

# 中期為替相場見通し

2020年3月2日

みずほ銀行  
市場営業部

## 目次

### 【見通しの概要】 P.2

#### ◆ ドル/円相場の見通し～疫病リスクと米金利低下、「日本売り」という誤解～

コロナショックに対する基本認識～とりわけ下がる米金利～	P.3
円相場の現状と展望～「日本売り」という誤解～	P.4
対米金利差の現状と展望～始まった金利差縮小の動き～	P.6
円相場の需給について～「3月円高説」は信用ならず～	P.7
メインシナリオへのリスク点検～疫病という円高リスク～	P.9

#### ◆ ユーロ相場の見通し～揺らぐ域内のV字回復シナリオ～

ユーロ圏経済の現状と展望～2020年も「いつか来た道」か？～	P.12
ユーロ相場の現状と展望～通貨安政策としての色合いが強まるマイナス金利政策～	P.13
ドイツ政局の現状と展望～2月に起きた2つの事件～	P.15

**【見通しの概要】**

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

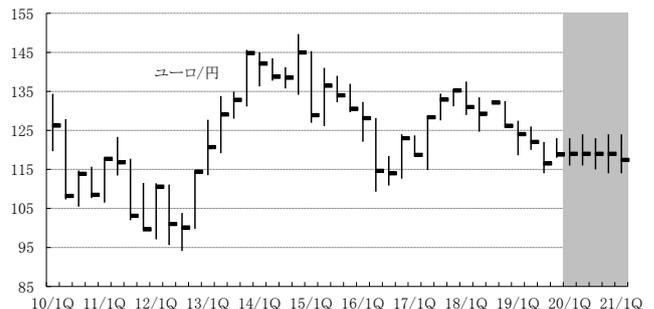
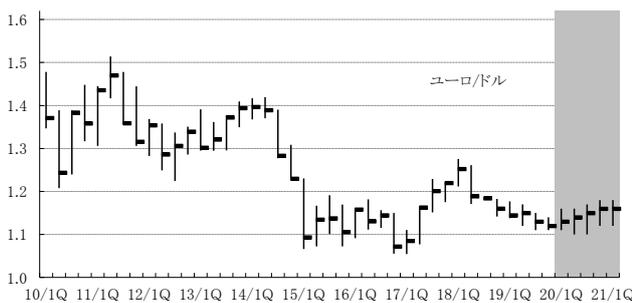
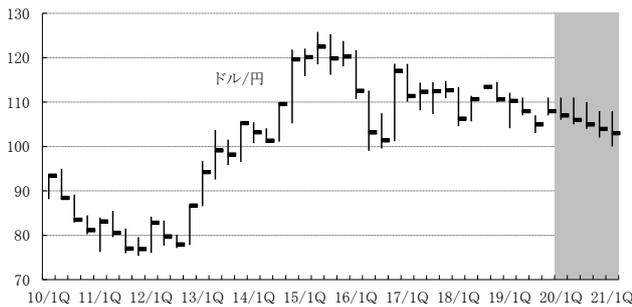
2月のドル/円相場は久しぶりに激しい動きに見舞われた。一時的に見当違いの「日本売り」を囿り立てる向きも見られたが、新型コロナウイルスのもたらしたリスクオフムードの中で「安全資産としての円買い」はやはり根強く、本稿執筆時点で円は年初来で最強通貨に返り咲いている。なお、疫病はきっかけに過ぎないというのが筆者の立場だ。そもそも米国経済の拡大やこれに付随するドル高はあまりにも長く続いてきた。しかも、その間、為替市場の道標であるはずの米金利は大幅に低下している。こうしたドル相場と米金利の間に横たわる「歪み」は取引相手となる円やユーロといった主要通貨の金利が水没し、「それでもドルはまだ高金利だから」と言える運用環境があったからだろう。しかし、今次混乱で重要なことは「米金利ほど日欧金利は下がっていない」という事実だ。もはやマイナス金利の限界が意識されているのだろう。米金利の下落分はそのまま対米金利差の縮小に繋がっており、ドル建て資産の投資妙味を毀損している。こうした展開は本欄で想定していたものだが、コロナショックが引き鉄を引いた感はある。そもそもドルと米金利の関係が不健全であり、その歪みの調整がよいよ始まっているのが2020年という年だと筆者は考えている。ドル/円相場の予想は前月から不変で問題ないだろう。

片や、ユーロ相場も著しい乱高下に直面している。2月上旬は脆弱なファンダメンタルズに深いマイナス金利幅、ドイツの政局混乱、不透明なブレグジットの行方などの悪材料がクローズアップされた結果、一時は約3年ぶりの安値まで値を落とした。だが、その後は逃避通貨となりつつあるユーロの特性が発揮され、結局、上旬の急落を下旬の急騰で全て取り返す荒っぽい展開となった。もっとも域内経済の先行きは相当厳しい。1~3月期の中国経済は壊滅必至であり、これを当て込んでいたドイツを筆頭とするユーロ圏の外需も引き続き苦戦を強いられるだろう。外需だけではない。イタリアを中心として新型コロナウイルスの感染拡大は域内でも加速している。ゆえに、ECBの政策運営は緩和含みで見るのが基本だろう。しかし、2月に見たように、もはや欧州(や日本)の金利は下限が意識されている感もある。為替市場にとって重要なドライバーである対米金利差は縮小が前提であり、ユーロ相場もドル安という敵失の結果として値を上げやすいと予想したい。

**【見直し総括表および為替相場の推移と予想】**

	2020年 1~2月(実績)	3月	4~6月期	7~9月期	10~12月期	2021年 1~3月期
ドル/円	107.51 ~ 112.23 (107.55)	106 ~ 111 (107)	105 ~ 111 (106)	104 ~ 110 (105)	102 ~ 108 (104)	100 ~ 108 (103)
ユーロ/ドル	1.0778 ~ 1.1224 (1.1062)	1.09 ~ 1.14 (1.11)	1.08 ~ 1.14 (1.12)	1.08 ~ 1.15 (1.13)	1.10 ~ 1.16 (1.14)	1.10 ~ 1.16 (1.14)
ユーロ/円	118.40 ~ 122.88 (119.00)	116 ~ 123 (119)	116 ~ 124 (119)	115 ~ 123 (119)	114 ~ 124 (119)	114 ~ 124 (117)

(注) 1. 実績の欄は3月2日までで、カッコ内は3月2日の10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照  
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



## ◆ ドル/円相場の見通し～疫病リスクと米金利低下、「日本売り」という誤解～

### 《コロナショックに対する基本認識～とりわけ下がる米金利～》

#### コロナショックの「傷跡」を確認する局面へ

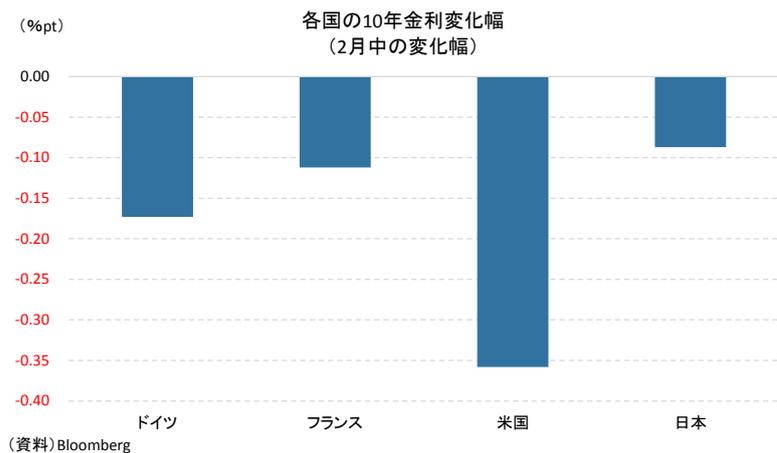
2月は新型コロナウイルスの感染拡大が世界の経済・金融情勢を揺さぶった。各所でリーマンショック級という形容詞を頻繁に目にする。確かに株式を筆頭と資産価格の調整幅は2008年9月直後の最悪期を彷彿とさせるものだ。しかし、リーマンショック「級」であっても、やはりリーマンショックを凌ぐほどの話ではないだろう。リーマンショック後の金融市場で最も恐ろしかったことはあらゆる資産価格が急落したこと・・・ではない。市場取引が干上がってしまい、保有している金融資産を売ることすらできない状況が出現し、もはや自分の残高がいくらあって、いくら損失を被っているのかも把握できないという「流動性の枯渇」が最も大きな恐怖だった。今回の騒動はその域にまでは達しておらず、その意味でリーマンショックよりはましである。

