

中期為替相場見通し

2021 年 6 月 30 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～日本そして円は「蚊帳の外」に～

円相場の基礎的需給の現状と展望～「蚊帳の外」感が強まる日本円～	P.3
元相場の現状と展望～ドル高を実現するために～	P.4
日銀金融政策の現状と展望～遂にグリーン化した日銀をどう評価するか？～	P.7
米金融政策の現状と展望～先に来るのは財政政策のテーパリングか～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～ワクチン接種先進国がつまりく怖さ～	P.12

◆ ユーロ相場の見通し～注目したい「新たな安全資産」誕生の可能性～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～PEPP のその先を考える～	P.14
欧州復興基金の誕生とその展望～「新たな安全資産」の登場か～	P.15
ユーロ圏経済の現状と展望～着実に進む日本化現象～	P.17

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

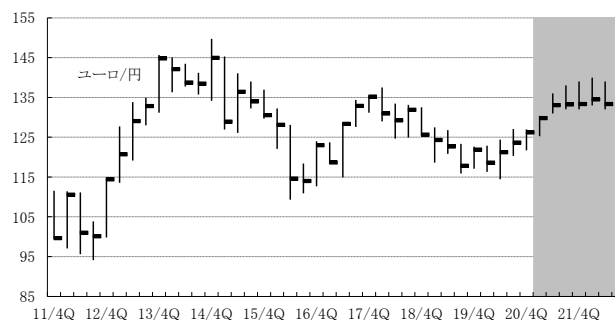
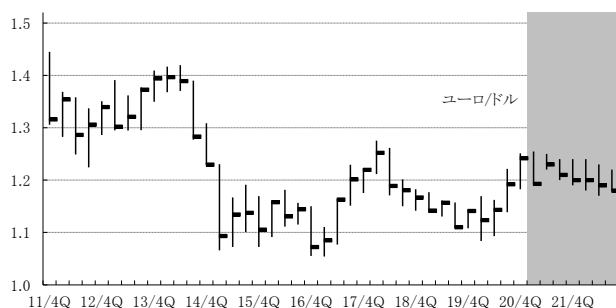
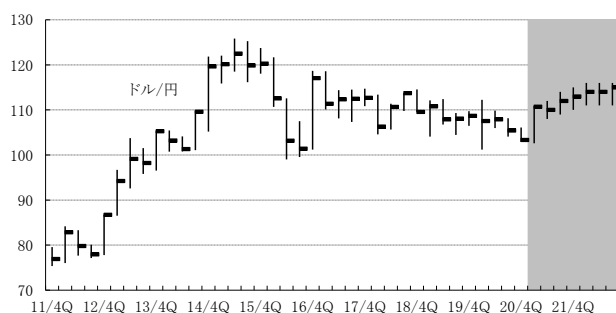
6月のドル/円相場も円の弱さが目立った。4月以降、明確にドル安が進んでいるが円相場は軟化が続いた。スポット取引高も乏しく、円(というより日本)への関心薄さが滲み出ているように見受けられる。欧米が高いワクチン接種率を背景に経済・社会の正常化を進める中、日本だけが漫然と行動規制をかける日々が続き、進歩が感じられない。既にFRBは量的緩和の段階的縮小(テーパリング)の地均しを済ませ、年内の着手が確実視される。上手くいけば年内に利上げ展望を語るところまで行く可能性もある。日本も秋にはワクチン接種率が今の欧米並みになっている。だが、もうその頃にはワクチンではなく金融政策格差が材料になっているはずだ。4～6月期のドル安は1～3月期のスピード調整に過ぎず、総じて見れば想定範囲内である。6月末時点の仕上がりや年初比較で見れば、米10年金利が+60bps上昇し、名目実効ドル相場も+1.0%上昇している。米金利とドルの相互連関的な上昇を見込む昨年来の本欄予想は今のところ順調である。敢えて言えば、英国やイスラエルなど「ワクチン接種先進国のつまずき」が見られ始めていることは気にしたい。とりわけ気温が下がり、感染症が流行しやすいと考えられる10～12月期、1～3月期はメインシナリオに対する重大なリスクを孕む時期として要注意。

片や、ユーロ相場は小動きである。ドル安、ドル高、いずれの流れにおいても変動は押さえられているように見受けられ、やはり「深いマイナス金利」と「世界最大の経常黒字・貿易黒字」が綱引き状態にあるのかもしれない。ワクチン接種率が順当に上昇し、成長率の高まりも期待できることを踏まえれば、ECBのパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)は来年3月末の終了は難しくても、テーパリングの話は年内に浮上するだろう。米国に遅れたものの、ユーロ圏もアフターコロナに向けて歩んでいるのは間違いなく、米金利上昇に連れてユーロ/ドル相場は下がろうが、分厚い需給の手助けもあり、大崩れはないと考える。一方、日本と比べればユーロ圏の経済・社会そして金融政策の正常化は早いであろうから、ユーロ/円相場は上昇を見込みたい。なお、長期的には6月に初の入札を終えた欧州復興債(NGEU債)の存在に着目しておきたい。今後の帰趨次第では欧州合衆国の一里塚になるかどうか(欧州版ハミルトン・モーメントになるかどうか)という論点である。世界的に安全資産は不足していることから最高格付けを有する欧州委員会発行の債券には潜在的な需要が非常に大きいはず。ハミルトン・モーメントかどうかは事後的にしか分からないものだが、歴史的な瞬間に立ち会っているという認識も持ちたい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

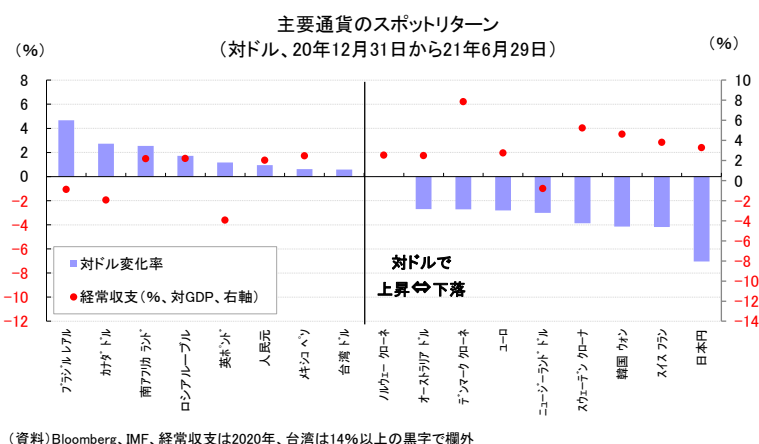
	2021年 1～6月(実績)	7～9月期	10～12月期	2022年 1～3月期	4～6月期	7～9月期
ドル/円	102.60 ～ 111.11 (110.58)	109 ～ 114 (112)	110 ～ 115 (113)	111 ～ 116 (114)	111 ～ 116 (114)	111 ～ 116 (115)
ユーロ/ドル	1.1704 ～ 1.2349 (1.1900)	1.18 ～ 1.22 (1.19)	1.17 ～ 1.22 (1.18)	1.16 ～ 1.22 (1.18)	1.15 ～ 1.21 (1.17)	1.14 ～ 1.20 (1.16)
ユーロ/円	125.10 ～ 134.12 (131.59)	132 ～ 138 (133)	132 ～ 139 (133)	133 ～ 140 (135)	132 ～ 139 (133)	131 ～ 138 (133)

(注) 1. 実績の欄は6月30日までで、カッコ内は6月30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～日本そして円は「蚊帳の外」に～ 《円相場の基礎的需給の現状と展望～「蚊帳の外」感が強まる日本円～》 円独歩安の状況

4月以降、為替市場ではドル相場の軟化が目立つ状況が続いているが、このような状況にあってもドル/円相場が下落する兆候はなく、円独歩安の機運が支配した。年初来、対ドル変化率に関し、主要通貨の現状を見たものが右図である。対ドルで下落している通貨は円だけではないが、円の下落幅は慢性的に突出している。なお、下落している通貨の全てがGDP+2%以上の経常黒字国であり、「需



