

中期為替相場見通し

2021 年 12 月 24 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～2022 年も「日本回避」は不変のテーマに～

日本経済・政治の現状と展望～首相演説から感じる 2022 年以降の「日本回避」ムード～	P.3
円相場の現状と展望～2021 年に浮上した「悪い円安」論を再考する～	P.6
米金融政策の現状と展望～インフレが「一時的」で終わらないリスクも～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～「需給面のドル安リスク」と「観光立国化という円安リスク」～	P.11

◆ ユーロ相場の見通し～正常化は進むものの、FRB との格差は鮮明に～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～	P.15
補論：ドイツ新政権を取り巻く現状と展望～いきなり試練の外交、北京五輪という「踏み絵」～	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

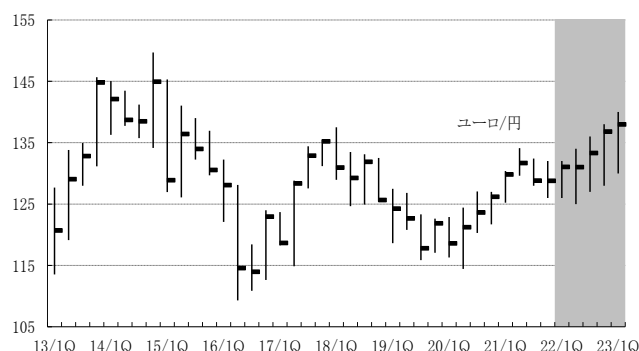
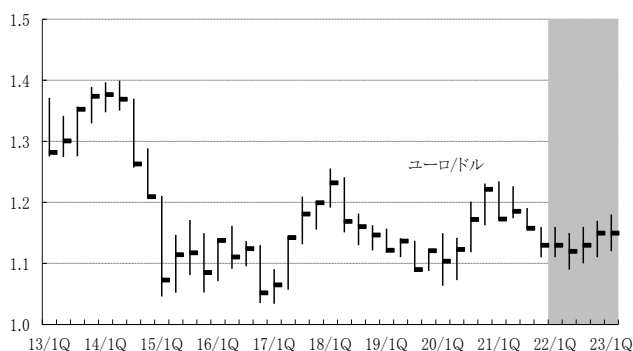
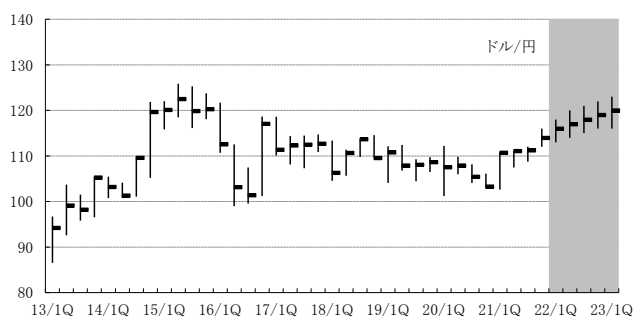
12月のドル/円相場は穏当な値動きが続いた。オミクロン変異株を受けた円高地合いは持続せず、順調に正常化プロセスを進めるFRBと整合的にドル相場の堅調が続いている。2021年は「悪い円安」論が跋扈した年だったが、この際、「悪い」には2つの意味が付いて回った。1つは「日本回避」という意味での「悪い」、もう1つが「日本経済にとってプラスではない」という意味での「悪い」であった。筆者は前者の「悪い」が2022年も続くことを予想している。岸田首相の所信表明演説などから推察する限り、日本特有のゼロリスクを志向する防疫政策によって成長率が擦り減っていく構図は2022年も再現される可能性が高いように見える。2021年の為替・株式市場を規定した「日本回避」は引き続き当面のテーマとして残りかねないだろう。なお、実質実効為替相場(REER)に関する約50年ぶりの円安水準は確かに今後の円高相場を理論的に予感させる面もあるが、貿易黒字を失った日本において名目円高が進むのだろうか。むしろ、観光立国化の末の物価上昇を通じてREERが押し上げられる経路の方がありそうな展開に思える。そう考えた場合、名目ベースの円高が起きない可能性も正当化されるだろう。もちろん、ドル安のリスクもある。タカ派に著しく傾斜するFRBの政策運営は早速イーールドカーブのベアフラット化を招いており、2018年から2019年に見たような挫折を経験するかもしれない。また、需給面でのドル安リスクも無視はできないだろう。しかし、2021年に見たように、ドル売り地合いでも円買いになるとは限らないことは知っておくべき。

片や、12月のユーロ相場も動意に欠いた。大陸欧州における感染再拡大は引き続き懸念材料ではあるものの、既に本稿執筆時点ではドイツや東欧など10月中旬に深刻視されていた加盟国では明確にピークアウトしている。これを横目にECBは、感染拡大をリスクとして認めつつも、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の終了を大方の予想通り決定した。激変緩和措置として拡大資産購入プログラム(APP)を臨時増枠することも想定範囲内であり、英米には遅延するものの、ユーロ圏の正常化プロセスも順調に進捗している。年前半は欧米金利差に応じたユーロ/ドル相場の下押しが不可避と見るが、年後半、APPの段階的縮小そして閉塞が視野に入らる中でECBも2023年以降の利上げについて議論が始まる可能性はある。とすれば、ユーロ相場の下げも限定されるのではないかと。なお、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ことは考えにくく、ユーロ/円相場は引き続き堅調を維持すると予想する。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2021年 1～12月(実績)	2022年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2023年 1～3月期
ドル/円	102.60 ～ 115.52 (114.38)	113 ～ 118 (116)	114 ～ 120 (117)	115 ～ 121 (118)	116 ～ 122 (119)	116 ～ 123 (120)
ユーロ/ドル	1.1186 ～ 1.2349 (1.1325)	1.11 ～ 1.16 (1.13)	1.09 ～ 1.15 (1.12)	1.10 ～ 1.16 (1.13)	1.11 ～ 1.17 (1.15)	1.12 ～ 1.18 (1.15)
ユーロ/円	125.10 ～ 134.12 (129.60)	126 ～ 132 (131)	125 ～ 134 (131)	127 ～ 136 (133)	128 ～ 138 (137)	130 ～ 140 (138)

(注) 1. 実績の欄は12月24日までで、カッコ内は12月24日の午前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～2022 年も「日本回避」は不変のテーマに～

《日本経済・政治の現状と展望～首相演説から感じる 2022 年以降の「日本回避」ムード～》

「手段の目的化」を続けそうな日本経済

12 月 6 日に行われた岸田首相の所信表明演説では「経済あつての財政であり、順番を間違えてはいけない」との姿勢が示され、過度な健全財政主義が成長率を阻害するシナリオがけん制された。しかし、その経済に関しては「経済社会活動の再開は決して楽観的になることはなく、慎重に状況を見極めなければならない」とも述べられ、コロナ対策が経済正常化に優先する姿勢も合わせて示された。また、12 月 23 日にはコロナ対応に関し「やりすぎのほうがまし」とも首相は述べた。こうした「コロナ対策＞経済成長」という優先順位付けの結果こそ先進国で唯一マイナス成長を頻発させた 2021 年の日本経済であり、円や日本株のパフォーマンスが他の先進国対比で劣後した理由でもあったと筆者は考えている。日本の立たされた現状を踏まえれば、経済成長にまつわる視線はもっと切迫したものであるべきに感じる。

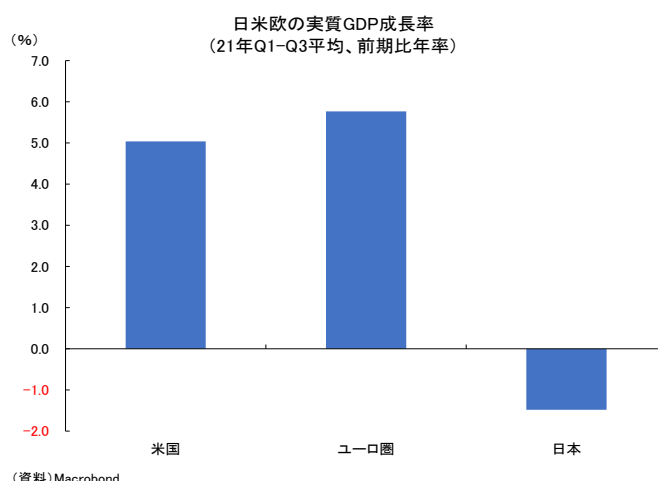
そもそも、日本の防疫対策は既に評価に値するものであるはずだ。12 月 16 日時点で日本のワクチン接種率（1 回でも接種した人口の割合）は 79.43%でカナダと並んで世界最高レベルである。また、100 万人当たりの死亡者数は約 146 人で G7 では日本の次に低いカナダ（約 791 人台）と比べても段違いに水準は低い。それでも「コロナ対策が経済より優先」という姿勢からは結局、いくらワクチン接種率を高め、重症・死亡者数を抑えても、「感染は悪で許容できない」という観念が透けて見える。この半ば差別的な意識がある以上、消費・投資意欲は発揮されないだろう。本来、「高いワクチン接種率」は手段、「経済・社会の正常化」は目的であったはずであり、欧米ではそうした戦略がはっきりしている。10～12 月期に関して言えば、日本も感染者が抑制されており、成長率も相応に戻したと考えられるが、2021 年を通じて「手段の目的化」とも言うべき状況に嵌まったことの代償は大きい。後述するように、この事実は 2022 年の日本経済や資産価格を検討する上で重くのしかかってくると考えられる。

