

みずほマーケット・トピック(2021年12月10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:いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～

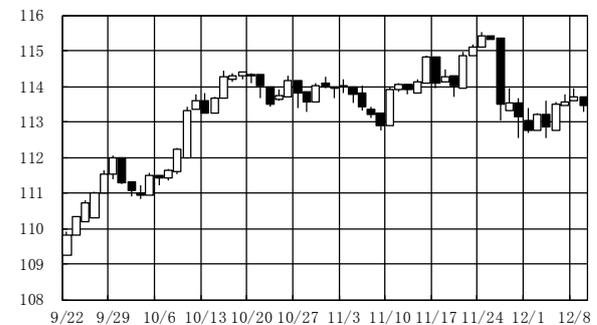
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週半ばにかけて上昇した。週初6日、113.05円付近でオープンしたドル/円はオミクロン株を巡る懸念が後退、先週末からのリスク回避の動きが和らぎ、株式市場は回復、米長期金利が急上昇しドル/円も113円台半ばまで値を伸ばした。7日、ドル/円はオミクロン株への警戒感が薄れる中、前日のリスク選好地合いが継続し、113円台後半まで上昇も後半にかけては伸び悩んだ。8日、ドル/円は海外時間に米製薬会社がワクチンを3回接種すればオミクロン株を抑制可能という試験結果を公表するとリスク選好の動きが加速し、一時週高値の113.95円まで急伸。その後ドル/円は米長期金利低下に反落も下値は底堅く、113円台半ばでの揉み合いの展開となった。9日、ドル/円はオープン直後に上値を伸ばすも、株式市場の軟調推移と米長期金利の低下を受け113円台前半まで下落。その後は海外時間に発表の米新規失業保険申請件数の結果が市場予想を下回ったことでドル買いが優勢となり、その後は113円台半ばまで値を戻した。本日のドル/円は113円台前半での取引となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は上値の重い推移となった。週初6日、1.1305付近でオープンしたユーロ/ドルは上値を伸ばす場面もあったが、海外時間に米長期金利の上昇の伴うドル買いや独10月製造業新規受注の冴えない結果が重しとなり、1.12台半ばまで反落。7日、ユーロ/ドルは株式市場の堅調推移を背景にリスク選好の動きがみられて1.1300付近まで上昇したが、その後は米長期金利上昇に伴うドル買いに一時週安値の1.1228まで反落した。8日、1.12台後半で方向感なく推移していたユーロ/ドルは米製薬会社のオミクロン株に関する試験結果が好感され、リスク心理が改善。こうした動きからユーロ/円が上昇し、ユーロ/ドルも連れ高となり、一時週高値の1.1355まで値を伸ばした。9日、ユーロ/ドルは前日からの買いが一巡し、株式市場の軟調推移も相まって伸び悩む展開。その後、海外時間に発表の米経済指標の良好な結果を受けドル買いが強まり1.12台後半まで下落した。本日のユーロ/ドルは1.13付近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)

		今 週				
		12/3(Fri)	12/6(Mon)	12/7(Tue)	12/8(Wed)	12/9(Thu)
ドル/円	東京9:00	113.03	113.04	113.48	113.54	113.70
	High	113.61	113.55	113.78	113.95	113.82
	Low	112.56	113.75	113.40	113.32	113.27
	NY 17:00	112.86	113.50	113.56	113.69	113.46
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1307	1.1304	1.1284	1.1273	1.1344
	High	1.1334	1.1327	1.1298	1.1355	1.1348
	Low	1.1267	1.1266	1.1228	1.1266	1.1279
	NY 17:00	1.1311	1.1286	1.1268	1.1341	1.1294
ユーロ/円	東京9:00	127.74	127.69	128.05	127.98	129.00
	High	128.33	128.07	128.46	129.11	129.04
	Low	127.39	127.53	127.65	127.90	127.95
	NY 17:00	127.63	128.07	127.99	129.00	128.14
日経平均株価	28,029.57	27,927.37	28,455.60	28,860.62	28,725.47	
TOPIX	1,957.86	1,947.54	1,989.85	2,002.24	1,990.79	
NYダウ工業株30種平均	34,580.08	35,227.03	35,719.43	35,754.75	35,754.69	
NASDAQ	15,085.47	15,225.15	15,686.92	15,786.99	15,517.37	
日本10年債	0.05%	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%	
米国10年債	1.34%	1.43%	1.48%	1.53%	1.50%	
原油価格(WTI)	66.26	69.49	72.05	72.36	70.94	
金(NY)	1,783.90	1,779.50	1,784.70	1,785.50	1,776.70	

