

中期為替相場見通し

2021 年 3 月 31 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～為替市場のテーマは「金利・「コロナ抑制状況」・「原油」に～

為替市場の現状と展望～21 年第 1 四半期を終えて浮かぶテーマ～

P.3

日銀金融政策の現状と展望～盤石の円高対策？～

P.5

米金融政策の現状と展望～現状維持に潜む強気～

P.6

対照的な日米のコロナ対応状況～「希望の米国」 vs. 「不安の日本」～

P.8

メインシナリオへのリスク点検～アップサイドとダウンサイドの所在はどこに～

P.11

◆ ユーロ相場の見通し～「divergence(相違)」が今後のキーフレーズ～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～「significantly higher pace」の読み方～

P.14

ドイツ政治の現状と展望～テーマは「移民から環境」へ～

P.16

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

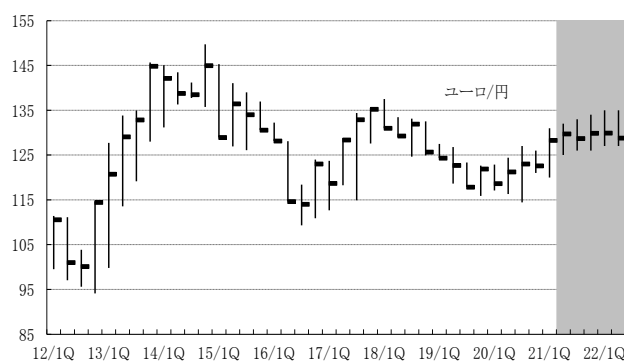
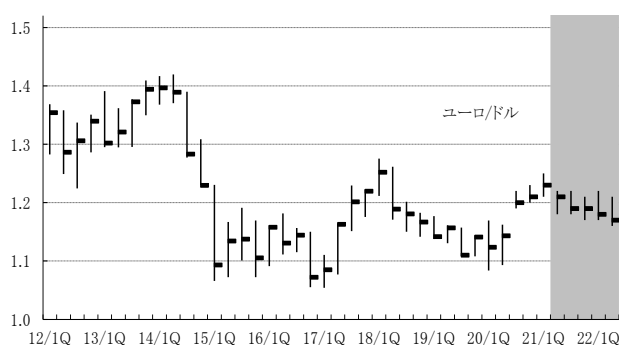
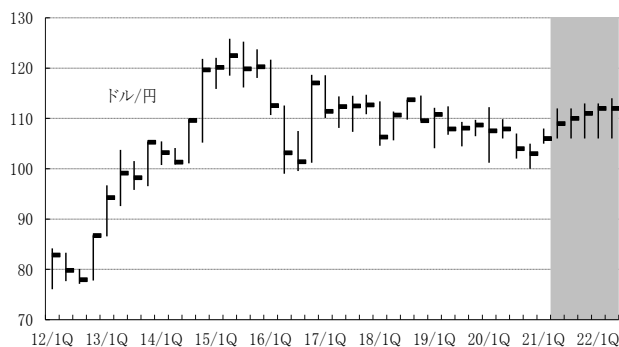
3月のドル/円相場は続伸し、月末、遂に1年ぶりの110円台に乗せた。前月同様、米金利の続伸に合わせた動きであり、「円安というよりもドル高」といった方が正確である。想定以上の米金利上昇により予測の発射台も変わるため見通しもやや上方修正を施したが、メインシナリオのパスは殆ど変わっていない。「ワクチン接種→感染抑制→経済活動正常化→金融政策の正常化」という展開を当て込んだ米金利とドルの相互連関的な上昇は基本的に年内いっぱい続くと考えたい。そのクライマックスはインフレ指標などが前年比で上振れしやすい4～6月期だろうか。もちろん、年初3か月の米金利上昇ペースは過剰であり、株価の動揺などを踏まえてブレーキは必至だろう。7～9月期以降はペースダウンし、ある程度は円安の動きが鈍るとみたい。ただ、そうであっても「対米金利差が大きい」という事実は残る。ドル高のペースに関し「上半期は速く、下半期は遅い」くらいの理解にとどめ、相場の流れが反転するようなことはないと割り切っておくのが無難と筆者は考えている。現在、為替市場のテーマは2020年の「需給」から「金利」、「コロナ抑制状況」、「原油」へとシフトしているように見受けられる。残念ながら、円はどのテーマでも評価されそうになく、軟調地合いの継続を予想しておくのが無難と考えたい。

片や、ユーロ相場は明確に下落に転じている。米金利上昇に伴うドル全面高の結果と言えればそれまでだが、昨年のユーロ買いの勢いを踏まえれば健全な調整とも言えるものだ。だが、FRBが米金利上昇を概ね容認しているのに対し、ECBは資産購入加速などを通じて域内金利上昇を抑制する姿勢を明確にしていたため、両中銀の「divergence（相違）」を意識したユーロ売り・ドル買いは進みやすい状況にあることは見逃せない。この論点は当面、ユーロ/ドルの重しとなるのではないかと。また、年初来の為替市場では「コロナ抑制状況」が1つのテーマとなっているようにも見受けられ、端的にはワクチン接種回数などが通貨の選別にリンクしているように思える。この点、EU諸国は英米にはっきりと劣後しており、カナダにも肉薄されつつある。変異株の脅威に晒されている大陸欧州の状況を考えると、ワクチン接種の遅延がそのままユーロを手放す動きに繋がっても不思議ではなく、実際にそうなっているように見受けられる。こうした状況も早晩変わるようには見えない。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2021年 1～3月（実績）	2021年 4～6月期	7～9月期	10～12月期	2022年 1～3月期	4～6月期
ドル/円	102.60 ～ 110.72 (110.70)	106 ～ 112 (109)	106 ～ 112 (110)	106 ～ 113 (111)	106 ～ 113 (112)	106 ～ 114 (112)
ユーロ/ドル	1.1711 ～ 1.2349 (1.1720)	1.16 ～ 1.20 (1.19)	1.16 ～ 1.20 (1.17)	1.15 ～ 1.19 (1.17)	1.15 ～ 1.20 (1.16)	1.14 ～ 1.19 (1.15)
ユーロ/円	125.10 ～ 130.48 (129.75)	126 ～ 132 (130)	126 ～ 133 (129)	127 ～ 134 (130)	127 ～ 135 (130)	127 ～ 135 (129)

(注) 1. 実績の欄は3月31日までで、カッコ内は3月31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～為替市場のテーマは「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」に～ 《為替市場の現状と展望～21年第1四半期を終えて浮かぶテーマ～》

「需給」が買い要因ではなくなっている

2021年も最初の3か月が終わった。

これまで繰り返し議論してきたように、

2020年はドルを中心として先進国通貨において「金利の無い世界」が常態化する中、

經常黒字や貿易黒字、対外債権といった「需給」が強い影響力を持つ年だった。

これは2020年、ドルの名目実効為替相場(NEER)を最も押し下げたのがユーロや人民元、そして円という世界最大級の經常黒字や貿易黒字を擁する通貨だったことから確認できる事実である。

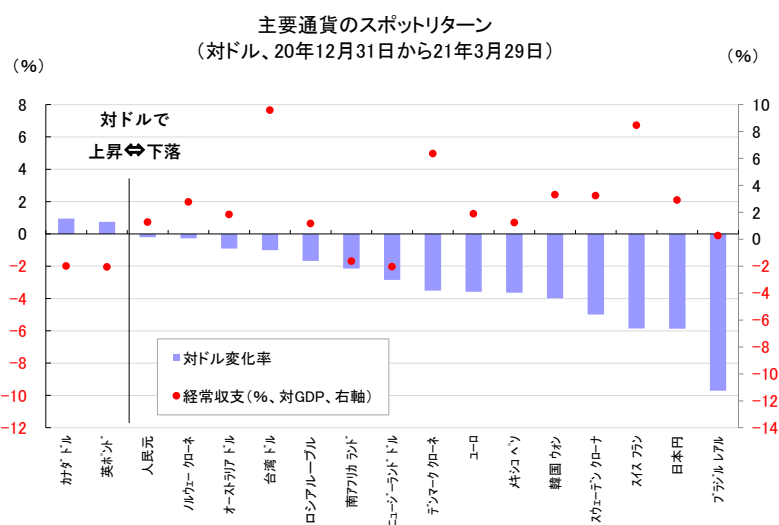
だが、年初3か月の取引を終えて、「需給」というテーマは1

つの区切りを迎えたと言って良さそうだ。図は年初来の対ドル変化率に関して比較したものである。

対ドルで上昇率を確保している通貨はカナダドルと英ポンドのみで、それ以外の通貨は下落している(3月29日時点の実績)。

ユーロ、円、スイスフランといった世界的に大きな經常黒字を誇る通貨がまとまった幅で下落している以上、少なくとも「需給」が買い要因になっていないことは分かる。

当局の恣意性が映じられるため単純比較は難しいが、世界第2の貿易黒字大国である人民元も年初来の動きはフラットなものに押さえられており、昨年のような勢いは感じられない。



