

みずほマーケット・トピック(2021 年 8 月 13 日)

内容 1. 為替相場の動向

2. 来週の注目材料

3. 本日のトピック:「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代への展望～

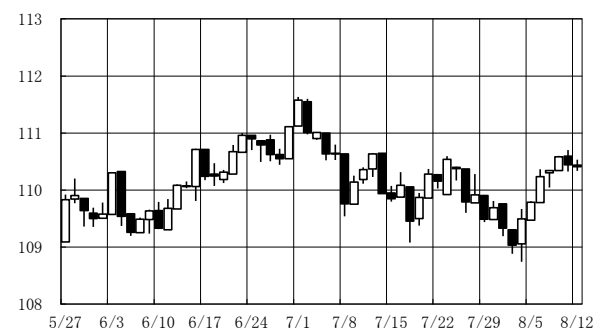
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週半ばに上昇した。週初 9 日、110.25 円付近でオープンしたドル/円は、新型コロナウイルスのデルタ株の世界的な拡大が嫌気されると、リスクオフの動きが強まって一時週安値の 110.03 円まで下落し、その後も軟調地合いとなった。10 日、ドル/円は 110 円台前半での揉み合い推移となったが、海外時間で米株や原油価格が上昇に転じ、リスク選好の流れが強まる中、インフラ投資法案の上院可決をきっかけに 110 円台半ばまで上昇した。11 日、ドル/円は米金利の上昇を受けてじり高となり、一時週高値の 110.80 円をつけた。海外時間では、米 7 月 CPI がほぼ事前予想通りの結果にインフレ上昇率が鈍化したとの見方が広がり、米金利低下も相まって 110 円台前半まで反落した。12 日、ドル/円は前日からのドル売りが一巡した後は、新規材料に欠けて 110 円台半ばを中心に約 20 銭程度の狭いレンジでの値動きとなった。本日のドル/円も 110 円台半ば付近での取引が続いている。
- 今週のユーロ/ドル相場は上値の重い推移が続いた。週初 9 日、1.1750 でオープンしたユーロ/ドルは前半、動意薄で方向感なく推移していたが、後半にかけて米金利上昇を受けたドル買い圧力に押され 1.17 台前半まで軟化した。10 日、ユーロ/ドルは 1.17 台半ばでの小動きだったが、欧州時間に発表の独 8 月 ZEW 景気期待指数が事前予想を大幅に下回ったことからユーロ売りが強まったほか、米金利上昇によるドル買いが継続し 1.17 台前半まで下落、その後も軟調地合いとなった。11 日、ユーロ/ドルは米 7 月 CPI の発表を控える中、1.17 台前半からじり安の展開となって、一時週安値の 1.1706 をつけ年初来安値に迫るも、その後に発表された米 7 月 CPI の結果を受けてドル売りが加速し、1.17 台半ばまで値を戻した。12 日、一時米 7 月 PPI の結果を受けてドル買いが進むも、新規材料に乏しく 1.17 台前半での狭いレンジでの推移となった。本日のユーロ/ドルも前日とほぼ同水準での取引となっている。

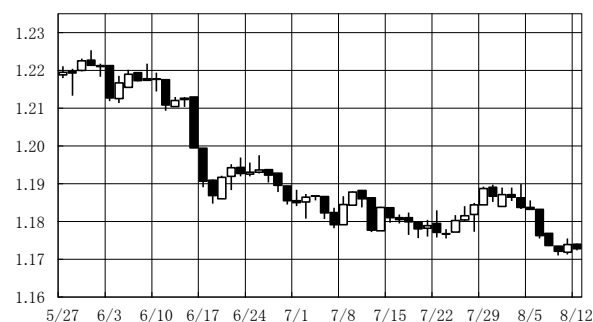
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

