

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年4月5日

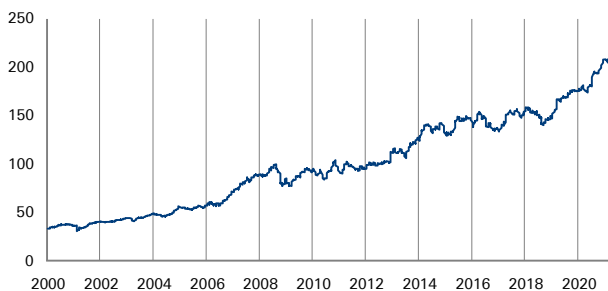
## トルコの銀行危機は時間の問題か？

3月20日にトルコのエルドアン大統領はナージ・アーバル中央銀行総裁を解任しましたが、これは全くの予想外のことで、後任の新総裁には、エルドアン大統領の忠実な支持者であると多くの専門家が見るシャハプ・カウジュオールが就任しました。トルコ中銀による3月18日の17%から19%への大幅利上げが、突然の総裁更迭の引き金となったのではないかと専門家の見方です。この高い政策金利は、トルコ経済を著しく減速させ、失業率の高止まりをもたらす恐れがあります。2012年6月に7.3%だった失業率は、その後右肩上がりに上昇し、2019年2月には一時的に14.7%に達しました。2020年11月になっても失業率は12.9%でした。「エルドアン大統領は、経済の力強い回復のきっかけを作るために再び金利を下げるように、新任の中央銀行総裁に圧力をかけるのではないかと」専門家は見ています。そうなれば、与党勝利の可能性が高くなるので、エルドアン大統領は解散総選挙に打って出ることが可能となります。しかし、今のところ、これは推測に過ぎません。これがどの程度正しいのかは、今後数ヶ月で明らかになります。

しかし、3月22日のトルコリラが一時15%以上も急落したことからもわかるように、金融市場はこのサプライズに大きく動揺しています。この大きな不透明感は、トルコの銀行システムが大きな弱点を抱えていることに関連しています。トルコの家計と企業の外貨建て銀行預金残高は、最近では2,000億ドルを超えています。このように、トルコ経済にはある種の「ドル化」が見られています。

### トルコ経済の「ドル化」

国内居住者の米ドル預金残高の推移（単位：米ドル）



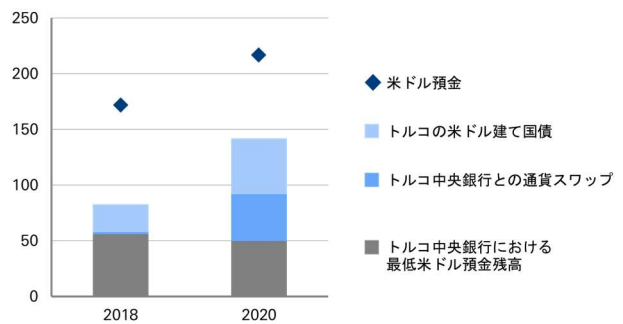
出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH, 2021年2月28日現在

米外交問題評議会 (CFR) の分析によると、トルコの銀行はトルコ中銀に約1,000億米ドル、トルコ政府に約500億米ドルを融資しています。残りの約500億ドルは国内

企業への融資ですが、これらの企業は国有企業であったり、政府保証付きだったりすることが多いようです。フィナンシャル・タイムズ紙の分析によると「トルコ中銀は、これまでに為替を安定させるために、すでに大部分の外貨準備を使っている模様」とのことです。従って、米ドル建ての銀行預金は、現在ではわずかな利用可能な米ドルによってカバーされているに過ぎないと推測されます。