る動きであり震源地としての米ドルが買い進められることに違和感はない。「コロナ抑制状況」は端的にはワクチン接種状況である。名目実効為替相場(NEER)ベースで G7 通貨の年初来の推移を見てみると、最強通貨が英ポンド、最弱通貨が円という傾向は明確である。これは G7 における 100 人当たりのワクチン接種回数ランキングにおいて、トップの英国と最下位の日本の立ち位置を映じている面があるのではない。英国は 6 月末までに正常化に向けた 4 段階のロードマップを示している。安定したワクチンの調達・接種があるからこそ、先行きのロードマップを描け、実体経済見通しも改善し、市中金利も上がりやすく、通貨も買われやすいという因果関係があるはずである。日本のワクチン接種回数は比較にならないほど少なく、もはやこの状況が「日本売り」を招いても不思議ではない印象である。

英国に次いで接種回数を重ねている米国もバイデン大統領が 7 月 4 日の独立記念日を目途に日常を取り戻す意思表示をしている。そもそも 米金利が上昇しているのは結局、「ワクチン接種→感染抑制→経済活動正常化→金融政策の正常化」という思考回路によるものであって、ワクチンなかりせば、ドルを押し上げる「金利」というテーマも存在していないだろう。ユーロが冴えないのはワクチン接種を進めつつも、変異種拡大によるロックダウンという呪縛がまだ続いているからと見られ、広大な経済圏を落ち着かせるのに十分なワクチン接種が進んでいないからだと筆者は整理している。

「原油」は重要なテーマだがノイズも多い

では、米ドルと五角のカナダドルをどう理解すべきか。理由は複数考えられるが、まずは「原油」というテーマが重要だろう。3 月下旬にはスエズ運河での大型コンテナ船座礁事故を受けた原油価格の上昇が報じられているが、それがなくとも過去 1 年間、原油価格は基本的に上昇している。こうした動きはシンプルにカナダドルのような資源国通貨の買い材料となる。また、カナダ固有の要因として同国経済と米経済との連動性が指摘されることもあり、米経済の好調自体がカナダドル買いを呼び込みやすいという側面も意識されていそうである。カナダの基礎的経済指標が中銀想定を超えるペースで改善していることから早期利上げ期待も見え隠れしており、この点は他の先進国通貨にはない特徴と言える。

しかし、「原油」という論点は重要だが、それ以外の通貨もそれで全て整理できるわけではない。カナダドル以外ではブラジルリアルやノルウェークローネ、メキシコペソも産油国通貨だが、動きは様々なである。メキシコペソはコロナを抑えきれず下落し、ブラジルリアルも構造改革の不透明感から売られている。世界 3 位の産油国であるロシアルーブルも下落している。これはバイデン米大統領が ABC テレビのインタビューで、ロシアのプーチン大統領について「人殺しだ」と述べ、ロシアが同国の駐米大使召還を決めたことが報じられて以降の動きである。「原油」というテーマが脇に置かれ、米ロ関係の悪化がロシアルーブル売りの背景になっているという特殊性を考慮したい。なお、メキシコペソはコロナ抑制が上手くいっていないということもさることながら、隣国である米国の金利上昇がメキシコからの資金流出懸念を高めているという声もある。この点、米国に隣接するという条件がカナダとは真逆の作用をもたらしていると言える。

このように「原油」は現状を読み解く上で重要なパーツではあるが、対象通貨に関してはそれ以外に考慮しなければならないノイズが多い。また、他ならぬ米国自体が世界最大の産油国でもあるため、対ドル変化率を基軸に物事を考える為替市場では「原油」という論点だけで綺麗に動きを整理するのが難しい。

円やユーロは当面苦しい情勢

いずれにせよ、冒頭述べたように、現状の為替市場で「需給」がテーマになっていないのは確かだろう。かかる状況下、円が評価されることはまずない。円の強みは何を置いても 29 年連続で「世界最大の対外純資産国」という盤石の対外経済部門であり、世界最悪の政府債務状況でも円が安全資産と呼ばれ続けてきたのはその理由に尽きる。「金利」に関しては、3 月の日銀金融政策決定会合を経てイールドカーブコントロール (YCC) の変動幅が拡大されており、それ自体は円金利の上昇材料と見なせなくはない。しかし、そもそも日米の金利水準が違い過ぎるので対ドルで円買いを進める理由にはなりようがない。また、繰り返しになるが、「コロナ抑制状況」というテーマに関してもワクチン接種回数という最重要事項で日本の劣後は鮮明であり、それ自体が日本経済および円への信頼を損ねるに十分な材料とも言える。

もちろん、「需給」が評価されなければ、同じくマイナス金利が常態化しているユーロも評価されることは難しい。「金利」に関して言えば、後述するように、域内の与信環境に不安を抱えている以上、米金利に連れた域内金利の上昇を ECB が容認することは当然ありそうにない。しかし、「コロナ抑制状況」という点に関し、ユーロ圏はワクチン接種が日本に比べれば相当進んでおり、その点で円よりは救いがある。ユーロや円が対ドルで勝つのは難しい情勢だが、ユーロが円に負けるような理由も見当たらず、日米欧三極に関しては「ドル>ユーロ>円」の強弱関係を想定しておくのが妥当に思える。

もっとも、年初 3 か月の米金利上昇は異常であり、米経済を傷つけずにこのペースの金利上昇が続くことはないだろう。後述するように、インフレ指標を筆頭に計数の改善が見込みやすい 4~6 月期は金利とドルの相互連関的な上昇が続くだろうが、7~9 月期以降はペースダウンし、ある程度は円安・ユーロ安の動きが鈍ってくると予想する。ただ、そうであったとしても「対米金利差が大きい」という事実は基本的に残るのだろう。ドル高のペースに関し「上半期は速く、下半期は遅い」くらいの理解にとどめ、相場の流れが反転するようなことは当分ないと割り切っておくのが無難と考えたい

《日銀金融政策の現状と展望～盤石の円高対策？～》

政策点検、3 つの見所

3 月 18~19 日に開催された日銀金融政策決定会合では、昨年 12 月会合で予告された現行緩和策の点検結果が公表された。主な決定事項は 3 点あり、①貸出促進付利制度を設けたこと、②ゼロ%程度としていた 10 年金利の誘導目標について「±0.25%」と明記したこと、③ETF と REIT の原則買い入れ枠（それぞれ約 6 兆円と約 900 億円）を撤廃し、上限（それぞれ約 12 兆円と約 1800 億円）だけとしたことである。細かな仕様に新鮮味はあるが、決定された内容は概ね事前想定範囲に収まるものだった。

事前には③の注目度が高かった。コロナショックの最悪期が過ぎたと考えられる中、中央銀行として踏み込み過ぎと言われていた ETF 購入がようやく減額方向に修正されたことは当然だろう。危機がこれほどの状況に及んでも株式購入に手を出している中央銀行は日銀くらいである。今後は 36 兆円にも上ってしまった既存残高の処理を検討する段階に入るが、これはポスト黒田体制の課題になるだろう。

次に、①や②は目先ではイールドカーブのステイプ化、今後という意味では円高への備え確保といったところが主目的であろう。まず②によってステイプ化の余地が確保されることになる。短期金利を▲0.1%、10 年金利を 0%程度にとどめおくイールドカーブ・コントロール (YCC) の大枠は不変だが、長期金利の変動幅は従来の暗黙の了解（声明文に明記無し）であった「±0.20%」から「±0.25%」に拡大され、それ自体が声明文に明記されるようになった。金利変動の確保は金融機関にとって取引機会の

増加であり、収益貢献に繋がり得る動きである。当然、こうした変更によって金利上昇への懸念を抱く向きもあろうが、制御不能な金利上昇に備え、特定年限の国債に対して固定金利の無制限で買い入れ措置を連続して実施する「連続指し値オペ制度」の導入も併せて決定されている。もっとも、現状から察するに、実際にこの制度が活用される場面は早々訪れそうにない。

為替見通しという意味では①が最も関わり合いが深いかもしれない。日本に限らず、欧州でもマイナス金利深掘りは金融機関収益にダメージを与える一手であり、現実的な選択肢ではないというのがコンセンサスだ。この点、ECBでは1月下旬に、そのような市場期待を快く思っていないという胸中が匿名発言と共に報じられ話題になった。日銀も貸出促進付利制度を作ること「深掘りできないわけではない」という主張を示した格好である。同制度の利用残高に応じて金融機関が当座預金の付利に上乗せを検討するという仕組みであり、例えば、マイナス金利を▲0.20%に引き下げた場合、最大+20bpsの上乗せが行われる。こうしたインセンティブ付与によって政策金利の（下方への）拡張可能性を示したつもりであろう。実際、これに似た仕組みは貸出実績に応じてマイナス金利の減免幅が変動する ECB のターゲット型長期流動性供給（TLTRO）でも採用されており、やはり両行が似たような道程にあることを感じさせる。マイナス金利深掘りで与信環境が改善するとは思えないが、直情的な為替市場に対しては一定の効果が見込めるのは確かだろう。同制度の導入は有事の円高への備えを確保したといったところだろうか。

