

中期為替相場見通し

2021 年 10 月 29 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～「悪い円安」を乗り越えるには新規感染者主義からの脱却を～

日本経済と円相場の現状と展望～円安に蝕まれる状況に～	P.3
日本経済と現状と展望～必要なのは新規感染者主義からの脱却～	P.5
円相場の需給環境について～新たな円売り材料に～	P.7
米金融政策の現状と展望～供給制約下の正常化プロセスをどう考えるか？～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～エネルギー新時代の貿易赤字拡大～	P.10

◆ ユーロ相場の見通し～高まる利上げ期待とけん制する ECB～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～冷静なインフレ分析と盛り沢山の 12 月会合～	P.13
欧州委員会のグリーンボンド発行を受けて～誰のための資金調達なのか？～	P.16
※補足:ドイツ連立政権発足について～クリスマス前の合意可能か？～	P.18

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

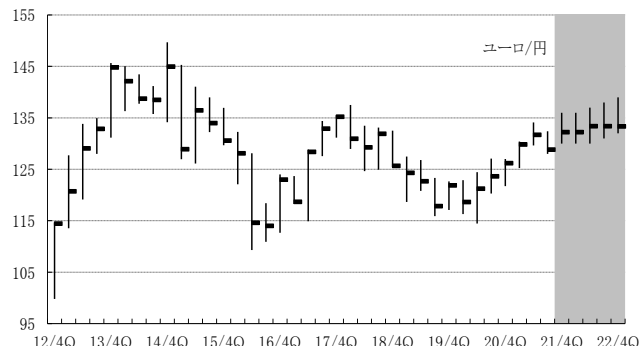
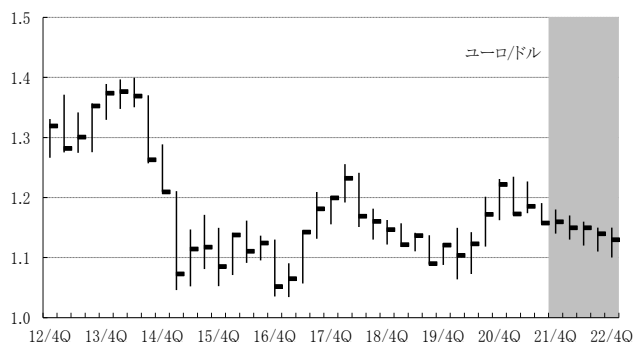
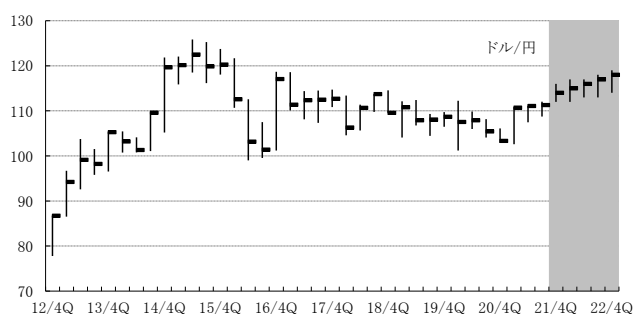
10月のドル/円相場は大幅に上昇した。前月までの本欄では「他所の事情を考える以前に足許が壊滅的」という日本の情勢が好転しない限り、円安シナリオは変えられないと予想してきたが、当面はその認識で良いだろう。確かに世界経済も供給制約やこれに伴うインフレ高進などアフター・コロナ時代の悩みに直面し、頼みの米国も成長率の下方修正を余儀なくされている。だが、日本はアフター・コロナ時代の悩みにすら到達できず、未だコロナ禍に苦しんでいる。成長率の格差は一向に縮まらず、これが金融政策の格差ひいては金利の格差に繋がり円売りを誘いやすい。日本株の動きも合わせ見れば、あまりにも劣化する成長率を踏まえ日本回避の風潮すら感じる。なお、円安と資源価格上昇が併存する中、貿易赤字という新たな円安材料も注目され始めている。脱炭素化の流れを受けた資源高を常態とすると、貿易赤字拡大が円安を一段と煽るリスクはある。こうした状況に対して日本からできることは多くないが、岸田政権が欧米のようにコロナとの共生を選び、成長率の復元に主眼を置ければ市場の評価も変わる可能性はある。もしくは日銀がインフレ予防を大義として正常化プロセスを示唆することも円安抑止に寄与するかもしれない。だが、本稿執筆時点ではいずれの可能性も高くはなさそうである。

片や、10月のユーロ相場は反転した。大きな理由は見出しにくい、米金利が上昇する傍らで域内金利も総じて上昇しており、ユーロへの見直し買いは意識されたかもしれない。また、FRBに若干遅れる格好でECBも着実に正常化プロセスを進めており、「世界最大の経常・貿易黒字」という鉄壁の需給も相まって、ユーロ相場が底堅いことに大きな違和感はない。冬場を前に英国の感染拡大が大陸欧州にどのような影響を及ぼすのか注視する必要があるものの、域内のインフレ期待は高止まりしており、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)終了を年内に決断することまでは既定路線であろう。しかし、ECBはPEPP終了後も何らかの資産購入プログラムを入れ違いで検討する可能性がある。とすれば、量的緩和の撤収は実現できたとしても利上げにまで至るのは大分先になるだろう。この点はFRBとの比較で劣後が大きくなる部分である。結果、欧米金融政策の格差がユーロ/ドル相場の上値を重くする公算は大きい。一方、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して良いだろう。年内に誕生しそうなドイツ新政権は財政政策の挙動に注目したいところ。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2021年 1～10月(実績)	11～12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 ～ 114.69 (113.44)	112 ～ 116 (114)	112 ～ 117 (115)	113 ～ 118 (116)	113 ～ 118 (117)	114 ～ 119 (118)
ユーロ/ドル	1.1522 ～ 1.2349 (1.1682)	1.14 ～ 1.18 (1.16)	1.13 ～ 1.17 (1.15)	1.12 ～ 1.16 (1.15)	1.11 ～ 1.15 (1.14)	1.10 ～ 1.15 (1.13)
ユーロ/円	125.10 ～ 134.12 (132.59)	130 ～ 136 (132)	130 ～ 136 (132)	130 ～ 137 (133)	131 ～ 138 (133)	132 ～ 139 (133)

(注) 1. 実績の欄は10月29日までで、カッコ内は10月29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～「悪い円安」を乗り越えるには新規感染者主義からの脱却を～

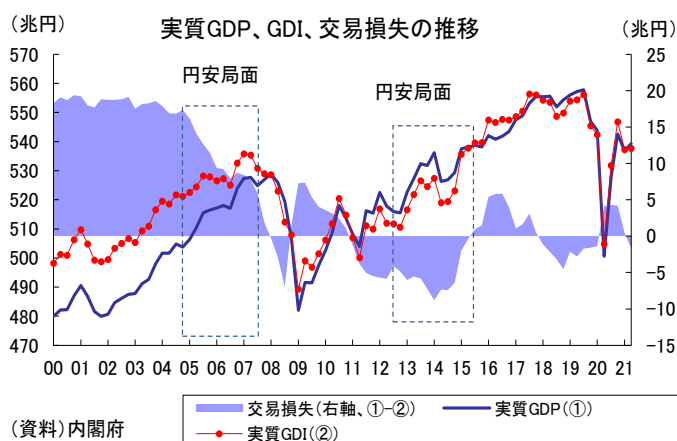
《日本経済と円相場の現状と展望～円安に蝕まれる状況に～》

間違いなく「悪い円安」

10月のドル/円相場は一時114.54円まで上昇した。目下、日本経済が直面している円安はどう見ても「悪い円安」である。本欄では、2013年以降、アベノミクスが隆盛を極める中で繰り返し「輸出の増えない円安に持続的な景気浮揚効果はない」との基本認識を強調してきた。それは円安・株高を主軸とする景気回復は往々にして海外への所得流出が伴い、大抵の場合、「実感なき景気回復」との揶揄が付いて回るからだ。アベノミクス下での景気回復（2012年11月から2018年10月までの71か月間）でも、それ以前の小泉政権下で実現した戦後最長の景気回復（通称：いざなぎ景気、2002年2月から2008年2月までの73か月間）でも、この揶揄は付いて回った。大衆が何をもって景気回復を「実感」するかは曖昧模糊としているが、やはり雇用・所得環境が肌感覚に近いだろう。アベノミクス下では雇用の「量」に関する回復は著しかったものの、所得（賃金）に関してはやはり失望的なものだった。

「実感なき景気回復」の正体

この点、実質ベースで見た国内の所得環境を捉える計数に実質国内総所得（GDI）がある。実質GDIは、実質国内総生産（GDP）に交易利得を足した（あるいは交易損失を引いた）概念である。交易条件（輸出物価÷輸入物価）が改善している時には交易利得が、悪化している時には交易損失が計上される（ある基準年からの変化幅を算出する）。交易損失は、企業にとっては仕入価格の上昇を販売価格に転嫁できていない状況を示し、企業収益の圧迫を意味する。マクロ経済全体にとっては海外への所得流出と同義だ。そのような状況で雇用・賃金情勢が持続的な改善を果たすことが難しいであろうことは多くの説明を要しない。

