

中期為替相場見通し

2021 年 3 月 1 日

みずほ銀行
市場営業部・金融市場部

目次

【見通しの概要】 P.2

◆ ドル/円相場の見通し～騰勢を強める米金利。インフレというアップサイドリスク～

米金融政策の現状と展望～株価との相対評価が焦点に～ P.3

元相場の現状と展望～今年もドル安をけん引できる？～ P.5

世界経済の現状と展望～「貯蓄」は未来のマグマなのか？～ P.7

円の基礎的需給の現状と展望～貿易均衡国という新常态なのか？～ P.9

メインシナリオへのリスク点検～インフレを恐れるべきなのか？～ P.12

◆ ユーロ相場の見通し～ピークアウトも見えてきたユーロ高～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～明記された「ユーロ高反転」～ P.14

ユーロ圏経済の現状と展望～最悪の落ち込みとなった 2020 年～ P.15

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

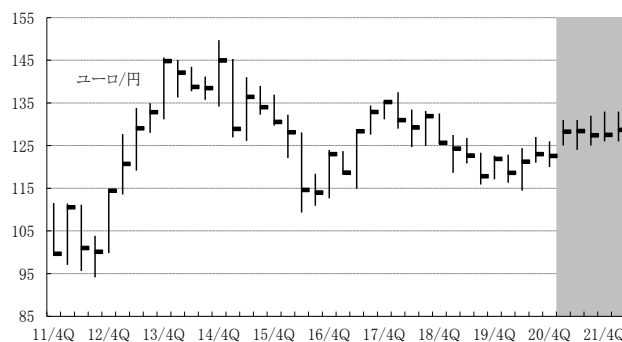
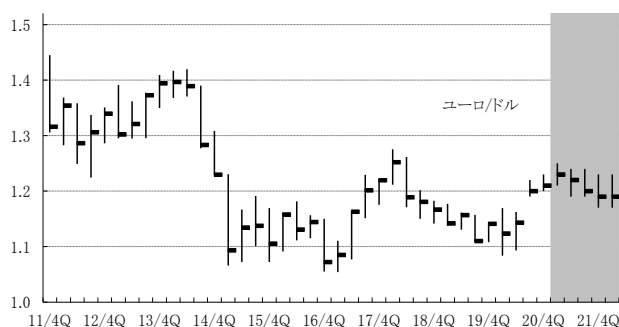
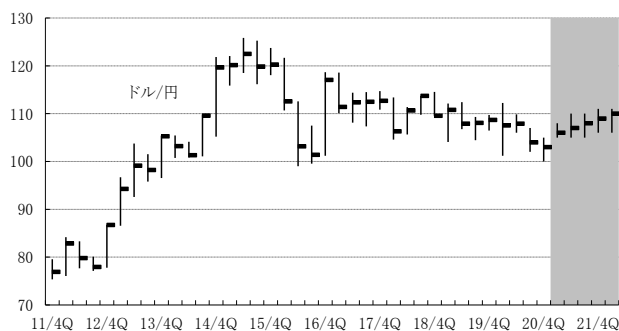
2月のドル/円相場は上値を試す時間帯が見られた。ひとえに年初来で水準を切り上げ続ける米金利の動きに沿ったものであり、「円安というよりもドル高」といった地合いであった。本欄で想定していた以上の米金利の騰勢を踏まえ、ドル/円相場の見通しもある程度は上方修正せざるを得ない。だが、株価の調整を伴わない「良い金利上昇」と言い張れる余地はもうそれほど大きくないように思える。米10年金利の上値目途は野心的に見ても1.70%が関の山ではないか。それでもドルが唯一金利の付く主要通貨という事実は変わらないため、ドル全面高を基本とする2021年のシナリオは変わらない。しかし、米金利の上昇が1～2月の勢いを維持するのは(株価維持の観点からも)非現実的であり、とすれば、ドル/円相場の今後1年の上値目途もせいぜい110円近傍で良いのではないか。リスクがあるとすればアップサイドだろうか。米国ではインフレ論争が盛り上がり始めている。現行の形振り構わないマクロ経済政策が制御不能なインフレ高進を招くという懸念に関し、筆者は行き過ぎだと考えるが、ワクチン効果が鮮明になってくれば、年央頃にインフレ期待がオーバーシュートする可能性はある。それが名目金利に跳ね、ドル相場を想定以上に押し上げてしまう展開は本欄にとって小さくないリスクと考える。

片や、ユーロ相場はECB自身が反転を示唆しているものの、下落に転じたというよりも高止まりといった方が正しい。ドル全面高に押され1.20を割り込む時間帯も見られたが、結局大崩れすることはなかった。感染拡大に伴う活動制限が続く中、ユーロ圏経済の現状と展望は芳しいものではなく、物価情勢も当面は停滞しそうである。また、予測期間中にはドイツを含む複数の加盟国で大きな国政選挙があり、EUとしての政策(復興基金など)が円滑に運営されるのか不安も残る。だが、そうした経済・政治情勢の不透明感がユーロの下押しに繋がる兆候はない。やはり「世界最大の経常黒字・貿易黒字」は防波堤になっているものと考えたい。かかる状況下、ECBはマイナス金利の深掘りをちらつかせユーロ相場の低め誘導を狙っているようだが、域内金融機関の与信環境が芳しくない以上、収益性を劣化させるような政策は非現実的である。米金利上昇を前提としたユーロ相場の軟化がメインシナリオだが、実需に恵まれる分、円に比べれば下落幅は限定されると予想したい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2021年 1～2月(実績)	2021年 3月	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2022年 1～3月期
ドル/円	102.60 ～ 106.69 (106.48)	105 ～ 108 (106)	105 ～ 110 (107)	105 ～ 110 (108)	106 ～ 111 (109)	106 ～ 111 (110)
ユーロ/ドル	1.1952 ～ 1.2349 (1.2093)	1.19 ～ 1.23 (1.21)	1.17 ～ 1.22 (1.20)	1.17 ～ 1.22 (1.18)	1.15 ～ 1.21 (1.17)	1.15 ～ 1.21 (1.17)
ユーロ/円	125.10 ～ 129.94 (128.77)	125 ～ 131 (128)	124 ～ 131 (128)	125 ～ 132 (127)	126 ～ 133 (128)	126 ～ 133 (129)

(注) 1. 実績の欄は2月26日までで、カッコ内は3月1日の10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



◆ ドル/円相場の見通し～騰勢強める米金利。インフレというアップサイドリスク～

《米金融政策の現状と展望～株価との相対評価が焦点に～》

このままであれば年末 110 円超えが見える地合い

2 月のドル/円相場は 106 円台半ばまで値を上げて取引を終了した。ひとえに米 10 年金利の上昇を受けたドル全面高の副産物であった。米 10 年金利に関し、昨年 11 月時点（当時は 0.9% 付近で推移）の本欄では「1～3 月期に 1.0% 台に定着し、4～6 月期に 1.20%、年内で 1.50% 程度」というイメージを前提にしていた。それでも当時としてはかなりタカ派色の強い予想だったと記憶する。だが、2 月下旬、米 10 年金利は 1.50% 台を優に飛ばして 1.60% 台をつけた。もっとも、その後の株価調整もあって直ぐに 1.40% 台まで戻しているものの、それでも米金利の上昇ペースの速さは想定外である。これまで「2021 年は米金利の反発を背景にドル相場が値を戻す」と考えてきた以上、ドル/円相場の上方修正も必至である。

厳しくなってきた「良い金利上昇」

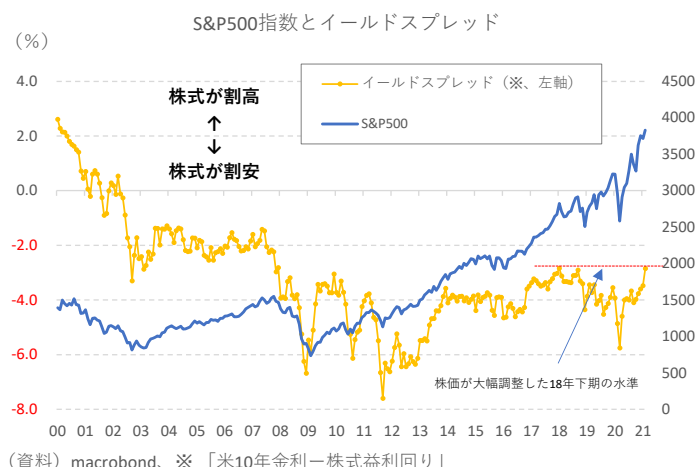
果たして 3 月以降もこの勢いは続くのだろうか。10 年金利の上値目途については先月の本欄でも議論しており、潜在成長率やイールドカーブ、イールドスプレッドの状況を勘案すれば 1.50% 程度を上限とする想定が妥当と考えた。上述した通り、現行水準を踏まえれば、その想定をやや上目線で引き上げる必要はあろうが、それでも野心的に見て 1.60% から 1.70% が限界に近いのではないかとの印象は拭えない。