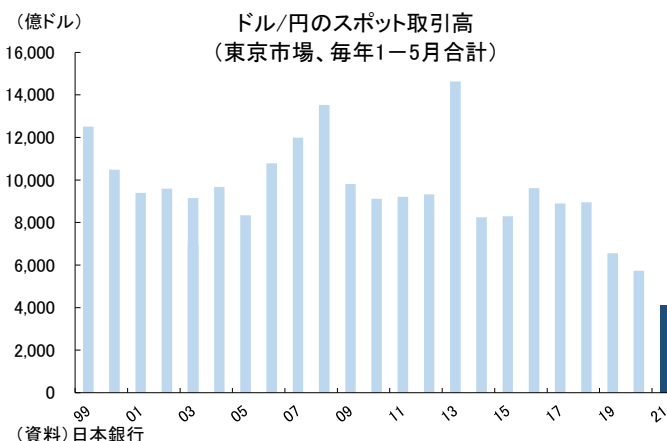
給が評価されにくい相場環境」ということも分かる。片や、主要通貨でまとまった幅で上昇しているカナダドルや英ポンドは経常赤字国だが、やはりワクチン接種率と経済正常化への期待値が高いということの表れと理解できる（カナダと英国はG7中、接種率が1位と2位の国、6月28日時点）。英国はインド変異株の感染拡大を受けて6月21日の完全な行動制限解除が延期されたものの、6月1日には昨年7月以来の「死者ゼロ」を実現している。死者や重症者が抑制されているのはワクチン接種の賜物であろう。なお、6月22日、英国政府はサッカー欧州選手権（EURO2020）の決勝戦に関し、同国のウェンブリースタジアムにおいて観客6万人以上で開催する方針を発表している。ワクチンにより日常が復活しつつあるのは間違いない。為替市場もそうした動きが見られる通貨を素直に評価しているのだと言える。IMM通貨先物取引における対ドルポジションを見ても、3月以降、売り持ちが続いているのは円くらいであり、円独歩安のフレーズがしっくり嵌まる。

「史上最低の取引高」と強まる「蚊帳の外」感

4月以降のはっきりとしたドル安地合いでも買い戻されることがなかったという事実は「買い戻す価値がない」と整理されていることの裏返しだろう。3月の政策点検を経て日銀の「次の一手」は「黒田総裁退任まで現状維持」という目線すら出ている。元々動かない円金利はさらに動かなくなった。また、他の先進国では高いワクチン接種率を背景に行動制限解除が話題となるが、日本では緊急事態宣言が繰り返され、4～6月期のほぼ全てが緊急事態という状況に陥ってしまった。今期のマイナス成長は日本だけであろう。もちろん、6月に入り、日本でもワクチン接種率が高まり始めており、それ自体は朗報である。しかし、金融市場はあくまで相対的な評価が物を言う世界である。日本が今の欧米並みのワクチン接種率に迫り着く頃には、それはもう市場のテーマではなくなっており、資産価格には影響しないだろう。足許の接種ペースを前提にした場合、集団免疫獲得に必要とされる接種率（70%）に到達するのは英国やドイツで9月、米国で11月と言われている¹。その段階に至れば、ワクチン接種率への関心は薄れ、マスク着用義務の解除や大規模イベントの再開、ワクチンパスポートの稼働などにトピックが移るだろう。金融政策はテーパリングを筆頭に出口戦略の「可否」ではなく「時期」が話題になるはずだ。

¹ 日本経済新聞電子版『チャートで見るコロナワクチン世界の接種状況は』を参照。

後述するように、こうしたワクチン相場とも言えるロジックは日本の接種率が上がってくれば賞味期限を失うだろうが、結局、経済・金融情勢にまつわる格差が埋まることはないのだから円安シナリオを変える必要性は感じられない。市場参加者からすれば今後の経済格差拡大が高確率で見えている以上、わざわざ話題性に乏しい円を取引する理由はない。この際、買う理由だけではなく売る理由にも乏しいという点もポイントである。前月の本欄でも議論



したように、そうは言っても日本は30年連続で「世界最大の対外純資産国」であり、多額の経常黒字は元より過去1年では貿易黒字も常態化している（例えば今年5月までの過去12か月間で貿易黒字は+3兆円を超えている）。このような通貨を一方的に売り進めるのも憚られる面はあるだろう。結局、買い戻す理由もなければ、売りを積み上げる理由もないというのが今の円の立ち位置ではないだろうか。これは取引高に現れている（図）。ドル/円相場のスポット取引高は1～5月合計で4137億ドルだった。これは過去10年平均（8437億ドル）の半分以下だ。ここまで取引高が落ちている背景に、緊急事態の常態化に伴い在宅勤務率が上昇し、受発注できる取引量が減少している可能性もあるが、そもそも取引する理由に乏しいという事情も否定できない。理由はどうあれ、為替市場全体で起きていることから円が「蚊帳の外」に置かれているという印象は否めず、今年も値幅の出ないレンジ相場に収束する公算が大きくなっているように見受けられる。

《元相場の現状と展望～ドル高を実現するために～》

元高容認に変調の兆し

上述したように4月以降の為替市場ではドル相場の軟化が続いた。とりわけ対ドルでの上昇が目立ったのは人民元とカナダドルであり、ドル名目実効為替相場

(NEER)に下落圧力をかけ続けた(表)。しかし、ユーロ、メキシコそして円といった通貨に対するドル買いがNEERを押し上げた格好である。なお、6月28日時点で1回でもワクチン接種を済ました人口の比率はカナダに関して67.86%と既に英国や米国を抜いている。年初を振り返れば、G7において日本の次にワクチン接種が遅れていたのがカナダだったので、両国の差は半年間で顕著に開いたと言える。このようにカナダドルに関してはワクチン接種を背景とする経済・金融情勢の好転、これに伴う金融政策の修正（既にテーパリングは着手済み）というステップを踏んでおり、こもとの上昇に関しては比較的分かりやすい解説が可能である。片や、もう1つのドル安要因である人

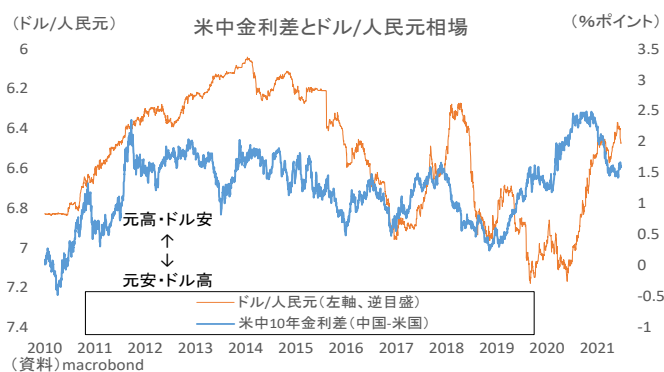
ドルNEERの年初来変化率と寄与度

国名	シェア (%)	年初来のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	23.3	0.9	-0.2
ユーロ圏	17.0	-2.7	0.5
メキシコ	13.3	-3.5	0.5
カナダ	11.7	2.8	-0.3
日本	7.1	-6.8	0.5
韓国	3.8	-4.3	0.2
台湾	2.2	0.6	-0.0
スイス	1.7	-3.9	0.1
英国	3.2	1.7	-0.1
ロシア	0.6	1.3	-0.0
南アフリカ	0.4	3.0	-0.0
トルコ	0.5	-6.3	0.0
アルゼンチン	0.3	-13.6	0.0
その他(残差)	15.0		-0.1
21年1～6月の NEER	-	1.0	1.0

(資料) BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。
通貨変化率は20年12月31日～20年6月22日

民元上昇はどうか。既報の通り、人民元は昨年を通じた上昇の勢いが衰えておらず、今年に入ってから騰勢が続いている。年明け後も対ドルで上昇を続けてきた人民元は 5 月下旬には 3 年ぶりの元高・ドル安水準まで買われ、中国人民銀行（PBoC）も直 後からこれを追認するような日中基準値の設定を行ってきた。しかし、5 月 31 日、PBoC は日中基準値を市場予想よりも元安水準に設定、同日には、市中銀行の外貨預金準備率

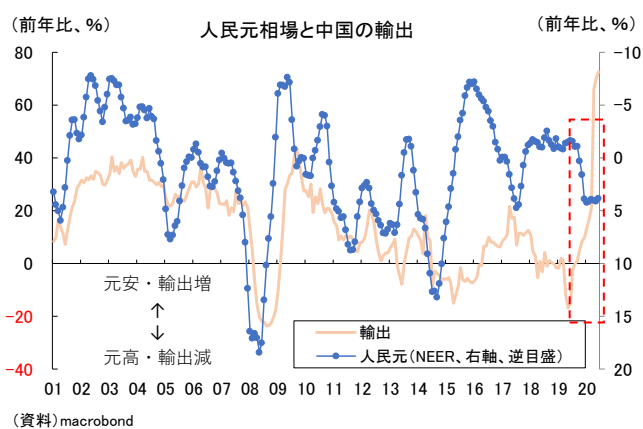
を 2%ポイント引き上げ 7%にすると発表した。外貨預金準備率の引き上げは 2007 年以来である。その後、6 月に入ってから日中基準値は安値方向への設定が続けられた。また、5 月 30 日には元 PBoC 幹部（調査統計局長）による「短期的な投機を反映したもので恐らく長続きしない」といった元高を諷めるような発言も報じられている。元高・ドル安はちょうど 1 年前からの動きだが、3 年ぶりの高値に達したところで、政府・中銀の通貨政策への姿勢にやや変化が生じ始めていることは間違いない。また、昨年来の元高・ドル安は米中 10 年金利差に対応した動きであったが、4 月以降は金利差とは無関係に元の騰勢が際立っている印象もある（図）。



