

# 中期為替相場見通し

2021 年 8 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～コロナ前に戻れない唯一の先進国通貨「円」～

|                                     |     |
|-------------------------------------|-----|
| 日本経済の現状と展望～「円」は「中進国」通貨の様相～          | P.3 |
| 米国経済の現状と展望～完全復元が見えた米国の雇用情勢～         | P.5 |
| 米金融政策の現状と展望～正常化プロセス見通しは不変～          | P.6 |
| メインシナリオへのリスク点検～崩れるソフトデータは世界経済の黄信号か～ | P.8 |

### ◆ ユーロ相場の見通し～注目される PEPP の処遇～

|                                     |      |
|-------------------------------------|------|
| ユーロ圏金融政策の現状と展望～今後の火種となりそうな新ガイダンス～   | P.11 |
| ※補論 ドイツ総選挙の読み方～「CDU/SPD の下野」も否定できず～ | P.14 |

## 【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

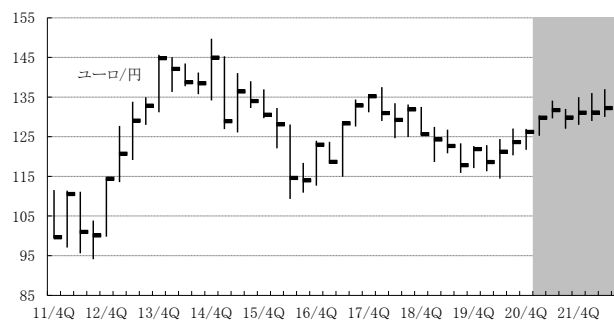
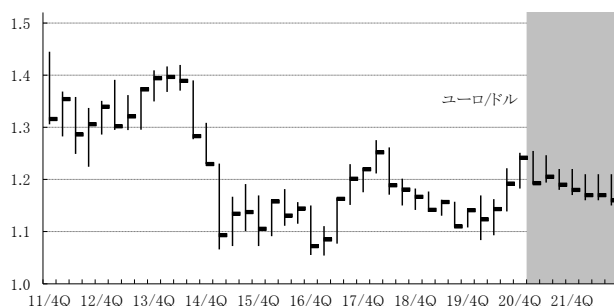
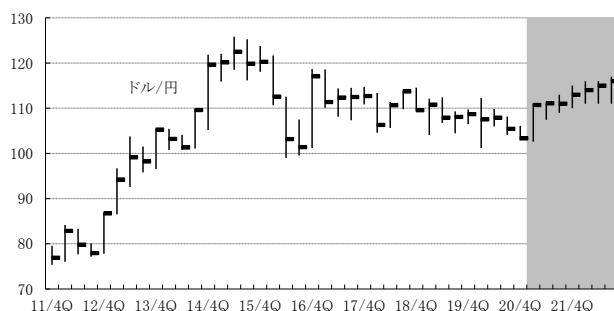
8月のドル/円相場も動意を欠いた。為替市場において「円が最弱」という構図は変わっておらず、これはひとえに日本経済への評価が低いことの裏返しなのだと考えられる。同じ構図は株式市場でも確認することができ、日本株の出遅れは際立っている。根拠薄弱な漫然とした行動規制で成長機会を逸し続ける日本を回避するように投資マネーは動いている。日本と海外の経済格差が早晩解消される雰囲気は感じられず、円も日本株もアップサイドを期待するのは非常に難しいと考えたい。確かに、デルタ変異株を筆頭として今後も新型コロナウイルスの感染拡大は世界経済にとって大きなリスクだが、欧米はこれと上手く共存し、実際に高い成長率を実現している。日本もワクチン接種率が順当に高まっており、それ自体は朗報である。だが、高いワクチン接種率は経済の正常化とセットで評価されるものであり、日本のように「ワクチン接種後も緊急事態」を決め込む国に投資する理由はない。米金融政策の正常化プロセスが1~2会合遅延する可能性は確かに出てきているものの、それをもって円や日本株が評価されることはない。それほど米国(や欧州)と日本の差は広がっている。このような現状を踏まえる限り、予測期間中のドル/円相場の堅調は相当に確度の高い物であると筆者は考えている。

片や、8月のユーロ相場も軟化した。特にユーロ側でネガティブな材料が出たわけではないが、ECBの金融政策が早晩、正常化プロセスに着手できる気配はない。FRBとの対比を念頭に置けば、欧米金融政策格差がユーロ売り・ドル買いを促しやすい状況は確かにある。目下、ECBの政策運営の主砲であるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)はあくまで「パンデミックが終わるまで」が継続条件ゆえ、近々に撤収が検討されることは難しいだろう。もっともユーロ圏経済は今のところ良好な状態を維持しており、7月IMF見通しなどが上方修正されたばかりであることを思えば、PEPP増額ということもないだろう。当面はPEPPの増減を正当化する理由を見出すのが難しいことから、「静観が吉」の情勢が続くと考えたい。かかる状況下、テーパリングや利上げに向けて着々と歩を進めるFRBとの格差は拭い難いものがあり、ユーロ/ドル相場の軟化は避けられないであろう。とはいえ、「世界最大の経常・貿易黒字」という鉄壁の需給を抱えていることも思えば、大崩れも避けられるはずである。さらに言えば、日本との対比で言えば、大きな貿易黒字を抱え、新型コロナウイルスとの共存戦略もある程度は進捗しているという点は強みになりそうであり、対円では堅調な推移を期待したいところである。

## 【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

|        | 2021年<br>1~8月(実績)           | 9月                    | 10~12月期               | 2022年<br>1~3月期        | 4~6月期                 | 7~9月期                 |
|--------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ドル/円   | 102.60 ~ 111.63<br>(109.89) | 109 ~ 113<br>(111)    | 110 ~ 115<br>(113)    | 111 ~ 116<br>(114)    | 111 ~ 116<br>(115)    | 111 ~ 117<br>(116)    |
| ユーロ/ドル | 1.1664 ~ 1.2349<br>(1.1801) | 1.16 ~ 1.20<br>(1.17) | 1.15 ~ 1.20<br>(1.16) | 1.14 ~ 1.19<br>(1.15) | 1.14 ~ 1.19<br>(1.15) | 1.13 ~ 1.19<br>(1.14) |
| ユーロ/円  | 125.10 ~ 134.12<br>(129.67) | 127 ~ 132<br>(130)    | 128 ~ 135<br>(131)    | 129 ~ 136<br>(131)    | 130 ~ 137<br>(132)    | 130 ~ 138<br>(132)    |

(注) 1. 実績の欄は8月31日までで、カッコ内は8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～コロナ前に戻れない唯一の先進国通貨「円」～

### 《日本経済の現状と展望～「円」は「中進国」通貨の様相～》

#### 「緊急事態宣言の形骸化」を象徴した 4～6 月期 GDP

8 月、内閣府より公表された 2021 年 4～6 月期 GDP（速報値）は物価変動の影響を除いた実質ベース（季節調整値）で前期比+0.3%、年率換算では+1.3%だった。日本経済研究センターのまとめる「ESP フォーキャスト」における予想中央値（前期比年率+0.66%）も上回っており、仕上がり自体は「強め」と評価すべきものである（以下特に断らない限り実質ベース、前期比の議論とする）。

