

ともに挑む。ともに実る。



中期為替相場見通し

2024 年 11 月 29 日

みずほ銀行
金融市場部・市場営業部

目次

【見通しの概要】	P.2
----------	-----

◆ ドル/円相場の見通し～弱まる「実需の円売り」 vs. 強まる「投機の円売り」～

第二次トランプ政権の現状と展望～日本への影響を考える～	P.3
円相場の需給環境について～弱まる「実需の円売り」 vs. 強まる「投機の円売り」～	P.6
日本経済の現状と展望～12 月日銀利上げにとって「渡りの船」になるか？～	P.8
米金融政策および経済の現状と展望について～トランプ 2.0 はインフレ 2.0～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～「家計の円売り」は腰折れたのか～	P.12

◆ ユーロ相場の見通し～続く ECB 利下げと引きずられるユーロ相場～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～対照性強まるユーロ圏と米国～	P.15
ユーロ圏経済とユーロ相場の現状と展望～賃金急騰も意に介さず～	P.16
ドイツ政治の現状と展望について～突如瓦解した連立政権とその後～	P.18

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

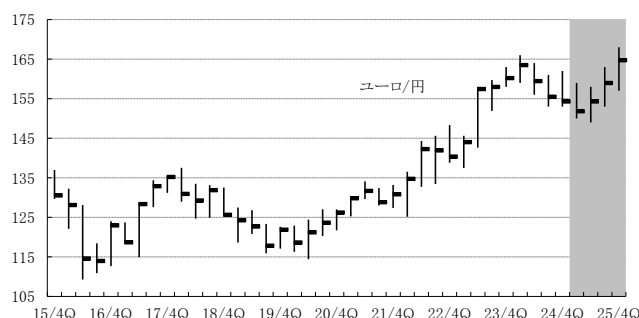
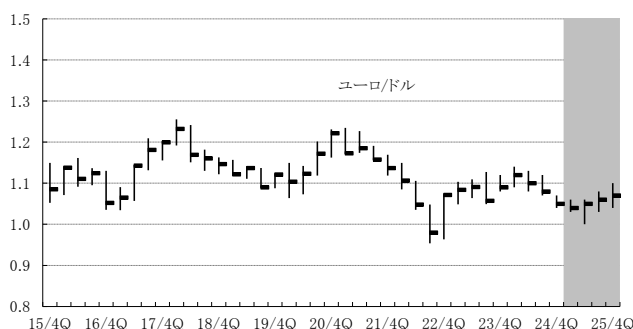
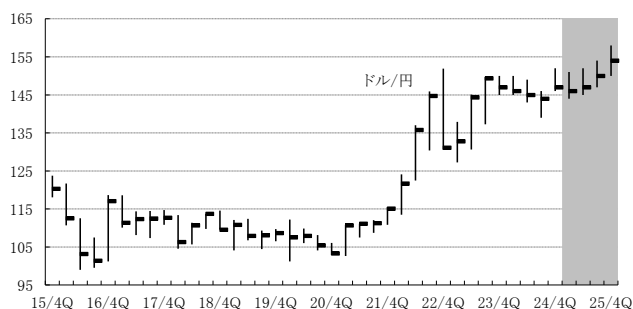
11月のドル/円相場は乱高下であった。一時、156円台半ばまで急騰したものの、月末には日米金利差縮小を当て込んだ円ショート巻き戻しから150円を割り込むまで急落している。かねて本欄では9月末以降の円安は「投機的円売り」が主導しており、「実需の円売り」が勢いを欠いている以上、持続可能性に疑義があると論じてきた。月末に日米中銀の「次の一手」を手掛かりとして円高へ回帰したことはその見方が正しかったことを裏付けているように思える。12月上中旬も「投機的円売り」が巻き戻される中で円が騰勢を強めやすいが、予測期間中を展望すればFRBに関し「利下げの終わり」が争点化する可能性を警戒すべき。ベッセント次期財務長官への期待が米金利上昇を押さえているものの、第二次トランプ政権のポリシーミックスがインフレ誘発的であることは否定しようがない。第一次政権時代の経験を振り返っても、果たして財務長官1人の意向がどこまで尊重されるのか不透明である。元々堅調な米実体経済にインフレ誘発的なトランプ政権の存在も重なり、年央以降は「利下げの終わり」が争点化し、日米金利差に駆動された円安がある程度長持ちしやすいというのが基本的な見通しとなる。常々着目している円の需給環境に関しては「家計の円売り」が果たして24年並みの勢いを維持できるのかに注目したい。その失速を前提とするならば、円の需給環境改善と共に円安の勢いは鈍化することになる。

片や、11月のユーロ相場は年初来安値を更新した。ユーロ相場への逆風は強まるばかりである。ドイツを筆頭として域内の経済・金融情勢が精彩を欠く状況に変わりはないが、そこへドイツ連立政権の崩壊、地政学リスクの高まり、第二次トランプ政権で想定される追加関税の存在なども重なり域内企業の景況感はこの上なく悪化している。12月のECB政策理事会における利下げはほぼ既定路線としても、予測期間を通じてFRBとECBの利下げ回数に大きな差が出てくる可能性が見え始めている。足許では域内の雇用・賃金情勢が逼迫しているように見えるものの、25年以降は失速が確実視され、そこへ利下げが順次割り当てられるような展開が予想される。11月のユーロ/ドル相場の急落はそうした未来を織り込んでいると考えて差し支えない。11月末にかけては投機的なユーロショートが巻き戻される中で値を戻しているが、欧米景気格差に応じて欧米金利差が拡大し続け、ユーロも手放されやすくなるという地合いは基本的には変わりにくいと考え。前月の本欄では今後1年間で1.05割れを予想したが、それが既にも実現されている今、焦点はパリティ割れの有無になるだろう。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2024年 1～11月(実績)	12月	2025年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	139.58 ～ 161.96 (150.58)	146 ～ 152 (147)	144 ～ 151 (146)	145 ～ 152 (147)	147 ～ 154 (150)	150 ～ 158 (154)
ユーロ/ドル	1.0332 ～ 1.1214 (1.0562)	1.04 ～ 1.07 (1.05)	1.03 ～ 1.06 (1.04)	1.00 ～ 1.06 (1.05)	1.03 ～ 1.08 (1.06)	1.04 ～ 1.10 (1.07)
ユーロ/円	154.94 ～ 175.42 (159.04)	153 ～ 162 (154)	150 ～ 159 (152)	149 ～ 158 (154)	153 ～ 163 (159)	157 ～ 168 (165)

(注) 1. 実績の欄は11月29日までで、カッコ内11月29日の午前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～弱まる「実需の円売り」 vs. 強まる「投機の円売り」～

《第二次トランプ政権の現状と展望～日本への影響を考える～》

第二次トランプ政権でも円安・貿易黒字批判は健在

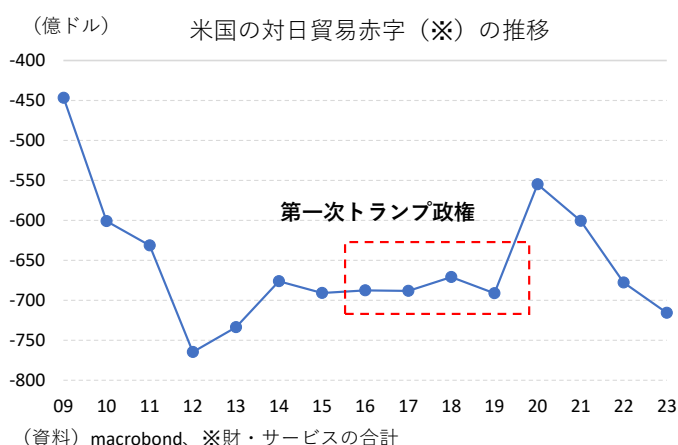
トランプ氏再選の日本経済に対する影響は様々な切り口から議論されるが、現実的に最も心配すべき論点は通商分野での関係性悪化であろう。いくら大統領が騒いだところで米国の物価・金利環境が強含んでいる以上、ドル高の裏返しとしての円安（だけではなくその他通貨安）は修正されにくい。その物価・金利環境の強含みを促すのがほかならぬトランプ氏なのだから救いも無い。11月22日には投資家のベッセント財務長官が指名され、リフレ色に彩られたトランプトレードに落ち着きが見られ、特に米金利がまとまった幅で低下している。しかし、財務長官と大統領の言動が一致しないことは第一次トランプ政権で頻繁に見られた構図であり、実際に政権が動き出してみなければ何とも言えない。

基本的に第二次トランプ政権の4年間でも円安と日本の対米貿易黒字が状況証拠として残り、その因果関係を指差しながらトランプ氏が日本との不公平な貿易関係に不平不満を吐露する場面は出てくるだろう。修正されない円安に腹を立てたトランプ氏が着想するのは恐らく追加関税である。