とはいえ、今の世界の経済・金融情勢にとって「リーマンショックよりはまし」は慰めにもなるまい。流動性の枯渇がなくとも資産価格や景況感など足の速い計数の落ち込みは苛烈さを極めている。2月29日に公表された中国2月製造業PMIが35.7とリーマンショック時の水準(38.8)を下回ったことは象徴的である。なお、これまで相対的に堅調だと喧伝されていた非製造業PMIも前月比▲24.5ポイントの29.6と目を疑うような数字(もちろん過去最低)が示されており、経済活動の強制的な停止が中国の内需を直撃した惨状が良く分かる。3月に入り、続々と2月分の状況を反映した計数が発表されることになる。金融市場はこれからコロナショックの「傷跡」を確認する局面に入る。

#### コロナショックで浮き彫りになる米金利の大きな低下

新型コロナウイルスの脅威性や終息目処については専門家の知見に任せる。しかし、今回のコロナショックに伴う金融市場(とりわけ金利・為替市場)の動きについて1つ重要なことがある。それは今回の混乱に乗じて見られている米金利の大幅な低下幅が日欧のそれと比べても突出して大きいということだ。

2月の日米独仏の10年金利の変化幅を振り返ってみよう。米国の10年金利は約▲0.35%pts低下している。一方、日独仏の10年金利はその半分以上の低下にとどまっている(図)。つまり、対米金利差は顕著に縮小したことになる。もちろん、マイナス金利とプラス金利という絶対的な溝がある以上、依然としてドルに投資妙味があることは間違いない。が、投資妙味が毀損していることもまた、間違いない。



FF金利に関し、3回利下げしても1.75%(2.50%→1.75%)の水準があった2019年と、3回利下げすれば1.00%ちょうどまで落ち込んでしまう2020年では市場参加者のドルに対する目線は異なってくる可能性がある。利下げ後の1.75%はそれでも先進國中、突出して高い政策金利であった(カナダも1.75%で互角)。しかし、1.00%はNZドルと並び、豪ドルや英ポンドの0.75%と肉薄する。これまでFRB

がどれほどハト派色の強い情報発信や決定をしてもドル高相場が崩れなかったのは、日欧金利の水没を背景として「高金利通貨としてのドル」の立ち位置が不変だったからだ。しかし、ここからさらに米国が利下げを進めて行けば、そうしたドルの立ち位置にも揺らぎは生じ得る。

為替予想はランダムウォーク（予測不可能）だと言われる。だが、実際はFRBの政策姿勢さえ大きく外さなければ、為替の方向感も大きく外すことはなかったのがこれまでの歴史だ。だが、2018年から2019年にかけてはその経験則が殆ど使い物にならなかった。米国経済やこれに付随するFRBへの問題意識を的中させても、為替予想だけは奏功しない局面が過去2年は続いた。その理由は複数あろうが、利下げしても尚、ドルの高金利通貨としてのポジションが崩れなかったという事実は小さくないはずだ。しかし、FF金利や米10年金利が1.00%割れを展望するような局面でも同じことが言えるだろうか。日欧金利について「マイナス金利の下限」が意識されるような現状では対米金利差は顕著に縮小するばかりである。少なくともこれからのドル相場は「よくて現状維持。基本は下落」というのが筆者の基本認識だ。

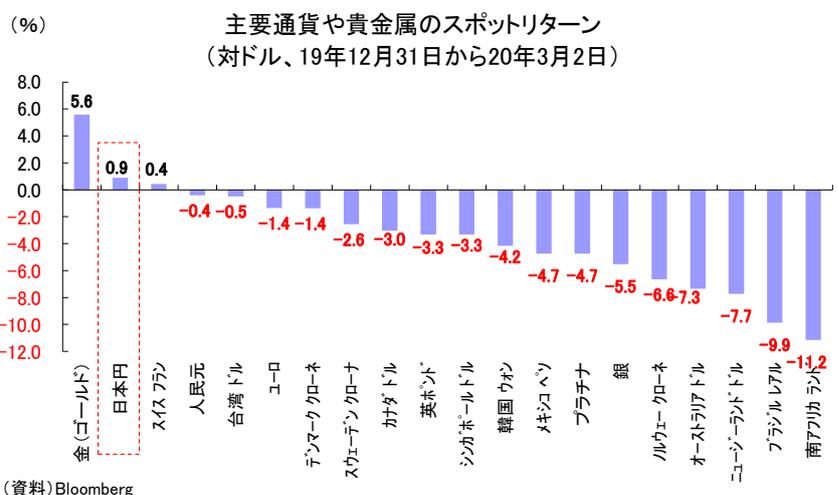
## 《円相場の現状と展望～「日本売り」という誤解～》

### 「日本売り」という誤解

なお、2月の為替市場ではリスクオフムードに伴ってドル全面高が強まり、円相場も大きく下落するという珍しい場面が見られた。この点、金融市場では「これは日本売りではないか」という解釈がにわかになり盛上がった。本邦10～12月期GDPが前期比年率▲6.3%と極めて大きな落ち込みを見せたこと、新型コロナウイルスへの政府対応が批判を浴びていることなどを背景に、そのような解釈は一時的に信憑性を帯びた。その後ほどなくして、米国を筆頭として世界的に株価が急落しており、米10年金利も急低下、やはり円相場も急進するという恒例の地合いが戻ってきたので「安全資産としての円買い」はまだ健在と考えて差し支えない。後述するように円を取り巻く基本的かつ重要なファクトが変わっていないにもかかわらず構造変化や潮流変化を謳うよう扇動をすべきではない。しかし、本稿執筆時点では感染拡大の勢いは未だとどまるところを知らず、日本経済の不調も続きそうゆえ、今後もこのような解釈が出てくる可能性がある。惑わされることのないように改めて論点整理だけはしておきたい。

### ドル高の副産物に過ぎない

「日本売り」は単なるマーケットの勝手な解釈に過ぎない。2月に発生した円安は何のことはないドル高の副産物だったというのが基本認識だろう。しかも、それとて「たまたまそういう時間帯だった」という程度の話だろう。本稿執筆時点(3月2日時点)では、もはや年初来の対ドル変化率に関し、円はスイスフランと共に対ドルで上昇を維持している稀有な通貨であり、文字通り、最強通貨の座に返り咲いている(図)。なお、そうした円、スイスフランそしてドルも貴金属には負



けており、とりわけ、金（ゴールド）の上昇幅が突出している。現在の金融市場が非常時であることを窺わせるものだろう。2月末には年初来騰勢を強めていた貴金属が急落する場面も見られているが、株価が急落する地合いではこれを補填する意味合いでの貴金属の益出しが出やすいと言われている。それだけ貴金属が買われてきたことの裏返しということだ。いずれにせよ金融市場全体では大きな資本の流れとして法定通貨から無国籍通貨（金）へのシフトが進んでおり、法定通貨に限ればドル一強という状況が定着している。ドル/円相場が今後、上振れることがあっても、日本特有の個別材料が寄与したわけ（≒日本売り）と考えるべきではない。

### 「世界最大の対外債権国」は不変

そもそも本当に「日本売り」ならば、最も「駄目な日本」の象徴と見なされそうな日本国債の金利が安定していることは不自然である。「日本売り」が喧伝され、112円台まで円安・ドル高が進んだ時、日経平均株価は嬉々として上昇していた。また、円金利も相変わらず低位安定していた。株や債券は崩れないが為替だけが崩れるという都合の良い「日本売り」などあるはずがない。円そして日本経済に見切りをつけるムードがそこまで強いとは言えないだろう。

また、上述したが、「世界最大の対外債権国」というステータスが変化していないことを忘れてはならない。そもそも低成長・低インフレ、巨額の政府債務、少子高齢化といった悪材料を背負いながらも円が安全資産と呼ばれてきたのは「世界最大の対外債権国」という看板があったからだ。2018年末時点で日本は28年連続で「世界最大の対外債権国」であり、恐らく2019年末時点（今年5月末発表予定）もそれは変わっていないことが予想される。確かに、近年はドイツからの猛追もあって「世界最大の対外債権国」というステータスを失う未来も視野に入っている。しかし、だからといって「巨大な対外債権国」という通貨の信認を語る上での最も大事な事実が変わるわけではない。新型コロナウイルス対応の不味さやGDPの急減速を円相場急落と結び付け、今後も「日本売り」を喧伝する向きが出るかもしれない。だが、それは一過性の取引を正当化するだけの理屈として処理したいところである。

