

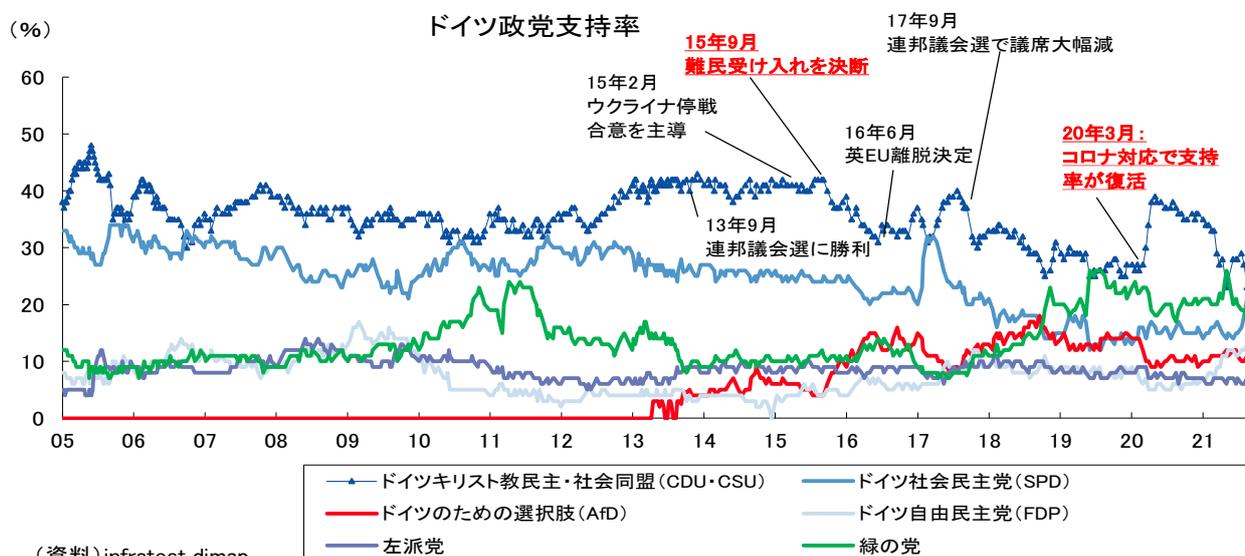
みずほマーケット・トピック(2021年9月21日)

ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～

金融市場でリスクオフムードが支配的となる中、今週9月26日にはドイツ連邦議会選挙が開催され、いよいよメルケル後のドイツないし EU の舵取り役が決まる。政党支持率は「SPD>CDU>緑の党」の序列で投票日を迎えそうである。もっとも、3 党の支持率格差は 10%ポイントに収まっている。もはや、どの政党も単独過半数を取れないのは確実であり、次善策としての連立協議すら難渋することも確実。前回選挙で半年かかった連立協議は今回も繰り返される恐れ。メルケル首相の後任は派手さよりも相応の堅実性が求められる。この点、2018年3月以降、シュルツ SPD 党首は連立パートナー党首として副首相兼財務相を手堅くこなしてきた経験が買われている。他党にはこれを覆せる候補がないのが現状。連立組み合わせに関しては、現時点でメインシナリオすら立たないが、現状と同じ組み合わせの大連立 (SPD+CDU/CSU) が手っ取り早い。しかし、それでも過半数に届かない場合、協議決裂も想定され、再選挙など非常に厄介なリスクシナリオも。今回のドイツ総選挙は終了後に直ぐに答えが出ることはなさそうであり、「終わってからの連立協議」が第 2 ラウンドとして控えているイベントと理解しておくべき。

～「SPD>CDU>緑の党」の序列で投票日～

金融市場は中国の不動産大手、中国恒大集団の資金繰り懸念からリスクオフムードが支配的となっている。この動きがグローバルな金融危機に拡がるとの見方は多くないが、FRB の正常化プロセスをどれほど動揺させるかという点から注視しておきたい。こうした中、欧州では9月26日にドイツ連邦議会選挙が開催され、いよいよメルケル後のドイツないし EU の舵取り役が決まる。メルケル首相の所属する与党・キリスト教民主同盟 (CDU) はラッシュェット党首の被災地における談笑スキャンダルが未だに尾を引いており、復調が見られない。8月下旬には連立パートナーの中道左派・社会

