

みずほマーケット・トピック (2017 年 11 月 21 日)

## 欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響

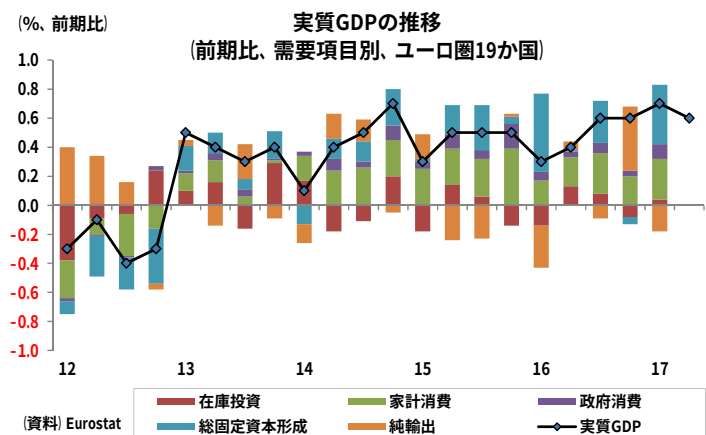
メルケル独首相は不安定な少数与党政権よりも「再選挙の方がよい道だと確信している」と断言。メルケル首相が腹を括っている以上、第二次世界大戦後では初めての再選挙実施の可能性はにわかに高まっている。現状ではドイツ政局の流動化がユーロ圏経済の苦境に直結する懸念は小さい。ユーロ圏経済は巡航速度を優に超えるペースで成長しており、ドイツ政局の流動化がこうしたユーロ圏の堅調な足取りを止めるというほどの蓋然性は高いとは言えない。仮に実施となった場合、2018 年 1～3 月期は独伊 2 大国で総選挙実施という可能性も。ちょうど ECB の拡大資産購入プログラム (APP) の縮小が始まるタイミングと合致することもあり、政局不安を受けて域内金利が意図せず上昇し、堅調な内需に水を差す可能性も懸念。今後も 4～5 年に 1 回、大きな政治イベントがあることを踏まえると、ユーロ圏の経済・金融見通し、特に ECB の政策運営は重要な政治日程と不可分であることを痛感させられる。

### ～再選挙に腹を括っているメルケル独首相～

昨日の為替市場では引き続きドイツにおける 4 党連立協議の決裂が尾を引いており、ユーロ相場が軟調な推移を余儀なくされている。キリスト教民主・社会同盟 (CDU・CSU) が自由民主党 (FDP) による少数与党政権を発足させ、都度協力を仰ぎながら政策を運営していくというシナリオも考えられたが、昨日、独 ARD テレビとのインタビューでメルケル独首相は不安定な少数与党政権について「懐疑的」と述べ、「再選挙の方がよい道だと確信している」と断言している。当面はシュタインマイヤー独大統領の下での交渉に入るが、メルケル首相が腹を括っている以上、第二次世界大戦後では初めての再選挙実施の可能性はにわかに高まっていると言える。最大野党のドイツ社会民主党 (SPD) も再選挙を受けて立つ姿勢であり、当面のユーロ相場は上値が重くならざるを得ないだろう。

### ～ユーロ圏景気自体は極めて堅調～

現状、ドイツ政局の流動化がユーロ圏経済の苦境に直結する懸念は小さい。先週 14 日にはユーロ圏 7～9 月期 GDP (速報値) が公表されており、前期比+0.6%と堅調な結果が示され、18 四半期連続でのプラスとなった (過去最長は 2003 年 4～6 月期からの 20 四半期連続)。4～6 月期の同+0.7%から減速したものの、巡航速度 (潜在成長率は年率+1%程度) を優に超えるペースである。図示されるように (※最新の 7～9 月期の需要項目別成長率は速報段階では未



公表)、家計・企業部門の堅調な内需(家計消費や総固定資本形成)を主軸とする成長であり、この部分だけ捉えれば ECB が正常化プロセスに着手し始めたことは首肯できる。現時点でのドイツ政局流動化がこうしたユーロ圏の堅調な足取りを止めるというほどの蓋然性は高いとは言えない。