2022 年のテーマも「日本回避」の恐れ

10～12 月期の日本では新規感染者数が極めて低い水準に抑制されていた。こうした状況下で

「いずれ来るかもしれない感染拡大」に怯え経済正常化に躊躇する姿勢を情報発信する意味は大きくないはずである。感染状況が抑制されている状況において為政者に期待することは「2 度と緊急事態宣言を発出しなくて済むように医療資源を確保すること」であり、経済社会活動の再開を戒めることではないはずである。防疫政策の効果測定は専門家に委ねるが、少なくとも日本特有のコロナへの向き合い方が欧米との成長

率格差に直結している可能性は非常に高い。2021 年下期はデルタ変異株、供給制約、資源高、インフレ高進などの足枷が登場したが、これらは世界共通の足枷であって日本だけ沈む理由には全くなならない。しかし、現実には日本だけが沈んだ。1～3 月期から 7～9 月期の実質 GDP 成長率（前期比年率）を平均し、比較すると米国が+5.0%、ユーロ圏が+5.8%、日本が▲1.5%である（図）。日本の潜在成長率が元々

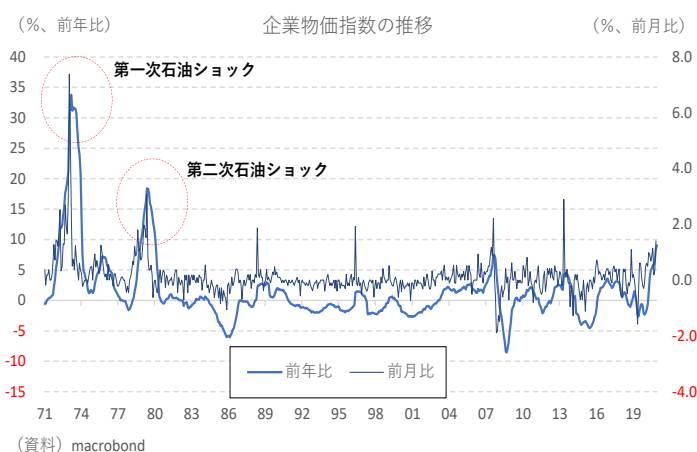


低いことを加味してもあまりにも特異な仕上がりである。4月以降、約6か月間わたって緊急事態宣言がまん延防止措置の名の下で行動制限をかけてきた賜物である。

そうして低迷した日本経済への評価が為替市場では円全面安、株式市場では先進国対比で劣後する上昇率として現れたのが2021年だったと筆者は考えている。こうした経験（失敗）から学ばずに同じことが繰り返されるのならば、2022年のテーマも「日本回避」になってしまうだろう。とりわけ今年の円安傾向に関して言えば、ようやく日本の購買力低下を通じて成長率を貶めるものだという論陣が市民権を得るようになってきた。アベノミクス最盛期の2013～14年にこのような主張をしても批判されるばかりであったが、資源高も相まって「悪い円安」への危機感が高まっている。今後、政策の優先順位に関し「コロナ対策>経済成長」が徹底されれば、結局は2021年と似たような成長率の構図が再現される可能性は高く、円安は一段と進むのではないのか。

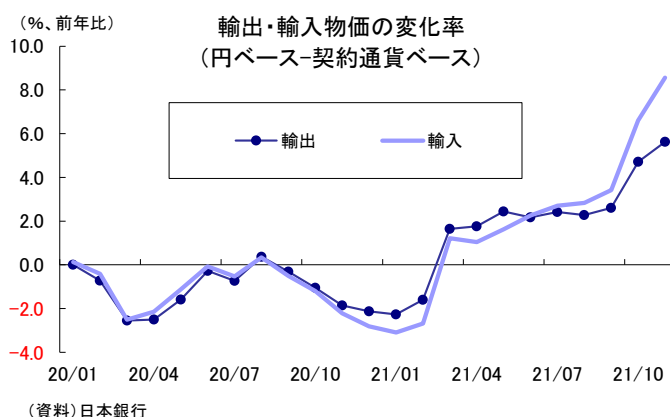
約41年ぶりの上昇がピークになるか

ちなみに円安進行は日本の企業・家計部門を相当に痛めつける状況にある。日銀が12月10日発表した本邦11月国内企業物価指数（PPI、速報値）は前年同月比+9.0%上昇とオイルショックの余波を引きずっていた1980年12月以来、約41年ぶりの大きさを記録している。前月比では+0.6%上昇であり、このうち+0.17ポイントが石油・石炭製品（例えばガソリン、軽油、液化石油ガス）、+0.10ポイントが電力・都市ガス・水道、+0.09ポイントが鉄鋼である。基本的には商品価格の騰勢がヘッドラインを引き上げている状況は変わらず、それ自体は全世界的な話でもあるため、敢えて特筆する必要はないだろう。むしろ12月入り後、オミクロン変異株に因んだ需要減退観測も手伝って資源高も一服しており、PPIのピークが10～12月期になるかどうかに着目したい。



「円安」と「資源高」を可視化する円ベース輸入物価

しかし、日本の場合、資源高に円安の効果が重なる。この点、注目される輸入物価指数の上昇率はドルを筆頭とする契約通貨ベースでは前年比+35.7%とこれも相応に大きいですが、円ベースでは+44.3%と一段と大きい。資源を海外から購入するにあたって円という通貨の購買力劣化が表れていると言える。それゆえに円ベース輸入物価は契約通貨ベース輸入物価以上に（円安の分）大きな上昇を見せる状況にある。企業物価統計の中でも



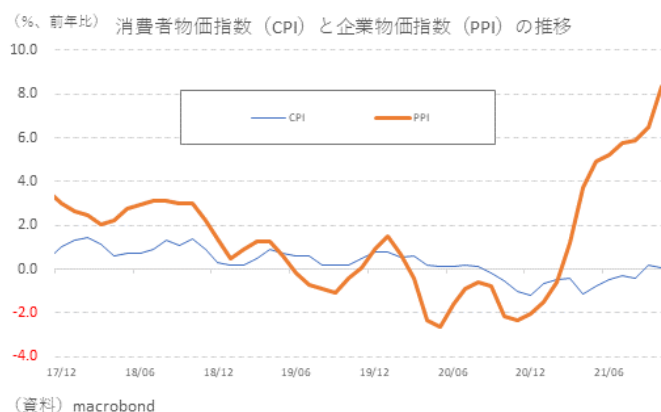
「商品高」と「円安」の影響が最も可視化できるのが円ベース輸入物価指数である。

片や、アベノミクス下で確認された事実ではあるが、日本の輸出企業は円安になっても外貨建ての輸出物価を引き下げてボリューム（量）を稼ぐのではなく、外貨建て販売価格を据え置くことで円安による為替差益を享受しようという傾向がある。例えば日銀の黒田体制発足と共にアベノミクスが本格始動したと考えられる 2013 年の 1 年間でドル/円相場は約+20%上昇した。この間、円ベース輸出物価の前年比は月平均で+11.6%上昇している。だが、契約通貨ベース輸出物価の前年比は月平均して▲1.7%しか下落していない。大きな円安をもってしても外貨建て販売価格を引き下げるという経営判断には至らず、だから日本の輸出数量が増えなかったと言われることは多い。今回も円安により円ベース輸出物価は上昇しているが契約通貨ベース輸出物価が相応に下落しているわけではない。前頁図は輸出数量を増やさず、海外への支払いばかり増える円安の実情が良く表れているように思う。

圧迫され、耐え忍ぶ企業部門

また、需要段階別・用途別に見ると、「生産段階のコスト」と「販売段階のコスト」の乖離が非常に大きくなっていることが分かる。それは価格転嫁できずに収益を食い潰している企業部門の現状を示唆するものである。例えば「生産段階のコスト」として素原材料は前年比+74.6%（前月比+8.6%）と急騰し、中間財も前年比+15.7%（前月比+1.0%）と相応に大きな伸びを示すが、最終財は前年比+4.6%（前月比+0.4%）と穏当な伸びに収まっている。最終財の中でも、消費者物価指数（CPI）と関連の強い最終消費財（国内品）に至っては前年比+2.7%（前月比+0.2%）とさらに伸びが抑制され、しかも 10 月（前年比+2.3%、前月比+0.7%）から減速している。家計部門にインフレ圧力は及んでいない。

こうした事実は象徴的には PPI と CPI の乖離に表れる（図）。例えば、本稿執筆時点で CPI の最新分である 10 月分に関して言えば、PPI の前年比+8.3%に対し、CPI は同+0.1%でその差は 8.2%ポイントもある。これはオイルショックの影響が色濃く出ていた 1980 年 7 月以来の大きさだが、当時は CPI も同+7.4%と大きく上昇しており、その時点の過去 3 年平均（1977 年 1 月～1979 年 12 月）の 5.4%と比べても際立って高いものだった。今回は CPI へ



の波及が殆ど確認できない状況で PPI が伸びており、その分、企業部門の負担感が増している様子が窺える。これが長期化すれば、企業収益の下押しを通じて株価への影響も不安視されるだろう。

