

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO みずほ銀行

中期為替相場見通し

2025年2月28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～危うい「日銀利上げ一点買い」の円高～

円相場の需給環境について～サービス赤字 10 兆円時代へ～	P.3
日銀金融政策の現状と展望～利上げを催促する円安インフレの波～	P.6
日本経済の現状と展望～鮮明になるインフレ税の爪痕～	P.8
米国の政治・経済情勢の現状と展望～トランプ就任1か月の整理～	P.10
メインシナリオへのリスク点検～警戒すべき「日銀の利上げ一点買い」の円高～	P.13

◆ ユーロ相場の見通し～パリティ割れ懸念は継続～

ユーロ圏の金融政策の現状と展望について～欧米デカップリングへの考察～	P.16
ユーロ圏の経済・金融情勢について～トランプ関税への報復はインフレ要因～	P.17
ドイツの政治・経済情勢について～「壁の内側」では何も変わらず～	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

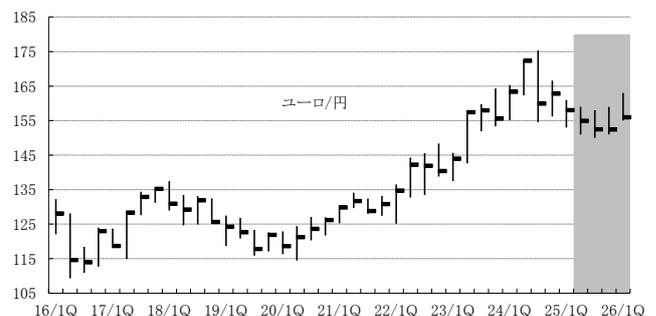
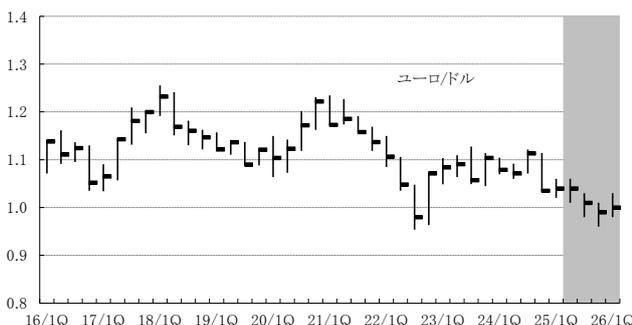
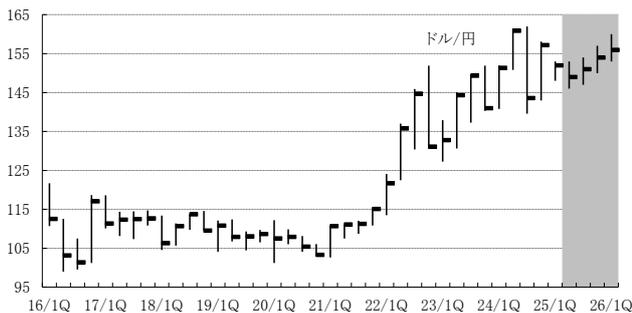
2月のドル/円相場ははっきり軟化した。日銀の追加利上げに対する期待がにわかに高まる中、「日銀の利上げ一点買い」とも言えるような地合いが醸成されつつある。FRBへの利下げ期待が決して強いとは言えない中、日銀の利上げにフルベットするような投機的な動きは持続可能と言えるのか。率直に危うさは小さくないように思える。2月、米国経済に減速の兆候が見られ始めたのは確かである。しかし、それはスタグフレーション懸念の表れでもあり、どちらかと言えば米金利の高止まりを示唆する側面がある。予測期間中の日米金利差が顕著に縮小することを前提として円買いを積み上げることは賢明と言えるのだろうか。大いに警戒を要するだろう。「投機の円買い」は昨夏のピーク水準に肉薄しているが、本欄では日銀への利上げ期待が剥落するのに伴ってこのポジションが巻き戻され、再びドル/円相場が反転する展開を見込んでいる。日本経済の現状を向ければ円安インフレが明らかに実質成長の足枷となっており、確かに処方箋としての利上げは正当化されそうな状況にある。政治的にもこれをバックアップする雰囲気は今のところ強そうだが、世論次第では政治が利上げ制止に転じるのも早いはずであり、予断を許さない。需給面では「家計の円売り」は依然旺盛であり、国際収支状況が少々改善したところで円売り超過の構造は変わるまい。総じて予測期間後半の円安リスクに警戒するシナリオに変化はない。