枠組みの延命措置

以上、①～③は YCC を主軸とする黒田体制での緩和枠組みにとって延命措置と言えるものであり、手「点検」と「検証」という呼び名の違いこそあるものの、2016 年 9 月の総括的検証の続編、さしずめ「総括的検証 2.0」といったところだろう。黒田総裁の任期中（2023 年 4 月まで）にもう点検は予想されず、ここから先の有事にはマイナス金利深掘りをちらつかせながら、10 年金利の▲0.25%までの低下を促そうとするのだろう（厳密には「程度」なので▲0.30%までは考えられる）。しかし、今回の点検では「金利低下に対する消費者態度指数（消費者マインド）の反応について推計が行われ、消費者マインドは「借入金利の低下にはポジティブに反応する一方、超長期金利低下にはネガティブに反応する傾向がある」と結論付けられている。真っ当に考えれば 10 年金利の押し下げを促せば、さらに長い期間（超長期）の金利は下がるだろうから、その点を強調する政策運営は恐らく理屈がつけにくいのではないかな。なお、基本的に今回の点検は円金利の上昇を促すものであって、この点で円買いを招く材料と言えなくもないが、そもそも日米金利の水準が違い過ぎることを思えば、日米金利差が顕著に変わることにはならないだろう。ゆえにドル/円相場への含意もさして大きいものにはならないと考えたいところである。

《米金融政策の現状と展望～現状維持に潜む強気～》

穏当に収まった FOMC

3 月 16～17 日に開催された FOMC は現状維持を決定した。今回、大きな注目点は 2 つあった。1 つは政策メンバーによる金利見通し（ドットチャート）の仕上がり、もう 1 つはパウエル FRB 議長会見における金利への評価である。前者に関しては「2023 年末までゼロ金利維持」との大勢が維持されており、この点で金融市場への大きな影響を抑制された印象である。後者については無秩序（disorderly）な金利変動が政策目標の達成を阻害することを認めつつ、現行の資産購入ペースを継続することが適切であるという基本姿勢を示している。「金利上昇を達観しつつ現行政策を変えるつもりはない」というメッセー

ジは金融市場に方向感を掴ませない賢明なものであり、当面はこれで押し通すだろう。

23 年末以前の利上げ派は増加

ドットチャートを詳しく見ると、2021 年末については 18 名全員が現状維持、2022 年末については 14 名が現状維持、4 名が利上げ、2023 年末については 11 名が現状維持、7 名が利上げとなっている。中央値が動くほどの変化ではなかったのが材料視されていないが、2023 年末以前の利上げを予想するメンバーが増えていることはやはり気がかり。たとえ片鱗であってこうした正常化意

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2021	2022	2023	Longer run
Mar-19	2.625%	n.a.	n.a.	2.750%
Jun-19	2.375%	n.a.	n.a.	2.500%
Sep-19	2.125%	2.375%	n.a.	2.500%
Dec-19	1.875%	2.125%	n.a.	2.500%
Jun-20	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Sep-20	0.125%	0.125%	0.125%	2.500%
Dec-20	0.125%	0.125%	0.125%	2.500%
Mar-21	0.125%	0.125%	0.125%	2.500%

(資料)FRB

欲が見え隠れすること自体、2%超えを容認するアベレージターゲットや 12 月に強化されたフォワードガイダンス(「さらに顕著に前進(substantial further progress)」するまで資産買入のペースを継続)に照らして整合性が取れないように思える。実際、今回の記者会見ではフォワードガイダンスとの関連を質す記者が現れている。これに対してパウエル議長はあくまでドットチャートはメンバーの予想分布を示したものに過ぎず、今後想定される不透明性まで完全に織り込んでいるわけではないとの見解を示している。この見解に違和感はないものの、金融市場としては FRB から発信される政策金利予想を無視するわけにはいかないのだから、率直に「分かりにくい」という思いは抱かれる。

なお、「ドットチャートはメンバーの平均的な予想を示しただけで政策運営を約束するものではない」という説明は過去に何度か登場しており、そのたびに「だとすれば何の意味があるのか」という批判的な論調が浮上している。後述するように、今回は経済見通し(SEP)が大幅に改善していることもあってドットチャートのタカ派傾斜は一段と勘繰られやすい状況にもあった。幸い、まだ中央値が動くほどの上方修正ではなかったのが FRB の意図しない方向(端的には金利急騰と株急落方向)に市場変動が起きてしまうということではなかったが、今後、テーパリングや利上げが現実味を帯び始めると政策決定、ドットチャート、SEP、議長会見の整合性が問われる場面が増えてくるのではないかと懸念はある。ドットチャート自体、昨夏時点の金融政策戦略見直しの結論の中で処理されるべきだったのかもしれない。

2022 年以降はデュアルマンデート達成

SEP については 2021 年が大幅上方修正となる一方、2022~2023 年は概ね横ばいという他の国際機関見通しなどから類推できるイメージに着地している。実質 GDP 成長率見通しは 2021 年に関し+4.4%から+6.5%へ大きく上方修正されているが、2022 年は+3.2%から+3.3%へ、2023 年は+2.4%から+2.3%へと軽微な変更にとどまっている。表はヘッドラインになる中央値ではなくメンバーの予想レンジを見たものだが、2021 年の成長率見通しの下限が+0.5%から+5.0%に切り上がるなど、現状認識が様変わりしていることが分かる。その背景は言うまでもなくワクチン接種回数の積み重ねとこれに伴う感染状況の改善だろう。今の日本経済に最も欠けているものである。

当然、物価見通しも成長率と整合的に上方修正されており、個人消費支出(PCE)デフレーターに関し、2021 年が+1.8%から+2.4%へ大きく上方修正される一方、2022 年は+2.0%から+2.1%へ、2023 年

が+1.9%から+2.0%へとやはり殆ど変わっていない。しかし、この上方修正によって予測期間を通じて PCE デフレーター（コアも同様）の予測中央値が+2%を超えるという絵図が完成したことになる。また、2022 年以降、失業率は自然失業率と見なされる長期失業率（4.0%）を実現することになっているので、2022 年以降の FRB は「デュアルマંデートを達成した状態で緩和をどれだけ継続

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2021年3月時点

	2021	2022	2023	長期見通し
実質GDP成長率 (12月時点)	5.0～7.3 (0.5～5.5)	2.5～4.4 (2.5～4.0)	1.7～2.6 (2.0～2.5)	1.6～2.2 (1.6～2.2)
失業率 (12月時点)	4.0～5.5 (4.0～6.8)	3.2～4.2 (3.5～5.8)	3.0～4.0 (3.3～5.0)	3.5～4.5 (3.5～4.5)
PCEインフレ率 (12月時点)	2.1～2.6 (1.2～2.3)	1.8～2.3 (1.5～2.2)	1.9～2.3 (1.7～2.2)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (12月時点)	1.9～2.5 (1.5～2.3)	1.8～2.3 (1.6～2.2)	1.9～2.3 (1.7～2.2)	

(資料)FRB

するのか」という局面に入ることになる。FRB の「次の一手」を読むという意味ではこの点が最重要と考えられるが、それでも現状維持を貫くことがアベレージターゲットと整合的な運営だろう。会見でもパウエル議長はテーパリング実施の際には事前に十分なコミュニケーションを取る重要性を強調しており、それ自体が QE3 の経験から得られた教訓だと述べている。

為替見通しへの影響、2022 年以降もドル高？

為替見通しを策定する上では、現状の FRB の情報発信（23 年末まで現状維持）を大前提とするのが基本としても、米国の雇用情勢、とりわけ賃金情勢が著しく改善してくるようなことがあれば、やはり引き締め方向の調整に関心を示してくる可能性には備えておきたい。会見において雇用改善とインフレ高進の関係（つまりフィリップス曲線の理論的な形状）についてパウエル議長は否定していたが、今回は未曾有の悪化と改善を繰り返す局面であり、賃金が非線形に（少なくとも統計上は）上昇するような展開も完全に否定はできない。もしそうなれば、政策運営にも影響を与えかねない。後述するように、今年 4～6 月期はとりわけ前年比の揺り戻しからインフレ高進への誤解が生じやすい局面に入る。