なぜ、CPI が伸びないのか。理由は 1 つではないだろうが、やはり内需回復の遅れを反映していると考えるのが自然である。既に議論したように、岸田政権はコロナ対策が経済正常化に優先する方針を明示しており、2021 年同様、犠牲者対比で過剰な防疫政策が 2022 年以降も続く公算が大きい。必然的に内需は盛り上がりや欠く恐れがある。かかる状況下、優れた価格競争力を有する大企業を除けば価格転嫁の難しい状況が続くのだろう。論理的に予想される展開は企業収益の減少、これに伴う雇用・賃金情勢での調整だ。価格転嫁が難しいならば、生産段階でのコスト（採用減少や賃金引き下げなど）を削るしかない。残念ながら「経済社会活動の再開は決して楽観的になることはなく、慎重に状況を見極める（岸田

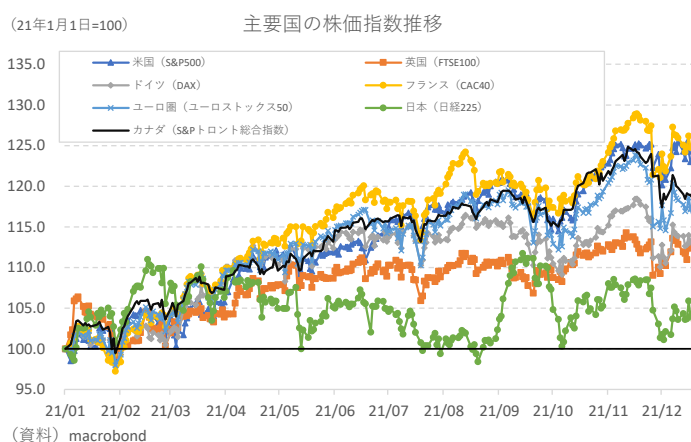
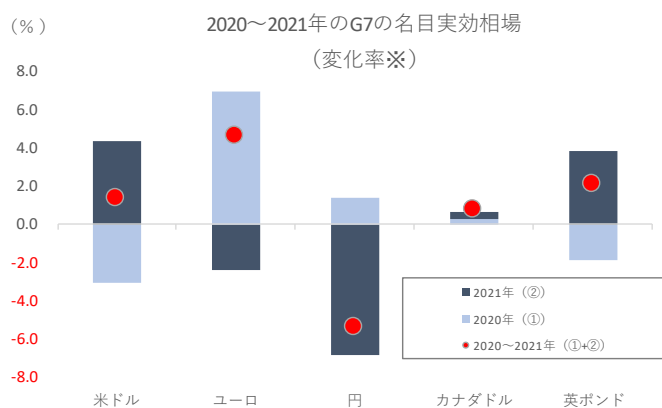
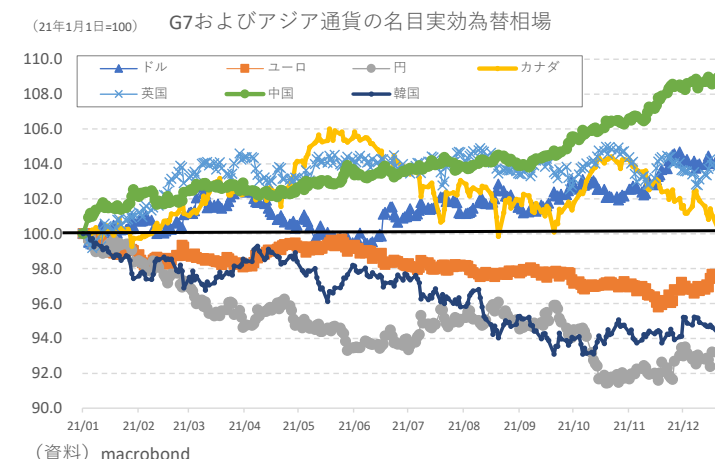
首相)」という現在示されている現政権の方針は消費・投資意欲を喚起するものではなく、企業部門が自身の負担の下、このコストプッシュ型インフレを何とか耐え忍ぶ局面が続くそうである。

《円相場の現状と展望～2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する～》

「悪い円安」論が熱を帯びた 2021 年

2021 年の為替市場では「悪い円安」論が跋扈した。この際、「悪い」には 2 つの意味が意識されていた。今回の本欄ではこの点を改めて整理しておきたい。まず 1 つは「日本の政治・経済への不信が円売りを強めている」という「日本回避」という意味での「悪い」である。2021 年の日本経済は先進国でも圧倒的に劣後しており、それが円を手放す一因になったという解釈である。筆者もこの可能性は否めないと思っている。2021 年の為替市場は正真正銘の円全面安であった。これは主要貿易相手国に対する名目実効為替相場 (NEER) を比較するとよく分かる。右図 (上) は 2021 年初頭を 100 とした際の G7 および中国、韓国の NEER を比較したものである。この中で年初下落した通貨は弱い順に円、韓国ウォン、ユーロだった。しかしユーロは 2020 年に高騰した反動であり、過去 2 年通じて見れば上昇幅を維持している (右図・下)。「コロナ禍で下落した通貨」という意味では円と韓国ウォンであり、G7 通貨に限れば円は圧倒的な 1 人負けだった。

為替市場と類似の構図は株式市場でも読み取ることができ、やはり G7 の主要株価指数では日本だけが冴えない地合いが続いた (図)。大袈裟ではなく 2021 年は脆弱な実体経済を理由に金融市場で「日本回避」が進んだ年だったように思う。過去の円安は世界経済が回復する中、日本以外の金利が上昇基調に入り、国内機関投資家の心理も改善する中、「円を売って外貨建て有価証券 (米国債や米国株など) を買う」という流れの中で進むことが多かった。だから特に「悪い」という印象はなかった。しかし、



2021 年の円安は日本という国が嫌気された結果の円安にも

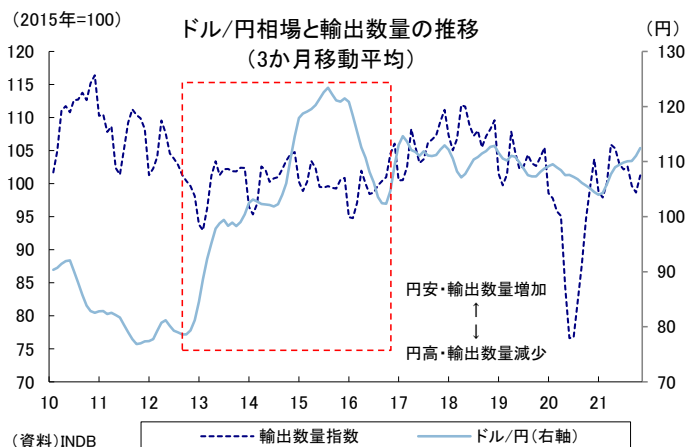
確かに見受けられ、その意味で「悪い」という形容が嵌まっていたように思う。

日本経済にとってプラスではなくなった円安

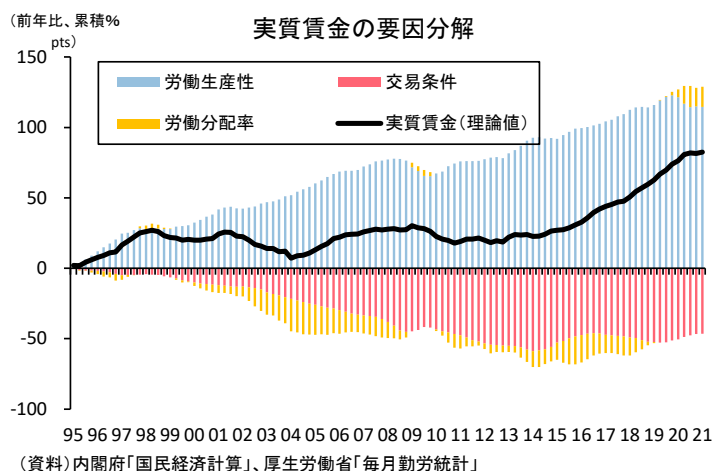
もう 1 つの、2021 年に取沙汰された「悪い円安」の意味は「日本経済にとってプラスではない」という意味での「悪い」であった。率直に言って、これは今更感が強い。2013 年以降、黒田日銀の下で展開された大規模緩和に対してはリフレ政策の効果を疑問視する論陣が繰り返し「円安は海外への所得流出を招くだけ」、「円安で輸出が増えない以上、景気が回復する理由は無い」などの反駁を展開してきた。それでも「物価が上がってみなければ分からない」という風潮の下、実験的な大規模金融緩和が継続されてきた。しかし、2013 年以降の大幅な円安も、2021 年に NEER ベースで見られた円全面安も輸出数量を顕著に増やすことは全くなかったし(図)、それゆえに貿易黒字が復元することもない。2021 年に関して言えば、時同じくして原油を筆頭とする天然資源価格も騰勢を強めていたため、市井の人々が円安発・輸入物価経由の一般物価上昇で実質所得環境の悪化を感じやすい状況が出現した。