### 強さを発揮する無国籍通貨

また、上述したように貴金属は対円や対ドルでも上昇を続けており、いわゆる無国籍通貨としての強みを発揮している。おりしも、世界的に金利が消滅しつつある今、金の抱える最大の欠点、「キャリー（金利）がない」という事実も比較劣位の理由となりにくくなっているのだと考えられる。なお、無国籍通貨である貴金属が対ドルで優位に立つ状況では商品価格全般が優位に立ちやすいように思われるが、原油価格は弱含みが続いている。また、同じ金属でも銅価格は軟調地合いが続いている。それだけ実体経済への悲観的な見方が支配しているのが2月だったと言える。とはいえ、金価格の上昇には危うさを覚える部分もあるゆえ、以下で簡単に筆者の基本認識を示しておきたい。

### 金価格高止まりの正しさは？

もちろん、金融市場は美人投票の世界であり、「皆が正しいと思った動きが正しい」ものだ。金価格の高止まりは現時点における市場参加者の総意であり、それは1つの適切な価格形成でもある。しかし、

金を求める王道の理由はインフレヘッジであつたはずだ。将来の物価高進を踏まえれば法定通貨の価値は毀損してしまうが、金であればそのリスクを回避できる。それが伝統的な金需要を支える理由だった。しかし、世界的にデフレーション状況が常態化する中、インフレヘッジに踏み切るインセンティブは決して大きくないのが現状である。いまや物価が 2% を突破して常態化する先進国は出てきそうにない (図)。一昔前には「これほどの緩和を続ければ、必ず非線形に物価が上昇する」という懸念から金を買われることもあったが、もはやその手の金融政策の効果に賭ける議論は流行りではない。こうした中、「希少性ゆえに買われている」という声もあろう。

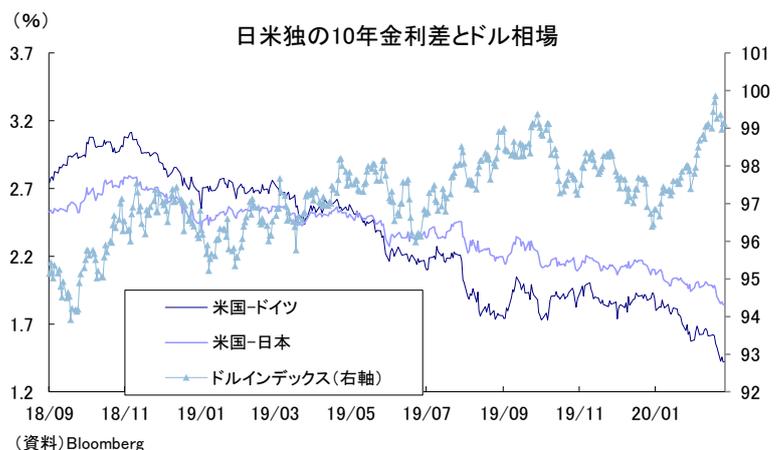


しかし、希少性が威力を発揮するかどうかは、究極的には有事の際にそれが交換手段として機能するかどうかに依存する。言い換えれば、将来的に自身が欲する財・サービスを獲得する対価として金が受け取って貰えるかという論点である。その論点に照らした時、ドル以上に有用な資産はないだろう。世界で一番流通し、価値尺度の単位としても一番使われているドルこそ危機モードが「本当に」極まった時に買われる筋合いがある資産である。リーマンショック直後、金よりもドル相場が急騰したのは、有事に金を持っていても誰かが決済に応じてくれるわけではないという実情を反映しているものだろう。金を買うという動きは新型コロナウイルス騒動を加味した投資戦略の中で上手くいっている1つの取引と言えるが、それは強固な理屈の上に成り立っているわけではないという点は抑えておきたい。

## 《対米金利差の現状と展望～始まった金利差縮小の動き～》

### 縮小する対米金利差

冒頭言及したように、2月の米債券市場では10年金利が1.2%台という史上最低水準まで低下したが、ドイツや日本などの金利低下は相対的に限定された(前掲図参照)。だが、悲観が極まった昨年9月を振り返ると、米10年金利が1.40%台まで低下した際、ドイツと日本はそれぞれ▲0.70%程度および▲0.30%程度まで低下していた。よって、昨年9月と比較すれば対米金利差の縮小はより顕著に進む格好となっている。また、米金利低下が進んでいるものの10年金利に対する逆イールド化が顕著になっているわけでもない。ほぼ全年限に亘って低下する状況は、FRBへの利下げ期待を映じたものだろう。もちろん、日欧の金融政策にも緩和期待は高まる状況と見受けられるが、同時に「もうマイナス金利の深掘りない」という意識も根強い



下が進んでいるものの10年金利に対する逆イールド化が顕著になっているわけでもない。ほぼ全年限に亘って低下する状況は、FRBへの利下げ期待を映じたものだろう。もちろん、日欧の金融政策にも緩和期待は高まる状況と見受けられるが、同時に「もうマイナス金利の深掘りない」という意識も根強い

め、日欧金利の下げが限定されている面がありそうである。結果、対米金利差は縮小、元々高かったドル相場に調整圧力がかかっている現状がある（前頁図）。米金利、米株そしてドル相場が下落しているのは米疾病対策センター（CDC）がパンデミックに関し「起こるかどうかが問題ではなく、いつそれが起こるかの問題」と情報発信したことが契機だという解説が多い。それは一理あるのだろう。「日本売り」が中国に次ぐ感染大国である日本を意識したものだという説を信じるならば、CDCの発表はドルを手放す理由になる。しかし、恐らくCDCが悲観的な見通しを示さなくてもこの相場展開は不可避だったのではないかと。仮に米国が無事でも日欧中といった世界経済の要所が新型コロナ対応に追われる状況は「予防的利下げ」を謳うには格好である。本欄では繰り返し論じている点だが、昨年は3回利下げしてもドルは高金利通貨と強弁できるだけの相対的な優位性があった。しかし、今から3回利下げすればその限りではあるまい。有事とはいえ、筆者は今のドル相場は米金利の動きと齟齬が大き過ぎると考えている。

### これから加速する悲観と試される安全資産

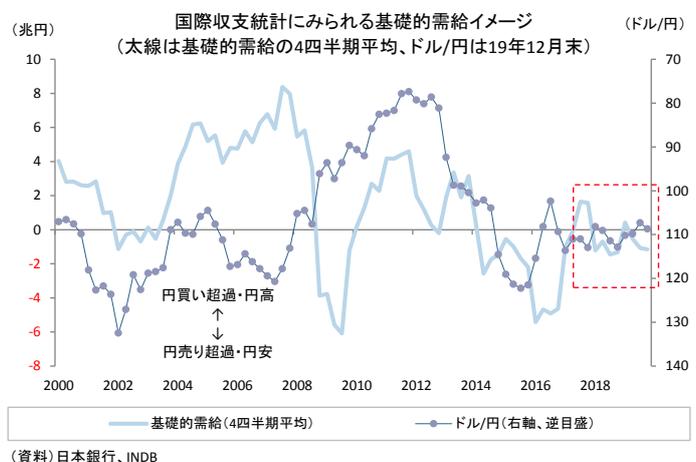
これから2月分の米ISM景気指数や各国PMI指数などが公表される。1月分の良好な結果はぎりぎり新型コロナウイルス騒動に火がつく前のものだった。だからこそ株価も上がっていたのである。しかし、2月分のソフトデータは足許の混乱を存分に反映した結果が示されることになる。それが予想されたものとはいえ、相応のショックを金融市場にもたらす可能性が高いだろう。その意味で経済・金融情勢に対する悲観は（実態がどうかは別に）まだピークではないという構えが必要と考えたい。

現在の金融市場では「史上最低水準の米金利」と「歴史的な高値のドル相場」が併存しており、それは米金利が（とりわけマイナス金利の円やユーロに対して）相対的に高いことで実現している「ねじれ」状態である。しかし、悲観が加速する中で米10年金利は史上最低水準である1.20%台で推移し、いずれ1.00%という声も聞えてきている。その一方で、日欧金利は、マイナス金利の限界が囁かれる中でこの期に及んでも下げ渋っている。米金利だけが下がり、対米金利差が顕著に縮小してくれば、相対的にドル建て資産の投資妙味は劣化する一方である。そうした地合いになってこそ、円やスイスフランといった「安全資産の老舗」とも言える通貨の地力が試されることになるはずである。

## 《円相場の需給について～「3月円高説」は信用ならず～》

### 偏りの無い円の基礎的需給環境

2月には本邦12月国際収支が公表されている。これにより本欄で予想の指針として注目している円相場の基礎的需給環境<sup>1</sup>について2019年通年分を振り返ることが可能になっているので現状を整理しておきたい。2019年の基礎的需給は▲4.6兆円の円売り超過で2018年の▲5.3兆円からほぼ横ばいだった。本欄では繰り返し論じてきたが、ドル/円相場が動意を失っている背景には、そもそも需給の偏りがなくな