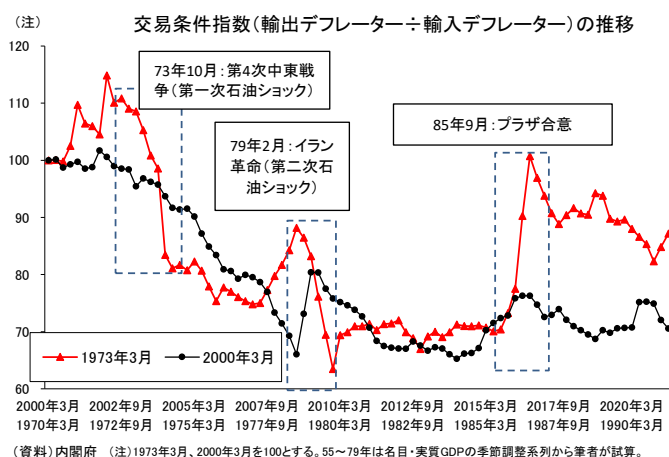


例えば、2000年代の円安局面では交易利得の縮小（2005～07年）ないし交易損失の拡大（2013～15年）が見られている。円安による輸入物価上昇が交易条件を悪化させ、実質ベースで見た国内総所得（GDI）の伸びを抑制するのである。とりわけアベノミクスが取沙汰された2012年以降、経済を生産面から見る実質GDPに対して、所得面から見る実質GDIが劣後しているのが分かる。この差が交易損失であり、「GDPの仕上がりは良くても景気回復の実感がない」理由だと筆者は考えている。「実感なき景気回復」の一因として交易条件の悪化（≡交易損失）は看過できない。

交易損失の拡大は既定路線に

逆に、前掲図からも分かるが、2020年春以降のパンデミック下では円相場はそれほど動いていないが、原油を筆頭に資源価格が急落したことで交易条件が大幅に改善し、交易利得が発生している。為替は動かなくとも、資源輸入国は商品市況に合わせて交易条件が上下動する。まとめると交易条件が悪化する局面では①円安か、②原油高のいずれかが基本的に進んでいる。

図は起点を「1973年3月」と「2000年3月」の2つに分けて、交易条件指数の推移を見たものである。やはり為替と原油の動きが重要だったことが分かる。73年と79年に経験した2度の石油ショックで拡大した交易損失はプラザ合意の円高で吸収されたイメージになる。もちろん、これは交易条件に限定した話であって、周知の通り、超円高が諸々のショックに連なっていくことになるので「円高で良かった」という結論にはならないが、少なくとも超円高で大きく悪化した交易条件が復元したのは確かである（もちろん、円高だけが要因ということもないであろう）。



片や、2000年代に入って、石油ショックやプラザ合意のような交易条件の劇的な変化を経験したことはない。しかし、脱炭素に伴う昨今の潮流を人類史におけるエネルギー革命の過渡期と定義した場合、そうした劇的な変化が起きても不思議ではない。そのように基本認識に立つと、足許のような①円安と②原油高という2つの交易条件悪化要因が同時進行していることは由々しき問題であり、当面の交易損失拡大は確定した未来と見た方が良い。上述したように、これは定義上、実質GDIの圧迫を意味する。生活実感としての景気回復は一段と立ち遅れるだろう。既にiPhoneや外車、時計といった海外輸入品の価格が引き上げられているのは象徴的な経済現象であり、今後は日用品全般に波及してくる可能性も否めない。典型的にはガソリン価格だろう。既に街のガソリンスタンドに目をやれば1年前の倍近くまで上昇している。これは実体経済に対して実質的には増税効果になりかねない。

日銀にも正常化プロセスの好機

商品市況や為替相場に絡んだ話を国内のマクロ経済政策で大きく修正するのは不可能である（特定業種への公的助成を通じてダメージ軽減を図るくらいだろうか）。しかし、だからと言って何もできないわけではない。これを機にポーズであっても日銀の正常化姿勢は示唆した方が良いように思える。歴史的に日銀が緩和策の副作用を指摘されながらも正常化プロセスに触れなかった最大の理由は「円高が怖いから」である。それは過去における日銀の緩和政策が往々にして円高・株安に呼応する格好で決断されてきたことが示している。実際、日本の輸出数量が円安と正の相関を持っている時代にはその判断は適切でもあった。しかし、アベノミクス下ではドル/円相場は50%以上上昇したが、輸出数量は殆ど動かなかった。これでは円安になっても貿易収支の改善はなく、単に所得流出が増えるだけであるし、実際にそうだった。近年ではドル/円相場と日経平均株価の相関も不安定になっており、株価浮揚の効果も過去ほどではない。いつかはやらねばならない出口戦略なら今が好機という考え方もある。

過去1年半で日本経済は欧米経済に大きく出遅れており、もはや日銀以外の海外主要中銀は正常化プロセスに関し一歩も二歩も先行している。今さら、金融市場での注目度が下がっている日銀が多少の縮小を示唆したところで、かつてのようなヒステリックな円高になるとは思えない。微力であっても円安進行を抑止する一助になる可能性があるならば、「正常化プロセスを検討している」程度のアクションは起こしても良いように思える。政策当局は焦燥感を市場に悟られてから動くとは大体ロクな目に遭わない。

市場参加者から「円安は日本経済にとって痛手」と認識され、一旦その方向に相場が動き始めたら嵩にかかって円売りで攻め込まれる恐れがある。そうなるからではできないことは非常に限られてくる。日銀に限らず、まだ傷の浅い今のうちに少しずつ円安を抑止できるような処方箋を検討すべきように思える。それくらい、今の日本経済が立たされた状況は危うい。

《日本経済と現状と展望～必要なのは新規感染者主義からの脱却～》

適度な減速はむしろ朗報？

10月に発表された秋季 IMF 世界経済見通しは世界経済全般にわたって成長率が引き下げられた。今回のサブタイトルは『Recovery During a Pandemic Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures (パンデミック中の回復～公衆衛生の懸念、供給混乱、物価圧力～)』と現在リスク視される論点が並べられている。もっとも、ここで挙げら

21～22年にかけてのG7の成長率軌道(前年比%)

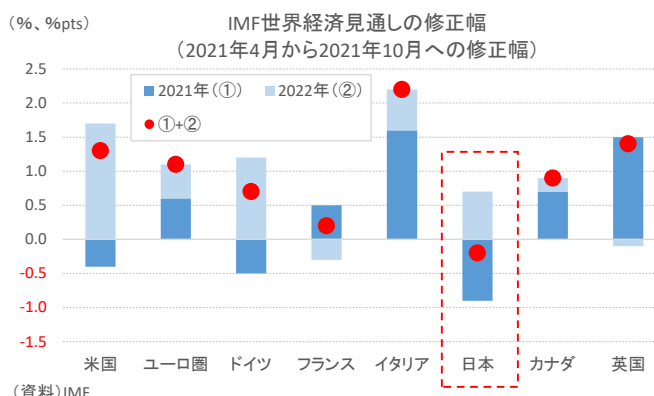
	2020年	2021年		2022年	
	実績	7月時点	10月時点	7月時点	10月時点
米国	-4.7	7.0	6.0	5.2	5.2
ユーロ圏	-6.6	4.6	5.0	4.3	4.3
ドイツ	-4.9	3.6	3.1	4.1	4.6
フランス	-8.2	5.8	6.3	4.2	3.9
イタリア	-8.9	4.9	5.8	4.2	4.2
日本	-4.8	2.8	2.4	3.0	3.2
カナダ	-5.4	6.3	5.7	4.5	4.9
英国	-9.9	7.0	6.8	4.8	5.0

(資料)IMF、「World Economic Outlook」(21年10月)

れた3つの論点は相互に関連しており、「デルタ変異株の感染拡大により世界の供給網が寸断され、需要超過の状況が極まって物価が上昇している」というのが実情である。世界経済におけるいずれの地域もこれらのリスクから逃れることはできておらず、ここまで破竹の勢いを誇った米国も英国も2021年に関し下方修正されている(それぞれ+7.0%→+6.0%、+7.0%→+6.8%)。しかし、それでも潜在成長率の倍速で走っており、インフレ圧力の高まりが懸念される状況を踏まえれば、この程度の減速は朗報とすら言えるのではないだ。世界経済全体では+6.0%から+5.9%へ下方修正されているものの、仮に+5.9%であっても現行統計が遡れる1980年以降では最高の成長率である。過度に悲観視する必要はないだろう。

