

中期為替相場見通し

2022 年 1 月 31 日

みずほ銀行
市場営業部・金融市場部

目次

【見通しの概要】	P.2
----------	-----

◆ ドル/円相場の見通し～ドル安でも円安は続く可能性～

世界経済の現状と展望～再現されそうな「日本回避」～	P.3
日本経済の現状と展望～「市場の声」は政治に届くか。「悪い円安」放置のリスク	P.4
日銀金融政策の現状と展望～「悪い円安」をどう処理するか～	P.6
米金融政策の現状と展望～いつまで株価を無視できるのか～	P.8
メインシナリオへのリスク点検～新興国は正常化を乗り越えられるか～	P.11

◆ ユーロ相場の見通し～「2022 年中に利上げ無し」は修正されるか～

ユーロ圏金融政策の現状と展望～インフレに変化を強いられそうな ECB～	P.14
補論：ショルツ独政権を取り巻く現状と展望～迷走と孤立が際立つドイツ～	P.15

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

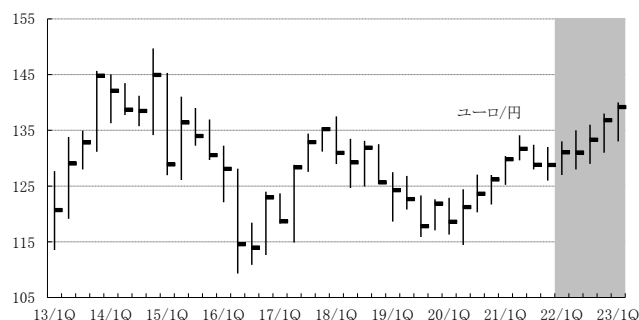
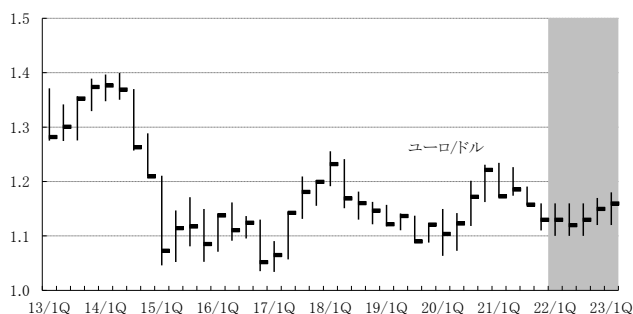
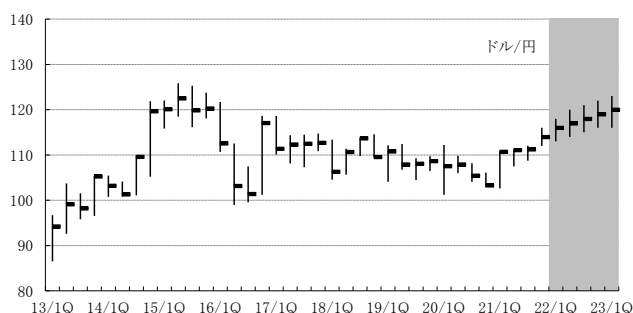
1月のドル/円相場も堅調だった。オミクロン変異株の感染拡大、高止まりする資源価格、タカ派に急旋回するFRB、地政学リスクの高まりなど、金融市場はリスク要因に溢れているが、かつて見られた「リスクオフの円買い」は見られていない。年初、116円台をつけた時、為替市場ではドル高が進んでいたわけではなく、むしろ実効ベースでのドル安が進んでいた。つまり、「ドル売りだが、円も売り」だったのである。本欄では繰り返し議論しているように、円の弱さは今やある程度、日本の弱さを反映していると考えられ、欧米経済が少々失速した程度で円高になるとは考えにくい。安直な行動規制に依存した防疫政策は確実に内外経済格差を拡げており、その構図はどうやら2022年も続きそうである。岸田政権は厳格な行動規制が支持率に直結すると考えている節があるものの、株や為替の動きを見る限り、市場の支持は全く得られていない。注目されるFRBの金融政策に関しては、利上げ着手前からオーバーキルを懸念する空気が充満しており、現時点で4～5回の利上げを当然視する見方に筆者は同意できない。3月利上げを既定路線としても、6月以降はピークアウトする物価情勢を横目にブレーキがかかるのではないかと。また、株価を重視しないとはいえ、米家計部門に及ぼす逆資産効果の存在や住宅投資への影響などを踏まえると、タカ派一辺倒を貫くのも無理筋であり、今が最も金融市場の警戒度が高い時間帯と考えたい。いずれにせよ、日本回避がテーマとして残る中、米金利も上昇するのであれば円安・ドル高の流れは堅いと予想する。

片や、1月のユーロ相場は軟化した。「年内利上げ無し」を既定路線としていたECBの政策運営に関してはタカ派への変化を織り込む余地も生まれており、既に限界まで織り込みが進んでいるとみられるFRBとの比較でユーロが買われる展開は期待できる。現状、臨時増枠の上、年内継続が約束されている拡大資産購入プログラム(APP)だが、早期終了の可能性も念頭に置くべきかと思われる。需給面では世界最大の経常(貿易)黒字もユーロ買いを支えるだろう。しかし、目下懸念されるロシアのウクライナ侵攻という地政学リスクに関してEUは当事者でもあり、これがユーロ相場の重しとなっている感は否めない。基本シナリオとして軍事衝突は回避されるとの見方が大勢であり、その上でECBの正常化プロセスが加速するならば、やはりユーロ相場は予測期間後半にかけて復調すると考えたい。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】

	2022年 1月(実績)	2022年 2～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2023年 1～3月期
ドル/円	113.47 ～ 116.35 (115.45)	113 ～ 118 (116)	114 ～ 120 (117)	115 ～ 121 (118)	116 ～ 122 (119)	116 ～ 123 (120)
ユーロ/ドル	1.1122 ～ 1.1483 (1.1149)	1.10 ～ 1.16 (1.13)	1.10 ～ 1.16 (1.12)	1.10 ～ 1.16 (1.13)	1.12 ～ 1.17 (1.15)	1.12 ～ 1.18 (1.16)
ユーロ/円	128.25 ～ 131.60 (128.68)	127 ～ 133 (131)	128 ～ 135 (131)	129 ～ 136 (133)	131 ～ 138 (137)	133 ～ 140 (139)

(注) 1. 実績の欄は1月31日までで、カッコ内は1月31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～ドル安でも円安は続く可能性～

《世界経済の現状と展望～再現されそうな「日本回避」～》

リスク要因が満載

1月25日、IMFは世界経済見通しの改定を発表している。サブタイトルは『Rising Caseloads, A Disrupted Recovery, and Higher Inflation』と銘打たれ、基本的に現状の問題を羅列する格好である。2022年の実質GDP成長率に関し、前回（2021年10月）予測と比較すると、世界全体では+4.4%と▲

20～23年にかけてのG7および中国の成長率軌道(前年比%)

	2020年	2021年	2022年		2023年	
	実績	推計	10月時点	1月時点	10月時点	1月時点
米国	-3.4	5.6	5.2	4.0	2.2	2.6
ユーロ圏	-6.4	5.2	4.3	3.9	2.0	2.5
ドイツ	-4.6	2.7	4.6	3.8	1.6	2.5
フランス	-8.0	6.7	3.9	3.5	1.8	1.8
イタリア	-8.9	6.2	4.2	3.8	1.6	2.2
日本	-4.5	1.6	3.2	3.3	1.4	1.8
カナダ	-5.2	4.7	4.9	4.1	2.6	2.8
英国	-9.4	7.2	5.0	4.7	1.9	2.3
中国	2.3	8.1	5.6	4.8	5.3	5.2

(資料)IMF、「World Economic Outlook」(22年1月)

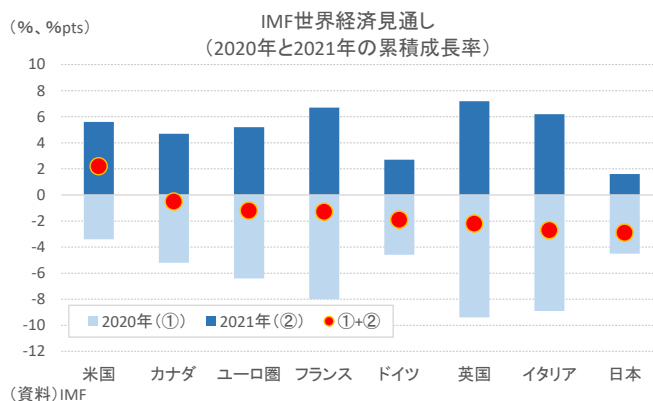
0.5%ポイント引き下げられている。この▲0.5%ポイントの殆どがインフレ高進に苦しむ米国（▲1.2%ポイント引き下げ）とゼロコロナ政策に執心する中国（▲0.8%ポイント引き下げ）の動きで説明される。