<sup>1</sup> 国際収支統計の内、経常収支、直接投資、銀行・政府部門以外の対外証券投資、対内証券投資を合計したものから、外貨のまま海外に残る再投資収益を控除した計数。

っているからという視点もあり得る。前頁図に示されるように、2017年以降（点線四角部分）、基礎的需給の振幅は明らかに失われ、これがドル/円相場の低ボラティリティ化に繋がっている印象は抱かれる。2018年（9.99円）と2019年（8.30円）のドル/円相場は共に史上最小レンジを更新したわけだが、両年の基礎的需給環境は殆ど変わっていないことも興味深い。アウトライト取引が基本となる貿易収支もそれぞれ▲1.2兆円、▲1.6兆円と年間としては穏当な赤字幅だったことなども踏まえると「単に需給が偏っていないからドル/円相場もレンジ取引が続いた」という説は一考に価する。ちなみに2017年の貿易収支は+2.9兆円の黒字だったので、2017～19年を合計すると概ね均衡していたことになる。

### 3月円高説にそれほどの根拠はない

3月は本邦企業による配当金フローが注目される時期に当たる。とりわけ、近年のクロスボーダーM&Aブームの結果、「現地法人からの資金回帰（レパトリ）が円高圧力になるのでは」との観測は浮上しやすいと思われ、例年、そのような照会を頂くケースも増えている。周知の通り、既に日本の経常黒字はほぼ全てが第一次所得収支であるため、確かにその構成項目である配当金（正確には配当金・配分済支店収益）の存在は気になるものだ。そもそも、近年に限らず、東京市場では年度末の円高観測（≒期待）は風物詩のように語られる風潮がある。とはいえ、そうした「3月円高説」は実績を伴う話ではない。試しに過去20年（2000年から2019年の計20回）を振り返ってみると円高・円安ともに10回ずつで円高傾向が目立つわけではない（表）。なお、この20年を2000～2009年の10年と2010～2019年の10年に分けて考えてみると前者が「円安4回、円高6回」、後者が「円安6回、円高4回」であり、ここにも著しい偏りは見出せない。敢えて言えば、2016～2019年の4年連続で円高になっているため、今年も・・・と期待する向きはあるかもしれないが、その4年間の円高とてごく僅かな値幅で起きたものである。3月円高説はそれほど信用の置けるものではない。

各年の3月の相場

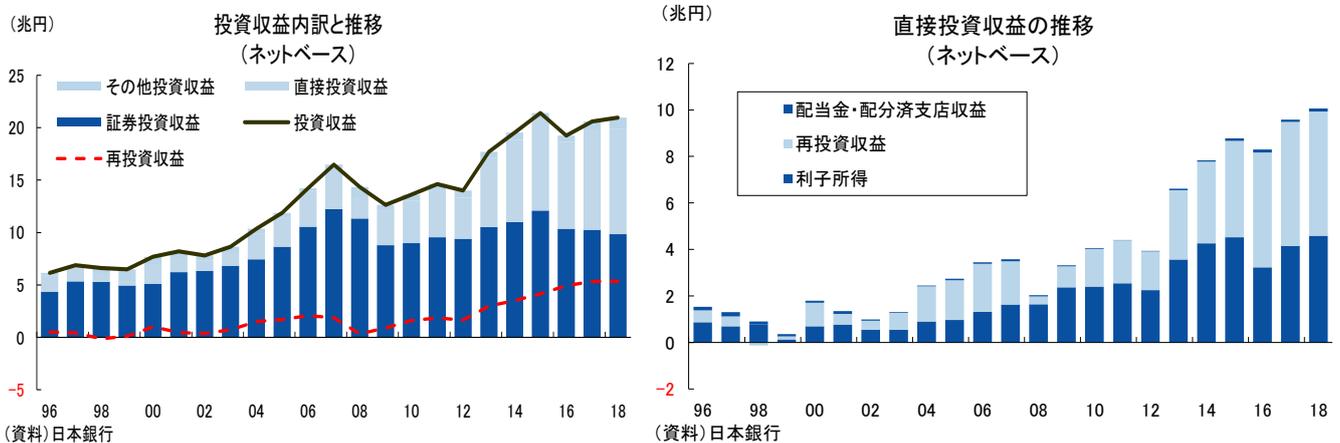
	始値	終値	円高/円安
2000年	110.23	102.8	円高
2001年	117.35	126.22	円安
2002年	133.35	132.75	円高
2003年	118.21	118.04	円高
2004年	109.06	104.25	円高
2005年	104.62	107.15	円安
2006年	115.78	117.78	円安
2007年	118.55	117.82	円高
2008年	103.62	99.7	円高
2009年	97.85	98.98	円安
2010年	89.05	93.47	円安
2011年	81.78	83.13	円安
2012年	81.14	82.85	円安
2013年	92.6	94.25	円安
2014年	101.58	103.22	円安
2015年	119.595	120.145	円安
2016年	112.69	112.57	円高
2017年	112.75	111.4	円高
2018年	106.66	106.31	円高
2019年	111.4	110.82	円高
		円高	10回
		円安	10回

（資料）Bloomberg

### レパトリのない再投資収益が増加傾向

確かに次頁図（左）に示すように、過去10年で本邦の投資収益（≒第一次所得収支黒字）の半分が直接投資収益になりつつあるという構造変化が確認できるため、海外法人からの配当金という資金回帰に期待する筋合いはある。だが、次頁図（右）に示すように、同期間における直接投資収益の増分の多くは再投資収益に由来している。もちろん、配当金も増えているので「3月の資金回帰による円高」は配慮する価値はあるが、増分の多くが外貨のまま海外投資に回される再投資収益であることは重要な事実である。こうしたフローの性質を踏まえると、「近年のクロスボーダーM&Aブームの結果、年度末の資金回帰が円高圧力になる」という説は一考に値しつつも、それほどの影響力は持ち得ないというのが実情と考えたいところだ。繰り返しになるが、実績からも「3月円高説」は説得力の感じられないものである。

こうした「世界最大の対外純資産国というステータスは不変だが、戻ってこない円が増えている」という事実はこれからの円については日本経済を展望する上では極めて重要な構造変化である。近年、「安全資産としての円買い」が勢いを失っていることを捉えて短絡的に「円は安全資産ではなくなった。日本は衰退している」といった悲観論に繋げる向きもあるが、実態としては「安全資産には変わりはないが、債権構造が変わった結果として円高にはなりにくくなった」というのが正確かと思われる。



### 《メインシナリオへのリスク点検～疫病という円高リスク～》

#### 疫病長期化、米4回利下げ、QE再開などが視野

最後にリスクシナリオに係る論点の整理を行うが、やはり新型コロナウイルス関連の議論に目を向けざるを得ない。本欄で注視する6つのリスク(表)に関し過去1か月で加わった新規の論点はない。だが、可能性が高まったという意味では新型コロナウイルスの感染拡大が世界経済に及ぼす影響はいよいよ看過できないものになってきていることは言及せざるを得ない(ゆえに表中⑥のリス

#### 警戒したい円安/円高リスク

	具体例	象徴的には・・・	円安/円高	可能性
①	想定外の米経済堅調	トランプ政権による拡張財政	円安	中～高
②	トランプ政権の保護主義撤退	米中貿易戦争の完全解決(追加関税の完全撤廃など)	円安	低～中
③	米大統領選挙でトランプ敗退	ウォーレン/サンダースの左派勢力の勝利	円高	低～中
④	合意無しブレグジット懸念	移行期間延期を巡りノーディール	円高	低～中
⑤	マイナス金利解除ブーム	ECBを筆頭とする欧州、日銀	円高	低
⑥	その他	<b>疫病リスク/中東地政学リスク/香港軍事介入リスク</b>	円高	中

(資料)筆者作成

スクに関し、可能性を「低」から「中」に引き上げている)。周知の通り、中国を中心として1～3月期の世界経済が苛烈な需要の落ち込みに直面することは避けられそうにない。また、世界の工場であり市場である中国の経済活動が停止することで国を跨いだ財・サービスの移動も滞り、ドイツを筆頭とするユーロ圏のような外需依存型の経済も多大なる影響を被りそうである。

昨年末から今年初めにかけては「2020年の世界経済では欧州経済が雌伏の時を経て景気回復軌道に乗る」と期待されていた。中国経済も2020年をボトムに成長率を加速させるため、欧州の快調さがより際立ってくるのではないかという声もあった。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大は中国の内需底割れを通じてそのままドイツを筆頭とするユーロ圏の輸出を下押しすることが目に見えている。2019年は「中国と欧州が風邪を引けば、米国にも予防接種(利下げ)が必要になる」という動きが見られ、3回の

