

中期為替相場見通し

2021 年 10 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～劣化する円の価値、復元の目途は立たず～

円相場の現状と展望～70年代前半まで落ちた円の価値～	P.3
岸田新政権とドル/円相場の関係について～珍しく日本次第の局面に？～	P.6
日本経済の現状と展望～「戦略なき経済」の漂流～	P.7
米国経済の現状と展望～崩れ始めた消費者心理～	P.9
米金融政策の現状と展望～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～	P.11
メインシナリオへのリスク点検～「中国版リーマンショック」は大袈裟としても～	P.12

◆ ユーロ相場の見通し～ECB も加わった正常化プロセス～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～	P.15
ユーロ圏経済の現状と展望～欧州でも上がり始めた物価～	P.16
補足：ドイツ総選挙を終えて～アフター・メルケル時代、2つの課題～	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

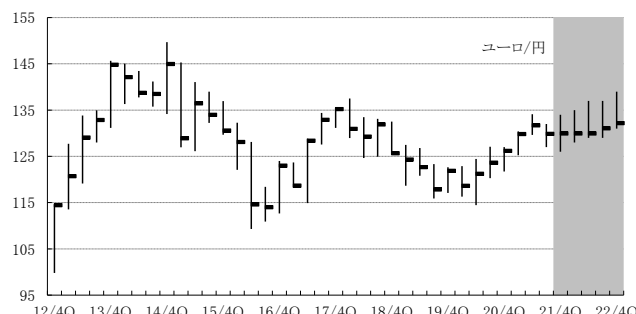
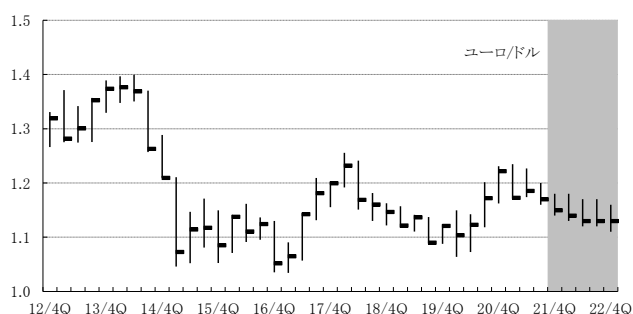
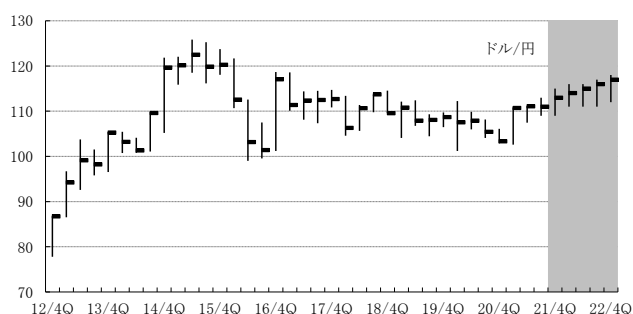
9月のドル/円相場も底堅さが続いた。欧米でのインフレ高進が懸念され、中国では一部不動産企業の債務問題が取沙汰されるなど、全体的に重苦しいムードが漂ったが、FRBは従前の想定通り、正常化プロセスを進めている。海外環境は騒がしくなっているものの、「円が最弱」という構図は変わっていない。前月も述べたように、これはひとえに日本経済への評価の表れだろう。海外における様々なりリスク要因は、円相場の先行きを考える上でさほど気にする必要はないと筆者は割り切っている。それは日本経済の劣後が激し過ぎるからだ。欧米は「高いワクチン接種率」を手段として「社会生活の正常化」という目的を実現しており、それが成長率に反映されている。しかし、日本はワクチン接種率が米国を追い抜き、世界トップ集団に入った今も漫然と行動規制を継続している。文字通り、「手段の目的化」であり、結果として先進国では圧倒的に低い成長率に着地している。これまでのパターンに倣えば、今冬も根拠薄弱な行動規制が実体経済を制約し、内外景気格差が拡大、円が手放される時間帯が到来する可能性が高い。「他所の事情を考える以前に足許が壊滅的」という日本の情勢が好転しない限り、円安シナリオは変えられず、実質実効ベースでも70年代前半並みの安値水準が続くと予想したい。

片や、9月のユーロ相場も軟化した。ユーロ圏で売り材料が出たわけではなく、むしろ9月のECB政策理事会では金融政策の正常化プロセスに着手する動きなども見られた。しかし、米金利の上昇に合わせてユーロを手放す動きが先行したという印象である。とはいえ、2022年3月末に向けてパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)が撤収されることを前提とすれば、ユーロ圏金利も今後上昇が予想され、「世界最大の経常・貿易黒字」という鉄壁の需給も勘案すれば、それほどユーロ/ドル相場が大崩れすることはないと考える。域内の物価情勢に目を向けても、エネルギー以外の財・サービスにおいて騰勢が見られており、ECBがこれを看過するのは当面難しい状況と見受けられる。日本(円)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大きな違いであり、ユーロ/円相場は堅調な推移を期待できる。なお、注目されていたドイツ総選挙は予想通りの接戦に終わった。今後、どのような連立政権の組み合わせになるにせよ、対中関係の是正や域内再分配政策の再考がアフター・メルケル時代には求められるだろう。とりわけ後者は金融市場の混乱にも時折直結する話であり、市場参加者としても目が離せない論点と考えられる。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2021年 1～9月(実績)	10～12月期	2022年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	102.60 ～ 112.08 (111.40)	109 ～ 115 (113)	111 ～ 116 (114)	111 ～ 116 (115)	111 ～ 117 (116)	112 ～ 118 (117)
ユーロ/ドル	1.1563 ～ 1.2349 (1.1567)	1.14 ～ 1.18 (1.15)	1.13 ～ 1.18 (1.14)	1.12 ～ 1.17 (1.13)	1.12 ～ 1.17 (1.13)	1.11 ～ 1.16 (1.13)
ユーロ/円	125.10 ～ 134.12 (128.85)	126 ～ 134 (130)	128 ～ 135 (130)	129 ～ 137 (130)	129 ～ 137 (131)	131 ～ 139 (132)

(注) 1. 実績の欄は10月1日までで、カッコ内は10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。



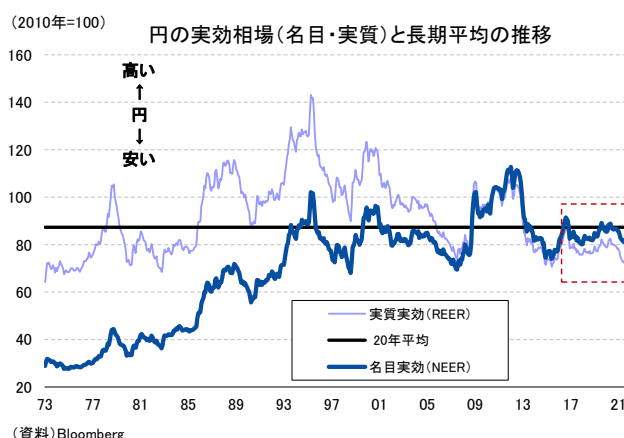
◆ ドル/円相場の見通し～劣化する円の価値、復元の目途は立たず～

《円相場の現状と展望～70年代前半まで落ちた円の価値～》

REER、再び70年代前半以来の安値

為替市場では引き続き円独歩安の地合いが続いている。これは対ドル相場だけではなく、貿易量および物価水準を用いて算出される通貨の総合力である実質実効為替レート（以下 REER）で見ても顕著である。円の REER は 2021 年 7 月時点で 73.15 まで下落している。6 月は 72.44 だった。近年では黒田体制下での金融緩和およびこれに伴う円安・株高が最も勢いのあった 2015 年 6 月に記録した 70.66 が変動相場制導入直後（1970 年代前半）の安値に匹敵するということ

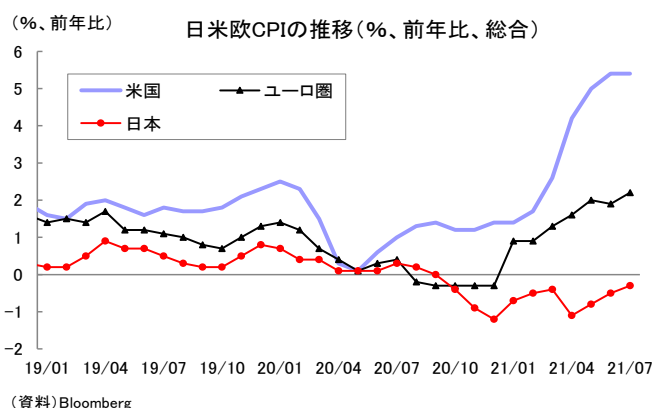
で話題になったが、今はその水準に肉薄している（図）。当時のドル/円相場とえば 2015 年 6 月 10 日に 125.86 円を記録し、これがアベノミクス下での最高値となった。この日、黒田日銀総裁が衆議院財務金融委員会で「実質実効為替レートがここまで来ているということは、ここからさらに円安に振れるということは、普通に考えればありそうにない」と語り、為替市場では円買いが殺到し、ドル/円相場が急落したことが思い返される。その後、125.86 円を超える円安は今日に至るまで記録されていない。



物価の劣後が主因

ドル/円相場が 110 円付近で安定していることもあって、REER がそれほど下落していることを多くの日本人は実感していないかもしれない。日本に暮らす殆どの人々にとって為替とはドル/円相場と同義であり、ドル/円相場が安定していれば円の価値変化を気にすることはないだろう。しかし、REER は主要貿易相手国に対する①「名目為替レート」と②「物価の相対的な変化」に依存して動く計数である。①が動かなくても、②に関し日本の物価が諸外国に対して下落すれば REER は下がる。前掲図を見ると、2017 年前後から REER の下落幅は名目実効為替相場（NEER）のそれよりも徐々に大きくなっていることが分かる。この傾向はコロナ禍で一段と強まっている。これは名目ベースで円が売られる地合いもさることながら、相対的に日本の物価が落ち込む状況が強まっていることを意味する。

