みずほマーケット・トピック（2024 年 5 月 22 日）

「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り

米大統領選が近づくに連れて、その金融市場への影響を問われるケースが増えている。トランプ氏の再選、いわゆる「もしトラ」を「欧州の安全保障枠組みを変え得る材料」と解釈する向きは多い。とりわけ注目される欧州の動きが、中国との接近や防衛費の増強だ。金融市場の観点から注意を要するのは後者であり、これが域内の債務問題にまで延焼する展開も留意したい。トランプ氏が前政権時代から執拗に要求してきた名目 GDP 比 2%の防衛費負担について未だ達成できていない NATO 加盟国は多く、これを口実にトランプ氏がウクライナ防衛から手を引くような展開も警戒。欧州各国は防衛費増強に動き始めているが、タイミングが悪いことにパンデミックを契機に運用が停止されてきた EU の財政枠組みは 24 年から再開されており、イタリアなどが果たして耐えられるのかという視点も状況にある。防衛費負担問題がイタリアの債務問題に及んだ場合、それは日本にとっても対岸の火事ではない。

～「もしトラ」で接近する欧州と中国～

米大統領選が近づくに連れて、その金融市場への影響を問われるケースが増えている。過去の本欄では経験則を踏まえ、ドル/円相場について言えば円安・ドル高材料となる公算が大きいことは折に触れて言及してきた。これは過去の傾向からかなり明確な話で（図）、「中期為替相場見通し」の予想パスでも考慮されている要素ではある。しかし、ドル/円相場以外の論点に関し、トランプ氏の再選、いわゆる「もしトラ」に備えた場合、欧州の立ち回りがどう変化するかを気にする論調は多い。具体的には、トランプ再選を「欧州の安全保障枠組みを変え得る材料」と解釈する向きは多く、状況証拠に照らせば恐らくそれは正しそうである。言及すべき論点は多岐に渡り、例えばドイツ政府からは既に核武装の必要性を訴える閣僚まで現れている。とりわけ、トランプ再選を契機として注目される欧州の動きが、中国との接近や防衛費の増強だ。

中国との接近に関しては既に現実化しつつある。直近では 5 月 6 日、パリを訪問している習近平・中国国家主席とマクロン仏大統領、そしてフォンデアライエン欧州委員会委員長が三者会談を持ち、マクロン大統領が「欧州の将来は、中国との関係を均衡の取れた形で一段と発展させられるかにかかっている」と述べたことが欧州と中国の新しい外交関係を象徴する発言として注目を集めている。元より、今回の習近平氏による欧州訪問はトランプ氏と距離のある EU を自陣に引き込む意

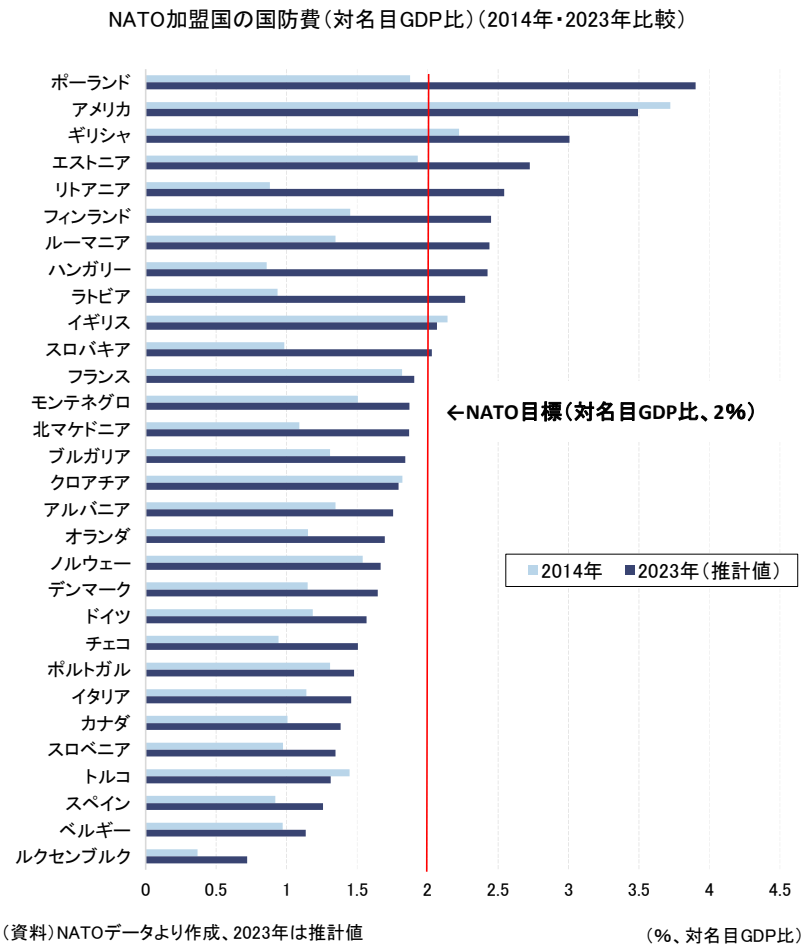
図があると言われていたが、会談後に報じられている要人発言を見る限り、実際にそのような意図はあったのだろうと感じさせる。後述するように、トランプ再選に伴い欧州が直面する喫緊のリスクは防衛費の増大であり、さらに言えばそれが域内の債務問題にまで延焼する展開だ。