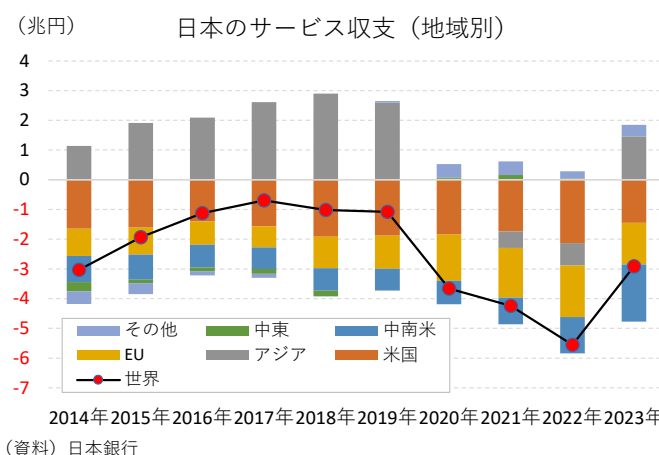
今回の大統領選挙でも円安批判は散見されてきた。例えば今年4月、約34年ぶりとなった円の対ドル相場に関し、トランプ氏はSNS上で「アメリカにとって大惨事(a total disaster)」と投稿して話題を集めた。さらに、同氏はドル高に関し「愚かな人々にとっては聞こえがいいが、米国内の製造業はドル高で競争できなくなっており、ビジネスの多くを失ったり、外国に工場を建設したりすることになる」と述べた上で、バイデン大統領がこの状況を看過しているとの批判を展開した。なお、7月にはメディアに対するインタビューで「強いドルに対して弱い円、弱い（中国の）人民元は今や強烈で、私たちは大きな通貨問題を抱えている」、「（ドル高の結果）米国企業がトラクターなどの品目を国外で販売しようとするのにとてつもない障害になっている」などとも述べている。基本的にトランプ氏の脳内は「円安はドル高の裏返しであり、米国の製造業が煮え湯を飲まされている」という価値観が根付いている。

自動車とデジタルの売りつけ合い

そうした価値観は自身の政治戦略も相まって半永久的に変わらないであろう。とすれば、今後、同種の発言は恐らく繰り返されるはずだ。しかし、トランプ氏の円安批判には少なくとも2つの誤解がある。まず、米国の対日貿易赤字は「34年ぶりの円安」に呼応して拡大しているわけではない。確かに、2020年からの3年間で米国の対日貿易赤字は拡大基調にあるが、第一次トランプ政権と概ね同程度の約700億ドルである（図）。基本的に日本の自動車が米国で売れて、米国のそれが日本で売れていないのは為替の影響ではなく単純に商品の「質」の差異を検討すべき話である。ここで敢えて財・サービスの貿易収支で議論しているのは近年の日本ではサービス赤字におけるデジタル赤字が争点化しやすい状況を踏まえている。現状、日本のサービス赤字を地域別に見ると米国、欧州、中南米



に由来している部分が多い(図)。中南米への支払が膨らんでいるのは再保険市場が発達しており、保険・年金サービスを中心とする支払で赤字が膨らんでいることの結果である。片や、対米国や対欧州はサービス収支赤字の中でも特にデジタル関連赤字の寄与する部分が多い。過去の本欄でも詳述した通り、欧州に関してはアイルランドを中心として GAFAM に象徴される米巨大 IT 企業の拠点は欧州に置かれている実情がある。つまり、対欧米で記録される日本のサービス赤字



の多くは究極的には対米国企業の赤字である。財貿易では負けていても（本来貿易は勝ち負けではないが）、サービス貿易では圧勝しているという事実をトランプ氏は軽視している。むしろ、円安によって日本が米国に支払う各種プラットフォームサービスの代金は増え、サービス赤字（米国から見れば黒字）拡大に寄与している。この点はトランプ氏が理解できていない（あるいは理解していても見ようとしていない）もう 1 つの誤解と言える。

日本の対米サービス赤字は基本的に GAFAM の提供する商品の「質」に由来しており、そこに日本が不公平と口を挟む余地は無い（租税回避的行動を除けば）。なお、欧米主要都市に拠点を有する巨大な外資系コンサルティングファームに対する赤字も近年増えていそうだが、これについても日本が不公平を訴えることは無い。日米の貿易サービス収支を総括すれば、「自動車を売りつけられている」米国と「プラットフォームサービスを売りつけられている」日本という構図がある。米国が片務的な不公正貿易を強いられているかのような認識は実情に沿わず、サービス取引まで視野を拡げれば、むしろ日本の赤字拡大傾向の方がアップサイドはあるくらいだ。基本的に不平不満は根拠が薄弱である。

日本の対米投資は誇るべき

とはいえ、トランプ氏にそのような正論は通じそうにない。本来、いくらトランプ氏が円安批判を展開しても（部分的にはトランプ氏のせいで）日米金利差が大きいまま放置され、日本全体の外貨需給構造が脆弱な現状では円の対ドル相場がトランプ氏の満足いくまで円高になるのは難しい。多額の対米貿易黒字を抱える日本の円安修正がままならない現実を前にトランプ氏が着想するのは「追加関税でこらしめる」という方向性だろう。もしくは、「それ（追加関税）が嫌なら対米投資を増やせ」といった第一次トランプ政権で見られた要求である。だが、これまで何度も議論された話だが、日本は米国の雇用・賃金情勢に対して多大な貢献を果たしている国の 1 つであり、とりわけ自動車産業の直接投資が大きいことで知られている。製造業に限れば、日本が最大の貢献国になってきたという歴史もある。米商務

米国進出企業の雇用者数・雇用者報酬に占めるシェア(2021年)

	雇用者数	雇用者報酬
英国	15.4%	13.3%
日本	12.6%	12.4%
ドイツ	11.6%	11.5%
カナダ	10.9%	10.6%
フランス	9.3%	8.1%
中国	1.5%	1.2%
イタリア	1.3%	1.0%
韓国	1.1%	1.3%

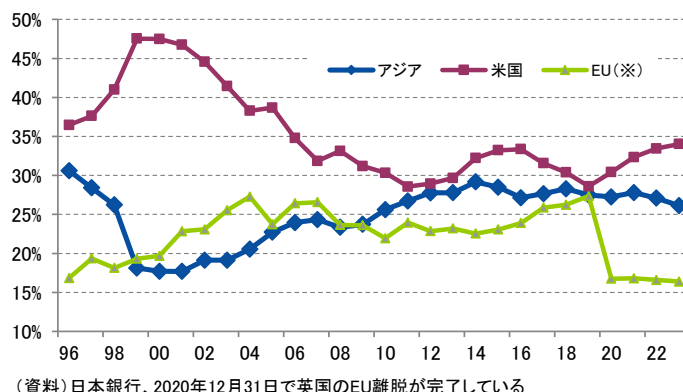
(資料) 米商務省

省のデータを見ても（前頁図）、日本企業の米国経済への貢献の大きさは議論の余地がない。

この点に関し、当時の安倍首相がトランプ氏に正面から説いたこともあった。今後の政府・与党においても同様の働きかけを期待したい。現状、日本企業による対外直接投資残高のうち最大のシェアを誇るのは未だに米国（34%）で、1990年代後半以降の猛追を経てアジア（23年時点で26.1%）はこれに追いつけていない（図）。近年、アジアのシェアが低下傾向にあるのは中国から他地域へ拠点の再構築が行われている影響であり、今後も続く公算が大きい。この点、日本企業

は米国・欧州・グローバルサウスという三極を軸に拠点の再構築を迫られる現状がありそうだが、トランプ氏の働きかけがなくとも既に設備投資の実績が多くあり、（他の二極に比べれば）予見可能性が高い米国は投資先として選ばれやすいのではないかな。歴史的に日本企業が対米貿易で得た外貨が対米直接投資を通じて米国へ還元されている事実は誇っても良いし、今後もそうなる可能性はある。

対外直接投資残高における地域別シェア



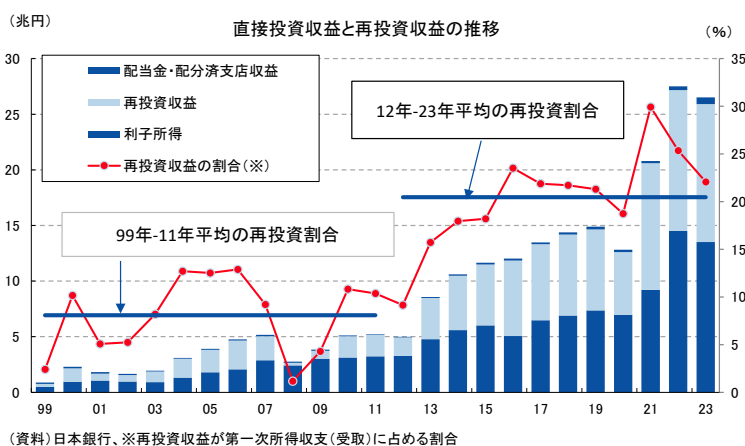
「仮面の黒字国」の実利を受けるのは海外

また、過去の本欄でも執拗に論じてきた通り、そうした日本企業による対外直接投資からの収益は年々拡大しているものの、その半分近くは日本へ回帰せずに現地で外貨のまま再投資される傾向がある（図）。統計上は直接投資収益の増加で第一次所得収支黒字ひいては経常収支黒字が切り上げられているものの、再投資収益の占める割合が年々拡大しているため、実際、日本経済にとって実体的な影響は乏しい。こうした「統計上は黒字だが、キャッシュフロー上は黒字ではない」という状況について筆者は「仮面の黒字国」問題と読んで議論を展開してきたが、この事実は今や日本

