊社では考える。

図表 15 米州主要国の GDP シェアと通貨決済シェア

主要国の名目GDP						通貨決済店頭取金額				
順位	国名	通貨 名称	名目GDP(米ドル換算)		上位26国中 構成比	(注)	順位	通貨決済 店頭取扱金額 (10億米ドル/ 1日当たり)	2022	
			CY2023	CY2024					金額	シェア(%)*
1	アメリカ	ドル	27,726	29,210	31.2%	*	1	米ドル(USD)	6,639	44.2
2	中国	元	18,147	18,734	20.0%		2	ユーロ/米ドル(EUR)	2,292	15.3
3	ユーロ圏	ユーロ	15,853	16,283	17.4%		3	米ドル/円(JPY)	1,253	8.3
4	日本	円	4,181	3,984	4.3%		4	英ポンド(GBP)	968	6.4
5	インド	ルピー	3,542	3,830	4.1%		5	中国元(CNY)	526	3.5
6	イギリス	ポンド	3,399	3,648	3.9%		6	オーストラリア ドル(AUD)	479	3.2
7	カナダ	ドル	2,194	2,228	2.4%		7	カナダ ドル(CAD)	466	3.1
8	ブラジル	レアル	2,222	2,122	2.3%		8	スイス フラン(CHF)	390	2.6
9	オーストラリア	ドル	1,747	1,790	1.9%		9	香港 ドル(HKD)	194	1.3
10	韓国	ウォン	1,704	1,661	1.8%		10	シンガポール ドル(SGD)	182	1.2
11	メキシコ	ペソ	1,445	1,359	1.5%		11	スウェーデン クローナ(SEK)	168	1.1
12	トルコ	リラ	1,030	1,285	1.4%		15	インド ルピー(INR)	122	0.8
13	スイス	フラン	904	929	1.0%		16	メキシコ ペソ(MXN)	114	0.8
14	ポーランド	ズロチ	820	905	1.0%		18	南アフリカ ランド(ZAR)	73	0.5
15	インドネシア	ルピア	808	813	0.9%		19	ブラジル レアル(BRL)	66	0.4
						27	トルコ リラ(TRY)	27	0.2	
通貨区分						通貨別取引シェア				
ISDA（国際スワップ・デリバティブ協会）が定める7つの基軸通貨						ISDA（国際スワップ・デリバティブ協会）が定める7つの基軸通貨				
中国（外貨との兌換が自由にできない人民元経済圏）						外貨との兌換が自由にできない人民元				
その他の先進国通貨						その他の先進国通貨				
その他のローカル通貨						その他のローカル通貨				

(左表) 出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成、(注) *は CY2024Q4 の値に弊社推計値を使用。
(右表) 出所: BIS データから JTG 証券で作成、(注) 一般に為替の取引シェアは往復(合計 200%)で示すが、ここでは見やすくするために合計 100%に換算して表示している。

5. トルコ国債の投資評価

[ポイント]

- トルコの発行体格付けはムーディーズから B1 格、S&P とフィッチから BB-格と、いずれも投機級。ただし、トルコ国債の信用リスクは改善傾向にあり、少なくとも今後 2 年程度の間、深刻な支払い不履行リスクが顕在化する可能性は低いと弊社は見る。
- 投資評価の主たる論点は、信用リスクよりも通貨などを含めた価格ベースでのリターン。名目金利が高くても実質ベース成長との乖離あれば通貨安により調整される結果に。
- 円貨から見た 2 つのトルコ国債のリターン(2025/2~2025/8/1)は、米ドル建て債が +3.4%、トルコリラ建て債が -7.4%。
- 米ドル建てのトルコ国債は、トルコリラ建てのトルコ国債よりも円貨から見た投資価値が相対的に維持されやすく、より効率的な投資手段。

① 信用格付

トルコの発行体格付けはムーディーズから B1 格、S&P とフィッチから BB-格と、いずれも投機級の格付を付与されている。2024 年 7 月～11 月にかけて格付会社各社は 1 ノッチの引き上げを行っていた。(図表 16)