ドル/円相場の動向

		前週末	今 週				
		8/6(Fri)	8/9(Mon)	8/10(Tue)	8/11(Wed)	8/12(Thu)	
ドル/円	東京9:00	109.76	110.26	110.33	110.60	110.38	
	High	110.36	110.33	110.60	110.80	110.54	
	Low	109.71	110.03	110.29	110.32	110.32	
	NY 17:00	110.24	110.34	110.58	110.44	110.44	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1833	1.1750	1.1737	1.1720	1.1742	
	High	1.1834	1.1769	1.1742	1.1755	1.1748	
	Low	1.1755	1.1735	1.1710	1.1706	1.1724	
	NY 17:00	1.1763	1.1736	1.1721	1.1740	1.1728	
ユーロ/円	東京9:00	129.93	129.53	129.46	129.67	129.60	
	High	129.94	129.63	129.64	129.80	129.70	
	Low	129.59	129.40	129.43	129.60	129.40	
	NY 17:00	129.61	129.51	129.60	129.67	129.59	
日経平均株価		27,820.04	-	27,888.15	28,070.51	28,015.02	
TOPIX		1,929.34	-	1,936.28	1,954.08	1,953.55	
NYダウ工業株30種平均		35,208.51	35,101.85	35,264.67	35,484.97	35,499.85	
NASDAQ		14,835.76	14,860.18	14,788.09	14,765.14	14,816.26	
日本10年債		0.01%	-	0.02%	0.030%	0.02%	
米国10年債		1.30%	1.32%	1.35%	1.33%	1.36%	
原油価格(WTI)		68.28	66.48	68.29	69.25	69.09	
金(NY)		1,763.10	1,726.50	1,731.70	1,753.30	1,751.80	



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、18日(水)に、FOMC 議事要旨(7月会合分)が公表される。7月 FOMC では政策金利と量的緩和(QE)にかかる現状維持を決定した。一方、声明文は全般的に上方修正され、量的緩和の段階的縮小(テーパリング)を検討する姿勢も明記されたほか、今後複数回の会合(in coming meetings)で進展を見極めるといった内容が付け足された。テーパリング開始には物価および雇用の動向が目標に向けて「さらに著しい進展(substantial further progress)」が見られることが1つの目安とされるが、雇用の最大化と物価の安定というデュアルマンドの解釈に関しては相応の裁量が容認されている状況となっている。ウォラーFRB 理事やボスティック・アトランタ連銀総裁はテーパリングの早期着手は可能である旨の発言をしたことが報じられているが、実質的な進展は何をもって測定するべきかといった点は未だ FOMC メンバー間で意見が集約されていない様である。今回議事要旨ではテーパリングの開始に関する具体的な要件に係る議論が主な注目点とみられ、今月 26～28 日に控えるパウエル FRB 議長のジャクソンホール経済シンポジウムの講演の中身にも繋がる内容となりそうである。
- 本邦では 16 日(月)に 4～6 月期 GDP(速報)の発表を控える。1～3 月期 GDP(修正値、以下同様)は前期比▲1.0%(前期比年率▲3.9%)となり、3 四半期ぶりのマイナス成長に落ち込んだ。主な内訳をみると、個人消費が前期比▲1.5%減少した。当該期間のほぼ全てが非常事態宣言期間となった中、外出自粛や、飲食店での時短営業などが消費を抑制した格好となった。交通、外食、旅行、宿泊などのサービスのほか、自動車、家電製品などの耐久財、被服・履物、家具などの半耐久財の消費が軒並み減少した。また、政府消費は同▲1.1%と 4 四半期ぶりの減少となったことも影響した。ワクチン供給や接種による押し上げはあったものの、「Go to トラベル」の停止が押し下げ要因となった。設備投資は同▲1.2%で、2 四半期ぶりにマイナスになった。4～6 月期に関しては、緊急事態宣言の延長を受けて引き続き個人消費の低迷が予想される。外需の回復による輸出の回復が期待されるものの、景気回復ペースは軟調となることが見込まれる。国内でのワクチンの接種ペースが先進国の中でも遅れたこともあって、4～6 月期においては、欧米との景気回復の差が鮮明になることが確実な情勢となっている。なお、ブルームバーグの事前予想では前期比+0.1%(前期比年率+0.5%)と見込んでいる。

	本 邦	海 外
8 月 13 日(金)	—————	・米 7 月 輸出/輸入物価指数 ・米 8 月 ミシガン大学消費者マインド (速報) ・ユーロ圏 6 月 貿易収支
16 日(月)	・4～6 月期 GDP (速報) ・6 月 設備稼働率 ・6 月 鉱工業生産 (確報)	・米 8 月 ニューヨーク連銀製造業景気指数
17 日(火)	・6 月 第 3 次産業活動指数	・ユーロ圏 4～6 月期 GDP (修正値) ・米 7 月 小売売上高 ・パウエル FRB 議長講演
18 日(水)	・7 月 貿易収支	・米 FOMC 議事要旨 (7 月会合分) ・ユーロ圏 7 月 HICP (確報)
19 日(木)	—————	・米 8 月 フィラデルフィア連銀景況指数
20 日(金)	・7 月 全国 CPI	—————

