みずほマーケット・トピック（2025 年 3 月 10 日）

テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～

ドイツを筆頭とするユーロ圏債券市場への注目が集まっている。現状に対しては 2 つの材料が重なっている。1 つはタカ派姿勢の堅持を伝統とするドイツの財政運営が拡張方向に変わろうとしていること、もう 1 つは EU 全体でも防衛費を拡張しようという流れができつつあること、である。にわかに「欧州の再軍備」がテーマ化する中、域内債券市場が歴史的な転換点に差し掛かっている可能性は確かにある。現状を理解するためには、ドイツと EU 全体の両サイドから理解する必要がある。本日の本欄ではまず、ドイツの動きを丁寧に抑える。今回の変化は名実ともにドイツ政治・経済がアフターメルケル時代に入ったことを知らせる号砲と解釈できるもの。ドイツと言えば緊縮主義という印象が強いが、実は 2000 年代前半にはフランスと結託して EU の財政ルールを弛緩させ、後の欧州債務危機の遠因を作ったという経緯もある。今回、争点化した債務ブレーキ法は欧州債務危機に至るまでのドイツの歴史を知ることでその実情が見える。

～テーマ化する「欧州の再軍備」～

ドイツを筆頭とするユーロ圏債券市場への注目が集まっている。現状に対しては 2 つの材料が重なっている。1 つはタカ派姿勢の堅持を伝統とするドイツの財政運営が拡張方向に変わろうとしていること、もう 1 つは EU 全体でも防衛費を拡張しようという流れができつつあること、である。にわかに「欧州の再軍備」がテーマ化する中（ドイツはインフラ投資も対象）、域内債券市場が歴史的な転換点に差し掛かっている可能性を感じさせる。先週 6 日の ECB 政策理事会でもラガルド ECB 総裁が拡張財政の影響がユーロ圏経済を押し上げる可能性に言及し、同日の EU 特別首脳会議は「ReArm Europe（ヨーロッパ再軍備計画）」を全会一致で決断している。

かかる状況下、域内債券市場で起きていることはドイツと EU 全体の両サイドから理解する必要がある。本日の本欄ではまず、ドイツの動きを丁寧に抑えておくことに焦点を置きたい。今回のドイツ財政運営の変化は名実ともにドイツ政治・経済がアフターメルケル時代に入ったことを知らせる号砲と解釈できる。直接的な契機は 3 月 4 日、ドイツの次期政権樹立に向けて協議を開始した中道右派政党・キリスト教民主・社会同盟（CDU/CSU）と中道左派政党・社会民主党（SPD）が交わした合意であった。この合意は具体的には以下の 3 点から構成されている：

① 今後 10 年間を対象として連邦予算とは別枠に総額 5000 億ユーロの特別基金を創設すること
② 名目 GDP 比 1%を超える防衛費を債務ブレーキの対象外とすること
③ 州政府の財政赤字を名目 GDP 比 0.35%まで認めること（※こまでは連邦政府が 0.35%まで認められているのに対し、州政府は完全均衡であるゼロ%が義務付けられていた）

要するに、財政均衡を強いる債務ブレーキ法について、その例外適用の範囲を拡大するという話である。一言で言えば、もう財政均衡の厳格な遵守はしない、ということである。2 月 23 日の総選

挙を受けた新議会が招集されてしまうと債務ブレーキ法の堅持を主張する極右政党・ドイツのための選択肢（AfD）が第二勢力となり、これらの合意は難しくなる。ゆえに、新議会招集の期限（3 月 25 日）までに迅速な議論とその成立を目指して、ドイツ政治が動き出しているという現状である。この報道直後、ドイツ 10 年物国債利回りの上昇幅は+30bp に達した。これは東西ドイツ統合により拡張財政を強いられた 1990 年 3 月以来の大幅上昇である（図）。ユーロ圏創設以来、最大の経済規模を誇るドイツが財政支出を抑制するため、共通通貨圏の景気循環が平準化されないという批判は常に付きまとってきた。本来、同じ通貨圏であれば「豊かなエリア」から「豊かではないエリア」に再分配が行われることで平準化が行われる。例えば日本の場合、東京からの地方交付税交付金で地方が支えられる。これと同じように、共通通貨圏であればドイツの財政運営を通じて周縁国へ何らか前向きな効果を伝播させることが期待される。しかし、周知の通り、この点に対するドイツの協調姿勢はいつも消極的であった。本来、欧州委員会の発行するユーロ圏共同債が最も分かりやすい再分配手段だが、この調整に際してもドイツが難色を示し続けてきた。

こうした状況を踏まえ、ドイツが拡張財政によりせめて自国経済を押し上げ、その需要をもって域内経済全体をけん引するという構図が次善策として期待され続けてきた。今回のドイツの姿勢変化はこれに相当する。もちろん、今回のドイツはユーロ圏全体の利益を慮ったわけではなく、長期低迷する国内経済に配慮した措置というのが本音に近いのだろう。とはいえ、ドイツが金科玉条の如く崇め奉ってきた緊縮路線を修正すること自体、ユーロ圏全体にとって極めて前向きな話ではある。