筆者の元にも 9 月から 12 月に至るまで「なぜ円安が日本経済にとって良くない動きなのか説明して欲しい」という取材や寄稿の依頼が非常に多かった。これほど「円安は実は悪いことなのではないか」という社会的な懸念が高まったことは日本において初めてなのではないかと思う。実際のところ、この懸念は正しい。そもそも資源輸入国にとって自ら通貨安を望むことは自傷行為であり、国内製造拠点の多くが海外生産移管され、輸出数量が増えないことが分かっている今、円安を前向きに評価するのは困難と言わざるを得ない。円安に起因する交易条件の悪化(≒交易損失の拡大)は理論上、実質賃金を押し下げる。具体的には 1 時間当たり実質賃金は①時間当たりの労働生産性(実質 GDP÷総労働時間)、②交易条件、③労働分配率(名目雇用者報酬÷名目 GDP)の 3 つから構成される。図は 1995 年以降の累積変化を要因分解したものだが、交易条件の悪化が実質賃金の足枷だったことが分かる。「高い物を買って、安い物を売る」という政策運営を続ければ豊かにならないことは自明である。

筆者の元にも 9 月から 12 月に至るまで「なぜ円安が日本経済にとって良くない動きなのか説明して欲しい」という取材や寄稿の依頼が非常に多かった。これほど「円安は実は悪いことなのではないか」という社会的な懸念が高まったことは日本において初めてなのではないかと思う。実際のところ、この懸念は正しい。そもそも資源輸入国にとって自ら通貨安を望むことは自傷行為であり、国内製造拠点の多くが海外生産移管され、輸出数量が増えないことが分かっている今、円安を前向きに評価するのは困難と言わざるを得ない。円安に起因する交易条件の悪化(≒交易損失の拡大)は理論上、実質賃金を押し下げる。具体的には 1 時間当たり実質賃金は①時間当たりの労働生産性(実質 GDP÷総労働時間)、②交易条件、③労働分配率(名目雇用者報酬÷名目 GDP)の 3 つから構成される。図は 1995 年以降の累積変化を要因分解したものだが、交易条件の悪化が実質賃金の足枷だったことが分かる。「高い物を買って、安い物を売る」という政策運営を続ければ豊かにならないことは自明である。



(資料) INDB



(資料) 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計」

円安に起因する交易条件の悪化(≒交易損失の拡大)は理論上、実質賃金を押し下げる。具体的には 1 時間当たり実質賃金は①時間当たりの労働生産性(実質 GDP÷総労働時間)、②交易条件、③労働分配率(名目雇用者報酬÷名目 GDP)の 3 つから構成される。図は 1995 年以降の累積変化を要因分解したものだが、交易条件の悪化が実質賃金の足枷だったことが分かる。「高い物を買って、安い物を売る」という政策運営を続ければ豊かにならないことは自明である。

今後は「円安」が狙われやすくなる？

こうした 2 つの意味での「悪い」が意識された結果、円安に盲従するかつての雰囲気はかなり薄らいだように思う。2013 年を振り返ると「円安が万能薬」のように崇め奉られる政策思想の過ちを指摘して

も聞いて貰える雰囲気は全くなかったが、今は異なる。こうした社会規範の変化自体は不幸中の幸いと言える。そもそも、本当に制御不能になった場合、恐ろしいのは円高ではなく円安である。円高を是正する円売り・外貨買い為替介入は理論上、無制限に可能だが、その逆の円買い・外貨売り為替介入は基本的に外貨準備高の規模に制約される。資源輸入国だからこそ、通貨防衛（円安阻止）の局面に至ることが最も恐ろしい展開である。だが、こうした社会規範が固まるほど円安に振れやすくなる懸念は高まる。というのも、金融市場は得てして政策当局の「行って欲しくない方向」に振れやすいものだ。いったん「円安が日本経済にとって不都合」という認識が浸透すれば、円売りで攻め込む戦略が取られやすくなる。なぜか。本当に円安が日本経済にとって不都合であれば、いつかは政府・日銀が円安を止めるために何らかのアクションに出ることが予見される。そこで反対売買（この場合は円売りの反対なので円買い）に切り返せば、収益が得られる公算が大きい。いわゆる「噂で買って事実で売る」という動きだ。これまでの日本はリーマンショック後の白川日銀体制がそうだったように、円高方向で市場から頻繁に痛みを強いられた。だが、今後は逆かもしれない。そう考えると今は過渡期なのかもしれない。

「政府債務残高が大きい→円安」は安直な議論

そもそも、日本経済を慢性的に苦しめてきた円高は日本の政治・経済・金融情勢に照らして常々違和感が指摘されてきた。世界最速ペースで少子高齢化が進み、先進国中で最も見劣りする成長率を続け、世界最悪の政府債務残高を抱え込む通貨がなぜ「安全資産」と呼ばれるのか、と。だからこそ、「いつか急に制御不能な円安になるのではないか」との懸念は根強く、典型的には「日本の抱える政府債務残高がいつか本格的な円売りを招く」との警告めいた言論は後を絶えない。2021年時点で日本の政府債務残高は名目 GDP 比+256.86%（21年10月「IMF 世界経済見通し」の推計）であり、圧倒的に世界最大である。こうした計数を念頭に置き、円の先安観を懸念したくなる気持ちは良く分かる。しかし、「政府債務残高が大きい→円安」というのは直感的に正しそうに見えるものの、その経路は単純ではない。

日本の政府債務残高（%、対名目 GDP 比）が世界的に見ても突出して大きいのは今に始まったことではない。1997年には100%を突破し、その頃から日本経済はいつか大変な金利や物価上昇に見舞われるとの言説は跋扈していた。しかし、GDP 比で見た政府債務残高はあれから2.5倍以上に膨らんだが、10年金利はマイナスになり、物価も低空飛行を続けている。政府債務残高の水準に着目する議論に本質的な意味があったとは言えないだろう。誤解を恐れずに言えば、金利がマイナスなのだから安全資産たる国債が不足しているとも言えるくらいだ。周知の通り、日本国債の9割弱は日本国内で保有されており、日本人の海外への資本逃避（キャピタルフライト）でも無い限り、巷説に多い「政府債務残高が大きい→インフレ→円安」論を正当化するのは難しいように思う。

債務残高よりも対外純資産残高や経常収支

日本国債が国内市場で消化できている事実を端的に示すのが経常黒字である。日本経済の貯蓄・投資（IS）バランスを見ると、政府部門の赤字（貯蓄不足）を民間貯蓄の黒字（貯蓄過剰）が上回ることによって経常黒字（≡海外部門の貯蓄不足）が実現するという姿にある（次頁図）。だが、今後、確実に進展する高齢化に伴って貯蓄率が低下するならば、政府部門の赤字が民間部門の黒字を超え、経常収支の赤字化という事態に至る可能性はある。この場合、日本経済は海外からの資金流入に依存せざるを得なくなる。日

(米国債が▲200 億ドル、住宅ローン担保証券が▲100 億ドル)へ倍速となり、これに伴って完了時期は2022 年 6 月から同年 3 月へ前倒しされる。

「量」を脱却することで初めて「金利」に触れることを思えば、テーパリング完了時期の前倒しは早期利上げのための環境整備であり、後述するドットチャートがこれを裏付ける。短期間に「量」と「金利」の出口に関して道筋をつけた FRB の正常化プロセスの焦点は最終段階と言える量的縮小 (QT: Quantitative Tightening) に移る。保有有価証券の再投資停止をいつ、どのように示唆するかが次の山場であり、既に一部メンバーからはテーパリング完了時に着手せよという声も挙がっており、「利上げ前に QT は可能」という論陣は相応に目にする。実際、パウエル FRB 議長は会見において長期的なバランスシート運営を今回議論したことを認めている。前回の利上げ局面では初回利上げから約 2 年後の 2017 年 10 月から QT が始まっているため、利上げ前の着手となれば前例のないスピード感である。いずれにせよ、特筆すべきはこれほど正常化プロセスのアクセルを踏んでも市場混乱が回避されていることであり、「市場との対話」が上手くいっていることの証左と言える。

2022 年以降は完全雇用で改善打ち止め

メンバーによる経済・物価見通し (SEP)

を見れば (図)、失業率は 2022 年から 2024 年まで全て 3.5% (9 月時点では 3.8%) で横置きされている。自然失業率と見なせる長期失業率 (4.0%) を踏まえれば、「2022 年以降、完全雇用状態が続き、改善は打ち止め」という見通し を示唆するものと考えられる。また、物価に関して言えば、コアベースで見た個人消費支出 (PCE) デフ

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2021年12月時点

	2021	2022	2023	2024	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	5.5 (5.9)	4.0 (3.8)	2.2 (2.5)	2.0 (2.0)	1.8 (1.8)
失業率 (9月時点)	4.3 (4.8)	3.5 (3.8)	3.5 (3.5)	3.5 (3.5)	4.0 (4.0)
PCEインフレ率 (9月時点)	5.3 (4.2)	2.6 (2.2)	2.3 (2.2)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (9月時点)	4.4 (3.7)	2.7 (2.3)	2.3 (2.2)	2.1 (2.1)	