片や、2月のユーロ相場は堅調だった。これはユーロ圏の経済・金融情勢を評価した結果ではなく、米国経済への懸念が米金利を押し下げ、ドルが売られる中での「敵失のユーロ高」とも言える動きだった。相変わらず域内の政治・経済情勢は芳しいものではなく、トランプ政権による関税政策やこれに対するEUの報復関税の影響を踏まえれば、ユーロ圏は望まぬインフレの輸入を強いられる懸念が強い。当面のユーロ圏経済の状況を踏まえれば、中立金利(2%前後)を下回る利下げも期待されるが、ユーロ相場の下落ひいては域内のインフレ圧力の押し上げを懸念してECBは利下げを温存しようとするかもしれない。しかし、最終的にはファンダメンタルズの劣化に抗えず相応の利下げを強いられると予想しておきたい。また、注目されたドイツ総選挙は案の定、組閣が難航する結果に終わっている。国民の支持を取り付けている極右政党を避けながら実現できる連立政権の組み合わせでは特に問題視されるエネルギー政策の現状打開は難しそうだが、結果、ドイツ経済の長期停滞懸念は残存することになる。政治・経済の現状を踏まえる限り、「敵失のユーロ高」が持続する可能性は低そうである。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2025年 1～2月(実績)	3月	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2026年 1～3月期
ドル/円	148.56 ~ 158.88 (149.35)	148 ~ 153 (152)	146 ~ 153 (149)	147 ~ 154 (151)	150 ~ 157 (154)	153 ~ 160 (156)
ユーロ/ドル	1.0125 ~ 1.0534 (1.0402)	1.02 ~ 1.06 (1.04)	1.01 ~ 1.06 (1.04)	0.98 ~ 1.03 (1.01)	0.96 ~ 1.01 (0.99)	0.98 ~ 1.03 (1.00)
ユーロ/円	155.85 ~ 164.52 (155.32)	153 ~ 161 (158)	151 ~ 159 (155)	150 ~ 158 (153)	151 ~ 159 (152)	155 ~ 163 (156)

(注) 1. 実績の欄は2月28日までで、カッコ内2月28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。



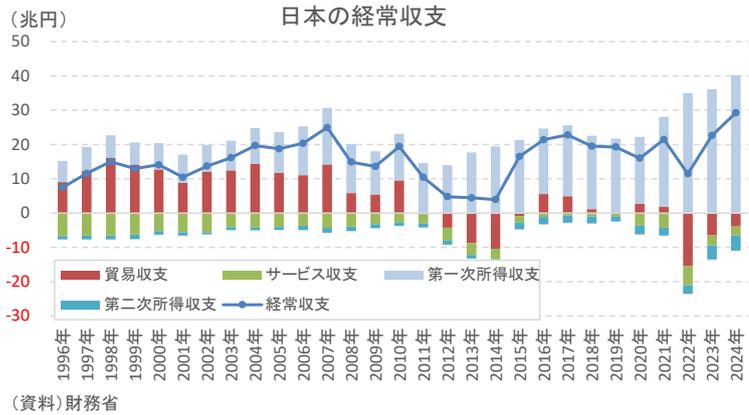
◆ ドル/円相場の見通し～危うい「日銀利上げ一点買い」の円高～
《円相場の需給環境について～サービス赤字 10 兆円時代へ～》

「成熟した債権国」、国民への恩恵は限定的に

2月10日、財務省から公表された2024年通年分の国際収支統計に関し、今後の現状や課題も含めて非常に多くの照会を頂戴しているため、筆者なりの論点整理を示しておきたい。なお、既に先月の本欄では1～11月合計時点の数字を用いて2030年までのサービス収支試算を行っている。今回は最新数値を踏まえた上で、改めてその試算もアップデートしておきたいと思う。

まず、2024年の経常収支は+29兆2615

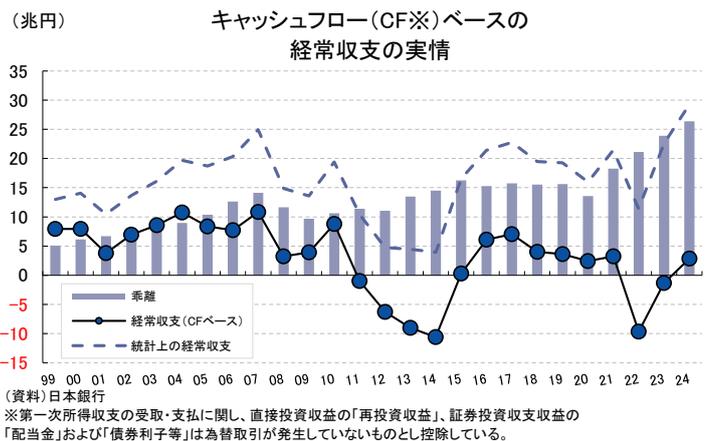
億円と現行統計で比較可能な1985年以降で過去最大を記録した。これまで過去最大の黒字であった2007年(+24兆9490億円)を優に更新したことになる。しかし、2007年の経常黒字の半分以上(+14兆1873億円)が貿易サービス収支黒字であったのに対し、2024年の経常黒字は第一次所得収支黒字(+40兆2072億円)で全て稼いでいる(図)。2024年の貿易サー