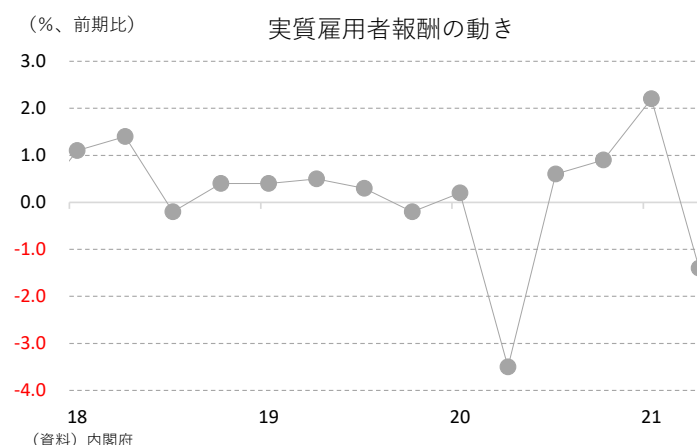
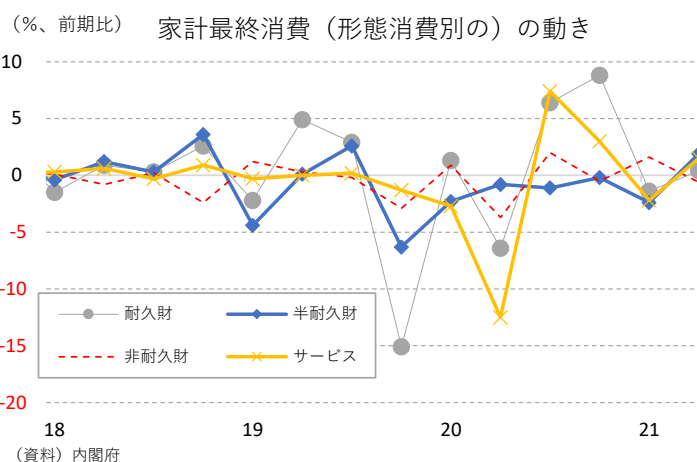
既報の通り、最大の理由は民間最終消費

費が+0.9%、その中核をなす家計最終消費は+0.8%と伸びたことである。「ESP フォーキャスト」では民間最終消費に関し

▲0.1%超の減少が見込まれていた。そこで家計最終消費を形態別（耐久財・半耐久財・非耐久財・サービス）に見ると、サービス消費が+1.5%と大きく伸びたことが特筆される。旅行や外食、その他娯楽などが包含されるサービス消費は緊急事態宣言やまん延防止等重点措置による影響を最も受けやすいはずだが、ほぼ緊急事態宣言下にあったはずの 4～6 月期で大きく伸びた。宣言対象地域が限定されていることから従前の緊急事態宣言と同様のダメージを想定するのも適切ではないものの、サービス消費の加速は巷で取りざたされる「緊急事態宣言の形骸化」を象徴するような動きと見受けられる。西村経済財政・再生大臣の「正直に言って非常に複雑な思いだ」との発言が全てを物語っている。

また、耐用年数が比較的短く、耐久財（自動車など）に比べて高額ではないものは半耐久財と分類され、衣類、履物、鞆、靴などが対象となるが、これも+1.9%と大きく伸びている。半耐久財が前期比で増加したのは 2019 年 7～9 月期以来、7 四半期ぶりである。「自粛せずに外に出る」という消費者行動に伴って、それまで出番の少なかった半耐久財を求める動きが表出したのではないか。とはいえ、今回見られた消費の力強さはあくまで抑圧されていた需要（ペントアップディマンド）の結果であり、日本経済の力強さを示すものではないだろう。雇用者報酬は▲1.4%と昨年 4～6 月期以来、1 年ぶりの大幅減少を記録している。見通せる将来において行動制限が解除される雰囲気はないが、解除されたとしても消費を焚きつける雇用・賃金情勢は心強いものではない（図）。

また、耐用年数が比較的短く、耐久財（自動車など）に比べて高額ではないものは半耐久財と分類され、衣類、履物、鞆、靴などが対象となるが、これも+1.9%と大きく伸びている。半耐久財が前期比で増加したのは 2019 年 7～9 月期以来、7 四半期ぶりである。「自粛せずに外に出る」という消費者行動に伴って、それまで出番の少なかった半耐久財を求める動きが表出したのではないか。とはいえ、今回見られた消費の力強さはあくまで抑圧されていた需要（ペントアップディマンド）の結果であり、日本経済の力強さを示すものではないだろう。雇用者報酬は▲1.4%と昨年 4～6 月期以来、1 年ぶりの大幅減少を記録している。見通せる将来において行動制限が解除される雰囲気はないが、解除されたとしても消費を焚きつける雇用・賃金情勢は心強いものではない（図）。

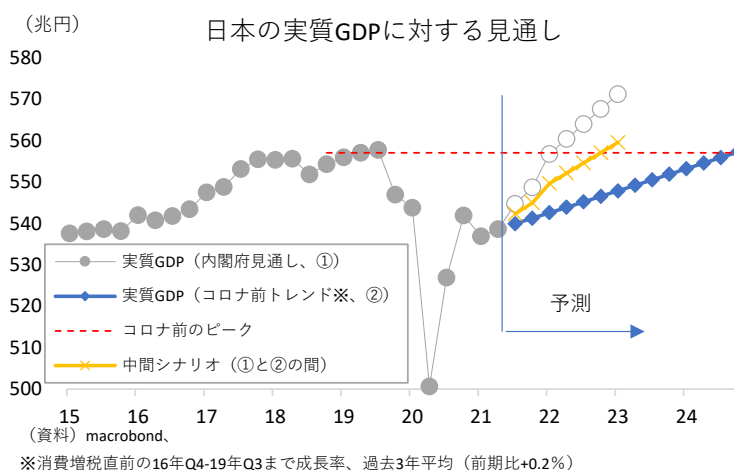


## 半導体不足によるマイナスは徐々に剥落の想定

片や、内需のもう 1 本の柱である設備投資の伸び (+1.7%) は概ね予想通りだった。企業部門に関連して今後の動静に注目すべきは民間在庫投資である。今回、民間在庫投資は実質 GDP 成長率全体（前期比 +0.3%）に対して▲0.2%ポイントとマイナス寄与を記録している。再三報じられているように半導体供給に制約がある中で自動車など生産活動にも影響が出ており、在庫取り崩しが先行していることの結果と推測される。現在報じられる材料を見る限り、半導体の供給制約は来年初頭まで続くとの見方が多そうであり、生産活動が本来の能力を発揮するまでに時間を要すると考えられる。もともと、供給制約の度合い自体は徐々に緩和されてくることを思えば、半導体不足という要因が成長率を押し下げる度合いも徐々に小さくなっていくと考えるのが自然だろう。

## 内閣府試算はもはや使えず

マイナス成長を回避できたという事実は喜ばしいが、同期の成長率（前期比）に関し、米国は+1.6%、ユーロ圏は+2.1%である。この期に及んでも日本は欧米の成長率の半分にも満たない歩みを強いられているという事実は重く、ここまで出遅れたことで「コロナ前を復元」も相当先延ばしになる。7月、内閣府が発表した2021～2022年度の経済見通し（年央試算）はワクチン接種に応じた国内消費の持ち直しや海外経済回復に伴う設備投資および輸出の持ち直しの結果、実質 GDP 成長率に関して、2021年度が+3.7%、2022年度が+2.6%になると試算されている。この試算通りに7～9月期、10～12月期に等速で成長した場合、年末の実質 GDP は絶対額で548.7兆円程度まで回復する。これは2019年10～12月期の547兆円を超えるので、一応は「コロナ前を復元」ということになる。だが、図示されるように、そもそも2019年10～12月期は消費増税や台風19号の影響で当時としては5年半の低成長（前期比▲1.9%）を経験している。名実ともに「コロナ前を復元」と言い張るには2019年7～9月期の水準（557兆円）まで回復することを期待するのが筋である。内閣府見通しが正しければ、2022年4～6月期にはこの水準を超えるが、変異株の感染拡大やこれに伴う緊急事態宣言の拡大・延長を踏まえれば、もはやそうした展開になるまい。



## 日本経済がコロナ前に復活するのは2023年以降

2019年7～9月期までの3年間（12四半期）の成長率は平均+0.2%だった。仮に来期（2021年7～9月期）以降、このペースで成長すると仮定した場合、557兆円を超えてくるのは2024年10～12月期になってしまう。とはいえ、感染終息に伴うペントアップディマンドが発揮されることを思えば、こうした成長軌道は保守的な想定に過ぎるだろう。楽観的な内閣府見通しを①、そうした保守的な想定を②とした場合、その間の③の成長軌道を描くとしたら、2022年10～12月期には557兆円を超えられそうである。とはいえ、①のシナリオがかなり楽観に傾斜している事実を踏まえれば、そうした中間シナリオもや

