

中期為替相場見通し

2021 年 12 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～テーマは依然として「日本回避」～

円相場の現状と展望～2022 年以降も続きそうな「日本回避」ムード～	P.3
日本経済と現状と展望～あまりにも開いてしまった世界との格差～	P.4
米国経済および金融政策の現状と展望～インフレと変異株は正常化プロセスを揺るがすか～	P.6
円相場の需給環境について～補強される円売り地合い～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～円安が大相場に発展する前兆か？～	P.10

◆ ユーロ相場の見通し～感染再拡大で押し下げられるユーロ相場～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～感染再拡大は正常化プロセスを止めるのか？～	P.12
※補足:ドイツ政治の現状と展望～動き出すアフターメルケル時代～	P.14
※補足:英国の EU 離脱(ブレグジット)を巡る近況～再び浮上する「合意なき離脱」リスク～	P.16

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

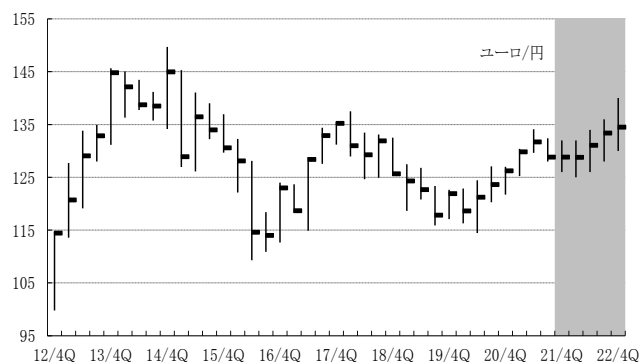
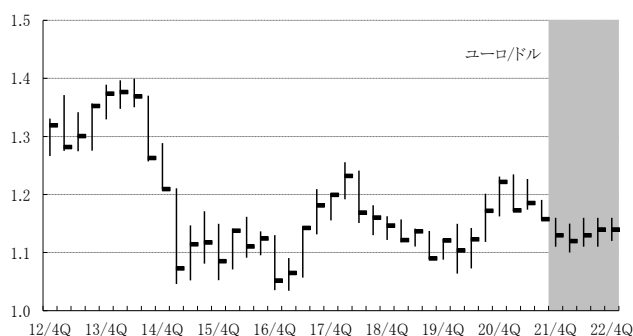
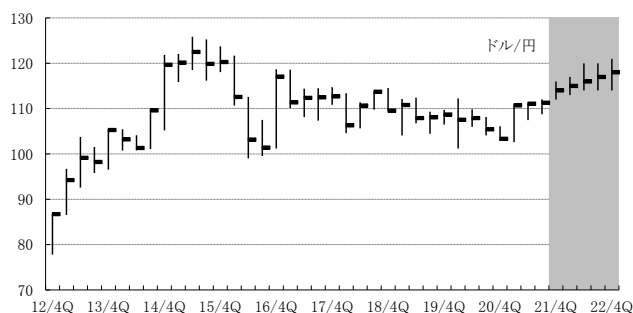
11月のドル/円相場は荒っぽい値動きが続いた。11月下旬には年初来高値を断続的に更新する動きも見られたが、新たな変異株出現の報道を受け反落している。変異株の影響はまだ筆者に判断がつくものではないが、こうした目先の材料に惑わされることなく、従前の基本認識をまずは維持したい。前月までの本欄では「他所の事情を考える以前に足許が壊滅的」という日本の情勢が好転しない限り、円安シナリオは変えられないと予想してきたが、やはりその認識が要諦になる。年初来のGDP成長率(前期比年率、3四半期平均)を比較すると米国が+5.0%、ユーロ圏が+5.5%であるのに対し、日本は▲1.9%であり、彼我の差はあまりにも大きい。こうした実体経済の差が2021年の日本株や円のパフォーマンスの現れていることは否定できず、筆者はそれが2022年以降も続くのではないかと危惧している。確かに2022年中には日本経済もコロナ前の水準を回復するだろう。だが、その頃、米国は利上げしているはずである。変異株の感染拡大、ヒト・モノに係る供給制約、資源高などは世界共通の下押し要因であって、日本(円)の相対的な不利を覆すものではない。米国の正常化プロセスが加速するリスクも視野に入る以上、方向感としてドル高を予想するのが依然として妥当と考えている。

片や、11月のユーロ相場は下値を切り下げた。大陸欧州における感染再拡大が嫌気される中、ECBの正常化プロセスも遅延を余儀なくされるとの懸念がユーロを手放す動きに繋がっている。とはいえ、大陸欧州でもインフレ高進は大きな問題であり、だからこそ既定路線と見られていたパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の終了は滞りなく決定されるとの見方は依然根強い。しかし、仮にもパンデミックの名を冠した枠組みを感染再拡大の最中に終了させられるだろうか。12月会合では終了決断の先送りか、代替プログラムを用意するかなどして、緩和路線の継続を強調する公算が大きい。必然的に域内金利は頭打ち感が強まるはずであり、欧米金利差の拡大に応じて素直にユーロ売り・ドル買いが加速する展開を予想したい。感染再拡大が続きそうな12月～1月もそのような展開は続く可能性が高いが、これまでの経験を踏まえれば、感染はいずれ終息するのも事実だ。とすれば、1～3月期後半以降でECBも正常化プロセスに復帰し、ユーロ相場が持ち直すこともまた、視野に入れておきたいところである。一方、日本(円)との対比で言えば、域内の経済・金融情勢が多少停滞しても日本経済に劣るとは思えず、ユーロ/円相場は引き続き堅調を維持すると予想したい。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2021年 1～11月(実績)	12月	2022年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	102.60 ～ 115.52 (113.22)	112 ～ 116 (114)	113 ～ 117 (115)	114 ～ 120 (116)	114 ～ 120 (117)	114 ～ 121 (118)
ユーロ/ドル	1.1186 ～ 1.2349 (1.1332)	1.11 ～ 1.16 (1.13)	1.10 ～ 1.15 (1.12)	1.11 ～ 1.16 (1.13)	1.11 ～ 1.16 (1.14)	1.12 ～ 1.16 (1.14)
ユーロ/円	125.10 ～ 134.12 (128.34)	126 ～ 132 (129)	125 ～ 132 (129)	126 ～ 134 (131)	128 ～ 136 (133)	130 ～ 140 (135)

(注) 1. 実績の欄は12月1日までで、カッコ内は12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。

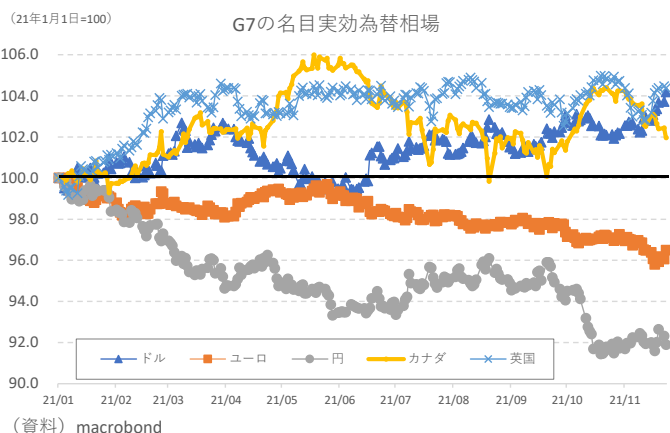


◆ ドル/円相場の見通し～テーマは依然として「日本回避」～

《円相場の現状と展望～2022 年以降も続きそうな「日本回避」ムード～》

115 円に達成感なし

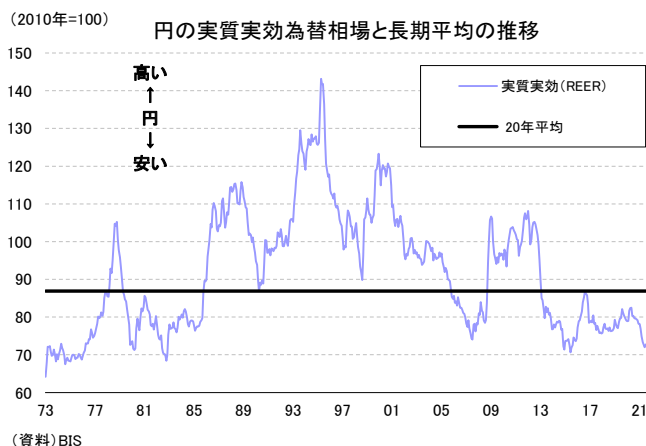
11 月下旬、ドル/円相場は 115 円を突破し、4 年 10 か月ぶりの高値を記録した。直接的な契機としてパウエル FRB 議長再任報道が正常化路線継続への期待を後押しし、米金利とドルの相互連関的な上昇に繋がったとの解説が見られるが、後講釈に過ぎないだろう。115 円は重要な節目だが、年初来の名目実効為替相場（NEER）における「円一入負け」の構図を踏まえれば（図）、当然の帰結とも言える。後述するように、FRB の正常化プロセスが始まったばかりであるとすれば、米金利上昇や