ビス収支赤字は過去3年間で最小とはいえ、歴史的に見れば大きな赤字水準(▲6兆5152億円)である。ちなみに、第一次所得収支黒字の+40兆円台は初であり、もちろん過去最大である。「貿易ではなく投資で稼ぐ」という「成熟した債権国」としての姿が一層鮮明になったと言えるが、問題は国民がその恩恵に十分浴することができていないという現状である。この点はキャッシュフロー(CF)ベースでの議論を通じて、本欄では何度も強調してきたので、今回は詳述しない。

「統計」と「キャッシュフロー」の乖離は過去最大

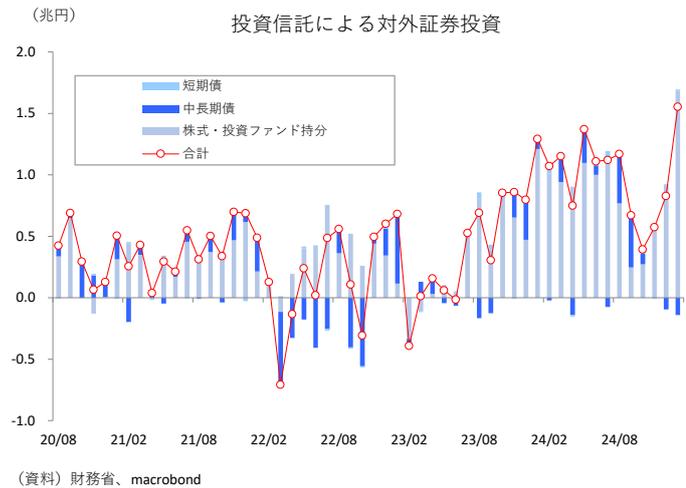
実際の為替取引が発生するかどうかという観点に照らせば、貿易サービス収支の方が大きな重要性を含むことは論を待たない。この点、近年の円安相場の背景として国際収支構造の変容から目をそらすことは適当ではない。繰り返し論じてきたように、筆者は第一次所得収支から再投資収益や証券投資収益など、外貨のまま再投資されているだろうフローを控除したCFベース経常収支を注視することで、「統計上の黒字」の



の大きさに惑わされない分析姿勢を保つことができると論じてきた。既に、この分析的視点は為替市場において市民権を得ており、改めて定義を解説することは避ける。詳しくは拙著「弱い円の正体 仮面の黒字国・日本」を参照にされたい。2024年に関し、CFベース経常収支は約+2.9兆円と3年ぶりの黒字に復帰している。2022年が▲9.7兆円、2023年が▲1.3兆円であったことを踏まえれば、円相場の需給が

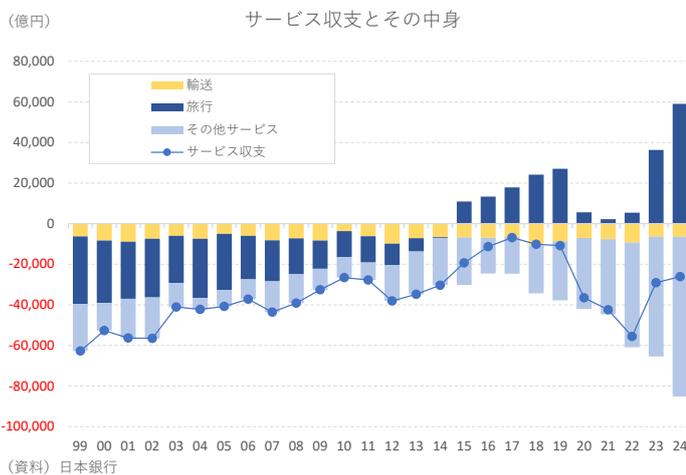
改善に向かっているのは間違いない。もっとも、「統計上の経常収支」と「CF ベースの経常収支」の乖離に着目した場合、2024 年は過去最大(約+26.4 兆円) だったことも目を引く。ちなみに、この乖離は 2021 年以降、4 年連続で過去最大を更新中である。乖離自体が理論的に何かを意味するわけではないものの、「円安により海外資産から得られる企業収益は増加傾向にあるものの、その収益に見合うほどの国内(≒労働者) 還元は進んでいない」という多くの国民の体感と平仄が合う構図ではないか。もっとも、膨らんだ海外収益は当該企業の株価上昇として織り込まれるだろう。株式保有によりその恩恵を享受できるという意味で、資産運用立国を目指すという政府・与党の方向性は評価できるものではある。

資産運用立国に関連する論点として、国際収支統計と同時に発表された今年 1 月分の投資信託経由の対外証券投資を見ると、約+1.6 兆円と過去最大を更新している。好調な米経済とこれに伴う米金利とドルの高止まりが「家計部門の円売り」を焚きつけており、それは経常収支上の需給改善を掻き消す規模である(図)。CF ベース経常収支が約+3 兆円程度の黒字であれば、新 NISA 稼働に伴う投資信託経由の対外証券投資や日本から海外への対外直接投資のフローにより、やはり円売り超過の状況が続きやすいと察する。