潜在成長率やイールドカーブのほかにも

金利水準に「あたり」をつける方法はある。

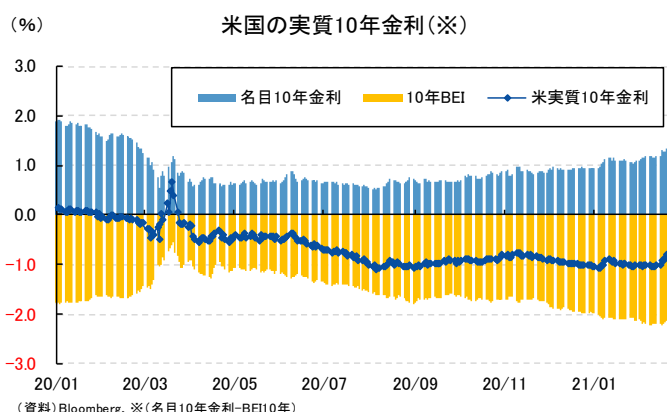
目下、注目されるのは投資妙味に関して株価との比較を検討するイールドスプレッド（米 10 年金利－株式益利回り）だ。例えば、金利上昇局面で株価が大幅に調整した直近の動きとして 2018 年 10 月頃が挙げられるが、当時（2018 年 7～9 月期）のイールドスプレッドは▲3.00% 程度だった。米 10 年金利を 1.60% とした場合、S&P500 指数との相対関係を示すイールドスプレッドは▲2.80% 前後となる。これは前回利上げ局面の終盤である 2018 年 10 月前後に米株が大幅調整を強いられた時の投資妙味に近い。2 月末、1.60% 到達に合わせて米株が調整したこと自体は「案の定」と言わざるを得ない。株価の調整を伴わない「良い金利上昇」と言い張れる地合いは、もうそれほど先がないというのが実情ではないか。しかも、当時は完全雇用下で利上げが始まっていたのであり、今とは比較ならないほど良好な経済・金融情勢だったことも忘れてはならない。

もちろん、「パンデミックによる非連続的な経済の断絶が生じた以上、ワクチン効果への期待もあって金利やインフレ期待、これに応じた EPS も非連続に上がる可能性がある」という反論にも一理あって、これが見通し作成を難しくしている。具体的な数字作りは簡単ではないが、本稿執筆時点では 6 月末で 1.50%、9 月末で 1.60%、12 月末で 1.70% という前提でドル/円相場の軌道を検討しておきたい。



実質金利の動向

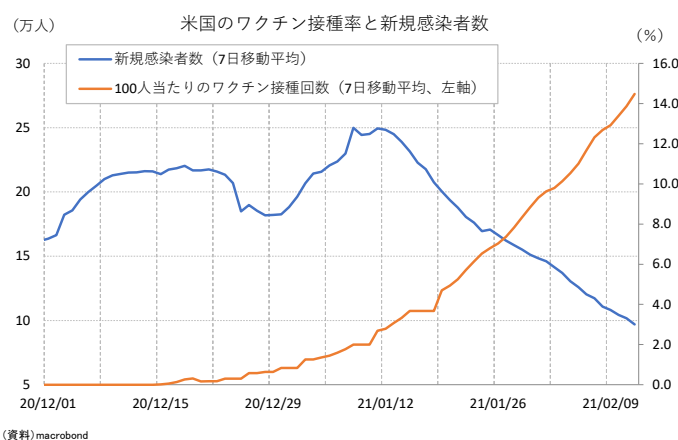
2月には実質金利が浮揚し始めていることも注目された。年初来、米10年金利は騰勢を強めてはいるものの、米実質10年金利は歴史的な低水準（▲1%前後）をつけた昨年8月から殆ど動いていない。それが「名目金利が上昇しても株高が崩れない理由」と考える向きは多い。米国10年債利回りと10年物ブレイクイーブンインフレ率（10年物BEI）を用いた米実質10年金利は昨年夏以降、▲1%付近が常態化してきた（図）。年明け直後のジョージア



州決選投票を経て▲1%を超え、▲0.90%台で7営業日（1月8～18日）ほど推移したことがあったものの直ぐに▲1.00%台に戻ってきた。しかし、2月16日以降、実質金利は順当に上昇し2月末時点では断続的に▲0.80%も割り込んでいる。株価が上昇一辺倒でなくなっていることも踏まえれば、やはり米10年金利の上昇は1.50%付近から慎重な動きを断続的に挟むのではないかとと思われる。とはいえ、冒頭述べたように、米金利水準が大幅に切り上がった分、ドル/円の見通し水準も引き上げざるを得ない。

アフターコロナを見据えた期待の激変

2月以降、米金利上昇が加速した理由は判然としない。追加経済対策が現実味を帯び始めていることを指摘する向きもあるが、それも今更感のある話であろう。やはりアフターコロナを見据えて市場の期待が非線形に変わり始めている可能性が視野に入る。後述するように、米国では過度なマクロ経済政策がインフレを引き起こす恐れについて既に論争が起きつつある。イスラエルは元より、米国でもワクチン接種回数の増加を受けて新規感染者数がはっきりとピークアウトしている（図）。このペース



でいけば、夏場には終息という声も出てきそうな勢いだ。こうした感染終息への期待が名目金利やインフレ期待に落とし込まれていると考えるのが無難ではないか。この点、1月分のFOMC議事要旨では市場が警戒する物価上昇について「一時的で長続きしない」と一蹴しているが、ワクチン接種の進捗と感染症の終息動向が誰の目にも明らかになってくれば声明文でこれを言及しないわけにもいかないだろう。2月23日に行われた議会公聴会でパウエル議長は「経済再開や経済成長への市場の期待の表れだ」と述べているが、期待が事実が変わろうとする節目を捉えて、金融政策運営には具体的な影響をもたらす可能性はやはりあるはずだ。市場参加者にとってはそれが2013年5月のバーナンキショックのように正常化プロセスの号砲と受け止められる可能性もある。

《元相場の現状と展望～今年もドル安をけん引できる？～》

剥落する元高要因

過去の本欄でも議論したが、2020 のドルは名目実効為替相場（NEER）ベースで▲4.1%下落したが、そのうち▲1.6%ポイントが人民元上昇によるものだった。円も▲0.4%ポイントと小さくない寄与度だったが、やはり人民元やユーロの寄与度からすると差はある。とりわけ中国に関しては米国の政権交代初年度ということもあり両者の外交関係が耳目を集めよう。北京冬季五輪の開催可否も既に話題であり、今年も中国の一举手一投足が金融市場でも注目されるはずである。

2020 年の人民元上昇の背景は①潤沢な経常・貿易黒字（需給）、②拡大した米中金利差（金利）のほか、③バイデン政権の誕生（政治）によって中国を取り巻く政治的環境が改善するとの期待もあったと考えられる。こうした需給・金利・政治といった 3 つの側面から人民元が買われていたと考えられるが、2021 年はこれらの要因が少しずつ変わってくると筆者は考えている。元高が続かなければドル安も続きにくいだろう。

まず、③については今後、期待の剥落は不可避と思われる。トランプ政権ほど先鋭化したものではないにせよ、米国の対中政策が明確に軟化する可能性は高くない。2 月 4 日、バイデン大統領は就任後初めて外交政策について国務省で演説し、米国の国益に資する分野では中国と協力すると述べつつ、「最も重大な競争相手」と呼んで対抗姿勢も強調している。演説では「中国は米国と競う野心を抱き、ロシアは我が国の民主主義に打撃を与えようとする強い意思を有する。権威主義の高まりに立ち向かわなければならぬ」と述べ、ロシアと横並びで名指ししている。講演では、中国への厳しい姿勢は人権や領土に係る問題のほか、知的財産権侵害を通じて「米国の繁栄や安全保障、民主的価値観に挑戦している」ことに由来するものと言及され、それゆえに、「我が国は直接的に対抗する」とまで言い切っている。

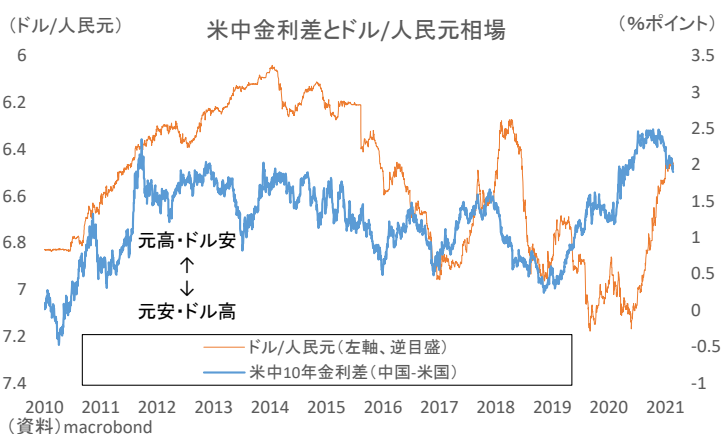
米国の対中姿勢が軟化するという期待が
 昨年元高にどの程度寄与したのかという
 定量化は難しいが、あったとしても今後は
 徐々に剥落するだろう。次に②の金利につ
 いては 2021 年、米国を中心として先進国経済
 が復調するに伴い名目金利が浮揚してくると
 というシナリオは巷説で指摘されている通り
 であり、筆者も同意見だ。既に米中 10 年金
 利差は昨年 9 月に 250bps まで広がっていた
 ものが、足許では 190bps 前後まで縮小して