トランプ再選は中国にとって欧米関係に楔を打ち込むことができる契機になる一方、欧州にとっては中国を通じてロシア・ウクライナ戦争にブレーキをかける(できれば停戦させる)契機になる。後者の点に関してはフォンデアライエン委員長が「中国はロシアに対するすべての影響力をもってウクライナへの侵略戦争の停戦を促すように求めたい」と明言している。何かといえば欧州に対して口汚く罵ってくる可能性があるトランプ氏と付き合うよりも、中国との関係を上手く活用して防衛費抑制に努めた方が実利があるという外交的発想は十分理解できる。

～根深い欧州の「ただ乗り」問題～

次に防衛費増強が注目される。後述するように、金融市場の観点からはこちらに警戒を要する。トランプ再選に絡んで防衛費負担の問題が注目されるのは今に始まったことではなく、トランプ前政権時代の教訓を踏まえての話である。もちろん、貿易・サービス取引における関税・非関税障壁の押し付け合い(一言で言えば貿易戦争)も想定される展開だが、防衛費負担の在り方は一国の財政の形に大きな影響を与えるため金融市場からも注目されやすい面がある。

トランプ氏は前政権時代から、欧州諸国が十分な防衛費負担をせず米国に負担を押し付けているという批判を重ねてきた経緯がある。ちなみに前政権時代、他国の防衛費負担が十分でない場合、ロシアによるNATO加盟国への攻撃を容認するような発言をしたとトランプ氏当人が述懐したことは大きく報じられている[1]。また、2022年以降の世界はロシア・ウクライナ戦争を抱える状態にあるが、ここでも米国の軍事費負担が突出していることは知られている。その事実を踏まえれば、トランプ氏の一存で米国がNATOにおける集団的自衛権の行使を拒否するような言動をすること自体、その影響度は前政権の時よりも大きなものになっていると考えるべきだろう。図示するように、米国の防衛費は常に名目GDP比3%を超



[1] 2024年2月10日、南部サウスカロライナ州で開いた選挙集会においてトランプ氏は前回の在任中、NATO加盟国の首脳から「十分な軍事費を負担していない加盟国がロシアからの攻撃を受けたとしてもアメリカは防衛しないのか」とい

えており、この構図は 10 年以上変わっていない。片や、ドイツ、フランス、イタリアといった欧州のG7 主要国は、一度も 2%を上回っていない。こうした状況にもかかわらず、米国が欧州とロシアの間に横たわる緊張に多大なコスト負担を強いられているのは承服できないというのがトランプ氏の主張である。ちなみにこうした欧州の「ただ乗り」問題はオバマ政権時代から主張されてきた争点であるため、トランプ氏の軽口から想像されるよりも根は深い話である。