ここで、国(ソブリン)の信用格付は必ずしも事業会社向けの信用格付とは同列には比較できないことを指摘しておく。図表 17 では BB 格(S&P)のソブリン債、事業債、金融債に関する累積デフォルト率の違いを比較している。ソブリン債の累積デフォルト率は、期間 2 年以上 9 年未満で事業債より低く抑えられていることがわかる。例えば、期間 4 年の場合は事業債の累積デフォルト率が 4.6%に対して、ソブリン債は 2.4%と倍近い開きがある。また、実際のソブリン債のデフォルト事例を見た場合、地域内で最大経済規模であり金融ハブともなっている国家が、戦争以外の理由でデフォルトした事例は極めて少ない。トルコは現政権の下で多極的かつ均衡的な平和外交を展開しており、デフォルトの不安は解消されやすいと弊社は考えている。

信用格付けについて、S&P はトルコ中央銀行による金融引き締め政策がトルコリラの安定とインフラの抑制につながっていること、またトルコと世界の他の国々との貯蓄格差は縮小が認められる点を高く評価している。特に、国内の家計や企業が貯蓄を外貨からトルコリラに引き戻すことに成功し、それが外貨準備高の増加につながったことを指摘している。

このように、トルコ国債の投資における信用リスク、支払い不履行リスクは改善傾向にある。少なくとも今後 2 年程度の間、深刻な支払い不履行リスクが顕在化する可能性は低いと弊社では考える。となると、投資における主たる論点は、通貨などを含めた価格ベースでのリターンに移ることとなる。

発行体格付けはムーディーズから B1 格、S&P とフィッチから BB-格

多極的かつ均衡的な平和外交を考慮すれば、デフォルトリスクは小さい

S&P は二点を評価:

- ① 金融引き締め政策がトルコリラの安定とインフレ抑制につながっている
- ② トルコと世界の他の国々との貯蓄格差に縮小が認められる

トルコ国債の投資における信用リスクは改善傾向。投資における主たる論点は、通貨などを含めた価格ベースでのリターンに

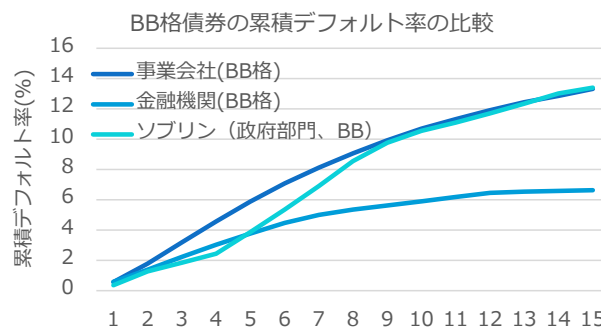
図表 16 トルコの信用格付

	発行体	トルコ	
		発行体格付	直近変更日付
トルコ	ムーディーズ 自国通貨建発行体格付	B1	2024/07/19
	ムーディーズ 外貨建発行体格付	B1	2024/07/19
	ムーディーズ 格付見通し	ポジティブ	2024/07/19
	S&P 自国通貨建長期債務発行体格付	BB-u	2024/11/01
	S&P 外国通貨建長期債務発行体格付	BB-u	2024/11/01
	S&P 格付見通し	安定的	2024/11/01
	フィッチ 自国通貨建長期発行体デフォルト格付	BB-	2024/09/06
	フィッチ 外貨建長期発行体デフォルト格付	BB-	2024/09/06
	フィッチ 格付アトルック	安定的	2024/09/06

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成

注: 格付については巻末の無登録格付に関する説明書をご参照下さい。2025/7/24 時点。

図表 17 S&P ソブリン格付の特性



出所: "Default, Transition, and Recovery: 2023 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study", 28 Mar, 2024, S&P. "Default, Transition, and Recovery: 2023 Annual Global Financial Services Default And Rating Transition Study", 24 Jun, 2024, S&P. "Default, Transition, and Recovery: 2023 Annual Global Sovereign Default And Rating Transition Study", 27 Mar, 2024, S&P.