おり、金利面で人民元がドルよりも優位に立つという姿は薄れている。こうした構図は 2021 年を通じて
 一段と明らかになってくると考えたい。これも元高を抑制するだろう。

ドルNEERの年初来変化率と寄与度

国名	シェア (%)	年初来のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	23.3	6.7	-1.6
ユーロ圏	17.0	8.9	-1.5
メキシコ	13.3	-5.0	0.7
カナダ	11.7	2.1	-0.2
日本	7.1	5.2	-0.4
韓国	3.8	6.4	-0.2
台湾	2.2	6.1	-0.1
スイス	1.7	9.2	-0.2
英国	3.2	3.1	-0.1
ロシア	0.6	-16.7	0.1
南アフリカ	0.4	-4.7	0.0
トルコ	0.5	-20.0	0.1
アルゼンチン	0.3	-28.9	0.1
その他(残差)	15.0	-	-0.7
20年1～12月の NEER	-	-4.1	-4.1

(資料) BIS, Bloomberg. NEERはBroadベース。
 通貨変化率は19年12月31日～20年12月31日

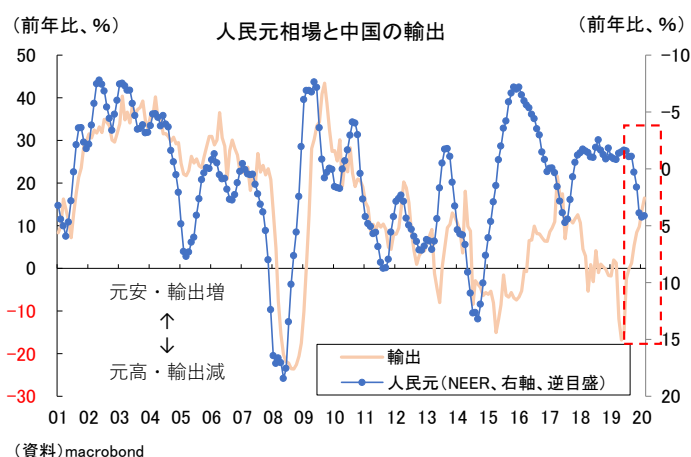


試される「双循環」

最後に①の実需要因に基づく元高も、②や③と同様、2021 年は薄れていくと考えている。昨年 10 月、中国共産党の重要会議である第十九期中央委員会第五回全体会議（五中全会）では、内需主導型発展モデルへの転換を目指す新政策「双循環（デュアル・サーキュレーション）」が打ち出され、「百年に一度の大変革期」が謳われた。「双循環」の「双」は内需と外需を指し、互いを好循環させて高成長に繋げる政策思想と言われる。この思想の発端は米中貿易摩擦を経て輸出主導型の成長モデルが危うくなったからだと考えられるが、その本気度は元高に対する政策当局の動きで判断することになる。従前以上に内需を尊重するならば国内の購買力向上を企図して元高容認（というよりも元高への誘導）に舵を切るだろう。

この点、昨年からの人民元の騰勢を見る限り、その変革が進められているように見える。しかし、内需主導を念頭に置いた「双循環」が本当に問われるのは元高で輸出が目に見えて減速し始めた時である。今のところ、元高によって外需が毀損する兆候は見られていない。2020 年の中国の貿易黒字は 5350 億ドルと過去 2 番目の大きさを記録しており、輸出に至っては前年比+3.6%の 2 兆 5906 億ドルと過去最高だった。過去 1 年で元高の痛みを感じるには全く至っていないのが実情であろう。だが、これは新型コロナウイルス感染拡大が陰に陽に中国輸出への需要を高めた結果であり、一言で言えば特需の結果であった。マスクや防護服など感染拡大と直接的な因果のある財はもちろん、ノートパソコンなど在宅勤務関連の電子端末も多くは中国産であり、こうした特需の存在がトランプ前政権に課された制裁関税を相殺したとされる（そもそも医療品は制裁関税の適用外だ）。

また、こうした品目別の議論は別にしても、新型コロナウイルスにいち早く倒れ、いち早く回復したという中国の立ち位置を踏まえ、世界経済が停滞する中、中国からの輸出に依存せざるを得なかったという事情もあった。こうした一種の代替需要も特需を構成するものだったと言える。だが、今後はこうした特需が剥落してくる可能性が高いのではないか。そもそも元高が輸出に全く影響しないとは思えない。図示されるように、中国の輸出は元相場の動きに半



年から 1 年程度遅れる格好で反応する傾向にある。経験則に倣えば、過去 1 年の元高はこれから輸出抑制に効いてくる可能性が見込まれる。そのような動きを目の当たりにしても「これからは内需主導に切り替える」という大義と共に元高を容認できるかどうかが目点となる。

一朝一夕に内需主導型には変わらない

筆者は「双循環」はあくまで外需と内需の双方が重要という話であり、過度な通貨高はやはり容認されないと考えている。もちろん、時間をかけて通貨高を受け入れられる体質に変わっていくことは十分考えられる。だが、昨年 10 月に内需主導の成長を謳ったからと言って、一朝一夕に構造転換が図れるものだろうか。昨年 10 月というタイミングでは中国人民銀行（PBoC）は人民元売りに対する規制を 2 年ぶりに撤廃し、日中基準値の設定に関しても逆周期因子（元安を抑止する運用措置）の見直しも発表されている。元高を全く気にしないのであればこのような政策を取る必要はないはずである（最もこの動きは

五中全会以前の話だが)。

慢性的な円高に苦しんできた日本でも「これからは内需主導だ」という掛け声が繰り返されてきた。しかし、既に円安が輸出数量を増やさなくなった今でも円高恐怖症は拭えていない。トップダウンで為政者の意向を初志貫徹させやすい中国と日本を比べることには慎重さも必要だが、元高容認にも限度はあるはずである。上述したように、米中対立がバイデン政権の下でもクローズアップされるような時間帯が増え、統計上、輸出の減速が確認されるようになれば、やはり人民元の上昇はけん制され、それ自体がドル高への巻き戻しを招く可能性があるのではないかと筆者は考えている。

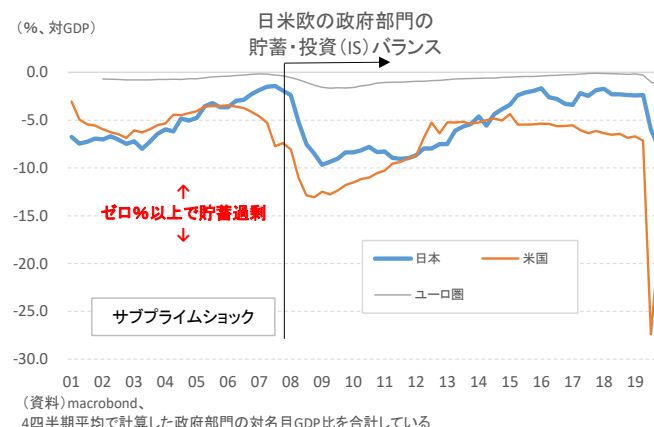
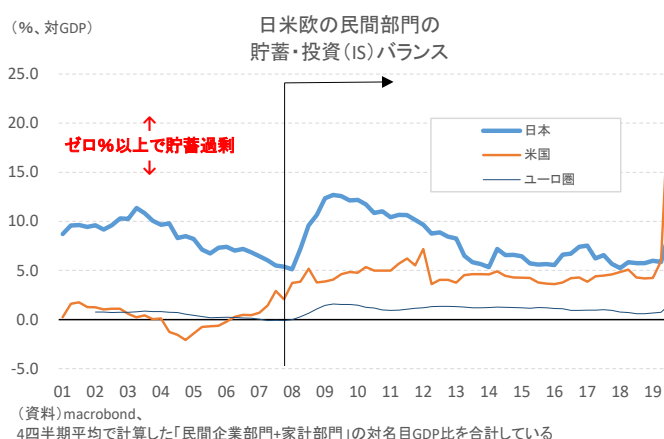
《世界経済の現状と展望～「貯蓄」は未来のマグマなのか？～》