これに伴うドル高も始まったばかりと考えられ、115 円も単なる通過点と考えたい。元より前月までの本欄では今後 1 年の上値を 119 円と置いてきたが、FRB が量的緩和の段階的縮小（テーパリング）を早期終了させることがほぼ確実視される中、2022 年の利上げ回数に関しては 1 回から 2 回へ想定を引き上げたいと思う。かかる状況下、2022 年上半期に 120 円台に乗せる可能性を視野に入れたい。リスクシナリオとしては 3 回の利上げも念頭に置く必要がある。

注目の節目は「120 円」ではなく「70.64」

後述するように、筆者は海外経済の「敵失」があっても日本経済が劣後する状況は大して変わりそうになく、株や為替市場における「日本回避」とも言えるムードは 2022 年以降も続く公算が大きいと考えている。成長率や物価に関する日本の劣後を前提とすれば、今後の注目はドル/円の水準よりも実質実効為替相場（REER）のそれではないだろうか。既に円の REER は今年 10 月時点で 70.82 と 2015 年 6 月（70.64）以来の安値を記録している。2015 年 6 月はドル/円相場が 125.86 円をつけ、REER



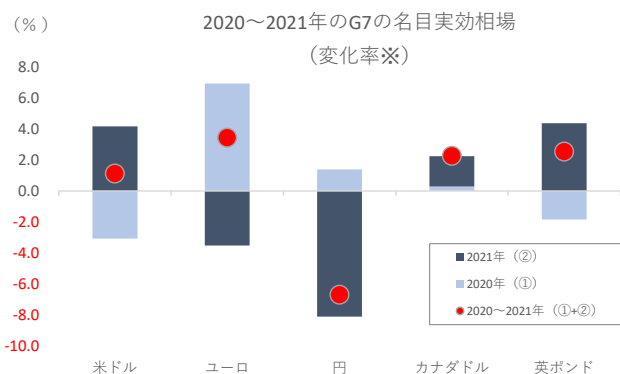
の水準に関し黒田日銀総裁が「これ以上円安になりそうもない」と述べた時期だ。円相場の次の節目と言えばドル/円相場における「120 円」と思われがちだが、筆者は REER における「70.64」を割り込む展開を注視している。それは円の購買力が変動相場移行直後と概ね同水準に回帰するということでもある。

当時よりもドル/円相場の水準が円高気味であるにもかかわらず、REER の水準が当時並みに安くなっているのは、ひとえに日本の物価が国際的に見て低いからである。相対的な物価の低さはそのまま実質為替レートの下落に効いてくる。理論的にはその物価格差は名目ベースの円高で調整されるはずだが、

もはや貿易黒字を持たず、対外純資産における証券投資割合も低下した現状を踏まえると、円買いの源泉を見出すのは困難である。REER が長期平均から乖離している事実を踏まえ、平均回帰性向を理由に円高を予想したくもなるが、それが現実になる経路が見当たらない。

2020 年初頭からの評価：ドル横ばい、ユーロ上昇、円下落

足許の状況に着目すれば、ドル全面高の色合いも強く、下がっているのは円だけではない。しかし、2020 年初頭から足許までの変化率を見れば、ドル相場は昨年の下げをようやく取り返したところである。図は G7 の NEER に関し、2020 年通年と 2021 年初頭からの変化率を比較・総合したものである。ドルは 2020 年の下落幅である▲3%程度を 2021 年の上昇幅 +4.2%でようやく打ち消したイメージになる。



(資料) macrobond、※21年11月23日時点

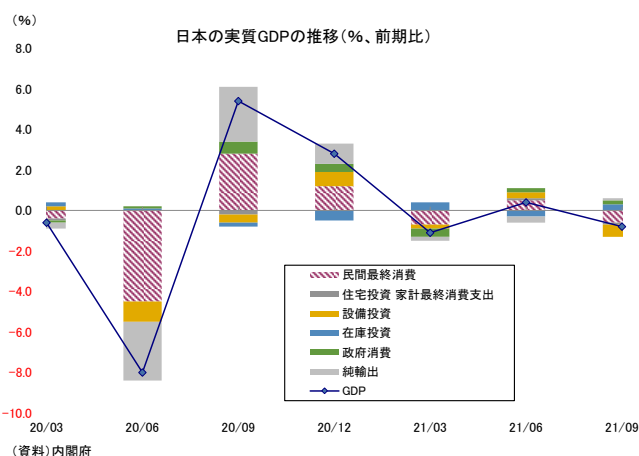
パウエル FRB 議長再任を経て、FRB が現行の正常化プロセスの継続性を確固たるものにしたと考えれば、「利上げを当て込んだ米金利上昇に伴うドル高」はこれからが本番という考え方もできる。また、足許ではユーロ相場の下げに着目する向きもあるが、2020 年に+6.9%と大幅上昇したものが 2021 年は▲3.5%下落したに過ぎず、ようやく半値押しのイメージである。むしろ過去 2 年弱の相場を踏まえるのであればユーロは依然として G7 における最強通貨である。片や、円は 2020 年の+1.4%上昇に対して 2021 年は▲8.1%と大幅に下落しており、その下げ幅は G7 において突出している。

こうした相場から汲み取れる情報は色々考えられるが、似たような日本の劣後は株式市場からも読み取ることができ、やはり金融市場における「日本回避」の色合いは否めないものがある。供給制約や高インフレ、そして新型コロナウイルスの感染再拡大は欧米を中心とする世界経済の大きな下押し要因に違いないが、結局、そうした敵失で日本経済の貧相が隠されるわけではないことを 2021 年の円相場の動きはよく示している。このような基本認識は 2022 年の見通しを策定する上でも有用と考えられる。

《日本経済と現状と展望～あまりにも開いてしまった世界との格差～》

供給制約ではなく単なる需要不足でマイナスへ

11 月には日米欧の 7～9 月期 GDP が出揃った。日本の実質成長率は前期比▲0.8%、前期比年率▲3.0%と市場予想を上回る落ち込みとなり、今年 2 度目のマイナス成長に陥った。7～9 月期のほぼ全てを緊急事態宣言で過ごしているのだから当然だが、後述するように海外経済との格差はあまりにも大きい。確かに、同期のデルタ変異株拡大やインフレ高進、供給制約などは世界的問題であり、英国や米国の GDP も 7～9 月期に減速している。しか

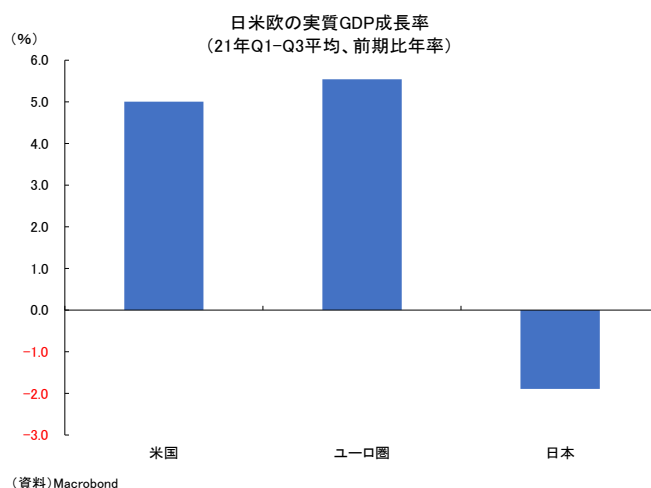


し、4～6月期を見れば英国は前期比年率+22%（前期比+5.5%）、米国は同+6.7%（同+1.7%）と極めて大きな成長だった。日本は前期比年率+1.5%（前期比+0.4%）だ。これまでに稼いできた糊代が全く違う。

需要項目別に見れば、個人消費および設備投資、すなわち民間需要の弱さが際立っている。緊急事態宣言は社会の人流を抑制し、消費・投資意欲の抑制を暗に企図しているのだから必然の帰結でもある。米国では部品や商品の供給制約が景気下押し要因として指摘されていたが、今期の日本では民間在庫投資が積み上がり、+0.3%ポイントのプラス寄与を記録している。すなわち、供給制約ではなく需要不足が露呈したと考えざるを得ない。世界と悩みを共有できない日本経済の実情をよく表しているように思う。なお、名目ベースでは前期比年率▲2.5%（前期比▲0.6%）と名実ともにマイナスを記録している。名目ベースでは3四半期連続のマイナスとなる。また、今回の落ち込みをもって年内にコロナ前（2019年10～12月期）の水準を回復するという政府目標の実現は絶望的になった。実質GDPの水準に関し、今期は19年10～12月期より▲2.2%低い。この差をあと1四半期（21年10～12月期）で埋めるのはもはや無理である。さらに言えば、日本にとってコロナ前の水準とは19年10～12月期ではなく、消費増税前の同年7～9月期である。これと今期を比較すれば▲4%以上低く、年度内の復元も難しくなっている。

