

みずほマーケット・トピック(2025 年 3 月 11 日)

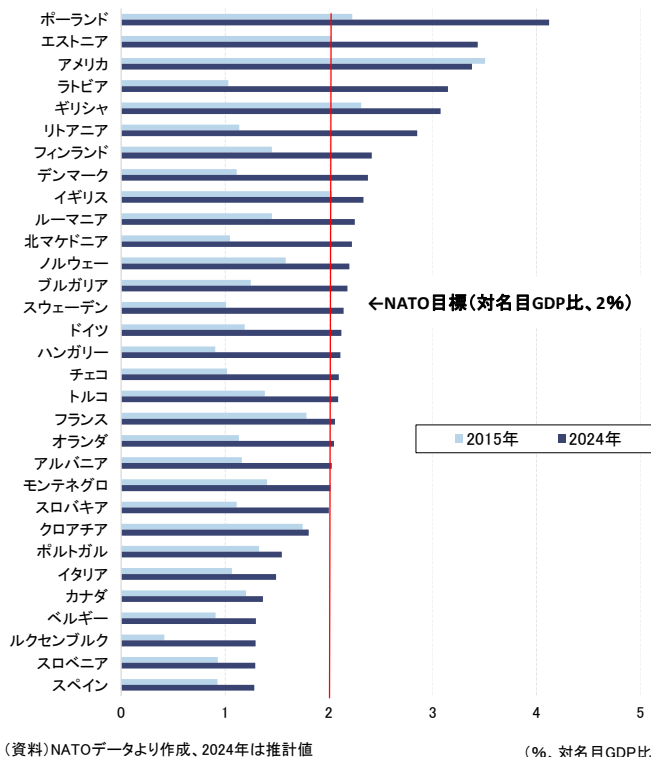
テーマ化する「欧州の再軍備」～EU の場合～

昨日は「欧州の再軍備」について、ドイツの視点から詳細に議論した。こうしたドイツの姿勢変化は EU 全体の動きと歩調を合わせたものである。2 月 12 日、トランプ米大統領がロシアのプーチン露大統領と電話会談を行って以降、EU とウクライナの頭越しでの停戦協議が進む懸念は日増しに強まっており、欧州として防衛戦略練り直しは急務という状況にある。3 月 6 日の EU 特別首脳会議はこうした状況下で招集された。既報の通り、同会議で EU 首脳は「ReArm Europe (ヨーロッパ再軍備計画)」を全会一致で承認。EU 全体として軍拡を決断するという歴史的な決断を下している。市場は今後、予算規模とその財源に注目する可能性。報じられている総額 8000 億ユーロのうち、約 6500 億ユーロは加盟国の防衛予算が拡張することにより賄われる。この部分は安定・成長協定 (SGP) に象徴される財政ルールの対象外となる。残り 1500 億ユーロは欧州委員会から加盟国に対する「防衛融資 (defence loans)」と明記されている。この部分は EU による資金調達が必要になる。資金の性格上、ユーロ圏共同債のような手段も注目される可能性。

～米国が突きつける「欧州の再軍備」～

昨日はにわかにテーマ化する「欧州の再軍備」について、ドイツの視点から詳細に議論した。こうしたドイツの姿勢変化は EU 全体の動きと歩調を合わせたものである。2 月 12 日、トランプ米大統領がロシアのプーチン露大統領と電話会談を行って以降、EU とウクライナの頭越しでの停戦協議が進む懸念は日増しに強まり、2 月 28 日のホワイトハウスにおけるトランプ大統領とゼレンスキー大統領の口論、その後に決定された米国側からウクライナに対する武器・軍事情報供与の一時停止を経て、欧州の自衛意識はにわかに高まっている。2 月 12 日の電話会談後、ヘグゼス米国防長官は「ウクライナの北大西洋条約機構 (NATO) 加盟は現実的でない」とやはりロシアに寄り添った言動を示し、停戦後のウクライナの安全保障を保証するための NATO や米軍の関与を否定した上で「欧州がウクライナ支援の圧倒的割合を負担すべき」との見解を示した。同長官は同盟国との「不均衡な関係」を米国はこれ以上

NATO加盟国の国防費(対名目GDP比)(2015年・2024年比較)