今年に入ってから元々劣後していた日本の物価環境はさらに世界から取り残されるようになった（図）。欧米の物価はインフレ警戒が囁かれるほど上昇する一方、日本のそれは下落している。理論的にはこうした物価格差は名目ベースの円高で調整されるが、様々な理由からそうはなっていない。この理由は別の機会に論じるが、日本企業の対外直接投資増加や輸出拠点としての日本経済の地盤沈下が影響しているように思う。名目レートで円高が進まない中で REER が下がっているということはそれだけ日本の物価が突出し

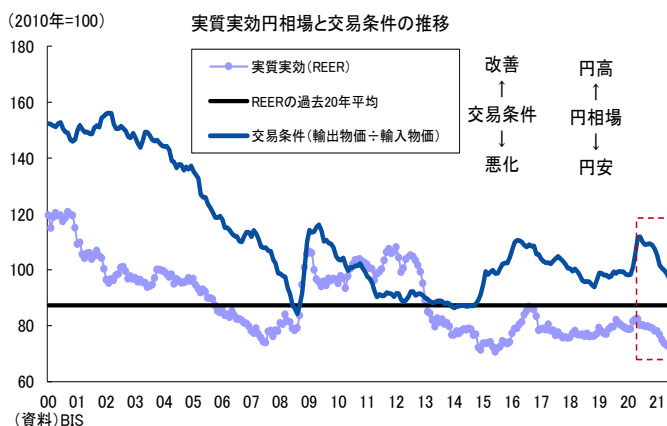


て下がっているということを意味する。事実、そうになっている。

コロナ禍で海外に出る機会がめっきり減っているので実感することは難しいが、REER の現状を踏まえる限り、「日本人が海外に出て消費・投資をする」というハードルは著しく上がっていると言える。逆に、訪日外国人が日本で沢山買い物をする理由もこの REER の現状を見れば良く理解できる。要するに、日本人以外にとって「日本は安い」という状況が極まりつつある。

交易条件の悪化と円安

物価の観点から円の価値下落をもう少し議論する。理論的には REER と交易条件（輸出価格÷輸入価格）は同じ意味を持つ。交易条件とは輸入物価に対する輸出物価の比率であり、貿易取引における交換比率とも言い換えられる。REER が適切にその国の競争力を反映しているならば、交易条件と REER の動きは大きく乖離しないはずである。例えば輸出物価が上昇、輸入物価が下落する場合、交易条件は改善となる。交易条件の改善は、それまでよりも多くの財が購入できるようになることを意味する。それは国内の所得環境が実質的に改善したことを意味する。所得環境の改善は経済・物価環境の改善に繋がるはずなので、REER にとっては上昇要因となる。



それは国内の所得環境が実質的に改善したことを意味する。所得環境の改善は経済・物価環境の改善に繋がるはずなので、REER にとっては上昇要因となる。

もっとシンプルに理解するとすれば、変動為替相場制の下、為替市場は各国の貿易条件を均すように動くはずなので、交易条件が改善して競争力が増した分、REER が上昇して相殺されるという考え方でも良い。 いずれにせよ、図に示すように交易条件と REER は密接な関係を維持してきた。点線四角で囲った過去 1 年間、日本経済にとっての交易条件は著しく悪化しているが、これは REER の下落軌道と一致している。昨年末以降、輸入物価の伸びが輸出物価のそれを上回り始めていることで交易条件が悪化傾向にあり、この動きは足許でも続いている。

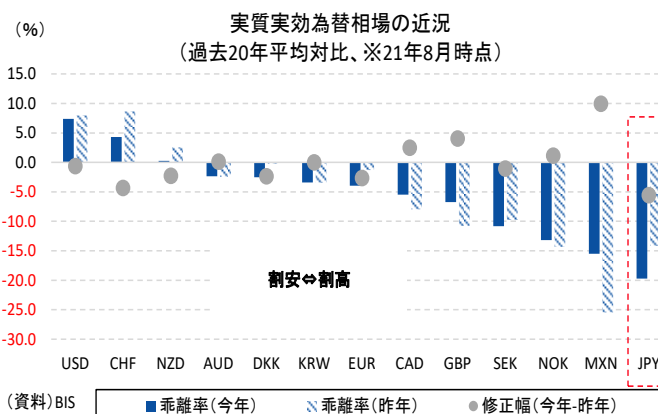
半導体に象徴される供給制約は年明けまで継続するとの見通しが強まっており、輸入物価の高止まりは続きそうである。とすれば、交易条件悪化とこれに伴う REER の下落は当面の基本シナリオではないだろうか。コロナ禍の物価環境に着目するだけでも、当面の円相場が軟調な展開が想像される。

REER の国際比較

円の実質実効為替相場 (REER) が 1970 年代前半並みの水準まで落ち込んでいることを象徴するニュースとして 9 月 16 日の日本経済新聞は「iPhone 価格、10 年で 3 倍の 19 万円 日本人平均月収の 6 割」と題し、新しい iPhone の値段が日本人にとって高騰している事実を報じている。iPhone に限らず、高級車や高級時計など輸入されるブランド品は過去に比べて明確に値段が上がっており、「安い日本」と特集するメディアも今や珍しくなくなっているように思える。もちろん、定価自体の上昇も世界的に認められるだろうが、その程度をどれくらい大きなものと受け止めるかどうかは当該国のマクロ経済情勢に依存する部分もある。以下で議論するように、過去 1 年間に於いて円の下落幅は主要通貨の中でも群を抜いて大きなものであり、これは購買力の著しい劣化を意味する。

過去 1 年で最も長期平均から乖離した円

図は国際決済銀行（BIS）から公表された今年 8 月分の REER に関し、長期平均（20 年平均）との乖離率を見たものである。参考までに 1 年前（2020 年 8 月）から見た変化幅も分かるように示した。8 月時点で円の長期平均からの乖離率は▲19.7%を記録しており、これに次ぐメキシコペソの▲15.5%と比べてもかなり大きなマイナス幅だ。しかも、メキシコペソは 1 年前の▲25.5%から+10%ポイント程度上方修正が進んでいるが、円は 1 年前の▲

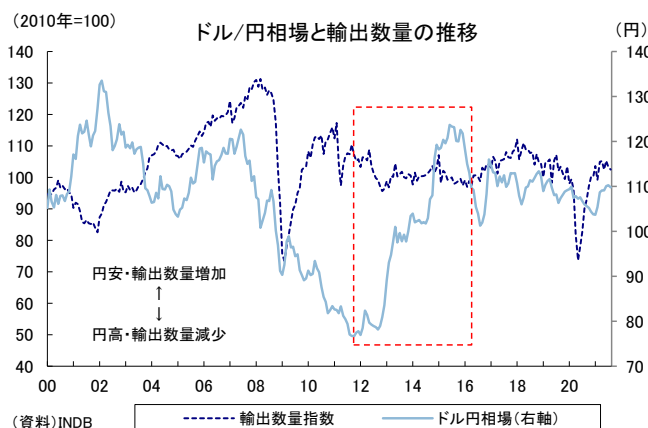


14.2%から▲5.5%ポイント、下方修正が進んでいる。図示されるように、この下方修正幅も主要通貨の中では突出して大きい。スイスフランは▲4.3%ポイントの修正幅でこれに次いで大きい、そもそも 1 年前は+8.7%過大評価が進んでいたところ、今年+4.3%まで下方修正されているという話である。

円の割安修正の経路は今のところ断たれている

要するに過去 1 年間でメキシコペソは過大な割安が割高方向へ、スイスフランは過大な割高が割安方向へ調整が進んでおり、それ自体は健全な話である。しかし、円は過大な割安がさらに過大な割安に進んでおり、それは健全な話では全くない。ちなみにドルは過去 1 年間を通じて+6~7%の割高が維持されている。現状、ドル/円という通貨ペアは「最も割高な通貨」と「最も割安な通貨」の組み合わせであり、REER が平均回帰性向を有することを思えば、円高・ドル安を予想するのが理論的に無難である。筆者もかつてはそのような基本認識を抱いていた。

しかし、その認識はもう改めた方が良いのかもしれない。まず、日本は円安で輸出が増える国ではもはやなくなっている。いくら REER の割安感が強まっても日本の輸出数量増加ひいては貿易黒字に繋がってこない以上、名目ベースの円相場が上昇する経路は断たれたままである。右図の赤点線四角部分が示すように、アベノミクスが持て囃され、ドル/円相場が+50%以上上昇しても輸出数量は緩慢な動きが続いた。「円安が過剰」と評価されるためには、結局それが貿易黒字に直結



していずれ通貨高を招き、割安感が解消される必要がある。既に多くの日本企業が海外生産移管を進め、「円安→輸出」という経路が機能不全になっている以上、REER の割安感が名目円高を約束するとは限らない。また、REER の割安感は日本の一般物価が諸外国に比べて出遅れていることに起因しており、それ自体が日本経済の宿病だと言われて久しい。物価が延々と低迷している状態ならば REER の割安感も放置が続いてしまう。平均回帰性向を踏まえ、「REER はいずれ修正するもの」という考え方に立つの