成長率の差≡防疫政策の差

右図は1～3月期から7～9月期までの3四半期に関し、日米欧三極の前期比年率の成長率を平均したものだ。もはや彼我の差に関し、詳述の必要はないだろう。こうした実体経済の差が日本株や円のパフォーマンスの現れていることはこれまでも論じた通りであり、筆者はそれが2022年以降も続くのではないかと危惧している。その原因は10月のIMF「世界経済見通し」で緊急事態宣言による行動規制と指摘されたが、その乱発に象徴される防疫政策の不味さにあったことは論を待たない。デルタ変異株の感染拡大、ヒト・モノに係る供給制約、資源高などは景気の下押し要因に違いないが、それは世界共通の話である。



行動規制（≡人流抑制）による感染防止効果について筆者は詳しい知見を持たないので、その是非を論じることは控える。しかし、少なくとも成長率の格差に関しては「新規感染者数に拘泥せずに経済を走らせた欧米」と「それに一喜一憂し続けた日本」の差異が出たのは間違いない。例えば、7～9月期のユーロ圏はデルタ変異株の感染拡大に見舞われたフランスやスペインという大国を抱えながら前期比年率+9.1%（前期比+2.3%）と潜在成長率の4倍以上の仕上がりを実現している。同じ時期の日本は毎日のように新規感染者数を大々的に報じ、期中のほぼ全てを緊急事態宣言で過ごした。期中の付加価値を積み上げた結果であるGDPに差が出るのは当然である。日本は新型コロナウイルスの犠牲が世界的にも少ない先進国だが、こと成長率に関して言えば、基本的には欧米の後塵を拝する構図が続いてきた。その理由は防疫政策の差以外何物でもない。

今冬に問われる岸田政権の真価

11月27日時点で東京都の実効再生産数(ある期間における1人の感染者が感染させる人数の平均値)が0.92と1を割り込んでおり、このままであれば感染者数が直ぐに増えることはない。しかし、殆どゼロにまで感染者数が抑制されている状況を捉えて「今後は増えるしかない」と懸念する向きもある。オミクロン型変異株の市中感染は確認されていないが、先手を打つべきという不穏な声も出始めている。従前の為政者の立ち回りを参考にすれば、新規感染者数の増加がメディアで取りざたされた場合、これを受けてコロナ分科会が何らかの行動規制を打ち出し、政府もこれに応じるという展開がこれまでのパターンである。第5波と呼ばれた感染拡大について、人流と感染拡大の因果が相当怪しいものになったという説もあるが、「事態を放置した」と言われたいためにも、引き続き新規感染者数のヘッドラインこそが防疫政策のアクセルを踏む合図になるのではないか。オミクロン型変異株の存在が指摘される中、日本経済だけが過剰防衛の結果として出遅れる構図がどうしても頭をよぎる。

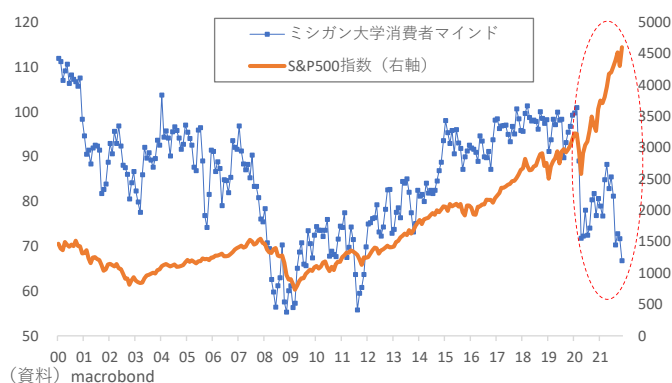
結局、感染が抑制されている現状においても、日本は英国のようなロードマップを持っておらず、本格的な冬が到来してしまった。従前の対応が繰り返される懸念はどうしても残るだろう。第二次岸田政権下の日本経済が2021年と同じ轍を踏まないで済むかどうかは既に提示されているワクチンパスポートの活用や病床増強といったコロナ対策に依存するものであり期待を持ちたいと思う。分配のための高成長を遂げることができるのか。その真価は今冬に問われる。

《米国経済および金融政策の現状と展望～インフレと変異株は正常化プロセスを揺るがすか～》 米消費者心理悪化は10年ぶりの低水準へ

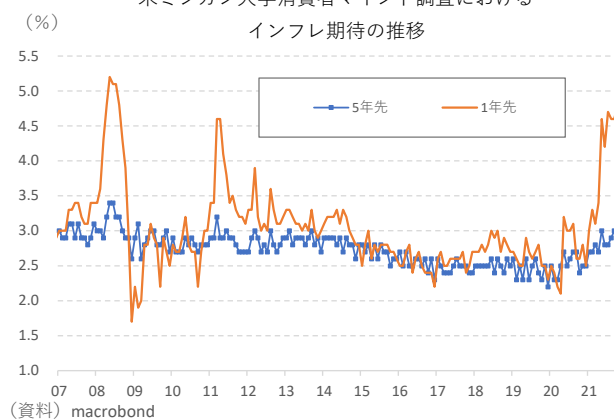
一方で米国経済も盤石というわけではない。

11月12日に公表された米11月ミシガン大学消費者マインド指数は改善を予想していた市場予想の中心(72.5)に反して、前月の71.7から66.8へ低下した。これは2011年11月(63.7)以来、10年ぶりの低水準となる。右図(上)に示されるように、株高との乖離は経験がないほど著しいものになっており、両者の方向感があまりにも違い過ぎることも気付きである。心理悪化の背景は言うまでもなくインフレ高進であり、ミシガン大消費者調査ディレクター(リチャード・カーティン氏)のコメントとして「一段のインフレ率上昇に加え、物価高騰によるダメージを軽減するための効果的な政策がまだ確立されていないとの見方が消費者の間で強まっていること」が原因として指摘されている。同調査におけるインフレ期待の項目を見ても、1年先が4.9%と2008年7月以来約13年ぶりの水準まで高まっており、5年先についても3%近傍で高止

米株価と米ミシガン大学消費者マインド指数



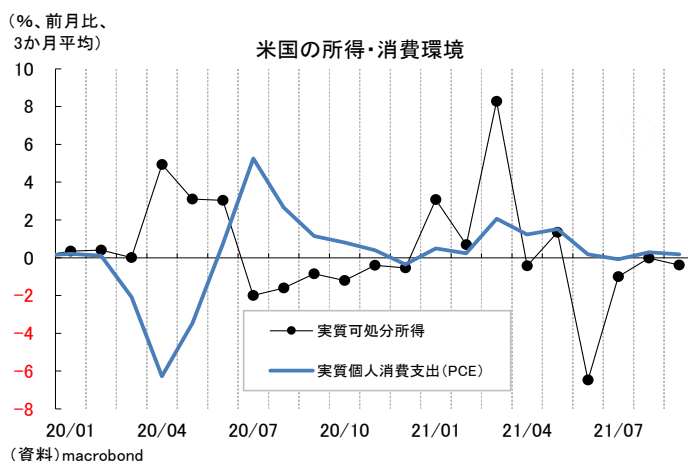
米ミシガン大学消費者マインド調査における
インフレ期待の推移



まりしている。感染拡大ではなくインフレ高進によって消費者心理が毀損しており、米国経済がポストコロナ時代に突入していることが良く分かる。なお、上述のカーティン氏は「消費者の4人に1人がインフレによる生活水準の低下に言及」したことを指摘し、「低所得者と高齢者が最も影響を受けた」とコメントしている。株価と消費者心理の動きが乖離しているのは「株高の恩恵を受けられない層」が大きなダメージに直面していることを意味しているのだろう。

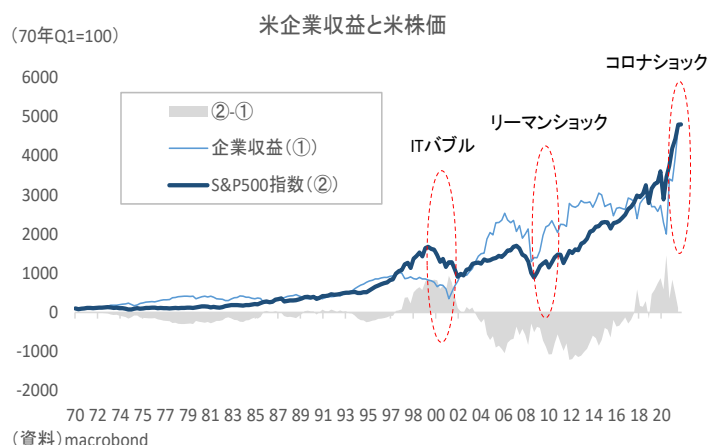
実質可処分所得と実質個人消費支出も鈍化

こうした消費者心理の停滞は実質可処分所得と実質個人消費支出の低迷が併存している実態と整合的である。米7～9月期実質GDPの急減速が個人消費の鈍化と起因していたことは周知の通りであり、この意味でインフレ高進と消費者心理の悪化は既に実体経済の足枷として顕在化し始めている。本来は年末商戦を含む10～12月期は旺盛な個人消費にけん引されやすい時期だが、今年はヒト・モノの両面から供給制約が強まる中、大きな期待は難しいだろう。7～9月期の前期比年率+2.0%は1～6月期の成長率（平均して前期比年率+6.5%）を踏まえれば妥当な減速として整理されるが、これ以上の減速は米国の潜在成長率（3%弱）を大幅に割り込む姿になる。インフレが懸念される最も直接的な理由は家計・企業部門に対して増税として作用するという点であるから、実質ベースで評価した可処分所得と個人消費の動向が停滞し、成長率が圧迫されるという展開が米国経済に懸念されるリスクである。