【当面の主要行事日程(2021 年 8 月～)】

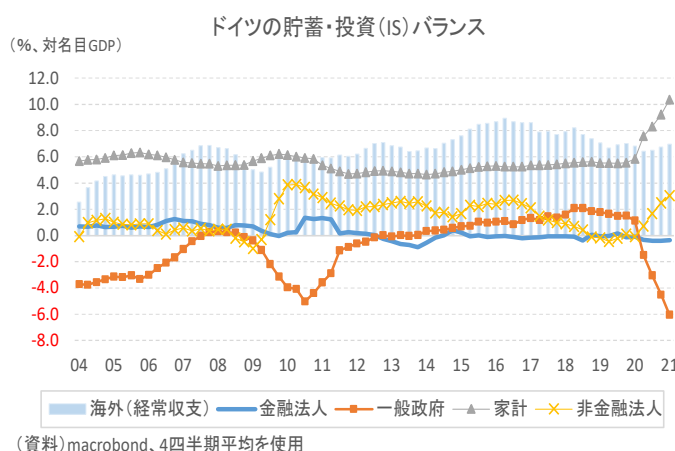
米ジャクソンホール経済シンポジウム (8 月 26～28 日)
 ECB 政策理事会 (9 月 9 日、10 月 28 日、12 月 16 日)
 日銀金融政策決定会合 (9 月 21～22 日、10 月 27～28 日、12 月 16～17 日)
 FOMC (9 月 21～22 日、11 月 2～3 日、12 月 14～15 日)

3. 「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代への展望～

ドイツですら開き始めた「ワニの口」

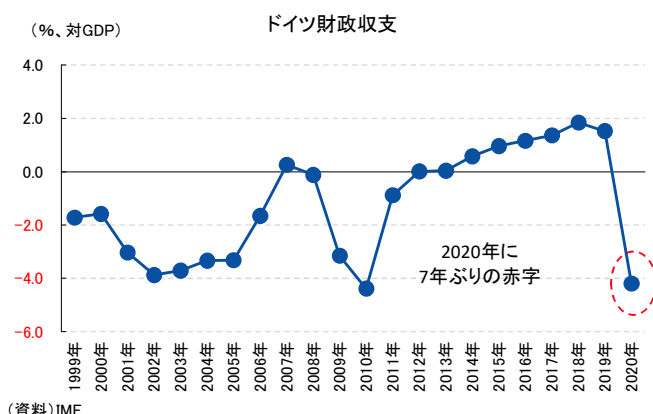
本欄ではコロナ禍における各国経済の特徴を貯蓄・投資（IS）バランスから分析し、『民間部門の貯蓄過剰』と『政府部門の貯蓄不足』の乖離が『ワニの口』のように広がる可能性¹を懸念してきた。デフレ下の日本経済が実証してきたように、「民間部門の貯蓄過剰」は実体経済が長期低迷する根本的な要因と考えられる。家計や企業が消費・投資意欲を発揮できないからこそ物価は上がらず、これに対応するように政策金利は低め誘導を余儀なくされる。景気のけん引役は民間部門から政府部門に移り、財政赤字（貯蓄不足）を積み上げることで底割れを回避するという苦しい状況が続くことになる。程度の差こそあれ、リーマンショックを境としてユーロ圏もその傾向を強め、米国も家計部門は貯蓄過剰状態に貼り付くようになった。このような状態は欧米の物価が基調的に上がらなくなったことと無関係ではないだろう。経験の無いショックを経て、リスクテイク能力が削がれ、民間部門の貯蓄過剰に繋がったのだと思われる。

しかし、そうした先進国経済の特徴に反して、唯一、「民間部門の貯蓄過剰」を続けながら「政府部門の貯蓄過剰」（すなわち財政黒字）も実現した国があった。それがドイツである。右図に示すように、2012年以降、ドイツは「海外部門の貯蓄不足」（すなわち経常黒字）が膨らむ一方、家計・企業・政府といった国内経済部門が全て貯蓄過剰になるという他国には見られない構図を実現していた。筆者はこうした状況を「異形の経済」と形容し、「永遠の割安通貨」と「教条主義的な緊縮主義」が合わさったことによるドイツ特有の現象だと整理してきた¹。しかし、2020年4～6月期から2021年1～3月期に至るまで、ドイツでも「ワニの口」は開き始めている。