日本経済の悪化は別次元のもの

なお、2021年予測に関し、先進国全体では+5.6%から+5.2%へ下方修正されているが、これは上述した米国の▲1.0%ポイント下方修正の影響が非常に大きい。米国以外ではドイツ(+3.6%から+3.1%へ▲0.5%ポイント)および日本(+2.8%から+2.4%へ▲0.4%ポイント)が大きい。下方修正の理由に目をやると、米国は4～6月期に関しては大幅な在庫取り崩し、7～9月期に関しては消費減速が指摘されてい



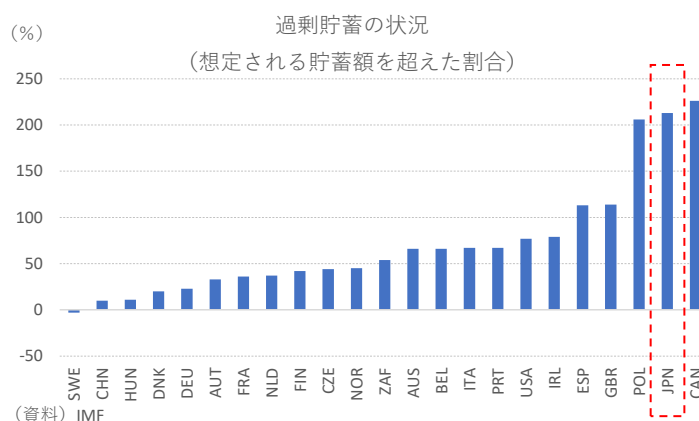
る。在庫取り崩しは供給制約の影響も当然だろうが、力強い需要の結果という側面もある。ドイツに関しては生産活動全般にわたって部品不足が響いており、依然として国内製造業の力が強いことが裏目に出ている。片や、日本に関しては「7月から9月までに発せられた4回目の緊急事態宣言の影響」を指摘されており、世界経済が直面するリスクとは別の次元で悪化していることが分かる。そうした日本の特異

性は予測修正の経緯を見ても明らかである。前頁図は 2021 年と 2022 年の世界経済見通しに関し、G7 諸国に関する予測修正幅（4 月→10 月）を比較したものである。予測修正幅に関し、2021 年分を①、2022 年分を②とした場合、その合計がマイナスになっているのは日本だけである。裏を返せば、日本以外の先進国では春先以降、紆余曲折はありながらも「思っていたより調子が良い」というペースで走れているが、日本だけはそうではないという話である。

世界はアフター・コロナ時代の悩み、日本はコロナ禍の悩み

さらなる感染拡大が見込まれないとした場合、今後の世界経済の焦点は「供給網の復元はどれくらいで進むのか」という点にかかっている。それにより、どれほどのペースで需要超過幅を縮小できるのかがインフレ圧力の軌道を決することになる。今回の WEO では 2022 年半ばにはインフレ率がパンデミック以前のレンジに収束することが予想されている。IMF シナリオは保守的になりがちであることを差し引いても、あと半年ほどは現状が続くというイメージになる。ちなみに、こうしたインフレ圧力の「燃料」はパンデミック下で蓄積した民間部門の過剰貯蓄である。供給制約は問題だが、より不運なことに過剰貯蓄に根差した需要の爆発が重なっていることがインフレ圧力を一段と押し上げている。

図示されるように先進国の多くは未だこれを多く抱えており、その分、需要が吐き出される余地があるという話になる。なお、IMF 推計の過剰貯蓄を参考にすれば、日本はカナダに次いで世界で 2 番目に大きく、過去の傾向から推計される貯蓄額の倍の水準（約 200%）まで高まっている。しかし、世界と日本の違いは「貯蓄を開放する」という段階に至っていないことである。これほどの貯蓄があっても消費・投資

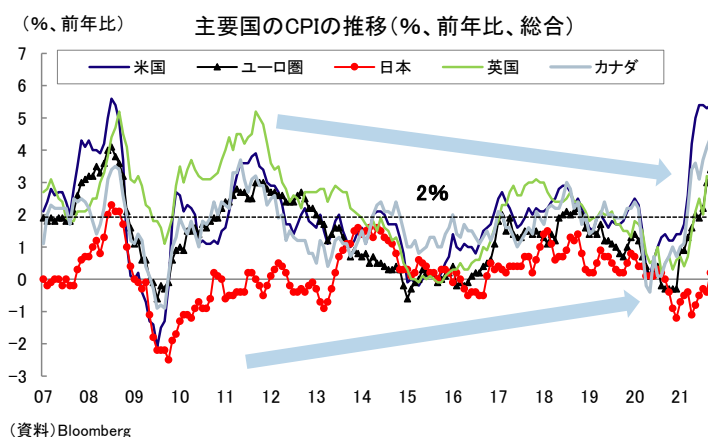


が盛り上がる兆候はなく、逆に成長率の切り下げが続く背景には何があるのか。様々な要因が考えられるが、やはり成長期待が全く持てないということなのだろう。IMF が世界経済に対して「供給網の寸断」や「インフレ高進」をリスクとして指摘する傍らで、日本に対してだけは「緊急事態宣言の影響」と整理しているのが象徴的である。世界はアフター・コロナ時代の悩み（供給網の寸断やインフレ高進、需要超過など）を抱えているのに対し、日本だけはまだコロナ禍に苦しんでいる。その日本のワクチン接種率は今や英国を抜き世界トップ集団に入り、死者数なども極めて低水準に押えられているというのは皮肉な話であり、日本特有の防疫対策により自滅した可能性も否めない。

初動において注目したい「政府と分科会の距離感」

年初来を振り返った時、為替市場で円が独歩安となり、株式市場で日経平均株価指数の出遅れが目立つ最大の理由は、上述したような実体経済の情勢を嫌気して日本が敬遠されているからではないかと筆者は考えている。世界の景気循環がここまで同調する現代において、日本の劣後は極めて目立つ。既に述べたように、円安が日本経済を蝕む展開まで懸念され始めていることを踏まえれば、やはり成長率の復元

は急務である。日本が特殊な状況にあることは、例えば物価の動きなどを比較すると良く分かる。欧米ではインフレ高進がリスク要因とまで見られている一方、日本では物価の低迷が目立つ(図)。携帯電話料金の引き下げなどが寄与しているにしても、彼我の差はあまりにも大きい。前月の本欄でも議論した点だが、こうした状況は高いワクチン接種率という「手段」を経済正常化という「目的」にリンクさせることに失敗した結末と考えられる。この「手段の目的



化」とも言える状態から如何に脱して、欧米のような成長軌道に乗せるのが岸田政権に課せられた最初のハードルだと筆者は考える。再分配政策やその手段としての金融所得課税が話題に上りやすいが目先最大の注目点はコロナ対策にしかなり得ないし、多くの大衆もそう考えるはずである。

具体的には 10 月下旬から本格的に解除された行動規制をどこまで持続できるか（というよりももう 2 度と行動規制をかけずに済むか）が政権安定の試金石になる。そのためには「新規感染者主義からの脱却」が必要と考える。新規感染者数と政権支持率がリンクするような状況では誰が首相をやっても政権運営は安定化しない。菅政権も退陣表明が 2 週間遅ければ感染者数の激減を受けて菅政権が延命していた可能性すらある。本来、そのような政治混乱を招かないために新型コロナウイルス感染症対策分科会（以下分科会）の助言はあるはずだが、分科会は「人流が減ってないので感染者数も減るはずがない」というロジックに拘泥し、提示される解決案が常に行動規制しかない。人流抑制が感染終息ひいては経済復活の鍵だというのであれば、春先から日常を取り戻し、潜在成長率の倍以上で走る欧米経済の背景には一体何があるのかもセットで説明される必要がある。

分科会は明示的には認めないが、結局、感染者数の増減要因は良く分かっていない可能性も指摘されている。もちろん、分からないことは悪ではない。しかし、「分からない」と認めた上で、無為に人流に帰責した経済犠牲を強いるような基本姿勢を改めなければ、分科会の提示する戦略と一緒に日本経済は沈んだままだ。戦略の失敗は戦術では取り返せない。いくら「世界最速のワクチン接種率」という現状考え得る最高の戦術があっても、「人流が元凶なので行動規制強化」という戦略思想に固執し、出口に向けたロードマップも検討しないのでは成長率や物価の復元は絶望的である。

かかる経緯を踏まえ、総選挙後の新政権がコロナ対策に関して「政府と分科会の距離感」を如何に修正してくるのは注目したい。その修正如何によっては従前のコロナ対策が経済成長を実現できる良い方向に巡回していると評価され、株式市場を筆頭に金融市場から好意的な評価を得られる可能性がある。日本回避色の一端も見られた円安も落ち着きを見せる可能性がある。