このほか感染再拡大が早期に訪れたドイツ（▲0.8%ポイント引き下げ）の落ち込みも目立つ。こうした下方修正を施した上で、リスクバランスはさらに下方へ広がっており、新たな変異株の出現、サプライチェーンの混乱、エネルギー価格の乱高下、賃金上昇、先進国利上げに伴う不安定化（例えば新興国を巡る資本流出問題）など、論点が目白押しである。さらに、ロシアやウクライナ、台湾といった固有名詞の使用こそ避けられているものの、地政学的な緊張（geopolitical tensions）にも言及が見られている。

もはや経済・金融・外交（安全保障）といったあらゆるテーマで火の手が上がっているのが現在の世界経済と見受けられる。かかる状況下、株式や暗号資産など高リスク資産が投げ売りされていることについて違和感はない。問題はそうしてリスクセンチメントが毀損する地合いでは資源価格も需要減退から調整が進むはずだが、そうはなっていないことだ。結局、世界経済が減速しているとはいえ、需給面では「復旧しない供給能力、旺盛な需要動向」という構図が続いているのだと思われる。いずれにせよ、世界経済が落ち着きを取り戻すためにクリアしなければならないリスク要因は山積してしまっている。

日本の上方修正は必然

こうした中、昨年から下方修正を繰り返してきた日本は2022年、2023年ともに上方修正されている。これはG7では唯一の前向きな動きではあるが、あくまで慢性化した行動制限によって2021年の成長率が極端に低くなっていることの反動に過ぎない。比べる対象が低くなれば変化率が高く出るのは必然である。この点、2020年から2021年の成長率（前者は実績値、後者は推計値）を累積して見れば良く分かる（図）。パンデミック下での成長率の累積

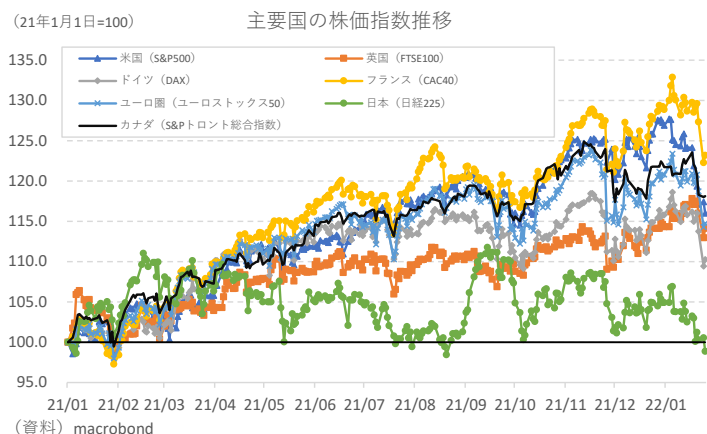


(2020年と2021年の成長率の合計)を見れば、やはり日本経済が精彩を欠いていることは間違いない。

また、欧米経済に関して言えば、既にパンデミック以前（2019 年 10～12 月期）の水準を復元しているため、ここまで乱高下してきた成長率が本来の巡航速度に向けて減速していくのは自然な話でもある。多少のつまずきはあったとしても、未だにパンデミック以前の水準を復元できていない日本経済からすればまだ遠い存在には違いない。それは内外に横たわる金融政策の格差を見れば多くの説明を要しまい。

昨年も 1 月までは良かった

ちなみに昨年も日本は 1 月時点の世界経済見通しで上方修正を経験していた。だが、そこから 4 月・7 月・10 月の改定に際し、世界経済の回復に逆行するように下方修正を重ねた。言うまでもなく緊急事態宣言やまん延防止措置にかかる行動制限の結果である。今回の IMF 見通しは現在、東京都を筆頭とする 34 都道府県で発出されているまん延防止措置の影響は織り込んでいない。よって、2022 年の +3.3% はも



はや下方修正含みであるし、本稿執筆時点で期限とされる 2 月 13 日を超えて延長されれば、下方修正幅も大きくなる。2021 年を振り返れば、春先以降は行動制限の解除に伴って欧米の成長率が復元する一方、日本は行動制限の解除を渋り成長率が沈んでいった。これは先進国の主要株価指数の動きを見れば良く分かる（図）。今や最下位が定位置になってしまった日本の株価指数だが、昨年 4 月頃までは他の先進国と比較しても遜色ない動きをしていた。しかし、欧米が行動制限に踏み切り始めた 4 月以降、明らかに乖離が目立つようになってきている。現状、各国の株価は激しい調整を強いられているが、1 年前の水準を割り込んでいる国は日本しかない。本欄では「他国の失点があったとしてもそれで日本経済の貧相が隠せるような状況にはない」といった旨を繰り返し強調してきたが、株価はそうした現実を突きつけている。

現状、岸田政権は行動規制を筆頭とする厳格な措置が支持率に直結すると考えている節があり、とにかくリスクを回避する「参院選のための管理内閣」という様相にある。そのような予想は外れて欲しいと思うが、現在の内外経済環境を見る限り、2022 年も 2021 年と全く同じことが起きようとしているように見えてならない。こうした基本認識の下、日本株も円も、国際的に選ばれる投資先とは考えられない。

《日本経済の現状と展望～「市場の声」は政治に届くか。「悪い円安」放置のリスク～》

高支持率を背景に行動制限復活へ

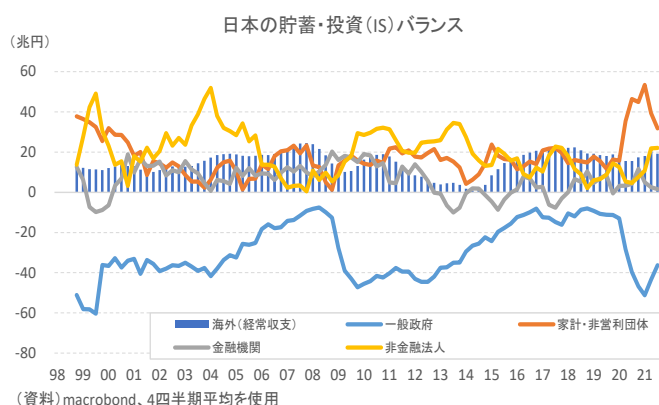
1 月、政府は東京都など 34 都道府県にまん延防止措置の適用を決定している。新規感染者数が増えるが重症者・死亡者は全く増えない中、医療体制で吸収される限りは経済を止めないことが正解というのは誰の目にも明らかだが、日本の新規感染者主義とこれになびく民意は結局何も変わっていなかった。岸田政権発足当初は既に高いワクチン接種率を背景に行動制限に依存しないコロナ対策が打ち出されるとの期待があった。「普通の風邪と見分けがつかない」と言われるオミクロン変異株だからこそ、新しいアプローチは試行される余地があったように思えるが、岸田首相の「やりすぎのほうがまし」との言葉が端的に示すように行動規制の厳格化は政権の志向に沿うもののなのだろう。人流抑制の効果に疑義が呈さ

れても行動制限を要求したり、既に市中感染が広がっても厳格な入国規制を継続したりするのは、それが支持率上昇に寄与することが明白だからであろう。時事通信が1月に行った世論調査では51.7%と過去最高を記録している。政権発足から3か月以上が経過し、目立った実績はない（むしろ先送りが目立つ）が、特筆されるものがあるとすれば、所信表明演説から強調される「コロナ対策＞経済正常化」の優劣関係くらいだろう。今回、一部の自治体からは行動規制の効果を疑問視した上で要請しないという表明も見られ、筆者もそれが合理的と考えるが、現状の世相を考えれば、勇気の要る政治決断と言える。

強制的な貯蓄過剰が続く

昨年、主要先進国の中で日本だけがマイナス成長を断続的に繰り返し、金融市場では株や為替が低調な動きに終わったことは本欄でも繰り返し議論した。昨年の春以降、年の半分を何らかの行動制限と共に過ごしたのだから当然である。成長率の仕上がりはそのまま物価ひいては金融政策の仕上がりに直結し、実質・名目双方のベースで円相場を押し下げた。資源価格が騰勢を強める中、円が減価しているので日本経済の交易損失は当然拡大する。交易損失の拡大は理論上、実質賃金の下落を意味するので家計部門の生活実感は確実に悪くなる。海外から見れば「安い日本」が仕上がりつつあり、昨年、方々でそうした特集が展開されたことは周知の通りである。