(資料)FRB

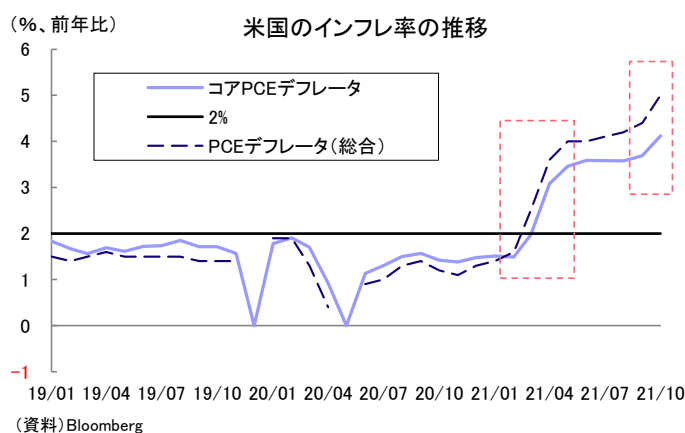
レーターも 2022~2024 年の予測期間全般にわたって+2.0%を突破しており、「2 つの責務 (雇用の最大化・物価の安定)」は 2022 年以降、達成されとの見通しが示されている。こうした雇用・物価見通しを元に導かれる政策が「テーパリング完了、利上げ、場合によっては QT」ということに大きな違和感はない。ドットチャートに従えば 2022 年、2023 年は 3 回、2024 年には 2 回の利上げが想定され、実現すれば 8 回、25bps ずつとして+200bps の利上げとなる。

つまり、今回の会合では中立金利である 2.50%までは利上げを続けるという絵図が示されたわけだが、後述するようにインフレ率が屈折してくる可能性のある 2022 年中盤以降、イールドカーブがベアフラット化する中で株価が果たして耐えられるのかという視点は重要になる。既にフラット化は始まっているだけに、利上げ序盤で逆イールドが囁かれるような展開になれば、タカ派ムードは一変しかねない。そうならないために早めのバランスシート縮小が決断されとの観測も出ていることは要注意である。

今度はインフレが「一時的」であるリスク？

順調に見える正常化プロセスだが、不安材料もある。それは議長自ら「一時的 (transitory) ではない」と判断を修正したインフレの行方である。議長はそう述べるが、変化率の大きさはやはり一時的なものとして収束する可能性が残る。というのも、確かにインフレ率は高止まりしているが、厳密に見れば今年

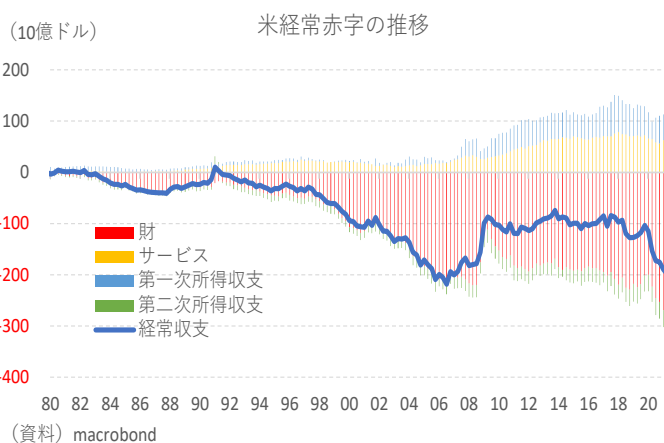
の春と秋に 1 つの山がある。春先以降、伸び率は前年比+3~5%と非常に大きな数字が並んでいるためあまり気に留める向きはないが、PCE デフレーターを例に取れば、その変化率は3~4月および10月に跳ねている(図)。つまり、そのタイミングで物価水準(変化率ではない)が切り上がったという話であり、前者は行動制限解除を受けた需要の急拡大、後者は原油を筆頭とする資源価格の急騰などが寄与していそうである。前者では中古車価格の跳ね上がりなどが話題になったことは記憶に新しい。今はそれが落ち着いているが、代わりに原油価格が上がっている。



2022 年は「春と秋に物価が跳ねる」という今年同様の季節性が再現されない限り、変化率はどうしても落ちてくる可能性が高い。しかし、2022 年の春はテーパリングを完了させ利上げに移ろうという時期、秋は 2 回目以降の利上げに着手しようという時期にぶつかる。正常化が次のステップに進もうというタイミングでインフレが凹めば、政策を進めづらい空気に直面する可能性はある。このように考えると、2022 年以降の FRB を読む上で今度は「インフレが一時的で収束する」というリスクも相応にあるように思えるが、6 月および 9 月の利上げを差し止めるほどの話にはならないと現状では考えておきたい。

《メインシナリオへのリスク点検～「需給面のドル安リスク」と「観光立国化という円安リスク」～》 浮上する「需給でドル安」のリスク

ドル/円相場の方向感を引き続き円売り主導で上方向と筆者は考えるが、ドル側にも売り要因が浮上していることは留意したい。12月21日、米商務省が発表した7~9月期経常収支は需給面からドル売りが優勢になる可能性を予感させるものであった。7~9月期の米経常赤字額は▲2148 億ドルと 2006 年 7~9 月期以来、約 15 年ぶりの水準に達した。名目 GDP 対比では▲3.7%に達し、これは 2008 年 10~12 月期以来の高水準となる。赤字を主導したのが為替需給と関連の深い貿易赤字であることを踏まえれば(図)、需給面から見たドル安リスクは無視できない。



貿易赤字の中身を見えていくと、米国の世界向け輸出は天然ガスや石油製品を中心とした増加によって 4416 億ドルと過去最高を更新しているが、輸入も石油製品や化学製品を中心に 7164 億ドルとこちらも過去最高を更新している。米 7~9 月期 GDP を支えたのが在庫投資だったことを思い返せば(前期比年率+2.0%に対して在庫投資は+2.1%ポイント)、供給制約を背景とする物資不足の中、企業が減った在庫を充填する動きが輸入増加をけん引した実情が透けて見える。

「GDP 比▲6%前後」が 1 つの目安か

経常赤字拡大が続けば、ドル相場への影響も見通しに織り込む必要は出てくる。図示されるように、経常収支（%、対名目 GDP）と名目実効ドル相場（以下ドル NEER）は相応に安定した関係がある。上述したように、現在の経常赤字は 2006 年以来的水準であり、結果的にはこうした不均衡がその後のサブプライムショック、リーマンショックに連なる米国の行き過ぎた消費・投資意欲の表れでもあった。しかし、GDP 比で見れば当時の半分程度でもあり、長期的に見ても、名目 GDP 比で▲3~4%の赤字が際立って大きいというわけでもない。絶対額の水準だけを見ているとバランスを欠くので注意が必要である。

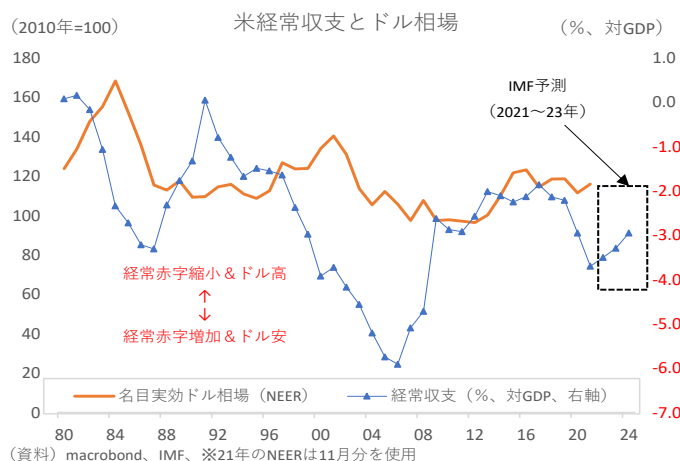
とはいえ、経常赤字に遅行する格好でドル

相場は動くため、今年に記録した赤字が 2022

年の重しとして働く可能性は十分ある。上述

した通り、輸入増加は供給制約を背景とする企業の一時的な在庫充填の動きが反映された可能性も高く、7~9 月期に見られたような赤字拡大が基調的な動きとして根付くようには思えない。しかし、「世界的に米国経済の成長率が相対的に高め」という 2021 年の構図が続けば、内外景気格差を背景に貿易赤字主導で経常赤字が拡大し続ける可能性も残

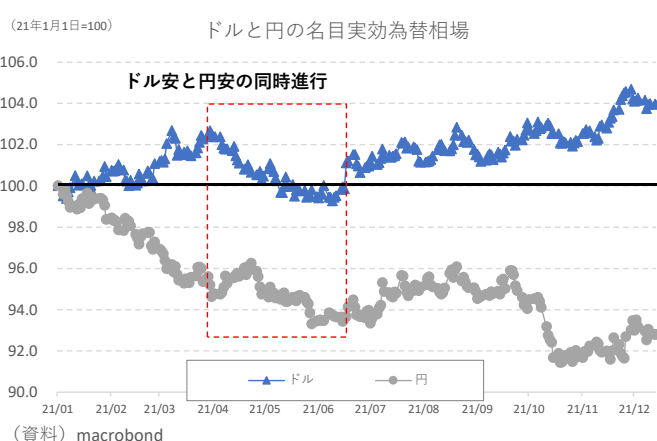
る。米国経済が世界経済のエンジンであることは確かだが、そうなり過ぎることは需給面でのドル安リスクに直結してくるという考え方もある。まず目安としてサブプライムショック直前に記録した名目 GDP 比で▲6%前後の赤字が視野に入るといふ目線でドル安リスクに構えたいところである。