利下げが行われた。既に新型コロナウイルスの脅威を念頭に株価は大幅に調整しており、米 10 年金利も過去最低水準まで低下している。もはや 1~2 回の利下げがあっても不思議ではない情勢だ。ここまでは少なくない市場参加者が予想するところだろう。

しかし、新型コロナウイルスの終息が予測期間中において、どれほど長引くのか分からない。米国での感染拡大も急激に進んでおり、現状が続けば、予測期間中に FRB が 4 回の利下げに踏み切り、果ては量的緩和政策 (QE) 再開という可能性も否めまい。多くの市場参加者は夏場に差し掛かってくればウイルスも死滅に至ると想定しているように思われるが、シンガポールのような温暖な気候下でも感染は出ているので継続の可能性がないわけではない。その際はさらなる米金利低下を通じて、本欄の想定する以上にドル安、円高・ユーロ高が進むことになる。

### 始まった拡張財政による選挙アピール

一方、円安リスクにあえて目をやるとすれば、トランプ政権の拡張財政に係る①のリスクから目が離せない。2月14日、クドロー米国家経済会議 (NEC) 委員長が9月に追加減税を発表する意向を示したことが報じられた。現行の減税措置を恒久化するほか、中間層に対する 10%減税が盛り込まれる可能性にも言及されている。このほか、関係筋の情報として家計部門による株式投資を促すための税制改革が検討されているとの報道も見られている。これらの動きが11月3日の大統領選挙を前にしたアピールであることに疑いはない。そもそも民主党の主導する下院では通過しようもない。また、「中間層に対する減税」は2018年の中間選挙時にも謳われていたが、その後誰も口にしなくなった政策だ。文字通り、現職の立場を活かした口先戦略であるが、新型コロナウイルス感染拡大とこれに端を発した世界経済減速を背景とすれば、景気減速の責を負いたくない民主党との思惑が一致し、何らかの拡張財政が実現に至る可能性もゼロではない。あくまで円安リスクの1つとしては念頭に置く価値がある。

### 消えない「ノーディール」への懸念

1月によやく EU 離脱を完了させた英国だが、2020 年末に終了する移行期間の延長決断期限 (6 月末) まであと 4 か月しかない。この点、ジョンソン政権は延長しないことを法案化しているの、基本的には年内に英国と EU の「将来の関係」を規定する新協定の交渉を経て、合意に至らねばならない。そこで初めて自由貿易協定 (FTA) を筆頭や安全保障などを含めた両者の新しい関係性が決まる。

この交渉は 3 月にスタートと言われている。つまり、実際に交渉がスタートしてから現在の経済関係が継続できる移行期間の終了までは 10 か月間しかない。ただし、各国の批准手続きもあるので 12 月 31 日まで交渉するわけにはいかない。議会批准の手続きに要する 1 か月間を差し引けば、3~11 月の 9 か月間が両者の「将来の関係」を話し合うために残された時間となる。FTA 交渉は施行に至るまで通常ならば数年単位の時間がかかるものであり、9 か月間で「円満離婚」に必要な条件を詰めるには異例のスピード感が必要である。今回の交渉が上手く進まず、「ノーディール離脱」に至る可能性は十分考えられる。

昨年 12 月 17 日、欧州委員会のウェイランド貿易総局長が「移行期間を延長しないという英国の意向を真剣に受け止めるべき」と述べ、「その事態に備える必要がある。つまり 2020 年末までに合意がまとまらなければまた崖っぷちの状況に直面することを、交渉において留意しなくてはならないということだ」と述べたことが報じられた。要するにノーディール離脱への恐怖ありきで交渉に臨む必要があるというのが EU 側の基本認識である。米中貿易交渉が第一段階合意で小康状態に入ったように、英国と EU

の「新たな関係」も通商関係に配慮した部分合意という応急処置で経済へのダメージを緩和するというのが基本シナリオだろう。通商関係に限定して年内に決着をつける可能性もなくはない。

とはいえ、「部分合意」も簡単ではない。離脱協定案を合意するに至ってはアイルランド国境問題がボトルネックとなり時間を空費した。このアイルランド国境問題こそが最大の難所であるという通念が支配的だったのは周知の通りだ。それは誤りではない。だが、「将来の関係」にかかる交渉、とりわけ通商交渉が始まっていなかったからこそクローズアップされなかった争点もある。それが漁業権問題だ。今後はこれこそが最大の難所との見方もある。詳しい議論はみずほマーケット・トピック 2020年2月3日号『ブレグジット Q&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～』を参照頂きたいが、EUは英国離脱後も英国の領海にアクセスを持ち、海洋資源を獲たいという希望がある。これはフランス、スペイン、オランダといった比較的声の大きい加盟国の死活問題であり、重要な争点となりそうである。ここで満足いく回答が得られなければEUはFTA交渉で譲れないというのが現状明らかになっている立場である。

片や、英国はFTA交渉に漁業権問題を持ち込みたくない構えだが、EUがそれを許す気配はない。FTAが結ばなければ英国は27か国に対する自由貿易協定を失うが、EUは英国しか失わない。英国が形勢不利に見えるが、EUも必ずしも一枚岩ではないのがポイントでもある。漁業権問題に関心がある国、自動車に関心がある国、農業に関心がある国、胸中は様々ある。英国からすればそこに楔を打ち込むのが1つの戦術になり得るだろう。いずれにせよ漁業権問題が「次のアイルランド国境問題」になる可能性は高い。果たして9か月という極めて短い時間でこの問題をクリアした上で、移行期間終了を軟着陸で迎えられるのか。依然としてノーディール離脱のシナリオは生き残っていることは忘れてはならず、為替市場においては円高・ユーロ安・ポンド安のリスクとして列挙しておく必要がある。

### リスクは明確にダウンサイドへ傾斜

これらのほか大統領選にまつわる左派リスクやマイナス金利解除機運が盛り上がるリスク（いずれも円高リスク）があるが、先月の本欄の議論から大きく変わるものではないため割愛する。引き続き円高リスクに比べて円安リスクはさほど多くないという印象である。新型コロナウイルスの感染拡大を経て、「想定外の為替リスク」は明らかに円高方向に拡がっており、しかもそれがいつまで、どこまで拡がるかが全く読めない状況に陥っている。少なくとも2020年1～3月期の世界経済がこの上なく最悪の出来で始まったことは間違いなく、ドル/円相場のリスクは明確にダウンサイドへ傾斜している。もちろん、疫病だけが原因で景気循環が逆回転することはない。感染の終息と共に凹んだ需要は早急に復元するだろう。よって、新型コロナウイルスを理由にした円相場の急進はそれほど持たないはずである

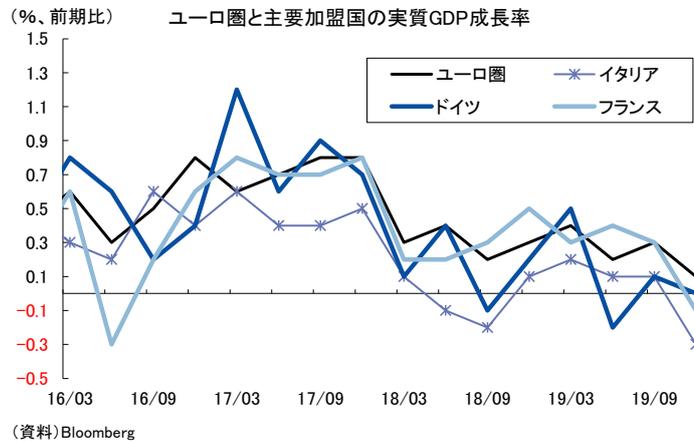
しかし、である。本欄では繰り返し論じているが、米国の景気拡大局面は11年目にさしかかろうとしており（今年6月で132か月目）、成長余地という意味では元々伸び切っているという実情がある。外的なショックに対する耐久性はそれほど強くない中で今回の騒動が直撃しており、それだけ米国経済の景気循環が途切れやすくなったという視座は必要かと思われる。2020年もFRBは利下げ路線を継続、これに応じてドル相場がしっかりと値を落としてくる展開に身を構えるのが最も説得的なシナリオではないかと考えたい。リスクがあるとすれば、それが105円なのか、100円なのか、それともそれ以上の円高なのかという水準感の点である。万が一、FF金利が年4回引き下げられれば、政策金利は0.75%である。さすがに「ドルは高金利通貨だから」という理由でドル高が続くのは厳しくなってくるだろう。