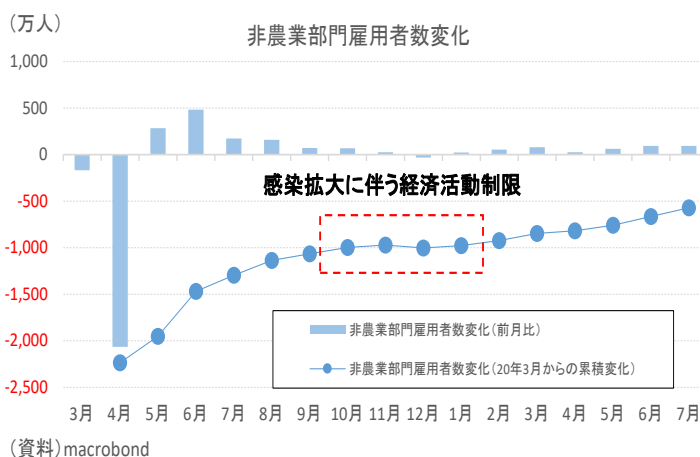
や割り引いて受け止めるべきものだろう。とすれば、日本経済がコロナ以前の水準を名実ともに復元してくるのは2023年に食い込むということになるのか。既に復元してしまった中国や米国、年内の復元が確実視される欧州との距離はあまりにも大きく、こうした実体経済の格差がそのまま株や為替など、資産価格の見通しに反映されるというのが筆者の基本認識である。

## 《米国経済の現状と展望～完全復元が見えた米国の雇用情勢～》

### 実現に近づくウォラー想定

米7月雇用統計は非農業部門雇用者数

(NFP) 変化に関し、前月比+94.3万人と市場予想の中心(同+85.0万人)を超え、元々強い結果が上方修正された6月(同+93.8万人)からも加速している。7月雇用統計の公表直前となる8月2日、ウォラーFRB理事は「向こう2回分(※7月と8月)の雇用統計が自分自身の予想通りになれば、2022年の利上げに向けた体制を整えるため、テーパリング(量的緩和の段階的縮小)に早期に着手し、迅速に進める必要がある」と発言し、「9月にテーパリング決定、10月に着手」とのシナリオの妥当性に言及していた。同理事からは7月と8月の2か月間で雇用が160～200万人増加した場合、失われた雇用の85%が9月までに回復したことを意味し、テーパリングを長引かせる理由はないという説明がなされていた。昨年4月時点で失われた雇用は▲2236万人に達していたが、7月の結果を受けて▲570万人まで圧縮されており、これで約75%の雇用復元が完了したことになる。緩和縮小を検討するのは必然だろう。2021年の動きを振り返ると、年初来7か月間で平均+61.7万人/月、過去3か月間で平均+83.2万人/月となる。同理事の発言直後は「2か月で160～200万人の増加」は難易度が高いと見られたが、もはや絵空事ではなく正常化プロセスは順調に進捗しそうである。7月に94万人の増加を果たしたので、8月は70万人弱の増加でウォラー理事の想定が実現する。十分現実的な数字だ(以下NFP変化は特に明記無い限り前月比とする)。

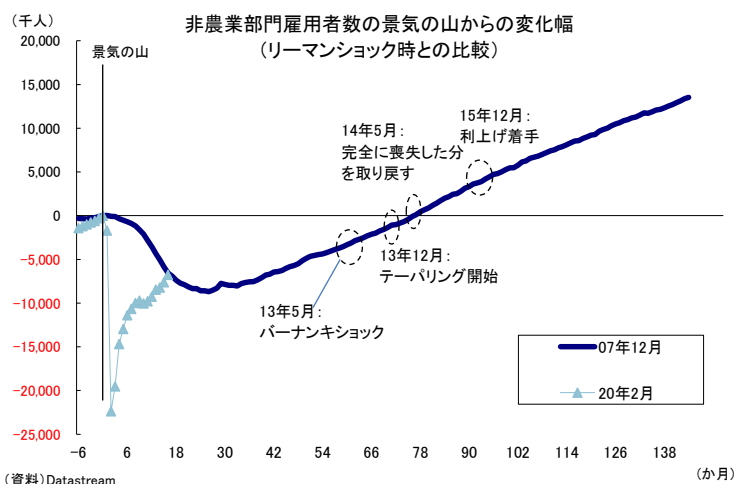


### あと10か月で完全復元へ

業種別に見ると、行動規制で割を食ってきた娯楽・ホスピタリティが38.0万人と全体の4割を占めている。娯楽・ホスピタリティに関し、昨年3月からの変化は▲173.7万人で当初失われた雇用量(▲822.4万人)に対して78.9%の復元率である。娯楽・ホスピタリティのうち宿泊・飲食に限れば80.6%である。これらの復元率はNFP全体の復元率(74.5%)を超えるもので、行動規制対象業種におけるこうした動きは米国経済が正常化に向かっていることを感じさせる。ちなみに運輸・倉庫業では92.9%、小売業では88.6%とさらに高い復元率を実現しており、これらは旺盛な個人消費と行動規制の解除が相まって正常化が一步進んでいる業種と見受けられる。そのほか多くの業種を見渡しても概ね70～80%程度の復元

率であり、少なくとも雇用の「量」という面で危機前の世界が視野に入りつつある。

リーマンショックを伴う前回の後退局面では失われた雇用が完全復元するのに 7 年以上の年月が必要だったことと比較すれば、今回の復元ペースは比較にならないほど速いという事実は FRB にとって心強いものだろう。なお、7 月の失業率は 5.4% と前月の 5.9% から ▲0.5% ポイントも低下しており、2020 年 3 月以来 1 年 4 か月ぶりの低水準を記録している。現在、FRB



スタッフ見通しで想定される自然失業率（4.0%）までには距離があるが、確実にそこへ接近している。

## ドル/円相場は例年になく底堅い

前月比の変化に関し、NFP が+90 万人を超えたり、失業率が ▲0.5% ポイントも低下したりする動きは過去に経験の無いものだ。実体経済の回復軌道が異なるのだから、金融政策の正常化プロセスの軌道も異なってくるのが自然であり、量的緩和の段階的縮小（テーパリング）に 1 年かかった前回は踏襲する必要はない。2021 年 9 月にテーパリングを決定、同年 10 月（遅くとも 12 月）に着手、2022 年 6 月（遅くとも 7 月）に完了というイメージはそれほどズレたものではないだろう。例えば 7 月 30 日、ブラード・セントルイス総裁は今秋にテーパリングを開始し、2022 年初頭に完了させ、必要に応じて 2022 年中の利上げ実施を可能にするため「かなり速いペース」でテーパリングを進めることに言及している。2022 年中の利上げを前提にした政策運営は FOMC の中でも極端な意見の 1 つだろうが、足許の景気回復ペースを前提にすればあり得ない話ではない。

テーパリングの期間を今年秋から来年秋までの 1 年間と保守的に見積もったとしても、終了は 2022 年 9 月ないし 10 月である。とすれば、現在のドットチャートが示唆する「2023 年に 2 回利上げ」というのはそれほど突拍子もない想定とは言えない。かかる金融政策見通しの下で、先進国で圧倒的に出遅れている日本の円が対ドルで上昇する可能性は非常に低いと考えるのが妥当ではないだろうか。筆者は引き続きドル/円相場の底値は例年になく堅いものと予想している。