## ～2018 年早々に独伊 2 大国で総選挙?～

しかし、再選挙となった場合、メルケル首相の支持率が低下する最中での実施となるため、極右政党である「ドイツのための選択肢 (AfD)」の獲得議席数が増える可能性もある。また、実施となった場合、2018 年 1～3 月期となる公算が大きい。同時期にはイタリアの総選挙が行われる可能性もある。独伊 2 大国が極右政党やポピュリズム政党の躍進を懸念しながら総選挙を行うとなれば、1～3 月期は欧州政治が市場の一大テーマとなる。また、ちょうど ECB の拡大資産購入プログラム (APP) の縮小が始まるタイミングと合致することもあり、政局不安を受けて域内金利が意図せず上昇し、上述したような堅調な内需に水を差す可能性も出てくるだろう。元より景気拡大が歴史的な長期間に及んでいる以上、経済活動は成熟化していると考えるのが自然であり、外的ショックには脆弱な状態になっていると考えられる。当然、混乱が極まれば縮小路線に乗ったばかりの APP が再拡張されることもなくはない。声明文で謳っている以上、機動的に決定が下される可能性は常にある。

## ～政治日程と不可分なユーロ圏見通し～

このように考えてみると、ユーロ圏の経済・金融見通し、特に ECB の政策運営は重要な政治日程と不可分であることを痛感させられる。過去の本欄でも議論したように、例えば ECB が利上げやバランスシートの縮小まで視野に入れるのなら、どんなに短くとも今後 3 年を見越した長期計画になる。

ECB の出口戦略、最速ケース (2017～2020年)

| 時期             | 内容                              |       |
|----------------|---------------------------------|-------|
| 2017年9月        | APPの延長&縮小決定                     |       |
| 2018年1月        | APPの縮小スタート (600億→300億)          | ↑決定事項 |
| 2018年9月        | APPの縮小スタート (300億→150億)          | ↓予想   |
| 2019年3月        | APP廃止?                          |       |
| 2019年9月        | 預金ファシリティ金利の引き上げ (▲0.40%→▲0.30%) |       |
| 2019年12月       | 預金ファシリティ金利の引き上げ (▲0.30%→▲0.20%) |       |
| 2019年3月        | 預金ファシリティ金利の引き上げ (▲0.10%→0%)     |       |
| 2019年6月        | 預金ファシリティ金利の引き上げ (0%→+0.10%)     |       |
| 2019年12月～2020年 | バランスシート縮小へ                      |       |

(資料) 筆者作成

右表に示したケースは全てが上手くいった場合の最速シナリオであり、実際は様々なノイズもあり、2021 年に差し掛かっていても不思議ではない。少なくとも今年総選挙を行ったドイツは (再選挙がなければ) 任期満了である 2021 年には総選挙を行う必要があるし、フランス大統領選挙は 2022 年までに、イタリア総選挙は 2023 年までに行われる可能性がある (当然それぞれ前倒しの可能性はある)。EU やユーロ圏への不満を根絶して、極右・極左・ポピュリズム政党の勢いを根絶しない限り、4～5 年に 1 回、市場は政治リスクに怯えなければならなくなる。足許では循環的な好況も重なり、ECB は運よく正常化プロセスに着手することができたが、本当の正念場は縮小措置が効果を持ってくる来年以降となるように思われる。