世論が行動規制の厳格化を望んでいるとして
も、それが成長率押し下げを通じて「安い日本」
の遠因になってしまっていることを為政者は認
知し、もっと情報発信すべき段階にあると筆者
は考える。現状を見る限り、日本経済は昨年と同じ道を歩んでおり、それは円相場で言えば、「50年ぶりの円安」をさらに下押しする可能性を示唆する。日本経済の貯蓄・投資（IS）バランスは家計・企業（以下民間）部門共に過去に経験の無い水準まで過剰貯蓄が積み上がって



り、政府部門の消費・投資で何とか底割れを防ぐ状況にある（図）。民間部門の消費・投資が盛り上がり
ない状況で物価が上がるはずもなく、金融政策も現状維持が続く。インフレ懸念と共に正常化機運が高まる海外の金融政策とは乖離が大きくなるばかりであり、円安は（とりわけ実質ベースで）進みやすくなる。行動規制は民間部門に貯蓄を強いる政策であるため、この傾向は1～3月期、強まることになる。

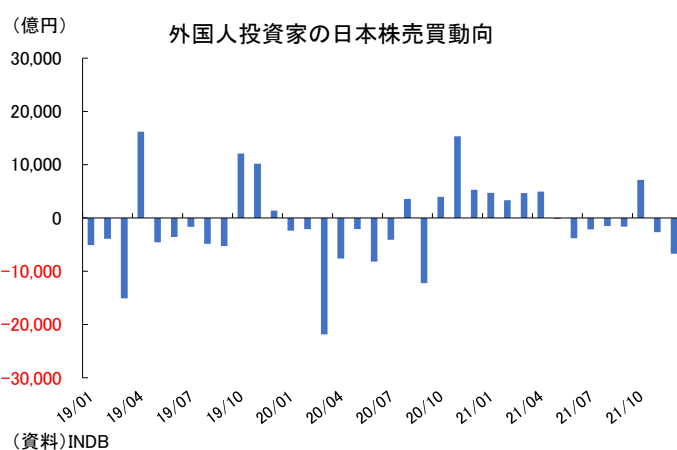
問題は解除タイミング。「市場の声」は聞いて貰えるか

ここまではもう起きてしまったことであり、嘆いても仕方がない。懸念したいリスクはここからである。過去の経験を踏まえれば、問題は発令よりも解除のタイミングだ。解除時は楽観ムードが強く忘れられがちだが、規制されても解除判断が迅速ならば被害は限定される。昨年は日本のワクチン接種率が猛烈なペースで上昇し、米国のそれを抜き去るという動きが認められながらも、緊急事態宣言の延長が漫然と繰り返された。夏場に至るまでは五輪開催を前に緩めることができないという見方もあった（結局、五輪開催中も緊急事態宣言だった）。

今年は7月に参院選を控え、世論が厳格な規制を支持しているという状況にあり、政治的には早期解

除に至るインセンティブが大きい。もっとも、今回東京都は病床使用率を要請の基準（20%以上で「まん延防止等重点措置」、50%以上で「緊急事態宣言」の発令を要請）として予め示している。解除に際して、本当にこの基準が機械的に適用されるのであれば、かつてのような済し崩し的な延長もないはずであり、予測可能性は高まっているという望みはある。とはいえ、過去 2 年間で散見された無理筋な意思決定を振り返ると「総合的」や「臨機応変」などのワーディングと共に解除を渋る懸念も残る。繰り返しになるが、世論の支持を得る以上、政治はどうしてもそれになびきやすい。

しかし、そうした「コロナ対策＞経済正常化」という政策姿勢に関し、世論は支持しても金融市場は支持していないという現実がある。根拠薄弱な行動規制と共に過剰貯蓄を積み上げる日本経済に投資する理由は乏しく、実際、行動規制が慢性化し始めた昨年 4 月以降、外国人投資家の日本株買いが見られなくなっている。ドル安が進んでも円高にならない昨今の背景にはこうした株式投資を巡るフローも関係しているのではないかと「聞く力」



を自負する岸田首相にこうした「市場の声」が届くのかどうか。株や為替の動きが日本経済に与えるダメージがクローズアップされてくれば、「やり過ぎの方がまし」という現在のコロナ対策の基本姿勢も修正される余地はあるかもしれないが、そうならない場合、日本経済の地盤沈下と共に一方的な名目・実質、双方のベースで円安が進むことになる。円安シナリオを見込む本欄の想定を超え、円が減価していくリスクは現在の政治・社会情勢を見ていると否めない展開と言える。

《日銀金融政策の現状と展望～「悪い円安」をどう処理するか～》

物価上昇は一時的との評価

1 月 18 日の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。直前となる 1 月 14 日、ロイターの英語報道において『BOJ debates messaging on eventual rate hike as inflation perks up』と銘打った報道が見られ、消費者物価指数（CPI）が+2%に到達する前にマイナス金利解除（すなわち利上げ）に踏み切る可能性が取りざたされた。同日、ドル/円相場は大幅に下落したが、肝心の日本語報道がこれに続かず、会合前には値を戻していた。一過性の正常化騒ぎで終わりそうである。

注目された展望レポートにおける CPI 見通しはコアベースに関し、2022 年度が+0.9%から+1.1%へと+0.2%ポイント、2023 年度が+1.0%から+1.1%へと+0.1%ポイント引き上げられている。要するに、「2022 年度から 2023 年度へのインフレ加速は無い」という建付けであり、あくまで円安・資源高の流れを汲んだ一時的な騰勢で収束するという整理である。物価見通しのリスク評価が 2014 年 10 月以来で初めて「おおむね上下にバランスしている」と中立に引き上げられてはいるものの、コア CPI の見通しが伸びない以上、金融緩和を手仕舞いする議論にまでは及びにくい。

金利水準について何も約束はされていない

もっとも、ロイター報道に関しては一旦これで片が付いたとしても、日銀の正常化を巡っては今後も観

測が交錯するだろう。現行体制が 2023 年 3 月末で終わり、新体制の人事はアベノミクス路線とは距離がありそうな岸田政権が差配することを踏まえれば、徐々に、しかし確実に従前の路線は転換が志向される可能性もある。2023 年 4 月に段差を伴った正常化プロセスを始めてしまうと市場に混乱をきたしかねないため、地均し作業は 2022 年度中に少しずつ始まってもし不思議ではない。ロイター報道を契機として改めて周知されたように、現行の枠組みでは緩和路線を主張したまま利上げを敢行することが可能である。後述するように、リバーサルレートだと非難されてきた経緯も思えば、「利上げだが、実質的には緩和だ」と主張する可能性もなくはない。

今回の声明文にも示されるように、あくまで日銀は「2%の『物価安定の目標』の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』を継続する。マネタリーベースについては、CPI（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまで、拡大方針を継続する」としか述べていない。要するに、マネタリーベースは拡大方針だが、政策金利の低位安定、ましてマイナス金利を約束しているわけではない。イールドカーブコントロール（YCC）は日銀の推計する均衡イールドカーブに対して現実のイールドカーブを低め誘導することで緩和効果を確保するという枠組みだが、経済・金融情勢が変われば均衡イールドカーブも当然上下動する。ということは、従前と同じ緩和効果を確保するために現実のイールドカーブが上下動することも想定され、その結果がマイナス金利なのかプラス金利なのかは二次的な話でもある。

「悪い円安」を憂うなら正常化は自然

もちろん、過去のトラウマから円高を懸念する声は根強いのは理解できる。しかし、貿易黒字が消滅し、経済・金融情勢について内外格差が著しく拡大している今ならば円高余地は限定されるはずである。そもそも資源高の最中で「悪い円安」が社会問題化しそうな雰囲気を思えば、多少の円高は日本経済にとって容認可能という考え方もある。仮に円安是正を念頭に置いた場合、普通に考えれば金利を引き上げようとするだろう。「マイナス金利を放置したまま通貨安を懸念する」というのは悪い冗談である。もちろん、日銀の一手だけで変動為替相場の潮流が変わるとは思えないが、本当に通貨安を抑止したいと考えた場合、筋論として日銀がマイナス金利を解除するというステップは自然に入ってくる。なお、黒田総裁は「利上げとか、現在の緩和的な金融政策を変更することは全く考えていないし、議論もしていない」と一蹴しているが、マイナス金利に関して言えば、2016 年 1 月に導入される直前までその可能性を否定していたのだから額面通り受け止めるのも危ういと言わざるを得ない。