もちろん、そうした可能性はまだリスクシナリオの範囲内だが、今後のパウエル議長を筆頭とする FRB からの情報発信を踏まえつつ、メインシナリオに置き換わってくる展開も念頭に置かねばならない。そうすると 2022 年以降も円安・ドル高という方向感が現実味を帯びてくることになる。真っ当に考えれば、2022 年は米金利の動きが小康状態に入り、ドル安方向への揺り戻しが起きると筆者は考えているが、そうならない可能性も出てきているように感じられる。表向きは現状維持だが、強気は各所に潜み始めており、それが今後 1 年の見通し策定上、非常に重要な要素となりそうである。

《対照的な日米のコロナ対応状況～「希望の米国」 vs. 「不安の日本」～》

希望を持たせるバイデン大統領

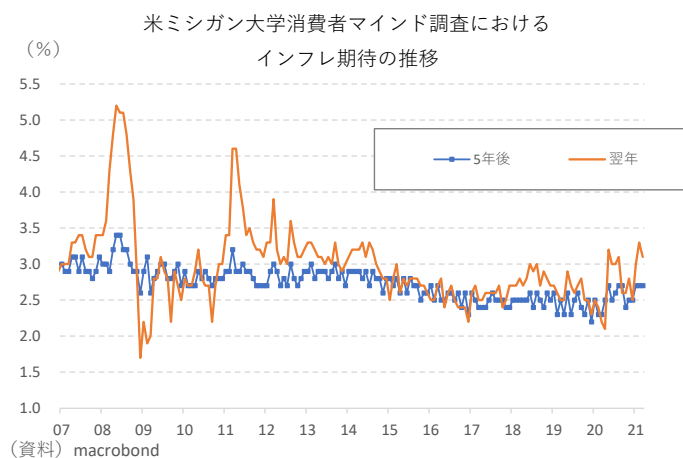
3 月の金融市場は乱高下を挟みつつ米株、米金利、ドルが揃って上昇するトリプル高が基本的には続いた。追加経済対策の存在は元より、やはりワクチン接種に伴う正常化期待がけん引している部分は根強いように見受けられる。特に 3 月 11 日にバイデン米大統領が国民向けに行った演説は米国民の期待を煽るものとして注目する向きが多い。バイデン大統領は「5 月 1 日までに成人の希望者全員にワクチンを接種できる体制を整える」と表明、7 月 4 日の独立記念日には「家族や友人と祝える可能性はある」と正常化の道筋について具体的な日付を提示している。もちろん、行動制限の解除と共に予期せぬ障害が浮上してくる可能性はあるし、変異種拡大の可能性にも鑑みれば、7 月 4 日の正常化は野心的なのかもしれな

い。だが、現状を踏まえれば「希望を持たせる」のは政治家の大きな責務の1つであるに違いない。

先行きへの期待感が高まる中、3月の米10年金利は1.60%台という高水準で定着しているものの、株価が大崩れするような状況には至っていない。この理由は1つではないだろうが、インフレ期待も相応に伸びているという事実は見逃せない。名目金利の上昇ペースが早いのであまり注目されていないが、年初には2.0%付近で推移していた10年物ブレイク・イーブン・インフレ率（10年物BEI）は2月に約2.2%、3月に入ってから約2.3%と水準を少しずつ切り上げている。これにより実質金利の上昇ペースが抑制され、株価への負荷が軽減されているという解釈はできなくはない。

調査ベースのインフレ期待も浮上

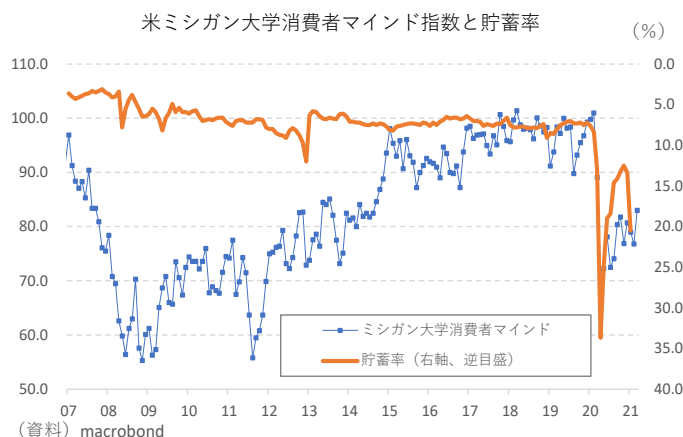
ちなみにインフレ期待の浮揚はBEIのような市場ベースの計数に限らず、調査ベースの計数にも見られつつある。12日に発表された米3月ミシガン大学消費者マインド調査に目をやると、5年後のインフレ期待が2.5%程度で安定する一方、翌年のインフレ期待ははっきりと上振れ、3.0%を突破している（図）。もっともリーマンショックや欧州債務危機を跨いだ2008～11年も翌年のインフレ期待は跳ねていたので、「悲観の極み」からの脱却を見越す局面では調査ベースのイン



フレ期待は先走りやすいという話なのかもしれない。いずれにせよ、現状に関して言えば、米国の経済・金融情勢にまつわる先行き期待感が強まっているのは間違いなく、これが株高・金利高・ドル高という市場反応に現れていると言える。その中で冒頭の大統領演説は象徴的なものに過ぎないが、その言動の裏側には円滑なワクチン供給並びに接種を巡る準備があり、それが今のところは金融市場ひいては国民の信頼を得るに至っているということなのだろう。曖昧な空気のまま、恐怖扇動と共に行動規制をちらつかせるのではなく、今が厳しくても期待や希望の抱けるロードマップが提示されているからこそ、インフレ期待の上昇が実現しているという考え方は十分できるだろう。

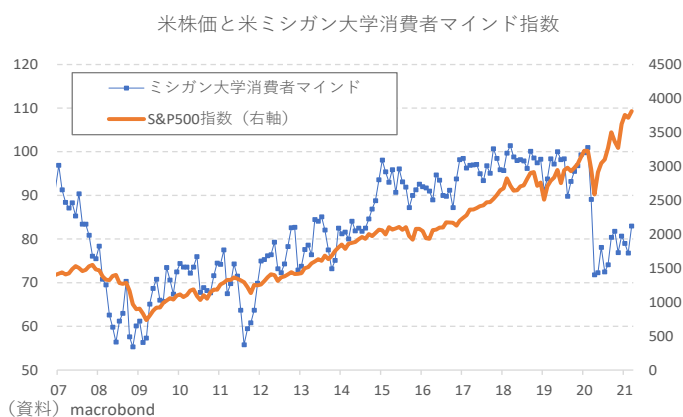
「期待」は「マグマ」に変わるのか？

もちろん、高まる「期待」が堅調な消費・投資という「現実」に繋がってくるかどうかはまだ見通せない部分もある。その筆頭が雇用・賃金環境だ。米家計部門の貯蓄率（貯蓄÷可処分所得）はコロナショック以前、2019年までの10年間で7.3%だったが、直近1月分は20.5%、2020年平均では16.4%と歴史的な高水準で高止まりしている（図）。もちろん、給付金や手厚い失業手当などが寄与しており、消



費者心理の委縮以上に貯蓄が上乗せされて見えている可能性はある。過去の本欄でも議論したように、こうした貯蓄が将来への「マグマ」なのか、それとも長期低迷をもたらす「重荷」なのかは現時点で確たることを言うべきではない。ただ、米国のインフレ期待の動向を見る限り、日本やユーロ圏が陥ったような慢性的な民間部門の貯蓄過剰状態、その結果としての低金利・低物価といういわゆる日本化現象を回避できる方向に歩

んでいるように見える。端的に言えば、「マグマ」説の方に賭けてみたくなる気持ちは分かる。株価に比べて精彩を欠いていた消費者マインドの動きはここにきてようやく上を向き始めたようにも見受けられ（図）、先進国の中でもとりわけ資産効果が強いという特性が今後顕現化してくることを期待したい。



消費・投資意欲が嫌うのは不透明感

日本でも 3 月 21 日に一都三県に対して発出されている緊急事態宣言の解除が決定されたが、米国とは対照的に民間部門の貯蓄が「マグマ」として爆発するような雰囲気は感じない。多くの経済主体は為政者に対し希望や期待よりも「この先も何をされるか分からない」という強い不透明感を抱えているのではないかと。実際のところ、解除を見送って再延長を決断した 7 日時点よりも感染者数は増勢傾向にあったが、今回は解除されとの思惑

が浮上している。こうした分かりにくい状況になっているのは、ひとえに新型コロナウイルスに対する立ち回りが「政争の具」と化しているからであろう。欧米対比で感染者数が圧倒的に軽微だった日本の成長率は 2021 年に関してイタリアに次いで 2 番目に低く、2022 年に関しては最低である（図）。