「民間部門の貯蓄過剰 vs. 政府部門の貯蓄不足」

2月19日、日米欧の主要7か国(G7)首脳会議がオンラインで開催された。会議後の首脳声明では「2021年を多国間主義のための転換点とする」と明記されたことのほか、気候変動問題への協調姿勢など、トランプ政権との対比が鮮明化されたことに注目が集まったが、今次危機に対する経済対策に関して「過去1年にG7全体で6兆ドルを超える前例のない支援をしてきた」とされ、「雇用を守り、強固で持続可能で均衡ある経済回復」を実現するためにさらなる経済対策を講じる決意が示されたことも見逃せない。「当面、政府部門が経済をけん引するかどうか」はアフターコロナの世界経済を展望する上で極めて重要な論点となる。昨春以降の本欄では繰り返し、パンデミックを受けた世界経済では「お金を使わないことが正義」が先に立ち、貯蓄・投資(IS)バランスにおいて家計部門や企業部門(両部門の総称を以下民間部門と呼ぶ)が貯蓄過剰主体として際立った存在感を見せてくる恐れがあると

強調してきた。マクロ経済上は、その「民間部門の貯蓄過剰」が「政府部門の貯蓄不足(≒財政赤字)」と均衡することで景気の底割れが防がれることになる。2020年の主要国では、こうした「民間部門の貯蓄過剰 vs. 政府部門の貯蓄不足」という構図が浮き彫りになった(図)。後述するように、それはバブル崩壊後の日本、欧州債務危機後のユーロ圏が陥った罠でもあり、需要不足に根差した物価の低迷、その結果としての金利の低位安定に至る話である。

中央銀行のゼロ金利、国債利回りの低位安定、量的緩和、低迷する物価などは「日本化の象徴」として引用されやすいが、結局は「民間部門の貯蓄過剰」が真因であり、それによって消費・投資意欲を十分に引き出せる金利(自然利子利率、潜在成長率とも近似)が低下しているという事実を理解したい。なお、前頁図に示すように、2020年の日米欧で「民間部門の貯蓄過剰 vs. 政府部門の貯蓄不足」が一番はっきり



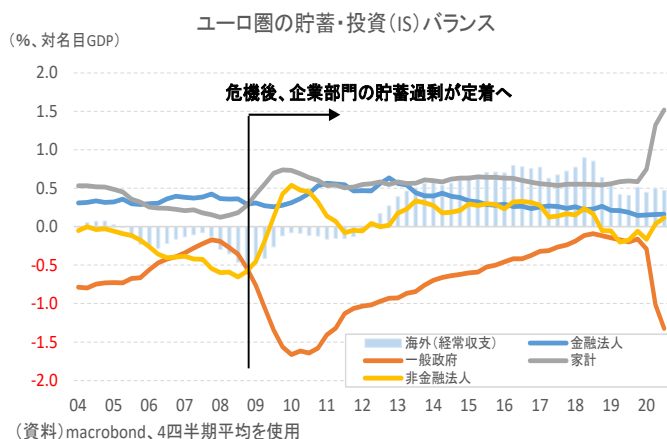
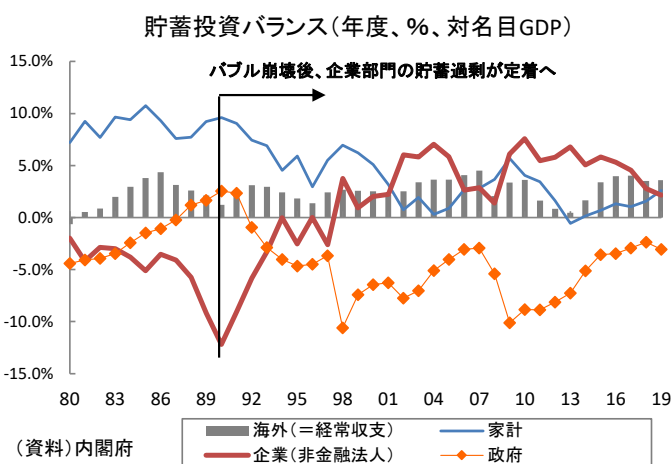
出たのが米国だった。2020年の米国と言え、GDP比で20%に及ぶ財政出動規模が実行され、その中身も「就労意欲を削ぎ、長期労働者を逆に増やす」と懸念されるほど手厚い失業保険など、直接給付型の方策が注目を集めた。ISバランスにおいて「民間部門の貯蓄過剰、政府部門の貯蓄不足」という構図が出たのは必然の帰結だろう。

貯蓄は「マグマ」になり得るのか？

こうした貯蓄過剰を「マグマ」と見立て、停滞期脱却後の燃料と見なすような論調も増えている。後述するように米国ではアフターコロナにおけるインフレ高進を懸念する議論が活発化しているが、米国以外でも抑圧されている民間部門の貯蓄が非線形に消費・投資活動を押上げるのではないかと半ば期待混じりの先行き懸念は最近よく目にする。2月21日の日本経済新聞電子版は『たまる消費の反発力 貯蓄率、日米欧で最高水準』との記事を報じており、やはり貯蓄を「反発力」と見なす論説を掲載している。確かに、今回は人為的に経済活動を制限した結果の貯蓄急増であるため、2020年に見られたようなISバランスの構図が半永久的に続くとは思えない。

だが、かつての日本の経験に照らせば、バブル崩壊という強いショックを経て、企業部門がリスクテイク能力を失い、民間部門全体で貯蓄過剰が強まったことも留意したい。図に示されるように、1990年代に入ってから、企業部門が貯蓄不足主体から貯蓄過剰主体へとにわかには切り替わっている。バブル崩壊を経て需要不足に陥り、期待成長率が低迷する中、有望な投資機会が失われた結果と考えられる。いや、有望な投資機会があったはずなので、ショックで毀損した財務や心理の状況を踏まえ、投資機会を発見する能力ないし発見しても実行に移す能力が低下していたという表現の方が正確なのかもしれない。いずれにせよ、バブル崩壊を経て、成長率が慢性的に低迷し、物価も上がらなくなり、金融政策が「流動性の罠」に陥ったという事実は周知の通りである。

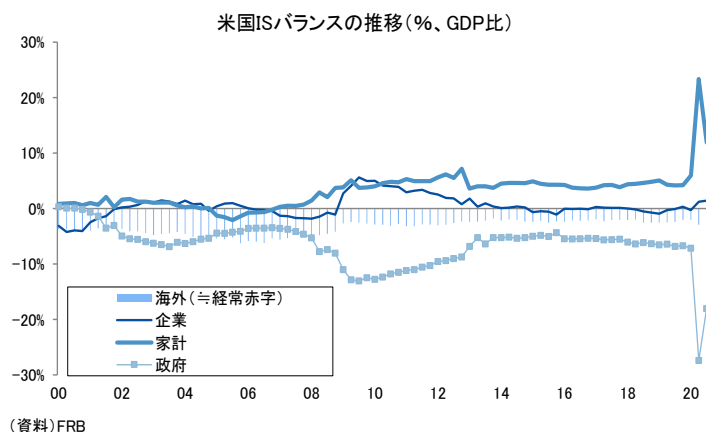
こうした日本経済と似たような道をユーロ圏も辿っている。2008年9月にリーマンショックを伴う金融危機を経験した約1年後、欧州債務危機も併発することになった。金融市場で欧州債務危機が話題に上がらなくなった2013年頃まで、実に4年間、ユーロ圏の政治・経済・金融情勢は塗炭の苦しみを味わうことになった。こうした結果、2008年9月以降、ユーロ圏の企業部門（図中では非金融法人）が貯蓄過剰主体に転じ、以後、それが常態化するようになってしまった。「強いショックは企業行動を



変えてしまう」という日本の経験はユーロ圏でも概ね実証された感がある。欧州債務危機自体は 2013 年に概ね収束したが、域内の賃金・物価は低迷したままであり、2014 年 6 月には本家である日本よりも先にマイナス金利導入に踏み切った。2018～19 年にかけては再び貯蓄不足主体へ回帰する兆候も見られたが、今回のショックで再び貯蓄過剰主体に引き戻されている。今のユーロ圏の雰囲気を見るにつけ、企業部門が景気のけん引役になるのは当分難しそうである。

米国企業は今回も踏ん張れるのか？

同じ道を米国も辿るのだろうか。日欧と異なり、米国は現時点のインフレ期待も力強く、リーマンショック後も複数回の利上げをできた国なので「民間部門の貯蓄過剰」を起点とする日本化現象とは縁遠い可能性もある。米国の IS バランスに目をやると、サブプライムショックを境に家計部門が、リーマンショックを境に企業部門が貯蓄過剰主体に転じた。その後、家計部門の貯蓄過剰は不変であるが、企業部門は均衡もしくは貯蓄不足主体として景気をけん引する動きを見せていた。