輸出はまだ元気だが・・・

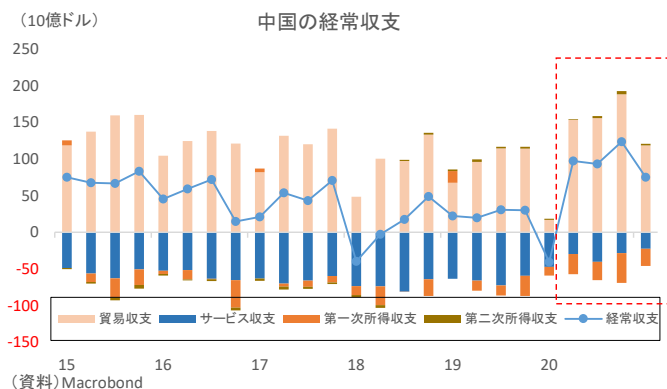
筆者は 2021 年にドル高が実現するとすれば、FRB の政策運営が第一に重要なが、2020 年にドル安の原動力となった元高のピークアウトも重要な材料になると考えてきた。5 月末以降、中国の姿勢に変が見られている事実は、筆者の基本認識は補強するものである。みずほマーケット・トピック 2021 年 2 月 8 日号『試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～』では内需主導型発展モデルへの転換を目指す新政策「双循環（デュアル・サーキュレーション）」に対する考え方を議論した。双循環の思想を額面通り受け止めれば、従前のような外需依存の成長を志向するとは限らず、人民元高もある程度は容認される可能性を説いた。事実、過去 1 年間で元は対ドルで+10%以上も上昇しているため、この見立ては正しかったようにも感じられる。

片や、双循環はあくまで内需と外需の併存を企図するものでもあり、輸出動向も依然として重要な判断材料になるはずだと考えてきた。具体的には NEER に半年から 1 年程度のラグを伴って影響を受ける中国の輸出が揺らげば PBoC もある程度は安値誘導に動かざるを得ないと考え、それ自体が間接的なドル高圧力になる可能性を検討してきた。この点、過去 1 年間の元高・ドル安にもかかわらず、まだ中国輸出の勢いは衰えていない。それどころか年明け以降、加速している。6 月 7 日に発表された



中国 5 月貿易統計では輸出は前年同月比+27.9%、輸入は+51.1%と資源高を受けた輸入増加が貿易黒字の減少を招く構図が確認された。しかし、黒字が失われているわけではないし、何よりこれほどの元高が

進んでも1~5月計の輸出は前年同期比+40.2%という仕上がりである。マスクや医療用防護服など昨年の輸出をけん引したコロナ関連特需は収束しつつあるが、ワクチン接種を背景としてアフターコロナが視野に入る欧米向け輸出が堅調である。昨年の輸出をけん引したコロナ特需は剥落したものの、それに代わって今年はペントアップ需要が元高という重荷を感じさせないほどの追い風になっている。世界的に商品市況が騰勢を強めている中で輸入も増えているが輸出の加速もそれ以上であり、中国の貿易黒字は確実に積み上がり、それ自体が元高を呼び起こす一因になっているように見受けられる。しかし、繰り返しになるが、NEERが輸出に影響を与えるまでに1年程度の年月がかかる。上述したような特殊な事情もあって輸出の伸びはまだ衰えていないが、中国内外の情勢が平時に向かうほどNEERの重さは影響力を持ってくる懸念は残る。双循環の本気度が試されるのはこれからという見方でもできるし、事実、PBoCがしびれを切らし始めている兆候はある。



残されるのはより直接的な手段

基準値を元安方向にしたり、外貨預金準備比率を引き上げたりするアプローチは、数ある元高抑制策の中でも比較的緩いものである。これらに加えて昨年10月には、市中銀行が人民元の先物売り（外貨買い）予約の際に預ける危険準備金を撤廃している。それまで元売り・外貨買いの為替予約には「残高の20%」を強制的にPBoCに預ける必要があったが、これが完全に撤廃されている。これによる元売りのコストが減少した格好だが、それでも元高は続いてきた。昨今の中国の基本姿勢を踏まえれば、PBoCの本音は「騰勢は押さえたいが、市場実勢からの極端な乖離も避けたい」というものであろうから、まずは5月末以降の一連の措置で元高が抑制されるか様子見に入るだろう。足許の商品高が輸入金額を押し上げ始めていることも、極端な元安誘導を躊躇させるはずである。

その上で今後さらなる元高抑制策があるとすれば、より直接的なものになってくる可能性がある。例えば資本流出の促進ないし資本流入の抑制（またはその両方）である。中国国外への有価証券投資を奨励するような措置は元高抑制に寄与するものだ。もちろん、元売り・ドル買い為替介入が効果的な手段として考えられるものの、ただでさえ米中関係がぎくしゃくしている時に、為替介入は文字通り「最後の手段」として温存したいものと推測する。年内を見通せば、放っておけばFRBの正常化プロセスは徐々にしかし確実に進展しそうな状況にあり、米金利上昇に応じたドル相場の復調は期待できる。輸出減速が実体経済減速に結びつくような状況がより鮮明にならない限り、実弾を使った為替介入は避けたいだろう。

いずれにせよ常に「相手のある話」である為替市場において元相場の動向は陰に陽にドル相場の趨勢に影響を与える。ドルのNEER変化率を見れば、年初来のドル安の半分程度は元高に起因する。だとすれば、今後、中国が双循環政策の下で元高を容認し続けるのか、それとも想定以上の輸出減速を嫌気して元安に舵を切るのかはドル相場、ひいては為替市場全体にとって重要な論点となる。筆者は現在のPBoCの挙動や夏場以降のFRBの政策運営を前提とすれば、元高は修正に向かいドル高に寄与すると考えている。

《日銀金融政策の現状と展望～遂にグリーン化した日銀をどう評価するか？～》

平時を感じさせる中銀の環境対応

6月18日に行われた日銀金融政策決定会合は現状維持を決定する一方、気候変動対応に係る金融機関の投融资を後押しする新たな資金供給策の検討を明らかにしている。例えば、脱炭素を企図した企業の設備投資をサポートすることなどが想定される。資金使途を想定してオペを組むこと自体は目新しいことではなく、例えば期待成長の高い分野に対するオペ（成長基盤オペ）もそうであるし、震災やコロナからの復興を支えるオペも広義にはそうである。今回はそれが気候変動対応という壮大な大義に置き換わっただけとも言えるが、「世界的な潮流に乗った」という大きな目線が付加されることで注目される。7月会合で骨子が決まり、年内に運用が始まるとされている。この類の決定に踏み込めること自体、コロナ禍の落ち着きを感じさせるものであろう。1年前の中銀には地球環境を考えて動く余裕などなかった。コロナショック以前のゴルディロックスと呼ばれた地合いでもこの種の議論は盛り上がった。平時の象徴とも言える中銀の挙動でもある。

環境対応は「欧米の潮流」というより「欧州の潮流」

今回の日銀の挙動をどう評価すべきか。中銀の環境対応は全世界的な対応と見られがちだが、その実は欧州に由来した動きという印象が強い。ラガルド ECB 総裁に交代してからの ECB は気候変動問題を頻繁に言及するようになり、年内発表予定の新たな金融政策戦略にこれを練り込むと言われている。イングランド銀行（BOE）に至っては今年3月、既存の2%の物価安定目標に加えて、温室効果ガス排出量の実質ゼロへの移行も新目標として義務付けられた。環境問題を公式に目標化した中銀は世界でも BOE が初だ。FRB は ECB や BOE ほど極端な動きを見せていない。バイデン政権への移行に伴って中銀も格差や環境の問題に関与すべきという雰囲気は強まっている様子であり、例えば、今年3月には気候変動問題をウォール街監督の柱に位置付ける計画がブレイナード FRB 理事から明らかにされている。但し、あくまで銀行監督政策の一環であり、金融政策とは別の次元とも言える。今回の日銀決定は「欧米の潮流」というよりも厳密には「欧州の潮流」に合流したという方が実態に近いように感じられる。

「欧州の潮流」を感じさせるバイトマン独連銀総裁の変節

実際、「欧州の潮流」は確かに無視できないものを感じる。既に一部報道でも言及が見られているが、6月2日から4日まで3日間開催された国際決済銀行（BIS）などが主催する「グリーンスワン会議（the Green Swan 2021）」（オンライン）では BIS 議長も兼ねるバイトマン独連銀（ブンデスバンク）総裁の変節が目についた²。同総裁はかつて「気候変動問題の対策を打ち出すのは選挙民によって選ばれた政府の仕事で、中銀が環境政策を推進する民主的な正当性はない」などと述べ、「中銀は環境対応から距離を取るべき」という論陣の代表的な人物であった。今回の会議における講演も「中銀と政治の責任の所在に関し、境界線を曖昧にすべきではない。中銀が出来ること、出来ないことを明確にする必要がある」と今まで通りのバイトマン節で始まっているが、これは前口上であり、その後は「しかし、気候変動はインフレ、経済、金利に影響する」と口火を切り、総じて「しかし、中銀としてできることもある」という姿勢を露わにしている。主張を曲げることが殆どない印象のブンデスバンク総裁がここまで変節するのは珍しい