の経済論壇では通説化し、政策担当者からの照会も非常に多くなっている。

こうした日本の立ち位置は第二次トランプ政権の下で積極的にアピールすべき論点である。どう考えても「仮面の黒字国」の実利を享受するのは投資受け入れ先の国（この場合は米国）であり、投資する国（この場合は日本）ではないからだ。米国を筆頭に日本企業から投資を受け入れてきた国はそこから雇用創出効果などを享受でき、賃金上昇という恩恵も当然あったはずだ。片や、日本は経常黒字を抱えていても通貨安によりインフレを輸入するような状態に悩んでいる。

だが、為替市場でしばしば話題になる米財務省公表の「為替政策報告書」は為替操作国認定にあたって経常黒字の多寡を判断基準として設定しており、「仮面の黒字国」問題は斟酌してくれない。しかし、日



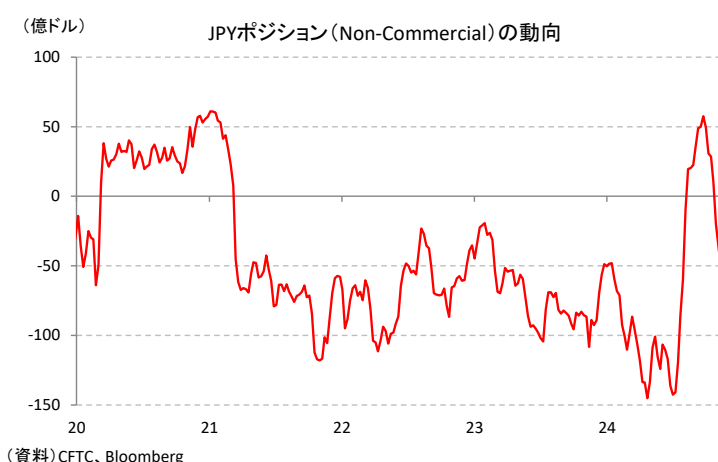
本（の経常収支）が置かれている状況を客観的に考えれば、米国から「通貨安で黒字を貪っている」といった旨の批判を向けられても、戸惑いしかない。日本の経常黒字に関しては、米国から称賛されることはあっても非難される筋合いはないという事実を、国際収支統計の数字を中心として第二次トランプ政権にも沁み込ませていくことが、まず石破政権に期待される所作の1つとなっていくだろう。

《円相場の需給環境について～弱まる「実需の円売り」 vs. 強まる「投機の円売り」～》

トランプトレードで「投機の円売り」が起動

多少の調整は織り交ぜつつも 11 月の金融市場ではトランプトレードという名で財政・金融政策が拡張方向で織り込まれており、米国の物価・金利情勢については上振れするとの見通しに傾いた。こうした流れの中、ドル/円相場は 150 円台で定着し、一部では 160 円台復帰を見越す声まで見られ始めている。果たして、この状況をどう読むべきか。現状の円安は 9 月以降、米国経済に対するノーランディング（＝リセッション回避）シナリオが確度を増しており、これに伴って FRB へのタカ派観測も強まり、日米金利差が再拡大を強いられているためだ。為替相場の方向感金利動向に伴う投機筋の挙動に依存しやすいが、水準感は需給に依存しやすいというのが筆者の認識である。2022 年 3 月の 110 円付近から 2024 年 7 月の 160 円までの動きを日米金利差拡大だけで説明するのは難しい。

そこにはキャッシュフロー（CF）ベースで見た経常収支の赤字化や新 NISA 稼働に伴って急遽登場した「円の新しい売り手」である家計部門の存在など、基礎的需給環境の激変も考慮されるべきだろう。後述するように、現状では需給の改善が明らかに進んでいるものの、ノーランディングシナリオに賭けた円キャリー取引が復活しつつある。投機筋の動向を反映される IMM 通貨先物取引の状況を見ると、投機の円売り持ち高は今年 7 月末以来の水準に達している（図）。これから日米金利差が再び拡大するとの投機的な読みが盛り上がり始めている証左である。本稿執筆時点で「投機の円売り」はまさに盛り上がりの途上にある。



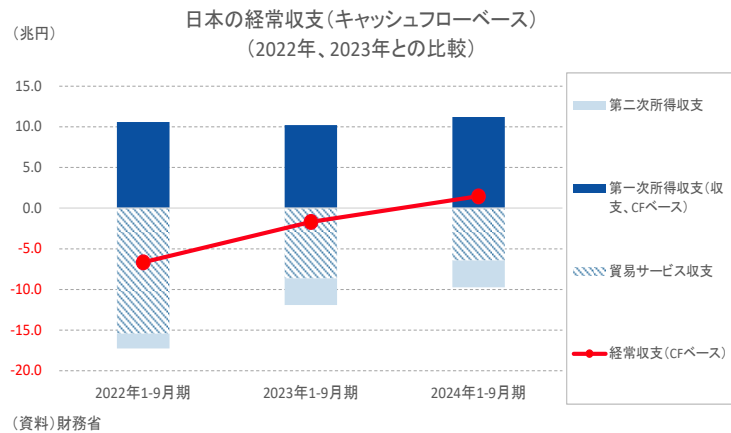
円相場の需給は改善中

しかし、「投機な円売り」とは裏腹に「実需の円売り」は付いてきていない。この点は国際収支統計から判断できる。既報の通り、2024 年初来の黒字額は極めて大きな仕上がりとなっている。実は夏場以降、収まらない円安傾向とは裏腹に国際収支統計から得られる円の需給イメージは明らかに改善傾向にある。2022～23 年は「統計上の黒字」を確保しても、第一次所得収支黒字で円転されないフローを控除した CF ベース経常収支で見ると安定的な黒字が確保できないという状況が続き、それが円安相場の底流にあるというのが筆者の仮説であった。これが世に言われている構造円安説の要諦とも言える。

しかし、CF ベース経常収支の 1～9 月合計に関して 2022 年以降の動きと比較すると、2022 年は約▲6.7 兆円、2023 年は約▲1.7 兆円だが、今年は約+1.5 兆円と黒字を回復している（図）。図示するように、この最大の原動力は貿易サービス収支赤字の縮小である。より詳細に言えば、①資源価格の落ち着きに伴い貿易収支赤字が縮小傾向にあること、②旅行収支黒字が前年比で拡大傾向にあることが挙げられる。それぞれ数字を見ておくと、1～9 月合計

に関し、旅行収支黒字は 2023 年の+2 兆 4180 億円から今年は+4 兆 3542 億円と倍近くに増えており、貿易収支赤字も▲5 兆 4540 億円から▲3 兆 8123 億円へ縮小している。そうした動きを背景として貿易サービス収支赤字は▲8 兆 6337 億円から▲6 兆 4434 億円へ+2 兆円以上も改善している。

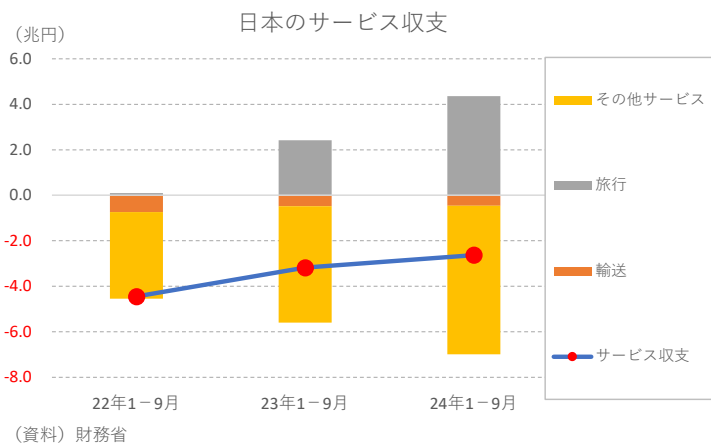
なお、第三の理由として③CF ベースで見た第一次所得収支黒字が僅かに拡大しているという点も挙げられる。2023 年 1～9 月期を例にとると、第一次所得収支黒字は統計上で+26 兆 4022 億円の黒字、筆者試算の CF ベースでは約+10 兆円の黒字だった。これに対し、今年 1～9 月期を例にとると、統計上で+32 兆 1904 億円の黒字、CF ベースでは約+11.2 兆円の黒字である。円転率（円転された第一次所得収支黒字÷第一次所得収支黒字の合計）は前年比で若干下がっているが、統計上の黒字が前年比で+6 兆円以上も（恐らく円安もあって）かさ上げされているため CF ベースで見た第一次所得収支黒字、ひいては経常収支も改善しているという実情がある。いずれにせよ経常収支から判断される「実需の円売り」の勢いは近年においては鈍化傾向にあると考えて良いだろう。



デジタル赤字は 2 年で約 1.7 倍

なお、旅行収支黒字の急拡大と相まってその問題が表面化していないものの、筆者が「新時代の赤字」として注目してきたデジタル赤字を中心とするその他サービス収支赤字は過去最大の記録に向けて拡大中である（※「新時代の赤字」については過去の本欄でも何度か議論しているので参照頂きたい）。

この点、同じく 1～9 月合計に関して比較すると、その他サービス収支は 2023 年の▲5 兆 1152 億円から今年は▲6 兆 5208 億円へ拡大している（図）。ちなみに 2022 年は▲3 兆 8128 億円だったので 2 年で約 1.7 倍に膨れ上がったことになる。その他サービス収支（新時代の赤字）のうち、デジタル関連収支に類する部分に着目すれば 2022 年は約▲3 兆 5091 億円、2023 年は▲4 兆 2126 億円、今年は▲5 兆 1639 億円へと順当に拡大している。これも 2 年で約 1.7 倍ゆえ、「新時代の赤字」はデジタル分野にけん引され