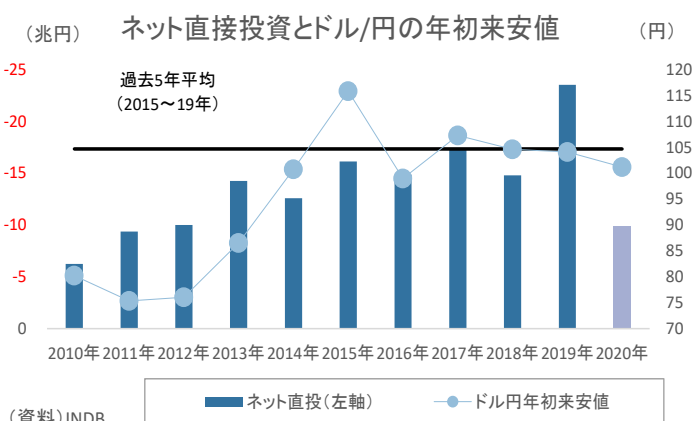


企業部門は踏ん張れたので「日本化圧力を半分は乗り越えた」という印象が抱かれる。しかし、2020 年に入り、企業部門はやはり貯蓄過剰主体に転じてしまった。もちろん、2020 年の動きは不可抗力だが、今年、再び貯蓄不足主体に戻るような動きが見られるかは米国経済を中長期的に占う上で非常に重要なポイントと考えられる

《円の基礎的需給の現状と展望～貿易均衡国という新常态なのか？～》

9 年ぶりの小さな直接投資規模

2 月には本邦 12 月国際収支統計が公表され、2020 年通年に関して円相場の基礎的需給イメージが得られるようになったので、詳しく数字を見てみたい。先月の本欄¹では日本から海外への直接投資（いわゆる海外企業買収）が激減している事実とドル/円相場の現状および展望を議論した。2020 年通年のネット直接投資は▲9.9 兆円と 2011 年以来の小さな規模にとどまっており、過去 5 年平均（約▲17.3 兆円）と比較すると概ね半分になったイメージである。



2020 年のドル/円相場が「101.18～112.23 円」という近年では円高気味のレンジで推移した背景として日本企業による「円の売り切り」を含む海外企業買収の激減があった可能性は見逃せない。

もちろん、日本企業による直接投資の存在だけでドル/円相場の潮流が形成されるとは思わないが、長

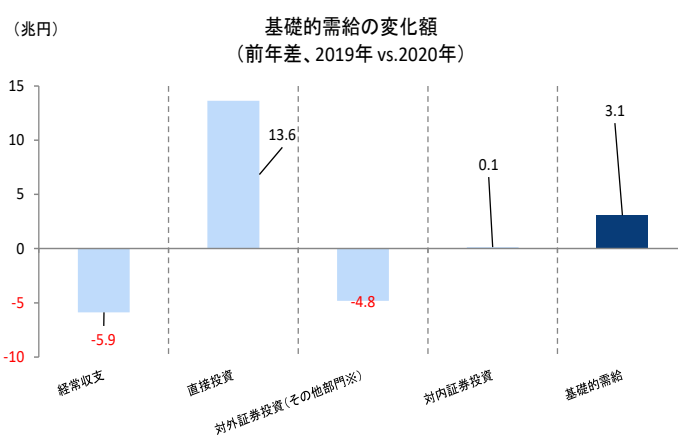
¹ みずほマーケット・トピック 2020 年 1 月 19 日号『直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」』をご参照下さい。

年のブームを経て日本が抱える対外純資産の大半が証券投資から直接投資に入れ替わっており、結果的に外国有価証券の巻き戻しを通じた「リスクオフの円買い」の存在感が相対的に小さくなっているという論点は重要である（この点は再三、本欄では議論しているので割愛する）。『円安を駆動する要因』にはなれなくとも『円高を防止する理由』になってきたのが日本企業による旺盛な直接投資だったのではないかと筆者は考えている。それが目に見えて凹んだ 2020 年の状況は今後の円相場を占う上で重要と言えるが、過去の本欄でも議論したように、あくまでコロナ禍における一過性の動きというのが筆者の基本認識である。日本企業による直接投資は国内市場の継続的な縮小を懸念した末の経営戦略だったのだから、アフターコロナの接近に伴っていずれ増勢に復帰すると考えたい。

2020 年基礎的需給のイメージ

2020 年は直接投資が大きく減ったものの、旅行収支黒字も大きく減っており、これにより経常黒字の水準が押し下げられた。また、対外証券投資も増加した。結果、『直接投資の減少』による円売り圧力の低下は、『経常黒字の減少』と『対外証券投資の増加』という円売り圧力の上昇で打ち消された格好である（図）。仮に、経常黒字や対外証券投資が前年の 2019 年並みの数字であった場合、2020 年の円の基礎的需給環境は大幅な円買い超過に傾斜していたイメージになるが、打ち消し合いの結果として▲1.6 兆円とほぼ均衡している。それでも前年対比では円売り超過幅が約 3 兆円縮小しているの、それ自体が円高・ドル安地合いに繋がった可能性はある。

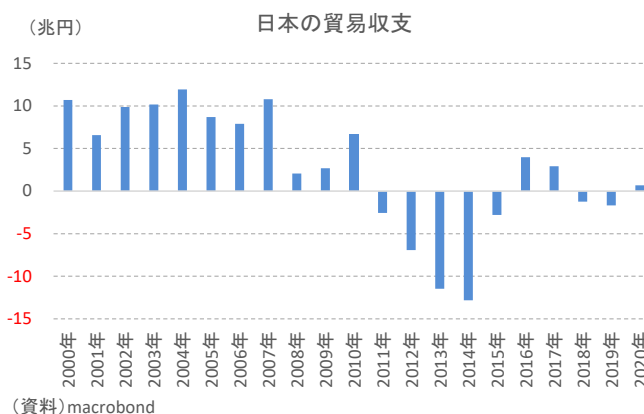
今年を展望した際、直接投資のような積極的なリスクテイクは控えられ、旅行収支黒字の復活も恐らく望めないだろう。一方、米金利上昇に応じた対外証券投資の増加が円売り基調をけん引する可能性は相応に見込んでおく必要ありそうである。



(資料) INDB、※預金取扱金融機関と政府を除くベースで保険・年金・個人等を含む

貿易均衡国という新常态

とはいえ、達観してしまえば、近年の傾向同様、2020 年も需給の偏りが無い年だったという総括で良さそうである。上述したように、話題にのぼりやすい直接投資は「円高を防止する理由」にはなるが、それ自体が潮流を作るほどの推進力はないと考えられる。一方、輸出企業の海外売上が経常的な円買いフローとして為替市場に出てくる貿易黒字は、その多くがアウトライイト取引を伴うこともあって潮流を作る源泉になると言われることが多い。この点、



2020 年の貿易収支は 3 年ぶりの黒字確保が話題となったが、所詮は+670 億円程度だ。2015 年以降の過去 5 年平均で見た場合も、日本の貿易収支は+314 億円と殆ど偏りが無い。この過去 5 年間に於いてドル/円相場が 3 回（2015 年、18 年、19 年）も史上最小値幅を更新していることと無関係とは思えない。

リーマンショック以前、日本の貿易収支は潤沢な黒字が当たり前だった。だが、2011 年の東日本大震災を経て輸出企業を中心として生産移管が進められ、そこから数年は大幅な貿易赤字を抱える時代が続いた（鉱物性燃料輸入が押し上げられた結果でもある）。そして、事態が落ち着いた 2015 年以降から足許に至るまでは、日本は概ね貿易黒字国でもなければ、貿易赤字国でもない、貿易均衡国として落ち着いた。これが日本の新常态だとすれば、動かなくなったドル/円相場の背景はシンプルに「需給に偏りが無いから」という整理でも良いのかもしれない。

《メインシナリオへのリスク点検～インフレを恐れるべきなのか？～》

サマーズ教授が一石を投じたインフレ論争

ワクチン接種の進捗と新規感染者数のピークアウトが鮮明になる中、米国では拡張財政路線について論争が起きている。争点は「アフターコロナが視野に入り始めている中、現行の経済政策はインフレを招くのか否か」だ。この点に関し、有力な経済学者や閣僚がそれぞれのポジションから様々な主張を放ち、様々な報道が見られている。後述するように、こうした動き自体はアフターコロナが近づいていることを予感させる前向きな兆候と言えるが、本当に非線形に物価上昇圧力が高まるならば、それは米金利の急騰、それに伴う大幅なドル高（理論的にはドル安だが、筆者はドル高だと考える）が想定される。