² Jens Weidmann “Climate risks, financial markets and central banks’ risk management Speech at the Green Swan 2021 Global Virtual Conference” 3 June 2021

ので、以下、当該講演におけるバイトマン総裁の発言を紹介してみたい。やや多いが、いずれも重要で興味深い発言と考えられる（一部は筆者による抄訳）：

- 中銀は(気候変動が持つ)物価安定や金融政策への含意を理解すべきであり、それに合わせて分析ツールも拡大すべきだ。その上で金融システムのグリーン化をサポートする上でも重要な役割を果たすことができる。金融システム安定の庇護者として、金融機関が気候変動関連のリスクを適切に織り込むことの一助になれる。
- それだけでは不十分だ。民間金融機関同様、中銀自身が保有する資産も気候変動関連のリスクが影響する。物価安定のために使われる中銀バランスシートが毀損するかもしれない。ゆえに中銀もそのリスクを適切に織り込むべきだ。社債購入などに起因するリスクを懸念する。
- ユーロシステム(≒ECB)としては、気候変動関連のリスクに関して透明度を高める行為が“正当な利益 (legitimate interest)”を持つと考える。将来的には、ユーロシステムとして購入したり、担保として受け容れたりする有価証券は一定水準の気候変動関連の報告義務を負っているものに限定することなどを推奨したい。また、気候変動に関する金融リスクを適切かつ透明に反映している格付けを使うべきだとも考えている。
- そうした対応は金融政策の構成を変えるが、直ぐに導入されるものではない。発行体も格付け機関も準備のために相応の時間が必要である。とりわけ気候変動のような数十年 (multidecade) に及ぶ時間軸を加味することについて格付け機関は苦心するだろう。十分な解決策が見つからないようならば、ユーロシステムとして別のリスク管理手法を検討しなければならない。例えば特定産業ないし発行体の社債保有を量や年限に関して制限するようなことも考えられる。こうした手法によって企業や金融機関が政治的理由で操作されていると混乱されるようなことがあってはならない。適切かつ透明性の高い尺度 (yardstick) が必要である。

これまでの同総裁の言動と比較するとかなり変化を感じる言動である。こうした動きから「欧州の潮流」の根強さを日銀が汲み取ること自体、それほど不思議なことではない。

もう1つの読み方：BIS 議長として

しかし、バイトマン総裁は依然疑問も抱いているのではないかと読み取れた。講演最後には「気候変動関連のリスクに関し、透明性を高めるためのカタリスト (a catalyst : 触媒) であるという姿勢を持つことで、ユーロシステムの責務を過剰に拡大 (overstretch) せずに、気候変動と戦うことができる。これは政治家や規制当局の積極的な行動と代替的ではない」と締めている。中銀は変化を促進する触媒であって、主体にはならないという立場だ。また、わざわざ「責務を過剰に拡大せずに」と述べていることから、恐らく現在検討されている金融政策戦略の見直しで気候変動対応を明記することに反対なのだろう。また、上の引用で見たように、「企業や金融機関が政治的理由で操作されていると混乱されるようなことがあってはならない」と釘を刺している。そのための手段についてもまだ確証を持っていないように見受けられ、「深く踏み込むのは危険」という警戒心が垣間見える。バイトマン総裁は途中、経済・金融情勢が正常化に向かえば「中銀としての資産購入 (QE) は縮小に向かうが、政治としての気候変動対応は当然続く」といった趣旨の言及もしている。気候変動対応が普遍的なものであればこそ、QE 終了と共にその貢献がなくなるという話は不可思議という話である。恐らくはグリーン QE のような政策についてバイトマン総裁は快く思っていないのではないかと推察される。

冷静に考えれば、中銀のサロンである BIS が開催する環境テーマの会議で議長自ら「中銀にできるこ

とはない」と言うわけにもいかないだろう。苦心の末、「ブンデスバンク総裁ではなく BIS 議長として言えることを言った」という部分もあろうから、ある程度は割り引いてみる必要もあるのではないのか。

環境オペの背景に現実的な理由

しかし、事実として日銀も気候変動対応の政策運営に乗り出すことを決めてしまった。実際のところ、中銀が気候変動対応に関与することをどう考えるべきなのだろう。多くの市場参加者が認識するように、今回の決定の背後にある現実的な理由は、来年 3 月末に期限切れとなる新型コロナオペの後継スキームが必要という話であり、煎じ詰めれば（とりわけ地方の）金融機関収益を案じた代替策として環境オペが現れたという文脈になる。3 月に創設された貸出促進付利制度の枠組みにおいて、最大+0.2%の付利が与えられるコロナオペの残高が丸ごとなくなってしまうと、同制度が機能不全に陥る。グローバルスタンダードを謳える環境オペは文字通り「渡りに船」だったとしか言いようがない。

中銀の環境対応が適切だとは思えない 2 つの理由

だが、そうした現実的な理由以前に、中銀が環境対応に関与することをどう考えるべきなのかという大きな議論は必要である。バイトマン独連銀総裁が理解を変え始めたように、常識は時々刻々と変わるものだが、やはり中銀が気候変動に対して意味のある政策ができるのか筆者はまだ腑に落ちない。結論から言えば、①中銀にとって適切な役割と言えるか否か、そして②そもそも出来ることがあるのかという 2 点から筆者は中央銀行が気候変動に関与することが適切だとはやはり思わない。

もちろん、気候変動対応は不可避の潮流である。だが、それと同時に「中銀が関与すべきかどうか」という問いかけも必要である。「関与して何か意味があるのか」という問いでも良いかもしれない。現在、欧州発で世界を支配しているムードは「関与することに意味がある」という有無を言わせないものだが、見境なくあらゆる経済主体に気候変動への貢献を求める雰囲気は乱暴過ぎるように感じる。例えば貢献を求められても対応する能力がなければ資源の無駄遣いである（②の論点）。また、関与すること自体が不適切という考え方を孕むケースもある（①の論点）。重要だからこそ、求められているのは「やっている感」ではなく「意味ある政策努力」のはずである。

中立性を損なう気候変動への関与

まず①だ。上で紹介したバイトマン独連銀総裁の講演でも言及されていたように、中銀と政治の責任の所在に関し、境界線を曖昧にすべきではない。気候変動に対する政策は、政府部門による税制や規制の変更、補助金の支給などが主な手段となるはずである。民間部門では民間企業が社会貢献という大義の下で自発的に取り組むものだろう。民間部門が自発的に勤しむ社会貢献は当然問題ないし、政府部門も選挙で選ばれた政治家が行うのだからそれも問題ない。

しかし、中銀は違う。中銀の政策運営者は民主的な選挙で選ばれた者ではなく、あくまで専門知識や経験が買われ、その業務にあたっている。だから、中銀の責務は「物価の安定」のような誰が見ても公共の利益になる普遍的な価値に限定されているのである。しかし、気候変動問題に貢献するという観点に立つと、経済活動に今までよりも踏み込むシーンが増える。中銀が民間銀行から受け入れる担保について環境意識の高い企業の社債（グリーンボンド）の掛け目（評価の比率）を優遇したり、量的緩和（QE）の対象をグリーンボンドに限定したりする行為（グリーン QE）が囁かれる。しかし、それらの政策は企

業部門の資源配分の在り方に中銀が介入することになる。極端な話、中銀支援が受けられないという理由で民間銀行が環境意識の低い企業から積極的に貸し剥がしを行えば、経営に窮する企業も出てくるかもしれない。そこまで中銀に関与する権利があるのかという問題である。この際、「企業がどの程度環境に優しいか（or 優しくないか）を定量的に評価できる尺度」が必要になるが、その肝心要の部分が解決できていないことはバイトマン総裁も認めていた。

ちなみに、グリーン QE というアプローチは中銀の環境貢献として頻繁に取り上げられるが、そもそも QE は不況時に行われる政策である。ということは、「景気が回復し QE が不要になれば、環境貢献も不要」ということになるのか。そうではないだろう。では継続するのかと言えば、好況下の QE 継続は恐らく物価安定目標と矛盾するだろう。そうした面倒な政治判断に巻き込まれないために、中銀には独立性が与えられ、物価安定を追求する義務を負っているのである。片手間で関与して中立性に疑義を持たれるくらいならば、最初から関与しない方が良いという考え方もある。