「ドル安」≠「円高」

こうした需給面の論点に加え、FRB の正常化プロセスに関しては既にイーールドカーブのベアフラットニングが示唆するように、順当に利上げできない思惑も濃くなっている。2022 年のドル/円相場は、こうした「需給・金利両面からのドル売り圧力」と『日本回避』をテーマとする円売り圧力』の綱引きというイメージになる。この点、日本の劣後（日本回避）が円売りの理由になっているのだとすれば、2021 年 4~6 月期がそうであったように、相場全体がドル安に傾斜しても必ずしも円高になるとは

限らないという地合いも十分考えられ（図）、そこには「ドルは手放したいが、円を買う理由はない」という市場参加者の胸中が反映されていると筆者は考えている。冒頭でも言及したように、そうした「とりあえず日本は回避する」という流れを大きく変えるだけの執政を国内政治に期待するのは 2022 年も困難であるように見受けられる。



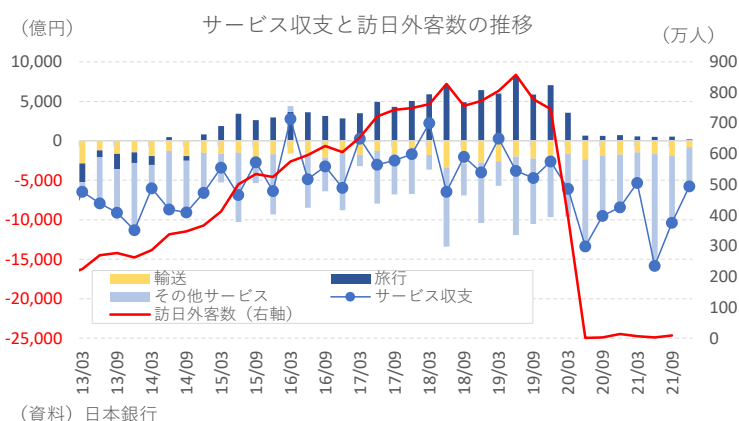
「安い日本」を体現する企業行動

ところで、12月14日、日本経済新聞電子版は『アパレル、国内生産回帰 ワールドなど人件費増や円安で』と題し、本邦大手アパレル企業が国内生産回帰を進める動きを報じている。国内回帰の理由は円安および人件費上昇とされ、文字通り、巷で話題の「安い日本」が企業部門の行動に影響を及ぼし始めていることを伝えるニュースである。もちろん、アパレル業に限らずパンデミックを受けたサプライチェーン混乱が供給制約をもたらし始めている中、国内生産が経営安定に繋がるという側面はあるにしても、今回報じられている大手アパレル企業の1社は将来的に国内生産比率を現在の1割から5割へ引き上げる方針に言及している。実質実効為替相場 (REER) が約50年ぶりの円安水準をつけようとしている中、企業行動も50年前の姿を探ろうとするのはある意味当然なのかもしれない。

既に「サービス」は「安さ」を売りに輸出増

もっとも、生産コストだけに着目すれば国内の方が依然高く、あくまで国内回帰させることで「注文・生産・納品のプロセスにかかる時間が短縮化され、機会損失を削減できる」という話にまで視野を拓ける必要がある話でもある。しかし、「海外の賃金・物価は上がるが、日本はそうではない」という現状が続けば必然的に生産コストだけでも日本が安くなる未来は見える。そもそも自国の「安さ」を活かして日本の財を海外に売る（輸出する）という経済成長の初期段階に先祖返りする兆候が、仮にもG7の一角である日本に少しでも見られることが目を引くのである。

なお、こうした「安さ」を活かして輸出されるのは財だけではなくサービスも同様だ。財と異なり複雑な製造工程を考慮することがない分、ストレートに「安い日本」の魅力が外国人に届きやすい。こうした動きは既にアベノミクス下で確認済みである。当時の大幅な円安相場を受けても、既に海外生産移管を進めていた製造業（要するに「財」収支）は輸出が顕著に増えることはなかった。だが一方、「サービス」収支



は旅行収支の大幅黒字化を軸として万年赤字から黒字化も散見されるようになった。いわゆるインバウンド（訪日外国人）からの外貨獲得であり、これも立派な輸出である。2014年半ば以降、歴史的に赤字が常態化していた日本のサービス収支は黒字が散見されるようになった。アベノミクス下での円安が実体経済に直接的な影響を与えたとすれば、財輸出ではなく旅行収支を軸とするサービス輸出である。

観光立国化の先にある REER 修正

パンデミックにより年間2兆円を超える旅行収支黒字が消失してしまったことは、これを当て込んでいた飲食・宿泊業にとっては痛撃だったが、次頁図に示されるように当時のインバウンドを支えた「約50年ぶりの円安水準」は健在である。パンデミックなかりせば、訪日外客数は過去最高を更新し続けて

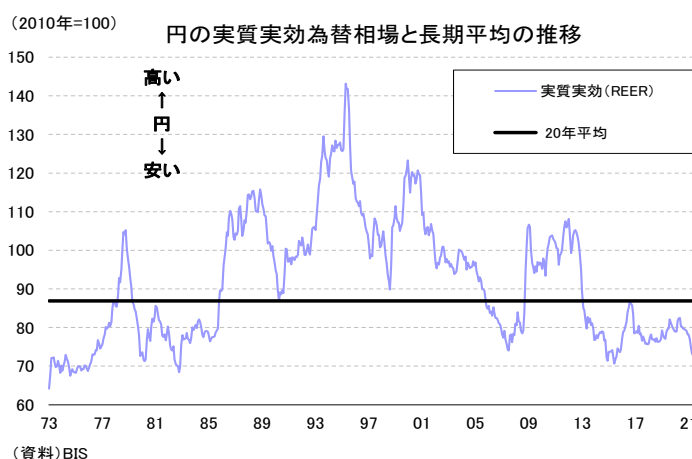
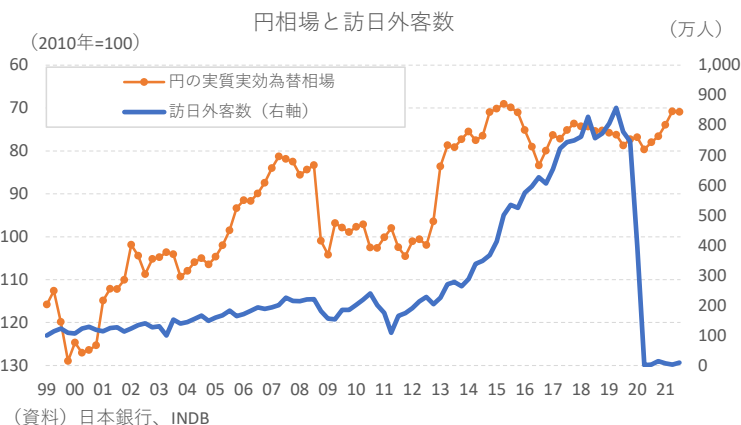
いた可能性は高そうに思える。今回日経から報じられたような製造業の国内生産回帰が本格化するのはまだ先だろうが、国内外の移動が正常化されれば、「旅行収支黒字の拡大」から「安い日本」の未来を「観光立国化」という美辞麗句と共に展望する議論が騒がしくなりそうである。

現在、物価・賃金に関する内外格差は著しく拡大しているが、これは本格的にアフターコロナ時代が到来した場合、日本人から

見て著しく購買力をパワーアップさせた外国人が日本に入ってくるということを意味する。既に、外国人に人気の高い鮎屋などを中心に都心の有名な飲食店の価格がそうなっていると言われて久しいが、財・サービスの価格は外国人の消費意欲に近いものから上がっていくはずである。それが一般物価全体に波及するまでラグはあるだろうが、ベネチア（イタリア）のように多くの財・サービスがそうした非居住者向けに設定され、高価格化する（いわゆる観光地価格になる）ケースもある。

そのようにして一般物価が上昇すること自体、下がり過ぎたと言われる REER の上昇を招き、然るべき調整を促すものではある。しかし、それが日本に住む人々にとって幸せなことなのかどうかは別の議論であろう。観光立国化と言えは聞こえは良いが、それは流入してくる外国人に「尽くす」経済であり、国内居住者の消費・投資がどういった形で伸び、社会的厚生が高まっていくのかは新たな問題意識として浮上する。現実世界を見る限り、少なくとも観光で身を立て

る経済が世界で影響力を持てるプレーヤーになる可能性は高くないように思う。円相場見通しに照らした場合も重要な含意がある。既述の通り、旅行収支を中心とするサービス収支の黒字化を念頭に置けば、観光立国化と共に一般物価の押し上げに至る可能性は相応に予見される未来である。とすれば、REER が必ずしも名目円高で調整しない未来も十分あり得るという話でもある。



◆ ユーロ相場の見通し～正常化は進むものの、FRB との格差は鮮明に～ 《ユーロ圏金融政策の現状と展望～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～》 表舞台から去る「ラガルド・バズーカ」