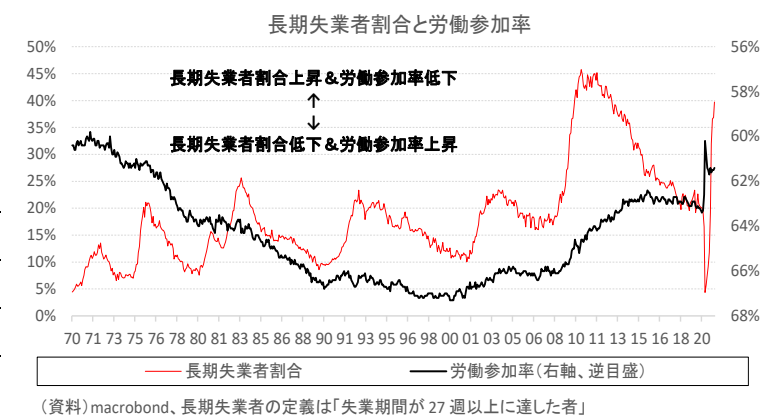
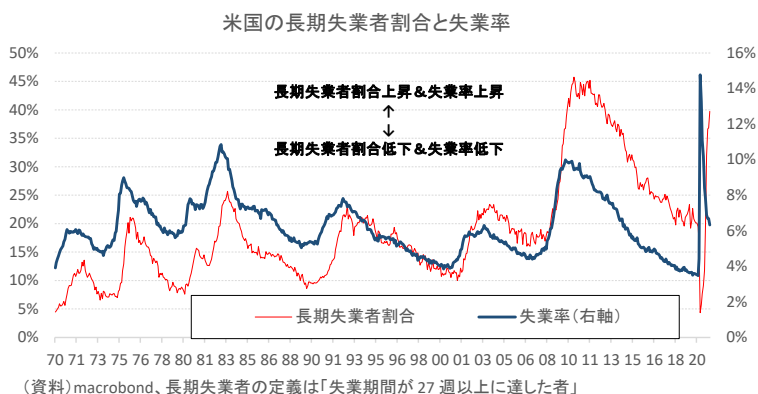
論争の火付け役はサマーズ・ハーバード大学教授だ。サマーズ教授は米ワシントンポスト紙への寄稿で「通常のリセッション（景気後退）のレベルを超え、第 2 次世界大戦時のレベルに近い規模のマクロ経済対策は、過去一世代に経験することがなかったようなインフレ圧力を引き起こす可能性がある」、「リセッションを招かずに急激なインフレを抑制することはこれまでよりさらに困難ではないかと心配している」などと警鐘を鳴らした。「長期経済停滞論(セキュラー・スタグネーション)」で知られる同氏が、経済対策規模の過剰さを指摘したことは意外感があり、世間の耳目が一気に集まった面もあるだろう。また、サマーズ教授と云えばクリントン政権では財務長官、オバマ政権では国家経済会議（NEC）委員長を歴任した民主党の経済政策立案における重鎮中の重鎮である。ゆえに現政権への批判的な視線が注目を集めた部分もありそうだ。

もちろん、サマーズ教授も財政出動規模に関し「小さ過ぎるリスク」は「大き過ぎるリスク」よりも重大だという点でバイデン政権への理解もある程度示しており、拡張財政路線を止めるという立場ではない。だが、無限に続けられるかのように思われてきた財政出動に一石が投じられた意味は大きい。確かに、市場ベースで見ても、調査ベースで見ても、米国のインフレ期待は腰折れするどころか、上昇に転じている。实体经济の悲惨な状況について異論の余地はないが、「にもかかわらず、インフレ期待が落ちてこない」という「ねじれ」を前に「悪いインフレ」に構える胸中は理解できる。サマーズ教授のほかにも「拡張財政は必要だが、もう形振り構わない支出は止めるべき」という論調は散見されている。例えば手厚さで知られる失業保険の上乗せ額については漸減案が指摘され、新たな経済対策に含まれる予定の現金給付（1400 ドル）の受給資格も年間所得（現行案は 7.5 万ドル以下の個人および 15 万ドル以下の世帯に限定）の制限をより厳格化すべきとの声が出ている。

止まらない長期失業者割合の上昇傾向

上述したようなサマーズ教授の主張に対抗する論陣は多いが、筆頭はイエレン米財務長官だろう。同長官はサマーズ教授の寄稿を受けて「十分な規模の積極的な追加経済対策パッケージが実行されれば、米国は 2022 年に完全雇用に戻り得る」が、「パッケージが不十分であれば、雇用と経済の回復は遅れる恐れがある」と抗弁している。イエレン財務長官もインフレリスクは一定程度認めてはいるが、「そうなれば対応できる政策手段がある」と述べ、むしろ対策を出し渋れば「失業率が 4%（＝完全雇用）まで下がるのは 2025 年になる」と懸念を示している。

イエレン財務長官が政権幹部であることを思えば、現行政策の擁護は当然だが、筆者も同じ基本認識だ。とりわけ、FRB 議長時代にイエレン財務長官が重視していた長期失業者や労働参加率の動向に照らせば、現状は全く予断を許さない。図（上）に示されるように、目下失業率ははっきりと低下傾向だが、失業期間が 27 週以上に達した長期失業者の割合は上昇傾向にあり、1 月時点で 40% に到達している。そして、図（下）に示されるように、高止まりする長期失業者割合の裏では労働参加率が歴史的な低水準に張り付いたままである。「失業が長期間に及ぶ→就労意欲やスキルの低下→労働市場からの退場→統計上は失業者数が減少し、失業率は低下→労働参加率低下→潜在成長率低下」という展開が明確に懸念されるのが現状である。裁量的なマクロ経済政策の撤収は難しいと考えるのが基本だろう。労働市場の専門家であるイエレン財務長官であればこそ、尚のこと、そう考えるはずだ。



論争過熱はアフターコロナが近づいている証拠

もともと、大戦並みと形容される GDP 比 20% を超える財政出動に継続性を期待するのも無理筋であり、政策観の違いを脇に置いたとしても、財政支出の用途に関し慎重な検討が進められてくるのは当然だろう。実際のところ、「規模を絞るべき」という論陣にも理はある。例えば、手厚過ぎる失業保険が就労意欲を低下させ、結果的に長期失業者を生み出してしまっているという指摘は説得力がある。いきなり上乗せ部分が撤廃されることはないだろうが、漸減の検討自体は合理的に思う。

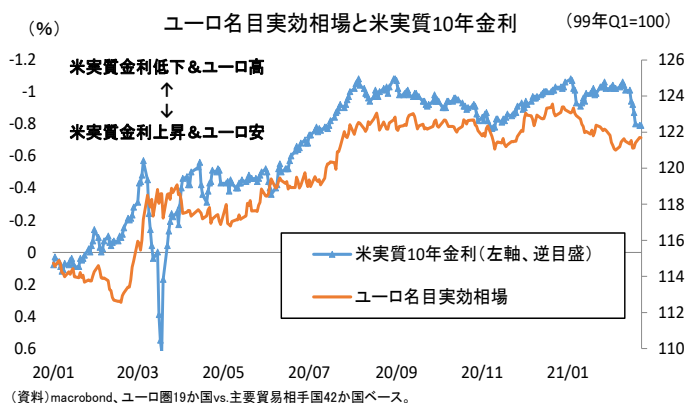
バブルは崩壊するまでバブルとは分からず、インフレ高進も事後的にしか分からないという意味で似たような部分があるので今見られている論争の決着はまだ先の話だろう。ただ一つ確実に言えることは、冒頭述べたように、財政出動規模に議論の余地が生じていること自体、アフターコロナの接近を感じさせるものだということだ。「いくら対策しても景気減速を止められない」という新型コロナウイルスに関

する底知れぬ恐怖感が少しずつ和らぐ中、今後、財政・金融政策に関するタカ派寄りの主張は増えることはあっても減ることはないだろう。一方で、最も重要な雇用・賃金関連の計数はバックワードルッキングにしか改善しないだろうから、ハト派の論陣も安易に譲れない状況は続くことが予想される。

しかし、実体経済の方向感が改善で見えている以上、タカ派の論陣に与するような雰囲気が少しずつ強まるはずである。前掲図のワクチン接種状況と新規感染者の動意を見る限り、年央には米国でコロナがテーマから消える可能性すら出てきている。本当に非線形に物価上昇圧力が高まるかどうかはさておき、「期待」ベースでは予想外の加速が見られる可能性は十二分にあり得る。それはフィッシャー効果を通じて名目金利の押し上げを促すものだろう。とすれば、米 10 年金利を筆頭とする市中金利の上昇とそれに伴うドル買いの盛り上がりに構えておくのが無難ではないかと筆者は考える。

◆ ユーロ相場の見通し～ピークアウトも見えてきたユーロ高～ 《ユーロ圏金融政策の現状と展望～明記された「ユーロ高反転」～》 「ユーロ高反転」の記述も

2月、ECB 政策理事会の開催はなかったものの、18日には1月21日開催分の会合議事要旨が公表されている。特筆すべき材料の無い会合ではあったが、議事要旨は相応に目を引く内容を含んでいた。とりわけユーロ高への認識が顕著に変わっていることが示されたことは興味深い。1月声明文では引き続きユーロ高への警戒感が残されていたものの、1月会合時点ではECB 自身がユーロ高の主因と分析してきた米国の実質金利について下げ止まりの兆候が出



ていた。ゆえに、1月会合を論じた先月の本欄では「こうした動きを政策理事会がどのように評価するのかは注目しておきたい」と筆者は述べた。この点、1月議事要旨では冒頭のシュナーベル ECB 理事による金融市場動向のレビューにおいて「前回（12月）会合以降で加速していたドル安傾向が米金利上昇で歯止めがかかっている」とされ、「対ドルでのユーロ高トレンドは反転した」と明記されている。声明文では一応の警戒が残されたが、政策理事会内のユーロ相場への認識は大きく変わっている様子が窺える。