「デジタル vs. 旅行」の構図は鮮明

なお、先月の本欄でも強調したように、今後日本の国際収支はサービス収支を中心として大きな変容に直面することが予想される。端的には「拡大するデジタル赤字」を「拡大する旅行収支黒字」でどれだけ打ち返せるかという未来に思いを馳せることになる。2024 年に関し、旅行収支黒字は既に+5 兆 8973 億円と過去最大を記録した 2023 年 (+3 兆 6314 億円) の約 1.8 倍という凄まじい数字を記録している(図)。しかし、過去にも繰り返し述べているように、2023 年 1~3 月期まで水際対策



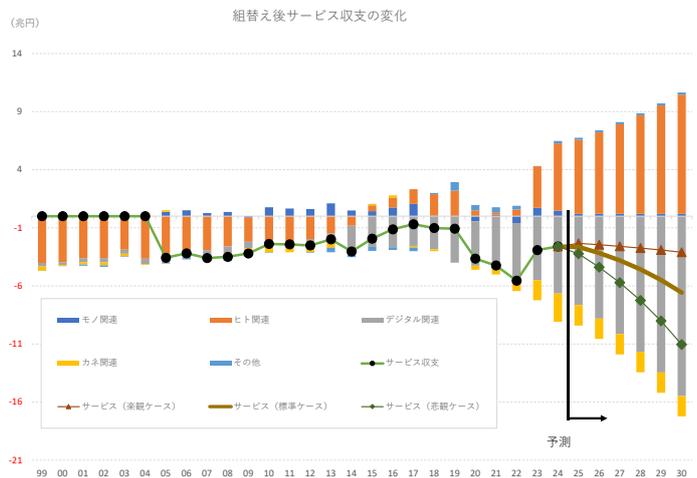
を敷いていたことの反動も含んでおり、前年比で爆増とも言える動きはもう難しいだろう。円安もピークアウトしており、労働供給制約が極まる宿泊・飲食サービスを中心とする観光産業の現状を踏まえれば、2025 年は「拡大する旅行収支黒字」が変調をきたすかもしれない。

一方、「拡大するデジタル赤字」はデジタルサービスへの需要を反映したものと考えられ、直ぐに反転する理由は見いだせない。2024 年のその他サービス収支は▲7 兆 8659 億円とやはり過去最大の赤字を

更新しており、このうちデジタル関連収支は▲6兆6507億円とやはり過去最大の赤字であった。ちなみにデジタル関連収支は現行統計で遡及可能な2014年には▲2兆1483億円だったので、10年で3倍に赤字が膨らんだ計算になる。これから需要の拡張期を迎えそうなAI関連サービスの存在なども踏まえれば、プラットフォームサービスへの支払いが増え続ける公算が大きい。

サービス収支、長期シミュレーション

2030年までのサービス収支に関し、筆者が簡単にシミュレーションしたものが右図だ。前月同様、サービス収支を日銀レビュー¹で紹介されたモノ・ヒト・デジタル・カネ・その他の5項目に分けた場合で議論している。基本的に直近3年間(2022~24年)の各項目の動向を参考に試算している。シナリオを標準・楽観・悲観の3つに分けているが、標準シナリオではデジタル関連収支は過去3年間の平均伸び率、ヒト関連収支は前年比+10%の伸び率を想定している。残るカネ関連収支、モノ関連収支とその他収支はトレンドが見出しにくく、恣意性を排除するため、過去3年平均の水準を横置きとした(カネ関連収支は近年増勢が続いているが、急増・急減を繰り返すこともあり、ここでは定数として見ている。この点、議論の余地はある)。



(資料) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」を元に筆者作成

楽観シナリオと悲観シナリオは旅行収支を主軸に構成されるヒト関連収支の黒字に関し、どういった軌道の想定を置くかで分岐させている。ヒト関連収支の黒字に関し、楽観シナリオでは「2024年の伸び率の4分の1(2023年1~3月期までの水際対策を考慮。具体的には+15.5%)」を前提とし、悲観シナリオでは「2024年の水準から横ばい」を前提としている。楽観シナリオとはいえ、「毎年+15.5%ずつ増える」という想定は強過ぎる恐れはあるし、悲観シナリオに関しても、+6兆円台に到達している旅行収支黒字の現状を踏まえれば、そこからの「横ばい」を前提にすることが果たして「悲観」と呼べるのかは議論もあるだろう。あくまで幅を持った解釈が必要である。