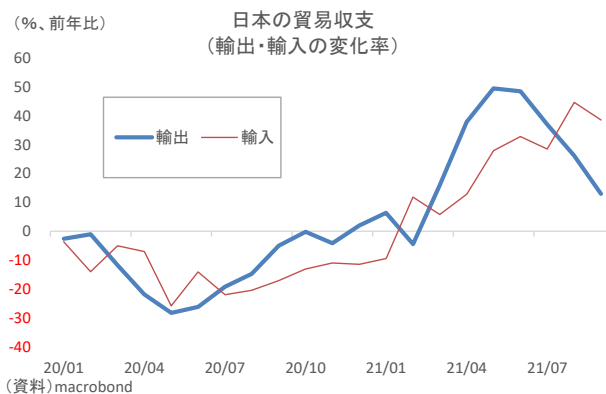
《円相場の需給環境について～新たな円売り材料に～》

輸入増加は始まったばかり

上述してきたように、日本経済の情勢を嫌気した「日本回避」とも言える状況が円安の裏にはあるように思われるが、ここにきて需給という明確な円売り材料も加わりつつある。本邦 9 月貿易収支は輸出が

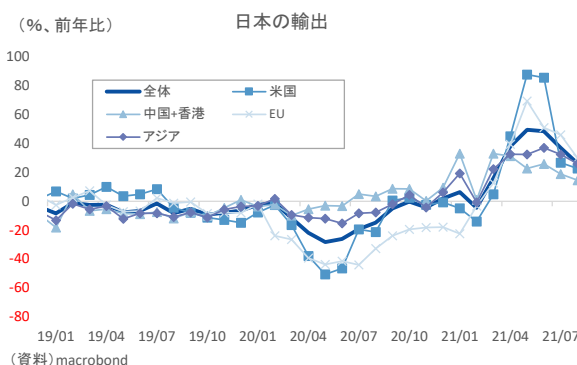
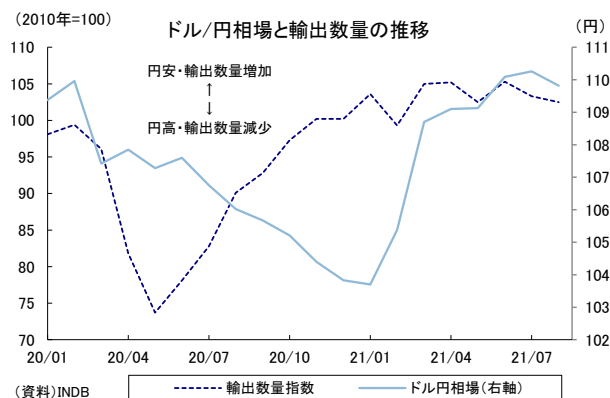
前年比+13.0%の6兆8412億円となる一方、輸入は同+38.6%の7兆4640億円と一段と加速し、収支は▲6228億円と2か月連続で赤字を記録した。輸出に関しては自動車の減速が響く一方、輸入に関しては原油や石炭などの増加が押し上げるという構図が明らかになっている。輸入の+38.6%という非常に大きい伸びの3割強（寄与度+13.2%ポイント）が鉱物性燃料に由来している。後述するように、昨今の資源価格の動きを踏まえる限り、9月貿易収支のような構図はまだ始まったばかりと考えられる。

年初来、日本の貿易収支は黒字基調にあった。これは旺盛な海外需要に引っ張られて輸出が増える一方、停滞する国内需要を受けて輸入が伸び悩んだ結果であった。それは防疫政策に関し、ワクチン接種を手段として最大活用し、社会正常化という目的を実現した海外と、ワクチン接種率向上に拘泥して目的を見失った日本との差でもあった。過去1年余りに関して言えば、輸出の伸び率が輸入のそれを大きく上回り、これが貿易黒字を生み出していた（図）。こうした貿易黒字は国内経済の縮小を前提としており、あまり喜ばしい格好ではなかった。しかし、4月をピークに伸び率格差は縮小が始まり、8月には輸入の伸びが輸出のそれを逆転、9月もその状況が続いている。ドル/円や原油が鋭角的な上昇を始めたのが9月下旬以降であり、10月に入ってから一段と加速した経緯がある。為替や商品にかかるヘッジの存在を踏まえれば2〜3か月程度のラグは想定され、例えば原油価格の動きに対して鉱物性燃料輸入は2か月程度遅延する傾向がある。とすれば、10〜12月期は為替、商品の両面から輸入が押し上げられる構図が極まる可能性が高い。



輸出はピークアウト、需給は円売りへ

それでも円安に呼応して輸出が増えてくれば貿易収支の悪化は押さえられるが、その点でも不安は残る。本欄でも繰り返し論じているように、もはや日本は通貨安で輸出が増える国ではない。年初からドル/円相場は+10%近く上昇しているが、輸出数量指数は横ばいであり、ほのかにピークアウトの兆候もある（右図・上）。昨年来見られてきた輸出増加はあくまで海外経済が復活する中での一時的な動きであり、ここから先の増加は緩やかなものになるはずである（それが元の姿でもある）。国・地域別に言えば、広くあまねく減速しており（右図・下）、やはり供給制約などを背景に成長率を大きく落としている米国向けの減速が顕著である。IMF 見通しに従えば、この状況は2022年半ばまで続くことになるので、日本の輸出も類似の動きを強いられるだろう。これは程度の差こそあれ、EU 向けも同様かと思われる。なお、中国向けは同国経済がごたつく



なかにあつて、既に目に見て伸び率を落としている。

まとめれば当面の本邦貿易収支に関しては「輸出は伸び鈍化、輸入は伸び急伸が既定路線」が展開として見えており、やはり悪化（赤字拡大）の途上にあると考えるべきだろう。円売り材料が目白押しの現状において、貿易黒字は数少ない円高材料だったが、ここにきてそれも崩れ始めていることは為替見通し上、重要な論点と考えられる。

《米金融政策の現状と展望～供給制約下の正常化プロセスをどう考えるか？～》

「患部（≒供給制約）」と「処方箋（≒利上げ）」

10月22日、デイリー・サンフランシスコ連銀総裁は世界的な供給網の混乱がインフレ高進の背景と指摘した上で、この状況に対しては「利上げを実施しないこと」が正しい判断になると述べた。これにデイリー総裁は「忍耐強く、動かずにいることは、眠っているのとは異なる」と続け、現時点で利上げをしても世界的な供給網を巡る問題は解決せず、むしろ2022年の経済成長が阻害され、生産と雇用の双方が犠牲になる恐れがあるとの見方を示している。これは多くの人々が感じ始めているだろう論点であり、要は「患部（≒供給制約）」と「処方箋（≒正常化プロセス）」がずれているのではないかという指摘である。確かに利上げで半導体が沢山生産できるようになるわけではなく、トラック運転手が急に増えるわけでもないし、稼働していない港湾が使えるようになるわけでもない。

だが、利上げは需要縮小を招くので供給制約の弊害（つまり需要超過）を小さくすることを通じてインフレ抑制は期待できる。但し、それは縮小均衡であり、雇用・賃金情勢を犠牲にすることになる。そこまですなければならぬほど、正常化プロセスの緊急性は逼迫しているのかという話であろう。

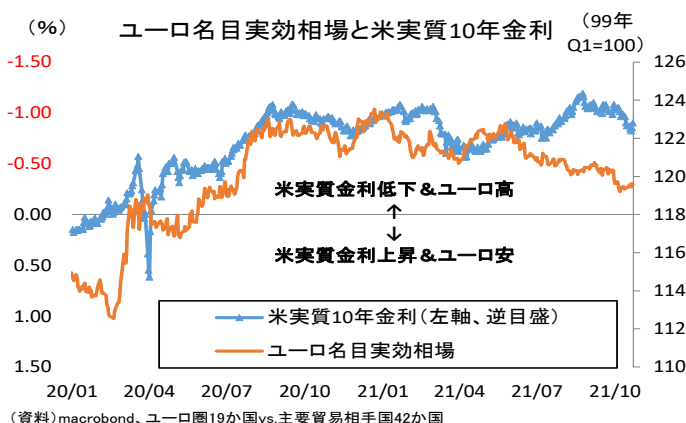
パウエル議長も同調するかどうか

こうしたデイリー総裁の発言をパウエルFRB議長が追認してくれば、米金利の低下を招くため、為替を筆頭に金融資産価格のシナリオが変わる話になる。しかし、結論から言えば、正常化プロセスは続行するだろう。IMF世界経済見通しで示されたように、供給制約問題は2022年半ばをピークに解消する見通しである。「2022年半ばに供給制約が解消」という前提に立てば、そこから諸々のリスクが解消されてくることになるため、量的緩和の段階的縮小（テーパリング）が2022年半ばに完了、利上げが2022年末に着手という現在の青写真に大きな違和感はない。そのような前提に基づいてIMFは2022年の米国に関して+5.2%の成長を見込んでいるが、これは想定される潜在成長率の1.5倍程度である。それほど成長率の実現するならば、現行の緩和路線を維持することも不自然ではある。まして、2022年半ばまでのテーパリングは緩和の縮小であって引き締めではない。それ自体が大きな懸念を持つとは考えにくい。