た赤字と言って差し支えないことも分かる。重要なことは旅行収支黒字の顕著な拡大は昨年 3 月まで水際対策をしていたことの反動だが、デジタル関連収支はあくまで自然体で増勢が続いているという違いがある。常々論じているように、日本の国際収支の未来を考えるのであれば、「増え続けるデジタル関連収支赤字、人手不足で頭打ちが見えている旅行収支黒字」という構図は懸念されてしかるべきであり、必然的にサービス収支赤字が拡大基調に入ることが予見される。それ自体は構造的な円安要因である。

投機主導でボラティリティは拡大しやすい

このように 2024 年初来の数字を見る限り、経常収支構造の脆弱性に起因する「実需の円売り」は後退している印象が強い。現状を総括するならば、「実需の円売り」が後退する一方、「投機の円売り」は加速しているという構図である。しかし、実需の支えを欠いた円安相場は薄氷でもあり、米国経済に対する自信と共に雲散霧消しやすいことは 8 月初頭の大混乱で目にした通りだ。当面、円安方向に振れやすいとしても、過去 2 年以上続いた相場と比べると「実需の追い風」が無い分だけ安定感に欠ける一方、「投機の追い風」を受けて大きなボラティリティが出やすくなる恐れはある。そのような風景は実際に第二次トランプ政権が始動すれば否応なしに確認されるだろう。既にカナダドルやメキシコペソなど一部通貨が大きな変動に見舞われているように、大統領の SNS の呟き 1 つで市場が揺れる地合いが常態化することだろう。投機で構築されたポジションはそうした材料に敏感な反応を示すはずだ。

足許の円安つきを受けて、160 円や 165 円といった気の早い見通しも散見されるが、そこへ到達するにしても「実需の円売り」を埋めるだけの大きな「投機の円売りが必要」になるというのが筆者の基本認識である。円安の背後にあるドライバーは何なのか。冷静に切り分けながら展望を練るべきである。

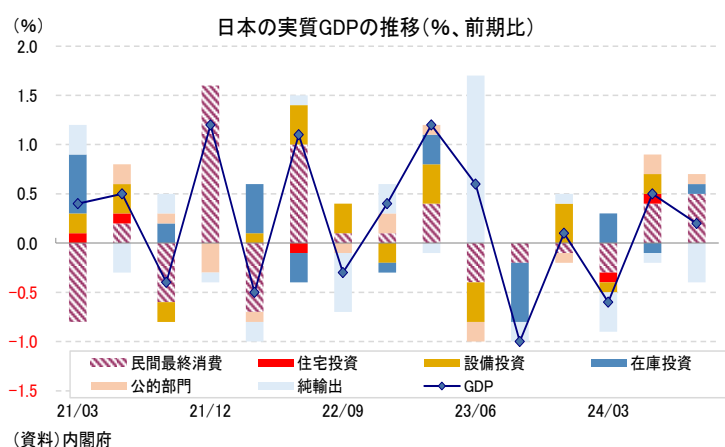
《日本経済の現状と展望～12 月日銀利上げによって「渡りの船」になるか？～》

12 月利上げによって「渡りに船」

本稿執筆時点では 12 月最後となる日銀金融政策決定会合について、利上げ織り込みが着々と進みつつある。現在、積み上がりつつある投機的な円売り持ち高の大きさを考えると、果たして 8 月初頭のような混乱が起きないのかどうか。一抹の不安も抱えざるを得ない。しかし、慢性的な円安相場を回避したいという動機に照らせば、断続的な小幅利上げというのは当面、不可避の選択肢にはなってくるのだろう。

なお、日銀の「次の一手」を検討する上では 11 月 15 日に内閣府から公表された 2024 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率(1 次速報値)の数字も参考になるかもしれない。実質 GDP 成長率は前期比年率+0.9% (前期比+0.2%) で、市場予想の中心である前期比年率+0.7%を上回った。成長をけん引したのは個人消費で前期比+0.9%と 2022 年 4～6 月期以来、9 期ぶりの高い伸び幅を記録し、成長率全体に対する寄与度

は+0.5%ポイントに達している(図)。その背景として指摘されるのは 3 兆円超の定額減税だが、前半は自動車販売が認証不正問題で抑制されていたという経緯もあり、それも含めた一時的要因の剥落が消



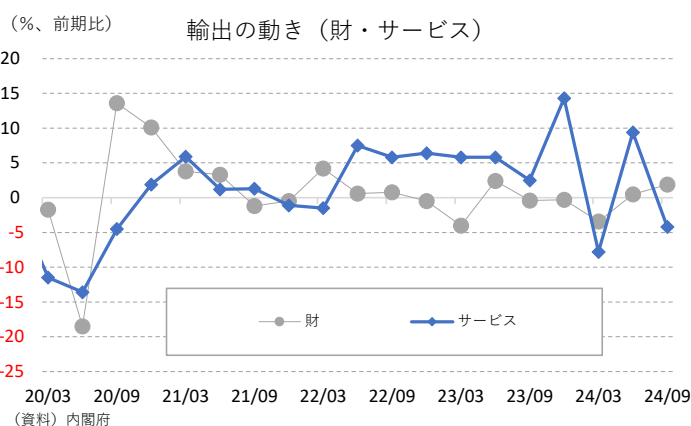
費を押し上げているとの解釈が腑に落ちる。言い換えれば、そうした一過性の追い風が個人消費を押し上げているのだとすれば、今回の勢いが続く保証は全くない。

片や、個人消費と共に民需の柱である設備投資は前期比▲0.2%と2期ぶりに減少に転じている。しかし、これに関して言えば、前期が大きめの伸び（前期比+0.9%）であったこと、台風を受けて操業が停止された工場があったことを踏まえると、過度に不安視する必要は無い（季節調整前原系列では前年比+5.4%、年初来3期平均でも+5.0%の増勢が維持されている）。日々報じられている通り、少なくとも今期の企業収益は好調が維持されている。個人消費で好調が維持され、設備投資も大きく腰折れたわけでもないのに成長率が精彩を欠いているのは後述するように純輸出が大幅なマイナス寄与となったためだ。

こうしたGDPの仕上がりは日銀ウォッチの観点から看過できない。成長率自体に大きなサプライズは無くとも、日銀が「堅調な内需」を主張するのは十分可能な数字とも言えるためだ。本稿執筆時点では利上げを50%以上織り込みつつある12月18~19日の日銀金融政策決定会合にとって、格好のエクスキューズになった可能性はある。もちろん、細かい話をすれば、今回、内需を支えたのは個人消費だけで、民間在庫変動と政府消費（それぞれ寄与度は+0.1%ポイントずつ）を除いた最終需要は前期比+0.1%とほぼ伸びていない。よって、利上げの正当性に疑義を呈する向きも当然であろう。だが、既に円安経由でインフレの上方リスクが増している以上、7月と同じロジックで利上げする誘因は存在している。表立って為替を理由にしたいくないとすれば、今回の個人消費の数字は「渡りに船」となる可能性がある。

インバウンド消費、「終わりの始まり」なのか？

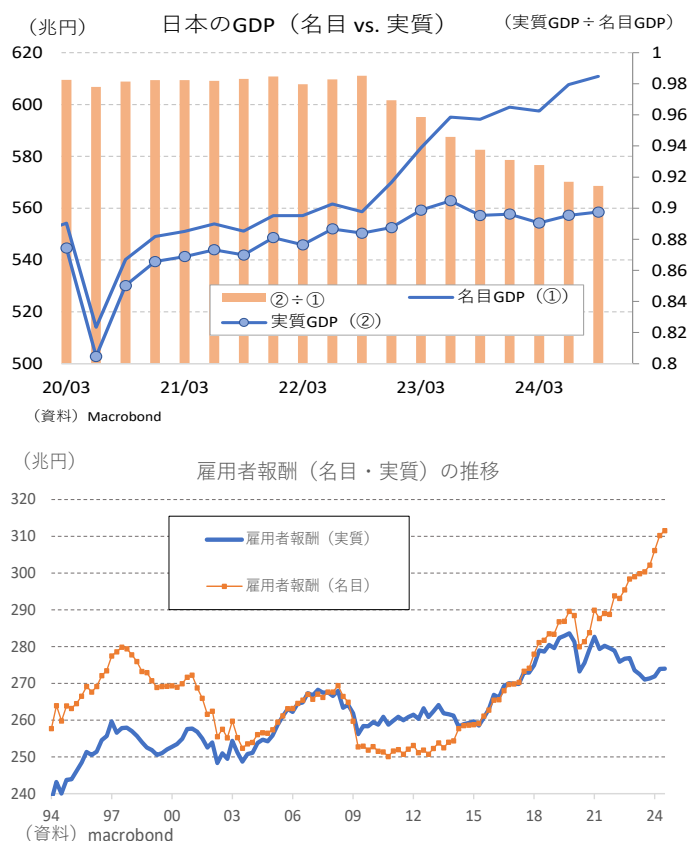
個人消費とは裏腹に今回、弱さが目立ったのが外需だ。特にインバウンド消費を示す「非居住者家計の国内での直接購入」は前期比▲13.3%と2022年4~6月期以来、8期ぶりのマイナスに陥っている。なお、2桁マイナスはパンデミック発生を受けて世界の国境が閉ざされた直後である2020年4~6月期（前期比▲81.0%）以来だ。7~9月は円相場が急騰したことや複数の台風が上陸したことなど旅行需要の抑制を強いる要因があったものの、果たしてそれだけなのかだろうか。筆者はかねて人手不足などに起因するインバウンド消費の頭打ちを懸念してきた。今回のマイナスが「終わりの始まり」の予兆なのかどうかは気になるところである。インバウンド消費の減退を背景としたサービス輸出の押し下げもあって輸出全体では前期比+0.4%と極めて小さな伸びにとどまっている（図）。一方、輸入全体では前期比+2.1%と伸びており、純輸出の寄与度は▲0.4%ポイントと成長を抑制している。