② 時価ベースリターンの論点

名目金利が高くて、実質ベースの成長との乖離があれば、通貨安により調整される結果に

円貨から見た2つのトルコ国債のリターン(2025/2~2025/8/1)は、米ドル建て債が+3.4%、トルコリラ建て債が-7.4%

米ドル建てのトルコ国債は、トルコリラ建てのトルコ国債よりも円貨から見た投資価値が相対的に維持されやすく、より効率的な投資手段

以下の図表 18 には、米ドル建て/トルコリラ建ての2つのトルコ国債について、日本円から投資を行った場合のトータル傾向を比較した(2025 年 2 月³を起点とし、2025 年 8 月 1 日まで)。同図表からは、下記の傾向が観測できる。

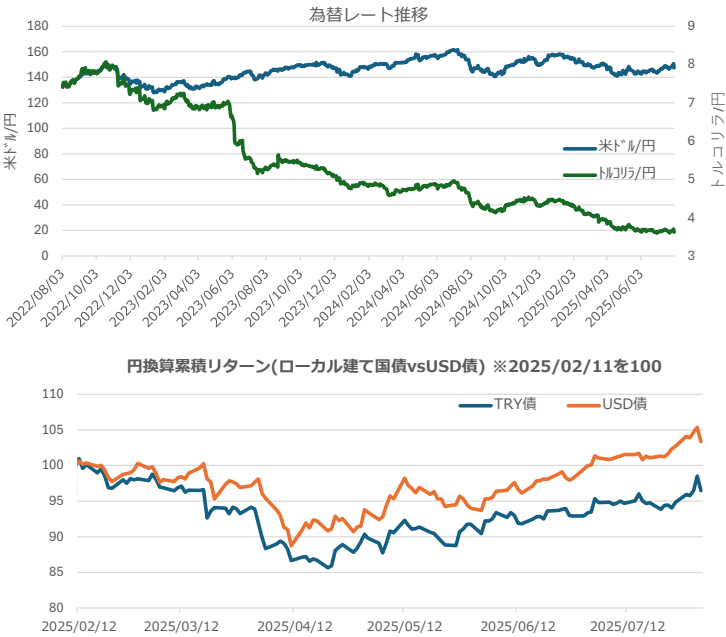
- トルコリラ建て債では、名目利回りが高いこともあり、計測期間中のトータルリターンは、現地通貨ベースでは絶対リターンで 12.6%、年率換算では+28.8%と高い水準を示した。一方、通貨安が引き続き進行したため、円貨から見るとトータルリターンでは、絶対リターンで-3.5%、年率換算では-7.4%と投資価値が劣化していた。(図表 18 上段)
- 米ドル建て債では、ドル上の名目利回りは 6.7%で開始し、計測期間中のトータルリターンは、現地通貨ベースでは絶対リターンで+6.9%、年率換算では+15.4%と高いリターンを示した。一方、若干の通貨安が生じたものの、円貨から見るとトータルリターンは、絶対リターンで+3.4%、年率換算では+7.3%と投資価値が増大していた。(図表 18 上段)

仮に名目金利が高くて、実質ベースの成長との乖離があれば、通貨安により調整される結果となる。トルコリラと米ドルの対円レートを比較すると、トルコ安は引き続き継続していた(図表 18 中段)。この結果、トルコリラ建て債への円貨から見た投資リターンも継続して劣化トレンドを継続している(図表 18 下段)。