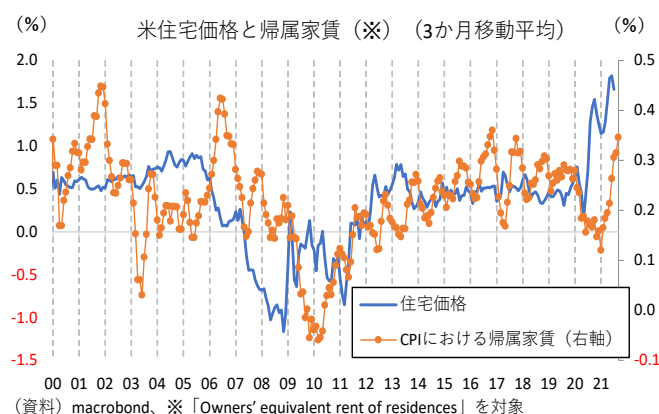
片や、正真正銘の引き締めとなる利上げに関しては2022年12月に間に合わない可能性は確かにある。これは過去の本欄でも議論したように、米雇用市場の抱える労働供給制約の問題は労働者の価値観（ワクチン接種、職場復帰、都心居住の可否など）に関わるものであり、想定以上に解決に時間を要する可能性がある。8月や9月に見られたような雇用統計の減速感が続いてしまうのだとしたら、利上げは2023年以降という様子見姿勢もあり得る。しかし、企業からの労働需要（採用意欲）は堅調と見受けられるため、正常化プロセス自体は基本的には正当化されるだろう。

インフレ期待と帰属家賃問題が追い風

足許、正常化プロセスが正当化される材料もある。例えばインフレ期待は高止まりしており、結果として実質金利の低位安定が実現している。これが 10 月に米 10 年金利が騰勢を強めても株価が崩れない背景だろう。インフレ期待が高止まりする以上、「インフレ高進は一時的」との弁明は説得力を失うため、パウエル議長自らが明確にハト派傾斜するのは困難な状況と見受けられる。しかし、実質金利は上がらずともドル相場は堅調であり（図）、「株は実質の世界、為替は名目の世界」という印象で相場が展開しているようにも見受けられる。



なお、米国のインフレが一時的と考えにくいもう 1 つの理由として住居関連の価格上昇を指摘する声も根強い。とりわけ注目されるのが消費者物価指数 (CPI) における帰属家賃の動向である。帰属家賃 (Owners' equivalent rent of residences) は家賃の支払いが生じない持ち家に関しても通常の借家などと同じようなサービスを生んでいるとして家賃試算が行われる計数であり、米国の CPI 全体に対して約 4 分の 1 を占める。9 月 CPI では帰属家賃が前月比+0.43%と



2006 年 5 月以来、約 15 年ぶりの上昇幅を記録している。住宅価格上昇が直接 CPI に反映されることはないが、取得 (GDP 上は投資) 後、ラグを伴って帰属家賃に反映されることになる。住宅価格の騰勢が続いていることを踏まえれば、帰属家賃ひいては CPI が押し上げられる展開は既定路線である。

金融政策の正常化が供給制約に対する直接的な処方箋になり得ないのは確かだが、供給制約がいずれ解消されるとしても、インフレ期待の高止まりという 2 次的な影響をけん制する意味はあるだろう。今のところ、本欄ではメンバーによる政策金利見通し (ドットチャート) が示すように 2022 年末の利上げを念頭に正常化プロセスが淡々と進められると考え、為替見通しもこれと整合的なドル高シナリオを今後 1 年では据え置きたいと考えている。

《メインシナリオへのリスク点検～エネルギー新時代の貿易赤字拡大～》

もはや一時的とは言えないインフレ高進

IMF 世界経済見通しなどでも指摘されるように、世界経済のリスクは新型コロナウイルス感染拡大が脇に置かれ、供給制約を背景とするインフレ高進、具体的にはスタグフレーションではないかとの声が高まっている。現状、主要中銀はこれを一時的なものと評価するが、市場参加者としては、徐々にこうした情報発信を真に受けるべきかどうか逡巡する段階に入っている。例えば、その供給不足が様々な財の生産不足に繋がっていると言われるものに半導体がある。半導体不足に関しては春先の時点で「夏には

解消」という声があったし、その後は「年内には解消」という声もあった。だが、今や「2022 年上半期までは厳しい」という評価も出ている。今後に関し確たることは言えない。欧米のインフレ期待は高止まりし、米国では住宅価格の騰勢が帰属家賃上昇を通じて CPI を押し上げる展開も続きそうである。

そもそも「一時的ではなく恒常的」と中銀の口から言えるはずもない。物価は景気の運行系列であり、自律的な上昇局面に入れば引き締めでは制御できなくなっている可能性が高い。金融政策の効果はラグを伴って発現するのであり、インフレ懸念を軽々に認めるわけにはいかない。市場参加者は中銀に対し「もはや一時的と考えていないかもしれない」という目線を持ち、「次の一手」を予想する必要がある。

「エネルギーだから一過性」とも割り切れず

リーマンショック後の世界ではインフレ率の低迷が常態であり、上昇する際は大体が「エネルギー価格上昇による一過性の現象」と整理できるものだった。今回もインフレ高進の主因はエネルギー価格であり、欧米で起きているインフレ高進の半分以上はそれで説明可能である。しかし、「だからインフレ高進は一過性なのだ」と言い切れない難しさがある。

言及すべき論点が絡み合っているため丁寧な議論が必要である。まず、需要と供給の観点に切り分けて理解するのが基本となる。需要面で言えば、世界経済の急回復に伴う需要拡大にエネルギー供給が追いついていないという本質的な論点はある。昨年春、世界経済が同時に「谷」に落ちた際、原油先物価格がマイナスを記録したように、世界経済が同時に「山」へ駆け上がればやはり類似の異様な動きに繋がる。

そうした需要動向を前提に供給動向を見る必要がある。やはり、エネルギーを供給する側の能力問題を指摘する声は多い。ここでも論点は多岐に亘るが、整理すると①クリーンエネルギーの脆弱性や②生産国による意図的な供給制約という問題がある。①が大きくて長期的な話、②が短期的な話である。②は、OPEC プラスの挙動などは元より、ロシアが天然ガスに与える影響も注目されている。欧州では天然ガスの指標価格である「オランダ TTF (11 月限)」が年初来で数倍という異様な事態に陥っており、これが価格支配力を持つロシアの意図的な操作ではないかとの疑惑も持ち上がっている。プーチン大統領はあくまで需要拡大に要因を求め疑惑を否定するが、同大統領が天然ガスパイプライン「ノルドストリーム 2」の早期稼働と欧州への供給増加に言及したことで天然ガス価格が急落するという動きが 10 月には見られた。ロシアが隠然たる影響力を行使している事実は否めない。

EU 内ではノルドストリーム 2 に依存することが安全保障上の危機に繋がるとして慎重な向きもあるが、背に腹は代えられず、現に生殺与奪を握られてしまっている現実直面したことになる。並行して米国の液化天然ガス (LNG) なども調達先として検討され得るが、やはり隣国ロシアから陸送される天然ガスの方が安価であり、結局は依存するしかない現実がある。周囲の反対に遭い、犬猿の仲であるプーチン大統領の存在を脇に置いて、メルケル首相がノルドストリーム 2 計画の完遂に拘ったのは代替案がないことが分かっていたからでもあろう。

始まる対立構造、「目先の生活」vs.「地球の気温」

その上で大きな話として①を考える必要がある。既報の通り、世界全体が脱炭素に向けて舵を切っており、再生可能 (クリーン) エネルギーへの切り替えが各所で模索されている (ロシア産天然ガスは安価である上にクリーンということでも魅力がある)。その意味で今は「古い時代」と「新しい時代」の狭間であり、狭間であるがゆえに、供給能力が万全ではないという実情がある。クリーンエネルギーの貯蔵は難

しく、脱炭素のペースが早過ぎれば当然エネルギー価格の需給均衡を崩すことになる。筆者はエネルギーの専門家ではないので詳述は控えるが、「最適な脱炭素のペース」と「クリーンエネルギー生産のペース」が綺麗に合致するまでこうした不安定は断続的に発生するのではないか。そうなってくると、10月以降で目にしているような資源価格の上昇はエネルギー新時代の常態であり、一過性ではないかもしれないという懸念も抱かれる。それは為替に限らず、多くの金融資産価格にとってリスクであろう。円相場を考える上では、8月、9月と定着し始めている貿易赤字の一段の拡大を予感させるものであり、円安リスクとして無視できない論点である。

批判を恐れずに、極めてラフな言い方をすれば、今の世界経済が直面する混乱は「それでも地球の気温が下がるために仕方ない」と割り切れるかどうかが問われているようにも思える。「目先の生活」と「地球の気温」を天秤にかけて、どういった政治判断が下されるのか。ミクロな話をすれば、例えば全てが電気自動車に切り替わったとして「貴方の雇用は明日からなくなります、空気は綺麗になりました」と言われて受け入れられるだろうか。公的年金が ESG 投資に傾斜した結果、「貴方の年金資産が半分になりました。しかし地球の気温は下がりました」と言われて納得できるだろうか。