～防衛費負担における欧州のニューノーマル～

いずれにせよ、「応分負担が無ければウクライナ防衛から手を引く」とも言い出しかねないトランプ氏の再選を前提として、欧州各国は防衛費増強を強いられる状況に置かれている。既にショルツ独首相は今年2月、今後の防衛支出の見通しについてNATO 加盟国の目標である2%以上に引き上げる方針を宣言している。この際、「米国だけでなく、全ての欧州諸国がウクライナの支援に向け一段と努力しなければならない」と述べており、これも「トランプ氏再選を前に態勢を整えておくべき」という胸中が透ける。ちなみに今年 1 月にはピストリウス独国防相から「ロシアが 5～8 年以内にNATO を攻撃する可能性に備えるべき」という発言が見られ、4 月にも独軍トップのカルステン・ブロイアー連邦軍総監が同趣旨(5～8 年以内の攻撃可能性)の発言をしている。近年を振り返れば、2022 年 2 月、ショルツ独首相は連邦軍強化のために 1000 億ユーロの特別基金を創設すると発表し、これが 2024 年から計上される方針が明らかにされている。現状、ドイツは、防衛費を 2014 年の393 億ユーロから 2023 年の 566 億ユーロへ 44%増加させ(2015 年基準の実質金額ベース)、名目 GDP 比でも 1.19%から 1.57%に浮上しているが、2024 年からの特別基金による拠出も合わせれば、初めて 2%に到達する見通しとも言われる。

ドイツと足並みを揃えるように、ポーランドは 3%まで引き上げる計画を発表し、スウェーデンやデンマークも 2%を目指す方針を表明している。ストルテンベルグ NATO 事務総長は今年 2 月 14 日の会見で、2024 年中に加盟 31 か国のうち 18 か国が 2%の目標を達成する見通しを明らかにしており、こうした潮流を「ニューノーマル(新常態)」と呼んでいる。決して大袈裟とは言えないだろう。

～イタリアの債務危機に及ぶリスク～

かかる状況を評価した上で、トランプ氏が矛を収めることも期待できなくはない。そのまま事なきを得るのであれば、それが最も望ましい。とはいえ、相手はトランプ氏だ。そもそも欧州各国がようやく2%に到達しようというところ、米国が常時 3%を超えていることについて因縁を付ける余地は残る。そもそも 2023 年の NATO 首脳会議で掲げられた防衛費の名目 GDP 比目標は「少なくとも 2%」という表現である。トランプ氏からすれば 2%は最低基準だとして満足しない可能性はある。実際、トランプ前政権で国防長官を務めたマーク・エスパー氏が日本経済新聞とのインタビューで同じような懸念を吐露している[2]。少なくとも米国並みの負担をという主張は十分想定される。

なお、継続的な目標達成という視点からトランプ次期政権(2025～28 年)を通じて GDP 比 2%以

う趣旨の質問をされ、「防衛しない。むしろロシアに対して望むようにするよう促すと答えた」と述べたことを認めている。2024 年 2 月 12 日「トランプ前大統領 在任中“NATO 加盟国攻撃 ロシアに促す”発言」NHK

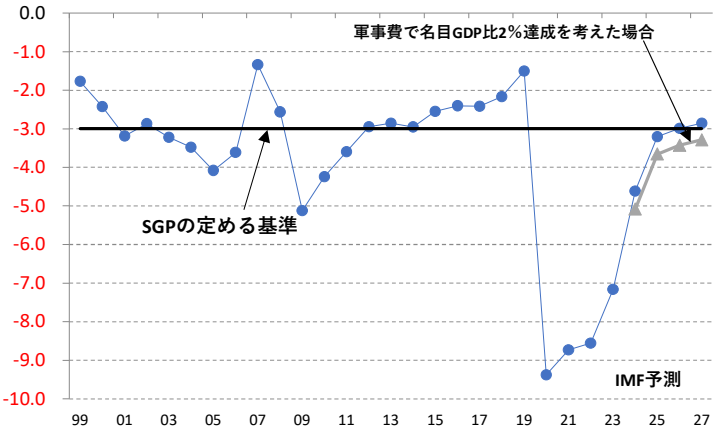
[2] 岸田政権が防衛費を名目 GDP 比で 2 %に引き上げることを既に明示していることを評価しつつエスパー氏は「日本が2%への増額に動いている事実は大きいが、問題は前大統領が今後も 2%で十分と考えるかどうかだ」と述べ、NATO が「『少なくとも 2%』という表現に変えたことに留意すべき」と語っている。日本経済新聞「トランプ氏、日本に防衛費GDP2%超要求も　前国防長官」2024 年 4 月 5 日