拡がる名実 GDP の乖離

上述したように、今回の結果を日銀がどう汲み取るかが最大の関心事となる。これで実質GDP成長率は2四半期連続のプラスであり、堅調と言い張れないことは無い。しかし、過去2年間の円安を通じ、家計部門を中心としてインフレの痛みが浸透しつつあるのも間違いない。図に示すように、GDPの名実

格差は拡大の一途を辿っている。名目 GDP に対する実質 GDP の規模は着実に小さくなっている。定額減税を受けた今期の仕上がりはさておき、インフレ税により可処分所得が目減りし、基本的には個人消費が思うように伸びていないというのが近年の日本で起きていることだろう。円安を背景としてインバウンド需要が高まり、外国人の消費・投資意欲に近い財・サービスから値段が押し上げられ、日本人の消費・投資意欲がクラウドアウトされているという側面もある。円安を通じて日本はインフレを輸入している状態であり、そのインフレに見合った名目賃金の上昇が確保されていないので実質 GDP は思うように伸びていかない。雇用者報酬を見れば名目で伸びている一方、実質で減っているのだから必然の帰結である(図)。10～12 月期は定額減税や自動車販売にまつわる一時的押し上げ効果が剥落するため個人消費は減少に転じる可能性もある。



結局、処方箋は利上げ

もちろん、だから「日銀は利上げすべきではない」という話ではない。7～9 月期 GDP における個人消費は非常に強いものであったが、そのスナップショットを理由に利上げを強弁するのは無理筋だという話だ。利上げがあるとすれば7月同様、「想定外の円安によるインフレリスクの高まり」と整理する方が腑に落ちるし、その可能性が高まっているのは間違いない。今後、個人消費が弱含むとしても、それは恐らく円安経由でインフレを輸入していることに起因しているはずであり、どの道、利上げは処方箋として検討せざるを得ない。もちろん、本稿執筆時点では米 11 月雇用統計を筆頭にまだ見るべき指標はたくさんあるため、確たる日銀プレビューをできる状況にない。しかし、1 月の展望レポートを待たず、12 月に利上げが行われる可能性は相応に高いように思われる。

《米金融政策および経済の現状と展望について～トランプ 2.0 はインフレ 2.0～》

12 月利下げの現状維持織り込みは 4 割強

11 月 6 日から 7 日にかけて開催された FOMC は市場予想通り、FF 金利誘導目標を 4.50～4.75%へ▲25bp 引き下げた。引き下げは 2 会合連続となる。11 月下旬にかけて公表された同会合の議事要旨では多く (many) のメンバーが「中立金利の水準に関する不透明性のため金融引締め度合いの評価が難しくなっている」との考えを示し、「金融引締めの解除は緩やかにすべきとの考えを示した」という事実も明らかになっている。当面、利下げが続く公算は大きいものの、その回数には終わりが近づいているという印象が抱かれる内容である。会合後のパウエル FRB 議長は「勝利宣言はしないが、今後数年間、でこぼこ

道を経つつもインフレ率が2%前後で落ち着くというストーリーはかなり一貫性がある」と述べ、追加利下げの可能性を含みを持たせているが、10月以降、米経済指標で強い内容が相次ぎ利下げの正当性に疑義が生じているのも事実である。ゆえに議事要旨にも連続利下げへの警戒感が滲み出ているのだろう。

11月初頭に発表された米10月雇用統計の衝撃的な弱さに関してもパウエル議長はストライキやハリケーンの影響を差し引けば相応に強かった可能性に言及しており、失業率についても上昇しているとはいえ、依然低位にあることを踏まえれば、労働市場の減速には予断を持てないとの姿勢を示している。その上でコアインフレ率が家賃更新のラグなどを背景として未だ減速に時間を要する可能性にも言及が見られた。こうしたFRBからの情報発信を受けて、本稿執筆時点では12月17～18日のFOMCについて現状維持を4割強織り込む状況にある。要すれば、「9月に始まった利下げ局面は2回の決定を経て一旦お休み」との思惑が相応に強まっており、これがドル/円相場の下支えになっている。

問題は2025年以降の話

なお、11月利下げは元々100%織り込まれていた既定路線であり、12月利下げのスキップについても11月会合以前から少しずつ織り込みが始まっていた。問題は第二次トランプ政権を当て込んだ2025年以降の政策金利をどう読むかである。既にトランプトレードという名で財政・金融政策が拡張方向で織り込まれているように、米国の物価・金利情勢は上振れするとの見通しが強まっている。会見においてパウエル議長は「選挙が近い将来に政策決定に影響を与えることはない」と明言しているが、新政権の発足が2025年1月であり、政策執行に伴って経済・金融情勢に影響が出るとすればさらにその数か月先になる。元々、市場は「選挙が近い将来に政策決定に影響を与える」とは考えていないはずであり、もっと未来の話を織り込んで現在のトレードに落とし込んでいると考えるべきだろう。この点もパウエル議長が認めてはいたが、前年比で見た米金利が上昇していることを考えると、金融環境が緩和方向へ調整される中で景気も復調傾向にあるというのが現状であろう。

筆者はFRBの「利下げの終点」が争点化する大まかなタイミングとして来年半ば以降を想定し、これを為替見通しに反映させているが、既にそれを話題にする向きは散見され始めている。思ったより利下げ局面が短命に終わる可能性を意識して160円台復帰を口にするアナリストも増えている。この点、投機筋の円ポジションがショートに転じ、その積み上がりも相応に進んでいることを踏まえると、筆者は短期的にはその揺戻し（円の買戻し）を警戒したい立場ではある。しかし、中長期的には米経済のノーランディングを前提とした円安再起動は予想して然るべきという立場でもある。

「トランプ2.0はインフレ2.0」という難題

実際、次期トランプ政権で予想される各種政策は基本手にインフレ誘発的な性格を有するものが多い（次頁表）。ベッセント次期財務長官が財政規律を強調したことで米金利は低下しているものの、その持続可能性を現時点で確信するには至っていない。第一次政権時代の記憶を辿る限り、トランプ氏はインフレ期待を煽るような政策運営をしながらも金融・通貨政策に関して低金利やドル安への志向を吐露するという支離滅裂な行動を繰り返すことが予想される。総需要を高める拡張的な財政政策、輸入単価を引き上げる通商政策、労働需給をひっ迫させる移民政策などが相まって第二次トランプ政権下での米国の一般物価はどうしても加熱しやすい、一言で言えば「トランプ2.0はインフレ2.0である」という当選当初の先入観を覆せるかどうか、最初の3か月程度で問われてくるだろう。その中でベッセント次期

財務長官の「3-3-3」政策（①28年までに財政赤字をGDP比で3%まで削減、②GDPを+3%に押し上げ、③原油生産を日量で300万バレル増産）との整合性を市場参加者はチェックしていくことになる。

結局、米国の通貨・金融政策はこれらの政策を受けて事後的に決まるに過ぎない。トランプ氏が低金利やドル安を希望しても実体経済がそれを許すかどうかは別次元なのである。

多くの市場参加者は既に忘れてしまっている事実だが、パンデックの最中、多額の現金給付に象徴される拡張財政を展開し、インフレの芽を蒔いたのはトランプ政権だった。もちろん、バイデン政権もそれを引き継いだので結局、共和・民主両党がインフレ高進については同罪ではあるが、第一次トランプ政権時代からトランプ氏のイメージはインフレ高進と親和性が高いのは間違いない。当面、FRBは利下げ局面継続の正当性を謳い続けるだろうが、それが現状に即するかどうかは全てトランプ氏の挙動に委ねられてしまっている。その意味で12月の利下げ有無やドットチャートを含めた情報発信は平時に比べればウォッチする意味が薄れてしまっているとも言える。

トランプ次期政権下の政策と相場イメージ

	方向性	具体策	物価	米金利	ドル
財政政策	緩和	法人税引き下げ、トランプ減税恒久化など	上方向	上昇	ドル高
金融政策	緩和（→引き締め）	トランプ氏自身、ドル安・低金利を志向。結果的にインフレ誘発的。	上方向	低下（→上昇）	ドル高
通商政策	引き締め	一律関税（対中で60%、その他の国々は10%～20%）	上方向	上昇方向を示唆	ドル高
その他政策	移民制限	「史上最大の強制送還作戦」をアピール	上方向	上昇	ドル高
	エネルギー政策のまき直し	過度な気候変動対策の終焉	下方向	低下	ドル安
	債務上限対策	トリプルレッドで混迷長引かず	？	どちらかと言えば低下方向？	ドル安？