何ができるというのか？

では②の「そもそも出来ることがあるのか」という点はどうか。これは「やって意味のあることがあるのか」と読み替えても差し支えない。そもそも庭先の物価や景気を制御することも難しいのに、気候ならば制御することができるのだろうか。金融政策は実施から効果の発現までにタイムラグがあり、その測定に関しては様々な試みが常時なされている。目先の物価や景気に対する影響を詳（つまび）らかにすることすら難しいのに、気候変動への影響は把握できるのだろうか。経済活動の活発化が温暖化の真因ならば、大幅利上げで消費・投資意欲をくじき、実体経済を締め上げるのが一番分かりやすい。実際、コロナ不況で大気汚染が改善し、見えなかった山や星空が見えるようになったという話がある。もちろん、半ば冗談のような主張だが、「景気安定を狙いながら地球温暖化も進めたい」というのは「右を見ながら左を見ろ」と言っているようなものだ。中銀が環境対応に注力すれば、短期的には不況、物価はディスインフレ気味になる可能性も孕むはずである。

もちろん、今般発表された日銀の枠組みはまだ仕様が不明であり、判断は保留したい。だが、環境オペの範囲や基準はある程度の「緩さ」がなければ、利用が進まないであろうし、利用が進まなければ冒頭述べた現実的な理由である金融機関の収益対応にも寄与できないという問題がある。とはいえ、「緩さ」がクローズアップされれば金融機関への補助金という批判が全面に出て、「やはり中銀にできる環境対応はない」という議論が優勢になるかもしれない。繰り返しになるが、こうした面倒な議論に巻き込まれないためにも、中銀は気候変動問題から一定の距離感を保った方が良いと思うのだが、そのような考え方は少しずつ時代遅れになってくるのだろうか。

《米金融政策の現状と展望～先に来るのは財政政策のテーパリングか～》

3月演説からの戦略実現

注目された6月15～16日のFOMCは現行政策の維持を決定した。前回まで声明文に言及されていた「The ongoing public health crisis continues to weigh on the economy」は削除され、代わりに「Progress on vaccinations will likely continue to reduce the effects of the public health crisis on the economy」が挿入されている。日常をほぼ取り戻しつつある米国の状況を踏まえれば、当然の修正である。もちろん、物価上昇に対する一時的との認識は変えておらず、緩和継続方針が確認されているものの、後述する

ように、景気見通しの改善はメンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）の修正にはっきりと表れている。ちなみにバイデン米大統領が3月の演説で7月4日の独立記念日を目途に「ウイルスからの独立」とそれに伴う行動制限解除を宣言して以降、本欄では6月FOMC声明文におけるコロナ文言の削除とそれに伴うタカ派色の強まりがあると構えてきた。感染症と金融市場という一筋縄ではいかない相手を攻略して初めて可能になる展開だったが、米国はこれを本当に実現した。多大なる犠牲を伴ったものの、適切な戦略と戦術がかみ合った上での結果であり、手放しで称賛に値する状況だと言える。

「議論することを議論する」で8月警戒は後退

声明文の上方修正もさることながらやはり注目はドットチャートの修正である。これまで市場で幅を利かせてきた「2023年末までゼロ金利継続」はワクチンもなく、感染者を押さえる手立がロックダウンしかなかった「悲観の極み」で形成されたコンセンサスで

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2021	2022	2023	Longer run
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%
Jun-21	0.125%	0.125%	0.625%	2.500%

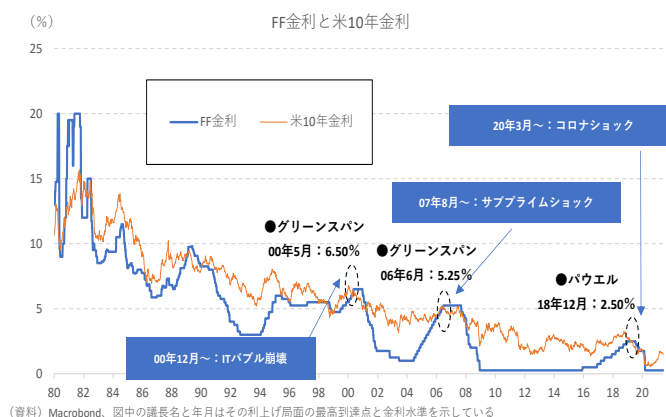
(資料)FRB

ある。そもそもドットチャート自体が政策運営を約束する代物ではない事実も踏まえれば、このタイミングでの上方修正は必然と言える。この点、「2023年末までゼロ金利継続」が「2023年中に利上げ着手」になることまでは市場予想の範囲内だったが、今回示されたのは「2023年中に利上げ2回」という予想中央値である。また、中央値ではないので騒ぐ必要はないものの、「2022年中に利上げ1回」も3名から5名に、「2022年中に利上げ2回」も1名から2名に増えている。金融市場が構えていたよりもややタカ派姿勢は強まったように見られ、だからこそ会合後の株価も下落している。

いずれにせよ、これまで市場で言われていた「8月のジャクソンホール経済シンポジウムでテーパリングを示唆し、9月に決定、10～12月期に着手」というシナリオよりも、やや前倒しで事は進んでいる。パウエル議長は会見でテーパリングに関し「議論することを議論した会合と受け取って貰っても構わない (You can think of this meeting as the talking-about-talking-about meeting, if you like)」と発言しており、ジャクソンホール経済シンポジウムでやるべき地均しが今回で済んでしまったという印象が抱かれる。ここまで言うておけば8月のジャクソンホール経済シンポジウムで多少踏み込んでも市場の動揺は抑制されるだろう。むしろ、7月会合も挟んで8月に挑むことを思えば、利上げ展望について多少のヒントを与えることを考えた方が良いのかもしれない。この機を逃す手はないだろう。

中立金利と利上げの最高到達点

今後の問題は名目金利が再浮上した際の政策運営であり、年内に直面する公算が大きいと本欄では考えている。もちろん、長い目で見れば、長期金利は大して上がらないだろう。ドットチャートを見ても、上方修正されたFF金利予想とは異なり中立金利、すなわち目指すべき「利上げの終点」は2.50%で変わっていない。大き



なショックを経験するたびに利上げの最高到達点（すなわち当該局面にとっては終点）が切り下がってきた歴史がある（図）。サブプライムショックやリーマンショックを経てゼロになった政策金利は 2018 年 12 月、現在想定されている中立金利である 2.50% までしか戻らなかった。真っ当に考えると、今回の最高到達点もよくて 2.50%、もしくはそれ以下になる可能性は高いように思える。

そして利上げの最高到達点は 10 年金利のそれとも概ね一致してきた経緯がある。そう考えると今後 2 年程度を見越した場合、10 年金利の上限は足許から +100bps 程度というイメージが得られる。しかし、円金利が動かない以上、それは日米金利差の 100bps 拡大を意味する。それと整合的なドル/円相場の方向感や水準感を検討することが適当なのだと筆者は考えている。本欄で示している今後 1 年以内に 115 円突破というシナリオはそうした前提に沿ったものである。

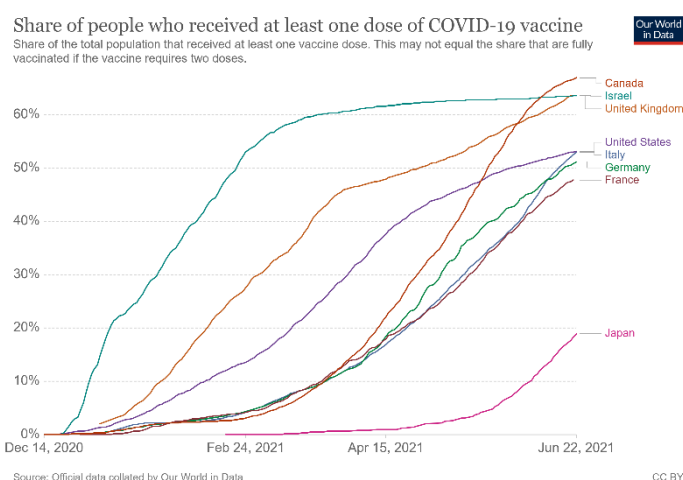
いずれにせよ年後半以降、日本から見れば、米国はもちろん、ユーロ圏と比べても経済・金融情勢に格差が拡大していくのはほぼ既定路線であり、円が実効ベースで▲5% 前後下落する展開にそれほど違和感はない。本欄では繰り返し論じているが、こうしたシナリオが崩れるとした場合、ウイルスの強毒化がワクチンの無効化を招きリスクオフムード一色となるような展開だろう。この点は次項で議論する。