上という軍事費拠出が維持されるのかどうかという論点も注目される。ウクライナの戦況次第で必要とされる軍事費は恐らく増えるため、この辺りには強い不透明感がある。いずれにせよ、仮にトランプ次期政権下で米国がウクライナ防衛に割く費用を縮小した場合、その分は欧州各国にしわ寄せがくるという展開は警戒されるし、だからこそ欧州各国は軍備増強に動かざるを得ない状況にある。

問題は全ての国がこうした潮流に耐えられる保証はないという事実だ。金融市場の観点からは債務危機にまつわる混乱に発展しないのかどうかが注目だ。タイミングが悪いことにパンデミックを契機に運用が停止されてきた EU の財政枠組みである安定成長協定(SGP)が 2024 年から再開されており、①財政赤字で GDP 比 3%以内であること、②債務残高で名目 GDP 比 60%を超えないことという往年の制約が復活している。予定していなかった財政支出が加算されるようになれば、SGP に抵触し欧州委員会が該当国を咎め、債券市場が荒れるという定番の混乱が起きることになる。

その筆頭格はいつも通りイタリアになる可能性が高い。ドイツ同様、イタリアの防衛費も 2014 年の 208 億ユーロから 2023 年の 286 億ユーロへ、約+37%も増えており(2015 年基準の実質金額ベース)、名目 GDP 比でも 1.14%から 1.46%に浮上するなど、はっきりと流れは変わっている。しかし、ドイツが設定したような特別基金を持たないイタリアは 2%到達の目途が立っているわけではない。NATO 試算に基づいた場合、2023 年時点のイタリアが名目 GDP 比で 2%の防衛予算を計上するとしたら、あと 100 億ユーロの上乗せが必要になる。しかし、防衛費の件がなくともイタリアの財政赤字は SGP に抵触しており、2023 年時点で▲7%と EU27 か国平均(約▲3.5%)の倍以上の規模に達しており(図)、目下、欧州委員会による財政規律違反手続きに入っているところだ。順当な改善を見込む IMF の 4 月予測に基づいても、2024 年に▲4.7%、2025 年に▲3.2%と違反状態が続くことなっている。

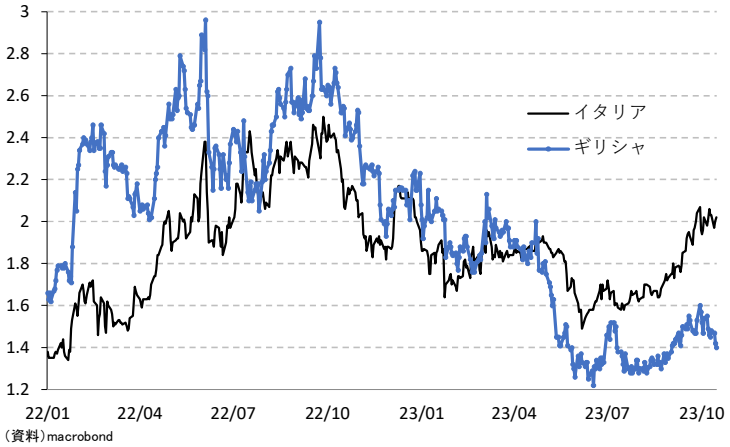
イタリアの財政収支（%、GDP比）



（資料）IMF

欧州委員会がトランプ氏再選とこれに伴う安全保障上の脅威をパンデミック同様、例外的な事態だと捉えない限り、イタリアが現時点から「毎年 100 億ユーロの財政支出を増やす」という話は現実的ではない。こうした状況下、イタリア国債の対独スプレッドは既にギリシャ国債のそれと比較してもかなり水をあけられている状況であり(図)、昨年 11 月には米大手格付け会社がイタリアの長期発行体格