は教科書的には正しいものの、これを前提とした為替予想は危険を孕むと考えておきたい。

《岸田新政権とドル/円相場の関係について～珍しく日本次第の局面に？～》

ドル相場に関係なく円は安い

9月末、ドル/円相場は一時、1年7か月ぶりの112円台に乗せる動きが見られた。直接的には再び騰勢を強め始めた米金利に応じた動きと言えるが、日米間の経済・金融情勢の格差に鑑みれば、このような動きは当然と言える。昨年以來、本欄では2021年に關し、アフターコロナを見据えた世界経済、とりわけ米国経済の復活からFRBの正常化プロセス着手が検討され、それに応じて米金利とドルの相互連関的な上昇が期待できる年になると述べ続けてきた。9月FOMCを経て、ようやくFRBの利上げが視野に入る中、今後は1～3月期と似たような相場つきに構えたい。

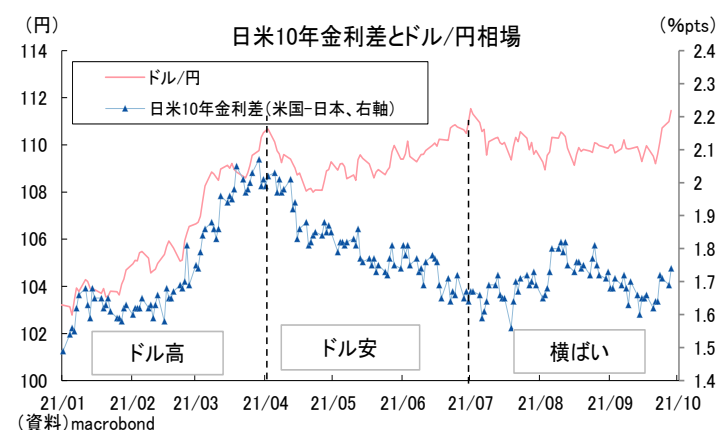
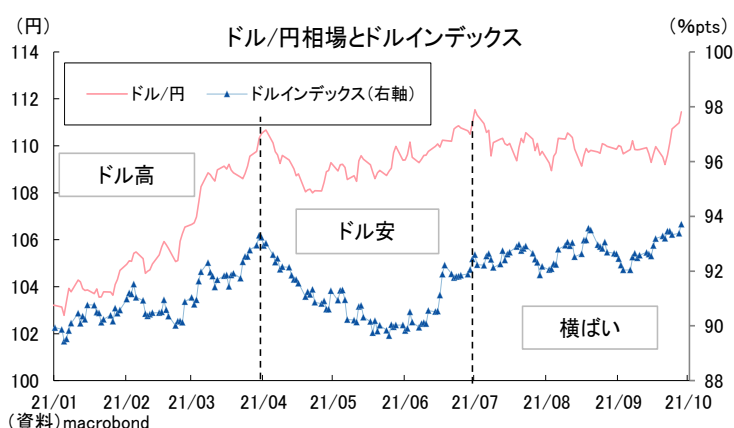
右図(上)は年初来のドル相場およびドル/円相場を四半期ごとに振り返ったものだ。四半期ごとの大まかな相場傾向を振り返ると、1～3月期はドル高(ドルインデックス上昇)の中で円安が進み、4～6月期はドル安(ドルインデックス下落)の中でドル/円は概ね横ばい、7～9月期はドル横ばい(ドルインデックス横ばい)の中でドル/円も横ばいだった。要するに、ドル相場の流れがどうであろうと円がはっきりと買われる地合いにはなっていない。一瞥して分かる

ように、ドルインデックスは1～3月期に急騰、4～6月期に急落しているが、ドル/円相場は1～3月期に急騰して以降、ほぼ水準に保たれている。また、右図(下)は日米10年金利差とドル/円相場の動きを見たものである。4～6月期、米金利低下によって日米10年金利差は急縮小しているが、ドル/円相場は反応していない。欧米に関しては、一時

的な金利水準の浮沈はあれども「2021年に金融政策の正常化着手」までは既定路線であり、表舞台から完全に消えた日銀の立場を踏まえれば、米金利が下がっても円を買い戻す筋合いはないという思惑が働いたのではないかと。何より、欧米の行動制限解除が本格化していた4月下旬、日本では3回目の緊急事態宣言が発出され、そこから足許に至るまで何らかの制限がかかった状態が続いている。それが日米欧のGDPの格差に表れ、日本回避(日本株売り、円売り)に直結してきたと筆者は考えている。

円相場見通し、「他所の事情は関係ない」が基本

では10～12月期以降、いよいよそうした日本回避の動きが収束するのか。そうなるためには岸田新政権が新規感染者主義から脱却するしかないかと筆者は考えている。新政権に対するプレビューは続報と共



に行うが、少なくとも「新規感染者の絶対数が増えたら直ぐに経済を締め付ける」という安直なアプローチをもちや欧米は取っていない。だから年初来、潜在成長率の2〜3倍のスピードで成長してきたのである。これまでと同じ温度感で緊急事態宣言を乱用すれば、年初来と同様の日本回避の動きが繰り返されることだろう。後述するように、コロナ禍における日本の防疫政策は「手段の目的化」が極まっている。高いワクチン接種率という「手段」で医療資源への負担を軽減できたのに、ゼロリスクの追求により延々と行動制限をかけ、社会の正常化という「目的」から目を背けている。新規感染者数の水準だけに盲従した結果である。そうした戦略性の欠如が低い成長率、安い円、安い日本株の背景にあると筆者は考える。

今後、欧米や中国で不測の事態が起きることは当然あるだろう。だが、それで戦略なき日本経済の貧相が隠せるわけではない。円相場見通しを検討する上では「他所の事情は関係ない」という基本認識の下、岸田新政権が「手段の目的化」から脱却できるのかどうかが要諦と考えるべきである。その意味で、コロナ対策として掲げられた「岸田4本柱」における電子ワクチン接種証明（ワクチンパスポート）の活用などには期待したいものである。このように考えると、珍しく、ドル/円相場の先行きが日本側の挙動に依存しているという状況と言えるかもしれない。

《日本経済の現状と展望～「戦略なき経済」の漂流～》

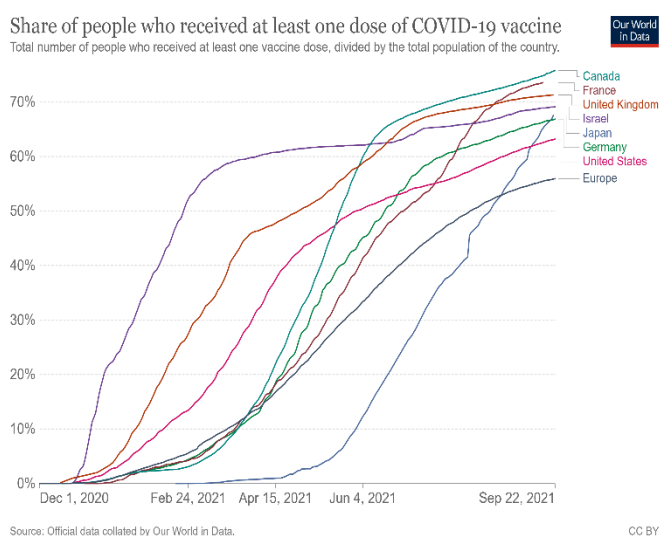
米国に追いついても無意味

9月10日、日本におけるワクチンの部分接種率（1回以上接種した人の割合）が米国に並んだことが大きく報じられた。また、日次の100人当たり接種回数に至っては現在世界最速に至っている（9月9日時点で0.95回/日が世界一に）。河野ワクチン担当大臣が「自治体、医療関係者に頑張ってスピードアップしていただき、米国に肩を並べるようになった」と述べるように、現場力の賜物である。しかし、周知の通り、経済・金融情勢に関する日米格差は縮まるどころから広がっている。二言目には「緩み」を理由に経済の活力を奪おうとする日本の防疫政策を見る限り、今後

明らかに7〜9月期、10〜12月期の成長率でも「突き進む欧米、置き去りの日本」という構図に大きな変化はないだろう。欧米では「高いワクチン接種率」があくまで手段と認識され、「経済を回す」という目的が着実に達成されている。これに対し日本は「高いワクチン接種率」という手段が目的化しており、相変わらず経済については自粛三昧を続けている。率直に、何がしたいのか良く分からない。

この「手段の目的化」という問題は日本のワクチン接種率が米国のそれを追い抜いた後も続いている。言い換えれば、欧米の場合、「いち早くワクチン接種率を高め、行動制限を解除し、社会を正常化する」という戦略があった。ワクチン接種の迅速化はそのための戦術という位置づけである。目的と手段もしくは戦略と戦術といった思考回路の欠如が年初来の日本経済大敗の主因だろう。

例えば、G7の中で当初からワクチン接種率が最も高かった英国がイングランド全土を対象とした行動制限解除に関する行程（ロードマップ）を発表したのは今年2月下旬だ。その時点で「最短6月21日」



を目指した四段階の行程が示されていた。ロードマップは言い換えれば日常回帰のための戦略である。この戦略の枠内における「目標」を目指して英国は常にワクチンという「手段」の活用に勤しんだ。手段を効率的に使う方法、要するに戦術は各国様々だが、例えば英国では打ち手不足により接種率上昇が止まらないように、所定の訓練を受けたボランティアの早期養成などの一手が取られた。結果、今年上半期を通じて英国の接種率は常にトップを走り、今も世界の先頭集団にある。デルタ変異株の猛威によって「6月21日」の最短目標は逃したが、6月28日には「7月19日に大半の行動制限解除」を打ち出している。これに付随してテニスのウィンブルドン選手権も、サッカーの欧州選手権も有観客で開催した。