結論から言えば、標準シナリオならば毎年▲6600億円ずつ、楽観シナリオならば毎年▲800億円ずつ、悲観シナリオなら毎年▲1.4兆円ずつサービス収支赤字が拡大するイメージになる。2030年の着地点はそれぞれ▲6.6兆円、▲3.1兆円、▲11兆円だった。楽観シナリオに限っては概ね現状維持が見込めるものの、上述の通り、ヒト関連収支について前年比+15%以上の増勢を当然視するという想定は比較的厳しいものである。片や、2024年のサービス収支赤字(約2.6兆円)と比較して、2030年には標準シナリオでも2.5倍、悲観シナリオでは4倍以上に赤字は拡大する見通しである。前月も論じたが、標準シナリオにおける「ヒト関連収支黒字の+10%増」というのも決して簡単な話とは思えないが、そのような想定でもデジタル赤字が過去3年平均で伸びれば、サービス収支赤字は2030年に▲6兆円を超えてしまうのである。また、これも繰り返しになるが、悲観と銘打っているものの、ヒト関連収支の黒字が「2024年の水準から横ばい」となる可能性は十分あり得るシナリオだろう。貿易収支の赤字構造は恐らく解消しな

¹ 日本銀行「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」2023年8月

いのだとすれば、悲観シナリオの世界では貿易サービス収支赤字の▲10兆円超えが新常态ということになる。ちなみに標準シナリオの世界でも2030年代前半にはやはり▲10兆円超えが視野に入ってくる。

ちなみに、前提説明で少し言及したが、そもそもカネ関連収支（2024年は約▲2.4兆円の赤字）も拡大傾向にあり、赤字幅が3年で約4倍に膨らんでいる。今回は定数と見なしているが、カネ関連収支でも赤字拡大が続くのであれば、サービス収支の全体感はより赤字に傾斜する。

サービス収支赤字▲10兆円時代の意味

サービス収支赤字が▲10兆円を超えることの意味をどう考えるか。統計開始以来、貿易サービス収支赤字が▲10兆円を超えたことは3回しかない。これは2013年、2014年、2022年だが、いずれも大きな円安が話題になった年である

(表)。サービス収支赤字の▲10兆円台が新常态となれば、円相場に対する含意は自明である。これまで全体感を規定してきたのは基本的に貿易収支だが、サービス収支がこれと双璧を成す時代が迫っていると筆者は考えている。もちろん、これらは様々な前提を置いた試算に過ぎない。今回の試算ではデジタル関連収支について直近3年間の伸び率として約▲15%ずつ赤字が広がっていく想定で計算している。例えば、イノベーションの頭打ちにより新規サービスが投入されなくなってくれば、赤字拡大ペースが▲5%や▲10%まで収束する展開もあり得る。その場合、サービス収支赤字の拡大ペースはやや限定されることになる。また、各種自動化が予想以上の効率化を促す結果、宿泊・飲食サービス業を中心として労働供給制約を乗り越え、ヒト関連収支の黒字拡大が持続する可能性もある。

しかし、ペースはどうあれ、デジタルサービスへの需要が増えることはあっても減ることは考えにくいというのが合理的な想定であろう。片や、旅行収支黒字の拡大傾向が受け入れる日本の供給能力を理由として限界は遠からず到来する。ちなみに、悲観シナリオ（ヒト関連収支黒字の横ばい）を前提とした場合、デジタル関連収支の赤字の拡大ペースを▲10%まで鈍化させても2033年にサービス収支赤字は▲10兆円台に乗るし、▲5%まで鈍化させても2040年にはやはり▲10兆円台に乗る。旅行収支黒字が再び拡大傾向に入るか、旅行収支以外の項目で継続的に黒字を獲得できるようにならない限り、デジタル関連収支を主因として「サービス収支赤字が拡大傾向を辿る」という未来はある程度確度が高そうである。結果、長期的には貿易サービス収支の姿がサービス収支によって規定される未来の確度も高いということになる。拙著や本欄で繰り返し論じている点だが、サービス収支赤字の問題は現在というよりも未来における拡大可能性に注目すべきと考える。

日本の貿易サービス赤字ワースト10とドル/円相場

	貿易	サービス	貿易サービス	円の対ドル変化率 (前年比)
2022年	-15.5	-5.6	-21.1	-13.9
2014年	-10.5	-3.0	-13.5	-13.7
2013年	-8.8	-3.5	-12.3	-21.4
2023年	-6.5	-2.9	-9.4	-7.6
2012年	-4.3	-3.8	-8.1	-12.8
2024年	-3.9	-2.6	-6.5	-11.5
2011年	-0.3	-2.8	-3.1	5.2
2015年	-0.9	-1.9	-2.8	-0.4
2021年	1.8	-4.2	-2.5	-11.5
2019年	0.2	-1.1	-0.9	1.0