～ドイツの不安定化を招いた債務ブレーキ法～

そもそも、債務ブレーキ法という無茶な制度はなぜ生まれたのか。もちろん、歴史を振り返れば第一次世界大戦後のハイパーインフレの教訓から・・・ということになりそうだが、この制度自体はそこまで古いものではない。債務ブレーキ法は 2009 年、メルケル政権時代に憲法改正が行われ、2011 年以降に段階的運用が始まり、2016 年から本格運用に至った、比較的最近の仕組みである。既報の通り、構造的な財政赤字[1]を名目 GDP の 0.35%以内に抑制することを規定している（これは連邦政府の話であり、州政府はゼロ%である）。例外として経済危機や非常事態の際には、一時的に制限を超える歳出が認められ、近年ではパンデミック対応がこれに相当した。

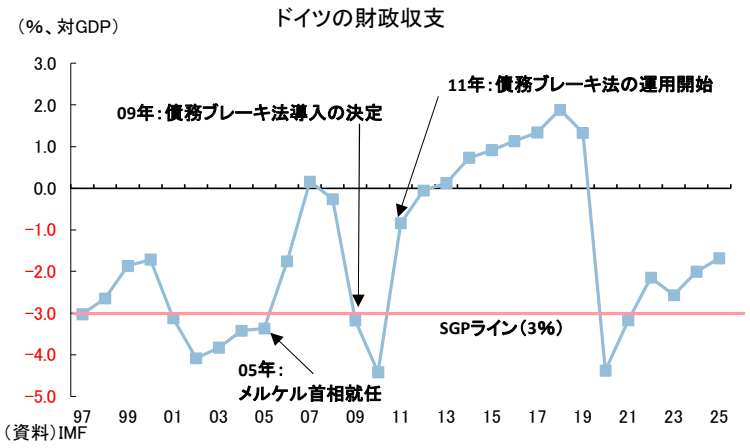
しかし、インフラ投資やエネルギー政策に関し、例外を一切認めない運用については近年、政治的な争点と化しており、これがショルツ政権崩壊のきっかけとなった。実際、「帰ってきた病人」とまで揶揄され、長期停滞が確実視される状況に至っても均衡財政を貫くのは正気の沙汰ではない。昨年 11 月、ショルツ政権はドイツ経済の低迷やウクライナへの追加支援を大義として例外規定の

[1] 政府の財政運営の結果としての赤字であり、景気に関係なく発生する長期的な財政の不均衡を示す。例えば年金や医療費の増大、恒久的な減税など、景気循環とは関係なく歳出が増えることで発生する財政赤字部分を指す。

適用(155 億ユーロの国債追加発行)を主張したが、自由民主党(FDP)党首であるリントナー財務大臣がこれを阻止、連立政権の崩壊に至った。現在に至るドイツ政局混乱はエネルギー政策や移民政策、対中・対ロ政策のツケなど様々な論点が絡むものの、直接的には債務ブレーキ法の存在に起因している。長期的な財政安定を企図する仕組みには有事対応に余裕を与えるという意味でメリットもあるが、硬直的過ぎるゆえに政局混乱の種にもなっており、ドイツの政治・経済の安定性をむしろ損なっている。ここにきてようやく自浄作用が進むことはユーロ相場には前向きな話だ。

～知っておく必要がある SGP の歴史～

では、メルケル前首相はなぜこれほど厳格なルールを憲法化し、導入したのか。これを理解するためには EU の財政ルールである安定成長協定(SGP)の歴史も合わせて理解しておきたい。SGP は財政赤字を名目 GDP の 3%以内に、政府債務残高を GDP の 60%以内に抑えることを求めている。目的は言うまでもなく共通通貨ユーロの信認を担保することである。メルケル政権発足(2005 年)の直前となる 2002～2004 年、ドイツはまだ「欧州の病人」と呼ばれた低迷状態にあり、SGP 違反が常態化、欧州委員会からも監視され続ける存在であった(図)。



もっとも、これはドイツに限った話ではなく、同時期は IT バブル崩壊を受けてフランスも SGP 違反が常態化していた。この際、欧州委員会が SGP の定めに沿ってドイツ・フランスの 2 大国に対して罰則を発動しようとしたが、そうはならなかった。両国は「SGP の厳格運用は経済成長を妨げる」と主張し、公然と欧州委員会に反抗したのである。2003 年 11 月、欧州委員会はドイツとフランスへの SGP 違反に伴う制裁を要求したが、両国の意を汲んだ EU 経済・財務相理事会(ECOFIN)は制裁手続きの停止を決定、欧州理事会(EU 首脳会議)がこれを追認し制裁は執行されなかった。これは当時のドイツ(シュレーダー政権)とフランス(シラク政権)が景気後退時の財政赤字容認を含む制裁の柔軟化を主張し、イタリアやスペインと言った財政状態が芳しくない国々を自陣に引き込んだ結果である。要するに、ドイツとフランスが共闘して政治工作を行い、財政ルールを捻じ曲げた、というのが 2000 年代初頭における EU の財政ルールの実情であった。本件について欧州委員会は ECOFIN の決定を不服として欧州司法裁判所(ECJ)に提訴し、ECJ は「法的に問題である」と結論付けたものの、最終的に制裁が行われることは無かった。