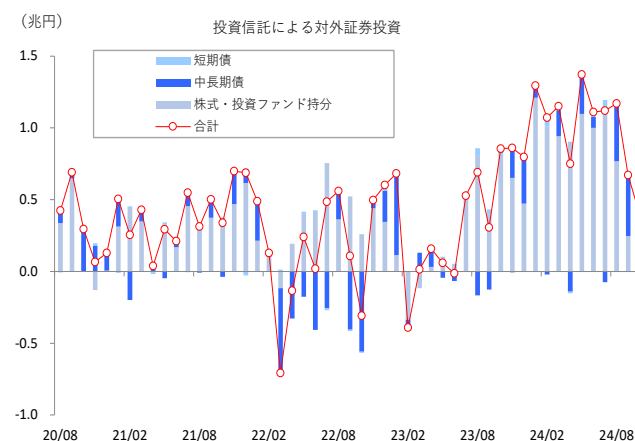
（資料）各種報道などから筆者作成

《メインシナリオへのリスク点検～「家計の円売り」は腰折れたのか～》

「家計の円売り」は13か月ぶりの低水準

年初から円安相場をけん引していると言われてきた「家計の円売り」にやや変調が見られ始めており、中長期の相場を展望する上では無視できない兆しが感じられる。11月11日に財務省から発表された10月分の「対外及び対内証券売買契約等の状況（指定報告機関ベース）」によれば、投資信託等委託会社（以下投信）経由の対外証券投資は+3930億円と昨年9月以来、13か月ぶりの小さな買い越し額にとどまっている。

これを商品別に見ると株式・投資ファンド持分が+2717億円、中長期債が+863億円、短期債

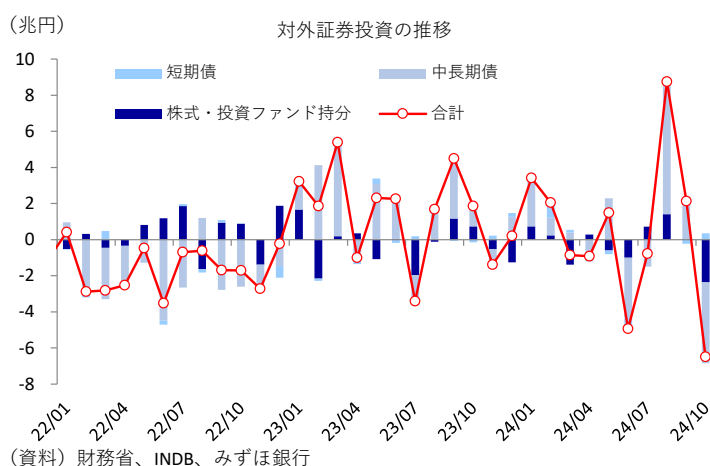


（資料）財務省、INDB

が+350 億円といずれも買い越しを確保しつつ、新 NISA 稼働後としては極めて小規模な水準にとどまった。理由は定かではないが、10 月はトランプ氏勝利の期待が先行する中、米 9 月雇用統計などの劇的に弱い結果にもかかわらず、米金利上昇・ドル高・株高というトリプル高の傾向が強まっていた。かかる状況下、投信（≒家計）を含めて米国債を手放す（損切りする）動きが先行したという観測は根強い。中長期債に限って言えば、FRB の利下げ局面入りが話題になった 8 月と 9 月で 4000 億円前後と歴史的に見ても大きな買い越しが続いていた。その損切りが先行したとの解説は確かに説得力があり、むしろ売り越しではなく買い越しが維持されたことについて評価すべきかもしれない。

対外証券投資全体では過去最大の売り越し

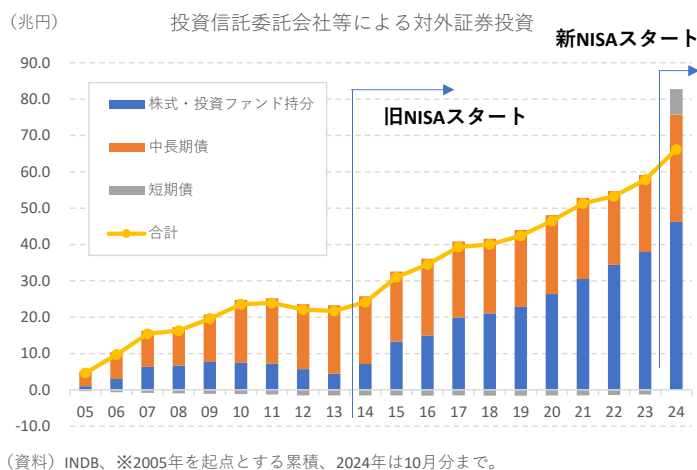
外国債券の売り越しは 10 月全体のテーマでもあった。10 月の対外証券投資全体で見ると▲6 兆 4987 億円で、これは過去最大の売り越しとなっている。図に示すように、やはり中長期債が▲4 兆 4881 億円と過去最大の売り越しとなったことが大きい。しかし、8 月には+7 兆 3370 億円と過去最大の買い越しだったこととセットで評価すべきだろう。上述した「8 月に買って 10 月に損切りした」というストーリーはやはり相応に説得力がある。片や、



対内証券投資に目をやれば+6 兆 5934 億円の買い越しだったので対外・対内証券投資のネット合計では+13 兆 921 億円（6 兆 4987 億円+6 兆 5934 億円）の資金流入超となる。これも過去最大である。しかし、為替市場で実際に起きたことは 150 円台定着に象徴されるドル/円相場の急伸であった。対内・対外証券投資は為替ヘッジ付きフローのボリュームも相応に大きいことからネットの資本流入額と相場つきの間に安定した関係を見出すのは難しい。特に、現状では対内証券投資の多くが株式・投資ファンド持分であるため、その部分は為替ヘッジ付きフローを前提として考えることが妥当である。

「家計の円売り」は腰折れたのか？

そのような中で投信の動向が注目されてきた背景には新 NISA 稼働に伴う「家計の円売り」の多くには為替ヘッジ付きが付いておらず、アウトライトの巨大な円売り主体となっている疑いが指摘される。実際、そのフローが 2024 年上半期の円安局面に寄与してきた疑いは大きい。9 月、10 月と失速したとはいえ年初 10 か月間における投信の買い越し額は+10 兆 1045 億円に達している。残り 2 か月間の買い越しペースが読めないが、既に



昨年実績（+4.5 兆円）の倍以上の円売りが投信から出ている事実を円安相場と結びつけないわけにはいかないだろう。だからこそ「家計の円売り」がこのまま萎んでいってしまうのかは要注目したい。

11 月以降、金利差に応じた投機的な円売りがかささんでおり、NY ダウ平均株価なども史上最高値を模索する地合いが続いていることを考えると、恐らく家計部門による外貨建て資産への投資意欲は復調に至ると筆者は考えるが、8 月の経験などを脳裏に焼き付けつつ「高い内に売る」といった短期的には賢明にも見える決断が優先される可能性はある（元々、日本の家計部門がリスク回避性向の高い投資家であることは周知の通りだ）。そうなると、このまま投信経由の売買動向が売り越しに転じるリスクなども視野に入れる必要があるかもしれない。それ自体は、円安抑制に寄与する潮目の変化であり、日本経済全体にとっては短期的にはプラスと言えるだろう。一方で、資産運用立国という観点からは躓きと評価する向きも出てくるだろう。いずれにせよ未曾有のペースで積み上げられてきた「家計の円売り」がこのまま腰折れしていくのかどうかは円安相場の持続性に大いにかかわる話である。筆者は既に円相場の先安観は家計部門において相当粘着的な相場現象として認知されており、それゆえに堅調なペースでの外貨建て資産投資が続くのではないかと予想するが、そうならないリスクシナリオも念頭に置く必要はある。

◆ ユーロ相場の見通し～続くECB 利下げと引きずられるユーロ相場～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～対照性強まるユーロ圏と米国～》

12 月利下げに援軍か？

11 月、ECB 政策理事会の開催は無かった。しかし、12 月 12 日会合を見通す上で重要な材料となる政策理事会の議事要旨（10 月 17 日開催分）が 11 月 14 日に公表されているので、これに基づき本稿執筆時点の現状を整理しておきたい。10 月会合は順当に▲25bp 利下げが決断された会合であり、ラガルド ECB 総裁会見では域内景気の弱さが強調された。公表された議事要旨からも

ECB金融アナリスト調査（SMA）による当面の予測値

調査時点	実質GDP			HICP（コア）		
	7月	9月	10月	7月	9月	10月
2024年7月	2.8	2.8	2.8	3.0	2.2	1.9
2024年10月	2.7	2.7	2.7	2.6	2.3	2.1
2025年1月	2.6	2.5	2.4	2.5	2.1	2.0
2025年4月	2.4	2.3	2.2	2.2	2.0	1.9
2025年7月	2.2	2.1	2.1	2.1	1.8	1.9
2025年10月	2.1	2.1	2.0	2.1	1.9	1.8
2026年1月	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8

（資料）ECB

域内経済への懸念が透けており、例えば PMI に象徴される最新のソフトデータに関し「短期的には 9 月スタッフ予測を下回る状況を示唆している」と明記されている。また、ECB が月次で実施するアナリスト調査（SMA：The ECB Survey of Monetary Analysts）も、9 月見通しからの下方修正が報告されたことについて言及が見られている。図表に示されるように、現状のアナリスト調査においては 2025 年中にユーロ圏消費者物価指数（HICP）がコアベースで安定的に+2%を割り込んでくるとの見通しが強まっている。ECB が「次の一手」としての利下げを主張するのは合理的な状況は作られつつあった。