《メインシナリオへのリスク点検～ワクチン接種先進国がつまづく怖さ～》

ワクチン相場の賞味期限は秋頃か？

本欄ではワクチン接種を打開策として米国を筆頭とする海外の経済・金融情勢が好転する展開を前提として、内外金利差の拡大が円売り・ドル買いを駆動するはずだというシナリオを昨年から堅持している。1～3 月期の米金利加速とドル高は基本シナリオのペースを凌駕するものであり、だからこそ 4～6 月期の相場にブレーキがかかったのだと筆者は理解している。コロナ禍の出口戦略はワクチンしかない。ワクチンの調達と接種に秀でる国の経済や通貨が評価されるのは不思議なことではないし、実際に過去半年間はそうだった。こうした状況はいわゆる「ワクチン相場」として総括されるものであり、これが 2021 年上半期を総括する肝であったことは間違いない。日本経済や円の状況を指差してワクチン敗戦という厳しいフレーズが飛び交ったことがそれを象徴しているだろう。

しかし、ワクチン相場の賞味期限は永遠ではない。株にしろ、為替にしろ、ワクチン相場という考え方が機能するのは接種率やそれに伴う行動制限解除の度合いに格差があるからである。日本に限って言えば、1 回以上のワクチン接種を済ませた人の割合は 20% 程度であり、G7 の中でもまだ群を抜いて低い。それが景況感や金利の格差となって予見され、円売り・ドル買いの背中を押すというシナリオはまだ説得力があると筆者は考える。しかし、日本でも 10～11 月には希望者全員に接種が完了する方針が政府より示されている。一方、接種率が高い欧米の様子を見る限り、40～60% の水準に及ぶとペースの鈍化が見受けられる。タイミングは前後するであろうが、欧米諸国のワクチン接種水準は頭打ちが近づいている印象がある。結果、日本と諸外国の格差は縮小が既定路線であり、ワクチン相場という



ロジックも秋頃には使えなくなる公算が大きい。

もっとも、ワクチン接種とセットで正常化を早く進めたことで、欧米は経済・金融情勢の正常化に早く着手できる。足許の接種ペースを前提とすれば英国やドイツは9月、米国は11月に集団免疫獲得と言われている。欧米主要国がそうになってしまえば、日常生活では大規模イベントの開催可否やマスク着用義務の処遇などが注目されるだろうし、金融政策ではテーパリング実施は自明の前提として利上げ時期の模索が始まるだろう。恐らく8月のジャクソンホール経済シンポジウムでは「テーパリングの示唆」ではなく「利上げの道筋」が語られる可能性もある。かかる状況下、ワクチン相場の賞味期限は秋口に切れるとしても、その後は金融政策格差を映じた真っ当なドル高相場が現れるのではないか。今後1年間で円安・ドル高を見通すこと自体、それほど違和感があると思えない。

ワクチン接種先進国がつまづく怖さ

この点、日々のオンライン勉強会やウェビナーでは頻繁に「円安・ドル高シナリオが崩れるとしたらどういったケースか」を尋ねられる。ドル安になっても円高が殆ど進まない状況に居心地の悪さを覚える向きもあるのだと思われる。こうした質問に対しては明確に「ワクチンが無効化されたケース」と筆者は回答するようにしている。円高になる地合いは需給が評価される地合いである。需給が評価される地合いは市場参加者が「確実な手があり」に依存しようとする地合いであり、大抵の場合は悲観的なムードが支配している状況である。また、昨年のように各国間の金利差が概ね消滅している地合いでも消去法的に需給がクローズアップされやすい。コロナショック直撃の昨年、人民元、ユーロそして円が上昇したのは偶然ではないと筆者は考えている。これらは世界3大経常黒字大国の通貨である。

悲観ムードの高まりを警戒すべき芽は見られる。ここにきてインドで発見された変異株ウイルス（デルタ株）が感染拡大を続けていることから、ワクチン接種率で先頭に立っていたイスラエルでマスク着用義務が復活し、英国で行動制限の解除が見送られている状況には強い警戒を要する。現時点では、イスラエルにしても英国にしても、「接種していない層が変異株の感染に見舞われた」という状況であり、死者や重症者は制御されている（もちろん続報を待つ必要はある）。しかし、こうした「ワクチン接種先進国のつまづき」は今年のメインシナリオとして殆どの市場参加者が織り込んでいないものであり、とりわけ気温が下がり、感染症が流行しやすいと考えられる10～12月期、1～3月期の重大なリスクとして念頭に置くべきものと考えたい。例えば今冬に米国で再びロックダウンが行われるような展開になれば、金融市場がこれを冷静に受け止めるのは難しいだろう。

ワクチン接種先進国の成功をアテにして進んできたのが上半期のワクチン相場なのだから、「ワクチンでもやっぱり駄目だった」という帰結になれば、金融市場のシナリオも180度違うもの（米金利低下・ドル安）にならざるを得ない。これらは本欄のメインシナリオにとって極めて大きなリスクと考えるものの、エコノミストとして合理的に想定できる論点を逸脱しており、あくまで「想定される最悪のダウンサイドリスク」という認識にとどめておきたい。

◆ ユーロ相場の見通し～注目したい「新たな安全資産」誕生の可能性～

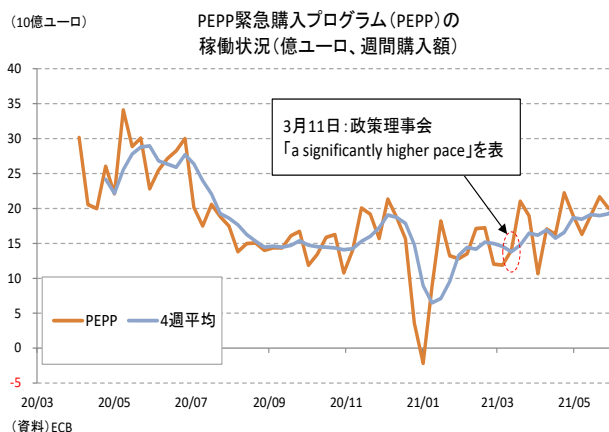
《ユーロ圏金融政策の現状と展望～PEPP のその先を考える～》

直前まで加速していた PEPP

6 月の ECB 政策理事会は現状維持を決定した。

3 月、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の購入ペースに関して「significantly higher pace」とした方針を見直すタイミング（四半期に一度）だったものの、引き続きこの文言は残されている。これは事前の ECB 高官発言からも想定できたものであり、驚きはない。例えば 5 月 26 日、パネッタ ECB 理事は日本経済新聞のインタビューに対して、6 月会合における債券購入縮小について「正当化できない」と断じていた。ラガルド ECB 総裁も議論することに時期尚早と述べていた経緯もあり、ECB 役員会では「significantly higher pace」の維持で意見集約されていたのだろう。

また、直近の実績を見ても足許では減速どころから加速していた（図）。6 月に入ってから購入ペースは週平均 200 億ユーロに到達しており、これは 1 年ぶりの大きさとなる。モメンタムが上向きになっているところ、急ブレーキをかけるという政策運営は元より考えにくかった。



成長率修正と購入ペース維持の齟齬をどう理解するか

直近の挙動に照らして購入ペース維持が妥当ということに違和感はないものの、問題はその決定に関するロジック付けである。今回改定された ECB スタッフ見通しによれば、実質 GDP 成長率見通しに関し、2021 年は+4.0%から+4.6%へ、2022 年は+4.1%から+4.7%へ、大幅に上方修正されている。これと平仄が合うように消費者物価上昇率 (HICP) も 2021 年は+1.5%から+1.9%へ、2022 年は+1.2%から+1.5%へ、やはりまとまった幅で引き上げられている。スタッフ見通しでは金融緩和のほか、財政政策や復興基金（正式名称「次世代の EU」、the Next Generation EU、NGEU）が実体経済を支え、ワクチン接種率の加速が迅速な制限解除並びに不透明感の後退をもたらすことを勘案している。

しかし、そうだとすると PEPP の「significantly higher pace」を維持したことで齟齬は残る。ラガルド総裁は雇用市場や消費行動、そして世界的な問題になっているサプライチェーンが被る後遺症 (scarring effect) の可能性を懸念していると口にしている。とりわけ労働市場に関しては現行の失業率 (8%) に潜在的な失業者も加えれば 15%程度の失業率であるとの見方を示しており、賃金ひいては物価の騰勢は抑制されとの見通しを示している。購入ペース維持はあくまで安全第一という基本姿勢の表れと理解される。とはいえ、同文言を挿入した 3 月は感染再拡大が懸念され、大陸欧州の各所でロックダウン措置が取られていた。当時と比較した実体経済の改善は鮮明であり、ドイツではそのような変化が地方選挙の結果にも影響した様子がある³。総合的に考えると、当時下した判断を残すことに違和感はある。ラガルド総裁は債券購入ペースには見解の相違が散見され、全会一致ではなかったことを認めており、ドイツを筆頭に今回の決定に疑義を抱くメンバーは複数いたのではないのか。

³ みずほマーケット・トピック 2021 年 6 月 9 日号『ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～』をご参照下さい。