消費や投資の意思決定をする際、最も大きな障害になるのは不透明感だ。ワクチンの調達や接種回数、結果としての感染者数の増減が目安に置かれれば、まだ読みやすい。バイデン大統領が期待や希望を語るのはワクチンの調達と接種が順当に進んでいるからこそである。その点が上手くいっていない日本で大仰なことを言えないのは理解できる。しかし、だからといって理解が難しい基準が乱発されていることに違和感を覚える。3 月 7 日の延長決定に合わせて東京都は突然 1 週間平均で「新規感染者数が 1 日 140 名」という基準を示したが、分母（検査数）との関連も示されず出てきた「1 日 140 名」では難易度が高いのか低いのか良く分からない。その前にも東京都は 1 週間平均で見て「新規感染者数を前週比 7 割」を宣言解除の基準だと示している。新規感染者数という絶対値が収束しつつある過程で同率の減少し続けるはずがない。これについて言えば、土台無理な目標設定をしていたと言える。「それっぽい基準」を掲げるくらいならば、世論調査が望むので宣言を発出したという方がまだ分かりやすい。本来、医療キャパシティを緩和ないし確保するための緊急事態という話だったと記憶するが、その点に関して数字目

21～22年にかけてのG7の成長率軌道（前年比％）

	2021年	2022年
米国	5.1	2.5
ユーロ圏	4.2	3.6
ドイツ	3.5	3.1
フランス	5.5	4.1
イタリア	3.0	3.6
日本	3.1	2.4
カナダ	3.6	4.1
英国	4.5	5.0

（資料）IMF、「World Economic Outlook」（21年1月改定版）

標や進捗が殆ど示されないことも腑に落ちない。3月21日の解除にあたってようやく、その論点が理由に持ち出されていた。菅首相は解除に際し「病床使用率など目安とした基準を安定して満たしており解除の判断をした」と述べている。これが真つ当な物言いであろう。

また、3月7日から2週間の宣言延長が決定される際には一都三県の知事と政府の間で誰がどのタイミングで宣言延長の要請をするかという点でひと悶着あったことが報じられた。具体的な手段や数字をもって期待や希望を示すよりも、政治が優先されやすいという日本の状況が浮き彫りになった一コマだったように思う。今後も「世論が望めばそうする」という運営が続いてしまうのだろうか。過去1年、メディアや地方自治体の首長が不安を強調した甲斐もあってか、人心も規制を望んでいるかのような機運が強い。毎日新聞と社会調査研究センターが3月13日に実施した世論調査では一都三県の緊急事態宣言について「3月21日以降も延長すべき」との回答が57%に上り、回答者を一都三県に絞っても52%に及ぶという。過去12か月のうち3分の1が緊急事態期間なので、もう慣れてしまったのかもしれない。

肝心要のワクチン調達と接種の進捗がG7でも圧倒的に劣後している状況が日本の成長率を下押しするという状況は当然変わりそうにないが(P.3 図表)、それに加えて根拠薄弱な行動規制が慢性的に繰り返されることで民間部門の経済活動がリスク回避的なものとして定着してきそうという事実も成長率の下押し要因として看過できないものがあるように思える。

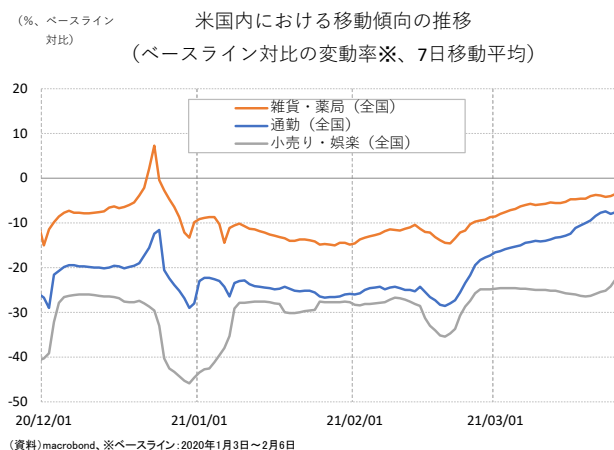
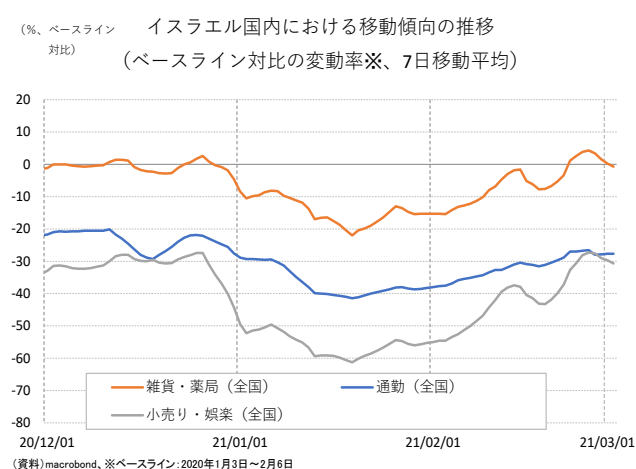
《メインシナリオへのリスク点検～アップサイドとダウンサイドの所在はどこに～》

ダウンサイドリスクはワクチン無効化

3月末、ドル/円相場は110円付近まで値を上げている。ワクチン効果を背景とする経済活動の正常化、これに伴う市中金利やドルの上昇という展開は昨年11月以降の本欄で概ね議論した通りのものである。もちろん、米金利や株価に関して上昇ペースに誤算もあるが、パス自体に意外感はない。シナリオが順調に進行しているからこそ、予測期間中のリスクは点検しておきたいところである。足許から1年を見通した場合、最大のリスクは当然、新型コロナウイルスの挙動に尽きる。結局、為替市場に限らず金融市場の帰趨はワクチン接種の進捗（正確にはそれによる感染終息状況）に依存している。ということは、ウイルスの強毒化やそれに伴うワクチンの無効化などが最大最悪のリスクであることは論を待たない。そのような展開が現実になった場合、景気見通しの反転が米金利低下とドル安という巻き戻しをもたらすことは必至であろう。国内外の中央銀行や国際機関の予測はあくまでもワクチン接種に伴う集団免疫の獲得を今後1年の大前提として視野に入れており、ワクチンなかりせば、待ち受けるシナリオは暗澹たるものにならざるを得ない。こうした「ワクチン無効化」は唯一にして最大のダウンサイドリスクと言って良い。今のところ、世界ではイスラエル、先進国では英国や米国など、ワクチン接種が進んでいる国では明らかに感染状況が落ち着き始めている。経済分析をする立場からはその状況の継続を信じるしかない。

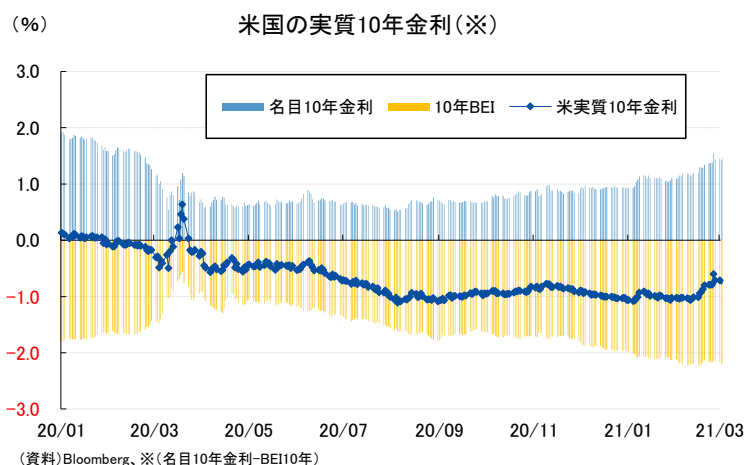
ちなみに、3月27日時点で人口100人当たりの接種回数が114.70回と世界トップのイスラエルでは実体経済に正常化の兆しも見られ始めている。グーグルの「COVID-19 コミュニティ・モビリティ・レポート」は同国の経済活動はワクチン効果が顕現化し始めた1月半ばからベースライン（2020年1月3日～2月6日）にむかう動きが続いており、3月26日時点では一部の業態で既にベースラインを超え、日常を取り戻しつつあることが分かる（次頁図、左）。米国も類似の状況であり（次頁図、右）、過去3か月間における米金利やドルの状況は根拠がないものではない。「ワクチンの効果はてき面ゆえ、経済正常化を前提にトレードを進めるべき」というのが2021年の常識であり、それを根元からひっくり返される

ような展開を最大のダウンサイドリスクとして警戒すべきである。



アップサイドリスクとしての「実質金利ゼロ」

一方、ワクチンへの期待が過大になるとで逆にアップサイドリスクが拡大するという考え方もある。それは端的には米金利の行き過ぎた上昇という格好で現れるだろう。3月、米10年金利は遂に1.70%を突破した。これに伴って実質金利も上昇傾向にあり、株を筆頭に資産価格への影響が懸念される状況と言える。2021年の米10年金利の上限は1.50～1.60%と言われていた。しかし、数々の節目を乗り越えて上がってきた結果、目先の目途を失った状態にある。