「インフレ下振れ（undershooting）はない」との判断

もっとも、域内景気の弱含みは夏場以降でにわかに争点化している材料であり、短期筋を中心に利下げ材料としてクロズアップされ過ぎているリスクもある。政策理事会では相変わらず、名目賃金上昇率が域内インフレの主たる関心事項（a key concern）と明記され、注意深く監視する必要性が謳われている。名目賃金の騰勢は明らかにピークアウト感が生じているものの、一時金や労働協約の数字はラグを伴うため、年内に確認できる数字はボラタイルであるとの意見も見られている。後述するように、妥結賃金や HICP におけるサービス価格が高い伸びを維持しているのは事実であり、だからこそ政策理事会が明確な判断に至るためにはさらなる数字が必要との記述も見られている。さらに、その数字は 2025 年前半にならないと分からないとの言及もあった。

こうした名目賃金の動静も踏まえたインフレ全体の先行き評価に関しては、「安定的に 2%目標を割り込むことはありそうにない。それは地政学的リスクや気候変動リスクが供給ショックに繋がっているという構造的なインフレ基調があるためである」とも明記されている。「scenario of undershooting」については現時点で考える必要がないことが繰り返し説かれている。基本的にインフレ期待に対する警戒が直ぐに解除されるような雰囲気は感じられない。

政策金利の軌道は・・・

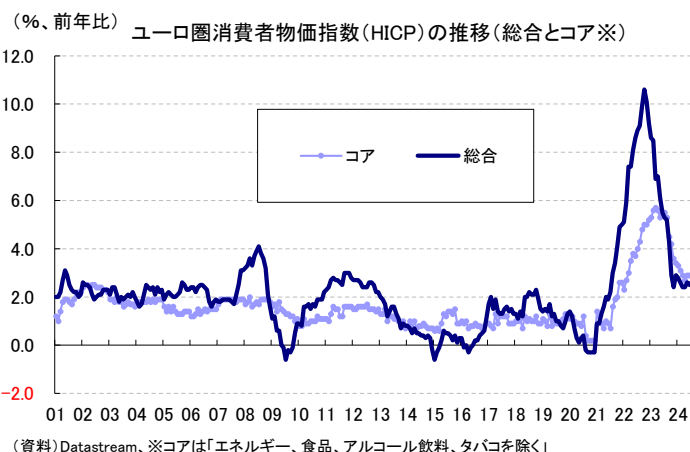
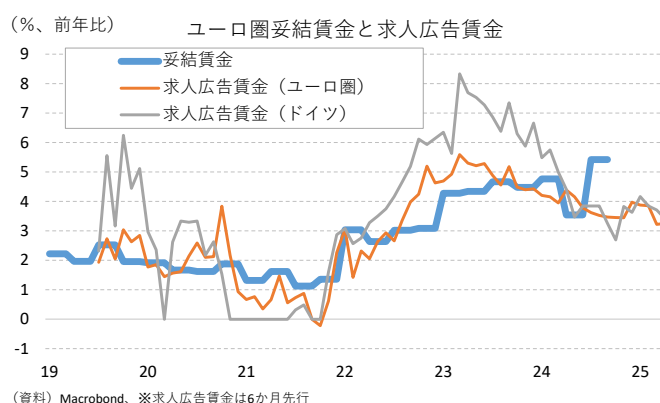
10 月会合をプレビューした「みずほマーケット・トピック」において筆者は 12 月会合までのインターバルが通常よりも長く、米大統領選挙も挟むため「10 月 17 日会合で利下げを見送ることの『ツケ』は非

常に大きく、12月会合では▲50bpという可能性も浮上する」と考えた上で、そうした非連続的な政策運営を嫌うラガルド体制では10月時点で▲25bpの予防的な利下げが行われる可能性を予想した。議事要旨からはそうした趣旨が実際に確認できる。数名のメンバー（a few members）からは「より多くの情報を収集し、中期的なインフレ見通しについて包括的な評価が得られる12月まで待つことが望ましい」との見方が提示されているが、そうしたメンバーも「10月利下げは『予防的なリスク管理(the precautionary risk management)』の観点から同意が得られた」と記述されている。結果、▲25bp利下げは全会一致だった。10月政策理事会の議論を踏まえる限り、年内最後となる12月12日会合の利下げは確実視できないようにも感じられるが、元々存在する域内経済への懸念は全く払拭されておらず、そこへ第二次ランプ政権誕生という材料も押し掛かっている現状を思えば、3会合連続での利下げは既定路線であろう。

《ユーロ圏経済とユーロ相場の現状と展望～賃金急騰も意に介さず～》

妥結賃金、史上最大の伸び

以上のような、直近会合の議論を踏まえた上で、基本的な経済指標の強弱を推し量る必要がある。11月20日にはECBの「次の一手」を読む上で重要と目されるユーロ圏7～9月期妥結賃金が発表されているため、この点の整理は必要である。結果は前年比+5.4%と前期の+3.5%から加速し、統計開始以来で最大の伸び率を記録している。同データが公表される前日(19日)にはドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)がドイツの7～9月期妥結賃金として+8.8%と前期の+3.1%から3倍近くの数字を公表しており、これが1993年以来夏以来の強い数字として注目されていた。今回、ユーロ圏の強い仕上がりもドイツの勢いに駆動された部分が多い。ブンデスバンクはこの背景について主に小売部門、卸売部門、外国貿易部門が強い数字となった結果だと述べており、景気の弱さに応じてより高い賃金を所望することで乗り切ろうという労働者の思惑を指摘している。しかし、今後に関しブンデスバンクは「the forthcoming wage negotiations to result in distinctly lower agreements」とも明記しており、これはECBが域内全体に対して持つ相場観と一致する。



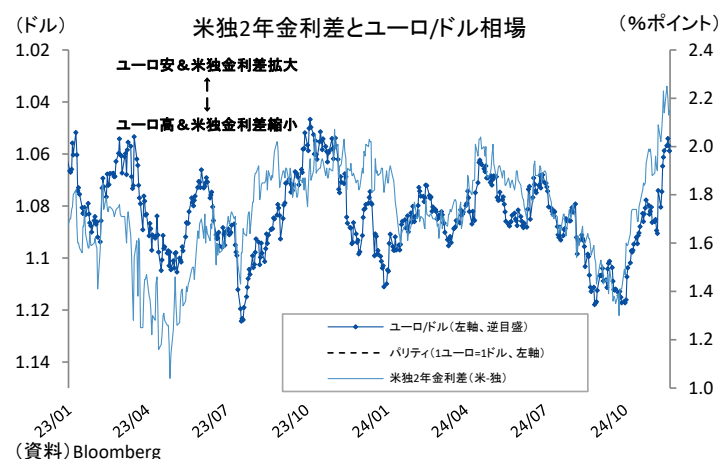
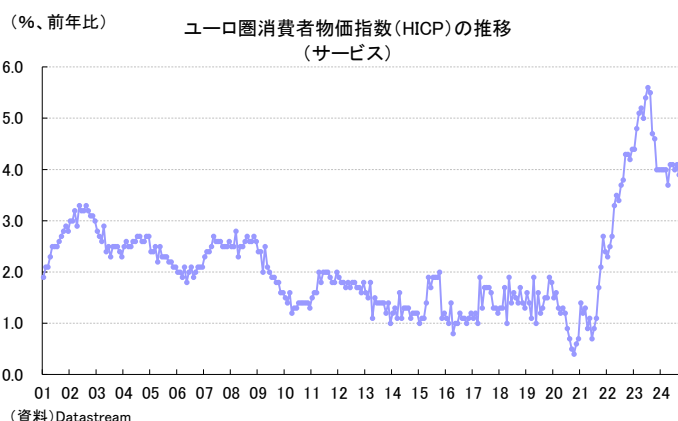
2025年以降の失速と▲50bp利下げの妥当性

実際、前掲図を見ても先行性を有する求人広告賃金が今後のドイツやユーロ圏について妥結賃金の上振れを示唆しているわけではない。今年7～9月期の妥結賃金が求人広告賃金が示唆する以上に上振れた

のは過去の購買力を復元する意図も込めて企業側が一時金対応を行ったからというのが ECB の繰り返してきた説明である。今後、求人広告賃金に収斂するように、妥結賃金も落ちてくというのが ECB やブンデスバンクの公式見解であり、金融市場もこれを織り込んでいるからこそ 12 月 12 日の政策理事会における利下げを既定路線と見ている。とはいえ「▲25bp ではなく ▲50bp」という幅に関して筆者は懐疑的である。可視化されている妥結賃金やサービス価格の強さを踏まえると（右図・上）、如何に「今後は下がる」という見通しを持っていたとしても ▲50bp は踏み込みにくいのではないかと。また、ECB が伝統的に注目する 5 年先 5 年物インフレスワップフォワードも低下傾向にあるとはいえ、現時点では 2% を割り込んでいるわけではない。インフレ期待のアンカーが外れたゆえに大幅利下げが必要と判断すべきかどうかは微妙な情勢である（図・下）。もっとも見方によっては「アンカーが外れてからでは遅いので今動くべき」との判断はあり得る。