日本との大きな違いは「コストを誰が吸収するか」

個人消費の失速が続けば、必然的に企業収益にも影響は出る。今のところ、米企業収益（米商務省の発表する非金融法人企業部門）と株価（S&P500 指数）の動きに大きな乖離があるようには見えない（図）。この点、「コストを誰が吸収するか」という論点に関して日本との大きな違いを感じる。企業による価格転嫁が比較的容易な米国経済においてはインフレがもたらす企業部門へのダメージが抑制されやすく、その分、家計部門がダメージを負いやすいという側面があるのかもしれない。片や、日本では価格転嫁が非常に難しく、企業部門がコストを吸収して賃下げ（による雇用保全）で対応しようとする傾向が強い。確かに、同じ11月分の計数でも11月ニューヨーク連銀製造業景気指数は10月の19.8から30.9へ改善し、市場予想の中心（22.0）も上回っている。米国の中でも企業心理と消費者心理の仕上がりには大きな違いを見出すことができる。



同景気指数における販売価格指数は前月から+7.3 ポイント上昇して 50.8 と 2001 年の統計開始以来、最高を記録しており、価格転嫁が進捗している様子が窺える。

要は、米国では消費者に、日本では企業に齎寄せが向かいやすいという話であり、どちらが良いという話ではない。米企業による価格転嫁も無制限には続けられず、結局は供給制約の「元」を断たない限り、実体経済の減速が続くという意味では両者共通している。FRB や ECB は「2022 年半ば」を境に供給制約が緩和され、その後、インフレが収束に向かうことを前提に正常化を進めている。そこまではインフレ高進を「一時的」と整理する腹積もりとも言える。だが、それ以降もインフレ高進が続くとすれば、焦点は景気減速に移らざるを得ない。そうなった場合、正常化プロセスの再考に至り、米金利低下ひいてはドル安に転じるというのが現時点で考えられるリスクシナリオである。

現状では「正常化プロセスが加速するリスク」が高い

もっとも、FRB に関して言えば、11 月議事要旨（11 月 2～3 日開催分）において量的緩和のテーパリングに関し、数名（some）のメンバーが、インフレ高進に対して合計 150 億ドル/月以上のペースで減額することを主張していることが明らかになっている。また、多様（various）なメンバーからインフレ率が中期的な目標を上回り続ける場合、資産買入れの減額ペースを調整した上で想定よりも早いタイミングでの利上げに備えるべきだとも主張している。この上で 11 月 30 日、パウエル議長は議会証言において「私の見解では資産購入を数か月早く終了することを検討するのが適切」、「インフレが『一過性』との表現を削除するのが妥当な時期が来た」などと述べており、正式には 12 月 FOMC での決定待ちだが、春先にテーパリングが終息し、利上げが前倒し（想定 1 回から 2 回、最大 3 回）される可能性がにわかには高まっている。現時点では上述したような「正常化プロセスが滞るリスク」に配慮しつつ、「正常化プロセスが加速するリスク」の方が考慮すべき展開に思える。後述するように、大陸欧州では感染拡大を背景に ECB の正常化プロセスが後退する可能性が高まっていることを踏まえれば、ドル相場は、対円は元より、対ユーロでも強含む展開が予想される。

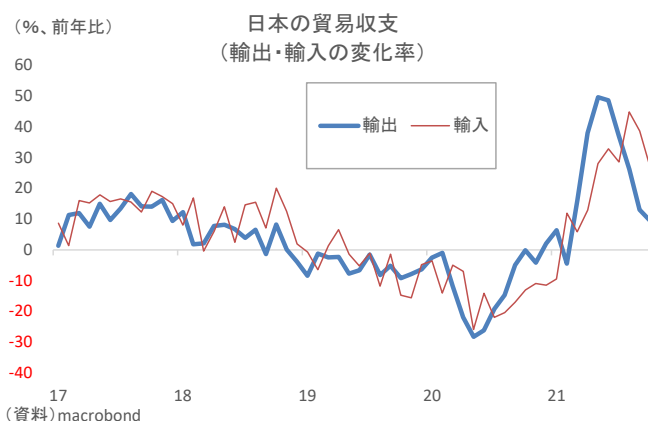
もちろん、11 月下旬以降、オミクロン型変異株の登場を受け世界的に緊張感が高まっており、これにより正常化プロセスが遅延する可能性も十分考えられるが、本稿執筆時点ではワクチン効果の有無を含めて情報が乏しく、見通しに織り込むのは難しい。しかし、11 月 30 日のパウエル議長の議会証言はオミクロン型変異株の存在を念頭に置いた上でのタカ派発言であり、現時点では正常化プロセスの継続（というよりも加速）を前提にシナリオを検討するのが妥当と考えたい。

《円相場の需給環境について～補強される円売り地合い～》

貿易収支、構図は大きく変わらず

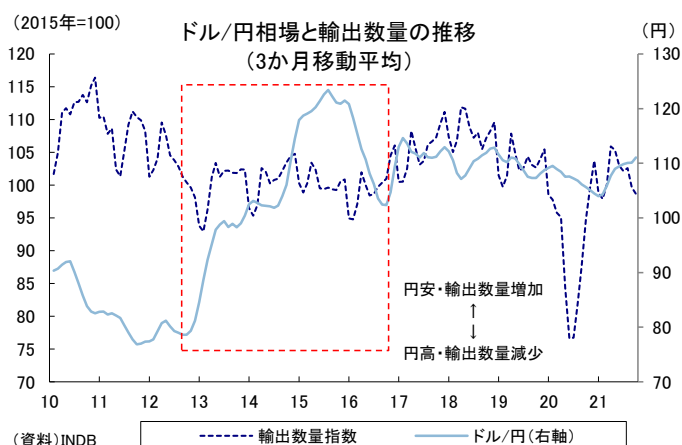
また、需給面から見ても円安シナリオの確度は増しているように思われる。本邦 10 月貿易収支に関し、輸出は前年比+9.4%の 7 兆 1840 億円、輸入は同+26.7%の 7 兆 2514 億円となり、収支は▲674 億円と 3 か月連続で赤字を記録している。▲3000 億円以上の赤字を見込んでいた市場予想と比べれば小幅だが、輸入の伸びが輸出のそれを凌駕する構図は変わっていない（次頁図）。輸出の伸びは春先から明確にピークアウトしているが、輸入に関しては、前月から減速が見られるものの、あくまで商品市況に追随して動いていることを思えばピークアウトの判断は難しい。当面、「輸出は減速、輸入は高止まり」のイメージが持続せざるを得ない。

品目別に見ると、輸出に関しては自動車が前年比▲36.7%と本邦自動車各社が東南アジアにおいて大幅減産に踏み切っている影響がはっきり出ており、これが輸出全体の伸び（前年比+9.4%）に対し▲5.9%ポイントと大きな足枷となっている。片や、輸入に関しては原粗油、石炭、液化天然ガス（LNG）といった鉱物性燃料が押し上げる構図が続いており、輸入全体の増加（前年比+26.7%）のうち鉱物性燃料だけで+12.3%ポイントと5割弱を占める。そのほかは鉄鉱石や木材を含む原材料でこれが+3.9%ポイント、医薬品（ワクチンなど）を含む化学製品が+3.0%ポイントと概ね商品市況とワクチンで説明できるような構図である。こうした品目別の動きを見る限り、やはり貿易統計の近況が大きく変わることは難しいのだろう。11月以降、円安・ドル高が進んだことも輸入を押し上げる要因になるはずである。