政策当局にできることは縮小均衡を図るだけか？

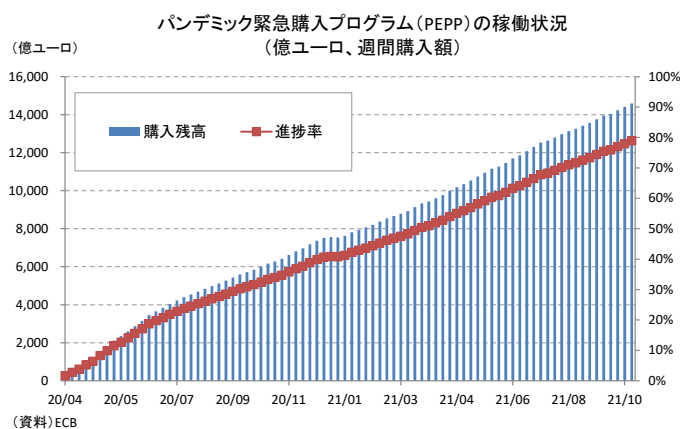
ESG 活動の一環としての脱炭素機運は不可逆的なものと見受けられるが、足許のインフレ高進騒動は、人類にその本気度を問いかけ始めた兆候でもあるだろう。政治が市井の人々の生活安定のために尽力する存在であるならば、脱炭素化の動きに由来する資源価格上昇は抑制するように動くのがメインシナリオになるが、そうではなくあくまで理想追求を止めないのだとすれば、インフレ高進は始まったばかりという怖さは残る。マクロ経済政策の当局としてできることは財政・金融政策の引き締めによって需要を殺すことで、縮小均衡を図りインフレ圧力を押さえるということくらいだろうか。それが人々の幸福にならないことは言うまでもない。10月下旬になって欧州委員会が原発利用に言及し始めたのは綺麗事だけでは事態の打開が難しくなっていることによりやく気づき始めた兆候として期待したい。

◆ ユーロ相場の見通し～高まる利上げ期待とけん制する ECB～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～冷静なインフレ分析と盛り沢山の 12 月会合～》

PEPP 終了を認めたラガルド総裁

10 月の ECB 政策理事会はやはり 12 月の露払いをするにとどまった。ECB が 7 月以降運用している新戦略ではスタッフ見通しの数字が極めて重要になるため、12 月改定を待たずに大きな政策変更は予想されない。しかし、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) に関しラガルド ECB 総裁は「at this point in time, in my view, going to end at the end of March '22」と 2022 年 3 月終了の予定を認めており、そう考えるだけの「十分な理由 (every



reason)」があると述べている。会見中に PEPP 終了は繰り返し言及されているため、ここまでは既定路線になったと考えて差し支えないだろう。なお、PEPP の 1.85 兆ユーロという総枠を使い切るかどうかに関しても 12 月に決めるとしており (図)、これは後継プログラムとの関係において注目される論点である。このままいけ余裕をもって 3 月の終了を迎える可能性が大きい。

とすれば、必然的に市場は正常化プロセスに関して「量」から「金利」へのシフトを期待する。実際、既に市場では利上げ織り込みが始まっており、必ずしも新戦略が求めるガイダンスが理解されていない状況がある。この点、ラガルド ECB 総裁は「our analysis certainly does not support that the conditions of our forward guidance are satisfied at the time of lift-off, as expected by markets, nor any time soon thereafter」と市場期待が誤りであることに言及している。昨日の本欄でも議論したように、12 月スタッフ見通しにおけるユーロ圏消費者物価指数 (HICP) が 2021～2022 年にかけて +0.3～+0.5% ポイント程度引き上げられることになれば、拡大資産購入プログラム (APP) の縮小・終了、その後の利上げというテーマが浮上することになるが、今はそこまでの話ができる状況にはない。

ECB のインフレ分析：3 つの要因

会見では当然ながらインフレに対する見解を質す記者が多かった。ラガルド総裁も「Actually, we talked about inflation, inflation, inflation. That has been a topic that has occupied a lot of our time and a lot of our debates」と質疑応答の冒頭で強調するほどであり、インフレを議論するための会合だったと言っても差し支えなさそうである。ラガルド総裁は ECB の分析結果を説明しており、足許のインフレ高進は 2 つのカテゴリーから考える必要があるとしている。1 つが「パンデミックと景気回復」に関連するもの、もう 1 つが「エネルギー」に関連するものである。前者はパンデミックからの需要膨張があらゆる不足 (shortage) を引き起こしており、「需給の断絶 (supply-demand disconnection)」が起きてしまっていることを指摘するものである。後者のエネルギーも景気回復を受けた需要膨張に起因する部分があるが、それ以外にもエネルギー自体の在庫が少ないことや、ノルウェーなど一部欧州諸国における風力発電の不振、中国における需要急増、ロシアの供給姿勢といった要因も指摘されている。これに加え、2021 年下半年は 2020 年下半年に実施されたドイツの付加価値税 (VAT) 引き下げのベース効果が出て

いるという技術的な要因も指摘されている。

要するに、①景気回復に伴う需要超過、②エネルギー価格上昇、③ドイツの VAT 減税のベース効果という 3 つの要因が現在のインフレを支えているとの分析である。ラガルド総裁はいずれの効果も 2022 年には減衰すると主張している（③に関しては 2022 年 1 月以降、完全に消滅する）。①も徐々に需要が掃ける以上後退していくであろうし、②についても価格が下がらないにしてもここから上がっていくことは考えにくいとし、「現在インフレを引き起こしている全ての理由が 2022 年にわたって減衰していくと信じるに足る理由がある」と自信を示している。

供給制約問題の時間軸は 2022 年いっぱい？

記者からは一体、この供給制約の状況がどれくらい続くのか見通しを尋ねる質問もあった。この点に関し、ラガルド総裁は半導体も造船も新たに製造する動きが始まっており、終始、「供給制約問題は解消に向かうもの」という達観した見方を示している。ただ、それが想定以上に時間がかかっているというだけであって、永続的な問題ではないというのが ECB の立場と見受けられ、これは中長期的な物価安定を志向する中央銀行としては適切な回答と感じられた。また、ラガルド総裁は ECB として大企業・中小企業向けに電話調査を行い、状況把握に努めたことも明らかにしている。そこでは入荷遅延の期間なども訊ねられており、結論として「2022 年をかけて供給制約は解消に向かうものの、それが 2022 年 1～3 月期ということではなく、2022 年いっぱいかかると回答した企業もいた」としている。総じて、2022 年の大部分 (a good chunk of '22) を使うことで解消に向かうというのが ECB の基本認識と見受けられた。この点、2022 年半ばの解消を想定する IMF 見通しよりはやや慎重な見方という印象も抱かれるが、あくまでユーロ圏全体の話 (ECB) と世界の話 (IMF) という差異はあるのかもしれない。

そのほか、記者からはドイツの経済見通しが大幅に引き下げられたことを懸念する声も上がったが、ラガルド総裁はそれも供給制約に起因するものであり、2022 年に対応できなかった需給関係は 2023 年に先送られるため、2023 年は逆に高成長になると述べている（実際、ドイツもそう予想している）と返している。結局、全ては時間の問題であり、制御不能なインフレではないというのが ECB にとって重要な点であろう。総じて、インフレやその背景にある供給制約に関しては納得的な説明が多かった。

12 月会合の論点と物価安定の定義

冒頭述べたように、PEPP が終われば、残された「量」の論点である APP をどうするのが注目される。「APP 終了直後に利上げ」というガイダンスを採用している以上、それは利上げの号砲でもある。もちろん、今回この点を質す記者も現れたが、これは 12 月以降の議題に持ち越されている模様であった。かくして、スタッフ見通し改定を伴う 12 月会合では①PEPP の終了、②PEPP の残枠の扱い、③APP の運営（購入ペースや終了時期の目安など）、④③に伴う利上げ時期の見通しなど、論点が盛り沢山という状況になっている。その上で ECB は利上げ期待の鎮静化に努める必要がある。

昨日の本欄でも議論したように、ECB は新戦略の下で (1)「インフレ率が予測期間終盤よりも相当前で 2%に到達すること (※「相当前」とは予測期間の中間地点を指すこと)」、(2)「残りの予測期間もそれを維持すること」、(3)「基調的なインフレ率の実績が『中期的な 2%での安定』と整合的な状況に向かって十分に進捗していること」の 3 つを物価安定の定義として要求している。ラガルド総裁は (1) ～ (3) が 2022 年中に満たされることはないとの見解を口にしており、利上げが 2023 年以降になることを暗に

