

みずほマーケット・トピック(2021 年 9 月 28 日)

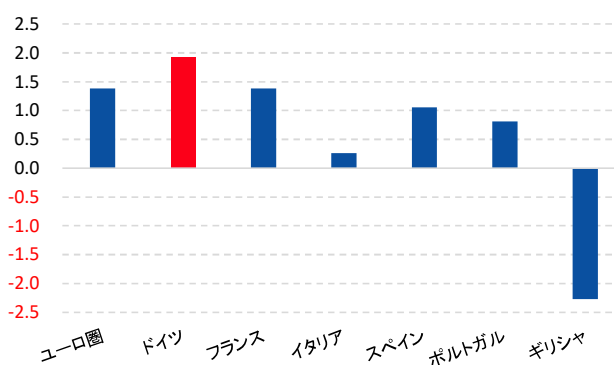
## 次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～

本日の本欄では昨日に続き、アフター・メルケル時代を担うドイツ次期政権が直面する課題を検討する。政治面の課題が「対中関係の修正」とすれば、経済面の課題は「域内再分配の再検討」である。メルケル政権の 16 年は危機(債務、難民、パンデミック)の連続だったが、とりわけ債務危機下で振り回されたドイツの自己責任論が金融市場の混乱や域内政治の右傾化を招いたとして批判が多い。過去 10 年におけるドイツとその他加盟国のパフォーマンスは歴然だが、これはある程度、共同体の利益をドイツが享受した結果でもある。特に単一通貨を共有する周辺国との差が拡大し続ける状況は強い不公平感を生むだけであり、域内不和の温床となるだろう。過度な自己責任論に傾斜するのではなく、共同体ゆえに得た利益は域内再分配に還元していく姿勢が次期政権に問われる。欧州復興基金の合意時にメルケル首相が見せたような立ち回りは次期政権に強く求められるだろう。その他、脱炭素を進める中での自動車産業の在り方、近年課題となる国内の格差拡大など次期政権が取り組むべき課題は山積している。

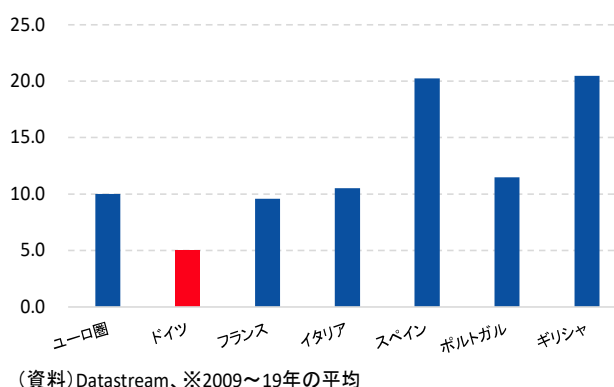
### ～新政権は域内再分配政策に舵を切れるか～

昨日の本欄ではアフター・メルケル時代を担うドイツ次期政権が直面する 2 つの課題として、政治・外交面では①対中関係の修正、経済面では②域内再分配の再検討を挙げ、まずは前者に関して詳しく議論した。本日は後者を議論したい。メルケル政権の 16 年は危機(債務、難民、パンデミック)の連続だったが、とりわけ債務危機下でドイツから示された自己責任論は金融市場の混乱や域内政治の右傾化を招いたとして批判も多い。それだけが原因とは思わないが、過去 10 年におけるドイツとそれ以外の国の経済パフォーマンスは歴然であり(右図・上下)、この格差は持続可能とは言えない。1998 年以降のシュレーダー政権で地道な構造改革に勤しんできたことがドイツ経済の地力を底上げした点是否めないにせよ、単一通貨を共有する周辺国との差が拡大し続ける状況は強い不公平感を生むだけであり、域内不和の温床となる。ドイツは過度な自己責任論に傾斜するのではなく、そうした持論を抑制し、

(%) ユーロ圏の実質GDP(過去10年平均)



(%) ユーロ圏の失業率(過去10年平均)



域内再分配に前向きな姿勢に切り替えていけるかどうかを次期政権に問わねばならないだろう。

### ～「180 度ターン」で自己責任論を返上したメルケル首相～

この点、昨年はメルケル首相が欧州復興基金の合意に際し、反対する儉約 4 か国 (frugal four オランダ、オーストリア、スウェーデン、デンマーク) の説得役に回るなど「改心」の兆しは見られた。

経緯を簡単に振り返っておこう。パンデミックの被害が甚大になりつつあった 2020 年 4 月以降、EU 首脳会議は域内共同債券の発行を通じて対策費用の捻出を議論したが、いつも通り、ドイツを筆頭とする健全国の渋い態度から意見集約に手間取ることになった。財政負担を伴う揉め事は「いつもの光景」でもあった。しかし、事態は突如動いた。2020 年 5 月 18 日、メルケル首相とマクロン仏大統領がテレビ会議を通じて、感染拡大で打撃を受けた欧州経済復興を目的に 5000 億ユーロ規模の基金設立で合意したことを発表する。この独仏共同提案が後の復興基金の叩き台となった。将来、現行の復興基金を叩き台として永年の課題であるユーロ圏財務省や域内共同債発行に繋がっていくのだとすれば、「2020 年 5 月 18 日」は極めて重要な日付として記録されるだろう。