## ◆ ユーロ相場の見通し～揺らぐ域内のV字回復シナリオ～

### 《ユーロ圏経済の現状と展望～2020年「いつか来た道」か?～》

#### 3 大国の失速が鮮明

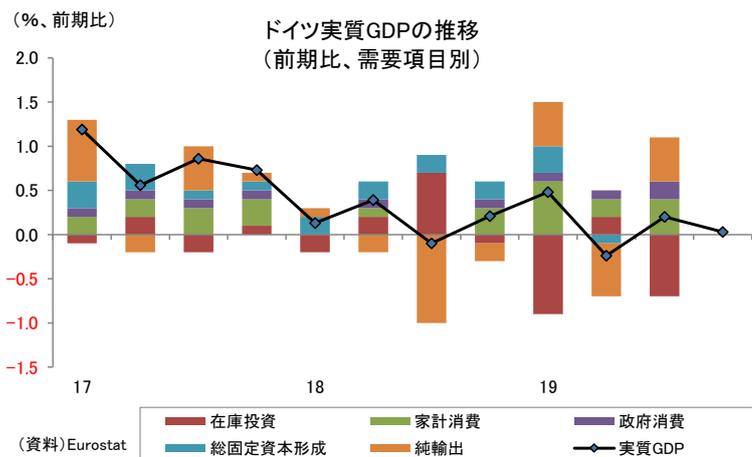
2月のユーロ圏では重要なハードデータの悪化が相次いだ。新型コロナウイルスの震源地である中国との関連がクローズアップされやすい地域だけに今後の見通しについては予断を許さない。新型コロナウイルス騒動以前のデータだが、2月に発表されたユーロ圏10～12月期実質GDPは頼りない結果に終わった。ユーロ圏全体の二次速報値は前期比+0.1%と一次速報値から横ばいとなったものの、前期年率に関しては同+0.4%から同+0.2%と下方修正されている。需要項目別の



仕上がりは未公表だが、国別の内訳は明らかになっている(図)。引き続きドイツの不調が目立っており、フランスやイタリアといったコア国もマイナス成長に陥るなど厳しい状況が窺える。過去3年間、ドイツ・フランス・イタリアの3大国で失速傾向が鮮明であり、こうした下でユーロ圏経済が立ち上がりのきっかけを掴むのは非常に難しい印象である。今年に入ってから製造業のセンチメントが底打ちしており、これが市場で好感されてきた時期があった。ユーロ圏もその例外ではない。経験則に従えば、ここから域内GDPの底打ちも期待できたはずだが、周知の通り、1月のセンチメント指標(各国PMIや米ISMなど)は新型コロナウイルスのリスクが本格的に意識される前の数字である。とすれば、今後PMIが二番底を付けに行く過程でGDPも軟化するという展開は十分考えられるものだ。

#### 揺らぐドイツのV字回復シナリオ

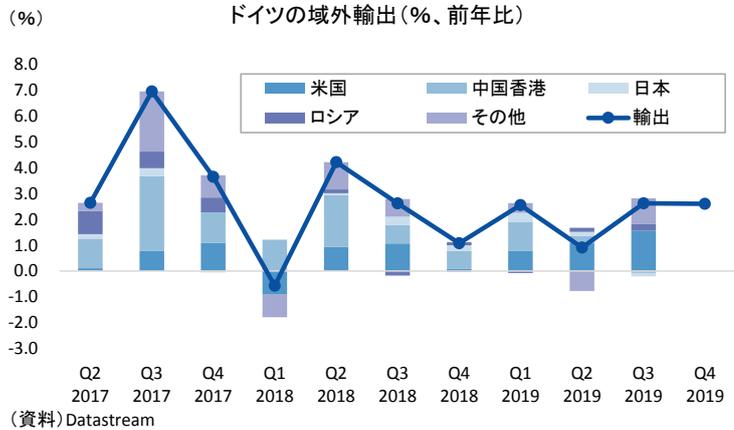
気掛かりなのはやはりドイツだ。昨年12月にドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)が公表した経済予測では2019年に前年比+0.5%となった後、2020年/21年/22年について+0.6%/+1.4%/+1.4%と「2019年を底にしたV字回復」がメインシナリオとなっていた。今回の発表では2019年は+0.6%に上方修正されているものの、2018年(+1.5%)の半分以下という急減速には変わりがない。また、食料・エネルギーを除くコアベースで見た消費者物価



指数も2022年まで見渡して+2%に到達するシナリオにはなっていない。需要項目別の計数は未公表だが、ドイツ連邦統計局の速報リリースでは前期(7～9月期)に力強さを見せた家計消費と政府消費が大幅に減少した(slowed down markedly)とある。また、個人消費と並ぶもう1つの民需の柱である設備

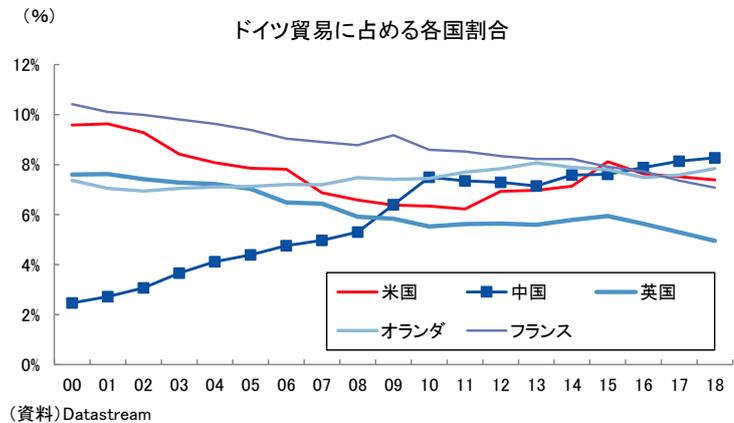
投資については建設やその他投資が加速した一方、機械投資の減速が著しかったことも指摘されている。なお、前頁図に示されるように、2019年のドイツでは相応に在庫の取り崩しが行われたのだが、10～12月期は在庫投資が成長率を持ち上げるような構図にならなかった模様である。果たして、「2019年を底にしたV字回復」というメインシナリオが実現可能なのか疑わしさが残る。

また、ドイツにとって成長の要諦である輸出も今期は減速したとある。右図に示されるように、2019年は中国向け輸出が減速しながらも、好調な米国向け輸出が支えたという構図だった。だからこそ純輸出が1～3月期や7～9月期の成長にとってプラス寄与を果たし、リセッションを回避できたという側面もあった。中国向け輸出が減速する状況は2020年1～3月期も変わらないはずであるから、殊更米国頼みの状況が続くことになるだろう。薄氷の外需依存経済と言える。



### 中国とユーロ圏の減速に「予防接種」が必要になる米国

2020年、日米欧中の4極において上方修正が最も期待できそうな地域がユーロ圏だった。それは過去3年間の一方的な経済・金融情勢悪化ゆえに、反発を期待できるという単純な発想であったが、相応に説得力もあった。しかし、2020年の出だしから中国がこうなってしまった今、同国の需要を糧に成長してきたドイツの立ち上がりも必然的に遅延し、それがユーロ圏全体の仕上がりに影響する展開は目先、不可



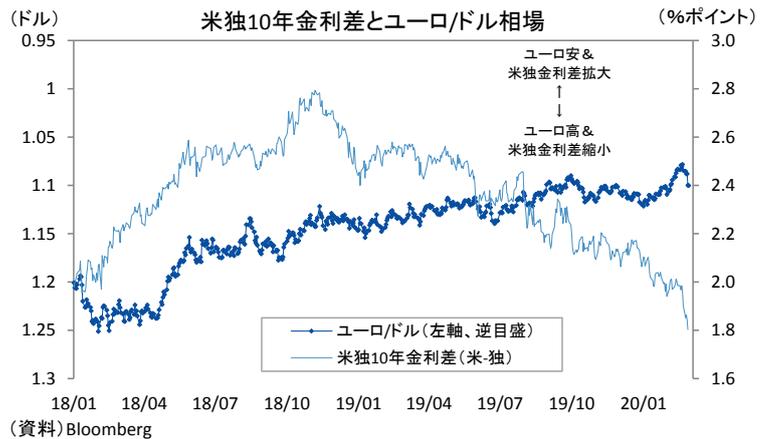
避である。ドイツの対中貿易依存度は約20年前となる2000年には2%程度だったが、今やその4倍の8%超である(図)。メルケル政権で一段と深まったドイツと中国の蜜月関係を背景に「中国が風邪を引けばドイツそしてユーロ圏も風邪を引く」という状況があり、それを受けて「米国が予防接種(利下げ)をする」という状況も近年の世界経済では見られる。少なくともそうしたロジックが幅を利かせたのが2019年だった。現状、2020年もその「いつか来た道」に足を踏み入れているように見受けられる。