## 《米金融政策の現状と展望～正常化プロセス見通しは不変～》

### 正常化プロセスは視界良好

8 月は FOMC がなかったものの、FOMC 議事要旨（7 月 27～28 日開催分）が公表されている。当該会合が実施されて以降、本稿執筆時点に至るまでデルタ株の感染拡大は勢いを増しており、最終決定まで予断は許さないが、既定路線を揺るがすほどの話にはなっておらず、本欄の想定するパスは不変で問題ないと考えたい。メンバーの抱える問題意識および展望を最も良く示していたのは以下の部分だ：

- Most participants judged that the Committee's standard of "substantial further progress" toward the maximum-employment goal had not yet been met. At the same time, most participants

remarked that this standard had been achieved with respect to the price-stability goal

殆ど (most) のメンバーが「2つの責務 (dual mandates)」に関し、「物価の安定」は実現されている一方、「雇用の最大化」は実現されていないと考えているとある。つまり、7月時点でテーパリングに踏み切れなかった理由は雇用情勢にあり、物価情勢についてはもはや障害にならないという趣旨である。

その後、やはり殆ど (most) のメンバーが「米国経済が見通し通りに推移すれば、年内にテーパリングを開始することが適当」との判断を示したとされている。この際、数名 (several) のメンバーからは雇用情勢への不安はもちろん、物価情勢に関しても不透明感が拭えないことから「来年の早いうち (early next year)」が適当であるとの意見もあったようだが、結局、「年内か年明け直後か」という程度の話にも見受けられ、「正常化プロセスへの着手」で意見集約されていることは間違いない。8月17日の講演やジャクソンホール経済シンポジウムにおける講演でもパウエル FRB 議長はデルタ変異株が経済に著しい影響を及ぼすかどうかについて言質を与えておらず、金融政策運営が大きく修正される可能性は今のところ見受けられない。今のところはあくまで視界良好と整理して差し支えないだろう。

### テーパリングの着地点は 2022 年前半か？

もはや注目は「テーパリングの可否」ではなく「テーパリングのペース」に移っている。今回の議事要旨ではこの点に関するヒントも見られ、多く (many) のメンバーが「利上げの条件が満たされる前に資産買入を終了しうることの潜在的な便益 (potential benefits)」を指摘したとある。それと同時に、テーパリング開始と利上げ開始の条件は分けて考えるべきという点も指摘されている。あくまでテーパリングと利上げは別の次元で考えるべきとの強い主張が見られ、テーパリング決定直後に利上げ観測がにわかに高まることを警戒している様子が窺い知れる。ちなみに、数名 (several) のメンバーからはテーパリングの早期開始によってペースを緩やかにすることが可能であり、市場への過剰な引き締め影響も緩和されるとのメリットが言及されている。こうした意見も近々のテーパリング決定を支持するだろう。

「緩やかなペース」がどの程度を指しているのかによってテーパリングの着地点が見えてくるが、例えば前回 (2013 年 12 月～2014 年 10 月) は月間 850 億ドルの資産購入を 100 億ドルずつ減少させ、計 10 か月間かけてテーパリングが行われた。しかし、過去の本欄でも繰り返し述べているように、前回と今回では景気の回復軌道が違い過ぎる。緩やかな悪化と回復を経験した前回に対し (もっとも当時としてはそれでも急激と言われていたが)、今回は急激な悪化と回復を 1 年で済ませている。正常化プロセスの遅延がインフレ高進に結びつく懸念も今回の方が遥かに大きいはずであり、月間 100 億ドルずつというペースはあまりにも小さいように感じられる。現在、FRB は米国債で 800 億ドル、政府機関債および住宅ローン担保証券 (MBS) で月 400 億ドル、計 1200 億ドルの月間購入を続けている。今年 10 月から起算して、テーパリングペースが 150 億ドルずつならば 8 か月後 (2021 年 6 月)、200 億ドルずつならば 6 か月後 (2021 年 4 月) に完了する。漠然とした着地点として「2021 年前半」が想像される。なお、現行の資産購入は特定部門への資金配分を意図していないとの思惑から、国債と MBS の購入は比例的に同時に減少させるというのが殆ど (most) のメンバーの意見とされている。

もちろん、数名 (several) のメンバーは、今後の感染動向次第では資産購入ペースの適切な軌道に関して再考する可能性を示唆している。これは米国に限らず万国共通のリスクであり言及せずとも認知されている論点だろう。いずれにせよ、テーパリングに関し「9 月決定、早ければ 10 月着手、遅くとも年

内着手」は本欄で想定する通りであり、今回の議事要旨はこれを確認するものであったと考えられる。

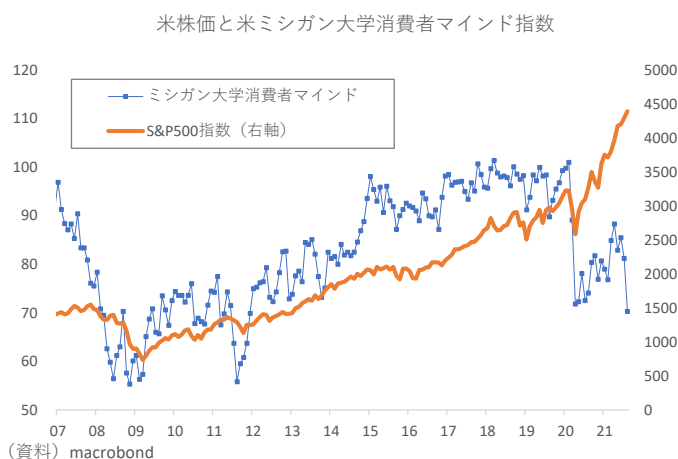
今後、雇用統計を筆頭とする米経済指標の仕上がりやデルタ変異株を筆頭とする新型コロナウイルス感染拡大の状況次第でテーパリングに関する意思決定のタイミングが1〜2会合ずれる可能性はある。だが、それだけの話であり、為替相場の大勢を議論する上では差し支えないだろう。引き続き今後1年間に関しては、米金利とドルの相互連関的な上昇が続くとの基本認識を維持したい。

## 《メインシナリオへのリスク点検～崩れるソフトデータは世界経済の黄信号か～》

### 世界で崩れ始めたソフトデータ

8月に入り、各種のセンチメント指標が軒並み悪化している。例えば、以下で見るように8月13日に発表された米7月ミシガン大学消費者信頼感指数（速報値）は2011年以来、約10年ぶりの低水準まで急落している（確定値もおおむね変わらず）。欧州でも8月23日に発表されたPMIが総合・製造業・サービス、いずれにわたっても久しぶりの悪化を示した。欧米に限らず、デルタ変異株の感染拡大が需要抑制やサプライチェーン毀損に及んでいることで世界的にこのような動きが散見されており、新たなリスクオフ局面の到来を告げるものかどうか判断を迫られる状況にある。コロナ禍において、センチメント指標のようなソフトデータは上下に大きく振れやすくなっているため、拙速な悲観傾斜は避けるべきだが、今後のリスク材料には違いない。

具体的に米8月ミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は70.3と2011年12月以来の低水準まで急落した。昨春以降に積み上げてきた改善幅を全て吐き出してしまった。同指数は調査サンプル数が少ない（速報は300名、確報は500名）こともあってブレが大きいとされるが、10年ぶりの低水準まで米家計部門が動揺しているという事実は真摯に受け止めたい。高止まりする物価上昇率に加え、デルタ変異株の感染拡大を嫌気した結果と見受けられるが、こうした傾向が広がっていけばFRBの正常化プロセスに何らかの影響が出ないかどうかは懸念されよう。



現状、消費者心理の悪化に応じて株価が動揺する展開にはなっておらず、依然として過去最高値圏を維持している。こうした消費者心理の悪化が個人消費や設備投資など成長のけん引役となる計数に影響してくれば、本欄のメインシナリオ修正など大きな話に発展する可能性は否めない。