現在もサッカーのプレミアリーグが有観客で普通に行われている（ちなみにマスクも殆どつけていない）。正常化する経済を受けてイングランド銀行（BOE）も年内に量的緩和を撤収させる算段をつけ、為替市場では英ポンドが米ドルよりも高いパフォーマンスを維持している。感染症という不透明感の強いリスクに対し、概ね当初の戦略通りに事が進められていると言える。これは米国も同様でバイデン大統領が「独立記念日（7月4日）にはウイルスから独立する」と述べたのが3月11日の演説だった。これも概ね宣言通りの展開になっている。先進国でも突出した成長率と雇用増勢が何よりの証左である。

このように「迅速なワクチンの開発・調達・接種」は手段、「行動制限の解除、社会の正常化」は目的である。この手段と目的を包含した戦略が「いち早くワクチン接種率を高め、行動制限を解除し、社会を正常化する」だった。国ごとにばらつきはあるが、2021年が明けてからの英米そしてユーロ圏の接種ペースは日本のそれとは比較にならないほど速く、それが奏功して米国や英国は1～3月期以降、ユーロ圏では4～6月期以降、水を得た魚のごとく成長率が加速している。

今の日本の接種率は4月時点の英国より上

片や、欧米でロードマップの話が出始めた頃の4月、日本は3回目の緊急事態宣言を発出した。当時から「効果がないのに何度繰り返すのか」という失望が漏れていたが、それでも当時の日本のワクチン接種率は先進国の中でも群を抜いて低かったこともあり（4月1日時点で0.71%）、「ワクチン接種率が高まるまでの辛抱」との説明はまだ通りやすかった。7～9月期の成長率まで見通せば、欧米のような復活も可能という見立ては「そうかもしれない」という希望を抱かせるものではあった。

だが、蓋を開けて見れば、ワクチン接種率が米国を追い抜いた後も緊急事態宣言を続け、年明けから9月末に至るまではほぼ丸ごと何らかの行動規制がかかっている。直近4～6月期について言えば、米国もユーロ圏もそれぞれ前期比年率+6%以上、+8%以上と潜在成長率の2～3倍のスピードを実現している。これは春先以降の行動制限解除の賜物だが、4月1日時点のワクチン接種率は英国で45.92%、米国で29.60%、欧州で13.05%であり、今の日本（本稿執筆時点の9月27日時点で69.52%）と比べればかなり低いものだった。裏を返せば、日本は一体何のためにワクチン接種率を必死に引き上げてきたのか。「ワクチン接種率が高まるまでの辛抱」は欧米のような戦略に基づいた希望ではなく、単に「つらい思いをすれば何か良いことがあるはず」という程度の根拠薄弱な希望に過ぎなかったと言わざるを得ない。

戦略の失敗は戦術で取り返せず

冒頭図の軌道を見れば分かるように、ワクチン接種ペースの軌道は欧米に比べても遜色なく、これは間違いなく菅政権の実績である。日本は現場が創意工夫をして効率化を図ろうとする段階に入ると力を発揮しやすいというイメージがあるが、今回もそれが当て嵌まったように思う。コロナ禍は戦争に例えら

れるが、大まかな戦闘作戦が「戦略」だとすれば、現場の奮闘を成功に導くのは戦略を確実に遂行するための（時には誤算が生じて軌道修正できる）「戦術」である。戦争を語る際の有名な格言に「戦術の失敗を戦略で補うことはできるが、戦略の欠如を戦術で補うことはできない」というものがあるが、今の日本経済は正にこの格言の指摘する通りの状況である。いくら「ワクチン接種率をハイペースで進める」という素晴らしい戦術を現場が発揮しても、それを活かす戦略が今の日本にはない。既述の通り、日本の目覚ましいワクチン接種率向上は経済成長にとって殆ど寄与していない。せっかく重症者・死者の数を劇的に抑制するという医療面で大きな成果をあげても「油断するな」と分科会が繰り返すばかりで、全く日常が正常化しない。人流が増えれば、逐一メディアが「+○%増えた」と非難まじりの報道を展開する。これで消費・意欲が正常化するはずがない。

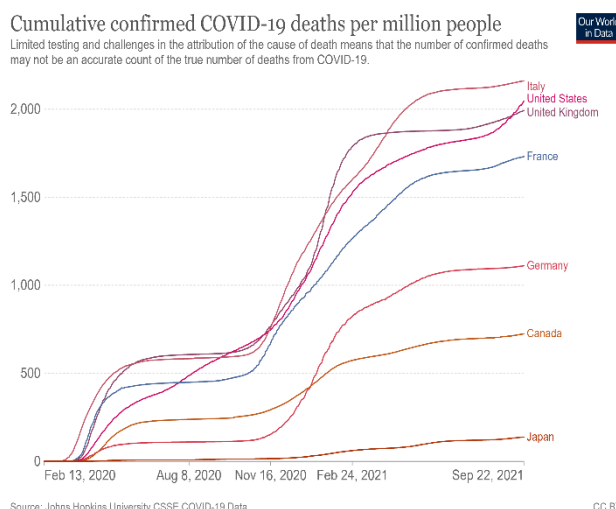
結果、続くのは実体経済の「見殺し」である。医療の素人が軽々に口を出すべきではないが、素人目に見ても日本の犠牲（100 万人当たりの死者数）は一段階、いや二段階ほど抑制されているように見える（右図）。接種率も米国を抜いた今、これ以上、何を求めるのか。9 月下旬、新規感染者数は劇的に抑制されたが小池東京都知事からは一段の感染抑制を求めるような情報発信がなされていた。コロナがゼロになることを求めているのだろうか。一連の日本の防疫政策は常軌を逸しており、経済成長という観点からは全く期待が持てない。戦略として何を目標しているのか皆目見当もつかない中、効率的なワクチン接種や飲食・宿泊産業、学校を含めた教育の現場などが必死に戦術を工夫し奮闘している日々が続くが、これからも「見殺し」を続ける可能性が非常に高いように思われる。

誰も出口に手をかけられなかった 1 年前と現在は全く異なる。既に、お手本が海外にある以上、その後追いに注力するのが自然だが、過度なリスク回避性向がそれを邪魔している。それは日本という国の政治判断であり、もはやどうすることもできないが、自由な資本移動が許容される為替の世界においてそうした国（経済）の通貨が買われる道理はない。このままいけば、日本のワクチン接種率は英国やイスラエルといった当初の先頭集団を捉えるだろうが、「戦略無き経済」にとっては宝の持ち腐れである。

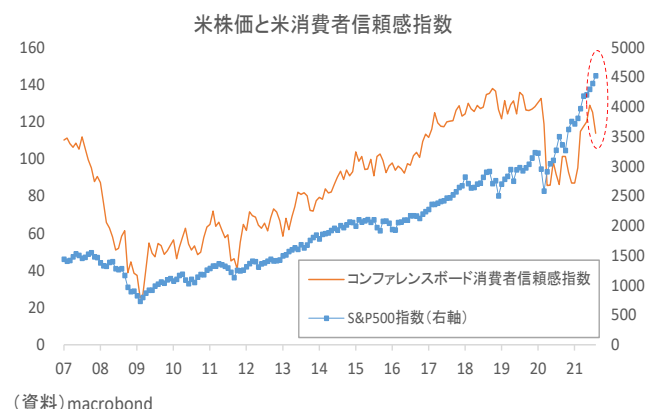
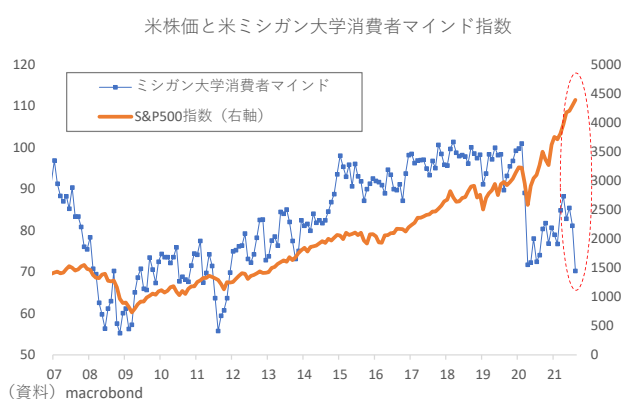
《米国経済の現状と展望～崩れ始めた消費者心理～》

米消費者心理に不穏な兆候

8 月以降、米国の経済指標、より具体的には米消費者心理が不安な動きにある。この動きが継続するか。その上でそれが個人消費にどう跳ねてくるかは重要な論点である。過去の本欄でも議論しているが、米国経済は「①緩和的な金融環境→②株価上昇→③資産効果を通じて個人消費増加→④企業収益の増加」という好循環に入っていけるかどうかが重要である。とりわけ②から③へのリンクが機能するかどうか重要である。株高が本源的価値を超えるものであっても、資産効果を背景に消費・投資が焚きつけられれば実体経済の裏付けは後から付いてくる。例えば 8 月のミシガン大学消費者マインド調査が 10 年ぶりの水準まで悪化し、このリンクが切れかかっている可能性を指摘した（次頁図・左）。