(資料) 日本銀行、Bloomberg、※取得可能な1985年以降を対象

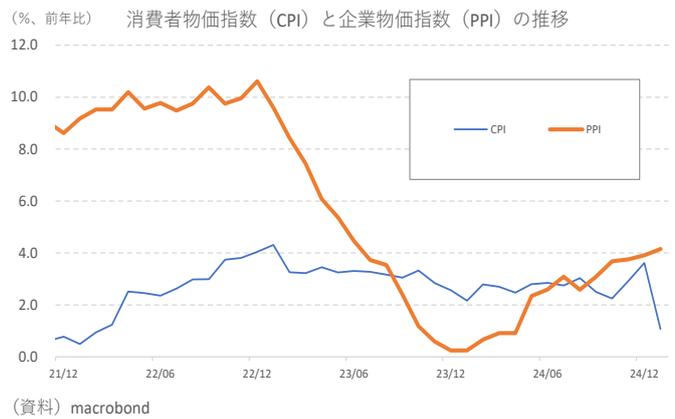
《日銀金融政策の現状と展望～利上げを催促する円安インフレの波～》

経済の上流で高まるインフレ圧力

2月18日の国内債券市場で長期金利の指標となる新発10年物国債の利回りが一時1.400%と2010年4月以来、約15年ぶりの高水準まで上昇した。円安インフレに呼応するように日銀が利上げを割り当て

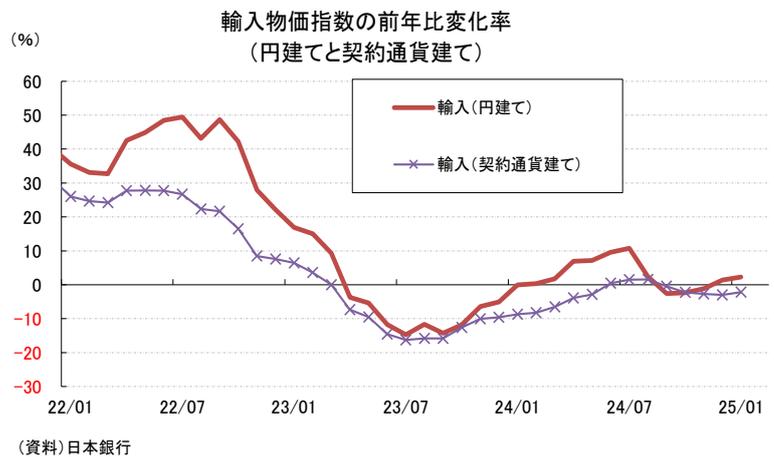
るとの観測は日増しに強まっており、為替市場も円金利を睨みながら荒っぽい値動きを強いられている。目先の金利・為替動向はさておき、今後の日銀の政策運営を検討する上では円建ての輸入物価指数の動きを把握しておくことが有用になるだろう。いくら国民や市場参加者の体感として円安が騒がれても、国内物価への波及が限定的であれば金融政策を動かす理由にはならない。一方、円安の動きが穏当であっても、前年比で見た円建て輸入物価が押し上げられるような状況は国内のインフレ圧力に直結するため、金融政策を動かす理由になる。

この点、2月13日に公表された1月国内企業物価指数（PPI）は興味深いものであった。まず、1月PPIは前月比+0.3%、前年比+4.2%となり、特に前年比変化率に関しては前月（12月）から+0.3%ポイント加速していることが目立った。なお、+4%台のPPIは2023年6月以来の大きさである。政府による燃料油補助金が縮小されたことで石油・石炭製品のプラス寄与が存在感を高めたが、米価格を中心に高止まりしている農林水産物の寄与も無視できないものになりつつある。図に示されるように、物価の上流とも言えるPPIは過去1年間で明らかに騰勢を強めており、真っ当に考えれば下流に位置する消費者物価指数（CPI）の上昇圧力も避けがたいものになっていくと予見される。



円安インフレは引き続き利上げの理由に

より注目したいのは合わせて公表された輸入物価指数だ。これは契約通貨建てで前年比▲2.2%、円建てで同+2.3%だった。12月分はそれぞれ同▲3.0%、同+1.4%だったので、やはり上昇圧力が見出せる(図)。より具体的には契約通貨建てでは5か月ぶりに下落幅が縮小しており、円建てでは2か月連続で前年比が上昇している。大きな要因は年明け以降に原油価格が反転上昇したことで「石油・石炭・天然ガス」のマイナス寄与が縮小



したことが挙げられるものの、円建て輸入物価指数に限って言えば、円安の影響が大きいと言わざるを得ない。1月のドル/円相場（東京市場 ドル・円 スポット 17時時点/月中平均、日本銀行）は156.42円であり、これは昨年1月の146.59円よりも+7%弱も円安・ドル高水準にある。円安発・輸入物価経由のインフレ圧力は足許で明確に認められる。この点は日銀も意識しているところであり、利上げした1月声明文では「このところの為替円安等に伴う輸入物価の上振れもあって...」との表現が挿入されている。