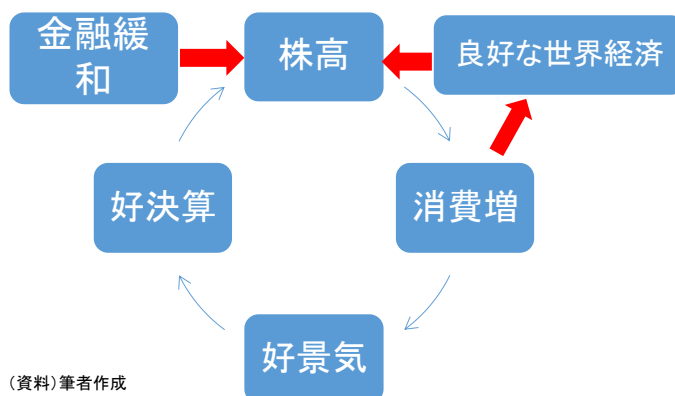
### 「悪い金利上昇」になりかねない正常化プロセス

とはいえ、上記で見られるような消費者心理と株価の水準の大きな乖離は気がかりである。過去の本欄でも論じたように、世界中で金利が消滅している状況を前提にすれば、株式は稀少な「定期的にインカムを生む資産」として選好されやすい。よって、消費者や企業など民間部門の心理状態を無視して騰勢を続ける可能性は依然あり得る。しかし、これは金融緩和（低金利）の継続が自明の前提だったからこそ維持できた構図でもある。FRBが世界の調達コストであるFF金利を上げれば、これに連れて様々な金利が

上向きとなる。そうなるほど株式が「定期的にインカムを生む資産」として魅力を放ち続けるのは難しくなる。基本的に米国経済は金融緩和により株価が（恐らくはフェアバリューよりも）高くなること自体が景気対策になってきた。それは米国の家計金融資産の 30% 以上が株式という構造ゆえ資産効果が期待できるからである。そうして立ち上がった米国経済の需要が世界経済をけん引する側面もあったことは否めない（表）。しかし、このまま消費者心理を端緒とする実体経済の回復がつ

いてこなければ、それは単なる「悪い金利上昇」として株式市場からアラームが鳴り、これに呼応するように FRB が正常化プロセスを急旋回させる恐れはある。現在はその瀬戸際にあるのかもしれない。

米国および世界経済の好循環イメージ



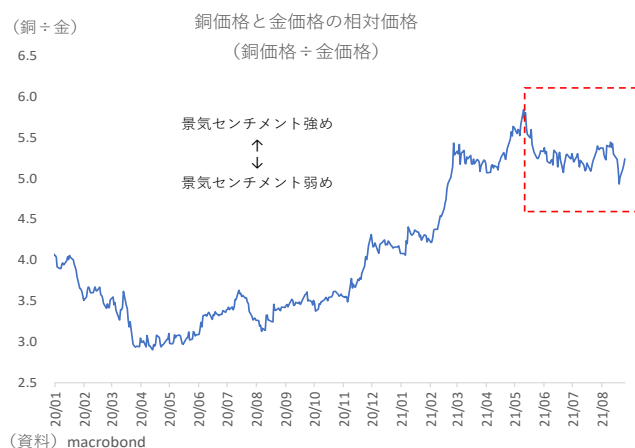
(資料) 筆者作成

### 「変異株の感染拡大」に加え「地政学リスクの増大」も

さらに悪いことに 8 月中旬には、アフガニスタンの反政府勢力「タリバン」が首都カブールを制圧するというニュースが飛び込んできており、8 月 30 日には米軍の完全撤退が公式に発表されている。既にバイデン米大統領はアフガンからの「秩序のある安全な撤収」を確保するために米軍部隊のさらなる増派を認める方針を示している。前政権との対比も意識して人権重視を押し出してきたバイデン政権にとってタリバンの全土掌握とこれに付随する人権侵害行為の拡大は痛手と考えられる。その後も混乱を極める当地の様子は再三にわたって報じられている。こうした事案の経済・金融情勢への打撃はまだ判然としないが、「地政学リスクの増大」は FOMC 声明文などでリスク要因として言及される筋合いのものでもある。少なくとも正常化プロセスの障害と整理すべきだろう。また、バイデン政権の支持率低下に直結するとの解説も多く、それ自体が家計・企業部門に良くない影響を与える可能性も懸念される。「変異株の感染拡大」に「地政学リスクの増大」が重なったことで 9 月に決定できるはずだった量的緩和の段階的縮小（テーパリング）が後ろ倒しになるリスクも否めない。もっとも、経済・金融・社会情勢に関し  
て言えば、日本と米国の格差は当面非常に大きいことに変わりはない。テーパリングを筆頭とする正常化スケジュールが多少後ろ倒しになっても本欄で想定するドル/円相場のパスを大きく変える必要性は今  
のところないというのが筆者の基本認識である。

### 銅金レシオに変調

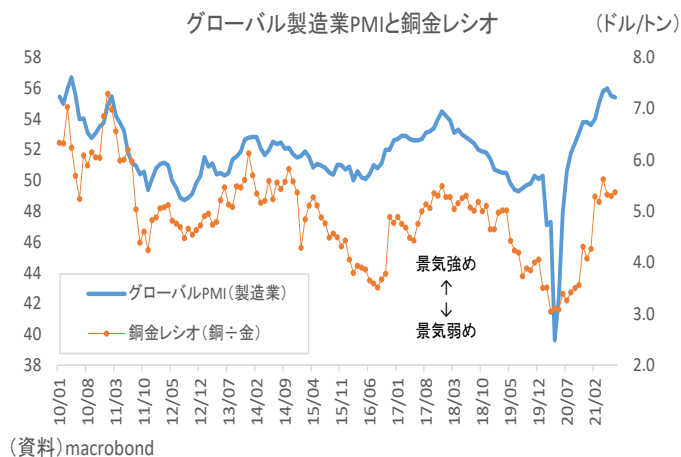
ソフトデータの悪化と共にセットで知っておきたい計数もある。過去 3 か月程度を振り返ってみると、ここにきて銅価格の下落および金価格の上昇が同時並行で進んでおり、結果として景気先行指標である銅金レシオ（銅÷金）が低下傾向にある。この動きが一過性かどうかはひとえに感染拡大状況に依存するが、今年上半期の世界経済は



ペントアップディマンドという「追い風」も寄与していたはずである。とすれば、デルタ変異株の感染拡大とは無関係にある程度の減速は不可抗力というのも事実だろう。いずれにせよ、冒頭述べたようなソフトエビデンスと異なり、金属、とりわけ原油のように価格維持を目的とした増減産が行われない銅は実需を反映しやすい計数として知られる。銅の年間消費量の半分は中国の需要を反映したものであることはよく知られた事実であり、世界経済の趨勢と直結する。

例えば銅金レシオとグローバル製造業 PMI

の関係は安定しており、ここもとで見られ始めている PMI の軟化が単なる心理的な悪化ではなく実体経済の収縮を伴うものである可能性も否めない。この意味で銅金レシオと各種 PMI などとセットで理解することを推奨したい。なお、世界的に製造業の稼働率が本当に落ち込んでいくのだとすれば、供給制約に起因するインフレ圧力が一段と高まる懸念に直結しかねない。この点は「景気減速による需要減退」と「感染拡大による供給減退」のペースに関し、後者



が前者を上回った場合のリスクシナリオである。この点は直感的な話にはなるが、ワクチン接種も進む中、各国はロックダウンなど厳格な行動制限を忌避する傾向にある。とすれば、「景気減速による需要減退」は限定的で「感染拡大による供給減退」が一般物価の押し上げに繋がるリスクは確かにある。

## 世界経済に黄信号

また、中国経済への減速懸念もここ数か月の雰囲気悪くしている。鉱工業生産や小売売上高、固定資産投資、社会融資総額など中国の基礎的経済指標は軒並み弱い。これに加え、中国政府による特定業種に対する規制が矢継ぎ早に発表される状況では中国市場への投資を控える動きが加速するのも無理はないという状況と言える。この点は根が深い問題であり、早々に解消しそうもない。中国に関しては、「当面減速を見込む」というのが現時点では有力な立場と見受けられる。