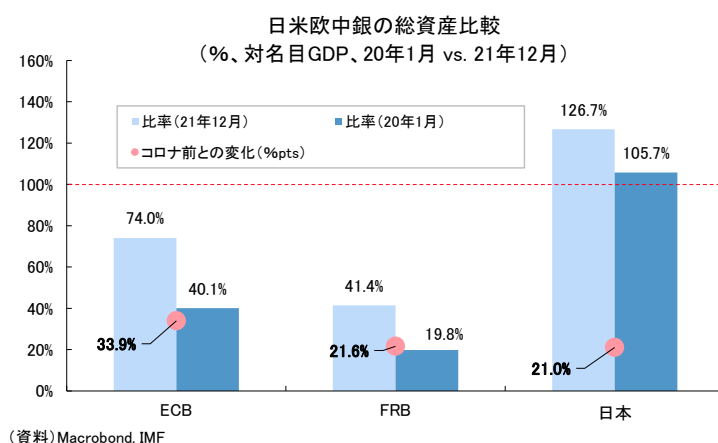
12 月の ECB 政策理事会はこれまで対外的に示唆してきた通り、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) を当初予定通りの 2022 年 3 月末で終了することを決定した。一方、「少なくとも 2024 年末まで」は購入資産の再投資を継続する方針が示されており、既にバランスシート (BS) 縮小議論をちらつかせる FRB とのコントラストが見出せる。また、「必要があれば再稼働 (resumed) も可能」と枠組みが廃止されるわけではないことも公表文で謳われている。あくまで停止するのであって、廃止するわけではないというのが PEPP に対する ECB の基本認識と見受けられる。

とはいえ、その名の通り、パンデミック対応専用の枠組みとして生まれた PEPP は一旦、これで表舞台から消え、資産購入は定例プログラムである拡大資産購入プログラム (APP) に引き継がれることになる。本来は御法度であるギリシャ国債の購入を筆頭に形振り構わず買い続ける PEPP の存在がユーロ圏金融システムの安定に寄与したことは間違いない。2020 年 3 月 18 日の臨時政策理事会で急遽決定された PEPP はその直前の定例会合 (同年 3 月 12 日) でラガルド ECB 総裁が市場から失望を買ったため、これを挽回するように導入された枠組みであった。結果、その圧倒的な規模により不安を鎮圧し、ECB の BS は FRB のそれを超えるに至った。かつてドラギ元 ECB 総裁は欧州債務危機が最も緊迫していた状況で 36 か月物長期流動性供給 (LTRO) と称して 1 兆ユーロの資金供給を打ち出し「ドラギ・バズーカ」と称賛されたが、PEPP はさしずめラガルド・バズーカであり、ラガルド総裁の任期はまだ先は長いものの、任期中の大きな功績の 1 つとして記録されるはずである。

資産購入の現状と展望

公表文によれば PEPP は 1～3 月期も今期対比で「at a lower pace」になるとされ、段階的な縮小を経て 3 月末に閉塞することが示唆されている。もっとも、購入実績からも確認できるように、9 月に減額を示唆しても PEPP の購入額は実は減っていない。具体的に言えば、9 月に約 710 億ユーロ、10 月に約 633 億ユーロと減少したが、11 月は約 690 億ユーロと増加している。本稿執筆時点の 12 月は週間で約 180 億ユーロ、月換算で約 720 億ユーロと 9 月の購入額を超える勢いにある。ユーロ圏では感染拡大とインフレ高進が同時進行しており、購入額の減少で域内金利が浮揚する展開が受容しにくいのではないかと。 ECB は購入額の段階的減少を志向するが、現実的には 3 月末でばっさり終わるという展開も予見される。

この点、2022 年 4 月以降に導入される激変緩和措置が注目される。具体的には月間 200 億ユーロの定例購入プログラムである APP が臨時増額される方針が示されており、4～6 月期が 400 億ユーロ、7～9 月期が 300 億ユーロ、10 月以降は元の 200 億ユーロに戻り、可能な限りこれを長く続ける方針とされている。既に ECB の BS は世界最大であり、GDP 比で見てもパンデミック下で +30% ポイント以上も拡大してい



る。金額で見ても、GDP 比で見ても、今次局面で最もアクセルを踏んだのは ECB であり、この事実をもっとクローズアップされても良い。今後、毎月のフローの購入額は減少するが、ここまで膨れ上がったストックの購入残高が緩和環境の維持に寄与するというのが ECB の主張と考えられる。これはラガルド総裁の「PEPP が終わった後も PEPP を活かそうとしている」という発言にも表れており、2024 年末まで（ギリシャ国債を含めて）再投資を持続することの意味を強調している。

利上げ議論は 2023 年前半か

「量」に関する道筋が明らかになる中、当然、次の焦点は利上げに移る。ECB の正常化プロセスには「The Governing Council expects net purchases to end shortly before it starts raising the key ECB interest rates」とフォワードガイダンスが付されており、APP も含めた「量」の緩和が終了した直後に「金利」の引き上げに着手することになっている。上述したように、2022 年 10 月以降、APP が月間 200 億ユーロの購入ペースに戻った後、金融政策がどのような軌道を描くのかについてはまだ不明である。しかし、4～6 月期が 400 億ユーロ、7～9 月期が 300 億ユーロ、10 月以降は 200 億ユーロという運営を前提とすれば、2023 年 1～3 月期に 100 億ユーロ、4～6 月期には閉塞へと進むのが自然である。利上げに関する議論だけならば 2022 年 10～12 月期から 2023 年 1～3 月期には可能になるのではないか。

APP の閉塞が視野に入り、利上げにシフトできるかどうかは最終的に物価安定に関する判断に依存する。この点、物価安定と判断される可能性は十分ある。ECB の新たな金融政策戦略では物

ECB のスタッフ見通し(2021年12月)

(%)

	2021	2022	2023	2024
消費者物価上昇率(HICP)	2.6	3.2	1.8	1.8
(前回:2021年9月)	2.2	1.7	1.5	—
実質GDP	5.1	4.2	2.9	1.6
(前回:2021年9月)	5.0	4.6	2.1	—

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2022～24年が1.13。

価安定の定義に関し、①予測期間終盤よりも相当前で 2% に到達すること、②残りの予測期間もそれを維持すること、③インフレ率の基調が『中期的に 2% で安定』と整合的な状況で推移することの 3 つを挙げている。この点、今回改定されたばかりのスタッフ見通しを前提とすれば(表)、①は実現されそうだが、②や③に関しては「2023～24 年が 2% を割り込む」として物価安定を認めない可能性も残る。

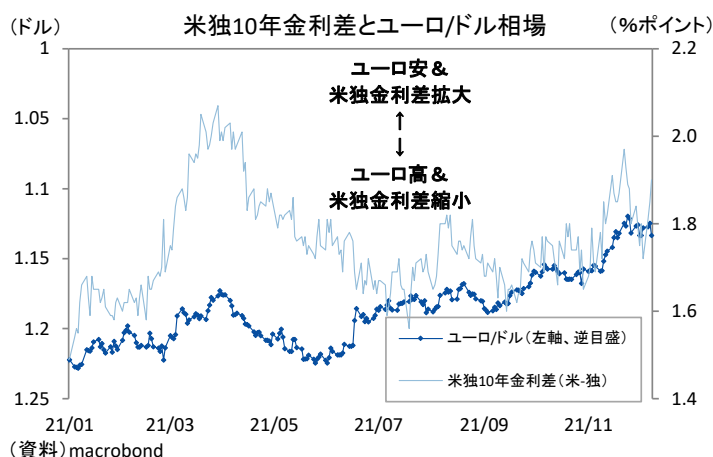
だが、予測期間中の HICP を平均すれば約+2.3%である。高いインフレ率の翌年はそもそも伸び率が抑制されることを割り引けば、2023～2024 年に関しても物価安定と判断される余地はあるだろう。ラガルド総裁が会見で「2022 年に利上げする可能性は極めて低い」と述べるが、実際に利上げせずとも、2022 年中に政策理事会の議題になる可能性は十分ある。今回、会見で最初に質問した記者は 1 年前のスタッフ見通しでは 2021 年の HICP 見通しが+1%であり、今の半分ではないかと不透明感を指摘した上で「2023 年まで利上げ無し」という見通しの妥当性を質している。

オミクロン変異株とユーロ/ドル相場

もっとも、足許でタカ派色を強めるにあたってはオミクロン変異株への認識を整理する必要がある。この点、12 月 15 日にはファウチ米首席医療顧問が、新たなオミクロン変異株に特化した追加接種は不要であり、既存の追加接種（ブースター接種）プログラムを進めることで対応可能との見解を示したことが思い返される。FRB の踏み込んだタカ派スタンスの背景にはオミクロン変異株に対するこうした整理が

あると思われる。大陸欧州が同様の見解を取るかどうかは分からず、ラガルド総裁もその影響はまだ評価しきれていないと述べている。だが、今回改定されたスタッフ見通しにおいて実質 GDP 成長率は、2022 年に関し▲0.4%ポイント引き下げつつも、2023 年に関しては+0.8%ポイントも引き上げられており、全体像に揺らぎはない。また、同じ変異株に対する基本認識が欧米当局間でそこまで大きく変わることも不可思議な話