### 《ユーロ相場の現状と展望～通貨安政策としての色合いが強まるマイナス金利政策～》

#### 「マイナス金利の深さ」から忌避されるユーロ

2月の為替市場ではユーロ相場が一時的に約3年ぶりの安値圏まで急落する場面が見られた。月末にかけてはやはりリスクオフ時に買われる近年のユーロの特質が発揮され値を戻したが、上値の重さは残る。この点、やはり当面の継続が想定される「マイナス金利の深さ」が嫌気されている可能性は高い。前

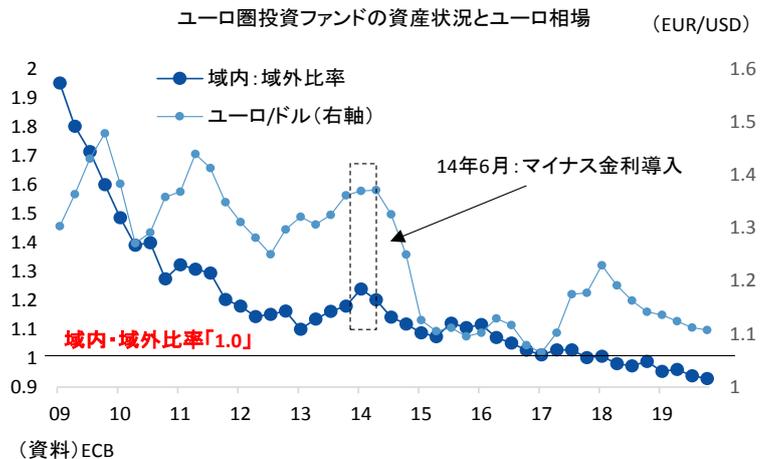
述の通り、GDP を筆頭としてユーロ圏の基礎的経済指標は殆ど良いところがなく、ただでさえ深いマイナス金利がさらに深掘りされることへの懸念が強まり地合いにある。また、そのようにしてユーロに付く金利がマイナス圏で沈んでいくという恐れが強まるからこそ、金（ゴールド）のようなゼロ金利の資産でも「相対的に見れば高金利（でしかも希少）」という目線で評価を受け、騰勢を強めるという部分もありそうである（中銀の金購入が増えているのはそうした背景があると推測する）。



対米金利差という意味では米金利の下げ幅の方が大きく、例えば米独 10 年金利差は昨年半ばからはっきりと縮小している（図）。こうした中、素直に考えればユーロ/ドルは上昇するはずだが、むしろ下落傾向を強めている。ひとえに「マイナス金利の深さ」から購入対象として検討されるに至っていないという事実はあろう。

### 進むユーロ域外への逃避行動

この点、2月20日にECBから公表された四半期に一度の「ユーロ圏投資ファンド統計」は参考になる。ユーロ圏投資家の保有する資産残高について域内資産と域外資産の比率（域内÷域外）を取ると金融危機後は一貫して域外資産の残高が相対的に増え、近年では遂に比率が1.0を割った。2019年に入ってから顕著に低下していることが目立つが、これは世界経済が減速する状況下、マイナス金利水準が深くなるユーロ建て資産からの逃避が増えたという



解釈が最も自然だろう。昨年9月、米10年金利が1.4%台まで下落した時、ドイツ10年金利は▲0.7%、フランス10年金利は▲0.4%まで下落していた。そのような対米金利差の変わらない相場環境だからこそ、「利下げにもかかわらずドル高が崩れなかった」という状況が発生したのだろう。

とはいえ、状況は変わりつつある。2月のコロナショックに伴って米10年金利は史上最低となる1.2%台まで低下しているが、ドイツやフランスの10年金利もそれぞれ▲0.5%、▲0.3%と米金利の下げと比べれば踏ん張っている。これは「もうECBの利下げは限界」という市場期待を反映している可能性がある。もちろん、水没している状況が大きく変わったわけではないゆえ、ドルからユーロへ資本フローが回復するような展開はまだ期待できない。しかし、この状況が極まり、例えば米10年金利が1.0%付近まで下がってくれば、さすがに「高金利通貨だからドル買い」という理屈は通らなくなるのではないかと。もっとも、これもユーロ（そして円）といったマイナス金利採用国通貨の絶対水準がどこまで沈むのかとい

う未踏の論点次第である。極端な話、米 10 年金利が 1.0%まで下がっても、ドイツ 10 年金利が▲1.0%を下回るような状況ではやはりドル高は崩れない可能性はある。

### 通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策

こうした状況を煎じ詰めれば「マイナス金利解除がなければドル高が続く」という結論に行き着く。既にドル高局面は 2014 年 6 月以降、5 年半も続いているが、2014 年 6 月と言えば ECB がマイナス金利導入を決定した月でもある。恐らくこれは偶然ではないのだろうと筆者は考えている。結局、「マイナス金利解除がなければドル高が続く」ということは、マイナス金利政策が通貨安政策として機能していることでもある。「マイナス金利解除がなければドル高が続く」が新常識だと割り切ってしまうと為替予想はドル高一色で良いという話になってしまう。ここまでの背景事情を考えた場合、今年で 6 年目に入るドル高局面をトランプ政権が、いや米国の通貨政策が看過し続けるだろうか。筆者はそう思わない。

2 月以降も続いているドル高に関しては、政治的なノイズが予想されること、ドルインデックスが節目の 100 を超えそうなこと、その一方で米金利の下げがきつくなっていることなどを考慮する必要があり、筆者は現状のドル高は過剰と言えるゾーンに入ってきたのではないかとの思いを強めている。

## 《ドイツ政局の現状と展望～2 月に起きた 2 つの事件～》

### ドイツ政局、2 つ事件

新型コロナウイルスを巡る騒動で掻き消されてしまった感が強いが、ドイツでは政局がにわかに流動化している。起きた事件は 2 つだ。1 つが旧東ドイツ地域のチューリンゲン州での州首相選出にまつわる混乱、もう 1 つがメルケル首相後継者を巡る混乱である。前者は 2 月 5 日から 6 日にかけて、後者は 2 月 10 日に起きた。先進国で最長の在任期間（2005 年 11 月～）を誇るメルケル独首相が退任するまであと 1 年余りというタイミングで起きた今回の動きは、今後も類似の動きが頻発する恐れがある。

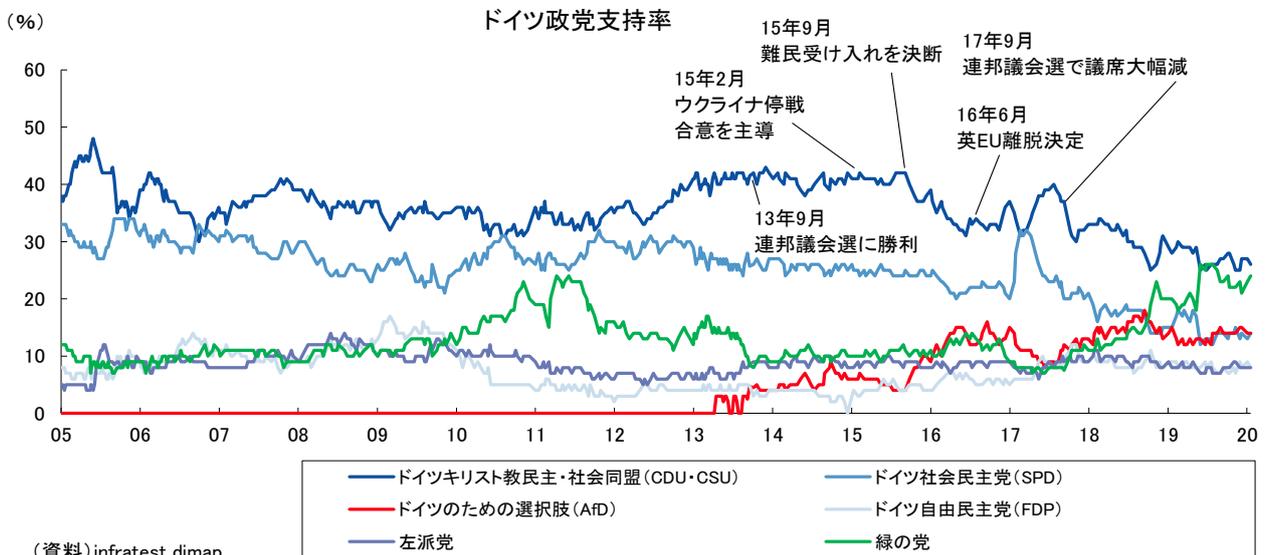
### 「極右の力を借りた州首相」の誕生

厳密には前者の事件が後者の事件のトリガーになった格好である。歴史的教訓から極右勢力を忌避することが自明の前提とされているドイツ政界（というよりもドイツ社会）において極右政党「ドイツのための選択肢 (AfD)」の支持を得た州首相が誕生するという事案が発生した。どの政党も AfD とは組まず、AfD に係るメディア露出も抑制されているという状況で起きた今回の動きについて、「歴史的タブーが犯された」として大きな衝撃をもって伝えられている。既に同州では昨年 10 月の州議会選挙で左派政党 (Die Linke) と AfD が同州議会議席の過半数を握っており、危うい雰囲気はあった。また、同州はナチスが初めて閣僚を出した州という文脈からも耳目を集めている。