以上のような状況を踏まえると、上半期から下半期に切り替わるタイミング（7月前後）で世界経済の見通しに黄信号が灯り始めているというのが正確な表現になろうか。赤信号とは言い切れないところに難しさが残るものの、中国経済の減速を認めるならば、上半期のような勢いを下半期に期待すべきではないのは確かだろう。今のところ、「FRBの正常化を基軸とする米金利上昇、ドル高」というメインシナリオ自体を修正する必要性は感じないものの、不測の事態に直面する可能性は若干高まったというのが7～8月を踏まえての変化ではないかと考えている。

## ◆ ユーロ相場の見通し～注目される PEPP の処遇～

### 《ユーロ圏金融政策の現状と展望～今後の火種となりそうな新ガイダンス～》

#### 新ガイダンスは今後の火種か

8月には政策理事会の開催は無かったが、26日にECB政策理事会議事要旨（7月22日開催分）が公表されている。当該会合ではECBの政策運営にとって象徴とも言える物価安定に係るガイダンス文言「close to, below, 2 per cent within our projection horizon」が「reaching two per cent well ahead of the end of our projection horizon and durably for the rest of the projection horizon」に修正された。市場で材料視されたわけではないものの、ECBウォッチの観点からは歴史的な会合だったと言える。しかし、会合当日から明らかになっていたように、新しいガイダンス文言は全会一致ではなく「圧倒的多数（an overwhelming majority）の賛成」で承認されたことをラガルドECB総裁が明らかにしている。

片や、ラガルド総裁は反対したメンバーに関し「a very, very small number of Governing Council members」と表現していた。議事要旨を見ると、ガイダンスに賛成したのは「a large majority of members」で、反対（厳密には保留、reservationと表現）したのは「a few members」とされている（事後報道によればこれはバイトマン独連銀総裁とウンシュ・ベルギー中銀総裁の可能性大）。新たな金融政策戦略を支えるガイダンス文言に関して、初っ端から足並みが乱れていることは本来、望ましいことではなく、今後の火種になることを感じさせる。

#### 「金利のガイダンス」vs.「資産購入のガイダンス」

「a few members」が判断保留した背景はひとえに、そもそも新ガイダンスが「意図的な物価目標のオーバーシュート（intentionally overshooting the inflation target）」と理解されることへの懸念にある。

「a large majority of members」はあくまで「一時的かつ穏やかなオーバーシュートであれば物価安定と整合的である」と銘打っておけばそれがセーフガードになるとの立場だが、そう考えないメンバーも存在するという状況にある。現在のECBの政策運営は「量的緩和の終了→利上げ」という時間的順序が約束されていることもあって、「新たなガイダンスが超低金利の長期化を示唆する以上、量的緩和の終了も必然的に長期化すると誤解される」という懸念が出ている。こうした議論に絡んで「拡大資産購入プログラム（APP）に関するフォワードガイダンスの議論は将来会合に先送りする」との記述も見られており、必ずしも利上げ時期の先送りが量的緩和の処遇とはリンクしてこない可能性が示唆されている。

結局、ドイツやベルギーから出ている新ガイダンスへの反意というのは「明示的な免責条項（an explicit escape clause）も付けていない新ガイダンスでは政策金利を現状以下に据え置くことが当然視されるリスクがあり、それ自体が量的緩和の終了遅延も招く」という懸念に拠って立っている。それ自体は真つ当な意見と言える。もっともパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）はあくまで「パンデミックが終わるまで」というコミットメントで実施されているものなので、こうした細かい議論の埒外にあることは忘れてはならない。そして今この瞬間においてはPEPPこそがECBの金融政策の本丸である。

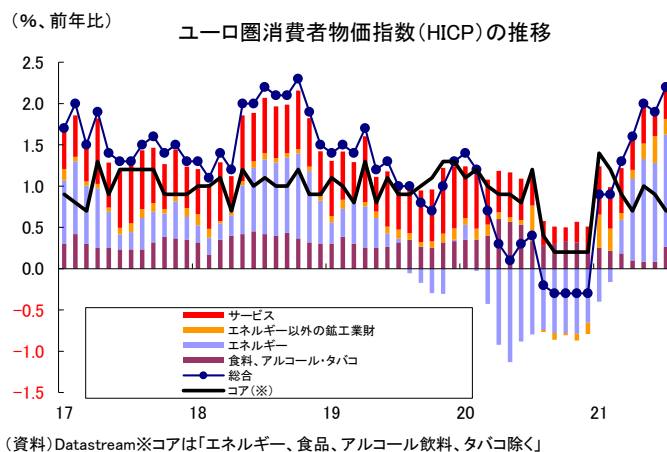
#### 物価の基調は正常化には程遠い情勢

とはいえ、ドイツを筆頭とするタカ派メンバーの懸念は理解するものの、新たな金融政策戦略やフォワードガイダンスで2%からのオーバーシュートを容認したところで現実が厳しいことには変わりはない。次頁図に示されるように、7月ユーロ圏消費者物価指数（HICP）は総合ベースこそ前年比+2.2%と大幅に

伸びているものの、エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除くコアベースでは同+0.7%と完全に失速している。あくまで年初来から見られてきた HICP の勢いはエネルギー価格を筆頭とするベース効果に支えられたものであり、それ自体が金融政策の正常化を促す材料にはならないのは自明である。後述するように、現時点では PEPP の明示的な増減はいずれにしても意図せざる市場の憶測を呼び込むだけであり、9月9日政策理事会は「拙速な正常化は全く望んでいない

が、当然考えていく必要はある」という両建ての主張をしながら現状維持を決めるしかないのだろう。

ECB スタッフ見通しは 6 月から概ね横ばいもしくは上方修正される可能性もあり、少なくとも金融緩和を強化する方向での情報発信は理屈づけが難しい状況と見受けられる。



## 9 月会合は現状維持の公算

9 月に入れば早々に (9 月 9 日に) スタッフ見通し改定を含めた会合がある。ECB は PEPP の購入ペースをスタッフ見通しが改訂される 3・6・9・12 月の政策理事会で決定することにしている。PEPP の終了期限が 2022 年 3 月末であることを考えれば、残された判断機会は 9 月か 12 月しかない。この点、8 月 4 日にはカザークス・ラトビア中銀総裁から「不確実性を踏まえ、残されている時間の長さを考えると、今決定する必要性がない」と近々の意思決定が否定されている。さらに同総裁は「われわれが 22 年 3 月終盤になって突然、金融当局の責務は果たしたので緊急措置は終了だと宣言するなどということはほぼあり得ない。当局はあらかじめ市場に警告を発しておきたい。しかし、合理的に考えて可能な範囲内で、だ」と続ける。9 月は「合理的に考えて可能な範囲内」を逸脱するという話である。夏季休暇ゆえ、その他高官の情報発信は乏しいが、8 月 8 日にはバイトマン・ドイツ連銀総裁がドイツ紙のインタビューで PEPP に関し、「最初の『P』はパンデミックの P であり、永遠 (パーマネント) の P ではない。信頼性の問題だ」と述べ、パンデミック終了と共に速やかに撤収する必要性を強調している。だが、誰かどう見てもパンデミックは終了しておらず、9 月の判断保留はバイトマン総裁としても賛成するところであろう。真っ当に考えれば 9 月は現状維持の公算が大きい。

