

みずほマーケット・トピック(2018 年 3 月 15 日)

第 4 次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～

昨日、ドイツ連邦議会は第 4 次メルケル政権の発足を決定した。第二次大戦後では最長となる約半年間の政権空白を経ての樹立となる。新政権の役割についてメルケル首相は「欧州の新たな出発」を掲げているが、その実情は「ポスト・メルケル時代の出発」だろう。実際、メルケル首相もこれを示唆する発言をしており、そのような人選も決めている。メルケル首相を窮地に追いやった移民問題に関しては根本的な解決がなされておらず、敗因はそのままに消去法で指導者が選ばれたというのが実態に近い。当面、メルケル首相の役割はマクロン仏大統領と結託して EU 改革をどの程度進められるかという視点で評価されるだろうが、弱体化したメルケル首相の政治資源を EU 改革に充てることができるのかは甚だ疑問である。いまや、EU 域内は従来の「縦」・「横」の断裂に加え、「斜め」にも断裂が走っており、緩やかながらも遠心力は確実に増している。4 年任期をまっとうできるのかどうかという不安を抱えながらの船出となる。

～ポスト・メルケル時代の始まり～

昨日の為替相場は元より燦々しているトランプ政権主導の保護主義に対する懸念に加え、米 2 月小売売上高の軟化や地政学リスクの高まりを受けて円が対ドルで騰勢を強める動きが見られた。メルケル独首相は一昨日の記者会見において「この一方的な措置が回避できないならば、報復の形でどのように対応できるかを考えなければならない」と述べており、EU として対抗措置を講じる可能性を口にしている。米国と EU という 2 大貿易圏が関税・非関税障壁の応酬で対立した場合、世界の貿易量はやはり縮小方向を余儀なくされるであろう。その余波を受けるのは日本を含め新興・資源国など世界全域に及ぶはずである。まさに「勝者なし」である。

ところで、そのドイツではメルケル首相の再任が昨日可決され、いよいよ第 4 次政権が正式に発足した。昨年 9 月の連邦議会選挙から約半年間の政権空白を経ての樹立であり、この空白期間は第二次大戦後では最長である。しかし、大量の離反者が出たことで過半数ぎりぎりでの選出となっており、求心力下は否めない(過半数 355 票に対し獲得票数は 364 票に止まった)。同選挙に関してはメルケル首相の圧勝が当然視されていたことを踏まえれば、金融市場で材料視こそされていないものの、「欧州政治の年」となった 2017 年最大のサプライズはドイツだったと言える。

新政権の役割についてメルケル首相は「欧州の新たな出発」を掲げているが、その実情は「ポスト・メルケル時代の出発」と考えられる。実際、メルケル首相は閣僚選出にあたって「経験豊富な人物と新しい人物から成る、将来に焦点を当てた顔ぶれを発表することが自身の任務だった」と述べており、例えば自身の政策に批判的な 37 歳のシュパーン財務次官(37 歳)が保健相などに選ばれている。メルケル自身を政治家として見出したコール元首相が持つ最長在任期間(16 年)を目指し走り始めた第 4 次政権だが、その「これで最後」という雰囲気強く醸しだしての船出である。

～敗因はそのまま～

メルケル首相の支持率低下の元凶となったのが、2015 年 8 月にメルケル首相が決めた移民無限受け入れ宣言だった。しかし、移民を巡る問題の所在はあまり変わっていない。2016 年 3 月の EU・トルコ声明で何とか新規流入の増加が抑制されているものの、EU と同国(特にドイツ)の政治関係が磐石とは言えず、その決壊は EU にとって依然非常に大きな不安材料である。再度、2015 年夏のようなことが起きれば、もうメルケル政権はその時点でもたないだろう。また、現時点においても、一旦域内に入ってしまった移民・難民はたとえテロリストであれ自由に闊歩できるという状況は変わっていない。本来は多発したテロへの処方箋として内務警察情報の適切な共有などが求められるところだが、これが EU 改革の政治日程に入ってくる気配はない。今後も断続的にテロが起きれば、そのまま移民危機への連想を通じてメルケル首相の支持率を直撃するという構図は残っている。敗因はそのままに消去法で指導者が選ばれたというのが実態に近いと言える。

～EU 改革に割ける政治資源はあるのか？～

第 4 次政権の最初の外遊先がフランスになることが報じられているが、当面、メルケル首相の役割はマクロン仏大統領と結託して EU 改革をどの程度進められるかという視点で評価されるだろう。英国を除く EU27 か国が今、考えなければならないのは「英国無き EU をどうやって立て直すべきか」という課題であり、昨年 5 月には欧州委員会が 2025 年までの改革工程表が提示されている(右表)。これを受けて昨年