ちなみに円建て輸入物価指数の前年比変化率が2か月連続で上昇したのは昨年7~8月以来である。つ

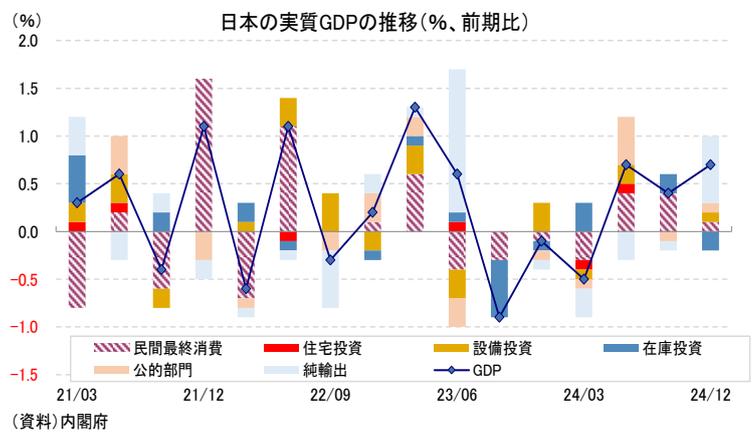
まり、サプライズ利上げにより令和版ブラックマンデーないし植田ショックと呼ばれる大混乱が起きた当時を彷彿とさせるほど、円安インフレの圧力は強くなっている。もはや遠い昔の話に思えるが、1年前の今頃はまだマイナス金利を採用していた。その清算を今求められる状況とも言えるかもしれない。

いずれにせよ 2 月入ってからは原油価格が落ち着いており、恐らく契約通貨建て輸入物価指数に関しては、はっきりと下落基調が続く可能性が高い。しかし、ドル/円相場の上昇にラグを伴いつつ押し上げられる円建て輸入物価指数は当面、前年比での増勢が続く公算が大きい。下落する契約通貨建て輸入物価指数と上昇する円建て輸入物価指数の「ねじれ」は円安インフレそのものであり、「次の一手」を推し量る上で重要な計数となる。現状、利上げを確実に約束するような動きにはなっていないものの、現状が続く限り、「次の一手」としての利上げはやはり避けがたい選択肢となる。

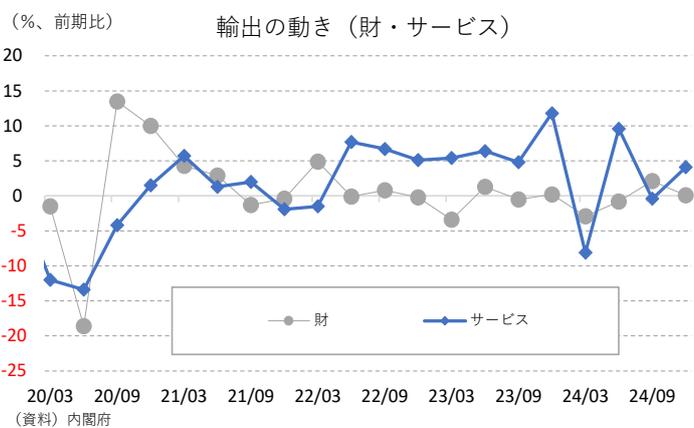
《日本経済の現状と展望～鮮明になるインフレ税の爪痕～》

輸入減少の結果

日銀への利上げ期待が高まる中、2 月は内閣府から 2024 年 10～12 月期の実質国内総生産 (GDP) が発表された。実質 GDP 成長率に関し、前期比+0.7%、年率+2.8%と増勢が維持され、2024 年通年の仕上がりでも前年比+0.1%と卡罗うじて4年連続のプラス成長が維持されている。四半期のパスとして増勢が定着しているのは前向きな材料ではある (以下、四半期の議論は全て前期比)。また、在庫投資が▲0.2%ポ



イントだったので、これを考慮した最終需要 (GDP から民間および公的在庫変動を控除して算出した値) は+0.9%とヘッドラインよりは少し高いことも留意したい。もともと、成長の中身を見る限り、今期の成長は全くポジティブには受け止められない。前期比成長率に対する寄与度で見ると、純輸出が+0.7%ポイント、個人消費 (≒民間最終消費) と設備投資が+0.1%ポイントずつで、ほぼ外需にけん引された成長だった。しかも、その外需をより細かく見れば、①輸出よりも輸入が減っていること、②輸出が増えたと言ってもあくまでインバウンド需要の結果であること、が分かる。



まず、①に関して言えば、10～12 月期の輸入は前期比▲2.1%と 3 期ぶりのマイナスに転じており、財 (同▲2.4%) もサービス (同▲1.1%) も減っている。既報の通り、昨年 10～12 月期は記録的な気温の高さが話題となっていた。暖房需要を抑制されたことなどから

鉱物性燃料の輸入が抑制されたという経緯がある。そもそも他の需要項目を見れば分かるように、冴えない内需ゆえに輸入が減っているという側面もあるだろう。輸入減少の成長率全体への寄与度は