³ Bloomberg で両通貨上のトルコ国債の時価提供が始まったのは 2025/2/11 だったため、ここを起点とした。

図表 18 ローカル通貨建てと米ドル建のトルコ国債の時価リターンと比較

			債券#1	債券#2
		指数属性 (債券)	債券名称	
			通貨	
			満期日	
			クーポン	
			トルコ国債	トルコ国債
			TRY	USD
			2035/08/01	2035/08/01
			26.2	5.3
評価基準日	2025/2/11	評価時点 利回り(%、現地通貨)	10.5	6.7
		評価時点 残存期間(年)	10.5	10.5
		評価時点 割引債券換算価値 (a)	35.1	50.9
		(現地通貨)		
		米ドル/トルコ・リラ	36.04	-
		(米ドル換算値) (b)	1.0	50.9
		日本円/トルコ・リラ	4.23	-
直近日	2025/8/1	日本円/米ドル	-	152.49
		(円換算値) (c)	148.5	7,756.9
		評価時点 利回り(%、現地通貨)	9.73	6.28
		評価時点 残存期間(年)	10.0	10.0
		評価時点 割引債券換算価値 (a)'	39.5	54.4
		(現地通貨)		
		米ドル/トルコ・リラ	40.6	-
		(米ドル換算値) (b) '	1.0	54.4
		日本円/トルコ・リラ	3.62	-
		日本円/米ドル	-	147.4
		(円換算値) (c)'	143.2	8,017.2
現地通貨累積リターン		= (a)' / (a) - 1	12.6%	6.9%
現地通貨年換算リターン			28.8%	15.4%
米ドル換算累積リターン		= (b)' / (b) - 1	-0.2%	6.9%
米ドル換算・年換算リターン			-0.4%	15.4%
日本円換算累積リターン		= (c)' / (c) - 1	-3.5%	3.4%
年率換算リターン			-7.4%	7.3%



出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成。

これらの傾向を比較すると、米ドル建てのトルコ国債は、トルコリラ建てのトルコ国債よりも円貨から見た投資価値が相対的に維持されやすく、より効率的な投資手段であるといえよう。弊社では、ローカル通貨建てよりも、米ドル建てでのトルコ国債投資を推奨する。

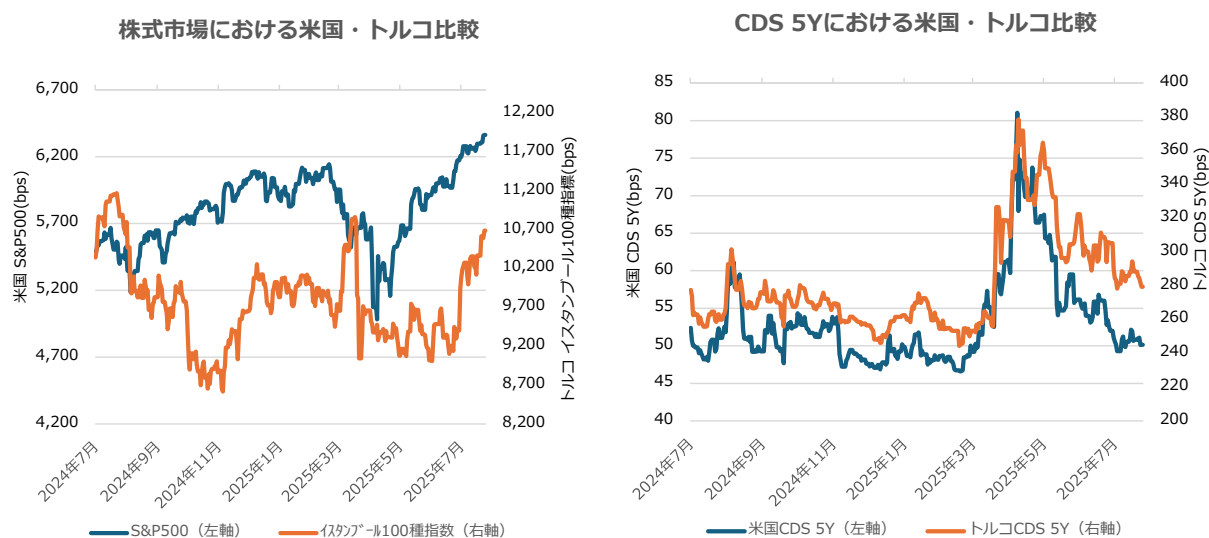
また、こうした通貨安に起因する投資リスクは、すべてのトルコリラ建て投資に共通する。仮に円貨で見たトルコリラの通貨安要因が金利差の調整後にも年率で-6%から-12%も寄与する場合には、リラ上の信用スプレッドが+600bps～+1,200bps 程度上乗せされていないと、トルコリラ建ての債券を選ぶメリットが低い、という市場状況も想定され得る点に、注意が必要だ。