## PEPP 購入ペースは今は限界値

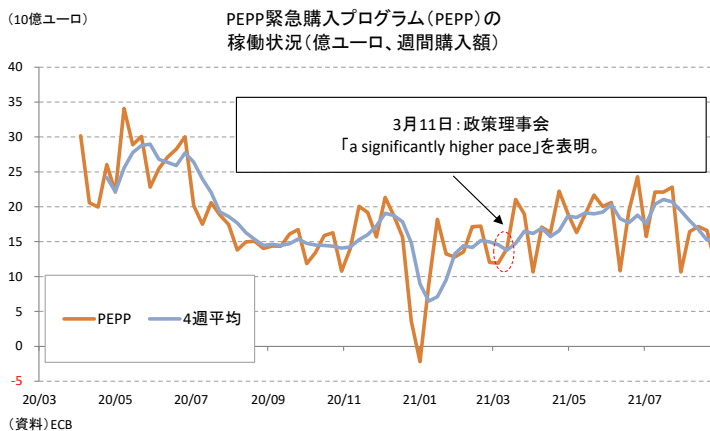
しかし、上述の高官発言はあくまで PEPP の存続可否を決断する時期の話だ。購入ペースについては何も言及されていない。ゆえに 9 月政策理事会で何らかの修正が入る可能性はあり、上述した議事要旨でもその可能性が示唆されている。とはいえ、現状では増加・減少共に意図せざる意味を持ちかねず、「a significantly higher pace」は残すのが無難だろう。増加させる場合、景気認識の明確な悪化を認める必要があるが、ユーロ圏経済は今のところ順調であり、年内にコロナ以前の水準を回復できる見通しである。7 月改訂の IMF 見通しでも上方修正したばかりである。片や、減少させる場合、景気認識の明確な上方修正を踏まえる必要がある。本来ならば減少の決断は十分に肯定される状況だが、足許ではデルタ

変異株の影響が全く読めないという難題がある。9月に減少させても、12月が到来する前にまた増額を強いられるかもしれない。現状維持で様子見が賢明だろう。

夏季休暇ということもあり、PEPPの週間購入ペースは落ちている。平均週間購入ペースを見ると、4月は17.1億ユーロ、5月は19.2億ユーロ、6月は18.8億ユーロ、7月は18.7億ユーロ、8月は15.4億ユーロである。夏季休暇ゆえの大幅減速が始まったのは7月第4週からであり、7月から8月にかけての減速はあくまで技術的なものだと考えられる。購入ペースを加速させる文言である「a significantly higher

pace」が3月に挿入されて以降、PEPPの週間購入ペースは従前の150億ユーロから180～190億ユーロ程度に増額されているが、恐らく9月以降はそこへ回帰する予定だろう。

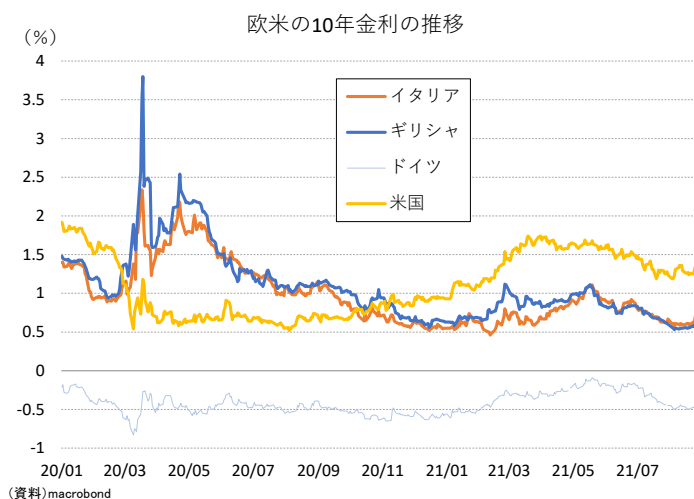
このペース自体、ECBにとって持続可能なものである。ラフなイメージになるが、週間190億ユーロは月間にすれば760億ユーロであり、これが9月から来年3月までの7か月間続けられた場合、5320億ユーロの購入になる。ここで8月27日時点の状況を整理すると1.85兆ユーロのうち約1.3兆ユーロが使用されており、残りは約5500億ユーロで5320億ユーロと非常に近い。恐らく現行の「週間180～190億ユーロ」は総枠から逆算して来年3月末まで引っ張れる限界値ということを決まったのではないか。



### 「静観が吉」の状況

そのような背景事情を踏まえれば、デルタ変異株の感染拡大に応じて軽々に週間購入ペースを引き上げることはできない。ここから週間購入額を200～250億ユーロに引き上げれば、来年3月末を待たずに枯渇することになる。そうならないための増枠(すなわち追加緩和)を決断するほど現状に材料は揃っていない。今は「静観が吉」と考えているはずである。また、PEPPの主目的はあくまで域内の資金調達環境の緩和であって、「量」を稼ぎ、バランスシートを膨らませることではない。この点、「a

significantly higher pace」を声明文に挿入した今年3月とは違い、現在の域内金利は明らかに抑制傾向にある(図)。少ない購入額で緩和的な資金調達環境が担保されるのであればそれに越したことは無い。極論すれば、現在の金利環境が9月に入ってから続くのであれば、夏季休暇中の週間購入ペース(150億ユーロ程度)でも良いはずである。デルタ変異株の感染拡大によって欧米経済が下押し圧力に晒される中では金利も下振れしやすくなるだろう。現行の1.85兆ユーロという総枠の中で如何に時間を稼ぎ、



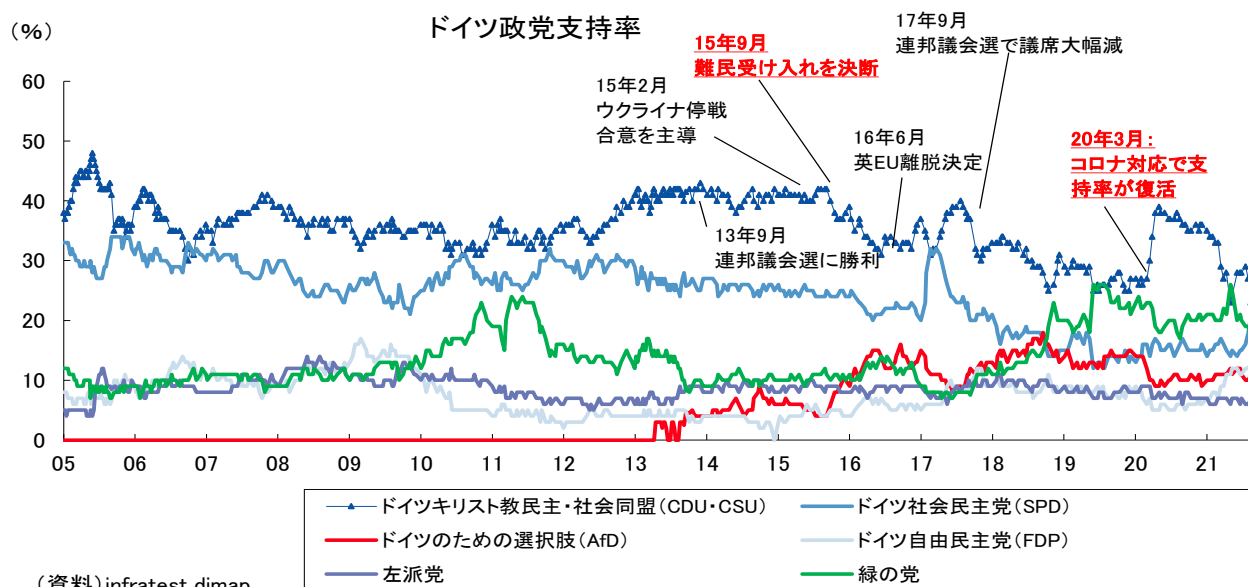
様子見を続けるかというのが ECB の本音と推測する。だとすれば、ECB 政策理事会は極力、静かに通過したいはずである。