容認するつもりがないとも断じ、国防支出の NATO 目標を現状の名目 GDP 比 2%から 5%に引き上げることも改めて要求している。5%は欧州に限らずほとんどの NATO 加盟国にとって遠い目標だが(前頁図)、欧州として何らかのアクションは急務という情勢にある。第二次トランプ政権発足前からこうした流れは予見されていたものの、想像以上に展開が早いというのが実情と見受けられる。

～歴史的な「ReArm Europe」～

3 月 6 日の EU 特別首脳会議はこうした状況下で招集された。既報の通り、同会議はフォン・デア・ライエン欧州委員長が提案した「ReArm Europe(ヨーロッパ再軍備計画)」を全会一致で承認している。当初、ウクライナ経由でロシアから天然ガスを輸入するハンガリーのオルバン首相やスロバキアのフィツォ首相はウクライナへの軍事支援拡大に慎重な立場を示したが、スロバキアはガス供給問題に関する条項の追加を受けて支持に転じ、ハンガリーも最終的に計画を支持している。EU 全体として軍拡を決断するという歴史的な決断である。EU 首脳は NATO が加盟国の集団防衛の基礎であり続けることを強調しつつ、NATO 加盟の EU 加盟国に対し、2025 年 6 月の NATO 首脳会議に向けて合意に準じた作業を進めるように要請している。これは端的に「EU の予算制約(端的には安定・成長協定)を外すので加盟国の防衛支出増加に向けて急げ」という趣旨である。

合意の予算規模としては最大 8000 億ユーロとのヘッドラインが取りざたされているが、具体的には以下のような論点で構成されている：

1. **財政規律の一時的緩和:**加盟国が防衛支出を増加させるため、EU の財政規律を一時的に緩和し、約 6500 億ユーロを確保。
2. **共同防衛プロジェクトへの融資:**防空システムやミサイル防衛などの共同防衛プロジェクトに対し、1500 億ユーロの融資を提供。
3. **既存の EU 予算の再配分:**既存の EU 予算を再配分し、防衛投資を促進。
4. **欧州投資銀行(EIB)の役割拡大:**EIB の融資制限を緩和し、防衛関連企業への支援を強化。
5. **民間資本の動員:**防衛分野への民間投資を促進し、資金調達を多様化。

こうした流れの中、マクロン仏大統領からはフランスの核抑止力を欧州全体に拡大する意欲を示している。もちろん、フランスが米国の立場を完全代替できるのかという点について疑義は残るため、欧州の防衛戦略がこの方向に沿って調整されることについては未だ慎重な意見はある。しかし、フランスの核取り扱いは仏大統領の一存にかかっており、「フランスの核で欧州を守る」という 1 つの方向性が示されたことの意味は小さくないだろう。いずれにせよ、「EU 全体として軍拡に歩み始めた」という意味で歴史的な節目が訪れているという理解は持っておきたい。

～市場が注目する金銭事情～

上述するように、総額 8000 億ユーロと報じられている規模のうち、約 6500 億ユーロは加盟国の防衛予算が拡張することにより賄われる。この際、安定・成長協定(SGP)に象徴される財政ルールは棚上げされる見込みであり、既にドイツが類似の動きを先行させようとしているのは昨日の本欄でも論じた通りだ。合意文書には「国家レベルでの防衛費増加を促すために、SGP の免除条項を発

動するよう勧告するという欧州委員会の意図を歓迎する(welcomed the Commission's intention for a recommendation to activate the national escape clause of the stability and growth pact to facilitate increased defence spending at national level)」と明記されている。防衛予算を原因としてSGPに違反することについて、加盟国は今後、欧州委員会から咎められることは無い。

残り1500億ユーロについては、欧州委員会から加盟国に対する「防衛融資(defence loans)」だと明記されている。使途としては防空システムやミサイル防衛にかかる域内の共同防衛プロジェクトに充てられる予定である。市場では欧州委員会がこの資金源をどこに求めるかが注目されるだろう。この点、考え方は2つある。

特徴	NGEU債	SURE債
正式名称	NextGenerationEU Bonds	SURE Bonds
目的	COVID-19後の経済復興（長期投資）	失業リスク軽減（短期支援）
総発行額	最大 8,000億ユーロ	最大 1,000億ユーロ
運用期間	2021年～2026年（長期）	2020年～2022年（短期）
償還期限	2028年～2058年	2025年～2051年
資金の性質	補助金（無償）と融資（有償）	すべて融資（有償）
加盟国の保証	EU予算を担保（新たなEU税も検討）	加盟国の分担保証（比例配分）
政治的影響	EUの財政統合の第一歩	短期的な危機対応