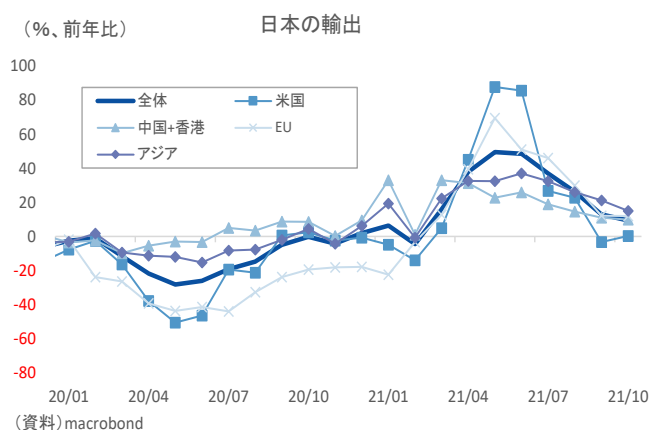
需給面の円売り強まる、米国向けは自動車頼み

前月の本欄でも議論した通り、円安傾向になっても輸出数量が全く浮上してこないという難しさが引き続き確認されている（右図・上）。10月の輸出数量指数は前年比▲2.6%と8か月ぶりに減少した。こうなってくると「購買力平価（PPP）に照らして円は割安」という巷説も意味を持たない。その理屈が肯定されるためには割安ゆえに輸出数量が押し上げられ、貿易黒字が蓄積し、いずれ輸出企業の円買いとなって相場を動かすという事実が必要になる。だが、現在の日本経済で起きていることは単に下が



った通貨が輸入物価を押し上げて貿易赤字を拡大させているだけであり、むしろ円安の種を蒔いている状態にある。もちろん、半導体を筆頭とする部品不足で自動車関連の輸出が伸びないという事情はあるが、円相場と輸出が連動しないのは今に始まったことではなく2013年以降、アベノミクスの名の下で円安が隆盛を極めた時からの話である（図中点線四角部分）。

過去の本欄でも繰り返し論じているが、昨年来見られてきた輸出増加はあくまで海外経済の正常化に合わせた特需に過ぎない。しかし、既に各国・地域の成長率は下方修正が目立ち始めてお

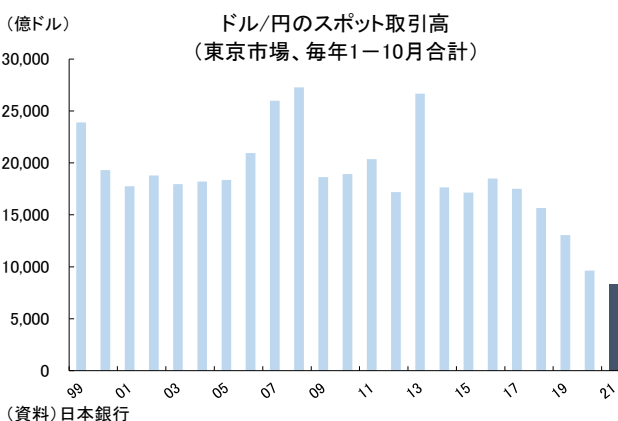
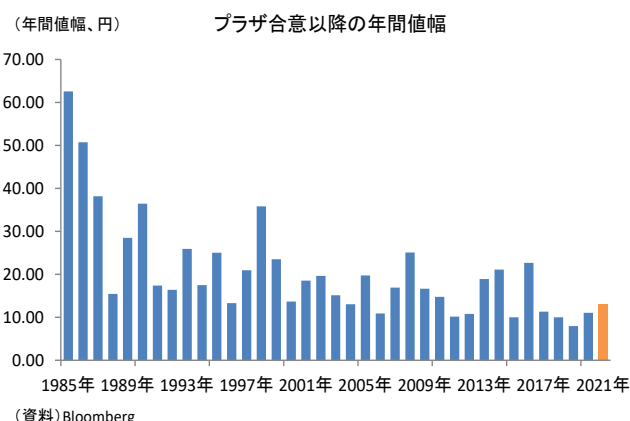


り、海外需要が輸出をけん引する姿も描けない。とりわけ供給制約とインフレ高進による成長率の下方修正幅が相対的に大きいと考えられる米国向けの失速は際立っている（前頁図）。これは米国向け輸出の主力品目が自動車を含む輸送用機器であることも災いしている。復調にはまだ時間がかかると思われるべきだろう。対米貿易黒字を稼げない以上、全体の収支も自ずと悪化せざるを得ない。当面、本邦貿易収支に関しては「輸出は伸び鈍化、輸入は伸び急伸」が既定路線であり、基本的には「実需の円売り」が強まる途上にあると考えられる。本欄の円安・ドル高シナリオを補強する材料が浮上していると整理したい。

《メインシナリオへのリスク点検～円安が大相場に発展する前兆か？～》

ドル/円相場の値幅は5年ぶり

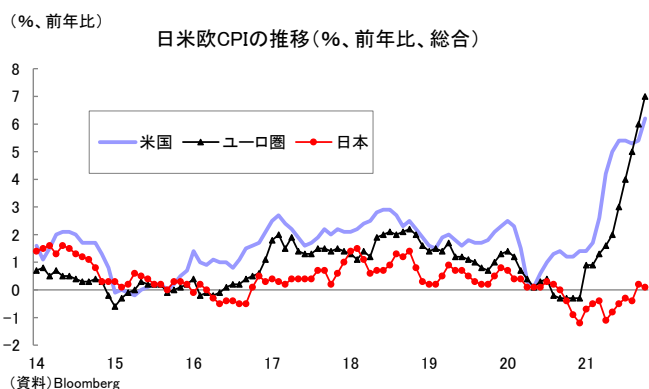
10月以降、ドル/円相場は1日に2円近く動く日も見られるなど、近年には珍しく荒っぽい地合いが続いている。年初来の値幅は12.93円（115.52円・102.59円）を記録しており、このままで終われば、英国民投票（ブレグジット）とトランプ米大統領誕生が重なった2016年以来、5年ぶりの大きさである（図）。とはいえ、12.93円自体はプラザ合意後の37年間で小さい方から数えて9番目の値幅であり、決して大きいわけではない。また、日銀の発表するスポット取引高を見ても、1～10月計は約8300億ドルにとどまっており、これは過去5年・10年・20年平均（それぞれ約1.2兆ドル・約1.4兆ドル・約1.6兆ドル）と比較してもかなり小さい。値幅が出たとはいえ、日本経済や円に対する関心が高まっているという印象はなく、まだ近年の値幅に対して誤差の範囲とも言える。アベノミクスが最も取りざたされた2013年、1～10月計のスポット取引高は約2.7兆ドルと今年の3倍はあった。確かに当時は日本の政治・経済・金融情勢に対して海外から多くの照会があり、実際に日本株の押し上げにも海外からのフローが大きく貢献したという事実があった。今はそれほどの熱の高まりはない。



2006年以前の状況が復活へ？

しかし、5年ぶりとなった今年の値幅がこれから到来する大相場の前兆になる可能性も捨てきれない。各国間の金利差がまだ十分にあった2006年以前の世界を振り返ってみれば、15～20円の値幅は普通だった。例えば2002～2006年の5年平均では15.68円、1998～2006年の10年平均では19.08円である。2006年以前の世界では「日本だけがゼロ金利」が当然視され、だからこそ円キャリー取引が持て囃された。足許に目をやれば、世界の中央銀行はインフレ高進というアフター・コロナ時代の悩みを抱え、それ

に呼応するように引き締めの路線を歩み始めているが（※大陸欧州における感染拡大と ECB 政策運営への影響はまだ判断を保留する）、相変わらず日銀は隔絶された世界に置かれている。これは物価情勢を一瞥すれば鮮明だろう（図）。こうした状況が極まっていけば「日本だけがゼロ金利」という相場環境が復活する可能性は低くない。このように考えていくと、今年目になっている 5 年ぶりの大きな値幅は水準としてはさほど大きくないものの、本当の大相場の前兆という見方もできなくはない。



