

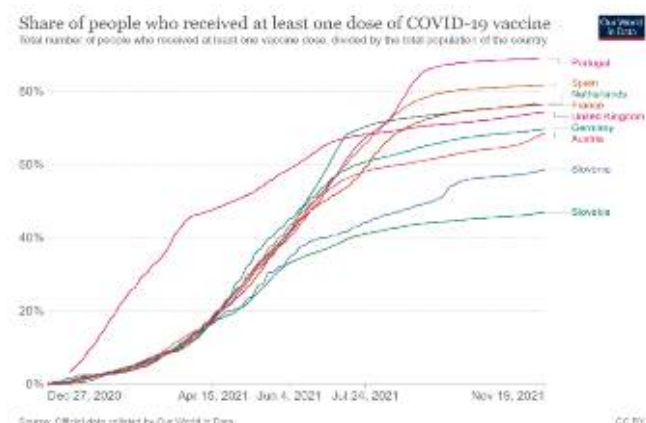
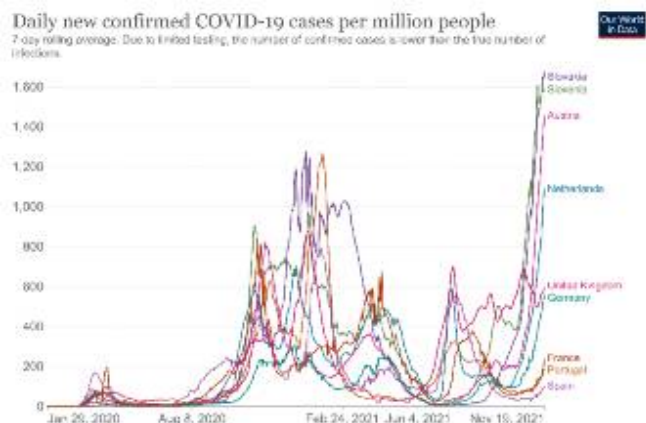
みずほマーケット・トピック(2021 年 11 月 22 日)

欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？

大陸欧州において新型コロナウイルスの感染が再拡大している。データを見る限り、「感染者数が多い加盟国の接種率は相対的に低い」という印象は拭えず、だからこそドイツのように未接種者を念頭に置いたロックダウンにとどまっている国も多い。しかし、非常に高い接種率を誇る加盟国も徐々に増加しており、予断は許さない。重症者・死亡者は抑制されているものの、本格的な冬の到来を前に先手を打って行動制限をかける流れにはなりやすく、GDP への影響が懸念される。金融市場からは感染再拡大が ECB の正常化プロセスにどういった影響を持つかが注目。次回会合はパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の存続可否を決める会合であり、順当に行けば、終了が決定されるはず。しかし、仮にもパンデミック緊急対応の名を冠したプログラムの打ち切りを感染再拡大の最中に決められるのか。先送りの可能性も視野に入る。かかる状況下、欧米金利差は拡大が予想され、ユーロ/ドル相場には下方リスクもある。感染再拡大が米国に及ぶケースも想定する必要があるが、それはドル相場の押し目と整理したいところ。

～ワクチン接種率に依存？～

既報の通り、大陸欧州において新型コロナウイルスの感染が再拡大している。多くの加盟国において過去最高の感染者数を記録しており、人口 100 万人当たりの新規感染者数(7 日移動平均、11 月 19 日時点)で見ると、例えばドイツは 550 人を突破しており、過去最高を更新し続けている。これはオランダ、オーストリア、スロベニア、スロバキアといった国々でさらに顕著である(右図・上)。ワクチン接種が進んでいなかった過去と比較しても多い感染者数は何故なのか。理由は判然としないが、2 つの図表を見る限り、「感染者数が多い加盟国の接種率は相対的に低い」という印象も拭えず、だからこそドイツのように未接種者を念頭に置いたロックダウンが敢行されているのが現状である。とはいえ、ポルトガルやスペインのように非常に高い接種率を誇る国でも感染者数の水準は抑制されつつ、明らかに増加局面に入っているようにも見える。もちろん、

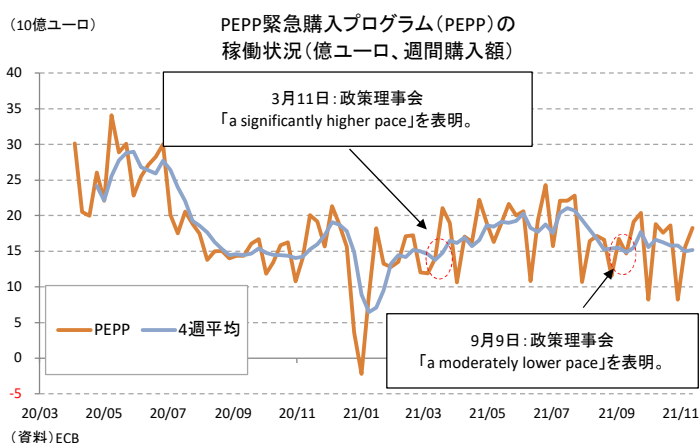


ドイツを筆頭として感染者数が急増していても重症者や死亡者は抑制されており、かつての最悪期とは異なるが、本格的な冬の到来を前に先手を打って行動制限をかける流れにはなりやすいと見受けられる。