仮に日銀が何らかの正常化を検討するならば、FRB が極端にタカ派に傾斜している現状は最適の環境と考えられるが、既にその姿勢にはオーバーキル懸念も漂い始めている。とすれば、年内を千載一遇の好機として正常化プロセスの議論を緩やかに探ることは合理的に思える。具体的な手順を検討するには気が早い、初手はいきなり利上げではなく、常々噂されては消えてきた YCC における操作対象年限の短期化（10 年→5 年）を通じてイールドカーブを立たせる作業などが予想される。どこの中銀でも総裁退任に合わせて花道利上げ論は出やすいが、日銀の場合、花道利上げ論よりもマイナス金利解除（利上げ）が新体制の旗印として使われる可能性が考えられる。

上述したように、YCC の枠組みでは金利水準を修正すること自体は緩和姿勢の修正に該当しない。これまで経済・金融情勢を毀損する低過ぎる政策金利（リバーサルレート）だと揶揄されてきた経緯を踏まえれば、操作対象年限の短期化もマイナス金利解除も、「むしろ追加緩和だ」と強弁してくる可能性もあ

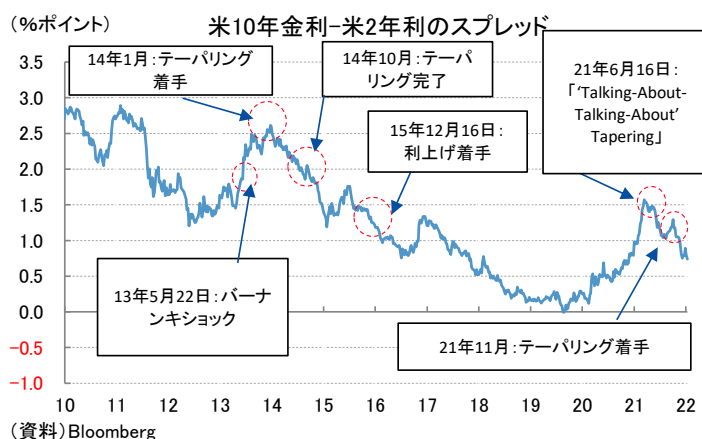
る。現に、特別当座預金制度など、マイナス金利の弊害を緩和するための措置を打っているのだから根本的にマイナス金利が撤回されるのは論理的な対応である。いずれにせよポスト黒田体制を見据えた正常化議論は年内、日本市場の争点となりそうである。

《米金融政策の現状と展望～いつまで株価を無視できるのか～》

タカ派色、薄まらず

注目された1月のFOMCは声明文に「it will soon be appropriate to raise the target range for the federal funds rate」との文言が挿入され、実質的に3月利上げが予告された格好となった。パウエルFRB議長会見でも「3月会合で利上げに適切な条件が整うと想定している」と明言している。もっとも、市場が注目しているのは利上げの有無ではなく幅であった。この点、3月利上げに関し、25bpsではなく50bpsかどうかを質す記者は現れたが、「決めていない。前回の利上げ局面よりインフレは高く、労働市場は逼迫している」と返している。市場にとっては「50bpsであることが否定されず」と受け止めた向きも多かったと言える。また、それ以外の質疑でも賃金や物価の騰勢を警戒する発言が繰り返され、「どちらかと言えばタカ派」との受け止めが優勢となり、株価は下がっている。注目されるバランスシートの縮小（いわゆるQT）も、次回以降のFOMCで議論を深掘りしていくことが明言されている。順当に行けば6月ないし7月のFOMCで決断される公算が大きいだろう。

一方、ここにきて大荒れとなっている株式市場に対しては特段の配慮も示されることはなかった。総じて「タカ派、薄まらず」という印象は強く、米10年金利は1.9%付近まで上昇し、カーブのフラットニングは一段と進んでいる。為替市場では素直に米金利とドルの相互連関的な上昇が見られる。10年-2年スプレッドは70bpsを切っており、これは既に4回の利上げが済んでいた2017年10～12月期の平均と同程度である。金融市場は当時とは比較にならないほど景気のオーバーキルを警戒している（図）。



株価を気にしないとしても限度がある

なお、1月24日にはホワイトハウスのサキ大統領報道官が記者会見で「一つの指標にこだわることはない。前任者（のトランプ前大統領）と異なり、経済を判断する手段として株式市場を見ていない」と市場参加者を突き放すような発言をしたことが話題になった。真偽はさておき、パウエル議長は再任指名と引き換えにインフレファイターに転じたと見る向きは多く、再任された時期（11月中旬）と発言が急旋回し始めた時期（11月下旬）の並びを見る限り、信ぴょう性はある。仮に政治的な付度からタカ派姿勢を強めているのだとすれば、報道官が紹介したようなバイデン大統領の株価への姿勢はパウエル議長のそれにも重なるのだろう。しかし、その姿勢にも限度はあるのではないかな。

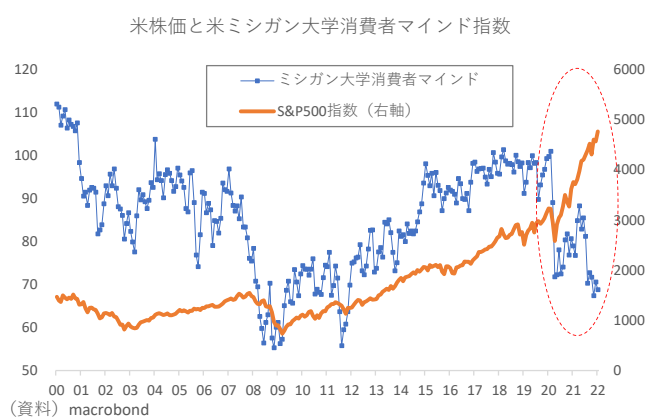
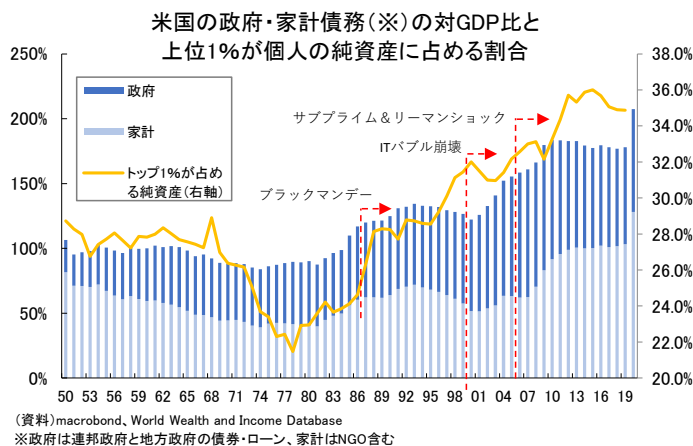
確かに、パンデミック下の株高が局所的な富の偏在を招いたという批判は事実でありバイデン政権の問題意識がその点にあることも理解できる。この構図は今回に限らず危機の度に強まってきた（右図・上）。富裕層に対する増税を掲げ、格差是正を謳いながら生まれたバイデン政権にとって、金融引き締めによって株価とインフレを抑制することは明らかに正義である。だが、そうは言っても米国の家計金融資産の40%程度が株式という実情を踏まえると

（※2021年7～9月期時点で家計の直接・間接保有分を合計）、株価下落と逆資産効果の関係を無視し続けるのも困難に思える。ここまで米消費者マインド指数は株価に連動せず（右図・下）、インフレと共に悪化してきたが、今後、株価下落の影響が混入してくる可能性はないのか。歴史的に株価と消費者心理は正の相関関係があることを蔑ろにするのは危険である。

株価の水準がどこまで落ち込めばそうした論点が注目されるのか不透明であるが、やはりポイントはいールドカーブの形状だろう。議事要旨を見る限り、FOMCは株価の水準に特段の配慮を示していないものの、いールドカーブの形状は気にかけている。本稿執筆時点で年内の利上げ織り込みは5回に接近するが、そこまでやれば高確率で年内に逆いールドが市場で取りざたされるだろう。その状況に至っても尚、FOMCメンバーが満場一致でタカ派姿勢を堅持できるとは思えず、オーバーキルを懸念する声は次第に強まるはずである。もっとも、それでインフレに対するバイデン・パウエル共闘姿勢が後退するのかわ定かではないが、現時点で4回や5回の利上げを当然視する風潮には筆者は賛同できない。例えば、中間選挙後の12月FOMCでも利上げ姿勢は堅持されるだろうか。本欄では引き続き利上げ予想回数は3回とし、これを前提に為替見通しを策定したい。