「次の大相場は円安」という警戒心を

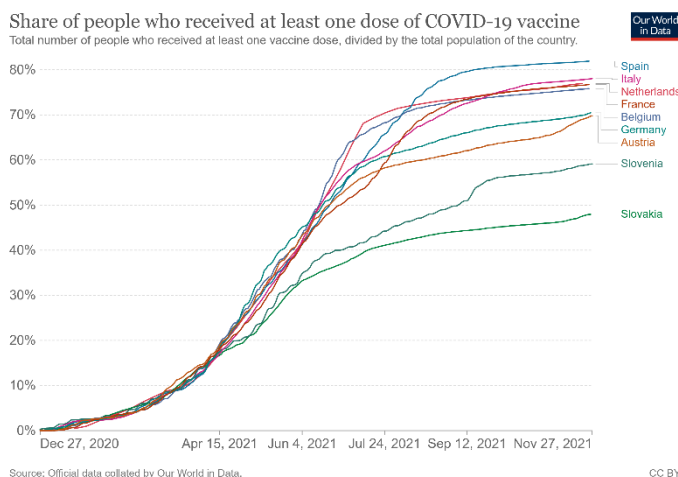
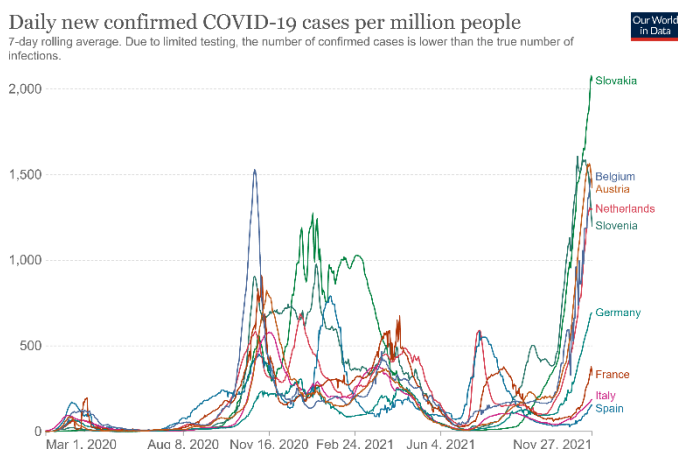
上述したように、現時点では値幅が出ているとは言っても「日本への関心が低い」という事実は否めず、それが相対的な低ボラティリティに繋がっていると言える状況にある。基本的には今後も緩やかな円安が続くというのが本欄のメインシナリオでもある。しかし、いつまでも「日本への関心が低い」という状況が続く保証はない。関心が悪い方に高まるということもあるだろう。既に述べてきたように、今年の金融市場（為替や株式）の動きを見る限り、日本経済の劣後が「日本回避」というテーマに直結している雰囲気がある。得てして、金融市場はその国にとってペイン（痛み）な方向にオーバーシュートするのが常だ。このまま円安と資源高の併存が極まれば、誰がどう見ても資源輸入国である日本には不味い展開である。市場参加者の基本認識が「円安は日本経済にとって痛手」に切り替わり、円売りで攻め込まれる懸念は抱かれる。かつての白川体制では円高でそうした展開に至り、大変な混乱に陥った。

問題は、円高を和らげるための自国通貨売り（外貨買い）は理論的には無限に可能だが、円安を和らげる自国通貨買い（外貨売り）は外貨準備の残高という制限があることである。オーバーシュートが始まった時のリスクやそれを鎮圧する難易度は比較にならないほど円安相場の方が大きい。もちろん、冷静に考えれば円安によって世界最大の対外純資産は為替差益によって膨張し、それ自体が安全資産としてのステータスを固める方に作用する。よって円が永続的に水準を切り下げ続けるということはある得ないし、その一点を取ってみてもやはり円は安全資産に類する通貨だと考えられる。しかし、相場には波がある。「次にやってくる大相場は悪い意味で円安方向かもしれない」という警戒心は企業部門の為替ヘッジ戦略上、重要なものになるだろうし、為替市場参加者にとっても大きな収益機会になると考えられる。

◆ ユーロ相場の見通し～感染再拡大で押し下げられるユーロ相場～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～感染再拡大は正常化プロセスを止めるのか？～》 ワクチン接種率に依存？

11月に入り、大陸欧州において新型コロナウイルスの感染再拡大が加速している。多くの加盟国において過去最高の感染者数を記録しており、人口100万人当たりの新規感染者数（7日移動平均、11月26日時点）で見ると、例えばドイツは690人を突破しており、過去最高を更新し続けている。これはオランダ、オーストリア、スロベニア、スロバキアといった国々でさらに顕著である（図）。ワクチン接種が進んでいなかった過去と比較しても多い感染者数は何故なのか。理由は判然としないが、2つの図表を見る限り、「感染者数が多い加盟国の接種率は相対的に低い」という印象も拭えず、だからこそドイツのように未接種者を念頭に置いたロックダウンが敢行されているのが現状である。とはいえ、イタリアやスペインのように高い接種率を誇る国でも感染者数の水準は抑制されつつ、明らかに増加局面に入っているようにも見える。もちろん、ドイツを筆頭として感染者数が急増していても重症者や死亡者は抑制されており、かつての最悪期とは異なるが、本格的な冬の到来を前に先手を打って行動制限をかける流れにはなりやすいと見受けられる。こうした大陸欧州における感染拡大は11月下旬から世界を揺るがしているオミクロン型変異株に起因するものではないかとの巷説は十分腑に落ちるものであり、そうだとすればワクチン効果の有無を含めて続報を待ち、その影響を判断することになる。

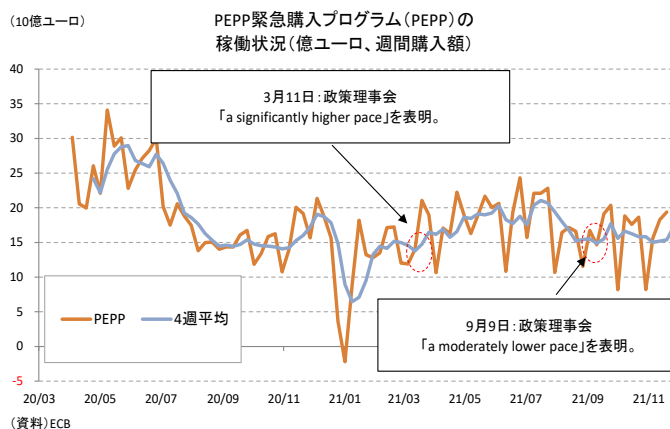


ECBにとっては厄介な状況が出現

金融市場からは感染再拡大がECBの正常化プロセスにどういった影響を持つかが注目される。年内最後となる12月16日の政策理事会はパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の存続を決める会合であり、順当に行けば、2022年3月での終了が決断される予定である。だが、仮にもパンデミック緊急対応の名を冠したプログラムの打ち切りを感染再拡大の最中に決められるのか。大きな政策変更はスタッフ見通し改定のある12月に合わせたいところだろうが、「12月会合で検討を開始し、1月会合で決める」という先送りも十分あり得る。欧州に限らず感染の拡大・収束は正確な理由が分からず、周期性も指摘される。とすれば、「後で決める」は賢明な一手でもある。11月25日に公表されたECB政策理事会議事要旨（10月27～28日）では2022年3月終了を支持する考えが記されていたが、その一方で今後の経済

指標を考慮することの重要性も指摘されていた。その上で「12月に明らかになる経済見通しだけでは不確実性の払拭には不十分」との意見もあり、「(終了しない)選択肢を残すべき」との意見も見られている。かかる状況下、PEPPが廃止されるにせよ、軟着陸を図るべく代替プログラムが検討されるだろう。

実際の数字を見ても、簡単に「量」の緩和から卒業できない雰囲気は漂う。PEPPの週間購入額(平均)に目をやると11月は173億ユーロで10月(150億ユーロ)から加速している(図)。9月会合で購入ペース減速が謳われた割にはその影響はあまり見られておらず、10月下旬から確認され始めた感染再拡大の影響を考慮している可能性もある。片や、インフレ高進は大陸欧州でも問題視されており、軽々に緩和継続を口にしたくないという

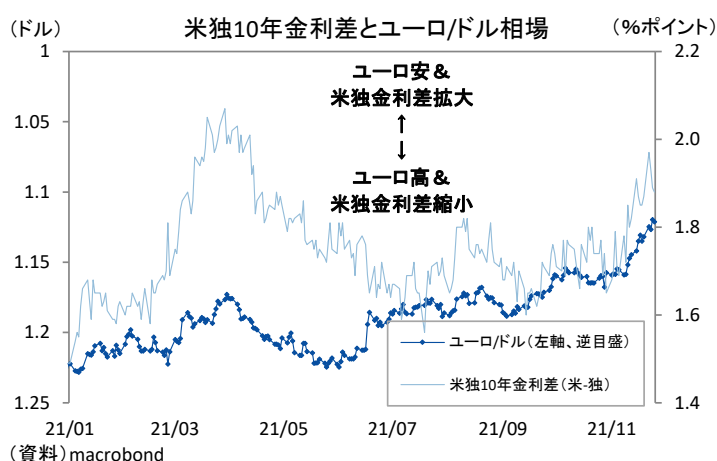


事情もある。進むにしても退くにしても逡巡を迫られる状況にあり、ECBにとっては厄介な状況が出現したと言わざるを得ない。

上述のように、ドイツはまだ未接種者に限定した行動制限にとどめているが、11月19日、ドイツのシュパーン保健相はワクチンを接種した人も含めたロックダウンを示唆している。GDPに関して言えば、既に10～12月期の3分の2は消化されているので、ここからロックダウンされても10～12月期のマイナス成長は回避可能だろう。だが、1～3月期への不安は残り、12月に大きな決定を控えるECBにとっては面倒な状況と言わざるを得ない。

ユーロ/ドルの下方リスク、米国への波及リスクも？

為替市場の観点からは、欧米金融政策格差の拡大とそれに応じたユーロ安・ドル高を予想することになる。欧州のような感染拡大に直面していない米国ではFRBが淡々と正常化プロセスを推し進めており、インフレ高進を念頭に量的緩和のテーパリングのペース加速まで期待される状況にある。インフレが消費者心理を蝕み始めている米国経済の状況を踏まえれば、オミクロン型変異株が相当深刻な状況に至らない限り、正常化プロセスにブレーキをかけるという行為は政治的に