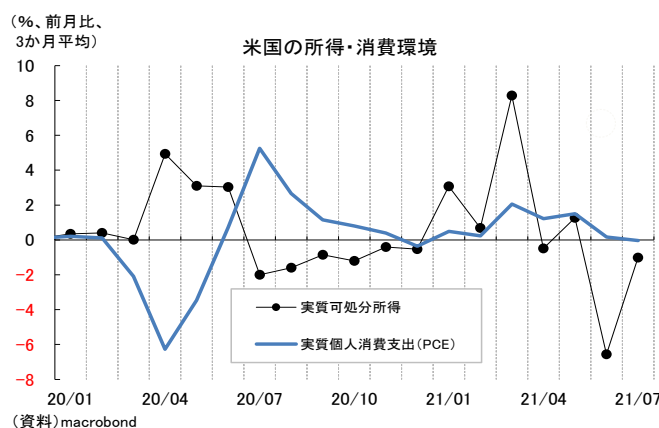


とはいえ、同調査のサンプル数の少なさを踏まえれば、コンファレンスボード消費者信頼感指数の仕上がりなどと合わせて評価すべきである。この点、8月31日に公表された米8月コンファレンスボード消費者信頼感指数は113.8と今年2月以来、8か月ぶりの低水準を記録している（図・右）。過去半年間の景況感改善が帳消しになった格好であり、株高との乖離がここに来て可視化され始めている。このような状況が極まっていけば、ほぼ間違いなく実体経済は減速するが、この結果を受けてコンファレンスボードの経済指標担当者からは「新型コロナの感染拡大やインフレ懸念により信頼感が低下しているとは言え、こうした低下が今後数か月で個人消費を大幅に抑制すると結論付けるのは早計」とのコメントが示されている。実際のところ、本当に恐れるべきは感染拡大が行動規制の復活にまで及んだ時であり、現状ではまだその段階には至っていない。むしろ、不安はインフレ高進リスクにあるように思える。



感染拡大以外に気になる実質所得の悪化

米国経済（≒GDP）の60%は個人消費であり、米国経済を生かすも殺すも個人消費次第と言って過言ではない。この点、あまり市場で話題に上ることはないが、消費・投資の原資となる所得環境の整理は重要である。現状、名目賃金は伸びているが、年初から高止まりが続く物価環境が災いして実質的な所得環境は趨勢的に悪化している。春先以降、実質ベースで見た米国の所得・消費環境は芳しいものではなく、実質個人消費支出（PCE）の伸びは過去1年で抑



制傾向にある。上で引用したコンファレンスボード担当者も言及しているが、米消費者心理悪化は感染拡大もさることながら、物価環境にも原因があると考えられる。感染拡大は予測不可能性を孕むため脅威に違いないが、本格的な行動規制に至らない限り「怖い」という心理的な問題でしかない。

しかし、実質的な所得環境の悪化は家計部門にとって明確な予算制約として効いてくる。デルタ変異株を巡る感染状況が現状程度の水準に抑制されとした場合、FRBにとって本当に脅威になるのは高止まりする物価環境になるだろう。そうだとすれば、リーマンショック以降では殆ど話題になることがなかった「インフレ抑制のための金融引き締め」という中央銀行の伝統的な政策姿勢が顔を出すことになる。低金利が常態化した世界においては当然、ドル高要因として理解すべきものと考えられる。

《米金融政策の現状と展望～既定路線と化した「22～23 年の利上げ」～》

極めて順調な正常化プロセス

注目された 9 月 21～22 日の FOMC は現状維持を決定したが、会合後のパウエル FRB 議長による記者会見では量的緩和の段階的縮小（テーパリング）を 11 月に決定すること、それが 2022 年半ばに完了する見通しであることまで示唆された。さらにメンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）では利上げ着手の時期に関し、従前の 2023 年以降ではなく 2022 年中への前倒しが示唆されている。懸案の中国恒大集団の債務問題（後述参照）に関しては「信用の経路を通じて世界の金融環境に影響を与えるという心配はある」とパウエル議長から懸念も示されたものの、最終的には「中国特有のものに思える。米国は直接の投融資は多くない」と整理され、基本シナリオの修正には至っていない。後述するように、同問題はリーマンショック型の急性的なダメージではなく、慢性的なダメージを中国経済にもたらしていくことが予想される。いずれにせよ良い話ではないが、既に中国政府が公的救済に動き始めていることも踏まえ、夏前から固めてきた金融政策の既定路線を修正する話にはなり得ないのだろう。

今後、月間 1200 億ドルの資産購入を 2022 年 6 月末にゼロに持っていくとした場合、年明け以降、月 200 億ドルずつ減らしていくか、2022 年の 1・3・4・6 月の 4 会合に関して 300 億ドルずつ減らしていくか、それとも今年の 2 会合（11 月・12 月）も含めた 6 会合を使って減らしていくかなど、いくつかのパターンが考えられる。テーパリングの起点に関しては年明けと言わず今年 11 月や 12 月という可能性も十分考えられ、厳密には来年 6 月末より若干早いタイミングで完了できる可能性もある。とはいえ、着手時期などは大事の前の小事であり、デルタ変異株や恒大問題など、不測の事態に直面したものの、正常化プロセスは大筋として極めて順調な時間軸で進んでいることが重要である。

既定路線と化した「22～23 年の利上げ」

ドットチャートから確認される正常化プロセスのペースも順調そのものである。2021 年末に関して「利上げ無し（0.00～0.25%）」は 18 名で据え置きだが、2022 年末に関しては「利上げ無し（0.00～0.25%）」が 11 名から 9 名へ減少し、「1 回利上げ（0.25～0.50%）」が 5 名から 6 名へ、「2 回利上げ（0.50～0.75%）」が 2 名から 3 名へ増加している。これにより 2022

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2021	2022	2023	2024	Longer run
Jun-20	0.125%	0.125%	n.a.	n.a.	2.500%
Sep-20	0.125%	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Dec-20	0.125%	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Mar-21	0.125%	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Jun-21	0.125%	0.125%	0.625%	n.a.	2.500%
Sep-21	0.125%	0.250%	1.000%	1.750%	2.500%

(資料)FRB

年に関する予想中央値は「1 回利上げ」に変わったことが今回の大きな変化である。とはいえ、あくまで中央値の話であり、2022 年に関しては未だ「利上げ無し派」と「利上げあり派」が拮抗しているのが実情だろう。ヘッドラインが示唆するほど「2022 年利上げ前倒し」は盤石とは言えない。

一方、2023 年末に関しては「利上げ無し」を意味する「0.00～0.25%」が 5 名から 1 名に減っている。要するに、「2022 年も 2023 年も利上げ無し」と考えるメンバーはもはや主流ではなく、2022 年以降の利上げは既定路線である。これが今回の FOMC に関する最重要ポイントだろう。その上で「0.25～0.50%」が 2 名から 4 名へ、「0.50～0.75%」が 3 名で横ばい、「0.75～1.00%」が 3 名から 1 名へと変化している。恐らく、2023 年に関してこうした「0.00～1.00%」のレンジで政策金利を予想する 9 名のメンバーが「2022 年は利上げ無し」と予想する 9 名なのだと推測される。さらに深読みすれば、この 9 名に限る

と、「2023 年利上げあり」と考えているのが 8 名で、そのうち 4 名が 1 回利上げ、3 名が 2 回利上げ、1 名が 1 回利上げとなっていることが見えてくる。「2022 年に利上げをしなくても、2023 年に複数回の利上げが必要になる」というメンバーが 4 名いることは興味深い。

残る 9 名は「2022 年も 2023 年も利上げあり」と予想するメンバーであり、「1.00～1.25%」が 6 名、「1.50～1.75%」が 3 名となっている。つまり、最もタカ派なメンバーで 2022 年に 2 回、2023 年に 4 回、計 6 回の利上げを予想していることになる。FOMC は年 8 回なので、最もタカ派なメンバーでも 2023 年に関して「2 会合に 1 回」を適当な利上げペースと考えていることになる。これは前回利上げ局面のペースと比較しても違和感はない。ありそうな展開としては「2022 年 12 月に 1 回利上げ、2023 年以降は 2 会合に 1 回利上げ」という軌道だろうか。

ドル/円相場見通しへの影響：テーマは「量」から「金利」へ

本欄見通しへの影響はない。8 月雇用統計後、本欄ではテーパリングに関し「11 月決定、12 月開始、2022 年 6 月完了」で考えてきた（8 月雇用統計までは 9 月決定と考えてきた）。現実にはほぼその通りになっている。開始時期については 11 月、12 月、1 月などいろいろな考え方はあり得るが、不測の事態（変異株や中国の債務問題など）が市場の拡大解釈を通じて既定路線の修正を迫る展開こそ FRB が最も避けたいものであろう。「始められるうちに始めたい」というのが胸中と推測する。パウエル議長はテーパリングのペースや完了時期は利上げのシグナルにはならないと釘を刺すが、現実問題としてテーパリングが終わらなければ利上げの議論はできない。そもそも、今回、パウエル議長が 2022 年半ばのテーパリング完了に言及したタイミングでドットチャートでは 2022 年利上げ着手を示唆し、2023 年に 4 回利上げというメンバーも出現しているのだから、FRB の「次の一手」に関するテーマは「量」から「金利」に移ったと言える。為替市場を見る上ではドル安と言うには勇気が要る局面である。

正常化プロセスが順調に進んでいる割にドル/円相場の反応が薄いのはひとえに米金利の動きが鈍いからである。しかし、実際に債券購入額が減ってくる中で实体经济の改善も続くという FRB のシナリオが真実ならば、やはり米金利は上昇方向に賭けるのが無難である。また、予測期間にわたって個人消費支出 (PCE) デフレーターがコアベースで 2%を安定的に超えることが予想される中で、長年目にしていない構図ではあるが、「景気を安定化させるために利上げが必要」という状況が極まっていく可能性も考えられる。いずれにせよ、未だに行動制限の可否を議論している日本との差は非常に大きく、それは今後 1 年間、ドルと円の力関係にはっきりと表れてくると筆者は考えている。

《メインシナリオへのリスク点検～「中国版リーマンショック」は大袈裟としても～》

恒大問題を理解する 2 つのポイント

9 月下旬以降、金融市場では中国の不動産大手、中国恒大集団（以下恒大）の債務問題が耳目を集めており、神経質な相場が続いている。本稿執筆時点で事態は落ちついてはいるが、第二、第三の恒大を懸念する空気は残る。現在入手可能な情報を総合する限り、本問題を理解するポイントは①中国政府が恒大を公的救済する意思の有無、②同社債務の拡散度合いに尽きる。後述するように、こうした観点から評価する限り、「中国版リーマンショック」という過度にリスクを煽る論調には慎重に接するべきだと考える。