示している。ラガルド総裁は現状に関して上述の定義が理解されていないのか、それとも ECB の物価見通しが誤っているのかいずれかの理由で市場の利上げ期待が高まっている分析しているが、あくまで前者が理由だろうと述べている。しかし、市場は後者が理由と考えているのだから、結局、見通しを信じるか・信じないかという水掛け論にしかならない。こうした状況に陥っている時点で、新戦略で提示された物価案の定義がそもそも「分かりにくい」のであり、何らかの改善を要する状況にあるように思える。これは目先というよりも、ECB が走りながら少しずつ解消していかなければならない話だろう

バイトマン退場が意味する「ドイツの孤独」

なお、10月20日、ドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）はバイトマン総裁が今年12月31日付で退任することを発表した。2011年5月の就任後、1期8年を全うし、現在は2期目が2年半に差し掛かっていたが、5年以上の任期を残しての退任となる。声明文ではブンデスバンク職員にあてた書簡の内容が紹介され、「10年余りという長さは、ブンデスバンクにとってだけでなく、私個人にとっても新たなページをめくるのに適切な時間という結論に達した」と記されるにとどまっている。理由はあくまで「個人的な理由」とされるが、ECB がインフレリスクに機動的な対処ができていないことやラガルド体制下の ECB が気候変動対応に傾斜し始めていることに対して抗議辞任の意味合いがあると邪推する向きも絶えない。

ドイツ出身の ECB 政策理事会メンバーの抗議辞任と思しき動きが話題になるのはこれで4回目となり、あながち邪推とも言えない。他の加盟国においてこれほど中銀高官が任期途中でポストを投げ出すことはない。ブンデスバンク総裁に限れば、ウェーバー前総裁に続いて2代連続での途中辞任となり、やはり異例である。なお、過去3回のうち、2011年にはウェーバー前総裁とシュタルク ECB 理事が当時の国債購入プログラム（SMP：Securities Markets Programme）の再稼動を巡って相次いで途中辞任を表明している。この際、バイトマン総裁も続くのではないかと報道があったが、「シュタルク理事に続く理由はない。金融安定と中銀としての独立性を進めるとの ECB での私の確信が深まった」と否定した経緯がある。また、2019年にはラウテンシュレーガー ECB 理事がやはり国債購入プログラム（APP：Asset Purchase Programme）の再稼動を巡って途中辞任した。ECB 理事の任期は8年だが、シュタルク ECB 理事は5年6か月、ラウテンシュレーガー ECB 理事は5年9か月で途中辞任している。

なお、2013年12月にもやはりドイツ出身のアスムセン ECB 理事がわずか2年で途中辞任しているが、これは全く個人的な理由とされ、同理事自らが「ベルリンに小さい子供2人を残してフランクフルトで働くことが精神的につらかったため。それ以外に理由はない」と述べたことが報じられているので、どうやら抗議辞任ではなさそうである。しかし、2006年以降、ドイツ出身の ECB 専務理事が3名、ブンデスバンク総裁が2名、連続して任期を全うできなかった事実から「ドイツの孤立」を感じざるを得ない。繰り返しになるが、このような動きは他の加盟国では見られないものである。

新たな金融政策戦略と中銀のグリーン化も契機に？

声明文では今年刷新された新たな金融政策戦略に関して「インフレ目標のオーバーシュートは却下されている」、「デフレリスクだけに注目するのではなく、将来的なインフレの脅威を見失わないことも重要だ」と釘が刺されている。総じて「戦略自体は合意に達したが、これをどうやって具現化していけるかにかかっている」という旨が強調されている。形式的な辞任挨拶の中でこの部分だけはバイトマン総裁の強い意志が透けて見え、裏を返せば、「インフレを容認した」と評価されることの多い新たな金融政策

戦略に関して思うところがあったのではないかと推測する。金融政策戦略が刷新される以前からバイトマン総裁の反意は少数意見として黙殺されることが常であったが、今後はますますその構図が鮮明になる可能性が高く、信念を貫徹しないならば退くという選択に至ったのかもしれない。

また、ラガルド体制における ECB が気候変動対応に傾斜していることもバイトマン総裁の本意ではなかったことで知られている。新たな金融政策戦略ではインフレ目標の対称化（巷では 2% オーバーシュート容認）のほか、気候変動対応への貢献が戦略に明記された。バイトマン総裁はラガルド総裁が ECB に着任する以前から、中銀のグリーン化に警鐘を鳴らしてきた代表的な論客である。気候変動対策は「あくまで選挙で選ばれた政治家の仕事であり、中銀が環境政策を推進する民主的な正当性はない」と断じている。2019 年 10 月時点でバイトマン総裁は「われわれの責務は物価の安定であり、金融政策の実施においては市場の中立という原則を尊重しなければならない」と述べ、グリーンボンドを買い入れるような行為は「緩和が必要な時だけ気候変動対策に関与する」という意味で殆ど理解されないと一蹴していた。ちなみに 2019 年 10 月と言えばラガルド総裁の着任（同年 11 月）直前である。そのラガルド総裁が着任以前から気候変動対策への貢献を熱弁していたので、両者の不和を心配する声はあった。バイトマン総裁は声明文でラガルド総裁への謝意を示しているが、そうした溝も辞任の遠因なのかもしれない。

後任は女性総裁か？

後任は現在連立協議を進めている社会民主党（SPD）を中心とする新政権が決めることになる。後述する通り、SPD・緑の党に自由民主党（FDP）が加わる信号連立の公算が大きく、キリスト教民主・社会同盟（CDU/CSU）を主軸とする現政権と比べれば左傾化が予想される。財政政策に関しても拡張路線に振れることが予想され、これもまた、バイトマン総裁との衝突が予見される点であった。要するにドイツ国内外で孤立を深めることが見えている状況であり、その中で辞任に至ったという文脈は知っておきたい（次期首相候補のシュルツ SPD 党首に辞意が伝わったのは公表の直前だったとも報じられている）。

現状で漏れ伝わってくる後任候補はブーフ・ブンドスバンク副総裁、ウルブリッヒ・ブンドスバンクチーフエコノミストのほか国内の経済学者の登用も考えられている様子だが、2020 年 1 月に着任したばかりのシュナーベル ECB 理事を推す声もある。SPD も緑の党もジェンダーバランスを強調しているだけに、シュナーベル理事のブンドスバンク登用は十分考えられる。現状、ユーロ圏 19 か国の中銀において女性総裁は 1 名もおらず、新政権の PR 効果も当て込んだ人選になる。しかし、そうなれば 2020 年 1 月に着任したばかりの ECB 理事の地位をシュナーベル氏は途中辞任し、新政権はここでも候補を立てなければならない。時流を考えれば、その後任も女性が好まれるのだろう。問題はドイツ人の ECB 理事が 4 名連続（シュタルク→アスムセン→ラウテンシュレーガー→シュナーベル）でお家事情（※）を理由に任期を全うできないという事実であり、それはそれでドイツ政府の体面に障る話ではある。

※ECB 総裁と同じ国籍の理事は選ばれないことが不文律としてあるので、その場合の理事の途中辞任は不可抗力とされる。例えば、現在はラガルド総裁と同じフランス人の ECB 理事は存在しない。過去を見てもイタリア人のドラギ ECB 総裁が就任するタイミングでイタリア人のスマギ理事が途中辞任している（後任はフランス人のクーレ理事になった）

《欧州委員会のグリーンボンド発行を受けて～誰のための資金調達なのか？～》

欧州委員会は「自分の尾を追う犬」か

10 月 12 日、欧州委員会は欧州復興基金の原資として 120 億ユーロ分の環境債（以下グリーンボンド）

を発行したことを発表した。発行条件は 15 年（償還期日は 2037 年 2 月）で利回りは 0.453%とされている。今回の発行分を含めると欧州委員会は復興基金に伴う共同債として 685 億ユーロ分の長期債、140 億ユーロの短期債を発行している。周知の通り、欧州委員会発行の債券は引き合いが強く、初回発行となった今回のグリーンボンドも 1350 億ユーロと募集額の 11 倍を超える応募を集めている。ハーン欧州委員（予算・総務担当）は、同条件の債券と比較して利回りが低くなる（価格は高くなる）差分である「グリーンニアム（greenium）」は 2.5bps と述べ、金融市場による持続可能性（象徴的には脱炭素化）へのコミットメントを示すものだと自信を見せた。だが、大陸欧州を仕切る行政府・欧州委員会がここまで扇動すれば「皆が買うから上がる。上がるから買う」という自己実現的なプロセスに入っているだけという側面も見逃せない。さながら欧州委員会自身が「自分の尾を追う犬」になっているように思えてならない。

政治的意図は明確

グリーンボンドに絡んだ EU の動きは非常に政治的な色合いを帯びる。既報の通り、欧州復興基金は総額 7500 億ユーロ、将来の物価上昇を勘案して 8000 億ユーロの調達計画が織り込まれているが、その約 3 割に相当する最大 2500 億ユーロが 2026 年末までにグリーンボンドとして調達される方針が示されている。基金設立時点から謳われている方針であり、EU としてサステナブル・ファイナンス市場における地位を確固たるものにしたいという政治的意図が明確である。