会見でメルケル首相は「EU の歴史で最も深刻な危機には、それにふさわしい答えが必要」と述べ、この展開を「メルケル氏の 180 度ターン (Merkels 180-Grad-Wende)」と報じるドイツ紙もあった。それまで徹底的に自己責任論に執心し、資金を出し渋っていた「マダム・ノン (ノーと言う女)」ことメルケル首相のイメージに照らせば「180 度ターン」は言い得て妙である。この独仏共同提案を元に欧州委員会が最終案を発表し、6 月の EU 首脳会議に諮られることになった。その後、儉約 4 か国を筆頭にこの共同提案は紆余曲折を経るが、裏を返せば共同提案がなければもっと時間がかかったはずである。それだけに「180 度ターン」には価値があった。

### ～次期政権では方向性を継続できるのか～

問題はドイツの次期政権がこの「180 度ターン」に追随できるかだ。EU 内での財政負担にかかる議論は金融市場の変動要因にもなりやすく、資産価格見通しを考える上でも重要である。ドイツは EU の一員として「安い通貨」や「東欧などからの安い労働力」そして「単一市場による円滑な商取引」から大きな恩恵を受けてきた。仮に周辺国が皆、緊縮財政に勤しめばドイツの商品は域内で売れないだろう (ドイツ輸出の半分以上は EU 域内向けである)。そのように考えれば、「ドイツがドイツらしくいられるのは他の国がドイツではないから」であり、次期政権はそれを認識し、域内共同債や域内共通財務省の設立など、再分配機能を強化する EU 改革に関しては議論をけん引すべきである。

今後は復興基金の議論で見られたように、「180 度ターン」を果たしたドイツに代わって儉約 4 か国が財政面での協調を阻害してくる公算が大きい。6 月首脳会議時点でミシェル EU 大統領は「できるだけ早く合意することが欠かせない」と訴え、欧州委員会案の叩き台を作ったドイツとフランスも夏季休暇前 (≒7 月下旬前) の合意を支持していたが、ルッテ・オランダ首相は「意見に大きな違いがある。合意は急がない」と取り付く島もない姿勢を貫いていた。まさにかつてのメルケル首相と見ているかのようだった。今後もこうした構図が続くのだとすれば、南欧とそれ以外の加盟国を繋ぐ架け橋として調整役ドイツの役割期待は小さいものではない。

なお、復興基金は EU レベルでの話だが、ドイツの国内レベルでもメルケル政権はそれまで慎重だった財政出動に踏み出し、2020 年 7 月から半年間は付加価値税 (日本で言う消費税) を時限的

に引き下げるという機動的な決断が話題になった。危機的な事態を冷静に見極め、自説にこだわらず決断できるメルケル首相の能力が明確になったのがコロナ禍だったと言える。

### ～失われる重みと複数の課題～

昨日と本日の本欄では次期政権が直面するだろう対中関係や域内再分配といった 2 つの論点を議論した。ただ、これ以外にも次期政権の直面する課題は数多い。例えば自動車大国として脱炭素の潮流をどうけん引し、どのような産業構造の転換を図るのか。新時代のドイツがどのようなビジネスモデルを構築できるのか。これらは次期政権の指針が待たれるところだろう。もしくは、近年、ドイツ国内で問題視されている国内の格差拡大にどう向き合うのかという課題もある。4 年に 1 度、ドイツ連邦銀行が同国の家計金融資産の詳細を把握すべく実施している『家計金融資産に関するパネル調査 (PHF: The German Panel on Household Finances、以下 PHF)』では最新となる 2017 年版において「ドイツは引き続き富の分配が不公平な国であり続けている (Germany remains a country in which wealth is distributed unequally)」と結んでいる。この是正はまだ進んでいない。

さらに言えば、生き字引とも言えるメルケル首相を失うことで、EU 自体が重要な意思決定の機動力を失うという懸念もある。メルケル首相の重さで意見集約が図れていたところ、各国がバラバラに好きなことを言い始める可能性はある。英国が抜け求心力を高めていかねばならない EU にとって、こうした盟主ドイツのリーダーシップ低下は痛手である。いずれにせよ、今回の総選挙を境として EU は新しい時代に入るという大局観を持ちたい。

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](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。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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.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27日 | 次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～                         |
| 2021年9月24日 | 週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)           |
| 2021年9月22日 | 恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～                     |
| 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～                       |
| 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 | やはり無理が開始し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                          |
|            | 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14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栄                        |
| 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エレン長官の存在～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～)      |