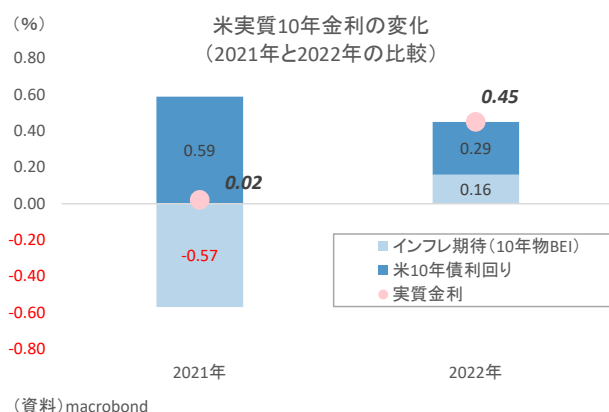
著しい米実質金利上昇

FRBの正常化プロセスへの期待が米金利の景色を変え始めている。ちょうど1年前も米金利上昇局面にあったが、当時はインフレ期待も押し上げられる中での名目金利上昇であり、結果、実質金利（名目金利-インフレ期待）は穏当な動きにとどまっていた。例えば2021年は米10年債利回り（以下単に名目10年金利）と10年物ブレイク・イーブン・インフレ率（以下単にインフレ期待）が共に約+0.60%ポイントずつ上昇し、実質10年金利の上昇は+0.02%ポイントと概ね横ばいだった（次頁図）。しかし、2022年



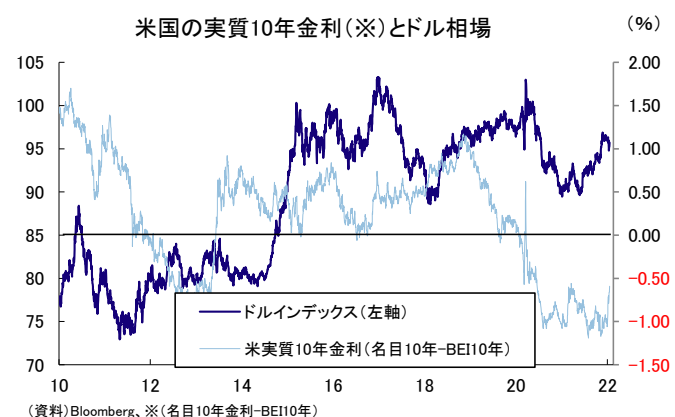
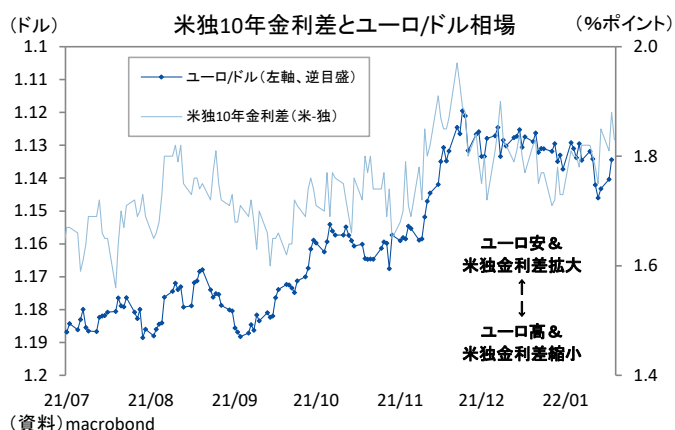
初頭からの約 1 か月間を見れば、名目 10 年金利が約+0.29%ポイント上昇したのに対し、インフレ期待は約▲0.16%ポイント下がっており、実質 10 年金利は約+0.45%ポイントも上昇している。金融政策の影響を色濃く受ける名目 2 年金利も約 2 年ぶりに 1.00%に乗せており、米債市場における利上げ織り込みは着実に進んでいる。

これまで実質金利の低位安定は米株高を説明する大きな理由の 1 つだったゆえに、米株価の動揺は頷けるものがある。そもそも名目金利の上昇にインフレ期待がついてこないのは「利上げを受けて实体经济は失速する」とオーバーキルを懸念する市場参加者が多いからであり、景気先行指標としての株価が下押しされるのは自然である。今後 3 か月で最大の注目点は、インフレ率が恐らくピークアウトしてくる今春以降、そうした市場の懸念になびく格好で正常化プロセスにブレーキがかかるかどうかである。可能性は決して低いとは言えない。



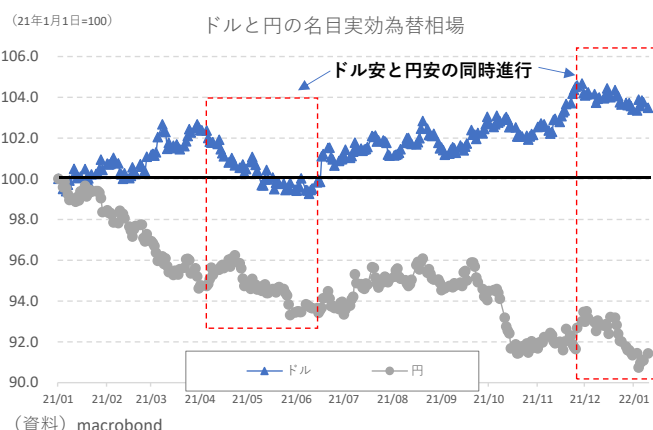
金利上昇は世界的な機運。ドイツ 10 年金利は 3 年ぶりにプラス

こうした米国の金利やインフレ期待の動きが為替見通しにどのような影響を及ぼすか。米国の名目金利上昇が激しい割にドル相場（ここではドルインデックスを使用）が年初来で堅調なわけではない。既に最低 4 回の利上げが織り込まれる中、米金利をテーマにドル高が進むことについて限界が近づいている可能性もある。また、実質および名目金利ほどドル相場に勢いが感じられないもう 1 つの理由は、金利上昇自体が世界的な機運であることも関係しているのではない。例えばユーロ圏では 1 月、ドイツ 10 年金利が 2019 年 5 月以来のプラス圏に浮上した。足許ではやや軟化しているものの、米独 10 年金利差と安定した関係にあるユーロ/ドル相場は年初来から堅調であり、これが実効ベースでドル相場の上値を押さえている部分もありそうである。もっとも、ユーロ圏はロシアのウクライナ侵攻という地政学リスクの当事者でもあり、当面は金利上昇だけで買い進められるのも難しい印象もある。歴史を振り返れば、実質金利とドル相場に確固たる関係があったとは言えないが、基本的には順相関ではある（図・下）。実質金利上昇が続く限りにおいて、ドル相場が大崩れする展開は基本的には考えにくいと見ておきたい。



とはいえ、ドル/円の話は別

肝心のドル/円相場への影響はどうか。日本 10 年金利も確かに上げ基調にはあるが、YCC の操作対象として 0.20% 程度でキャップがかけられている以上、米独金利差とユーロ/ドル相場の関係のようにはいかない。昨年来の為替市場動向を見る限り、金融市場全体でドル安が進んでも、それが円買いに直結するとは限らない。昨今の日本の政治・経済情勢の立ち遅れを思えば、「ドル売りだが、円も売り」という事象は十分想定される。これは昨年来、散見されている相場つきである。例えば 12 月以降もドル/円相場は概ね堅



調だったので、ドル高が続いていたと感じる日本人は多いのではないかと。しかし、現実には名目実効ドル相場が緩やかに下落していた。つまり、「ドル売りだが、円も売り」だったのである (図)。

既に繰り返し議論しているように、円の弱さは今やある程度、日本の弱さを反映している部分もあり、再び行動規制に入る日本とこれを解除する欧米というコントラストが 2021 年に引き続いてクローズアップされそうな様相である。足許で際立っている米実質金利上昇はリスク資産価格にとって大きな懸念材料だが、ドル/円相場見通しに修正を迫るものではないと考える。