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、14(火)～15日(水)にFOMCが開催される。大きな注目点は現状のテーパリングのペースを速めるかである。11月30日の議会証言においてパウエルFRB議長は量的緩和の段階的縮小(テーパリング)完了の前倒しとインフレ認識に関して一時的(transitory)との認識を改めるとの基本姿勢を明示した。当初予定されていたものが「数か月早まる」とされ、数か月を「3か月」とした場合、テーパリング完了は3月会合というイメージになる。複数のFRB高官もこの意向を支持する発言をしており、市場でもテーパリングの早期終了を織り込む動きが強まっている。

これに付随して初回利上げ開始時期の前倒しも視野に入ることとなった。上記前提の下、利上げは最速でテーパリング完了後で最初の会合に当たる5月FOMCの時点となる可能性も浮上している。かかる中、今回会合ではFOMCメンバーのドットチャートと経済見通し(SEP)が更新予定であり、特にドットチャートは現在FRBがどういったペースで利上げを見込んでいるかを見る上で、市場参加者の注目度も高い。また、経済予測は、FRBがオミクロン株拡大の経済への影響をどれほど織り込んでいるのか、物価見通しに関しては、供給制約と資源価格の高騰に起因するインフレ高進がどの程度継続し、いつピークを迎えるかを読み取るにあたり、こちらも重要度の高い指標となる。
- 欧州では16日(木)にECB政策理事会を予定している。主な注目点としては、コロナ禍における量的緩和措置であるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の扱いである。本来、当初予定通り22年3月に終了する流れとなっていたが、域内での感染再拡大が懸念される中、やや風向きが変わりつつある。政策理事会内でも意見が割れている様な報道が出ており、PEPPの22年3月末での終了を支持するメンバーもいれば、FRBの様な正常化プロセスの加速は想定していないとしており、拙速な引き締め期待をけん制する声も挙がっている。実際に秋口の段階ではPEPP終了を示唆しつつも、週間購入ペースの減額を決めた9月以降、実態としての購入額は減っていない。こうした状況を踏まえると、16日の政策理事会では①PEPP終了は来年の最初の会合にあたる2月に再検討すること、②PEPP終了後も拡大資産購入プログラム(APP)かそれ以外の新プログラムの活用で緩和状態を維持することが議論されると見込まれる。また、ECBは定例の経済・物価見通しを更新する。ユーロ圏11月ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は速報ベースながら、前年比+4.9%と統計開始以来最大の伸びを記録しており、感染再拡大を前に正常化プロセスの手を止めようとしているECBにとって不安材料も出ている。この点におけるラガルド総裁の情報発信についても大きな注目点となる。

	本 邦	海 外
12月10日(金)	・11月国内企業物価指数	・米11月CPI ・米12月ミシガン大学消費者マインド(速報)
13日(月)	・日銀短観(12月調査) ・10月コア機械受注	—————
14日(火)	・10月鉱工業生産(確報)	・米FOMC(15日まで) ・米11月PPI
15日(水)	・10月第3次産業活動指数	・米12月NY連銀製造業景気指数 ・米11月輸出/輸入物価指数 ・米パウエルFRB議長会見
16日(木)	・11月貿易収支 ・12月製造業/サービス業PMI ・日銀金融政策決定会合(17日まで)	・ユーロ圏ECB政策理事会 ・ユーロ圏12月製造業/サービス業PMI ・英金融政策会合 ・米11月住宅着工件数 ・米11月鉱工業生産
17日(金)	・黒田日銀総裁会見	・ユーロ圏11月消費者物価指数(確報)

【当面の主要行事日程(2021年12月～)】

FOMC(12月14～15日、1月25～26日、3月15～16日)
 日銀金融政策決定会合(12月16～17日、1月17～18日、3月17～18日)
 ECB政策理事会(12月16日、2月3日、3月10日)

3. いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～

北京五輪問題、いきなりドイツ新政権に「踏み絵」

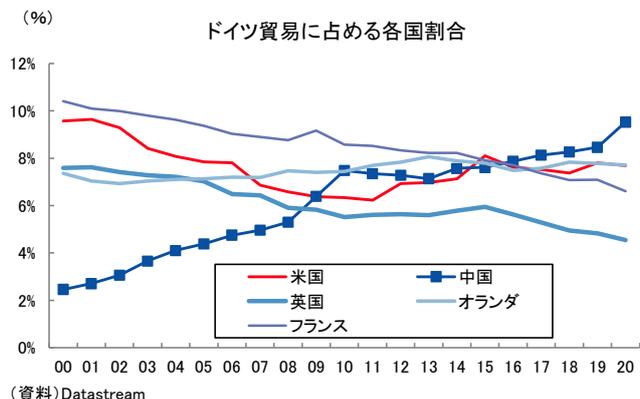
2022年2月開催の北京五輪に関する各国のリアクションが騒がしくなっている。新疆ウイグル自治区での人権問題、香港民主主義に対する抑圧問題、中国人ジャーナリストに対する言論弾圧、そしてここも話題になっている有名テニス選手の失踪などが懸念事項として指摘される中、先進各国は北京五輪から距離を取り始めている。既に米国、オーストラリアに続いて英国、カナダが外交的ボイコットを表明し、これに対し中国が「間違いなくその代償を払うことになる」と警告する穏やかならぬ構図が現れている。まだ方針を決定していない日本に対し「真偽を示す番だ」と脅迫まがいのけん制も見せているが、漏れ伝わる政府高官の発言を踏まえる限り、通常の参加表明はかなり困難になっているようにも見える。片や、フランスやイタリアはこの流れに乗らない意向を示している。特にイタリアに関して言えば、G7で唯一の「一帯一路」構想参加国に名乗りを上げた経緯もあり、今回も中国を困らせるような挙動は避けるだろう。今やイタリアはEUやG7という枠組みに打ち込まれた中国の楔と言える。

こうした状況下、出方が注目されるのがG7で最も中国と政治・経済的な距離が近いドイツである。シュルツ新首相は媚中外交とも揶揄されたメルケル路線からの転換を謳っている。その象徴が新政権で外相に就任した緑の党党首のベアボッグ氏であり、自他ともに認める反中・反口路線を取る政治家である。既にベアボッグ外相が「北京五輪のボイコットも除外しないと語った」ことが報じられている。外交的ボイコットではなくドイツ選手団を北京五輪に派遣しない正真正銘のボイコットの可能性も取りざたされており、仮にそうなれば、中国の立場は一気に追い込まれる。独中関係はアフターメルケル時代の行く末を見極める最重要論点の1つであり、その経済関係の深さに鑑みれば、「現実的には難しい」との見方も漂う。それだけに北京五輪に対する決断はシュルツ政権に差し出された「踏み絵」と言えるだろう。なお、北京五輪ボイコットに加え、天然ガス・パイプライン「ノルドストリーム2」を稼働させるかどうかという争点も、もう1つの「踏み絵」として浮上しているが、対口関係については別の機会に議論したい。

「返り血」覚悟の反中路線

「現実的には難しい」と言っても、ドイツは時として理想論に傾斜し、非現実的な対応に邁進する危うさが指摘される。その典型が昨今の気候変動関連の動きであり、企業部門の活動を圧迫してでも温暖化抑制を追求する政策が続きそうである。この点でもシュルツ政権は「メルケル政権の不十分な対応を是正する」という立場を明示している。連立政権内部に健全財政を主張する自由民主党(FDP)を抱えながらも基金創設により「気候変動関連の支出は別」と整理した上で支出拡大に踏み切る勢いである。こうした政策運営が伝統的なドイツの健全財政主義と摩擦を生む展開も今後は不安視される。

今後、これと同じような熱量が反中路線に注がれる可能性は否めない。実際、メルケル首相引退を契機に「もう中国に遠慮をしなくて済む」という勢力は感じられる。既にEUレベルでは台湾との関係性を強化する動きが活発化しており、今年10月21日には欧州議会がEUに対し、台湾との政治的な関係を強化するよう勧告する



文書を採択したばかりである。明らかに中国への対抗意識の表れであり、メルケル全盛期には難しい政治的挙動と言える。しかし、現実問題としてメルケルの16年間で中国との経済関係は極めて深いものになっており、これを切れれば相当の「返り血」を覚悟する必要はある。「親中関係はメルケル政権最大のレガシー」との指摘は伊達

ドイツ3大自動車メーカーの2020年販売台数（万台）

	メルセデス・ベンツ（※）	VW		BMW
			アウディ	
世界販売台数	220.26	911.52	169.28	232.52
うち中国	77.94	384.47	72.74	77.84
中国比率（%）	35.4%	42.2%	43.0%	33.5%