### トルコの銀行の政府および中銀向け外貨建て融資は大幅増加

トルコの銀行の外貨建て残高（単位：億米ドル）



出所: トルコ銀行調整監督局 (BRSA) /ヘイバー・アナリティクス、ブラッド・セツァー・アナリティクス

トルコ中銀が実際に主要政策金利を引き下げ、経済成長が加速すれば、自然の成り行きとして輸入は顕著に増加し、輸入増加額は企業や家計の米ドル建て銀行預金で賄わなければならないようになります。このような背景から、今後数ヶ月間は、トルコの外国貿易に関する指標が特に注目されます。しかし、トルコの銀行は、この場合、不足分の米ドルを十分に調達することができないため、結果的に流動性が低下する可能性があります。また、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の影響で、観光事業による外貨収入も不足しています。そうすると、トルコの銀行は、資本市場か外国の銀行から米ドル建ての融資を受けるという選択肢しかなくなると考えられます。従って、海外勢がトルコの銀行システムへ資金を提供する意思があるかどうか、トルコの銀行システムの安定性を左右する可能性があります。

しかし、トルコの銀行システムに危機が訪れれば、欧州や米国が救済に乗り出すことになると思われます。地政学的には、トルコは「掌中の珠」のような存在で、欧州の安全と平和に大きな影響力を持っています。また、ト

ルコがロシアや中国に支配されてしまうと、米国は欧州やアジアでの影響力をかなり失うことになります。<sup>1</sup>

## インフレ・シナリオが機能していない日本

よく耳にするのは「高齢化社会の到来により、将来的にインフレ率が構造的に高くなる」という議論です。それは、「年金受給者はどんどん増加する一方で、製品やサービスを提供する労働者はどんどん減少していくから、そうなるはずだ」というものです。直感的には正しいような気がするかもしれませんが、日本については当てはまりまっていないと思います。

## 日本：労働者数は減少、賃金は低下となるか

労働力人口と賃金の推移（5年間移動平均、%）



\*一人当たり賃金

出所: 内閣府、総務省、ミナック・アドバイザーズ

労働力人口は、働いている人と仕事を探している人の合計です。近年、人口は減少しているにもかかわらず、移民の受け入れや女性の社会進出等により、日本の労働力人口はプラス成長しています。このグラフは、賃金の伸び率と労働力人口の間に高い正の相関関係があることを示しています。実際には、負の相関関係が妥当ではないかと考えられます。すなわち、労働力人口が減少すれば賃金は上昇という関係です。しかし、この二つの変数は、依然として景気サイクルに大きく左右されているようです。今のところ、この二つの変数の構造的なデカップリングは見られません。

この相関関係が安定していれば、今後数年のうちに労働力人口は再び低下すると予想されることから、それに伴い賃金も低下すると考えられます。日本だけが特別なのでしょうか？だとしたら、なぜそうなのか？日本の状況を見ると、社会の高齢化とインフレの相関関係は、まだきちんと理論化されていないことがわかります。そのため、人口動態に基づくインフレ予測には基本的に慎重で

あるべきだと考えます。この関係をより深く理解するために、日本の経済指標に引き続き注目していきたいと思えます。

## 新型コロナは収束に向かう米国

ワクチン接種率は非常に高く、1日当たりの新規感染者数は非常に少ないというデータがそれを物語っています。これで米国はようやくパンデミックを克服したことになると考えられます。これにより米国経済は徐々に開放され、税金はすでに投入されており、金利は超低水準であることから、もはや景気の回復を妨げるものは何もないと見ています。FRB（米連邦準備理事会）にとっては、労働市場の動向が今後の金融政策の方向性を決める決定的な基準となっています。16-64歳の全人口に対する16-64歳の従業員数の割合（雇用人口比）は、FRBにとってますます重要になってきていると思われる。

## キャッチアップ・モードの欧州

今後数週間で、ワクチン接種のペースは加速すると思われます。それに伴って、成長見通しも改善されると見ています。インフレ率は、コモディティ価格だけでなく、食品価格も大幅に上昇しているため、ますます高い数値となる可能性があると考えられます。

エドガー・ヴァルク

メツラー・アセット・マネジメント GmbH

チーフ・エコノミスト



Edgar Walli

<sup>1</sup> 米国の元国家安全保障問題担当大統領補佐官のズビグニュー・ブレジンスキーは、トルコのことをユーラシア大陸の「ピボット・カントリー」、すなわち地政学的に決定的に重要な要衝を占める国であると表現しました。

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2. 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3. 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5. 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6. 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7. 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
8. 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
9. 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
10. 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
11. 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社  
〒100-0011  
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階  
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号  
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W21-012