～ECB にとっては厄介な状況が出現～

金融市場からは感染再拡大が ECB の正常化プロセスにどういった影響を持つかが注目される。次回 12 月 16 日の政策理事会はパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の存続可否を決める会合であり、順当に行けば、2022 年 3 月での終了が決断される予定である。だが、仮にもパンデミック緊急対応の名を冠したプログラムの打ち切りを感染再拡大の最中に決められるのか。本来、大きな政策変更はスタッフ見通し改定のある 12 月に合わせたいところだが、「12 月会合で検討を開始し、1 月会合で決める」という時間稼ぎも十分あり得る。欧州に限らず感染の拡大・終息に関しては正確な理由が分かっておらず、周期性も指摘される。とすれば、「後で決める」は賢明な一手でもある。

PEPP の週間購入額に目をやると 11 月は最初の 2 週間で 156 億ユーロ、183 億ユーロと 10 月平均 (週間 150 億ユーロ) から加速が見られている。9 月会合で購入ペース減速が謳われた割にはその影響はあまり見られていない。10 月下旬から確認され始めた感染再拡大の影響を考慮しているのだろうか。とはいえ、インフレ高進は大陸欧州にとっても大きな問題として残されており、軽々に緩和継続を口にしたくないという事情もある。進むにしても退くにしても逡巡を迫られる状況にあり、ECB にとっては厄介な状況が出現したと言わざるを得ない。



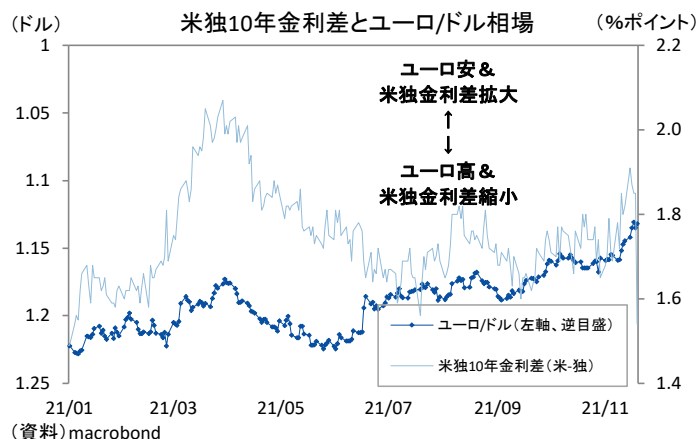
上述のように、ドイツはまだ未接種者に限定した行動制限にとどめているが、先週 19 日、ドイツのシュパーン保健相はワクチンを接種した人も含めたロックダウンを示唆している。また、9 月総選挙を受けた連立協議も依然続けられており、メルケル後の新政権は始動していない。政治空白の中での感染拡大というタイミングの悪さもあり、レームダック化した現政権がどこまで厳格な行動規制を敷けるかという点でも懸念が残る。GDP に関して言えば、既に 10～12 月期の 3 分の 2 は消化されているので、ロックダウンされても 10～12 月期のマイナス成長は回避可能だろう。だが、1～3 月期への不安は残り、12 月に大きな決定を控える ECB にとっては面倒な状況である。

～ユーロ/ドルの下方リスク、米国への波及リスクも？～

為替市場の観点からは、欧米金融政策格差の拡大とそれに応じたユーロ安・ドル高を予想することになる。欧州のような感染拡大に直面していない米国では FRB が淡々と正常化プロセスを押し進めており、インフレ高進を念頭に量的緩和の段階的縮小 (テーパリング) のペース加速まで期待される状況にある。インフレが消費者心理を蝕み始めている米国経済の状況を踏まえれば、次期議長が誰になったとしても、正常化プロセスにブレーキをかけるという行為は政治的に難しそうな状

況と見受けられる。こうなってくると金利差面からもユーロ/ドル相場の下押しが肯定されやすくなり、実際に足許では年初来安値の更新が続いている(図)。今後、本当に ECB が PEPP の延長・存続に関心を示し、当面の緩和継続を強調するのであれば 2022 年 1～3 月期に 1.10 を割り込むというリスクシナリオも検討する必要がある。現状、名目実効ベースで見たユーロ相場は依然として高水準にあることから調整余地という意味では相応に大きなものがある。

今後に関しては感染再拡大が米国にも及ぶというケースが懸念される。そうなればインフレが社会問題化しつつある米国の様子を踏まえれば、FRB は ECB 以上に厄介な状況に陥る。しかし、そもそもインフレ自体が供給制約に起因するものであり、金融引き締めは処方箋になり得ないものである(それでも正常化プロセスを進めているのは、供給制約は 22 年半ばに向けてピークアウトするという前提がある)。感染再拡大は供給制約を悪化させるものであるから、FRB も恐らくはテーパリングを棚上げし、実体経済を支えるというポーズを取るだろう。それ自体は一時的なドル安リスクになると考えられる。もっとも、感染はいずれ終息するものであり、その際の正常化ペースで ECB や日銀が FRB に勝つことはあるまい。とすれば、仮に米国の感染再拡大があったとしても、それは対ユーロや対円のドル相場について「押し目」を提供する材料と整理すれば良いように思える。



市場営業部兼金融市場部
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11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs.「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の模様～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～現実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「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)
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～実現に近づくウォラー想定～
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ない円。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年上半期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	世界の外貨準備備向～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・モーメントか否か～
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