昨年来、資産価格への影響は米実質10年金利の視点から議論されることが多かったことを踏まえれば、実質金利の具体的な水準をどこに定めるかが次の焦点になる可能性はある。本稿執筆時点で10年物ブレイク・オープン・インフレ率(10年物BEI)を用いた米国の実質金利は▲0.60%を断続的に割り込み、年初来高値圏で推移している。ちなみにコロナショック直前の2020年1月、実質金利はちょうどゼロ近傍にあった。10年物BEIを横ばいとする、名目10年金利があと約60bps上昇するとコロナ以前の状況に回帰することになる。それは2.2～2.3%に相当する。米国の潜在成長率(名目で4%弱、実質で2%弱)に照らせば「妥当な水準」とは言えるが、「景気の山」から未だ900万人以上が雇用を喪失しているのに「妥当な水準」の名目金利が今、必要なのかという議論は当然ある。FRBは2022年中の完全雇用到達を予想しているが、実質金利がコロナショック以前の水準に回帰する条件の下、そのような実体経済の急回復が起きるのかやや疑問が残る。筆者は「実質金利ゼロ」は2021年の米経済にとってはオーバーシュート、一種のアップサイドリスクだと考える。

4～6月期のインフレ高進を警戒

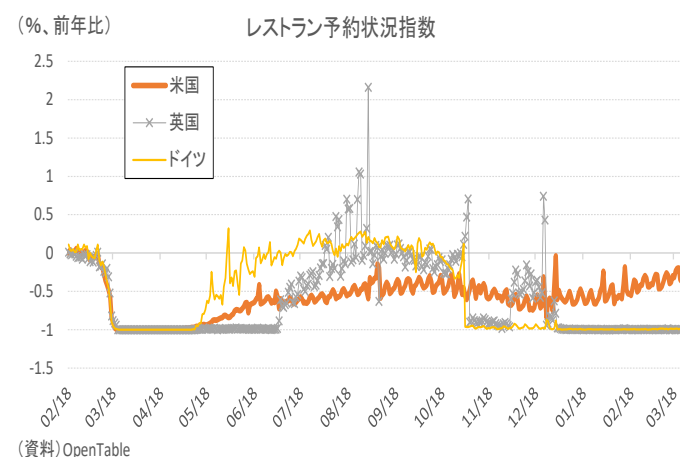
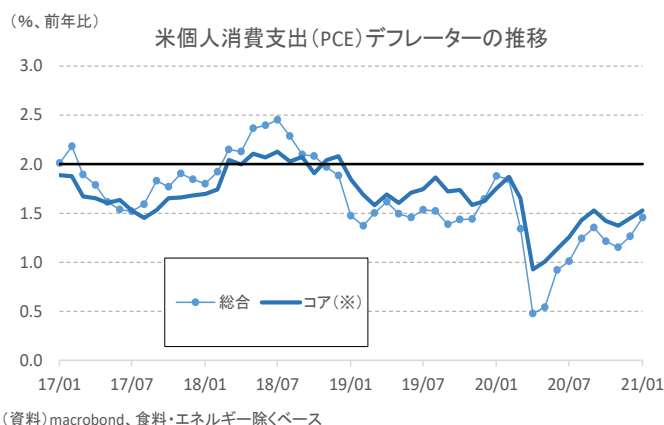
実際のところ、アップサイドリスクへの懸念は小さくない。4～6月期に名目金利が続伸し、「実質金利

ゼロ」を目指す可能性は相応に高い。というのも、コロナショックを受けて原油先物価格がマイナスに転じるという異例の事態に直面したのが昨年 2 月であり、そこから物価状況は大きく停滞した経緯がある。だが、昨年 4 月をボトムとして原油価格は足許までに騰勢を強めている。自ずと今年 4～6 月期以降はヘッドラインのインフレ率が跳ねやすい時期に入るだろうし、BEI の騰勢はそれを織り込んでいる部分もあろう。もちろん、それはテクニカルな上昇に過ぎないわけだが、FRB は年内にインフレ率（個人消費支出デフレーター）が 2% に到達し、そのまま 2023 年末まで安定推移することを見込んでいる。4～6 月期および 7～9 月期は 2% を超えるインフレ率が常態化する中、昨年 9 月にスタートしたばかりの新たな金融政策戦略「アベリッジャーゲット」が持て囃され、名目金利も連れて上昇するという展開は十分考えられる。温暖な気候が続く間は感染者数が増えにくく、また増えても重症化しにくいという感染症に対する一般的な理解が成立するならば、尚のこと、そのような展開の確度は高まる。

もちろん、4～6 月期以降、インフレ率だけではなく、様々な経済指標が前年比で改善するだろう。しかし、小売売上高など物価以外の主要指標は前月比で現状把握されているのでインフレ率ほど相場をけん引する力はないと思われる。敢えて言えば、雇用統計は物価統計と同様に相場の流れを加速させる可能性がある。というのも、経済活動の正常化と共にレイオフされていた就業者が職場復帰してくることが予想される。それは特に宿泊や外食といった業種で顕著に現れるはずだ。既に米国における外

食状況ははっきりと改善の兆しが見られており（図）、ラグを伴って雇用統計の改善に繋がってくることが予想される。そもそもバイデン米大統領が 7 月 4 日に日常生活の復活見通しを口にして以上、雇用・賃金情勢も相応の回復を果たしている必要はあるだろう。邪推だが、大統領がそのように述べている以上、FOMC 声明文も 7 月を目途にアフターコロナを示唆する表現に切り替えてくる可能性がある。

集団免疫の獲得後は徐々に経済活動が復活していく（はず）なので、7～9 月期以降も緩やかな金利上昇と景気回復が併存するという状況は不変だろう。しかし、4～6 月期がとりわけ機運の高まりやすい時期であることは否めないだろう。期待がオーバーシュートする中、米 10 年金利が安定的に 2% を超え、株価も大崩れしないのであれば、ドル/円相場の主戦場は 110～115 円に移る可能性もある。それは本欄のメインシナリオにとって警戒すべきアップサイドリスクである。



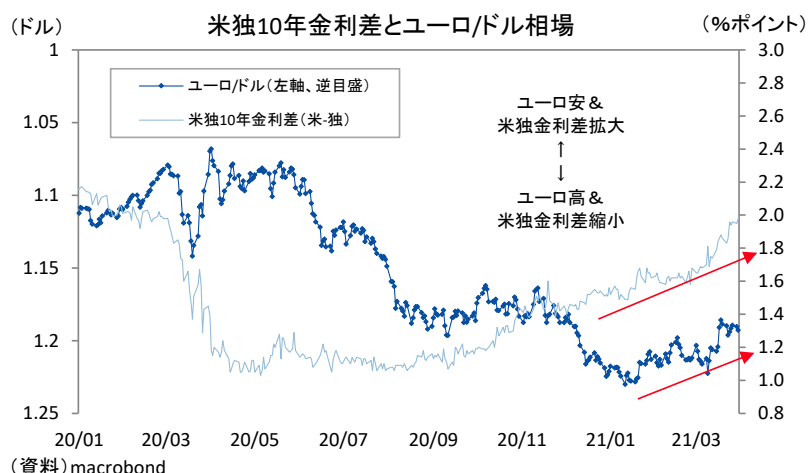
◆ ユーロ相場の見通し～「divergence(相違)」が今後のキーフレーズ～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～「significantly higher pace」の読み方～》

「divergence(相違)」が今後のキーフレーズ

3月のECB政策理事会は現行政策の維持を決定した。しかし、声明文において「the Governing Council expects purchases under the PEPP over the next quarter to be conducted at a significantly higher pace than during the first months of this year」との一文が追加され、事前予想通り、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入ペースを引き上げる方針が示された。もっとも、声明文でPEPPのアクセルを踏むことが明記されたことはやや意外感もあり(筆者は記者会見中の問答で言及すると予想していた)、その甲斐もあって域内金利ははっきりと低下している。与信環境に不安を抱える域内情勢を踏まえれば、FRBのように金利上昇を容認するわけにはいかず、こうした政策運営は理解できる。

なお、上記の文章ばかりが目立っているが、その次のパラグラフ冒頭でも「The Governing Council will purchase flexibly according to market conditions and with a view to preventing a tightening of financing conditions that is inconsistent with countering the downward impact of the pandemic on the projected path of inflation」