難しそうな状況と見受けられる。こうなってくると金利差面からもユーロ/ドル相場の下押しが肯定されやすくなり、実際に11月は年初来安値の更新が続いた(図)。今後、ECBがPEPPの延長・存続(もしくは同様の代替プログラム)に関心を示し、当面の緩和継続を強調するのであれば2022年1～3月期に1.10を割り込むというリスクシナリオも検討する必要がある。現状、名目実効ベースで見たユーロ相場は依然として高水準にあることから調整余地という意味では相応に大きなものがある。

今後に関しては感染再拡大が米国にも及ぶというケースが懸念される。 そうなればインフレが社会問題化しつつある米国の様子を踏まえれば、FRB は ECB 以上に厄介な状況に陥る。しかし、そもそもインフレ自体が供給制約に起因するものであり、金融引き締めは処方箋になり得ないものである（それでも正常化プロセスを進めているのは、供給制約は 22 年半ばに向けてピークアウトするという前提がある）。感染再拡大は供給制約を悪化させるものであるから、米国が大陸欧州のような状況に陥れば FRB もテーパリングを棚上げし、実体経済を支えるというポーズを取るだろう。それ自体は一時的なドル安リスクになるはずである。もっとも、感染はいずれ終息するものであり、その際の正常化ペースで ECB や日銀が FRB に勝ることはない。とすれば、仮に米国の感染再拡大があったとしても、それは対ユーロや対円のドル相場について「押し目」を提供する材料と整理すれば良いように思える。

《※補足:ドイツ政治の現状と展望～動き出すアフターメルケル時代～》

天秤にかけられるドイツの新旧価値観

11 月 24 日、連邦議会選挙から約 2 か月を経て、ようやくドイツの新政権樹立について最終合意が交わされた。第 1 党となった中道左派・社会民主党 (SPD)、第 3 党となった環境政党・緑の党、第 4 党となったリベラル政党・自由民主党 (FDP) の 3 党による信号連立 (各党のイメージカラーである赤・緑・黄に従い) となり、SPD 党首であるショルツ財務相 (兼副首相) がメルケル首相の後継者となることが決まった。12 月中旬のドイツ連邦議会においてショルツ氏の首相任命投票が行われ、正式就任となる。3 党の主義・主張は基本的に異なるため連立協議は難航が予想されたものの、各党が政権樹立を優先したことで考え得る限りの最速シナリオで最終合意に達した。

主だった政策論点を整理しておきたい。財政政策に関しては均衡財政を憲法化する債務ブレーキ条項の温存が確認されている。パンデミックを受けて例外的に許容されてきた赤字状態は 2023 年以降に正常化を目指す方針も言及されている。この点、債務ブレーキ条項の修正まで望んでいた緑の党にとっては本意ではないように思われるが、そうではない。気候変動関連の投資は別途基金を創設することで適用対象外とされており、緑の党への配慮がしっかりと見出せる。

もっとも、ショルツ新政権は「気候変動対策に消極的だったメルケル政権からの転換」を看板としており、気候変動関連投資は緑の党だけに配慮したものではない。この点、「環境」という錦の御旗の下、どれほど財政支出が済み崩し的に増えるのかが注目される。連立パートナーである FDP や野党・CDU/CSU はそのような動きを必ず警告するだろう。既に「遅くとも 2045 年までに温暖化ガス排出実質ゼロ」、「2030 年までに石炭火力の廃止 (従来 2038 年まで)」、「2030 年までに電気自動車を 1500 万台普及」など具体的な数字が列挙され、さながらドイツ経済の構造転換宣言とも取れる野心的な目標が提示されている。当然、相応にコストのかかる話であり、例えば電気自動車 (EV) の充電スタンド設置やその購入にかかる補助金、民家の断熱改善など、関連費目は広範なものになることが予想される。ここで「気候変動対応」と「健全財政の維持」というドイツにとっての新旧価値観が天秤にかけられる。どこまでいっても金に色は無いのであり、結果として出てくる財政赤字の規模が大きくなれば FDP や CDU/CSU は黙っていないだろう。後述の外交方針転換と並びショルツ新政権最大の見所の 1 つと言える。

「右派・左派双方の悪い部分」が見え隠れ

本来は主義主張の異なる政党が呉越同舟となっている連立組み合わせの結果、「右派・左派双方の悪い

部分」が政策に反映されるリスクもある。例えば、欧州の「統合と深化」について新政権がどれほど尽力するのかは怪しい。過去の本欄¹でも述べたように、メルケル首相が主導した欧州復興基金（NGEU：次世代の EU）の設立は将来の共同債へ連なる歴史的な動きとして前向きに評価できるが、これはあくまで今期の EU 予算における時限的なものと確認されている。EU の「連帯」よりも自分達の「財布」を優先するというドイツにおける伝統的な右派的発想が戻ってきそうなことは残念である。また、最低賃金が 25%（9.6 ユーロ→12 ユーロ）も引き上げられるという左派的な取り組みも注目されている。最低賃金の引上げは中長期的に「雇用の『量』が減る」という懸念を孕み、短期的には「賃金インフレが一般物価に波及する」という懸念もある。とりわけ世界的に「不況下の物価高（スタグフレーション）」を警戒する声が強くなっている現状を踏まえれば、不安な一手である。

このような「右派・左派双方の部分が残る」という印象は閣僚ポストの配分からも見て取れた。SPD 以外の 2 党に割り振られる閣僚ポスト配分に関しては、緑の党が外務相を、FDP が財務相を獲得したことが特筆される。とりわけ連立参加が困難と見られていた FDP に財務相が割り振られたことは「連立第 2 党(今回の場合は緑の党)に実質ナンバー 2 の財務相ポスト」という慣例を覆したという意味で目を引く。元よりリントナー FDP 党首に関しては「財務相ポストが得られなければ連立を蹴る」という姿勢も報じられており、政権成立が優先された様子が窺える。全体的に左派色の強い連立政権において FDP が財務相を得ることで拡張財政路線に一定の歯止めがかかることは期待できる。

だが、「拡張財政路線に一定の歯止めがかかる」は前向きな言い方であり、上述したように、復興基金をユーロ圏財務省や共同債発行の議論に発展させないように釘を刺す動きも見られ、「EU の将来」を考えれば後ろ向きの印象も否めない。その割には「環境」の看板が財政出動の抜け穴になる可能性は残されているわけだから、財政政策に関しては右派・左派の悪い部分が混入しているようにも感じられる。

アフターメルケル時代のドイツが抱える外交リスク

また、これまで中国やロシアに対する強硬路線を隠してこなかった緑の党が外務相ポストを得たことも重要である。米国を筆頭とする様々な国々から批判を受けつつ、経済的な利得を優先し、中国やロシアと上手く付き合ってきたメルケル政権のような路線はシュルツ政権には期待できそうにない。既に、シュルツ氏は早々に中国に対して人権を守り、香港統制を緩めるよう促し、台湾の国際機関参加を後押しする方針を表明するなど、中国に対し遠慮のない姿勢を明示している。当然、中国は反発を露わにしており、この先の独中関係が思いやられる船出である。天然ガスパイプライン「ノルドストリーム 2」の使用に関しても、ドイツ政府による承認がなければ稼働できない状況にあるが、直ぐに承認を下す雰囲気はない。ひっ迫したエネルギー事情を前に、どうにもならなくなったところで承認を下すのではないのか。

もう敵失は助けにならない

もっとも、以上のような論点も重要なが、シュルツ新政権が直面する最初の課題は、感染再拡大にどう立ち向かうかに尽きる。全面的なロックダウンに対しては国民からのアレルギーが相当に強そうであり、例えばオランダでは大きなデモに発展している。当面はメルケル暫定政権の路線を継承してワクチン未接種者に限定したロックダウンが無難な対応となろうが、ドイツの接種率が大陸欧州の中でも見劣

¹ みずほマーケット・トピック 2021 年 6 月 16 日号『新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～』をご参照下さい。

りすることを踏まえれば、オーストリアのような接種義務化も検討されるだろう。

ロックダウンや接種義務化はもはや「それしかない」という妥当な選択肢ではあるものの、世論の反発は必至だろう。メルケル首相ですら（当初こそ称賛されたものの）行動制限の決定で大きな反発を招いた経緯がある。政治資源に乏しいショルツ次期首相が同じ決定をすれば支持率に響く可能性は高い。そもそもショルツ次期首相は CDU 党首のラシェット氏や緑の党党首のベアボック氏が失点を重ねる中、財務相および副首相を卒なく兼任している堅実さが買われ、相対的に浮上してきた候補に過ぎない。そうした「敵失による勝利」で首相になった経緯を踏まえると、行動制限や接種義務化など、個人の自由を明確に制限するような踏み込んだ政策は支持を得にくいかもしれない。

発足当初からいきなり海外では対中関係の悪化、国内では感染再拡大を抱えるという内憂外患の状況は相当に酷なスタートである。敵失に助けられた選挙戦とは異なり、序盤から名実ともにアフターメルケル時代のリーダーとしての器が試される局面に直面することになる。