今回、中国版リーマンショックという仰々しいフレーズが飛び交った理由は①に関し、中国政府は救済意思がないと伝わっていることに由来する。中国政府の意思を強く反映する共産党系メディア「環球時

報」の胡錫進編集長は SNS に「国が産業の構造を変えようとしている時は、いくら企業の問題が深刻だからといって、国がその企業を保護することはない」と投稿し、市場でも注目された。既報の通り、中国政府は格差拡大と社会不安の因果関係を重く見ており、今夏から「共同富裕」と謳い、所得再分配政策に軸足を置く方針を宣言している。「富裕層から貧困層への所得移転」が公言されている最中に「恒大を救う」ことが何を意味するのかが重要になる。この点、恒大は不動産開発の資金調達手段として国内の富裕層（投資家や住宅購入者など）に対して高利回りの金融商品を販売してきた経緯がある。要するに、恒大救済は富裕層救済と同義であり「共同富裕」の否定となってしまう。

とはいえ、恒大問題は現実問題として金融市場に動揺をもたらしている。中国政府の面子に照らして、従前の国内公約を一旦棚上げするのか、金融市場の混乱収束を優先するのかを天秤にかける状況にあるが、金融市場はあくまで前者のシナリオで走ることを想定しているということになる。1997 年の日本における三洋証券破綻、2008 年の米国におけるリーマンショック破綻は「破綻は制御可能なので自己責任で処理せよ」という行政の判断が瞬く間に市場参加者間の疑心暗鬼を生み、金融危機へと発展した事案である。双方のケースは今では明らかな失政と認識されることが多いものの、今回も同じ過ちになるのではないかと恐怖心が市場にはあると考えられる。

中国の銀行部門で損失吸収は可能の公算

だが、「瞬く間に市場参加者間の疑心暗鬼を生み、金融危機へと発展」するかどうかは②同社債務の拡散度合いに依存する。この点、恒大の有利子負債の多くは中国の銀行部門ないしノンバンクに散っているとの見方が多い。8 月中旬に中国銀行保険監督管理委員会が発表した 2021 年 4～6 月期の銀行業主要監督管理指標によると、6 月末時点の貸倒引当金残高は 5.4 兆元（≒92 兆円）である。これに対し、現在報じられている恒大の総債務は約 2 兆元（≒34 兆円）だ（※1 元 17 円換算）。恒大の総債務が全て不履行になっても中国の銀行部門で吸収可能である。中国国外の大手機関投資家が同社社債を保有しているとの報道もあるが、その規模も（現在明らかにされている分に限れば）国際金融システムを瓦解させるほどではない。例えばロイターは 9 月 21 日、米ブラックロック社が 1～8 月に同社の社債を 3130 万口購入したことを報じているが、これは総額 17 億ドルのアジア・ハイ・イールドボンド・ファンドの 1% だという。リーマンショックを引き起こすには桁が足りない。

今のところ、恒大の話だけでリーマンショック時のように金融取引が停止してしまうような事態は考え難く、「中国版リーマンショック」という扇動に乗ることは控えたい。そもそも恒大は不動産開発会社だ。いち事業法人の破綻が、金融商品の販売を通じて世界的に露出を拡げやすい金融機関の破綻と同等のショックをもたらす経路は元より考えにくい。もっとも、不動産取引は相対取引が基本であるため、事態の全容把握にはしばらく時間を要し、それ自体が市場心理の重しとなる時間帯は長くなりそうである。

今後予想される展開

もちろん、怖さは残る。上述のような基本認識は「恒大 1 社で破綻が済めば」という話だ。三洋証券の破綻もリーマンショックの破綻もその後は同業他社の経営不安に延焼した。欧州債務危機もギリシャに始まり南欧全土に広がった。その過程では相対的にリスクの低い企業や国まで火が及ぶ。例えばスペインやアイルランドは債務危機の当事者だが、元々財政黒字国であり、統計を詐称するような杜撰なギリシャの財政と横並びで議論されるような国ではなかった。それでも延焼が始まってしまえば鎮火には時

間がかかる。こうした事態に伴う金融機関の与信能力低下、実体経済における消費・投資意欲低下はいずれ物価低下に繋がり、これに対応するための金利低下を促すだろう。

このように破綻行政の怖さは誤った初手により自己実現的に猜疑心が市場で膨張していくことにある。「取引相手が信じられないから金を出さない」という行為が各所で同時多発すれば実体経済の心臓である金融システムは停まってしまう。企業や国家は赤字で破綻するわけではない。必要な流動性が獲得できなくなった時点で破綻するのである。極論すれば、安定的に黒字を出しても流動性（資金調達）が止まれば破綻はあり得る。そうした不慮の事故のような展開を避けるためにも、まずはシステミックなリスクに及びそうな事案は公的救済で処理するというのが最善の策ではある。

今後、中国に想定される展開は第二、第三の恒大探しが始まることである。恒大以外の同業他社や周辺業種で同じような高利の金融商品を提供している企業などを市場は血眼になって探すはずだ。本来、そうなる前に完全に鎮火し、恒大問題などなかったことにするのが最善だが、「共同富裕」の旗印がそうはさせないという面倒な状況にある。

恒大問題は慢性的な景気減速要因

恒大問題はリーマンショックのような急性的な景気減速ではなく、慢性的な景気減速を招く材料だと考えたい。金融市場は順次到来する社債利払いの行方に注目するだろうが、基本的にそれが実体経済まで広くあまねく影響を与えるまでには時間を要するはずである。基本は金融市場の抱える問題である。

しかし、そうした問題とは別に、不動産開発会社として資金が枯渇している以上、仕掛り中の計画は頓挫するはずである。例えば購入したマンションが引き渡されないという事案も十分考えられる。中国では個人金融資産の多くを住宅に費やす傾向も知られており、恒大破綻がストレートに個人消費を直撃する経路も想定される。また、恒大問題がリーマンショックのようなシステミック事案にならなくても、それ自体が中国の銀行部門を毀損することは確かであろうから、日常的な経済活動における与信環境の悪化には直結する。それも景気を冷やす話だろう。こうして考えると「中国版リーマンショック」は大袈裟に過ぎるとしても、中国経済の減速を約束するイベントとしては確度が高いように思われる。

見通し上の注目は欧米金融政策の既定路線に影響するか否か

資産価格の見通しを考える立場からは、同問題が欧米の金融政策、とりわけ FRB の基本姿勢にどの程度の修正を迫るかが注目される。既に論じたように、9 月 FOMC では無事、テーパリング方針の決定に算段をつける段階まできており、パウエル議長もあくまで中国固有の問題と整理している。しかし、かつてサブプライムショックやリーマンショックも世間にそのフレーズが出てきた当初は「米国の一国の問題もしくは金融市場の問題であって実体経済への影響は限定的」との基本認識が広がっていた。もちろん、当時と現在では金融システムの頑健性が段違いである。過去 10 年、過剰とも言える厳格な資本規制を敷いてきたのはこうしたショックが世界的な連鎖に至らないためだった。軽々に「中国版リーマンショック」などと口にするべきではないし、起きるはずもないというのがメインシナリオである。

しかし、中国政府が初手を誤り、1997 年の日本や 2009 年の米国のような事態を招く展開になれば、FRB の正常化路線を基軸とする本欄シナリオも根底から再考する必要が出てくるだろう。実際、恒大に続くように新たな企業名も散見され始めており、本件についてはリスクシナリオの中で入念に論点整理を行っていく必要があると考えている。

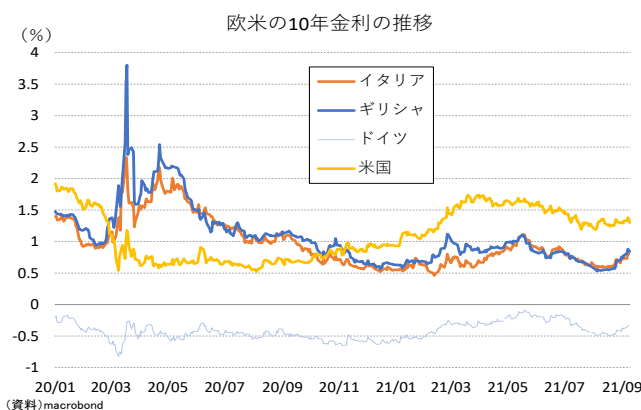
◆ ユーロ相場の見通し～ECB も加わった正常化プロセス～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～12 月が PEPP 終了判断の分かれ目に～》

やはりキーは資金調達環境

9 月の ECB 政策理事会は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、従前の「a significantly higher」から「a moderately lower pace」へ表現が修正され、減額方針が明確にされた。決定内容もその理由も事前に本欄で想定した通りのものである。8 月末以降、域内の各国中銀総裁が図ったように PEPP における購入ペース減速を示唆し始めていた。ECB は PEPP の運営に際して「あくまで『量』は手段、達成すべきは『安定した資金調達環境 (financial conditions)』」と解説し、「既に PEPP の購入ペースが減速しても金利環境が安定しているのだから、無理に「量」を追求する理由は無い」と主張してきた。この点、今回の声明文では「favourable financing conditions can be maintained with a moderately lower pace of net asset purchases under the pandemic emergency purchase programme (PEPP) than in the previous two quarters」と記述され、やはり金利環境の落ち着きが購入ペース減額の背景にあったと明記されている。