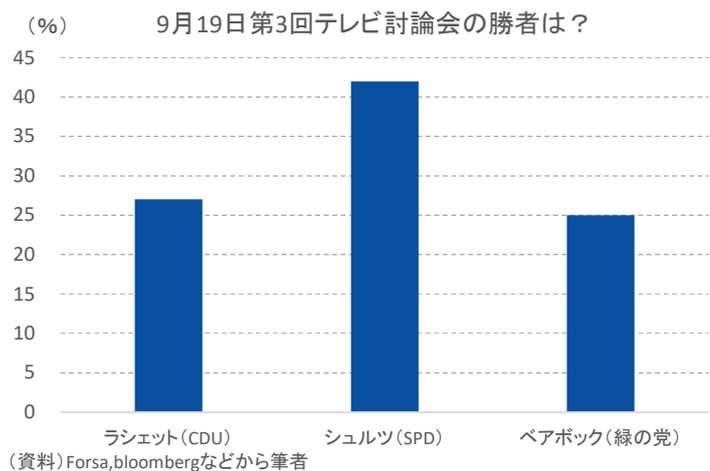


民主党 (SPD) に逆転を許すという痛恨の展開を強いられているが、9 月入り後の世論調査を見てもこの流れは変わっていない。政党支持率は「SPD > CDU > 緑の党」の序列で投票日を迎えそうである。もっとも、9 月 16 日時点の infratest dimap 社の世論調査によれば、SPD が 26%、CDU/CSU が 22%、緑の党が 15% と 10% ポイントの間に 3 党がひしめいており、SPD と CDU/CSU の差も 5% ポイントを切っている。もはや、どの政党も単独過半数を取れないのは確実であり、次善策としての連立協議すら難渋することが目に見えている。

各党支持率が拮抗している以上、第一党が与党になり、首相を輩出できるかどうかは分からない。協議次第では第一党でも下野という可能性もあり得る。9 月 16 日、メルケル首相は「空白期間が長くなりすぎないように、全てのことをする」と述べているが、選挙後の混沌とした状況を覚悟しているからこその発言だろう。前回 (2017 年 9 月) の総選挙では半年後の 2018 年 3 月によやく連立政権樹立に漕ぎ着けているが、今回は外交面ではアフガニスタン政策や気候変動対策が、内政面では冬場を前にしたパンデミック対策が待ち受けており、政治空白が孕む危うさは前回よりも大きい。抜群の安定感を誇ったメルケル首相が去る以上、不測の事態は極力排除しておきたいはずである。

～強過ぎたメルケルの反動～

政党支持率の高低はそのまま党首支持率の高低、すなわち「誰がメルケル首相の後継者に相応しいか」という民意の表れでもある。CDU/CSU はラシェット CDU 党首を、SPD はシュルツ党首を、緑の党はベアボック党首を擁立しているが、過去の本欄でも言及したように経歴詐称や著作の盗作疑惑にまみれているベアボック党首の目は殆どなくなっている。大洪水被災地における談笑スキャンダルがなければラシェット CDU 党首が CDU/CSU をけん引しトップのまま選挙



戦を迎えることができたと思われるが、完全につまずき、シュルツ党首が浮上した格好である。9 月 19 日に実施された第 3 回目のテレビ討論会でもシュルツ党首が勝者として終えている (図)。

結局、メルケル首相の後任は派手さよりも相応の堅実性が求められる。2018 年 3 月以降、シュルツ党首は連立パートナー党首として副首相兼財務相を手堅くこなしてきた経験が買われている。この点、最大州であるノルトラインヴェストファーレン州首相を務めているとはいえ、今年 1 月に CDU 党首に就いたばかりのラシェット党首では見劣りするというのが有権者の本音なのだろう。そもそもメルケル首相の意中の後継者はクランプカレンバウアー前党首 (現・国防相) だった。ミニ・メルケルと呼ばれ、「2 代続けて女性首相」との話題性もあった同氏への権力承継が上手く行かなかったことがここにきて響いている。同氏は 2018 年 12 月に党首就任したが、失言や地方選での敗北から 1 年余りで辞任している。結果的に「器ではなかった」ということだろうが、「強過ぎたメルケル首相」の副作用で人材が育ってこなかったとも言える。もっとも、メルケル首相が対抗する人材を徹底的に排除し