《メインシナリオへのリスク点検～新興国は正常化を乗り越えられるか～》

2022 年、「より不透明 (more uncertain)」なのは新興国

1 月 10 日、IMF は『Emerging Economies Must Prepare for Fed Policy Tightening』と題したブログを掲載している。米国を筆頭とする先進国の中央銀行による正常化プロセスが新興国からの資本流出を促し、これに伴って発生する通貨安やインフレ、そして（望まぬ利上げに伴う）景気停滞が到来する可能性が警告されている。こうした論点は過去の本欄でも繰り返し、世界が正常化に向かう過程で発生する「成長痛」と表現しながら議論した経緯がある。2022 年は多くの市場参加者にとって FRB の利上げやその先にあるバランスシート縮小（いわゆる QT）が焦点にならざるを得ないが、国際資本移動が活発化された今日、FRB の正常化プロセスは世界の資本コスト押し上げを通じて世界、とりわけ対外経済部門が脆弱な新興国を巻き込むことが懸念される。

今回、IMF が新興国の見通しに関して「より不透明 (more uncertain)」と形容しているのは大袈裟ではない。現状、多くの新興国はインフレ率および公的債務の高止まりに直面しているが、この点についても「新興国の政府債務残高は 2019 年以降、2021 年末までに名目 GDP 比で 10% ポイントも押し上げられ 64% に上ると推計される」と述べられている。もっとも、そうした政府部門の債務負担増は先進国も同様であり（次頁図）、新興国だけが突出して膨らんでいるわけではない。問題はそのような政府部門の

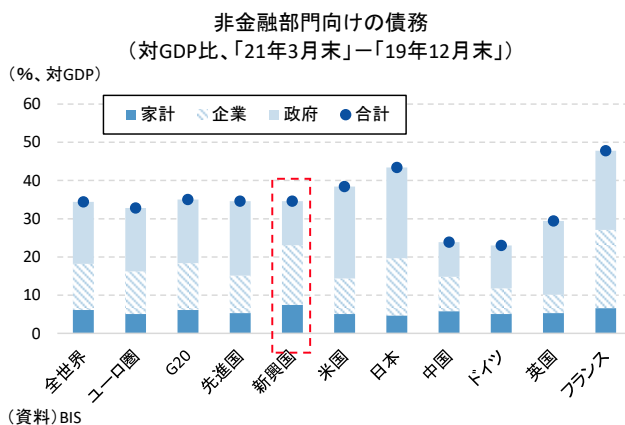
負担と引き換えに実体経済が押し上げられているわけではなく、例えば米国と比べれば景気も労働市場も勢いを欠いているという点にある。そうした成長率の劣後は先進国に比べて新興国の医療体制が脆弱で、ワクチンの調達・接種状況も劣後しているという防疫政策上の問題点にも起因していると考えられ、早晩解決しそうにないことも問題である。ちなみに図示されるように、政府部門の債務増加に関して言えば、日本は全世界的に見ても非常に大きい（GDP比で+24%ポイント）ことが分かる。「政府部門の負担の割に成長していない」という意味で日本は新興国と似たような課題を抱えている。足許の円独歩安の背景にはこうした実情があると筆者は考えている。

話を新興国に戻せば、FRBの利上げは始まっておらず、多くの国にとってドル調達コストはまだ低位安定している。だが、インフレ率や自国通貨安に伴って外貨調達に支障が出ることを恐れブラジルやロシア、南アフリカのように早くも利上げに踏み切る国は現れている。あくまで自己防衛的な利上げだが、それ自体が景気を傷つける政策運営でもあり、長く続けられないことは明らかである。

脆弱な新興国群「BEAST」

IMFのメインシナリオはあくまで軟着陸である。年後半にかけて供給制約が緩むことに加え、各国で拡張財政の巻き戻しが需要を抑制する展開も予想されるため、インフレ率は減速が既定路線として見込まれている。確かにFRBの利上げは調達コストを押し上げるが、あくまで「市場との対話」で形成されたコンセンサスを逸脱しない程度であれば、新興国の混乱も限定されるというのが「歴史（history）」だとIMFは論じている。米金利上昇に伴って新興国通貨が売られることは免れないとしても、通貨安による競争力改善と好調な外需も相まって景気減速は和らぐとIMFは指摘する。

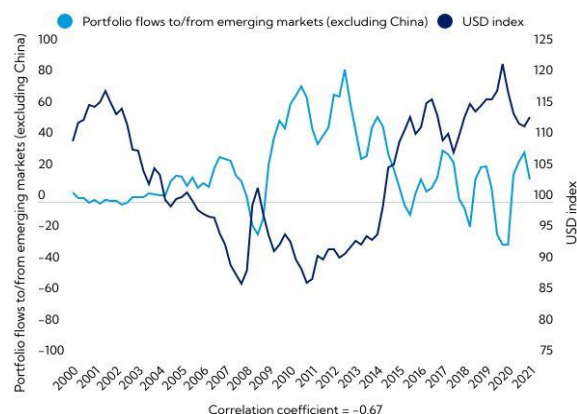
しかし、リスクにも言及がある。結局のところ、インフレの先行きは供給制約や感染状況の先行きに依存しているという意味で不透明である。現状では一応上手く進んでいる「市場との対話」に沿って年3～4回の利上げで済めばショックは限定されるだろう。しかし、よりハイペースでの利上げが必要になればその限りではない。米金利上昇やこれに伴うドル高が新興国からの資本流出と安定した関係にあることは右図を用いて強調されている。この際、政府債務残高や経常赤字が大きく、政情が不安定な国から順に狙われるのが常であり、これらの観点から脆弱性の大きそうな国としてBEAST（ブラジル・エジプト・アルゼンチン・南アフリカ・トルコ）なるフレーズも現れている。現に、これらの国



Foreign-exchange complications

Capital flows to emerging economies historically have weakened when the US dollar appreciated relative to other major currencies.

(Dollar Index, investment flows to emerging markets in billion US\$)



Source: Datastream and IMF staff calculations.
Note: Federal Reserve Nominal Broad Dollar Index, average of daily values (Jan 2006 = 100). Higher values signal appreciation.

IMF

の通貨は過去の正常化局面でも荒れることが多かった。

「潜在的な発作」を警告

もちろん、資本流出や通貨安、結果としてのインフレに見舞われた新興国は利上げや自国通貨買い為替介入、財政支出削減などの対策を講じることが予想される。しかし、そうした財政・金融上の引き締め政策は通貨安やインフレを抑制する一方、内需の勢いを削ぐものでもある。結局、FRB の正常化に伴い生じる混乱に関し、放置しても対応しても相応のコストを伴うという「難しいトレードオフ (difficult tradeoffs)」に新興国は陥るリスクがある。このトレードオフに対し IMF は「明確で一貫性のある政策計画を提示することで市井の人々の理解が得られ、物価安定に寄与する」と対話の重要性を説くが、現実的には FRB が想定以上に正常化プロセスのアクセルを踏み込めば、新興国中銀の情報発信などは殆ど市場で聞いて貰えない公算は大きい。

より具体的には、外貨建て債務については為替ヘッジを推奨し、借り換えリスク抑制のために債務の長期化を推奨するなど基本的な財務上の提案も IMF は言及しており、こちらの方が堅実な対応と言えそうである。また、パンデミック以前から企業部門の債務が大きく、不良債権残高も高い新興国では、今後、資金調達環境が厳しくなることに備え、破綻に関する枠組みなども備えておくべきだと述べられている。実際のところ、新興国通貨売りなど為替市場に起因するショックは急性的であり、地道な方策を今から進めることが最終的に報われやすいというのは事実だろう。

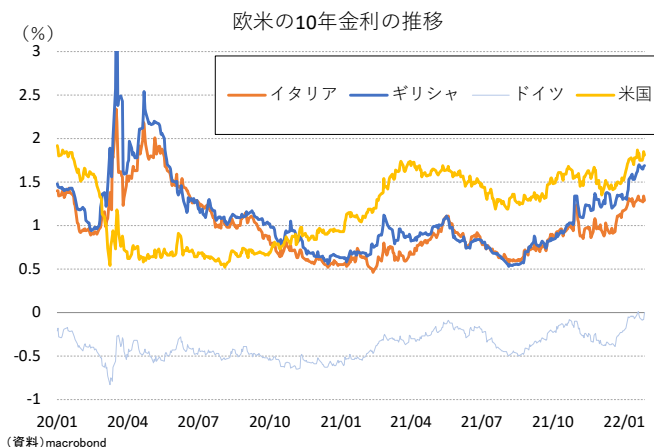
ブログの最後の一文では新興国に対し「経済混乱に伴う潜在的な発作 (potential bouts of economic turbulence)」に備えよと締めくくられており、利上げ前の現在を「嵐の前の静けさ」として、今回の情報発信がなされたことが良く分かる。なお、「FRB の正常化プロセス→新興国の混乱」が激化した場合、FRB の正常化プロセスの遅延という格好でフィードバックしてくる可能性も考えられ、そこまで考えれば新興国に現在懸念されるリスクは先進国にとっても大いに関係のある話だと言って差し支えない。