（%）　ギリシャとイタリアの10年債利回り（対独スプレッド）



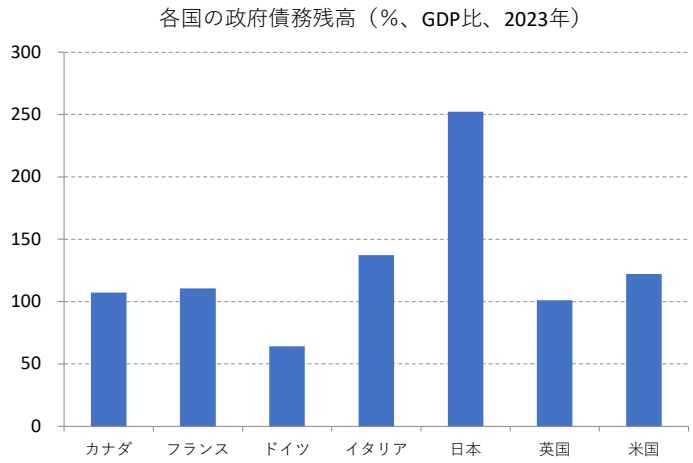
（資料）macrobond

付けを「Baa3（トリプル B マイナス相当）」に据え置き、「G7 初の投機的等級への格下げ」という事態が回避されたことが話題になったばかりだ。この際、格付けの見通しが「ネガティブ」から「安定的」に引き上げられているが、トランプ氏の挙動次第ではこれもまた危うさを抱えるだろう。防衛費増強と共に「G7 初の投機的等級への格下げ」となれば、メディアのヘッドラインとしてはかなり大々的にクローズアップされるに違いない。

～日本も無関係ではない～

以上のような欧州債務危機の再燃をイメージさせるようなシナリオは、トランプ氏再選、その後の防衛費増強の要求、米国のウクライナ支援縮小やウクライナの戦況悪化など推測の上に推測を重ねた上での懸念ではある。しかし、EU、とりわけ高債務を抱える加盟国への軍事費増強が真に迫られるような局面に至った場合、例えばイタリア国債が G7 初の投機的等級に格下げされ、この収拾に ECB が追われるという可能性もなくはない。その際、「利下げしたくてもできない」というインフレ高止まりのような情勢にあった場合、ECB の政策環境はかなり窮屈なものになる。

また、日本にとっても他人事とは言い切れない。仮に、欧州がトランプ氏から防衛費増強を強いられ、それがイタリアの債務問題に発展した場合、日本も同じ目で見られる可能性はある。もちろん、国債消化構造が全く異なるゆえ、同じ目で見られること自体は適切ではない。しかし、事実としてイタリアよりも政府債務残高が大きい中、日本にも猜疑心が向けられる展開は否めない。もちろん、岸田政権は既に 2027 年度に防衛費を GDP 比 2%に増額する方針を決めているわけが、先に述べたように、2%でトランプ氏が納得する保証はない。「もしトラ」が欧州の安全保障懸念を経由して、日本に延焼してくる可能性も頭の片隅には置きたいところである。その際、ただでさえ、財政ファイナンス懸念が大きな円安リスクだと言われていることを踏まえると、果たして為替市場が平静を保つことができるのかという点も注目される。



（資料）IMF

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に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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版（色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～）
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年4月分）
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版（レパトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～）
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年3月分）
	週末版（ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～）
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について（2023年12月末時点）
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版（FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」）
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版（「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～）
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年2月分）
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の賃上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版（ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～）
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版（マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～）
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年1月分）
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～滲む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版（ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～）
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～）
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んでも円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレパトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年12月分）
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト（後編）～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト（前編）～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版（能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～）
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版（本邦の家計金融資産動向について～外貨性資産比率は「根雪」のイメージで～）
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～）
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年11月分）
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24 年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版（円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～）
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～