てきた結果という声もあり、メルケル政権の自業自得との評価もあり得る。

とはいえ、シュルツ党首当人も今の展開は予期していなかったはずだ。そもそも SPD は今次連立政権で CDU/CSU と組むこと自体が(2017 年選挙直後から絶対それはないと言い張ってきたこともあり)失笑を買った。財務相ポストはシュルツ党首が連立合意により矜持を捨てたことの見返りとしてメルケル首相からの与えられたプレゼントのようなものだった。それが現状までの展開を見れば、全ては 2021 年の勝利のための布石になっており、何が奏功するか分からない政治の怖さを示している。もちろん、選挙後の連立交渉を見なければ確たることを言うべきではないが、SPD が CDU/CSU との連立交渉を断固拒否していれば今の展開には恐らくならない。「強過ぎたメルケル」のせいで後継者が育たず、消去法的に目立たないが堅実なシュルツ党首が評価されている。

～連立組み合わせにメインシナリオ無し～

連立組み合わせとして予想されるのは①ジャマイカ連立(黒、緑、黄:CDU+緑の党+FDP)、②信号連立(赤、緑、黄:SPD+緑の党+FDP)、③左派連立(赤、緑、赤:SPD+緑の党+Linke)の 3 つだ。SPD が第一党になるとして、CDU/CSU とは今度こそ組みたくないと考えているとすれば、②が望みだろう。しかし、企業寄りの政策を志向する FDP と緑の党が共存できるのかは定かではない。①は CDU/CSU が主導するケースで、SPD と緑の党が主軸を為す左派色の強い②よりは FDP も乗りやすいだろうが、やはり緑の党が気候変動対策の強化を企業部門に要求するであろうことを踏まえれば、FDP は乗りにくいように感じられる。③は極端な左派連立だが、SPD 支持者がそこまでの左傾化を望んでいるとは思えず、可能性としては高くない。結果的に残るのは現状と同じ組み合わせの④大連立(赤、黒:SPD+CDU/CSU)である。今の支持率の割れ方を見ていると、④でも過半数に届かない恐れがあるので、④に緑の党を加えたり、FDP を加えたりする可能性もある。

要するに、現時点ではメインシナリオすら立てられない。手っ取り早いのは④である。主要閣僚ポストを SPD で占め、CDU/CSU が下野するくらいならばと連立を飲めばそれもあり得る。

～リスクシナリオとしての左派連立、再選挙 etc～

メインシナリオはないが、リスクシナリオはある。まず、上述した③のような極端な左派連立では内政もさることながら、EU の盟主として連帯を主導することにも危うさが付きまとう。どうしても連立協議がまとまらない場合、再選挙という可能性も残る。金融市場にとってはこれらのシナリオはどうしても避けたいものだろう。手っ取り早いとされた④のシナリオも、紆余曲折を経る可能性がある。前回の経験を踏まえれば、SPD が「大連立協議をしても良いか」という臨時党大会を開催したのが選挙から 4 か月後の 2018 年 1 月 21 日だった。そこで党员投票が行われ、相当数の反対が出たが、何とか承認されるに至った。その後に進められた連立交渉の結果、2018 年 2 月 7 日、CDU/CSU と SPD は連立継続で合意している。厳密には同 3 月 4 日に SPD は連立合意を本当に締結して良いかという党员投票を経て合意している。ここで覆されることも危惧したメルケル首相は連立合意文書における国内政策の内容に関し、SPD の主張に歩み寄った上で財務相や外務相、労働・社会相といった主要閣僚ポストも譲ることに踏み切ったという経緯がある(この財務相ポストの獲得が 4 年後の SPD の有利に繋がってくるとは当時想像できなかった)。ここまで SPD が大連立を渋ったのは、一旦蹴った椅子に座るといふ行為が極めて無様だったからである。2017 年 9 月総選挙でボロ負け

した SPD にとって選挙直後に下野を表明して「連立を蹴る」というのが精一杯の矜持だったが、結局は戻ることになった。だからこそ党员投票に諮る必要があったわけだが、今回は SPD が第一党となり CDU/CSU とは立場が逆転する。そこまでは揉めない可能性もあるし、内外の政治・経済・金融情勢を踏まえれば、直ぐにそこへ着地するのが一番ダメージが少ないように思う。

いずれにせよ、今回のドイツ総選挙は終了後に直ぐに答えが出ることはなさそうであり、「終わってからの連立協議」が第 2 ラウンドとして控えているイベントと理解しておくべきだろう。

市場営業部兼金融市場部
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。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分) メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
2021年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月11日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚実
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイェレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イェレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)