と望まぬ金利上昇が金融環境の引き締めにつながることを防ぐために資産購入を柔軟に(flexibly)行う意図が強調されている。ECBから市場に向けて「PEPPの効果を侮るな」という強いメッセージと見受けられる。「the next quarter」からの購入加速が指摘されているものの、本稿執筆時点(3月下旬)から購入ペースは引き上げられており、金利抑制への確かな意思を感じる。FRBが米金利の上昇を半ば容認していることに対して域内金利上昇は抑制されるため、欧米金利差は拡大、結果としてユーロ/ドル相場には下落圧力がかかる構図が強まっている。昨年11月以降崩れている欧米金利差とユーロ/ドル相場がECBとFRBの対照的な政策運営で修復されるのか注目したい(図)。こうした両中銀の「divergence(相違)」は今後のユーロ/ドルを読み解くキーフレーズになろう。

「significantly higher pace」の解釈方法

PEPPのアクセルを踏む最大の理由は意図せぬ資金調達環境の引き締めを防止するためと説明されている。国債利回りが相応の幅を持って継続的に上昇する動きを放置した場合、国債利回りを参照に決定される社債や銀行貸出といった資金調達環境が不意にタイト化してしまう。それは物価安定を損なうことになるので、PEPPで国債利回りを潰したいというのがECBの立場である。この点、従前から浮上しているイールドカーブコントロールの可能性を問う記者も現れたが、ラガルドECB総裁は特定金利に拘泥することなく、「包括的(holistic)」かつ「多面的(multifaceted)」に検討すると繰り返している。総裁自らイールドカーブコントロールを否定しており、この芽は基本的になくなったと考えて良さそうである。実際、ワクチン接種ペースやこれに伴う集団免疫の期待、結果としての行動制限の多寡を含め流

動的な要因が多過ぎる以上、特定金利水準へのペッグを中銀が示すリスクは小さくないだろう。なお、当然ながら記者会見では「**significantly higher pace**」の定義を質す記者が現れているが、特定の金利水準に拘りを持たないと述べている以上、特定金額に拘りが無いのも、また、自明である。なお、声明文では「次の四半期（4～6 月期）以降」とされているものの、既に会合翌週から購入ペースの加速は見られている。会合後 1 か月後を経過したあたりでそのペースを分析してみる必要があるだろう。

とはいえ、ワクチン接種ペースに合わせて集団免疫獲得、そして経済活動の正常化というシナリオを歩むとすれば、「**significantly higher pace**」は声明文で述べられる通りあくまで次の四半期（4～6 月期）限定で済む可能性がある。

「holistic」かつ「multifaced」に評価される資金調達環境

ちなみに今回改定されたスタッフ見通しでも予測期間中の 2%到達は示現していないが（表）、前回（12 月）のスタッフ見通し時点で 2%物価目標に届かないことは分かっ

ECBのスタッフ見通し(2021年3月)

(%)

	2020	2021	2022	2023
消費者物価上昇率(HICP)	0.3	1.5	1.2	1.4
(前回:2020年12月)	0.2	1.0	1.1	1.4
実質GDP	-6.9	4.0	4.1	2.1
(前回:2020年12月)	-7.3	3.9	4.2	2.1

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2021～23年が1.21。

ていた。だとすれば、なぜ 1 月の購入ペースは減速したのかという疑問を呈す記者も現れた。要するに、1 月時点で PEPP のアクセルを踏むという決断もあったではないかという話である。しかし、上述したように、現在の ECB が問題視しているのは実体経済における資金調達環境の悪化である。思考の順序としてはまずメインシナリオとなる経済・物価見通しを踏まえた上で資金調達環境をどの程度サポートする必要があるかを考えることになる。とすれば、今回のようにスタッフ見通しが改訂されたタイミングに合わせ、そのシナリオを叩き台にした上で資金調達環境を評価し、サポートが必要と考えれば「無リスクである政策金利の水準を決める→国債利回りが決まる→社債や銀行貸出の利回りが決まる」と思考を展開していくことになる。こうした一連の流れを視野に入れて政策運営を holistic（包括的）に点検し、複数の指標を考慮する multifaced（多面的）な視点が重要だとラガルド総裁は再三述べている。

つまり、PEPP の運営を考える際にも、まず足許の経済・物価見通しを前提とした上で資金調達環境をチェックし、国債利回りが高過ぎる（低過ぎる）と考えれば PEPP のアクセル（ブレーキ）を踏むという順序で思考を展開するため、ECB スタッフ見通しが改訂される四半期ごとのタイミングで運営を見直すのが適切という話になる。だが、このように言い過ぎると「四半期ごとに運営を見直す」という目線が市場から入るため、PEPP の強みである柔軟性が損なわれる恐れもあるように思える。

PEPP の総枠方式は使い勝手が良い

今回の決定から感じたことは、事前に月間購入額を規定せずに巨大な枠を最初に嵌めてしまい、それを使い果たすかどうかの義務も定めず、状況に応じてアクセルやブレーキを踏むという PEPP のアプローチは市場期待をいなすという意味で使い勝手が良いということだ。例えば PEPP が月間 600 億ユーロと最初から規定されていた場合、これを 1100 億ユーロに引き上げるという修正は大きな決断になってしまう。一旦引き上げた定例購入額を修正するのは体面上、難しいからだ。また、金額を設定するにも「市場

期待に勝てるかどうか」という後から見れば非常に些末な論点に囚われることは必至であり、期待との乖離で金利が上下動しやすいことも目に見えている。「significantly higher pace」という曖昧な表現は定例購入額が決まっていない総枠方式だからこそできた話であり、本来であれば声明文に記載する必要もない。また、その曖昧さがあったからこそ、意見集約ができたという側面もあるだろう。

なお、今回、アクセルを深く踏むことを示唆したものの、途中で何らかの理由で金利が低下してくれば翻意することも可能と考えられる。実際の金利が下がっていれば購入ペースが不変、いや減っていても市場は気にしないだろう。ラガルド体制下で生み出された資産購入プログラムに係る総枠方式は今後の先進国中銀において1つのスタンダードになってもいい使い勝手の良さがあるように思える。

《ドイツ政治の現状と展望～テーマは「移民から環境」へ～》

メルケル首相、率直な謝罪

メルケル首相がイースター（復活祭）休暇に検討していた行動制限措置に関し「自分の過ち」だったと認め、国民に謝罪したことが大きく報じられている。政府が決断した厳格な規制に対し国民がこれを批判し、政府が譲歩するというこれまでにない流れが見られている。ドイツ政府はイースター期間中、国民に対して外出自粛を呼び掛けていたが、規制強化自体が唐突に打ち出されたことで連休前の店舗が逆に混雑することや、企業の生産計画が影響を受けたりすることへの懸念が浮上、「ひとえに私の過ち」としてメルケル首相が規制方針を撤回するという騒動に陥っている。一度決めたことをあっさり撤回するのはメルケル首相らしからぬ挙動だが、それだけ厳格な規制に対して世論の風当たりが強まっているということだろう。「行動規制よりワクチン供給が先」という考え方は今後、どの国でも支配的になるはずである。時短要請を含む行動制限は時間稼ぎであり、本質的な解決策を国民は欲している。何よりもワクチン接種率が優先される世の中になるはずだ。

EUの未来をも占うドイツ州議会選挙

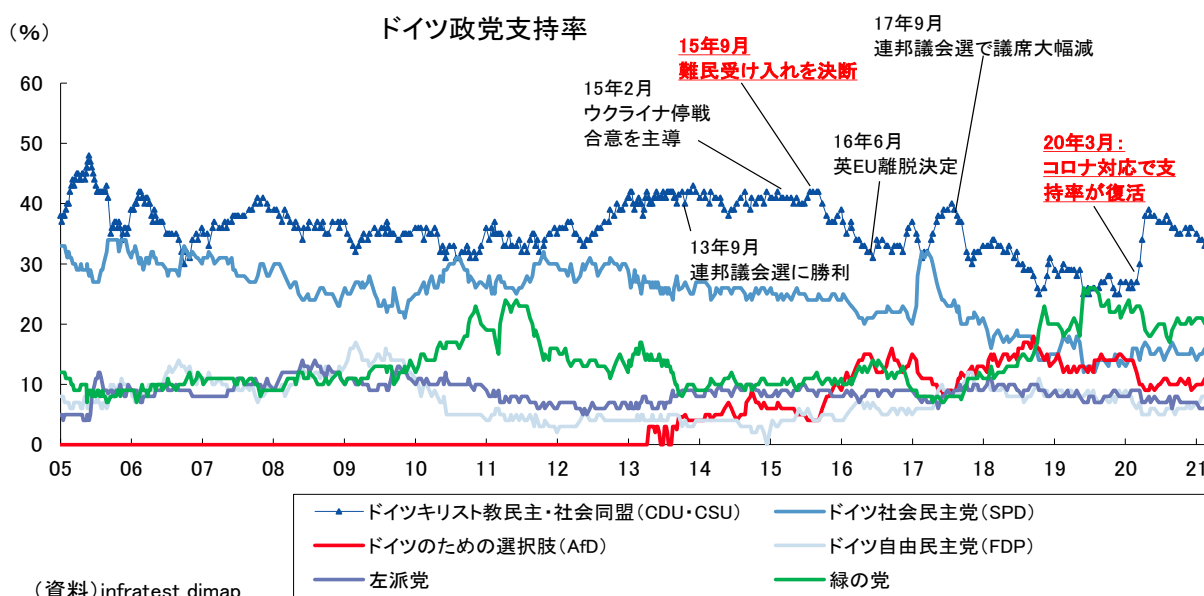
なお、メルケル首相が「ひとえに私の過ち」と述べたのは、9月で引退する自分の責任にとどめて与党へのダメージコントロールを図りたかったという思惑があるのかもしれない。実際、メルケル首相の所属する与党・キリスト教民主同盟（CDU）を取り巻く状況は芳しくない。最新の世論調査（3月19日実施）では1年ぶりに政党支持率が30%を割り込んでいる。