（資料）欧州委員会などから筆者

まず1つはパンデミック時に雇用対策として採用された「SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) プログラム」に倣う方法だ。SURE プログラムでは、欧州委員会が EU 債を発行し、加盟国に低金利で資金を貸し付けた(以下、これを SURE 債と呼ぶ)。SURE 債で調達された資金はあくまで二国間融資として利用されるため、借り手である加盟国が EU に返済するというシンプルな構図になる。あくまで短期的な危機対応資金を EU が融通しただけであり、それ以上の政治的意味は帯びない。

もう1つはパンデミック後の経済復興を目的として発行された NGEU (NextGenerationEU) 債に倣う可能性である。NGEU 債は EU 予算を裏付けとし、2026 年までに総額 7500 億ユーロの発行が予定されている。このうち過半(3900 億ユーロ)は「補助金」、つまり返済不要の資金として加盟国に割り当てられる。NGEU 債にまつわる返済資金は EU が独自財源(要するに EU 税)で補填するため、枠組みが完成した当初は念願の財政統合の一里塚として大いに注目された。当然、雇用対策を大義とする SURE 債よりも長期的目線に立つものであり、その政治的意味は大きい。もっとも、現状では 2026 年までの発行しか予定しておらず、その意味で財政統合のトライアル措置のようなものだ。

～第二次トランプ政権は欧州統合の触媒～

今回、あくまで防衛「融資」と強調されているため、SURE 債に倣う可能性も十分あるが、「欧州の再軍備」というテーマ性を思えば、EU 全体で負担する NGEU 債のような調達方法の方が親和性はあるようにも思える。その場合でもあくまで「融資」という形態が取られそうだが、財政事情的に十分な防衛予算を積むことのできない加盟国には「補助金」という形態が採られる可能性もなくはない。この辺りの詳細は現時点では不明だが、NGEU 債的な、いわゆるユーロ圏共同債が検討される展開は今後十分考えられる。それは EU が然るべき方向に舵を切ったという意味でも、国際金融市場に新しい安全資産クラスが生まれるという意味でも、前向きに評価できる動きだと筆者は考える。

歴史を紐解けば、債務危機やパンデミックといった極めて緊急性の高い外圧を契機としなければ、EU は大きな政治決断をできなかった。今回の契機はそれが戦争だったということだろう。その

意味で第二次トランプ政権が欧州統合を一段と促す触媒となっているという解釈をすべきではないかと筆者は考える。理由はどうあれ、EU は財政統合を主軸とする正しい姿に向かおうとしている。

～リスクシナリオとしての ECB の出番～

もっとも、パンデミックの最中、NGEU 債発行に漕ぎつけるにあたっては、加盟国内の交渉が極めて難航したことも記憶に新しい。一応のリミットと考えられている今年 6 月の NATO 首脳会議までそれほど時間があるわけではない。意思決定のスピードを優先して SURE 債のような資金調達で EU としての防衛予算の体裁を整える可能性もあるだろう。現状は内輪揉めをしている場合ではなく、米国やロシアの独断専行から如何にウクライナ、そして自分たちを守るかという段階にある。これまで経験してきた域内調整と違い、一致団結するだけのインセンティブは大きい。

なお、気が早い話だが、防衛費予算の積み上げについて、どこまで見込めば分からないという不透明感が強まり、域内金利が押し上げられる懸念はある。実際、名目 GDP 比 2%をようやく実現したところで 3%、果ては 5%という数字が飛び交っており、域内債券市場への圧力は強まらざるを得ない。パンデミックの最中、ECB が PEPP(パンデミック緊急購入プログラム)に追い込まれた例もある。一時的な助け舟を ECB が差し出す可能性はないわけではない。元々、防衛支出の大きい米国ではこのような展開は考えにくいものの、EU やユーロにおいては、再軍備がテーマ化する状況下で中銀の関与までリスクシナリオとして見込むことも必要かもしれない。

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.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10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
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～「円安はするい」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	ワノンッちは解消されたのか～日銀レビュー～
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、バリエーション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「ブラザ合意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/ドルのバリエーション
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
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」はもう刻さらず～
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～思い出される棚代論と今後～