もっとも、「今後3か月は季節的要因を含めた市場の状況に応じ、PEPPの備える柔軟性を活かしていく」とラガルド総裁は気になるコメントも残している。あくまで「significantly higher pace」は「年初の月（during the first months of the year）」、すなわち今年1月時点と比較した場合の話であることを思えば、会合時点の週平均200億ユーロは1～2月のほぼ倍ペースゆえ、実は足許対比では減速の余地がある。むしろ目先に予想されるユーロ圏経済の改善を前提にすればその可能性は高いだろう。なお、季節的要因とは毎年夏季休暇の際に買い入れを減らすことを指しており、これ自体は通常の動きだが、その分、9月を厚めに購入するということまでがセットである。注目点は9月の購入ペースになろう。

今後の政策運営の予想：PEPPの先にあるAPP活用

PEPPの公式期限は2022年3月である。この処遇に関する議論はまだ行われなかったようだが、年後半となってくれば間違いなく焦点になるだろう。真っ当に考えれば、現時点で段階的縮小（テーパリング）の話すらできていない以上、あと9か月でこれほど大規模なQEを完全に打ち切るのは難しいはずである。少なくともFRBのテーパリングが最速9月に始まったとしても、前回テーパリング（2013年12月～2014年10月）を例に取れば10か月間はかかっているので、2022年3月時点ではFRBはまだテーパリングの最中という可能性が高い。集団免疫の獲得時期で後れを取るユーロ圏の状況を踏まえれば、ECBの方が先に量的緩和を打ち切れるとは思えない。

もっとも、PEPPという枠組みとして資産購入を継続するかは議論の余地もある。ECBは定例プログラムとして拡大資産購入プログラム（APP）を有しており、現在でも月間200億ユーロを購入している。PEPPはその名の通り、「パンデミック」に対応する「緊急」プログラムであるため、あらゆる細かな仕様（制約、例えば発行残高や格付けなどに関するルール）が免除され、奔放な買い入れができるようになっている。果たして2022年以降にもそのような措置が必要かという議論はあって然るべきだろう。そこでPEPPは廃止した上でAPPに購入額を振り分けるというステップは考えられる。購入対象資産の適格性を検討した上で月間購入額を決めて継続することで出口戦略への一歩というアピールになるはずである。また、年後半には発表が見込まれるECBの新たな金融政策戦略と共にPEPPを葬り去るという動きも時宜にかなった意思決定になるのではないかな。

《欧州復興基金の誕生とその展望～「新たな安全資産」の登場か～》

直前まで加速して：ハミルトン・モーメントを見極める時

1年前、市場を賑わせたEUの復興基金が遂に稼働し始めた。6月15日には復興基金が初の債券発行（10年債、2031年7月満期）による資金調達に踏み切り、200億ユーロの募集に対し1420億ユーロと7倍の注文が入ったことが発表されている。欧州委員会の計画では2021年末までに800億ユーロ、2026年末までに8000億ユーロが発行される予定である（償還は2058年まで）。なお、復興基金の正式名称は「次世代のEU（NGEU：Next Generation EU）」であり、文字通り、パンデミック後のEUの未来を創生するための財源と位置づけだ。EUの今期多年度予算（2021～27年度予算）である1兆743億ユーロに、NGEUの7500億ユーロが加わり、総額1兆8243億ユーロにおよぶ大規模予算を投じること得意分野とする環境を始め、デジタル化の推進などが企図されている。

直近の経緯を少し振り返っておくと、EU経済・財務相理事会（ECOFIN）は5月31日、NGEUの独自財源に関する批准を完了し、6月1日からこれが発効した。これにより総額7500億ユーロの共同債券

(以下 NGEU 債) の発行を通じた資金調達が法的に可能となった。この 7500 億ユーロは返済不要の補助金として 3900 億ユーロ、返済を要する融資として 3600 億ユーロとして使用される予定だ。上述で「8000 億ユーロ」の調達計画となっているのは、将来の物価上昇を加味すればその金額が実質的に約 7500 億ユーロに相当するという話である。ちなみに、NGEU の中でもいくつかの費目に分かれており、中核は 7500 億ユーロのうち 6725 億ユーロを占める「復興・強靱化ファシリティ (RRF: EU Recovery and Resilience Facility)」である。この RRF の支援を受けるための復興・強靱化計画が提出され、その承認プロセスを経て必要な加盟国に財源が行き渡ることになる。まず、当面の EU においてはその承認プロセスを迅速化することが求められるだろう。

なお、米国の初代財務長官であるアレキサンダー・ハミルトンが各州の債務共通化 (財政統合) に奔走し、今日の米ドルの礎を作ったことにちなんで財政統合による合衆国誕生の瞬間を「ハミルトン・モーメント」と呼ぶことがあるが、今後は NGEU の下での債券発行がハミルトン・モーメントに発展して行くのか見極めていく局面に入る。 NGEU 債の誕生がハミルトン・モーメントに相当するかどうかは即断できないが、長期的な視点に立てば市場参加者にとって一大テーマである。

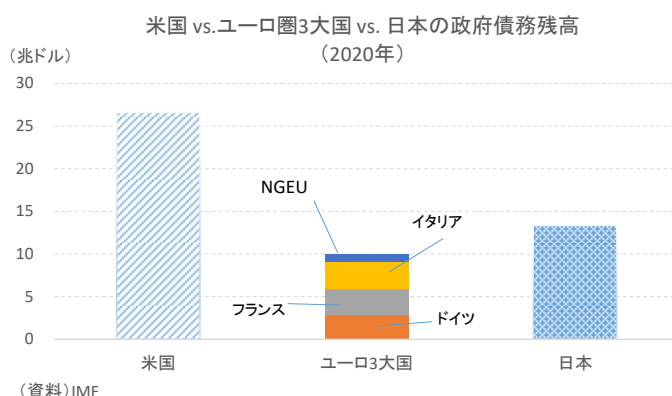
世界的な安全資産不足への一石

実際、安全資産は世界的に不足している (だから世界的に金利が消滅している)。NGEU 債は当然最高格付であり、米国債に次ぐ「新たな安全資産」になる可能性を秘めていると言って過言ではない。冒頭で紹介した初回発行の好調な滑り出しは、安全資産市場に一石を投じる存在としての注目度の高さを感じさせる。既に欧州委員会はコロナ禍の雇用維持を企図したプログラムである「緊急時の失業リスク緩和のための一時的支援策 (SURE)」の資金として 900 億ユーロのソーシャルボンド (SURE 債) を発行している。「社会問題解決のための資金」という時流に叶った発行方式もさることながら、「欧州委員会発行の債券」という事実が評価ポイントであろう。

NGEU 債の発行予定額は SURE 債 (総額 1000 億ユーロ) の 8 倍であり、年限も長期間にわたる。NGEU 債も、発行総額の約 30% に相当する 2500 億ユーロが環境債 (グリーンボンド) で発行される予定であり、これにより「金融市場における最大のソーシャルボンド (ESG 債、サステナブル債など呼称は色々だが、ここではソーシャルボンドと呼ぶ) 発行体になる」と欧州委員会は標榜している。環境分野における主導権を握り、規範を作っていきたい EU にとって政治的な思惑を大いに含んだ財政計画にもなっていることもポイントである。ESG 礼賛への賛否はさておき、現状を前提とすれば、「欧州委員会の発行するソーシャルボンド」は引く手数多なのではないかと推測する。

まだ米国債市場の半分以下という現実

もちろん、世界で最も流動性に優れ格付けも高い米国債と、生まれたばかりの NGEU 債を比較するのは時期尚早ではある。政府債務残高 (2020 年、IMF) をラフに国債市場の規模と見なし比較した場合、ドイツ、フランス、イタリアの 3 大国に NGEU 債の発行総額 (8000 億ユーロ $\approx$ 9760 億ドル、1 ユーロ = 1.22 ドル) を足



すと約 10 兆ドルになる。これは米国の半分以下であり、日本と比べても小さい。ユーロ圏 GDP に対して 70% 程度の金額であり、単一通貨導入のためのマーストリヒト基準をやや逸脱する程度に収まっていることが分かる。安定・成長協定のような財政出動に係る制約がユーロ圏経済および単一通貨ユーロの発展を妨げているという論調は根強いが、一理あるかもしれない。また、ドイツ国債はまだしも、イタリア国債はもちろん、フランス国債も最高格付けを得ているわけではなく、究極的に言えば「ユーロ建ての安全資産」はドイツ国債に限られる。そうした信用力の分断が、投資家にとってユーロ建て資産の運用を難しくしているという現実が透けて見える。「第二の基軸通貨」という大仰な言い方をするかどうかはさておき、欧州委員会がユーロの利用を一段と促し、外貨準備などにおける保有・運用も期待するのであれば、NGEU 債の継続的な発行と保有主体の多様化は追求すべき 1 つの道と考えられる。実際のところ、米国債に次ぐ安全資産が今後登場するとすれば、それは NGEU 債以外にないだろう。外貨準備の運用多様化は四半世紀の潮流であり⁴、NGEU 債に関心を持つ海外金融当局は少なくないはずだ。また、何かにつけて「買うものがない」という状況に直面しやすい ECB の金融緩和においても NGEU 債の存在は重宝されるだろう（欧州委員会発行の債券を ECB が購入するという構図が健全かどうかはさておき）。