議事要旨中ではグローバルなポートフォリオリバランスとリスクテイクの主要因（a key factor）として米実質金利を指摘しており、これが動意を見せていることについて多くの記述が見られている。なお、目下、市場の注目は「米金利上昇がいつ株価を下落させるか」だが、これに関しても「より持続的な実質金利上昇が株価の相対的な魅力を急速に下げ、幅広い価格調整を招く恐れがある」と警戒を示している。

スタッフ見通しへの批判的目線

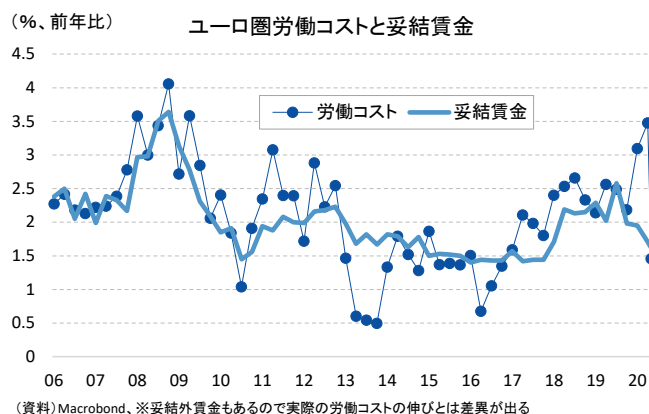
金融市場に関しては上述した実質金利の話題が重要な論点となっているが、实体经济に関しては12月に示されたスタッフ見通しについて「楽観的過ぎるかもしれない」との議論が交わされたことも明らかになっている。その理由としては2021年4～6月期の成長率が長引くロックダウンの影響を受けそうなこと、ワクチン接種のペースが遅いこと、そしてより毒性の強い変異種が増殖していることなどが挙げられている。ロックダウンの影響が長引きそうなことはワクチン接種のペースや変異種増殖の状況と密接な関係があるため、ここで挙げられている理由は全て相互連関的なものと考えられる。2020年の春とは異なり、経済活動制限の手段はよりのが絞られており、企業もこれを学んでいるため、防疫措置に伴うコストは小さいものになっているとも付記されているが、「暖かくなってもコロナの影響は残る」というのが政策理事会の胸中だとすれば、当面の緩和維持（もしくは強化）は既定路線ということになる。

ちなみに、ECBのスタッフ見通しは政策理事会の意を汲んで作成されるものではなく、独立した経済分析の結果が公表されるという建付けになっている²。見通しは政策理事会が政策運営をするための1つの材料に過ぎないという位置づけだ。そのため政策理事会がこうして忌憚のない意見を対外的に公表していることは、政策理事会への付度を抜きにした意思決定過程が機能していることも意味している。

² 詳しくは拙著『ECB 欧州中央銀行：組織、戦略から銀行監督』東洋経済新報社

物価の現状認識

物価情勢に関する議論も目を引くものであった。昨年いっぱい、域内の物価情勢は悲惨な状況が続いたが、今年 1 月のユーロ圏消費者物価指数（HICP）は非線形にジャンプアップした³。議事要旨では年明け以降の HICP はドイツの付加価値税減税が予定通り終了したこと、原油価格急落の反動が出ること、コロナ禍の消費パターン変化によって HICP 算出上のバスケットが大きく変更されることで押し上げられるとしている。だが、これらテクニカル



な要因が剥落してしまえば、域内における総需要の低迷や賃金上昇圧力の弱さ、そして従前のユーロ高が基調的なインフレ圧力を抑制するという姿が露呈することも認めている。なお、今後の実体経済を占う上では賃金情勢が重要になるものの、域内の妥結賃金はそれほど悪化していない（図）。この点、議事要旨は「多くの賃金交渉はコロナショック以前に妥結したものであるため」と分析しており、警戒を怠っていない。5 年先 5 年物インフレスワップフォワードのような市場ベースのインフレ期待は上方向に切り返しているが、ECB が四半期に 1 回調査する予測専門家調査（SPF）は低迷しており、政策理事会の抱くデysinフレ懸念は依然強そうである。

ちなみに、これまで ECB は「ユーロ高→HICP 抑制」という経路にフォーカスを当てた説明を繰り返してきているが、その事実は認めつつも従来の標準的な計量モデルはその影響を過大推計していた可能性にも言及している。こうした為替変化による物価への影響度（パススルー効果）については様々な推計が存在するが「1%のユーロ安で 0.1%ポイントの HICP 押し上げ」というのが 1 つの目安であったと考えられる⁴。2020 年のユーロ相場は名目実効為替相場（NEER）ベースで+7%上昇しており、従来試算によれば▲0.7%ポイント程度の押し下げがなったことが想定されるが、それほどではないというのが ECB の認識になっているのかもしれない。しかし、そうだとすれば、「ユーロ高が是正されても HICP の低迷が続く可能性がある」ということにならないだろうか。デysinフレ状況の根深さが懸念される。

《ユーロ圏経済の現状と展望～最悪の落ち込みとなった 2020 年～》

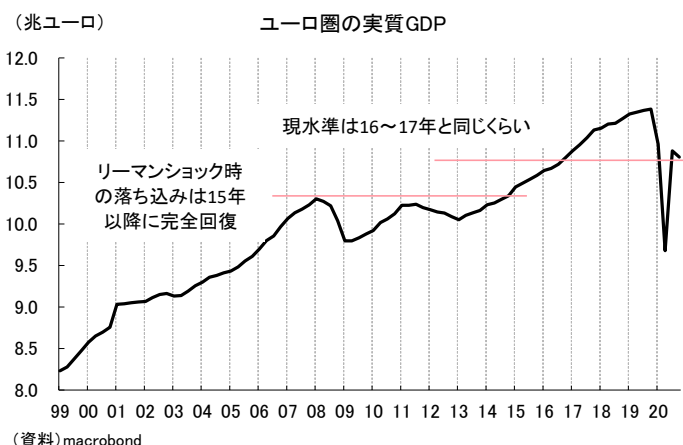
吹き飛ぶ過去 4 年の「成長の跡」

2 月にはユーロスタットから 2020 年 10～12 月期並びに 2020 年通年の GDP 成長率が公表されている。10～12 月期の実質 GDP 成長率はユーロ圏全体で前期比▲0.7%と 2 四半期ぶりのマイナスに落ち込んだ。感染再拡大を受けた経済活動制限の結果であることは多くの説明を要しまい。2020 年通年では▲6.8%という仕上がりであり、リーマンショック翌年の▲4.5%を超える落ち込みとなった。とはいえ、GDP に限らず、もはやコロナ禍での変化率は幅が大きく過ぎてイメージを持ちづらいだろう。むしろ、平時では着目されない絶対額を見た方がその衝撃が伝わりやすいと思われる。

³ 詳しくはみずほマーケット・トピック 2021 年 2 月 19 日号『なぜユーロ圏消費者物価指数（HICP）は急騰したのか？～過性のまやか～』などをご参照下さい。

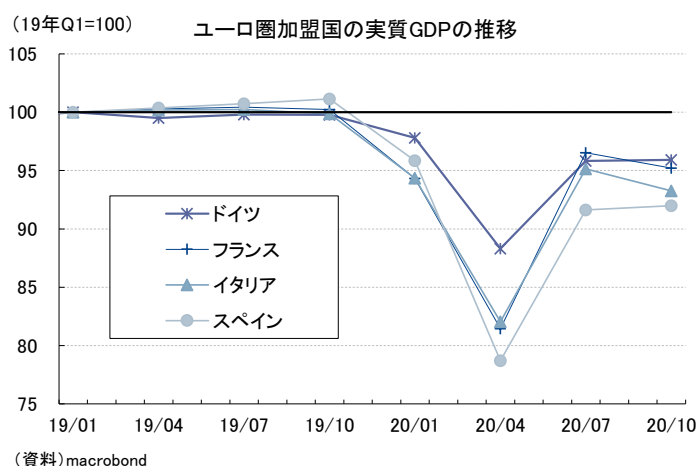
⁴ ECB “Exchange rate pass-through into euro area inflation”

GDP の水準が目に見えて方向感を伴って変化することは普通あり得ないが、今回のコロナショックはリーマンショックが誤差に見えるほどの落ち込みに至っている。最新となる 10～12 月期時点の水準(約 10.8 兆ユーロ)は 2016 年 10～12 月期前後の水準に近い。過去 4 年で積み上げてきた成長の跡が吹き飛び、それをどれほどのスピード感を持って立て直せるかが今後の焦点となる。ちなみにリーマンショック後、欧州は債務危機という固有のショックを併発したこともあって域内の GDP が危機前の水準に復元したのは 2015 年以降だった。ショックから 7 年の月日を要したのである。今回は債務危機のような固有事象はなく、落ち込みも人為的な経済活動制限の結果であるため、ワクチン効果も顕現化してくれば、それほど時間はかからないという期待もある。