事前に大分織り込まれていたこともあり、会合前から上昇傾向にあった域内金利は落ち着いた反応であった。現状、域内金利の水準は「significantly higher pace」が挿入された 3 月中旬と同程度である。しかし、当時と現在では実体経済の現状と展望が格段に改善しているため、名目金利が同程度の水準ということは実質的な緩和度合いが増しているという理解になる。なお、ラガルド ECB 総裁は会見で決定の理由に関し、資金調達環境の落ち着きに言及しつつ、足許で見られている銀行貸出の減速はあくまで予備的動機に基づく資金需要の後退として、むしろ前向きな材料との見解を示している。また、決定は全会一致であったことも認められている。



スタッフ見通しもはっきり上方修正

ECB スタッフ見通しも 6 月時点から明確に上方修正されている。2021 年の消費者物価指数 (HICP) および実質 GDP 成長率に関し、それぞれ+0.3%ポイント、+0.4 ポイントも引き上げられている以上、正常化プロセスへの着手は妥当である。それでもデルタ変異株の不透明感を重

ECBのスタッフ見通し(2021年9月)

(%)

	2021	2022	2023
消費者物価上昇率(HICP)	2.2	1.7	1.5
(前回:2021年6月)	1.9	1.2	1.4
実質GDP	5.0	4.6	2.1
(前回:2021年6月)	4.6	4.7	2.1

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2021～23年が1.18。

く見るならば現状維持という手もあり得たが、予測期間中、安定的に 2%超えを実現できるのは今年だけでもあり、この機に乗じて購入ペースくらいは減らしたいと考えるのは自然である。細かいところ言えば、前提となるユーロ/ドル相場が前回の 1.21 から今回は 1.18 へ、▲3%ほどユーロ安に修正されている。これも外需主導のユーロ圏経済を支える一因になるだろう。そもそもユーロ圏の潜在成長率は2%前

後であり、今後1年以上にわたってこれを超える速度で走ることが見えている以上、「次の一手」は正常化プロセスになるはずである。ちなみに、予測通りならば、年末のユーロ圏実質 GDP の水準はコロナ前（19 年 10～12 月期）を余裕で復元するため、後述する PEPP の取り扱いにも影響する話になる。会見でも GDP 水準のコロナ前回復が PEPP 終了の条件なのかを質す記者が現れている。

PEPP の着地を探る 10～12 月期

さすがに 9 月会合では 2022 年 3 月末という期限を睨んで「PEPP という枠組みをどうすべきか」という方向性までは示されなかった。ラガルド総裁は会見を通じて購入ペースの調整（re-calibration）は四半期ごとの定例作業であって、今後の減額（ひいては枠組みの終了）を約束するものではないと再三強調している。実際のところ、冬場を前に感染事情が読めない中、パンデミックの名を冠した枠組みを廃止するのは勇気が要することは理解できる（この点、「危機はまだ脱しておらず、ゴルフで言えば、まだグリーンに乗っていない」というラガルド総裁の表現は言い得ている）。ラガルド総裁は 12 月改訂のスタッフ見通しに合わせて PEPP の運営方針（terms and conditions）が議論されると述べているが、裏を返せば 10 月 28 日会合の時点でも踏み込んだ決定はないというようにも読める。10～12 月期いっぱいをかけて、感染状況睨みで PEPP の着地点を探る局面という整理だろう。

今後の争点は PEPP の取り扱いが最重要としても、その先にある定例の枠組みである拡大資産購入プログラム（APP）をどう扱っていくべきかという議論もある。というのも、PEPP はあらゆる例外が認められた枠組みゆえ、国債保有上限など細かな規制が免除されていた。しかし、PEPP がなくなれば規制は復活する。既に購入済みの保有国債が膨大な量に及ぶ中、ECB としてこれをどう考えるのか。例えば PEPP で購入した分だけ分別管理するのか。新たな理屈を検討する必要がある。

APP と利上げの関係性という難題

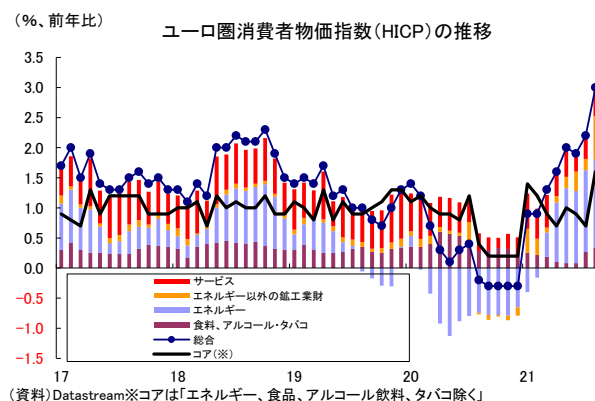
さらに先の問題として APP と利上げの関係性が未だに曖昧という論点もある。7 月以降に導入された 2% のオーバーシュートを容認する新たなフォワードガイダンスはあくまで「金利」に関する文言であって、「量」に関しては何も約束していない。この「量」に関するガイダンスを欠いた状態はいつまでも放置できない問題である。同じ「量」でも PEPP に関しては「パンデミックが終息するまで」というガイダンスが付されており、これは既に視野に入るものの、定例の APP は野放しのままだ。とりあえずは「量が片付いてから金利」というシーケンス（時間的順序）が約束事として謳われるが、「量」の本格的な手仕舞いをどこで公言するかは来年以降の ECB に遺された大きな宿題である。それは現状から順当に進んだとして、早くても 2022 年 3 月もしくは同年 6 月のスタッフ見通しで検討される論点になるだろう。

《ユーロ圏経済の現状と展望～欧州でも上がり始めた物価～》

無視できない騰勢

8 月 31 日に発表されたユーロ圏 8 月消費者物価指数（HICP）が総合ベースで前年比+3.0%と 2011 年 11 月以来、約 10 年ぶりの伸び率を記録するという動きも見られた（以下、特に明記しない限り前年比）。ブルームバーグにおけるエコノミスト予想の上限を超えるものであり、従前通り、「一時的な騰勢」とい

う見地を取るにせよ、看過できないに思える。また、前月 7 月分まではエネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除くコアベースが+1.0%を割り込んでいたことから「あくまでエネルギー価格主導の話」という整理もできたが、8 月はコアベースも+1.6%と 2012 年 7 月以来、約 9 年ぶりの大きな伸びを記録している。ECB としてこういった動きを完全に無視できることも難しく、上述したような PEPP 縮小の判断に至ったものと考えられる。



読みが難しい物価の内情

寄与度を見ると、総合ベースの+3.0%のうち、半分の+1.5%ポイントはエネルギーであり、基本的には今後剥落していくことが前提になる。だが、エネルギー以外の鉱工業財も+0.7%ポイントと大きな寄与度を持っている。同項目は前年比+2.7%を記録しており、これは過去最大の伸び幅となる。世界的な供給制約がエネルギーを超えて広範な財に及んでいる様子が窺える。そのほかサービスの寄与度も+0.5%ポイントで前年比+1.1%を記録しており、賃金への上昇圧力も増していることが推測される。サービス物価の持ち直しは域内の観光需要が持ち直していることも影響している可能性がある。国別に見れば、総合ベースに関して前月比からの差分が目立つのはフランス (+1.5%→+2.4%)、イタリア (+1.0%→+2.6%)、オランダ (+1.4%→+2.7%)、ベルギー (+1.4%→+4.7%)、アイルランド (+2.2%→+3.1%) であり、ひろくあまねく全域に物価上昇圧力が広がっていることが分かる。

ちなみに、ドイツが 2020 年 7 月から半年間、付加価値税（日本で言う消費税）を時限的に引き下げているため、前月 7 月分から HICP は技術的に高めに出自やすくなっていることも確かである。ECB はこうした「一時的要因」と「非一時的要因」を切り分けつつ、PEPP の購入ペースを決めなければならないという非常に難しい状況に立たされていると言える。供給制約の持続期間は少なくとも年内との声も挙がっており、そこまで持続する動きを「一時的」とすべきかどうか議論が分かれるだろう。いずれにせよ 9 月政策理事会では今後 3 か月の購入ペースを決めるわけで、その間もインフレ圧力が残存しそうなことが見えている以上、購入ペースを縮小する程度の決断は十分に支持されるものだったと言える。

《補足:ドイツ総選挙を終えて～アフター・メルケル時代、2つの課題～》

予想通りの結末に

9 月 26 日投開票のドイツ連邦議会選挙（総選挙）は事前予想通りの結果に終わった。本稿執筆時点で明らかになっている選挙管理委員会の暫定最終結果によると、社会民主党 (SPD) が 25.7%で第一党に、メルケル首相の所属するキリスト教民主・社会同盟 (CDU/CSU) が 24.1%で第二党に、春先まで世論調査をリードしていた環境政党・緑の党は 14.8%と第三党にとどまった。CDU/CSU が第二党になるのは 2002 年以来であり、得票率としても結党以来最低の数字を記録した。そのほか、産業界寄りのリベラル政党・自由民主党 (FDP) が 11.5%、極右政党・ドイツのための選択肢 (AfD) が 10.3%、旧共産党系の左派党 (Linke) が 4.9%と続いた。本稿執筆時点で連立協議はまだまとまっていないが、SPD・緑の党・FDP の連立（通称「信号」連立）が有力視されており、したがって後継首相は現時点で、メルケル

政権の副首相兼財務相を務めるショルツ SPD 党首が最有力候補と言える。「信号」連立が成立すれば、メルケル引退とともにその所属政党である CDU・CSU も表舞台からいったん消えることになる。