◆ ユーロ相場の見通し～「2022 年中に利上げ無し」は修正されるか～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望～インフレに変化を強いられそうな ECB～》

域内金利は着実に上昇

1 月は ECB 政策理事会の開催はなかったものの、「2022 年中に利上げなし」という既定路線に揺らぎも見られた。米国金利が名目および実質ベースで上昇し、株を筆頭とするリスク資産価格の動揺が続く中、欧州もこの流れに抗えない雰囲気が強まっている。1 月中旬には約 3 年ぶりにドイツ 10 年金利がプラス圏に復帰する動きが注目されたが、ドイツに限らず域内金利はコロナ以前の水準まで押し上げられており、これが対米金利差の拡大を抑止し、対ドルでのユーロ相場の堅調に寄与している印象は



ある。そうした折、1 月 16 日に発表されたドイツ 12 月生産者物価指数 (PPI) は前年比+24.2%と市場予想の中心 (同+19.4%) を大きく超え、過去最高の上昇率となった。依然「エネルギー価格主導で一時的」との見立ては多いが、原油価格は高止まりしており、その理屈も徐々に苦しくなっている。

ラガルド ECB 総裁は「年内利上げ無し」の修正に含みも

なお、1 月 20 日に公表された ECB 政策理事会議事要旨 (12 月 16 日開催分) によれば、拡大資産購入プログラム (APP) の 4 月以降の増額については、インフレ動向次第では買入れ規模の縮小や予定よりも早期の終了を検討す

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。

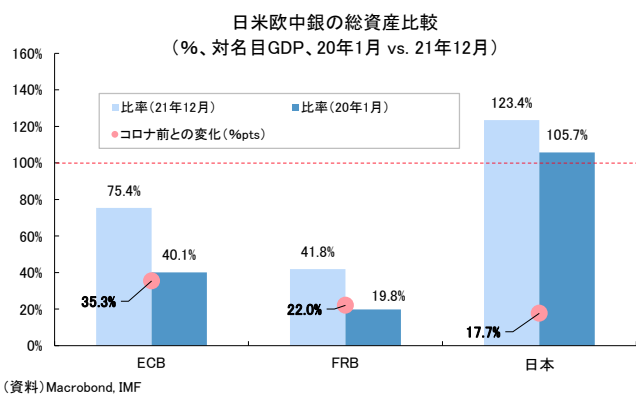
るなどの柔軟性が必要という意見も見られ、2022 年中の資産購入継続を約束するような情報発信は避けるべきとの議論も交わされている。また、議事要旨公表と同日にはラガルド ECB 総裁がフランスのラジオ局のインタビューに対し行った発言も報じられた。あくまで FRB と ECB では置かれた状況も異なるため、FRB のタカ派路線に追随する必要はないという点が強調されたが、12 月スタッフ見通しで示される 2024 年までのユーロ圏消費者物価指数 (HICP) は平均すれば+2%を突破している (表)。解釈次第では物価の安定 (というよりも上振れ) が認められ、引き締め的な措置が決断される可能性が無いとは言えないだろう。実際、ラガルド総裁も「数値やデータ、事実を踏まえて必要となれば金融政策措置で対応する用意がある」と述べており、「年内利上げ無し」と断言してきた路線が絶対ではないことも感じさせる。

2 月政策理事会は様子見を強調

こうした中、年内の ECB 政策理事会はどのように動くだろうか。引き締めが完全に既定路線化している FRB に対し、ECB は修正余地も大きそうであり、思索を巡らせる必要を感じる。上で見たように、現

状の基本姿勢は「インフレは一時的」と「FRB に合わせる理由は無い」がアピールポイントになっており、正常化を急ぐつもりはなさそうである。あくまで 12 月に決めたばかりの 3 月のパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) 終了と 4 月以降の APP 増額を持ち上げ、必要な措置は済んでいることを強調するのが基本だろう。とはいえ、世界的にインフレ加速が続く以上、もはや「量」の面で緩和を続けること自体が時代錯誤という風潮にもなりつつある。例えば、年内継続予定の APP に関し、4～6 月期以降に約束されている臨時増額は果たして実現するのか。上述した議事要旨で見ると、それは決して約束された未来ではないように見受けられる。現状のフォワードガイダンスは「利上げを始める直前まで (shortly before we start raising the key ECB interest rates)」と資産購入終了から程なくして利上げが到来することになっているため、一足飛びに APP 打ち切りという判断は躊躇されるのだろう。しかし、月間 200 億ユーロの定例ペースで買い入れを継続するのであれば、それで十分という路線変更くらいはあるかもしれない。とすれば、ECB が取るべき「次の一手」は APP 終了を視野に収めつつ、「量が終わってから、『しばらくは (例えば for some time など)』は金利を据え置く」とある程度利上げまでのリードタイムを確保するという手などはあり得る。

いずれにせよ「インフレは一時的 (だから現状維持)」という紋切型の回答だけで市場を手なずけるのは難しくなっており、2 月政策理事会の会見ではもう一段、タカ派色を濃くした情報発信が必要になるように思える。さもなければ催促するように国債利回りが騰勢を強め、それ自体が実体経済を毀損するリスクも浮上しかねない。少なくとも ECB は金額ベースでも、GDP 比ベースでも、パンデミック下で最も緩和を拡大した中央銀行であり (図)、量的緩和に関し、月間購入額というフロー面で打ち切っても、バランスシート規模というストック面の効果を強弁することでタカ派に傾斜する展開は十分考えられる。



《補論: ショルツ独政権を取り巻く現状と展望～迷走と孤立が際立つドイツ～》

「逃げ腰」が露わになるショルツ政権

金融市場は FRB の正常化プロセスに関する懸念に加え、ロシアのウクライナ侵攻という深刻な地政学リスクが浮上している。米国がウクライナ周辺の東欧地域に米軍を派遣し、北大西洋条約機構 (NATO) 軍に加わる方針が報じられるなど、文字通り、一触即発の空気が充満している。

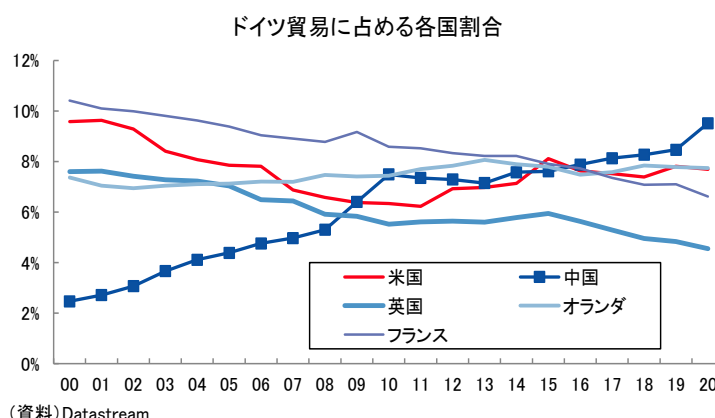
かかる状況下、難しい立場に追い込まれているのがドイツである。過去の本欄でも議論したように、ショルツ政権は 16 年間に及んだメルケル政権との差異を強調するために発足当初から中国やロシアといった国々と距離を置く方針を強調している。だが実際はロシアのウクライナ侵攻に対して米国を中心とする同盟諸国の大半がウクライナ支援に回る一方、ドイツのロシアを利するような立ち位置が批判を浴びる現状がある。1 月 24 日の米 WSJ 紙は『Is Germany a Reliable American Ally? Nein Berlin goes its own way, prizing cheap gas, car exports to China, and keeping Putin calm (ドイツは信頼できる米同盟国ではない～安価なガスと中国向け自動車輸出、プーチン氏を怒らせないことを最優先する国～)』と題し、露骨に批判報道を展開している。これは米国政府の本音に近いと推測される。