「異形の経済」はまた戻ってくるのか

もちろん、厳格な行動制限と潤沢な現金給付が重なれば必然的に「民間部門の貯蓄過剰」は積み上がる。貯蓄を使うことができないのだから当然である。よって、現状は特殊な事態であり、コロナ禍が過ぎ去れば、ドイツは再び「異形の経済」に戻る可能性は高いし、同国の場合は憲法がそれを求めているという現実もある。上述の通り、コロナショックが起きる前年まで、ドイツは財政黒字に拘泥してきた（図）。これは2009年に憲法化された債務ブレーキ条項によるものであり、2011年から運用されている。同条項では「連邦政府の財政収支を原則として名目GDP比0.35%以内に抑制（均衡財政に）すること」を定めており、緊縮



¹ 本欄2017年5月23日号『メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～』やロイターコラム2017年6月20日配信『メルケル独首相を悩ます「異形の経済」』などをご参照下さい。

路線に伴う景気下押し懸念が指摘されながらも継続されてきた。2020年に認められた大型の財政出動は同条項の例外規定である「自然災害や非常事態が発生した場合」が適用された結果であり、一時的に均衡財政からの乖離が許容されたに過ぎない。現状とてあくまで債務ブレーキ条項に沿った展開なのだから、ショックが過ぎればまた元に戻すだけだというのがドイツ政府の基本的な立場だと考えられる。

そもそも同条項は、リーマンショックを伴う景気後退を経て政府債務が積み上がったことを受け、憲法化されたものだった。そこには根本的に「財政健全化が正義」という思想が先に立っており、不測の事態が終われば均衡財政に向けて政策努力が進めるのは常識がある。修正は容易ではないだろう。

9月総選挙、ドイツが変わる契機になるか

とはいえ、財政黒字を積み上げること自体がドイツ国外の摩擦を招いているという事実もあり、これをメルケル政権後のドイツが整理するのかという論点は重要である。2012年以降、ドイツが財政黒字を定着化させた局面は経常黒字が膨張した局面でもあった。だからこそ米国の為替政策報告書では「内需拡大に尽力せず、外需に依存している」という趣旨の批判が常に展開されてきたし、それは正論だった。ドイツが「永遠の割安通貨」であるユーロの下、有利な輸出環境にあることは不可効力としても、その上で財政黒字をひたすら積み上げる必要性は正当化されない。外需依存が鮮明になっている状況下、内需を抑制するような政策運営は他国からすれば理解が難しいものである。

米国以上に、EUにとってドイツの政策態度は不満だった。ユーロはドイツにとって割安でも、他の加盟国にとっては割高であるのだから、ドイツが財政出動を行うことで域内経済に貢献すべきというのが真っ当な主張になるが、ドイツは長年耳を貸してこなかった。欧州の「統合と深化」を進めるEU全体からすれば、必要な時に負担を惜しむドイツは常に合意形成を阻害する障害だった。事あるごとにEU首脳会議が異様に長い時間をかけて負担を話し合ってきたのは周知の通りである。

それだけに昨年5～7月、メルケル首相がEU首脳会議の議長として欧州復興基金の合意を先導し、俟約4か国（オーストリア、オランダ、スウェーデン、デンマーク）の説得役に回ったことは、それまでのドイツとは違う印象を抱かされた。いよいよ9月26日には16年に及ぶメルケル政権が終焉を迎えるが、これは「ドイツらしさ」としてまかり通ってきた緊縮主義が変わるチャンスである。これまではメルケル政権の力が欧州内外でも強過ぎたために、大胆な方針転換が難しかったと推測するが、その後継政権においては「皆（EU）のために負担を惜しまない」という真の盟主としての生まれ変わる芽である。債務ブレーキ条項が無効化されほどの大胆な変化は考えにくいですが、考えようによってはリーマンショック後の同条項の運用は「健全化しようと思えばできる」という信託をドイツ政府に与えたとも言える。とすれば、コロナ禍が完全終息し、景気回復が本格的な軌道に乗るまでは拙速な緊縮路線への回帰は控えられる可能性もあるだろう。いずれにせよコロナショックとメルケル退場が重なったことで、ドイツの政策姿勢がどのように変わっていくかは今後のEUを展望する上で非常に興味深い視点である。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われぬ円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半年の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントが否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚実
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	運動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまいうイェレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イェレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しに示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」～小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCプレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