以上

Appendix 1. トルコと米国の金融市場の指標比較

- 株式投資でもトルコ株式は米国株式を下回りやすいが、2025 年 6 月以降のパフォーマンスは米国株式を大きく上回った。
- CDS で米国とトルコの潜在信用リスクのトレンドを比較すると、絶対水準は大きく異なるものの、トレンドはほぼ一致。トルコの信用力への市場評価の増減を生んでいるのは、主に米国の対外政策であることを反映。

図表 19 株式市場/CDS5Y 市場における米国・トルコ比較



出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成。

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

■ムーディーズ・レーティングスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・レーティングス(以下「ムーディーズ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news))の「規制関連」タブの下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付関連」の欄に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズ・レーティングスの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。 ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。	■S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	■フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。 フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。 信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。
---	--	---

この情報は、2024 年 6 月 25 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、Jトラストグローバル証券(以下、JTG 証券)が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は JTG 証券が行っております。

JTG 証券では調査部門の活動(リサーチ・レポート作成、リサーチ情報の伝達を含む)に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチ・レポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチ・レポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト(以下、同アナリスト)は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で JTG 証券が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性が客観的に検証しておりません。本資料内で JTG 証券以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について JTG 証券は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

JTG 証券は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証を表明しておりません。また、JTG 証券は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において JTG 証券が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。JTG 証券では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、JTG 証券は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、JTG 証券では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならない、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。JTG 証券は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況)についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあります。JTG 証券では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがあります、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、JTG 証券及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と JTG 証券並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご注意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。

間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、JTG 証券では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright JTG 証券 Co. Ltd. All rights reserved.

本資料は JTG 証券の著作物であり、著作権法により保護されております。

JTG 証券の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

東京都渋谷区恵比寿 4-20-3

恵比寿ガーデンプレイスタワー7 階

Jトラストグローバル証券株式会社 経済調査室

ご投資にあたって

本資料に記載の内容を参考にしてお取引をされる場合、商品毎に以下の手数料等をご負担いただきます。

【上場株式等】

店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満を除く)の場合は約定代金に対して最大 1.1524%(税込)(但し約定代金の 1.1524%(税込)に相当する額が 3,300 円(税込)に満たない場合は 3,300 円(税込)の委託手数料をご負担いただきます。

【投資信託】

投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます

【債券等】

債券等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。また、外貨建ての債券の場合、円貨と外貨を交換する際には外国為替市場の動向を踏まえて当社が決定した為替レートによるものとします。

高リスク商品のお取引における注意事項

【投資不適格債券】

一般的に投資適格債券と比較して利回りが高い一方で、価格変動が大きく、また、信用リスクをはじめとした各種リスクが高い商品です。

【劣後債】

企業が発行する社債の一種で、発行体の倒産・清算時における元利金の支払順位(債務弁済順位)が一般債務よりも低く、リスクが高い債券です。劣後債の中には償還期限の定めがないものもあり、「永久劣後債」と呼ばれます。また、「新型劣後債」や「実質破綻時債務免除特約付」の場合には、発行体または発行体が債務弁済の保証をする子会社の金融機関等の自己資本比率が一定の水準を下回った場合や監督当局の決定などにより、強制的に元本が削減されたり株式に転換されたりする特性があります。

投資リスクについて

各商品等には、株式相場、為替相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の価格の変動等及び有価証券の発行者の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)があります。

商品毎に手数料及びリスク等は異なりますので、当該商品の目論見書または契約締結前交付書面をよくお読みください。

JTラストグローバル証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 35 号

貸金業者登録番号 東京都知事(1)第 31946 号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会