2025年までの経済通貨同盟に関するロードマップ

2017～19年	
金融同盟	経済財政同盟
銀行同盟と資本市場同盟 金融セクターのリスク削減 不良債権処理加速 単一破綻処理基金(SRF)強化 欧州預金保険スキーム(EDIS)合意 資本市場同盟構想の完成 欧州金融監督体制の見直し 国債担保証券(SBS、ユーロ圏共同債)創設に向け作業	経済社会的な収斂の促進 (財政・構造改革の監視制度強化) (技術的支援の拡充) EUの中期財政フレームの準備 (構造改革支援を重点化) 財政安定化機能(ユーロ圏財務省)の検証
ガバナンス改革	
欧州議会との対話強化 ユーロ圏の対外的な代表機能の強化 「財政協定」のEU法への統合の提案	
2020～25年	
金融同盟	経済財政同盟
資本市場同盟構想継続 EDIS執行 欧州安全資産(ユーロ圏共同債権)発行 国債等の規制上の取り扱い変更	経済社会的な収斂の促進 中央安定化機能(ユーロ圏財務省) EUの中期財政フレームの執行 安定成長協定のルール簡素化
ガバナンス改革	
ユーログループ議長常任化[=ユーロ圏財務相] ユーログループを閣僚理事会へ ユーロ圏における対外的な代表機能の完全な統一 政府間協定(IGA)のEU法への統合 「財政協定」のEU法への統合の提案 ユーロ圏財務省の創設 欧州版IMF(EMF)の創設[=欧州安定メカニズム(ESM)の強化、単一破綻処理基金のバックストップ機能付加]	

(資料) European Commission, "Reflection paper on the deepening of the economic and monetary union", 31 May 2017

12 月の欧州理事会は①欧州版 IMF である EMF の創設と②欧州銀行同盟の完成を進めることで一致している。これらの論点は、今月のユーロ圏首脳会議を経て 6 月に最終決定されることが期待されている。EMF は欧州安定メカニズム(ESM)の役割強化という位置付けであり(つまり EMF 発足と同時に ESM は発展的に解消されるイメージ)、現在は資金的に不完全と言われている単一破綻処理基金(SRF)の資金枯渇時にバックストップとしても動ける体制になることを見越している。

ここまでの改革案についてはドイツも賛意を示しているが、マクロン大統領が熱望していたユーロ圏財務省や共通予算に関してはまだ両国の理解に溝がある状態であり、これは今年 6 月でも決まりそうにない。だが、極右政党「ドイツのための選択枝(AfD)」が野党第 1 党として存在感を高めている状況下、弱体化したメルケル首相の政治資源を EU 改革に充てることができるのかは甚だ疑問である。ドイツ連邦議会の運営上、大きな影響力を持つ予算委員会委員長のポストは最大野党に配分されるのが慣例であり、大連立の結果として AfD が最大野党となったことで既に同党議員の

就任が決まっている。また、既報の通り、EU 改革に積極的だった社会民主党 (SPD) のシュルツ氏も大連立を決意したことが批判され党首辞任に追い込まれている。EU 改革をフランスと共に進めたいという意思があっても、これを国内政治情勢が許容するのか定かではない。

～縦・横・斜めの断裂に見舞われた EU 改革～

ちなみにメルケル首相がフランスと協働して EU 改革を推進するにあたっては国内ばかりではなく、域内にも新たな火種がある。元より経済格差を巡る「横」の南北断裂(端的にはドイツ vs. 南欧)や移民対応を巡る「縦」の東西断裂(端的にはドイツ vs. ハンガリー)があることは周知の通りだが、最近では「斜め」の断裂として「沿岸欧州 vs. 大陸欧州」という構図も見られ始めている。今月 6 日、北部欧州 8 か国 (デンマーク、エストニア、フィンランド、アイルランド、ラトビア、リトアニア、オランダ、スウェーデン) の財務相は今後の EU 改革に関する共同声明¹を発表し、ドイツを中心とする大国主導の意思決定への異議を唱えている。これまで経済・金融政策においてはドイツと歩調を揃えてきた印象の強いオランダやフィンランドが入っていることが興味深い。

声明文では「明確な主張 (a clear voice)」として 6 つの論点を掲げているが、その 1 つ目として「The future of the EMU (fiscal, structural, financial, institutional issues etc.) is relevant to all and should therefore be discussed and decided by all」と明記されている。要するに、「EMU はユーロ加盟国に限らず全加盟国に関係があるのだから、全加盟国で議論し、全加盟国で決定されるべき」という趣旨である。まさに独仏協調路線をけん制したものである。声明文では「EMU のさらなる深化に関する議論においては、“あったらいいな”ではなく“それが必要である”という事項について合意形成を見出していくべきである (the discussion on the deepening of the EMU should find a consensus on ‘need to haves’, instead of focusing on ‘nice to haves’)」とされ、まずは①銀行同盟の完成と②ESM の EMF への発展に注力すべき、とある。一方、「広範囲にわたる欧州への権限移転 (far-reaching transfers of competence to the European level)」は回避すべきだとも主張され、暗にマクロン大統領の希望するユーロ圏財務省ないし共通予算への不支持が表明されている。

ドイツの政治力が弱まっているところに、複数の加盟国において統合の深化・拡大に「待った」をかける流れが定着し始めており、瓦解・崩壊までは及ばないにしても、緩やかに遠心力が強まり始めていることは認めざるを得ない。こうした状況下で第 4 次メルケル政権に投げかけられる視線は「4 年の任期をまっとうできるのか」といった根本的な疑義を帯びている。

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

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 “ Finance ministers from Denmark, Estonia, Finland, Ireland, Latvia, Lithuania, the Netherlands and Sweden underline their shared views and values in the discussion on the architecture of the EMU “, March.6.2018

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーバリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
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
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・中央銀行総裁会議～最後のジョイブレ飾～
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～過信は禁物～