そもそも、予想よりも高い賃上げ率が続く中で企業の強気な価格設定行動に繋がっていくリスクは燦々としており、だからこそ ECB から利下げを決め打ちするような情報発信は控えられてきた経緯がある。筆者は依然として ▲25bp の利下げを想定している。とはいえ、それは 12 月会合の ▲50bp 利下げ観測に限った話であり、2025 年上半期を通じて利下げが継続するというには筆者も異論はない。現状、金融市場は 4 月までの 4 会合で ▲120bp 弱の利下げを織り込んでいる。これが最もハト

派なケースだとしても、順当に行けば ▲75～▲100bp という政策金利の軌道はあり得る（4 月までに毎会合で ▲25bp もしくは 1 回だけスキップの場合）。11 月、一時的とはいえ、ユーロ/ドル相場が 1.05 を割り込んだのは「利下げの終わりが近い FRB、利下げの終わりが見えない ECB」という対照性が認知され始めたからであり、こうした動き自体は本欄で想定してきた通りの展開である（図）。



《ドイツ政治の現状と展望について～突如瓦解した連立政権とその後～》

日米政治の裏で崩壊する独政治

10 月末の日本における衆議院解散総選挙、そして先般の米国における大統領選挙を経て日米の政治枠組みが大きな変化に差し掛かっている。しかし、その裏でドイツの政局混乱も極まっていることはあまり注目されていない。既報の通り、2021 年に誕生したシュルツ現政権は 11 月初頭、突如崩壊した。米大統領選挙から数時間後（日付としては 11 月 6 日）の出来事であり、世界的にも埋もれたニュースになっているが、長期停滞局面に入ったと言われる同国の経済に加え、政治までも混迷を極めようとしている現状は特筆される。いや、むしろ経済が停滞しているからこそ、現状打開のための鍵を見失った政治が混迷しているという見方もできるかもしれない。まさに「貧すれば鈍する」の状況である。後述するように、その契機は来年度予算案を巡る政権内部の対立であった。

まず、ドイツ政治の現状を整理しておこう。2021 年 9 月の総選挙でメルケル前首相率いるキリスト教民主同盟（CDU）が敗北した。実に 16 年間にわたった史上最長のメルケル治世が終焉し、アフターメルケルとも言われた時代の始まりだった。CDU に代わって登場したのがシュルツ首相率いる中道左派の社会民主党（SPD）、環境政党である緑の党、リベラル政党である自由民主党（FDP）から成る連立政権であった。しかし、発足当初から懸念された通り、同床異夢を地で行くこの連立政権の組み合わせはあらゆる政策に関し整合性が取れず、断続的な意見相違が表出する中、支持率の低迷が続いてきた。後述するように、社会保障政策や気候変動対策の充実を企図して拡張財政路線を主張する SPD や緑の党に対し、厳格な緊縮路線を主張する FDP という構図が常に存在した。それ以外でも現実的なエネルギー政策を主張する FDP は原発利用に対して寛容な態度をとっているが、この点は再生可能エネルギーの普及を強く主張する緑の党とは文字通り「水と油」である。また、ドイツ社会において常々争点となっている移民政策に関しても、SPD や緑の党は寛容な態度を示す方針にあったが、FDP はより厳格な態度をとってきた経緯がある。互いに部分的な共通項を見つけないが、何とか連立を維持してきたのがこの 3 年間だった。

2025 年 2 月に解散総選挙へ

しかし、エネルギー情勢の悪化を主因としてドイツ経済の低迷が深刻視される中、いよいよ修復し切れない溝が表出し始めた。決定打になったのは、案の定、拡張財政を主張する SPD と緊縮財政を主張する FDP の相違であった。周知の通り、ドイツは憲法において財政均衡規定（通称：債務ブレーキ）が定められ、単年度の財政赤字を GDP 比で 0.35% 未満に収めるという制約がある。なお、この規定は由緒正しい伝統ではなく 2009 年にメルケル政権が導入したものである。

元々、実体経済が弱っているところへ、第二次トランプ政権下での保護主義政策がドイツ経済の足枷となることを見越してシュルツ首相は緊急条項を発動することで債務ブレーキを回避し、拡張財政路線を通じた景気下支えを主張した。経済の現状と展望を踏まえれば、真つ当な判断である。しかし、FDP 党首と財務相を兼ねるリントナー氏がこれを受け入れなかった。常々存在した SPD と FDP の溝はドイツ経済低迷の最中にあっても埋まることは無かった。ロシア・ウクライナ戦争勃発でエネルギー事情が悪化しているにもかかわらず原発を全廃し、現在の景気低迷に至っているが、こうした「現実よりも理想を優先して自滅する」という姿勢は政治のあらゆるシーンに登場する。「帰ってきた病人」とも揶揄されるドイツの現状を踏まえると、政府からのサポートは正統化されるべきだが、FDP は緊縮主義を譲らなかった。結果、ドイツ政局は混迷に向かい、恐らく FDP は次回選挙で政権に入るのは難しいと目される。

かくしてショルツ首相は11月6日の会見で「これ以上は信頼関係を築けない」、「無責任な行動を取っている」と述べ、リントナー氏を財務相から更迭した。連立政権の崩壊である。今後、ショルツ首相は他の野党の協力を取り付けた上で自動車産業への支援や企業部門におけるエネルギー負担軽減策など意中の政策を議会に諮ることになる。その後、2024年12月16日の連邦議会において首相に対する信任投票を行う意向を示している。なお、ショルツ首相は元々、信任投票は2025年1月15日と表明していたが、最大野党であるCDUおよびその姉妹政党であるキリスト教社会同盟（CSU）を中心として早期実施を求める声が多く、これに押された格好である。

不信任が可決された場合、シュタインマイヤー大統領が21日以内に議会の解散是非を決断し、その解散から60日以内に総選挙が行われる。現状では、2025年2月中の解散総選挙という線が濃厚と言われている。従前予定されていた同年9月より半年以上早いものだ。

メルツ次期首相は見えても、連立構成定まらず

まだ、首相の不信任が決まったわけではなく、現時点で総選挙のプレビューを行うのは尚早である。しかし、現時点の趨勢を踏まえる限り、CDU/CSUの政権奪還は確実と見られ、メルツCDU党首が次期首相に就任することが既定路線である。ちなみにメルツ党首はメルケル前首相とは犬猿の仲で絶縁状態とも言われていた人物だ。メルケル路線の否定という側面に照らして...という思惑があるかはさておき、現行のメルツ体制においてCDUは特定の電源を忌避するようなエネルギー政策には反意を表明している。すなわち、これは原発再稼働を辞さないという姿勢と解釈できる。

もっともCDU/CSUだけで単独過半数を獲得するのが難しいとみられる中、再び危うい連立が模索される状況は変わりそうにない。FDPは今回の政治混乱にまつわるイメージの悪さも影響して議席獲得には至らないとの見方は強い。数の上では支持率でCDU/CSUを追いかける極右政党「ドイツのための選択肢（AfD）」との連立が最も話が早いところではあるが、これはCDU/CSUが断固拒否の姿勢にある。ドイツ経済が窮地に陥る中、ドイツ政治にはかつてなく安定が望まれている状況だが、AfDとの連立はほぼ考えられない。そうだとすれば、CDUとSPDの大連立に加え、緑の党など他の政党が加わる展開が予見される。もちろん、SPDや緑の党はCDUの陰に隠れて騰勢が失速することを恐れ、連立を拒否する可能性もある。そもそも緑の党は、過剰な環境保護思想によって自動車産業やエネルギー政策の変容を通じて国民生活が脅かされているとの評が支持率低迷に繋がっており、連立相手としてどれほど戦力になるのか疑義もある（率直に言って、理想に熱を上げ過ぎたドイツ国民の自業自得である）。

そうした中、現在、注目度を急速に集めているのが昨年、結党されたばかり極左政党ザーラ・ヴァーゲンクネヒト同盟（BSW）とCDUの連立である。9月に実施された旧東ドイツ3州の州議会選挙ではBSWとAfDの極右・極左政党が躍進したものの、AfDの州政府参加を阻むためにCDUとBSWが連立協議に入っている。もっとも親ロシア路線を採り、ウクライナ支援を否定するBSWとCDU/CSUの路線は相容れない。CDUとして極左と連立を組むことが禁忌という党則も指摘される。州議会選挙後の妥協すらままならない状況を見るにつけ、国政において両者の連立を当然視するのは難しい。

総選挙の日程どころか、ショルツ首相の信任投票すら行われていない中、選挙について精緻なプレビューはまだ性急である。しかし、フォルクスワーゲンの国内工場閉鎖に象徴されるように、国内外の企業がドイツを活動拠点して敬遠する現状がある。次回総選挙後に考えられる連立の組み合わせは多様であり、現時点での決め打ちはできないが、ドイツ経済が安定した政府による安定したエネルギー政策を過去に

類例がないほど求める状況にあるのは間違いない。今後はエネルギー政策での妥協（≡原発の利用）を筆頭に、財政政策での妥協（≡債務ブレーキの修正）、環境政策での妥協（≡EV 偏重の産業政策の修正）など、多方面での妥協など、多様な妥協がどうしても必要になるはずである。結果、連立政権の組み合わせもまた、ある程度の妥協を時代が要請していると言える。

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。