国際為替部

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](mailto: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。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                       |
|-------------|--------------------------------------------------|
| 2017年11月20日 | やはり「選挙の年」だった欧州の2017年                             |
| 2017年11月17日 | 週末版                                              |
| 2017年11月15日 | 本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～                    |
| 2017年11月14日 | 一足早い「2017年の為替相場」振り返り                             |
| 2017年11月13日 | 利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～                      |
| 2017年11月10日 | 週末版「円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～」             |
| 2017年11月8日  | 「常識的な論点」から見直したい相場の現状                             |
| 2017年11月7日  | 「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状                           |
| 2017年11月6日  | パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～                         |
| 2017年11月2日  | 週末版「FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～」                   |
| 2017年11月1日  | 日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～                       |
| 2017年10月31日 | メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～                       |
| 2017年10月30日 | ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～                        |
| 2017年10月27日 | 週末版                                              |
| 2017年10月24日 | 「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ                               |
| 2017年10月23日 | 衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～                    |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年9月分）                      |
| 2017年10月20日 | 週末版                                              |
| 2017年10月19日 | 為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～                        |
| 2017年10月18日 | ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～                  |
| 2017年10月17日 | 「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク                             |
| 2017年10月16日 | G20財務相・中央銀行総会議～最後のショイブレ節～                        |
| 2017年10月13日 | 週末版「内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～」              |
| 2017年10月12日 | FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～                       |
| 2017年10月11日 | 円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～                             |
| 2017年10月10日 | 米9月雇用統計を受けて～増信は禁物～                               |
| 2017年10月6日  | 週末版「ECB政策理事会議事要旨（9月7日開催分）～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～」 |
| 2017年10月5日  | 正規雇用の賃金は本当に上がるのか？                                |
| 2017年10月4日  | 好調過ぎる日銀短観に見る危うさ                                  |
| 2017年10月3日  | 「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について                          |
| 2017年10月2日  | カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について                           |
| 2017年9月29日  | 週末版                                              |
| 2017年9月27日  | 次期ECB総裁人事に関する現状整理                                |
| 2017年9月26日  | メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～                       |
| 2017年9月25日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～                     |
| 2017年9月22日  | 週末版                                              |
| 2017年9月21日  | FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～                       |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年8月分）                      |
| 2017年9月20日  | 衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて                    |
| 2017年9月15日  | 週末版                                              |
| 2017年9月14日  | 日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～                    |
| 2017年9月13日  | ユーロ圏金融状況指数（MCI）に見るユーロ高の影響などについて                  |
| 2017年9月12日  | クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～                        |
| 2017年9月11日  | 円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～                   |
| 2017年9月8日   | 週末版「ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～」                     |
| 2017年9月7日   | タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～                     |
| 2017年9月6日   | 追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～                         |
| 2017年9月5日   | ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか？～                     |
| 2017年9月4日   | ユーロ買いに対する現状認識について                                |
| 2017年9月1日   | 週末版                                              |
| 2017年8月30日  | メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～                    |
| 2017年8月29日  | 北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて                                |
| 2017年8月28日  | ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～                      |
| 2017年8月25日  | 週末版                                              |
| 2017年8月23日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年7月分）                      |
| 2017年8月18日  | 週末版「ECB政策理事会議事要旨（7月20日開催分）～強まる為替への問題意識～」         |
| 2017年8月17日  | FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～                       |
| 2017年8月16日  | 17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～                      |
| 2017年8月15日  | 米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～                        |
| 2017年8月14日  | VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整                       |
| 2017年8月10日  | 週末版                                              |
| 2017年8月9日   | 2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて                         |
| 2017年8月8日   | 技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状                            |
| 2017年8月7日   | 米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「賃」～                         |
| 2017年8月4日   | 週末版「ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～」              |
| 2017年8月3日   | フォワードルッキングという幻想②～OECD景気先行指数を通じて～                 |
| 2017年8月2日   | フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～                   |
| 2017年8月1日   | 実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～                      |
| 2017年7月28日  | 週末版「メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～」      |
| 2017年7月27日  | FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～                        |
| 2017年7月26日  | ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～                       |
| 2017年7月25日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年6月分）                      |
| 2017年7月21日  | 週末版「日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～」                  |
| 2017年7月20日  | 最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～                        |
| 2017年7月19日  | ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～                    |
| 2017年7月14日  | 週末版「ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～」              |
| 2017年7月13日  | イエレン議会証言を受けて～花道的正常化は続く模様～                        |
| 2017年7月12日  | EU回帰でドイツは変わるのか？                                  |
| 2017年7月11日  | 正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置                           |
| 2017年7月10日  | 円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～                       |
| 2017年7月7日   | 週末版「ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじった模様～」                  |
| 2017年7月6日   | FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～                           |
| 2017年7月5日   | ECB版テーパ・タントラムの現状と展望                              |
| 2017年7月4日   | ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～                    |
| 2017年7月3日   | 都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～                            |
| 2017年6月30日  | 週末版                                              |
| 2017年6月28日  | ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～                       |
| 2017年6月27日  | メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～                       |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年5月分）                      |
| 2017年6月26日  | ブラットECB理事発言を考える～影響力は侮れず～                         |
| 2017年6月23日  | 週末版                                              |