今年 7 月 6 日には「サステナブル・ファイナンス戦略（the new Sustainable Finance Strategy）」を公表、これに際して「欧州グリーンボンド基準（EUGBS : European Green Bond Standard）」を設定する規則案を提示している。欧州委員会は 2030 年の温室効果ガス排出削減目標の達成に必要な投資の多くは民間投資で賄うとしており、グリーンボンドはそのための重要な手段として位置づけられている。「脱炭素目標→民間投資主導→サステナブル・ファイナンス市場が必要→行政主導で市場を整備」という戦略発想であり、手始めに復興基金の枠組みが利用されている。EUGBS を用いれば、表面的に環境保護を騙るグリーンウォッシング行為を排除できるとの建前はあるものの、EUGBS をグローバルスタンダードに仕立て上げたいという本音も否めない。既に全世界のグリーンボンド発行額（2020 年）のうち半分が EU に由来しており EU がルールメーカーになることは既定路線にも見受けられる。資金の集まるところに雇用も収益も生まれやすくなるのだから、EU として熱心になることは当然である。

日常生活の安定も行政府の責任

しかし、既に論じた通り、そもそも急激な脱炭素の潮流が商品価格の騰勢を促しており、これに応じて海外中銀が引き締め（究極的には利上げ）への道筋を検討し始めているのが現状である。グリーンニアムを背景に低利調達に成功しても、大元の資本コストになる政策金利が脱炭素の結果として引き上げられるのであれば元の本阿弥である。例えば、10 月に入り、ユーロ圏の域内金利も確実に浮揚しており、これがインフレ懸念に対応した動きであることは説明を要しない。实体经济に生きる市井の人々の生活にとっては、中銀が「悪いインフレ」を鎮圧するために引き締めを行うという展開は全く良い話ではない。そうした「短期的な弊害」に対して得られる「長期的な利得」は「地球の気温が下がる」ということに尽きるが、果たしてこの両者は釣り合うのか。もちろん、温暖化抑制に疑義はないが、問題はそのペースではないのか。天然ガスが前年比 7 倍になったり、これに付随して電気料金が押し上げられたりする話に耐えてまで「地球の気温が下がる」ということにコミットしなければならないとしたら、地球上の人間は何

のために生きているのかという根本的な疑問も抱く。

今回、欧州委員会がグリーンボンド発行を通じて集めた資金は日常生活の安定化に使われるわけではない。欧州委員会は「Green Bond Framework」の中で「the eligible green expenditure categories」として9つの分野を設定している¹。これはグリーン社会移行のための研究・開発活動、グリーン社会移行を支えるデジタル技術、エネルギー効率など幅広い分野にわたるが、そもそも脱炭素と引き換えに日常生活が犠牲になっていることに関して何の措置も講じず、情報発信もしないということもまた、責任ある行政府（≡欧州委員会）の対応とは言えないように思われる。短期的には化石燃料への依存もある程度は容認する姿勢を肯定するか、そうしないのであればグリーンボンドで調達した原資の幾分かを実体経済（足許であれば商品市況）の安定に転用することも正当化されるのではないか。理想を追求し、未来の気温に気をかけることも重要だが、現在を生きる人の生活も重要であるように思う。

《※補足:ドイツ連立政権発足について～クリスマス前の合意可能か?～》

ドイツ新政権はクリスマス前に誕生か

注目されたドイツ連邦議会選挙から約1か月が経過した。10月7日には第1党である社会民主党（SPD）と第3党である緑の党、第4党である自由民主党（FDP）の3党が連立協議を開始し、10月15日に予備協議を経て本格的な協議に入る方針が示されている。SPD党首で首相候補となるショルツ財務相が3党連立（赤・緑・黄のいわゆる信号連立）による新たな出発に自信を見せたことも報じられている。土台となる政策文書が既に整った上での動きであり、連立政権発足に向けて着実に前進がみられる。左派色の強いSPDおよび緑の党と、財界寄りのFDPとの間には小さくない溝があると考えられてきたが、後述するように、今のところは上手く政策のすり合わせが進んでいるように見受けられる。後述するように閣僚ポストの配分やこれに伴う政策の齟齬に心配の声もあるが、政権発足まで半年を要した前回のような展開にはならず、クリスマス前には決着が付きそうな雰囲気だ。

片や、史上最低の得票率で第2党に沈んだ首相所属のキリスト教民主同盟（CDU）並びに姉妹政党・キリスト教社会同盟（CSU）はラシェット党首が引責辞任の上、下野が既定路線として報じられている。余談だが、連立発足まではメルケル首相続投ゆえ、最長在任記録の更新が続くことになる。

各党の政策スタンスの齟齬はどうなったのか

上述の通り、信号連立は各政党が主張する政策路線に距離があり、本来は共闘が難しい組み合わせである。SPDとCDUの大連立が両党から否定されている以上、政権発足の選択肢は事実上存在せず、目先の政権発足を優先せざるを得ない状況にある。だからこそ、これほどの迅速に協議が進んでいるのであり、3党それぞれが痛みを分かち合って連立に漕ぎ着ける格好である。

現状、明らかになっている予備協議で纏められた政策文書ではSPDの主張する最低賃金引き上げや年金の金額や受給年齢の維持が盛り込まれる一方、緑の党が主張する脱石炭（石炭火力発電廃止）の前倒し（2038年→2030年）や新設商業建築への太陽光パネル設置義務化なども盛り込まれている。もっとも、元々左派色の強いこれら2党の歩み寄りが比較的容易と考えられていた。問題は連立内で第3党（選挙では第4党）となる財界寄りのFDPにどのような配慮があるのかという点である。今のところ、増税や

¹ European Commission “COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT Next Generation EU - Green Bond Framework”, September 9, 2021

財政出動に否定的な FDP に配慮し、富裕層への資産課税の導入見送り、所得税や法人税、付加価値税の増税が見送られる方針が伝えられている。選挙戦の最中から緑の党と SPD は共に富裕層への資産課税を主張していたが、この点は封印された模様である。FDP はドイツ政治の左傾化を食い止める立場にあり、そのための連立入りと考えれば納得感はある。

また、もう 1 つの焦点とされた債務ブレーキ条項（いわゆる均衡財政の憲法化）に関しては緑の党は「改革」を主張し気候変動対策の財源拡張を狙っていたが、SPD は拡張財政を主張しながらも「債務ブレーキ条項の範囲内」というやや控えめな立場が元々あった。FDP は債務ブレーキ条項の例外ルールを適用し拡張財政を続ける現状を早急に正常化すべきという立場にあった。つまり、債務ブレーキ条項に関しては「緑の党→SPD→FDP」の順に緊縮度が高まる印象で、各々の違いがあった。この点、SPD や緑の党が主張する気候変動対策に係る財政支出の財源に関しても、既存の債務ブレーキ条項の範囲内で切り盛りすることで FDP の合意を得た模様である。

注目される財務相ポストの行方

今後の注目は閣僚ポスト配分である。首相はシュルツ SPD 党首としても、やはり注目は財務相ポストの行方だ。ドイツ財務相ポストは国内に関しては言うまでもなく、EU/ユーロ圏に関しても重要である。何かにつけて金目の問題が発生しやすい EU の事情を踏まえれば、ドイツ財務相はユーロ圏財務相会合（ユーログループ）における重要な政策決定者として注目される。慣例に倣えば、連立内の第 1～2 党（SPD or 緑の党）に分配されるが、今回はリントナー FDP 党首が公然とポストを要求している。FDP の協力がなければ連立交渉決裂もあり得るだけに、緑の党さえ承知すればリントナー財務相誕生はあり得る。だが、自他共に認める財政タカ派のリントナー財務相誕生は EU ないしユーロ圏にとってリスクとも言える。とりわけ欧州復興基金の運用に際してはその機動力を奪う存在となりかねず、ユーロ圏財務省やユーロ圏共同債といった中長期的に必要と考えられる財政統合に向けた改革も進まなくなるだろう。それは本来、アフター・メルケル時代のドイツが率先垂範して議論を仕切らねばならないテーマでもある。ほかに外務相も気がかりである。連立内で第 3 党の FDP に財務相を譲れば、連立内で第 2 党の緑の党に外務相が譲られる可能性も高まる。

だが、緑の党と言え、中国やロシアに対する強硬姿勢で知られており、懸念されていた摩擦が可視化される懸念もある。例えば、天然ガスパイプライン「ノルドストリーム 2」の運用停止を主張していた経緯などが思い返される。燃料需給がひっ迫するこの期に及んでその主張に拘るとは思えないが、信号連立の抱える外交リスクとして念頭に置かざるを得ないだろう。見るべき課題はまだ数多く残されている。

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。