こうした顛末の結果、2005 年 3 月、欧州理事会は SGP の改正を決定し、景気後退時の財政赤字容認、制裁の柔軟化などを可能にしている。具体的には 3%ルールを絶対視するのではなく、あくまで「景気後退が深刻な場合」には例外を認めるように変更され、SGP 違反国に対しても「短期間(通常 1～2 年)で 3%以内に戻すべき」とされていたものが、経済状況を考慮して柔軟に調整可能という建付けになった。今では信じがたい話だが、ドイツがフランスと共闘して「財政ルールはゴネ

れば変えられる」という前例を作ったのである。結局、この財政ルールの修正が南欧諸国の財政弛緩を招き、2009 年以降、数年にわたって金融市場を揺るがす欧州債務危機へ発展するのである。

～自省の産物だった債務ブレーキ法～

メルケル前首相はこうした過去への反省を常に抱いており、これが債務ブレーキ法という発想に繋がっていくとも言われる。2005 年のメルケル政権発足直後は、ユーロ圏経済を含め世界経済がバブル的様相を強める中で財政収支は急改善を果たした（前頁図）。しかし、金融危機が発生した 2008 年以降、銀行救済や景気対策の結果として再び財政収支は悪化に追い込まれる。欧州委員会も 2009 年、SGP の「例外条項（escape clause）」を適用し、財政赤字が 3%を超えても違反とはみなさないと決定を下している。その後、2010 年以降、ギリシャ、スペイン、イタリア、ポルトガルが次々と国際金融支援を仰ぐ事態（いわゆる欧州債務危機）が発生し、その都度、危機パッケージの負担をドイツが背負う事態が繰り返される。メルケル政権が債務ブレーキ法を憲法に導入し、運用に至った 2009～2011 年というのはそういった時代である。「野放図に南欧諸国への救済措置を繰り返すことへの危機感」が主導したと思われるが、首相就任前の経緯を踏まえれば、そもそもドイツ自身が SGP を蔑ろにして、債務危機の遠因を作ったということへの自省もあった。メルケル前首相の気質も考慮すれば、「盟主としての模範を示す」という部分もあっただろうか。

こうしたドイツの動きと呼応するように、EU も財政ルールの厳格化に走るようになる。象徴的な動きが、2012 年に締結された財政協定（Fiscal Compact）である。SGP が EU の「基礎ルール」だとすれば、財政協定は SGP を徹底させるための「強化ルール」と位置付けられる[2]。いずれにせよ、2000 年代初頭に自分がルール破りを犯し、この余波もあって債務危機が発生し、半ば自分が尻ぬぐいさせられることになったドイツは 2009 年以降、債務ブレーキ法の導入やユーロ圏における債務協定締結など、兎にも角にも財政ルールを厳格化することに邁進してきた。

程度の差こそあれ、こうしたドイツの緊縮主義はショルツ政権になってからも大きくは変わったわけではなかったが、第二次トランプ政権誕生と共にロシア・ウクライナ戦争の扱いが変わり、それに乗じて自国経済の惨憺たる状況も相まって、いよいよ拡張財政路線を歩まざるを得なくなったのである。メルケル首相が表舞台から去って 3 年、強固だったドイツの緊縮主義もいよいよアフターメルケル時代を本格的に迎えようとしていると表現できるだろう。得てしてドイツが変われば、EU 全体のルールも変わることになる。これが EU の再軍備計画であり、この点は明日以降に議論する。

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。

[2] 2012 年に欧州債務危機を受けて導入された SGP をさらに強化するための条約。ユーロ圏の「構造的財政赤字」を原則 GDP 比 0.5%以内に抑えること、加盟国の財政均衡ルールを国内法（憲法または法律）に明文化すること、政府債務が GDP 比 60%を超える国は、毎年 1/20 ずつ削減することなどが明記されている。

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
2025年3月7日	週末版（ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～）
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版（不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～）
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年1月分）
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版（窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～）
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版（円高の背景整理～その持続性を疑う～）
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版（ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～）
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年12月分）
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「プラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版（日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～）
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年11月分）
	週末版（ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～）
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版（流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～）
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版（史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～）
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年10月分）
	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版（ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～）
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版（政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～）
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版（ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～）
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年9月分）
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観（9月調査）と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について（2024年6月末時点）
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版（145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～）
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～