であり、ECB も FRB と類似の基本認識にシフトしつつ、1～3 月期に予見される感染ピークアウトに合わせ、正常化プロセスに弾みをつけると考えておきたい。もっとも、ユーロ/ドル相場の先行きに関しては利上げに加え、BS 縮小議論まで視野に入れる FRB と ECB の差はやはり大きなものであり、当面は下振れリスクの大きな地合いが続くと予想したい（図）。



《補論:ドイツ新政権を取り巻く現状と展望～いきなり試練の外交、北京五輪という「踏み絵」～》

北京五輪問題、いきなりドイツ新政権に「踏み絵」

2022 年 2 月開催の北京五輪に関する各国のリアクションが騒がしくなっている。新疆ウイグル自治区での人権問題、香港民主主義に対する抑圧問題、中国人ジャーナリストに対する言論弾圧、そしてここもと話題になっている有名テニス選手の失踪などが懸念事項として指摘される中、先進各国は北京五輪から距離を取り始めている。既に米国、オーストラリアに続いて英国、カナダが外交的ボイコットを表明し、これに対し中国が「間違いなくその代償を払うことになる」と警告する穏やかならぬ構図が現れている。まだ方針を決定していない日本に対し「真偽を示す番だ」と脅迫まがいのけん制も見せているが、漏れ伝わる政府高官の発言を踏まえる限り、通常の参加表明はかなり困難になっているようにも見える。片や、フランスやイタリアはこの流れに乗らない意向を示している。特にイタリアに関して言えば、G7 で唯一の「一帯一路」構想参加国に名乗りを上げた経緯もあり、今回も中国を困らせるような挙動は避けるだろう。今やイタリアは EU や G7 という枠組みに打ち込まれた中国の楔と言える。

こうした状況下、出方が注目されるのが G7 で最も中国と政治・経済的な距離が近いドイツである。シュルツ新首相は媚中外交とも揶揄されたメルケル路線からの転換を謳っている。その象徴が新政権で外相に就任した緑の党党首のベアボッグ氏であり、自他ともに認める反中・反ロ路線を取る政治家である。既にベアボッグ外相が「北京五輪のボイコットも除外しないと語った」ことが報じられている。外交的ボイコットではなくドイツ選手団を北京五輪に派遣しない正真正銘のボイコットの可能性も取りざたされており、仮にそうなれば、中国の立場は一気に迫り込まれる。独中関係はアフターメルケル時代の行く末を見極める最重要論点の 1 つであり、その経済関係の深さに鑑みれば、「現実的には難しい」との見方も漂う。それだけに北京五輪に対する決断はシュルツ政権に差し出された「踏み絵」と言えるだろう。なお、北京五輪ボイコットに加え、天然ガス・パイプライン「ノルドストリーム 2」を稼働させるかどうかという争点も、もう 1 つの「踏み絵」として浮上しているが、対ロ関係については別の機会に議論したい。

「返り血」覚悟の反中路線

「現実的には難しい」と言っても、ドイツは時として理想論に傾斜し、非現実的な対応に邁進する危うさが指摘される。その典型が昨今の気候変動関連の動きであり、企業部門の活動を圧迫してでも温暖化抑制を追求する政策が続くそうである。この点でもシュルツ政権は「メルケル政権の不十分な対応を是正する」という立場を明示している。連立政権内部に健全財政を主張する自由民主党（FDP）を抱えながらも基金創設により「気候変動関連の支出は別」と整理した上で支出拡大に踏み切る勢いである。こうした政策運営が伝統的なドイツの健全財政主義と摩擦を生む展開も今後は不安視される。

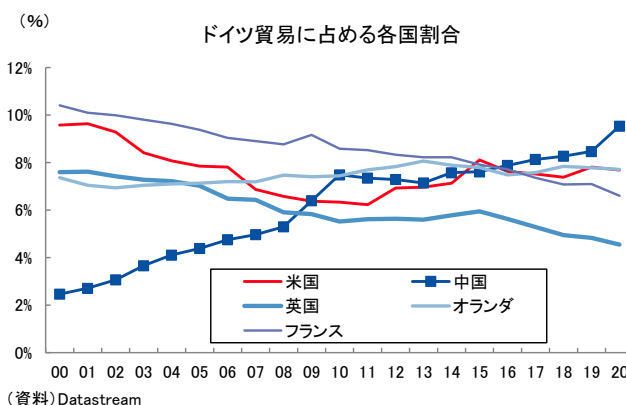
今後、これと同じような熱量が反中路線に注がれる可能性は否めない。実際、メルケル首相引退を契機に「もう中国に遠慮をしなくて済む」という勢力は感じられる。既に EU レベルでは台湾との関係性を強化する動きが活発化しており、今年 10 月 21 日には欧州議会が EU に対し、台湾との政治的な関係を強化するよう勧告する文書を採択したばかりである。明らかに中国への対抗意識の表れであり、メルケル全盛期には難しい政治的挙動と言える。しかし、現実問題としてメルケルの 16 年間で中国との経済関係は極めて深いものになっており、これを切れば相当の「返り血」を覚悟する必要がある。「親中関係はメルケル政権最大のレガシー」との指摘は伊達ではなく、メルケル在任中の変化という視点で見れば、中国のシェアは 2005 年の 4.4% から 2020 年には 9.4% へ 2

倍以上に拡大している（図）。他の国に目をやれば、EU から去り行く英国は 2005 年の 7.0% から 2020 年には 4.6% へ、フランスも 9.4% から 6.6% へやはりまとまった幅で落ち込んでいる。数字だけを見れば、欧州向けの落ち込みを補完するように中国が浮上しているようにも見える。2014 年まではドイツにとって最大の貿易相手国と言えはフランスであったが、ここから中国を再逆転するのはもう難しそうに見える。なお、よく引き合いに出されるドイツ自動車販売と中国の関係で言えば、図表の通りであり、主要自動車企業の世界販売台数の 3 台に 1 台が中国向けに販売されている。

ちなみに、ドイツは世界最大の経常黒字国および貿易黒字国という枕詞で周知されているが、中国に対してドイツは大きな貿易赤字を背負っている。中国がドイツにとって重要な市場であることは事実だが、逆もまた然りなのである。お互いにとって極めて重要な貿易パートナーと整理するのが適切である。ドイツ車というアイコンがあることでドイツ経済のダメージがクローズアップされやすいが、実はドイツというパートナーを失うこと自体、中国にとっても大きな市場を失うことを意味する。

対中人権外交、かつてはメルケル首相も挫折

そもそも人権重視を標榜しながら中国と親密に付き合うメルケル政権のやり方には批判が付いて回っ



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		BMW
		アウディ		
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

たのも事実である。今の国際社会の状況を踏まえれば、ドイツは改心して、あるべき西側諸国の所作に落ち着くことが求められるのは確かである。但し、その際に直面する経済的損失を目の当たりにしてもそれが貫けるのか。独中関係の修正は「言うは易く行うは難し」の最たるものであるように思える。

かつてメルケル首相も政権初期は人権という価値観から中国と対立したことがあった。有名なダライ・ラマ事件である。2007年9月、メルケル首相はチベットの精神的指導者であるダライ・ラマ法王をベルリンの首相官邸に招き入れ、会談を持った。中国はもちろん、自国の産業界や連立パートナーで親中路線を貫くキリスト教社会同盟（SPD）からも中国との取引に支障をきたすとの理由から猛反対を受けていたが、これを振り切って会談は強行された。ここまではメルケル首相の人道的イメージに合致するものであったと言える。だが、結果として烈火の如く怒った中国から政治・経済上、様々な妨害を受けることになる。例えば中国側がドイツ閣僚の訪中を拒否するなど外交行事をあからさまにキャンセルしたり、在中国駐在員の取り扱いを巡っても嫌がらせを受けるようになったりしたという¹。その後、紆余曲折を経て何とか関係修復に至ったが、その後、メルケル首相はその後ダライ・ラマ法王には二度と会っていない。そのほか中国の機嫌を損ねるような挙動を極力避けるように徹したと言われるようになる。

シュルツ政権が前政権の路線との違いをアピールするために中国との距離感を広げるというのは最も分かりやすい手法であり、国際社会の追い風も踏まえれば、それ自体に違和感はない。既に今年8月にはアジア太平洋地域に向けて戦艦「バイエルン」を出航させ、11月には東京に寄港するという安全保障上の際立った修正を見せているのだから、北京五輪ボイコットも外交政策の連続性としては十分考えられる。ちなみに、ドイツはアジア出航に際し上海への寄港も提案しているが、中国から拒絶されている。つまり、中国からは「中途半端な付き合いは許容しない」というメッセージが出てしまっている。こうした現状を踏まえれば、シュルツ政権が取れる選択肢はもう「反中路線に注力」しかないのかもしれない。

しかし、ことはドイツ経済の浮沈にも直結する話であり、それはEU経済の浮沈にも直結する話でもある。もちろん、ECBの金融政策運営にも影響するだろう。ドイツ首相が振りかざす中国への態度とはそれほどまでに大きな話である。北京五輪ボイコットは中国の面子を潰すのに十分な決断であり、それがドイツから下されれば尚更であろう。結果、中国に深く食い込んでいるドイツ産業界が食らうダメージも相当なものが予見される。シュルツ政権は発足直後からその覚悟が試されようとしている。

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。

¹ 佐藤伸行『世界最強の女帝 メルケルの謎』文春新書