## 《※補論 ドイツ総選挙の読み方～「CDU/SPD の下野」も否定できず～》

### 春先の勢いを失った環境政党

ドイツ連邦議会選挙（9月26日）が近づいてきた。選挙結果はどうあれ、2005年11月以降、16年間も続いたメルケル政権の幕引きが近づいている。過去1年半のコロナ禍を振り返れば、危機に滅法強いと言われたメルケル政権もさすがに浮沈を経験した。昨春、世界がコロナ禍に怯える中、科学者としての顔も覗かせながら感染第一波の抑制に尽力したメルケル首相の立ち回りは高い評価を受け、与党・キリスト教民主同盟（CDU）および姉妹政党であるキリスト教社会同盟（CSU）も高い支持率を得た。しかし、昨秋から年明けにかけて到来した感染第二波から第三波では与党議員のマスク不正調達スキャンダルや英米対比で出遅れるワクチン接種が嫌気され、そうした状況で展開される行動制限も与党離れを招いた。元より、2015年9月の欧州難民危機から CDU/CSU の支持率低下は顕著であったが、その低下した分がコロナ対応で復元したところ、結局は1年かけてそれが剥落するという「往って来い」の軌道を描いている。CDU/CSU からすれば残念な展開かもしれないが、「コロナ禍でも支持率が大きく落ちることとはなかった」と考えれば前向きな話でもある。

そうした政府・与党の失策が影響する格好で支持率が低下した部分もある一方、今や「環境」というシングルイシューがドイツ国内外で勢いを持つこともあり、環境政党である同盟 90/緑の党が CDU/CSU の支持率を削り落とすという動きもかつては見られていた。図に示すように、今年5月上旬～中旬にかけては CDU/CSU と支持率が逆転するという動きも見られ、当時は環境政党からドイツの首相が誕生する可能性も取りざたされた。だが、同党の共同党首であるベアボッグ氏に学歴詐称や著作における盗用疑惑などが立て続けに浮上して以降、支持率ははっきりピークアウトしており、本稿執筆時点では第二党の座も中道左派・社会民主党（SPD）に奪われている。また、現在のような有事に対処する能力に関し同盟 90/緑の党が CDU/CSU に遠く及ばないという点も周知の事実だろう。懸案だったワクチン接種率も気づけば米国（60.51%）を超え 63.89% を記録している（ともに8月24日時点）。感染状況の落ち着き



を受け、「何だかんだ言って CDU/CSU」という有権者が出てくるとも理解できる。環境問題は EU としての重要課題に違いないものの、公衆衛生の有事が続く中では「環境問題は二の次」というのが有権者の本音ではないか。それは当然の思考回路でもある。

### SPD 復調で三つ巴状態に

8 月末時点でも総選挙がどうなるかは全く見えてこない。Infratest dimap 社による世論調査結果（8 月 17～18 日時点）を踏まえれば、政党支持率（8 月 20 日調査時点）は CDU/CSU が 23%に対し同盟 90/緑の党は 17%と 6%ポイント程度の差がついている。今年 5 月 6 日調査時点では CDU/CSU の 23%に対し、同盟 90/緑の党は 26%と逆転していたことを思えば、形勢は CDU/CSU に傾いたと言わざるを得ない。しかし、最後まで予断は許さない。7 月中旬に発生したドイツ西部における大規模洪水災害において、同月 17 日に被災地を訪問した CDU 党首兼ノルトラインヴェストファーレン州首相であるラシェット氏が周囲の関係者と談笑している姿が「不謹慎だ」として批判を浴びるという事案が注目されている。7 月下旬には 30%目前まで来ていた CDU/CSU に対する支持率が低下しているのはこれが原因だ。

もっとも、それで同盟 90/緑の党への支持が復活しているわけではない。本稿執筆時点で最も勢いがあるのは CDU/CSU でも同盟 90/緑の党でもなく、大連立の一角を担いながら近年、存在感が全く冴えなかった SPD である。SPD への政党支持率は年初の 14%から足許では 21%まで上昇しており、同盟 90/緑の党を逆転している。SPD が同盟 90/緑の党を上回る状況は 2018 年 9 月以来、実に 3 年ぶりである。まとめると、現状では 17～23%の間に CDU/CSU、同盟 90/緑の党、SPD がひしめく三つ巴状態であり、「いずれの党も単独過半数は難しい」という構図にある。

なお、8 月 24 日に公表された別の調査会社 Forsa 社の世論調査（20～23 日調査）によれば、SPD の支持率が遂に CDU/CSU を逆転している。具体的には、SPD の支持率が 23%、CDU/CSU が 22%、同盟 90/緑の党が 18%で続いている。Forsa 社の方が新しい上にサンプル数も多い調査ゆえ、CDU/CSU は衝撃を持ってこの結果を受け止めているはずである。そもそも 16 年間に及ぶメルケル政権において CDU/CSU が SPD に支持率で負けていたことは殆どない。欧州債務危機の発生した直後となる 2009～2012 年、SPD 党首がシュルツ氏に交代した直後の 2017 年 1～3 月は互いの支持率が肉薄（稀に逆転）したものの、基本的に一過性だった。今回もそうかもしれないが、何と言っても総選挙 1 か前である。SPD にしてみればこの勢いをあと 1 か月維持して本番に雪崩れ込めれば良い。そうすればシュレーダー元首相以来の SPD を主軸とする政権が誕生するだろう。シュルツ SPD 党首（兼財務相）が次期首相候補として一気に浮上してきた格好である。年初の Forsa 社の調査では CDU/CSU が 35%、SPD が 14%とダブルスコア以上の大差が開いていたことを思えば、如何に SPD の勢いが強いのか分かるだろう。

### 左派勢力の意見集約も困難

もっとも、SPD の浮上は敵失の結果である。シュルツ SPD 党首（ひいては SPD）への支持は、現役閣僚（しかも財務大臣という要職）を卒なくこなしているという実績もあるのだろうが、「際立ったミスがない」という消去法的な選択の結果と考えた方が良い。かかる状況下、現時点で連立の組み合わせを決め打ちできるほどの材料が出揃っているとは言えないが、1 か月前までは極めて可能性が低かった「CDU/CSU の下野」シナリオも否定できない情勢に入りつつある。足許の勢いが持続した場合、SPD を第一党とし、これに緑の党やリベラル政党である自由民主党（FDP）が加わる左派連立政権などが想

定される。メルケル政権から比較すれば明確な左傾化であり、ドイツ経済に対しては財政政策の在り方がどう修正されるかが注目される。ドイツ国外に対しては、対 EU 政策が顕著に変わるとは思わないが、域内での発言力はメルケル時代よりも衰えることが不可避だろう。もっともメルケル首相が去った後、EU という大所帯を仕切る人物が居なくなるという難題は誰が次期首相になっても直面する問題であり、その意味で現役財務相であるショルツ氏に引き継がれるのが最も無難かもしれない。

しかし、外交面では波乱含みだ。伝統的に親中・親ロ路線を貫く SPD に対し、緑の党は中国およびロシアに対して厳格な姿勢で臨むことを公にしている。一口に左派と言っても溝が小さいわけではない。リベラル政党・FDP との意見集約も容易ではない。高確率で懸念されるのは 2017 年の総選挙時のように、長期の政治空白を強いられる可能性が高まっているという事実だろう。現在の第 4 次メルケル政権は 2017 年 9 月の総選挙から約半年の政治空白を経て誕生した。CDU/CSU という伝統的な 2 大政党が存在感を低下させたことで選挙が終わっても政権発足に手間取ることが慣例化しつつあり、今回もそうなる可能性が非常に高い。

## 欧州の未来を問う選挙

なお、欧州の経済を見る観点からすれば、「CDU/SPD の下野」も多少前向きな要素を見出せるかもしれない。というのも、SPD や同盟 90/緑の党など、左派色が強い勢力が政権を奪取することで緊縮財政を崇め奉るドイツの経済政策が変わる 1 つの転機になる可能性がある。政権末期であるコロナ禍でメルケル政権は何かと EU のために身を切る立ち回り（復興基金の合意形成など）に尽力することになったが、その任期の殆どを「嫌われ者」として過ごした。アフター・メルケル時代を担うことになる次期政権はそうしたイメージを払拭し、EU の統合・深化にも大きな責任を負うドイツに再生できるかが期待される。その意味で今回の総選挙は「欧州の未来」を決めるイベントとして注目したい。

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](mailto: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。