今後、金融政策運営は難化する

こうした実体経済の現状と展望はユーロ圏に限らず米国や日本など、世界各国に共通する話だが、ユーロ圏は 19 種類の経済から構成されるという難しさがある。欧州債務危機からの立ち上がり過程でクローズアップされたように、今後、中長期的に難しくなるのは加盟国の成長率格差とそれに対応して調整しなければならない ECB の金融政策運営だろう。2020 年終了時点では、4 大国の成長軌道に大差はない(図)。悲惨な状況には違いないが、だからこそ ECB の「やるべき政策の方向感」



に関しては意見集約が容易という事実もある(もちろん、政策の具体的な中身については温度差がある)。

しかし、元々の地力(潜在成長率)の差がある以上、今後は成長率にばらつきが出てくるはずである。そうした乖離はドイツとそれ以外の国々で発生することが目に見えている。早ければ今年後半、遅くとも来年中にはそれがはっきりしてくるだろう。その際、ECB の緩和継続がそのままドイツ国内の過熱を懸念する声に繋がってることが予想される。筆者は 2018 年にそうした論点を繰り返し議論してきたが⁵、結局、2019 年以降に域内景気が失速し、コロナショックが重なったことで ECB の政策運営が緩和方向で意見集約されることになった。こうした経緯を踏まえれば、「アフターコロナが近づくほど、政策理事会の亀裂が深まる」という展開が今後も繰り返されるのではないかと。

足許に目をやると懸念の芽は既にある。年間を通じて深いマイナスだったので注目されにくいだが、10～12 月期の成長率(前期比)を見ても、ドイツの+0.1%に対して、フランスが▲1.3%、イタリアが▲2.0%と既に乖離は生じているように見られる。ラガルド体制下になり、緩和手段を巡る摩擦はあっても、緩和

⁵ 例えば東洋経済オンライン『ドイツの「バブルの芽」はどうして問題なのか ECB が適切に対処することは難しい』2018 年 8 月 10 日。

を続けること自体に異論が出るような局面は経験がない。その意味で調整能力に定評があるラガルド ECB 総裁の本領はアフターコロナで発揮されることになるだろうか。

《補足:イタリア政局の現状と展望～ドラギ首相誕生について～》

コロナ禍だからこそビッグネーム

2月12日、マッタレウラ伊大統領はドラギ前 ECB 総裁を次期首相に任命した。コロナ禍だからこそ誕生したビッグネームの首相でもある。日本でも高い知名度を誇るドラギ氏が、ECB 総裁退任から1年3か月程度で表舞台に戻ってくることに、その意味や展望、評価について複数の照会を受けた。ドイツやフランスならいざしらず、市場変動を伴わないイタリア政局に関し照会を受けることは珍しく、関心の高さが窺える。かかる状況を踏まえ、本件について簡単に現状と展望を整理してみたい。結論から言えば、事前期待は高いものの、暫定政権という色合いも否めず、持続可能性には引き続き不安が残る。ちなみに、今年9月にはメルケル独首相が、来年5月にはマクロン仏大統領が任期を迎える。今後1年、欧州は「政治の季節」であり、今回のドラギ首相誕生はその序章とも言える。

全方位からの支持を得てドラギ政権誕生

ドラギ新首相については現政権を構成する民主党 (PD)、民主党から分派した「自由と平等 (LEU)」、レンツィ元首相を党首とする「イタリア・ビバ (IV)」といった左派勢力が支持している上、野党においてもベルルスコーニ元首相が率いる「フォルツァ・イタリア (FI)」、反 EU の主義主張を抱く最大野党「同盟 (Lega)」といった右派勢力も支持した。文字通り、幅広い支持を獲得しての船出だが、その結果（代償とも言えるかもしれない）として新政権は中道左派 (PD)、極左（「五

2021～22年に予定される欧州の主要選挙

年	月	選挙	国
2021年	1月	与党CDU党首選挙	ドイツ
	3月	ドイツ西部2州で州議会選挙	ドイツ
		オランダ議会選挙	オランダ
	4月	ドイツチューリンゲン州議会選挙	ドイツ
	5月	スコットランド議会選挙	スコットランド
		ロンドン市長選挙	英国
	6月	ドイツザクセン・アンハルト議会選挙	ドイツ
		フランス地方選挙	フランス
	9月	ドイツ連邦議会選挙	ドイツ
	10月	チェコ議会選挙	チェコ
2022年	2月末まで	イタリア大統領選挙	イタリア
	春	フランス大統領選挙	フランス
		ハンガリー議会選挙	ハンガリー

(資料) 日本経済新聞から筆者作成

つ星運動)、極右（「同盟」）などが入り乱れた連立構成となる。良く言えばコロナ禍を眼前にした「挙国一致内閣」だが、悪く言えば「寄せ集め」ゆえ、いつ空中分解しても不思議ではない。

特に強烈な反 EU 主張を繰り返す極右政党の「同盟」がユーロの象徴的な存在でもあったドラギ氏を支持するのは違和感が大きい。パンデミックの最中であり、解散・総選挙で勝負することは避けた方が賢明との算段が先に立っただけで、本音は別のところにあるのだろう。全方位から支持の高いドラギ氏ならば同盟としても「有事対応として一時的に支持した」と言いやすかったのではないかと察する。あくまで同盟のサルビーニ党首は次回以降の解散総選挙を経て、右派支持層を取り込んだ上で次期首相になるというシナリオを諦めていないだろう。このように様々な不安を抱えながらの船出だが、まずはマッタレウラ大統領の任期が満了する来年2月までは政局が一応の落ち着きを得たことは前向きな話である。

「ドラギ氏だからできること」に期待

当然、ドラギ新政権の最優先課題はコロナ対応であり、これは洋の東西を問わず共通する状況だろう。

喫緊の課題が「効果的な防疫措置」から「効率的なワクチン接種」へと争点に移る中、これを上手く切り盛りできるかが評価軸になるのは目に見えている。しかし、ネームバリューを踏まえれば、やはり「ドラギ氏だからできること」にも期待は高まる。これまで EU 全体に関する議論はメルケル独首相とマクロン仏大統領で大枠を決めてから EU 首脳会議で加盟国に諮るという流れが定番化しており、それがオランダを筆頭とする一部加盟国の反感を買うという問題が表面化していた⁶。昨年の復興基金合意がまさにそれで、結果的には 5 日間にわたる臨時 EU 首脳会議を開くまでに至り、ようやく合意に漕ぎ着けたことは記憶に新しい。だが、足許では今年 9 月には引退が決まっているメルケル首相の存在感が薄れる中、ドラギ首相が割って入る機会も増える芽もあるかもしれない。ドイツとフランスの決める既定路線にイタリアの意見が入るようになれば、少なくとも南欧諸国にとっては心強い代弁者として期待が持てる。

おりしも、今年は復興基金（正式名称「次世代の EU」）の使用が始まる。2 月 12 日、フォンデアライエン欧州委員会委員長からは 4 月末までに資金利用計画を提出させ、今年 9 月末までには資金供給を始めたい意向が示された。経験則に倣えば、過去の経緯もあってイタリアは問題児の立場からでしか物が言えず、その主張は一種の諦観と共に評価されることが多かった。だが、ECB 総裁時代から拡張財政の意味を訴えてきたドラギ氏の意見は傾聴に値するものとして受け止めて貰える期待もある。

しかし、独仏の政治環境は慌ただしい

もともと、メルケル首相は今年 9 月に、マクロン大統領は来年 5 月に任期を迎える。ドラギ首相であれば割って入りやすくなるという期待は持ちつつも、ドイツやフランスの政治環境としては安易な妥協もできないと考えられ、就任早々、合意形成が難しい時期に直面しているとも言えそう。現状、ドイツもフランスも次期政権に関し不透明な部分が多い。例えばドイツは現与党（CDU、キリスト教民主同盟）党首になったばかりのラシェット氏で選挙を勝ち抜けるのかという疑義が指摘されている。イタリアを筆頭とする脆弱な財政状態にある加盟国はアフターコロナを見据えた復興基金の恒久化などを望むが、そのような「大きな話」に関し今年や来年の早いうちに意見集約するのは難しいかもしれない。

とすると、事前期待が高いだけに「ドラギ氏だからできること」がさほど実現できず、求心力が低下、いずれ政変に巻き込まれ退陣という近年の同国首相と同じ憂き目に遭う懸念も十分ある。そうなるイタリアの政局混乱について「ドラギ氏でもダメだった」という失望が反動的に大きくなる懸念もある。ドラギ政権の議会任期は 2023 年 6 月までだが、そこまで求心力を維持できるかどうかはコロナ禍が続くであろう年内に目立った成果を残せるかどうかで決まってくるであろう。国内では「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間にあり、国外では政権移行期の窮屈さに直面するドラギ首相は難しい政権運営を迫られるだろうが、欧州債務危機の最悪期であった 2011 年から 8 年間、ECB 総裁を勤め上げた経験に照らせば、目に見える実績を期待することも無理筋ではないように思う。

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。

⁶ 2020 年 7 月 20 日号『臨時 EU 首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」』などをご参照下さい。