こうした批判には根拠がある。ドイツはウクライナへの武器供与を拒否し、これをウクライナ政府が批判するという応酬が見られている。また、英国がウクライナに対して武器供与するにあたっても本来の最短ルートであるドイツ領空の通過は避け、敢えて迂回ルートが取られたことも注目されている。英国防省は武器空輸に際し、ドイツに領空通過の許可を求めなかったことを認めている。英国防省はドイツの立場も慮っているのか、大事（おおごと）としては言及していないが、表立って許可を求めれば事態が複雑化することを察したというのが実情と推測される。「Yes か、No か」で立場を求めればドイツが苦しむのは目に見えており、そのこと自体がロシアを利する行為であることも明らかであったということだろう。現状、ショルツ政権は完工したばかりのパイプライン「ノルドストリーム 2」の使用に関し、関連企業の法令順守基準がクリアされるまでは認可しない方針を明示し、これがロシアとの関係を悪化させている。国内の電力事情が逼迫する状況下、「これ以上、ロシアと揉め事を増やしたくない」というのがショルツ政権の本音と見受けられる。既に 2022 年のドイツの電気料金が前年比で+60%以上上昇するとされる中、自らの決断で石炭火力発電と原子力発電を廃棄しており、消去法的にノルドストリーム 2 を介した天然ガスの安定供給に依存せざるを得ない。

しかし、そうして自前のエネルギー政策に拘った結果が安全保障上のリスクとして顕現化しつつあり、これこそが米国が最も危惧した展開であった。今の有事におけるショルツ政権の態度は「逃げ腰」そのものであり、同盟国としての信頼を毀損する行為と映り、上で紹介したような WSJ 紙の論説に繋がっていく。「信頼を築くのにには時間がかかるが、壊れるのは一瞬」という事実をショルツ政権は体現しているようにも見える。ちなみに 1 月 21 日には、ドイツ海軍トップ（シェーンバッハ中将）が講演においてロシアのウクライナ侵攻の可能性を一蹴した上で「（プーチン大統領が）本当に求めているのは敬意で、それを与えるのは簡単なことだし、おそらくあの人は敬意を払うに値する」とロシアに寄り添うような発言をしている。また、2014 年にロシアが併合したクリミア半島については「あそこはもう失われた、もう二度と戻ってこない」とも述べている。諸外国が想像するドイツのロシアに対する本音が露骨に確認された格好である。当然、ウクライナはこうした言動に猛抗議し、同氏は海軍トップを辞任している。

隣国を救えないドイツ

対ロシア関係だけではなく、対中関係でもショルツ政権の挙動は危ういものであり、発足当初の強気は陰りが見られる。周知の通り、ショルツ政権は政策綱領で中国の専制主義に厳格な姿勢で臨むことを表明し、メルケル政権最大のレガシーである親中路線と決別する意欲を示している。ベーアボッグ外相からはいち早く「北京五輪に絶対に行かない」などの発言も見られている。しかし、政治・外交的な発言はともかく、メルケル時代で倍以上に拡大したドイツ貿易に占める対中貿易のシェア（貿易総額の約 10%）を踏まえれば、中国との経済関係は容易に切れるものではない（図）。発足当初から指摘された話だけに、「やはりそうか」以外の感想しかない。



既に、経済面での緊密さゆえに、政治・外交面の場において中国に対する厳格路線を貫けない現実が見え隠れしている。今、注目されるのはリトアニア問題だ。昨年来、断続的に報じられているように、ユーロ圏でバルト三国の一角である小国リトアニアが外交において中国を突き放し、台湾に接近する動きを隠さなくなっている。リトアニアの反中姿勢の背景には様々な理由が指摘されるが、旧ソ連の圧政に耐えかねてきた歴史を踏まえ、人権や民主主義を蔑ろにする中国を支持できないという立場が頻繁に指摘されている。2021年7月、リトアニアは台湾に「台湾代表処」と称する大使館相当の機関を設立した。国家を意味しない「台北」ではなく「台湾」というフレーズを使うことで、中国の求める「ひとつの中国」を認めない姿勢を露わにした。これが両国関係を悪化させる決定打となり、中国は猛反発の上、経済取引上のあらゆる手段を用いてリトアニアに嫌がらせを展開している。小国にもかかわらず中国の脅しに屈しないリトアニアの毅然とした姿勢を支持する声は多い。

しかし、ここでドイツの反中路線が揺らいでいる。昨年12月、中国がドイツの自動車部品大手企業に対しリトアニアで製造する部品の使用を中止するように要求するというニュースがあった。ドイツを梃子に使いリトアニアを屈服させようという戦略である。中国の狙いは「リトアニアからの輸入」に限らず「リトアニアで製造されたもの」であるため、その影響はドイツを中心にEU全域にわたる。中国への厳格路線を掲げたシュルツ政権であれば当然、リトアニアを支持する動きに出るはずだが、そうではなかった。各種報道を見る限り、ドイツ産業界は反中路線を高らかに謳う緑の党党首のベアボッグ外相を諫め、リトアニアに対しても対中関係改善を迫る声が高まっているという。政権の基本姿勢と整合性を取るのであれば「中国に依存しない経営戦略の策定」こそドイツ企業が取るべきオプションだろうが、今の政権自身が毅然とした態度を示せない中、ドイツ企業が率先して中国に抗う道を歩むはずがない。

ちなみに、2007年9月、メルケル前首相が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、会談を持ったことが、中国の逆鱗に触れたことがあった。これにより大きな打撃を受けた産業界からの抗議もあって、メルケル政権は中国との関係修復に心を砕き、その後、ダライ・ラマ法王には二度と会わず、媚中外交とも揶揄される姿勢に転じたと言われる。結局、シュルツ政権も中国の強権的な対応に屈するのだろうか。実利に基づき「民主的だが小さな隣国」よりも「専制的だが大きな遠国」を取るという姿勢はメルケル路線そのものである。

EV普及目標も腰砕け

シュルツ政権の旗印でもあるエネルギー政策についても迷走が目につく。年初の本欄への寄稿『欧州委「原子力と天然ガスは両方グリーン」認定は露骨な妥協策。脱炭素目指すなら日本にも判断の時は来る』でも議論したように、年初、欧州委員会はEU首脳会議の議長国であるフランスが議論を主導するような格好で天然ガスおよび原子力をEUタクソノミー上の「グリーンなエネルギー」として公式認定した。メルケル政権の原発全廃方針を受け継ぐシュルツ政権はこれに反意を示すが、今やEUにおいて原発は少数派であり、欧州委員会の意思決定が覆ることはない。本来、メルケル政権との差異を打ち出すのであれば「原発全廃の否定」によってドイツ家計部門を苦しめるエネルギー価格急騰を解決することが賢明だったように思うが、連立政権樹立にあたって緑の党の力を借りている以上、そうした政策が打てるはずもない。欧州委員会の決定は原発全廃方針を転換する好機だったように思うが、ドイツ政府は「連邦政府として、原子力発電を対象に含めることに改めて反対を明言した。原子力はリスクとコストが高い」と声明文を掲げる始末である。自縄自縛そのものと言わざるを得ない。

また、日本語報道では大きく取り扱いが見られないが、1月17日、ロイターは『German transport minister reverses from 15 mln electric vehicles goal』と題し、ヴォルカー・ウィッシング運輸大臣がEV（電動車）の普及に関し、重要な変節を示したことを報じている。シュルツ政権は発足当初から2030年までのEV普及台数に関しメルケル政権が掲げていた「プラグインハイブリッド車（PHV）を入れて700万～1000万台」との目標を取り下げ、「PHVを含まない完全なEVで1500万台」と大きく引き上げた目標を喧伝していた。だが、上記報道によれば、ウィッシング運輸大臣は独紙ハンデルスブラットが主催した会議の場で「（1500万台目標には）PHVも貢献できる」と述べている。

繰り返される「大言壮語と朝令暮改」

ほかにもシュルツ政権の危うさを示唆する兆候は数多いが、上述してきたロシアや中国に対する厳格路線も、脱炭素に盲従するエネルギー政策も「実現可能性がないことを大言壮語して朝令暮改する」という点で共通しており、政権発足2か月足らずで、かなり大きな論点でそうした姿勢が目立ち始めていることに危うさを感じざるを得ない。もちろん、抱える難題を深く掘り下げればメルケル政権が遺した負債も多く、発足当初から資源価格高騰やロシアのウクライナ侵攻などの事案に見舞われた不幸には同情の余地もある。しかし、「メルケル政権との決別」に拘るがあまり、現実的な目線を失っているという印象も拭えない。性急な戦果を求め過ぎているのかもしれない。

現状のドイツはEU域内外で孤立が目立ち、しかも数少ない「親しい友人」であった中国との間にも陰悪な空気が漂っている。もっとも、難しい対外環境は過去16年間でもあったものであり、それを上手く差配してきたのがメルケル前首相だった。これまで抜群の安定感を誇ってきたドイツだが、ここにきて非常に不安定な環境に追い込まれており、ドイツ自身のみならず、世界中が改めてメルケル前首相の存在感の大きさを思い返すことになっていくのではないかと。

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。