経緯については若干の説明が必要だろう。チューリンゲン州首相を選出する投票では左派政党所属で現職のラメロウ州首相が再選を目指し、従前通りの社会民主党 (SPD) および緑の党と連立を目指したが、過半数を取ることができなかった。三度目の投票までもつれたところで、自由民主党 (FDP) からケメリヒ氏が立候補し、与党・キリスト教民主同盟 (CDU) および AfD の支持で勝利するという顛末を辿った。なお、同州議会の勢力図をおさらいしておく。第 1 党が左派政党 (Die Linke)、第 2 党が AfD、第 3 党が CDU であり、ケメリヒ氏所属の FDP は第 6 党であった。第 6 党の候補が 3 度目の投票で突然現れ、第 2 党と第 3 党の支持を得て選出されたことについて、クーデターや密約、八百長といったフレ

ーズが付いて回っている。もちろん、ケメリヒ氏は AfD と密約を否定しているが、疑惑が色濃く残る結果となった。ここまでが 2 月 5 日の出来事であるが、翌 6 日にはケメリヒ氏は僅か 1 日で辞任を迫られている。ドイツ政界のみならず社会全体として「極右の力を借りた州首相」を許容する準備はできておらず、猛烈な批判を受けての辞任となった。ケメリヒ氏自身、政権運営に AfD を関与させることはないと言明し、連立参加や閣僚選出を否定しているものの、「極右の力を借りた州首相」のレッテルがなくなるわけでもなく（しかも一票差での選出である）、政権の持続可能性を考えれば辞任は賢明だったと言える。

即座に辞任まで追い込んだドイツ社会の持つ自浄能力には安堵感も覚えるが、他ならぬ政権政党である CDU が「極右の力を借りた州首相」の誕生に一肌脱いだという気持ち悪さは残る。また、AfD がキャスティング・ボートを握り、地政や国政への影響力を行使する環境が生まれ始めていることも今回の事案で明らかになった。政党支持率を見ると、連立政権を形成する CDU と SPD で約 40%、緑の党が野党・第 1 党で 22%、AfD はこれに次ぐ 14% で野党・第 2 党である（図）。今後、チューリンゲン州で起きたような混乱が起きても全く不思議ではない。



### ミニ・メルケル退場

こうした地政の混乱は国政にも影響を及ぼした。これが 2 つ目の事件だ。上述したように、早期辞任に至ったとはいえ、「国政第 1 党の CDU が極右政党と一緒に候補者を支持した」という気持ち悪さはやはり残る。クランプカレンバウアー党首は、ケメリヒ氏支持はあくまでチューリンゲン州の党組織による独自判断であり、CDU として AfD や（ケメリヒ氏所属の）自由民主党と連立する考えを持っているわけではないとの立場を表明したが、当然、国政で連立を組む SPD は「タブーを破った CDU」を批判する。おりしも SPD は左派路線への回帰を目指していたところであり、「極右と結託した疑いのある CDU」と連立を続けることについて党内外からの風当たりが厳しくなるだろう。

こうした混乱の最中となる 2 月 10 日、クランプカレンバウアー氏が次期首相候補になることを諦め、党首も退任する方針を表明した。左右両勢力に分散する支持率、まとまりに欠ける党内情勢を「強い遠心力」と表現しての退場であった。元より保守色（右派）の強い CDU だが、メルケル首相の機を見るに敏な（悪く言えば日和見的な）政策運営によって左傾化が進んできた。それが長年のライバルだった SPD の支持層を切り崩したわけだが、近年はそうした左右に偏らない中道的な政治姿勢が極左・極右からの

挟撃を受け支持率の低迷に繋がってきた。また、見方を変えれば、日和見的なメルケル首相の政治手法が極まった結果が今回の「極右 (AfD) と同一候補を支持する」という動きにも繋がったのだろう。もちろん、メルケル首相がそうした展開を主体的に望んだとまでは言わない (メルケル首相は「許せない。民主主義にとってひどい日になった」と述べている)。だが、今回のような事件に至る党内外の情勢をメルケル首相自身が作ってきた部分もあった。

話を本題に戻す。2018年12月、クランプカレンバウアー党首は党幹事長から CDU 党首に抜擢された。「党幹事長→党首→首相」はメルケル首相が歩んだ出世街道であり、女性であることも相まって「ミニ・メルケル」として次期首相筆頭候補と見なされてきた。当然、2021年の連邦議会選挙でも CDU の看板として戦うことが目されていたし、「党首と首相が異なる」という異例な構図もメルケル首相の分身としてスムーズな引継ぎが可能になるとして好意的に評価する声もあった。しかし、この青写真はわずか1年余りで挫折した。元より失言 (2019年6月、ネット上での言論規制を示唆) や地方選挙での連敗で求心力が揺らいでいたところに、今回のチューリングゲン州の事件が止めを刺した格好である。AfD と CDU が共に投票した候補が選出されるという事態は、本人がそれを望んでいなかったとしても、党内への掌握力が弱まっていることの証左なのかもしれない (ケメリヒ氏は1日で辞任したものの、新たな州首相を選出できず混乱は続いている)。

#### 次の候補者でメルケル路線と決別するか？

いずれにせよ CDU の次期首相選びは振り出しに戻った。前掲図の支持率の推移に示される通り、クランプカレンバウアー氏が就任した2018年12月以降も CDU の支持率は20%台で低空飛行が続いていたので、今回のチューリングゲン州の事件がなくともクランプカレンバウアー氏は遅かれ早かれ退場したのかもしれない。なお、連邦政府首相にメルケル氏、CDU 党首にクランプカレンバウアー氏とする現行体制は直ぐに変わるわけではなく、2021年の総選挙までは続く。また、クランプカレンバウアー氏は昨年7月から兼任している国防相には留任する見込みである。

これから1年半余りかけて CDU は「2021年の総選挙、ポストメルケルとして誰を担いで戦うべきか」という課題と向き合うことになる。SPD が連立解消を申し出ればその時点で総選挙もあり得るが、今、選挙に踏み切っても SPD にとって有利な状況とは言えないため可能性は低い。CDU における大方の方針が定まったところで、クランプカレンバウアー氏は党首を辞任すると見られ、現状、最有力の後継者は最大州であるノルトライン・ウェストファーレン州の州首相を務めるラシェット副党首と言われている。中道であるがゆえに支持を得やすいという話だが、そのようなメルケル路線こそが現状を招いたという批判もある。メルケル路線との決別を図るのであれば、より保守色の強いメルツ元院内総務やシュパーン保健相といったメルケル首相の政敵も対抗馬として浮上してくる。

#### 浮き彫りになったのは「メルケル政権の日和見主義と理想主義の問題点」

もっとも、ここまで既存政党 (CDU/CSU、SPD) が凋落している以上、連立政権の組み合わせ次第では野党・第一党である緑の党から首相 (党首はハベック党首) が出て不思議ではない。昨今の欧州における偏執的な環境保護機運を思えば、十分あり得るシナリオだ。ドイツに限らず欧州では極右・極左 (端的にはポピュリスト) 政党の台頭によって既存政党が安定多数を取れず、複数政党による連立政権を目指す動きが珍しくなくなっている。こうした状況下、極右・極左政党が間隙を突いて今回のような事件が

起きやすくなっている。ナチス前後で歴史を分断して考えるドイツのような国でも、極右の台頭を懸念しなければならなくなっている現状は、欧州統合というプロジェクトがかつてない試練に直面していることの証左だという論調は多い。

しかし、今のドイツで起きている政変は欧州統合以前にドイツ自身の責任であろう。具体的には、メルケル首相が 2015 年 9 月に決断した難民・移民の無制限受け入れ政策に起因している部分が大いと考えたい。あの決断がパスポートコントロール（国境検査）の復活を招き、西欧（≒ドイツ）と東欧の亀裂をもたらし、経済が磐石だったにもかかわらずメルケル首相に政界引退宣言をさせるまでに至った。また、合意形成が困難な難民・移民の受け入れ配分に時間を空費せざるを得なくなり、EU 改革（例.ユーロ圏共同債やユーロ圏財務省設立など）が頓挫したことも見逃せない。今回のドイツ政局における 2 つの事件が照射しているのは「EU の問題点」もさることながら、「メルケル政権の日和見主義と理想主義の問題点」である。

市場営業部  
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。