気の長い話となる恒久化議論の行方

もちろん、NGEU という名称はあくまで現行の多年度予算におけるものであり、時限的な枠組みである。当然、NGEU 債も時限的な資金調達手段にとどまり、それゆえに「復興基金合意はハミルトン・モーメントではない」という主張もある。しかし、既存の危機対応基金である欧州安定メカニズム (ESM) も当初は欧州金融安定ファシリティ (EFSF) という時限的な存在から発展したものであり、これが債務危機中に恒久化されたという経緯がある。危機が仕組みを変えたのであり、今回もパンデミックなかりせば NGEU 債など到底実現していないだろう。結局、ハミルトン・モーメントかどうかは事後的にしか分からないものであり、今決断を下すものではない。

現行の多年度予算が終わる頃、次の多年度予算 (2028～34 年) を検討する際に、債務共有化は正式に議論されることになるだろう。筆者は共同債券市場の拡がり結果的にユーロの存在感を高め、価値安定にも繋がる必須の動きだと考えるものの、その道のりはいつも通り、非常に多くの内輪揉めを乗り越え、折衷案に折衷案を重ねなければならないだろう。それでも完成形に至るかどうかは確証が持てない。共通の財務省を作り、共通の予算の下で財政政策を統一化するという試みは「今世紀中に可能かどうか」というくらいの超長期的目線で進展を見守る必要がある。

《ユーロ圏経済の現状と展望～着実に進む日本化現象～》

妥結賃金は史上最低

ユーロ圏 5 月消費者物価指数 (HICP) は前年比+2.0%と 2018 年 10 月以来、2 年 7 か月ぶりの高水準を記録しているが、エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコを覗いたコアベースでは同+0.9%と半減するので、その殆どがエネルギー価格のベース効果を反映したものであることが分かる。もちろん、米国同様、行動制限解除が進んで需要が復調になる一方で、实体经济における供給制約が残る状況が続いていることから、それがサービスやエネルギー以外の鉱工業財など物価全般を押し上げている事実もある。

⁴ みずほマーケット・トピック 2021 年 4 月 14 日号『多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～』をご参照下さい。

しかし、右図で示されるように、総合とコアの動きがかけ離れており、明らかに域内物価の趨勢は弱いままと考えるべきである。なお、リーマンショック直後で欧州債務危機も併発していた2009年1月から2012年12月までの4年間、「賃金の塊」とも言えるサービス物価は平均+1.7%程度で推移していたが、2020年1月から2021年5月までは平均+1.0%程度まで切り下がっている。厳密には+1.0%台に復帰したのは2021年に入ってからであり、昨年は1.0%未満が常態化していた。サービス物価がここまで低迷したことはユーロ発足以来で初めてである。

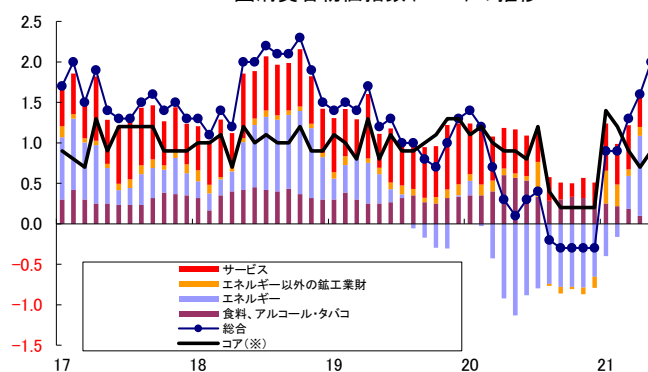
ECBは四半期に1度、域内の妥結賃金の動きを調査・分析しているが、2021年1～3月期は前年比+1.36%とユーロ圏創設以来、史上最低の伸び幅だった(図)。もちろん、雇用・賃金情勢は景気の運行系列であり、この数字は「悲観の極み」である2020年を色濃く反映したものである。しかし、一度切り下がった賃金が元の水準を回復するかどうかは日本の経験を踏まえると不安もある。図を見る限り、リーマンショックを契機として域内の妥結賃金は緩やかに伸びが減速しており、それがHICPの4割を占めるサービス物価を規定する部分は小さくないと考えられる。

インフレ期待も確実に切り下がっている

現実の物価に合わせインフレ期待も反転している。ECBの重視する5年先5年物インフレスワップフォワード(BEI)は1%を割り込んでいた1年前から切り返し、コロナ前の水準を回復している。とはいえ、HICPにおけるサービス物価や妥結賃金と同様、リーマンショックや欧州債務危機を契機としてインフレ期待は確実に切り下がっている。現在推移している1.5%から1.7%程度というゾーンはコロナ以前に推移していた水準

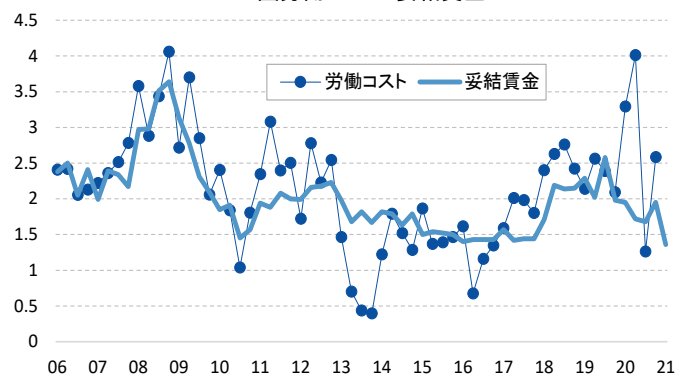
だが、2%以上が当然であった2014年以前とはだいぶ状況が変わっているのも確かである。来年以降、アフターコロナの機運がはっきりし始めた時に、再び「1.5～1.7%」でインフレ期待が安定するのか、それとも妥結賃金の動きが示唆するように、さらに低いレンジで推移することになるのかは注目したい。その点に判断がつかない状況でECBが明確な正常化プロセスを進めるということもないだろう。

(%, 前年比) ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の推移



(資料) Datastream ※コアは「エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除く」

(%, 前年比) ユーロ圏労働コストと妥結賃金



(資料) Macrobond、※妥結外賃金もあるので実際の労働コストの伸びとは差異が出る

5年先5年BEISワップフォワード

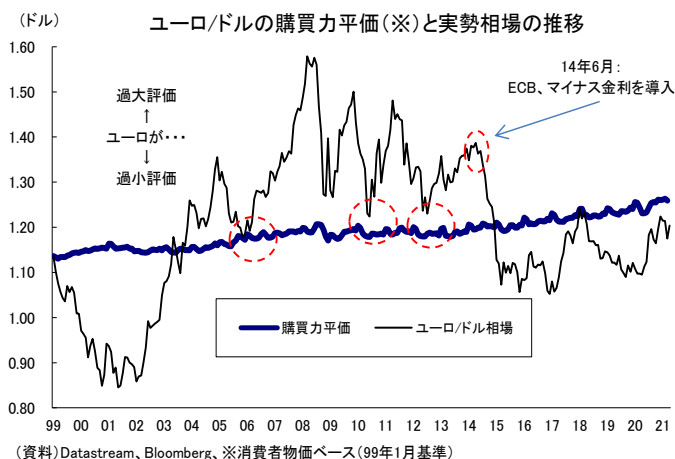


(資料) Bloomberg

円高の歴史を彷彿とさせるユーロ

このようにユーロ圏においてデフレの粘性性が相応に確認されており、世界最大のバランスシートを誇る ECB の金融政策運営をもっても解決できていないという事実は留意しておきたい。これはユーロ相場の展望を検討する上でも大事な視点である。日本経済と円の歴史が証明してきたように、ドル/円の歴史は円高の歴史、円高の歴史はデフレの歴史だった。もちろん、ユーロ圏は物価下落（デフレ）にまで陥っているわけではないが、物価が上がりなくなるデフラインフレが常態化すれば、理論的にユーロの購買力は上がっていくことになる。例えばユーロ/ドル相場を例にとると、その購買力平価（PPP）は徐々に切り上がっていることが分かる（図）。実勢相場が PPP 付近で推移する時間は決して長くないものの、PPP に向けて収斂する傾向は理論的に支持されるものだ。

筆者が拙著『欧州リスク 日本化・円化・日銀化』を刊行し、ユーロ圏のデフラインフレ傾向や望まぬユーロ高の可能性を説いたのが 2014 年だ。あれから 7 年が経過し、懸念は確実に現実のものになっていると感じる。そうした大局観を持ち、ユーロ圏の経済・金融情勢並びにユーロ相場を考察していきたい。



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。