次期政権が直面するふたつの課題

しかし、連立政権がどのような組み合わせになるにせよ、アフター・メルケルを担う次期政権が直面する課題は山積みだ。逐一挙げれば枚挙に暇がないが、ここでは 2 つの重要課題を挙げたい。それは政治・外交面について「対中関係の修正」、経済面については「域内再分配の再検討」であり、何より前者への関心度は高い。2018 年 10 月にメルケル引退が報じられてから、次期政権が中国とどう付き合っていくべきかは幾度となく議論されてきた。それほどに、メルケル政権の 16 年間でドイツと中国の関係は深まり、ときに「媚中（びちゅう）外交」（＝中国に媚びを売る外交姿勢）とすら揶揄された。その姿勢が自動車産業を中心にドイツ経済を押し上げたのも事実で、対中関係の緊密化はメルケル政権最大のレガシー（遺産）との評価もある。一方でそれが次期政権にとって最大の重荷になる可能性も否定できない。

中国との包括的投資協定（CAI）合意でドイツに批判

ドイツと中国の関係について、もう少し詳しく実情を紹介したい。人権重視とされるメルケル首相の外交が、中国に対しては必ずしもそうではないことを明確に示したのが、EU と中国が協議を進めてきた包括的投資協定（CAI）をめぐる騒動だった。EU と中国はこの協定について 2014 年初めから長いこと協議を続けていたが、2020 年 12 月末に突如として大筋合意に至った。オンラインで開催されたその協議には、中国の習近平国家主席、EU のミシェル大統領、フォンデアライエン欧州委員長、メルケル首相、フランスのマクロン大統領など、文字通り中国と EU の最高権力者が集結した。欧州企業の対中投資環境を改善させる包括的投資協定が、EU と中国にとっていかに重要であるかが一目瞭然の顔ぶれである。

しかし、この大筋合意はさまざまな理由で国際社会から批判を集めた。最もまずかったのはその露骨なタイミング。2021 年 1 月に予定されていたバイデン政権発足の直前であり、またドイツが半年ごとの輪番制で担当する EU 議長国を退く（2020 年末まで）寸前のことだった。人権重視を標榜するバイデン政権の発足後に中国との関係を強化する協定を結べば、米中対立を基調とする国際関係の複雑化を招くという政治判断が働いた可能性は否めない。また EU 側でも、親中路線のドイツが議長国を務めているうちに協議を決着させたい思惑が働いた可能性がある。何にせよ突然の大筋合意は「米国の隙を突いてメルケル主導で決めた」駆け込み合意ではないかとの批判がドイツに向けられることになった。

「人権よりもカネ」は持続可能なのか？

ドイツと中国の深い絆を感じさせるのは、上記の協定合意の経緯だけではない。例えば、2011 年以降は 2 年に 1 度のペースで政府間協議が持たれ、毎年のように両国の首脳や閣僚が往来しており、そこで数多くの商談もまとめられている。だが、香港や新疆ウイグル自治区などの問題をめぐって中国の暴力性が注目されるなか、人権よりカネを重視していると批判されかねないこれまでの対中外交を維持するのは難しいように思われる。そうした外交姿勢はメルケル首相だから首尾よく米中の隙間を縫って来られたのであって、政治資源に乏しい新首相のもとで同じことができるとは思えない。欧州議会は先述の CAI について、人権重視の立場から批准を差し止めたままで、中国に対し厳格な態度を貫く方針を示している。晩年とはいえ、メルケル首相の在任中ですらそのような調子なのである。

メルケル政権は近年少しずつ中国と距離をとろうとしているように見えるが、自動車産業を中心とする経済関係の密接さを思えば、容易には変わらないだろう。2020 年もドイツ自動車企業が生産する高級車の 3 台に 1 台は中国で売られている(図)。現実問題として、これほど食い込んだ市場を切り離すのには相当の痛みを

伴う。本来であれば、メルケル首相は 16 年の在任期間中に(対中関係に)厳格な線引きをして、意中の後継者にそれを引き継ぐべきだったが、結果として叶わなかった。こうしてあとに残された中国に対する窮屈な外交環境は、アフター・メルケルのドイツ指導者にとって「負債」になるように思える。

「ドイツ一人勝ち」のはらむリスク

メルケル政権の 16 年間は危機(債務、難民、パンデミック)の連続だったが、とりわけ 2010 年代前半の欧州債務危機下で政権が示した「(EU 各国の)自己責任論」は、金融市場の混乱や域内政治の右傾化を招いたとして批判も多い。過去 10 年のドイツとそれ以外の国の経済パフォーマンスは歴然としている。通貨と金融政策を共有する経済圏において、このような格差拡大傾向が放置されることは相当に危うい。もちろん、ドイツ一強はシュレーダー前政権(1998~2005 年)における地道な構造改革が地力を底上げした結果とも言えるが、域内において格差が拡大し続ける状況は強い不公平感を生み、域内不和の温床となる。それが各加盟国で極端な政治主張の台頭を招いたことは周知の通りだ。ドイツは過度な自己責任論に傾斜することなく、域内再分配に前向きな姿勢に切り替えていく必要がある。

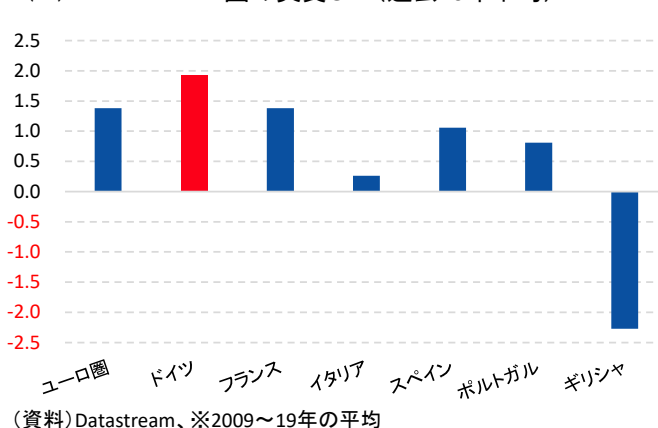
ただし、メルケル首相は最後まで域内再分配に無関心であり続けたわけではない。2020 年、コロナ対応策として起案された経済復興のための共同基金「欧州復興基金」の合意に向け、基金設立に反対する「俟約 4 カ国」(オランダ・オーストリア・スウェーデン・デンマーク)の説得役を、メルケル首相は自ら買って出た。「EU の歴史において最も深刻な危機には、それに相応しい答えが必要」とのメルケル首相の発言(2020 年 5 月)は、自己責任論を押し通してきた従来の立場を翻すもので「メルケル氏の 180 度ターン」と報じた地元メディアもあった。

ドイツ3大自動車メーカーの2020年販売台数(万台)

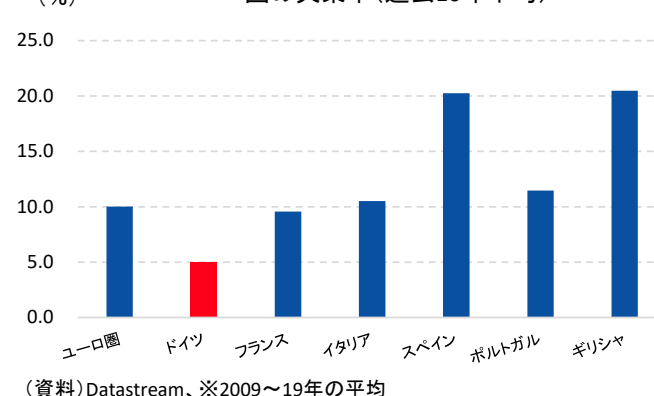
	メルセデス・ベンツ(※)	VW	アウディ	BMW
世界販売台数	220.26	911.52	169.28	232.52
うち中国	77.94	384.47	72.74	77.84
中国比率(%)	35.4%	42.2%	43.0%	33.5%

(資料) 各社資料より筆者作成。※「メルセデス・ベンツ乗用車」を対象

(%) ユーロ圏の実質GDP(過去10年平均)



(%) ユーロ圏の失業率(過去10年平均)



問題は、次期政権がこの「180度ターン」を継承できるかどうかだ。ドイツはEUの一員として「安い通貨」「東欧などからの安い労働力」「単一市場による円滑な商取引」から大きな恩恵を受けてきた。仮に周辺国がドイツと同様の緊縮財政に勤しんだ場合、どうなるだろうか。ドイツの商品は域内で売れなくなる。輸出額の半分以上をEU域内向けが占めるドイツにとって、それは由々しき事態であろう。言ってしまうと、「ドイツがドイツらしくいられるのは他の国がドイツではないから」であり、次期政権はそのことを再認識する必要がある。ユーロ圏共同債やユーロ圏財務省の設立など、再分配機能を強化するEU改革の議論をけん引することは名実ともに盟主の地位を固めるという意味でドイツにも利益がある。

メルケル引退はEUの新たな時代の始まり

ここまで、対中関係と域内再分配という2つのポイントにしばって、ドイツ次期政権が直面する問題を見てきた。問題はもちろんこれだけではない。自動車大国として脱炭素の潮流をどのようにけん引し、どのように産業構造の転換を図るのか。新時代のドイツがどのようなビジネスモデルを構築できるのか。また、近年問題視されているドイツ国内の格差拡大にどう向き合うのか。アフガニスタンの不安定化を背景に、くすぶり続けてきた移民問題も無視できなくなる。移民問題の取り扱いをしくじったことで凋落の一途を辿ったメルケル政権の直後だけに、慎重な取り扱いが求められる。

片や、EUとしては、メルケル首相という「重し」を失うことで、意思決定の機動力が失われる懸念がある。「重し」のおかげで意見集約が図れていたところ、今後は各国がバラバラに好きなことを言い出す可能性もある。英国が抜けて求心力を高めていかねばならないEUにとって、ドイツのリーダーシップ低下は痛手とか言いようがない。今回のドイツ総選挙はドイツのみならずEUにとって新時代の始まりを告げる機会として整理すべきである。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。