（資料）各社資料より筆者作成。※「メルセデス・ベンツ乗用車」を対象

ではなく、メルケル在任中の変化という視点で見れば、中国のシェアは2005年の4.4%から2020年には11.4%へ3倍近くに拡大している（前頁図）。他の国に目をやれば、EUから去り行く英国は2005年の7.0%から2020年には3.4%へ半減し、フランスも9.4%から5.5%へやはり半減に近く落ち込んでいる。数字だけを見れば、欧州向けの落ち込みを補完するように中国が浮上しているようにも見える。2014年まではドイツにとって最大の貿易相手国と言えはフランスであったが、ここから中国を再逆転するのはもう難しそうに見える。なお、よく引き合いに出されるドイツ自動車販売と中国の関係で言えば、図表の通りであり、主要自動車企業の世界販売台数の3台に1台が中国向けに販売されている。

ちなみに、ドイツは世界最大の経常黒字国および貿易黒字国という枕詞で周知されているが、中国に対してドイツは大きな貿易赤字を背負っている。中国がドイツにとって重要な市場であることは事実だが、逆もまた然りなのである。お互いにとって極めて重要な貿易パートナーと整理するのが適切である。ドイツ車というアイコンがあることでドイツ経済のダメージがクローズアップされやすいが、実はドイツというパートナーを失うこと自体、中国にとっても大きな市場を失うことでもあることは知っておきたい。

対中人権外交、かつてはメルケル首相も挫折

そもそも人権重視を標榜しながら中国と親密に付き合うメルケル政権のやり方には批判が付いて回ったのも事実である。今の国際社会の状況を踏まえれば、ドイツは改心して、あるべき西側諸国の所作に落ち着くことが求められるのは確かである。但し、その際に直面する経済的損失を目の当たりにしてもそれが貫けるのか。独中関係の修正は「言うは易く行うは難し」の最たるものであるように思える。

かつてメルケル首相も政権初期は人権という価値観から中国と対立したことがあった。有名なダライ・ラマ事件である。2007年9月、メルケル首相はチベットの精神的指導者であるダライ・ラマ法王をベルリンの首相官邸に招き入れ、会談を持った。中国はもちろん、自国の産業界や連立パートナーで親中路線を貫くキリスト教社会同盟（SPD）からも中国との取引に支障をきたすとの理由から猛反対を受けていたが、これを振り切って会談は強行された。ここまではメルケル首相の人道的イメージに合致するものであったと言える。だが、結果として烈火の如く怒った中国から政治・経済上、様々な妨害を受けることになる。例えば中国側がドイツ閣僚の訪中を拒否するなど外交行事をあからさまにキャンセルしたり、在中国駐在員の取り扱いを巡っても嫌がらせを受けるようになったりしたという¹。その後、紆余曲折を経て何とか関係修復に至ったが、その後、メルケル首相はその後ダライ・ラマ法王には二度と会っていない。そのほか中国の機嫌を損ねるような挙動を極力避けるように徹したと言われるようになる。

シュルツ政権が前政権の路線との違いをアピールするために中国との距離感を広げるというのは最も

¹ 佐藤伸行『世界最強の女帝 メルケルの謎』文春新書

分かりやすい手法であり、国際社会の追い風も踏まえれば、それ自体に違和感はない。既に今年 8 月にはアジア太平洋地域に向けて戦艦「バイエルン」を出航させ、11 月には東京に寄港するという安全保障上の際立った修正を見せているのだから、北京五輪ボイコットも外交政策の連続性としては十分考えられる。ちなみに、ドイツはアジア出航に際し上海への寄港も提案しているが、中国から拒絶されている。つまり、中国からは「中途半端な付き合いは許容しない」というメッセージが出てしまっている。こうした現状を踏まえれば、シュルツ政権が取れる選択肢はもう「反中路線に注力」しかないのかもしれない。

しかし、ことはドイツ経済の浮沈にも直結する話であり、それは EU 経済の浮沈にも直結する話でもある。もちろん、ECB の金融政策運営にも影響するだろう。ドイツ首相が振りかざす中国への態度とはそれほどまでに大きな話である。北京五輪ボイコットは中国の面子を潰すのに十分な決断であり、それがドイツから下されれば尚更であろう。結果、中国に深く食い込んでいるドイツ産業界が食らうダメージも相当なものが予見される。シュルツ政権は発足直後からその覚悟が試されようとしている。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどうか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本場の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
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と「目の生活」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～市場は安堵の様相～
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～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ド想定～
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	「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	気候変動オペを受けて～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～)