《※補足:英国の EU 離脱(ブレグジット)を巡る近況～再び浮上する「合意なき離脱」リスク～》

「合意なき離脱」の再来

新型コロナウイルスの感染拡大や供給制約、これに伴うインフレ高進など、大きな材料が相次ぐ中ですっかり耳にしなくなった英国の EU 離脱（ブレグジット）だが、着々と大きな混乱が近づいている。ジョンソン英政権は北アイルランド議定書の第 16 条を発動の上、同議定書が定める北アイルランド関連の運営方針を一旦無効化するという意向をちらつかせている。これに対し EU は英国が第 16 条発動に踏み切る場合、英国からの輸入品に報復関税を課す可能性や輸入時の検査強化など非関税障壁を用いることも示唆している。最悪の場合、EU は英国との新たな貿易関係を規定する「貿易・協力協定（TCA : Trade and Cooperation Agreement）」の停止も視野に入れていると報じられており、仮にそうなった場合は普通の WTO 加盟国同士の通商関係に回帰することになる。要するに、離脱協議の最中、散々指摘されていた「合意なき離脱」の再来である。以下、Q&A 方式で今起きていることを整理しておきたい：

Q1：そもそも北アイルランド議定書とは何か？

A1：ブレグジット交渉における最大の難所とされた「アイルランド国境問題」への回答として示されたのが北アイルランド議定書である。アイルランド国境問題とは「アイルランドと北アイルランドの間に物理的な国境（ハードボーダー）を作らずに済むためにはどうすれば良いか」という問題である。北アイルランドが「英国との一体性」を重視し、英国とともに EU から完全に脱退すると EU 加盟国であるアイルランドとは完全に分断され、ハードボーダーが出現する。片や、ハードボーダー回避のためにアイルランドと北アイルランドがブレグジット後も従前通りの通商取引を続けるためには、北アイルランドは「英国との一体性」は諦める必要がある。もちろん、英国が離脱後も EU 規制を受け入れれば北アイルランドの望む「英国との一体性」を確保しつつ、アイルランドと北アイルランドは従前通りの通商取引を続け、ハードボーダーの出現も回避できる。しかし、その場合、英国は「完全な離脱（＝関税同盟及び単一市場から抜ける）」を諦めることになり、これはジョンソン政権の公約に反する。

このようにアイルランド国境問題は「ハードボーダー回避」・「英国との一体的離脱」・「完全な離脱」の全てを同時に実現できないという意味で「ブレグジット・トリレンマ」と呼ばれ、離脱協定の合意を遅延させる元凶になってきた。これに対し、ジョンソン英首相が出した回答は「英国は EU の関税同盟・単一

市場から完全離脱するが、北アイルランドだけは部分的に残留するので、ハードボーダーは設けない」というものであった。これが離脱協定と一緒に結ばれた北アイルランド議定書の要点である。要するに「英国との一体的離脱」を放棄した格好である。

この北アイルランド議定書に基づき、通関手続きはアイルランドと北アイルランドの間ではなく、北アイルランドとグレートブリテン島(イングランド・ウェールズ・スコットランド)の間で実施されるようになった。確かに、これによってハードボーダーの出現は避けられたが、「英国本土(グレートブリテン島)→北アイルランド」の物流は EU (アイルランド) への流入も念頭に置かれるため、当然、EU の要求する通関手続きが必要になった。結果、物流という点に関して「国内にもかかわらず国境が存在する」という歪な状況が生まれてしまったのである。

Q2：なぜ、英国は北アイルランド議定書の無効化を主張しているのか？

A2：実際に議定書を運用すると弊害が明らかになったからである。上述のように、北アイルランドとアイルランドの間で各種検査を実施しない代わりに、北アイルランドと英国本土はそうした検査が求められるようになった。例えば英国本土から物資を仕入れる北アイルランド企業は EU が求める食品安全証明の取得が義務付けられる。そうしなければ北アイルランドを抜け道としてアイルランド経由で (EU 規則に照らして) 違法な物資が流入する可能性があるのだから当然の対応である。様々な財に関して規制との適合性がチェックされるので事務手続きは煩雑になる。英国本土の企業からすれば国内でも外国のような手続きが必要となる北アイルランドとの取引は時間やコストの面から非効率なものになってしまう。かくして、北アイルランドへの物流は停滞し、不足する物資も目立ち始めた。例えば、英国本土から北アイルランドに向けた冷蔵肉の出荷が難しくなっている実情を捉え、ソーセージ戦争という言葉も飛び交っている。「英国との一体性」を重視するユニオニスト系住民を中心に北アイルランド情勢が不安定化し、今年 4 月にはさながら内戦のような暴動状態に陥った。

こうした混乱の元凶となっている北アイルランド議定書を見直したいというのが英国の主張である。EU からすれば英国による身勝手な主張であり取り合う道理はないが、これまでは北アイルランドにおける EU 規制の適用免除期間を英国が申請し、EU が承認するという格好で急場を凌いできた。しかし、英国はそうした場当たりの対応ではなく、議定書を抜本的に見直したい意向である。

Q3：具体的に、英国が求めている見直し内容は？

A3：論点は多岐に亘る。例えば、英国は議定書の見直し協議が続く限りにおいて、EU 規則の適用免除期間 (standstill period) と見なす措置を求めている。しかし、EU からすれば「因縁を付ければ効力を停止できる」かのような措置であり認められるはずがない。そのほか、英国本土から北アイルランドに流入する物資の中にはアイルランド (=EU) に流入する心配のないものも多くあるため、そうした物資は検査対象外とすることも英国は要望している。この点、EU は容認の構えを示しており、10 月中旬には英国内での限定販売を表示義務として課す代わりに、食品や動植物の各種検査を免除する意向を伝えている。また、生活必需品である医薬品も議定書の求める手続きが理由で供給制約が起きることがないように譲歩の姿勢を示し、その他手続きの簡素化も示唆している。

しかし、議定書の抜本的な見直しを要しないこれらの譲歩に関して、英国は納得しておらず、依然として第 16 条を行使の上、議定書自体の無効化をちらつかせるのが現状である。

Q4 : 「合意なき離脱」に至るケースとは？

A4 : 元より議定書では、第 16 条の取り扱いに関し、一方的な発動が（英国だけではなく EU にも）認められており、それ自体は合法的な行為である。しかし、あくまで「必要な場合」に限られているのであり、その発動により議定書が機能不全に陥る場合、発動を受けた側（今回の場合は EU）が何らかの是正措置を行うことも認められる。この是正措置こそ、苦心惨憺の上、2020 年 12 月 24 日に英国と EU で辛うじて合意した「貿易・協力協定（TCA）」の停止だと懸念されている。

TCA によって原産地規則を満たす物品に関しては全品目で関税ゼロが設定され、企業間の公平な競争条件を担保するための枠組みも設定されている。今も燦々している漁業権問題も「2026 年までの 5 年間で EU 側が英国水域における漁業割当の 25% を段階的に返還する方針」が定められるなど、一応の仕切りが行われている。TCA の内容は元より 5 年ごとに見直しを行う可変的なものだが、金融市場が懸念していた「合意なし離脱」が回避されたという意味では重要な取り決めと理解されている。EU が報復の一環として TCA 停止に踏み込めば、結局、当時の苦労は雲散霧消し、事態は「合意なし離脱」に巻き戻ることになる。パンデミックからの復興過程にある英国および EU にとっては極力回避したい展開であるが、それを示唆しなければならないほど互いの溝は深まっている。

Q5 : 直ぐに危機的な状況に陥る可能性はあるのか？

A5 : 直ぐに TCA が無効化され、「合意なき離脱」に至るということはない。TCA の無効化は 12 か月前の事前告知が義務付けられている。この 12 か月間で両者が設置した合同委員会を中心に紛争処理協議・手続きが検討されることになる。走りながら「合意なき離脱」を回避する方法を模索することになるだろう。しかし、2016 年 6 月以降で続けられてきた両者の協議を踏まえれば、12 か月間を目いっぱい使って直前に合意が交わされる展開が目に見えかねないため、金融市場は長きにわたって再び「合意なき離脱」をリスクとして念頭に置かなければならない期間に入る。それは正常化プロセスに着手しつつあるイングランド銀行（BOE）にとって障害であり、堅調が続いている英ポンド相場にとっては重しになる話である。

また、数ある論点の 1 つとしてアイルランド国境問題が注目された前回とは異なり、今回は同問題が主題となる。かかる状況下、「英国との一体性」を主張するプロテスタント系住民（ユニオニスト）と「民族の一体性」を重視するカトリック系住民（ナショナリスト）の二項対立は一段とクローズアップされやすい。飛び交う協議のヘッドラインを受け、今年 4 月に問題視されたような暴動による社会情勢の不安定化も懸念される。ブレグジット方針決定から 6 年目となる 2022 年もその火種は燦々そうである。

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。