3月14日に実施されたドイツ西部2州の選挙では共にCDUの敗戦が報じられているが、この選挙結果が持つ含意について複数の照会を受けるので、これをまとめておきたい。新型コロナウイルス関連の話題に支配され注目されづらいが、2021年のドイツは今回の2州を含めた計6州で州議会選挙が開催され、9月26日には連邦議会選挙（総選挙）が控えている。同国で2021年が「スーパー選挙年」と呼ばれる所以だ。ドイツの地方選挙への関心は日本で決して高いとは言えないが、メルケル首相を象徴とするドイツ政治（ひいてはEU政治）が今年節目を迎え、新時代に突入することは断続的に関連報道も見られているので目にした向きも多いだろう。先進国最長の宰相であるメルケル首相は今年の引退を明言しており、ドイツはもちろん、EUの先行きを決定づけるほど大きなイベントであるとして注目に値する。

過去を振り返ってみると、ドイツの州議会選挙はその後の大きな政局に繋がることが多い。2018年10月、メルケル首相がCDU党首の辞任（首相は続投）および2021年9月の政界引退を決断したのは同月に実施された2つの州議会選挙で歴史的な大敗を喫し、党人事の刷新が不可欠と判断したためであった。

もちろん、2015 年 9 月に意思決定した難民無制限受け入れや 2017 年 9 月の総選挙惨敗（第 1 党を維持も議席は大幅減、極右政党・ドイツのための選択肢（AfD）は躍進）に対する引責も含まれているが、直接的には州議会選挙が引き金になった。その後、メルケル首相から CDU 党首の座を継いだクランプカレンバウアー氏も 2020 年 2 月、1 年余りの在任で辞任表明しているが、これも直接的には東部チューリンゲン州での政権樹立を巡る混乱を收拾できなかったことが直接的な原因とされる（それ以前に同氏は失言も多く、資質を疑問視する声があったが）。

州議会選挙は 9 月総選挙の予行演習であり、ポストメルケルのドイツおよび EU を誰が、どのような形で率いるのかという話にまで発展し得るイベントと理解すべきである。実に 2005 年から続いた 16 年間のメルケル時代が終わろうとしている中、ドイツ政治がどのように変わるかは、欧州そして世界の政治・経済・金融などあらゆるテーマにとって相応に大きな問題である。



勝利は緑の党と SPD へ

既報の通りではあるが、3 月 14 日のバーデン＝ヴュルテンベルク州とラインラント＝プファルツ州で実施された議会選挙は、メルケル首相の所属する与党・キリスト教民主同盟（CDU、中道右派）が敗れ、ともに史上最低の支持率に散るという結果になった。具体的に見てみよう。まず、バーデン＝ヴュルテンベルク州を制したのは近年、環境政党として支持率を伸ばす同盟 90/緑の党（以下単に緑の党）であり、CDU の得票率は約 24%と前回（2016 年）選挙から▲3 ポイントほど低下し、敗れている。同州のクレッチマン州首相は緑の党の党首である。一方、ラインラント＝プファルツ州では連立与党の一角である社会民主党（SPD、中道左派）が制し、CDU は約 28%とやはり前回選挙から約▲4 ポイントほど支持を落としている。なお、ラインラント＝プファルツ州首相は SPD のドライヤー氏であり、両州共に現職が強さを見せたことになる。

こうした結果を受けてバーデン＝ヴュルテンベルク州議会は①緑の党+CDU、②緑の党+SPD+自由民主党（FDP）のいずれかを模索することになる（本稿執筆時点で確報はなし）。①ならば現状維持、②ならば緑の党と CDU の溝の深さを示す証左となり、9 月総選挙後の連立政権の姿を考える上で大きなヒントになる。なお、②になった場合、ドイツの左傾化がはっきりと進んでいることも示すと言えそうだ。片

や、ラインラント＝プファルツ州での過半数確保は、現状通り、SPD+緑の党+FDP で実現される見通しである。国政における組み合わせ (CDU+SPD) は州議会選挙においては第一の選択肢とはなっていない。SPD は CDU と連立して埋没することを嫌気しているためである。

問われるラシェット CDU 党首の求心力

こうした結果は今年 1 月の党大会で CDU の新党首に就任し、ポストメルケルに最も近い場所にいるノルトライン＝ヴェストファーレン州首相のラシェット氏 (以下ラシェット党首) の責任問題に繋がるのだろうか。今のところ、今回の 2 つの敗戦の背景には①現職の州首相がもともと強かったこと、②マスク取引を巡って CDU の連邦議会議員が多額の手数料を得ていたとされるスキャンダルがあったこと、③長引くロックダウンを受けて政府・与党への不満が蓄積していたことなどの要因があったと見られ、ラシェット党首の求心力に帰責するものではないとの論説も見受けられる。

とはいえ、元よりポストメルケルとして役不足との声もあったことから、本当にラシェット党首を首相候補として 9 月の総選挙を迎えるのかどうかは未だ分かりかねる情勢である。断続的に、バイエルン州を基盤とする姉妹政党・キリスト教社会同盟 (CSU) のゼーダー党首兼バイエルン州首相の方が国民人気も高く、こちらに一本化すべきではないかとの憶測は常にある。ラシェット党首ならばメルケル路線継続であり、市場へのショックも穏当で済みそうだが、それは総選挙で CDU が勝てるということが前提である。事前予想では CDU は相当程度、緑の党に票を奪われる公算が大きい。

9 月の総選挙までには 6 月 6 日に極右政党 AfD への支持率が高い東部ザクセン＝アンハルト州で州議会選挙がある。この結果が「総選挙の看板を誰にすべきか」という問題に直結してきそう。このほか、やはり AfD 人気の高い東部チューリンゲン州のほか、北東部メクレンブルク＝フォアポンメルン州や首都ベルリン市でも議会選挙があるが、これらは連邦議会選挙と同日の 9 月 26 日に実施されるので、やはり総選挙へのヒントを得るイベントとしてザクセン＝アンハルト州の選挙がひとときわ大事になりそう。

時代は「移民から環境へ」

ちなみに今回の 2 州において極右政党・AfD の躍進は見られなかった。前回の州議会選挙や連邦議会選挙では移民問題に関心が集まったことで極右政党である AfD が得票率を伸ばしたが、今回は低下している。一方、頭角を現し始めているのが環境や気候変動への問題意識の高まりを追い風とする緑の党である。こうした右派ポピュリスト政党の後退はドイツに限らず EU 加盟各国で見られている現象である。

現時点で確たることを言うべきではないが、現状だけを見れば「移民から環境へ」という大きなシフトが過去 5 年で起きたということではないか。そもそも、コロナ禍で人の移動が制限されているので移民への問題意識は一段と高まりにくいと察する。9 月の連邦議会選挙後、緑の党を軸とした連立政権の組成が検討される可能性は相当高そうである。もしくは、リスクシナリオの域に入るものではあるが、CDU の支持率がこのまま降下を続けるならば、緑の党と SPD で左派連立政権を樹立し、メルケル引退と共に CDU も下野という可能性もゼロではない。それはポストメルケル時代の始まりとして分かりやすい展開ではあるが、そうした状態になったとしても持続可能性を期待できるのかどうかは定かではなく、「ドイツ政治、不安定化の始まり」という声もある。

抜群の安定を誇った 16 年間を経て、ドイツ政治の漂流が始まることは、改革すべき事項を多く抱える EU にとって望ましいことではない。例えば、2020 年 7 月に設立合意に至った復興基金に関してはメル

ケル首相率いるドイツが議長国であったからこそ、なんとか着地できたという評もある。そのような指導力を発揮できる政治家は今の EU にはそれほど見当たらない。ドイツの州議会選挙は異国の地方選挙でありながらも、「メルケル後を占う」という意味では極めて重要なヒントを与えてくれるものだ。現状、「誰もメルケルの跡を継げそうにない」という感触であり、不安は大きい。

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。