+0.5%ポイントと10~12月期では最大である。この時点で今期のプラス成長を前向きに評価するのは難しい。次に②も重要だ。10~12月期の輸出は前期比+1.1%と3期連続のプラスであった。財は同+0.1%とほぼ伸びていないが、サービスは+4.1%と顕著に伸びている。旅行サービスの輸出すなわちインバウンド需要にけん引された結果である。インバウンド消費の代理変数として注目される「非居住者家計による国内での直接購入」は前期比+4.3%と個人消費全体の仕上がりが低迷（前期比+0.1%）する中、気を吐いている。もちろん、この部分だけを評価すれば、統計上はGDPを押し上げているため何も悪いことは無いが、後述するようにインバウンド需要が日本人の消費をクラウドアウトしている状況が懸念される。居住者の代わりに非居住者が消費を増やしているだけの話であり、この状況を手放しで評価するのは難しいだろう。

実質 GDP、実質 GDI、実質 GNI のおさらい

ちなみに絶対額で見ると、2024年の実質GDPは約557兆円でパンデミック前の2019年（約553兆円）とほとんど変わっていない。つまり、成長していないとも言える。一方、実質GDI（国民総所得）を見ると、2019年の約551兆円から2024年は約550兆円となっており、なんと減っている。ヘッドラインで4年連続のプラス成長が取りざたされる中、今一度、GDPの測度を確認した上で正しい数字を正しく解釈する姿勢を整えたいところである。

現状、日本のGDP統計は「実質GNI>実質GDP>実質GDI」という構図が続いている（図）。2022年3月以降、円安と資源高の併発による伴う海外への所得流出が争点化してきたが、この事実はヘッドラインとなる実質GDPでは捕捉できず、実質GDIを通じた評価が必要となる。文字通り、実質GDPは生産面から、実質GDIは所得面から一国の経済活動を捕捉する。定義上は「実質GDP+交易利得（or 損失）=実質GDI」となる。あくまで生産面から



経済の数量変化を捉える実質GDPでは輸出入金額の変動に起因する購買力の増減を考慮することができないため、円安の慢性化が輸入インフレを焚きつけ、家計や企業の購買力を奪い、それが政治・経済的に重要な意味を持つ中、実質GDPよりも実質GDIに着目する重要性は明らかに高まっている。説明するまでもなく交易損失拡大を背景として実質GDIは実質GDPに劣後している。

なお、本欄では国際収支統計を用いて繰り返し議論を重ねている通り、日本経済全体としては海外で稼得する所得（第一次所得収支黒字）は年々拡大している。よって、「国内」で一定期間内に生産されたモノやサービスの付加価値の合計額であるGDPではなく、日本の「国民」が一定期間内に獲得した所得として日本企業の海外支店等の所得も対象とするGNI（国民総所得）に着目すべきという見方もある²。莫大な第一次所得収支黒字の存在から想像されるように、実質GNIは実質GDPよりも遥かに大きく、2024

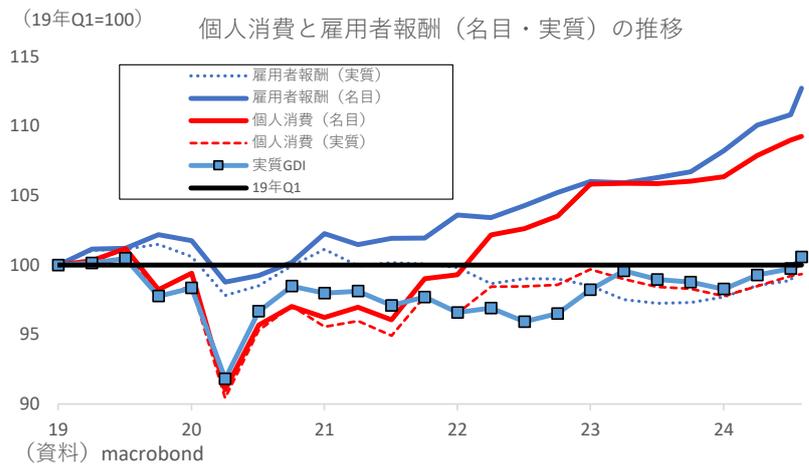
² なお、1993SNAの導入に伴い、GNP(国民総生産)の概念はなくなり、同様の概念としてGNIが新たに導入されている。両者はほぼ同じものだが、定義上、海外の「所得」を加えるのだから所得測度として呼称すべきという経緯で変更されている

年で言えば、前者は後者よりも約 5% も高い水準にある。

しかし、本欄では繰り返し論じているように、第一次所得収支黒字の国内還元が乏しいと考えられる以上、筆者は GNI よりも GDP の方がより実態に即しているように考えている。少なくとも国民の景気実感は実質 GDP や実質 GNI よりも実質 GDI が近いだろう。

透けるインフレ税、高まる政治リスク

GDP 統計の中で家計部門の景気実感に最も近そうなのは実質 GDI だが、実感という意味では賃金や賞与などを対象とする実質雇用者報酬の方がより近いだろう。厳密には企業が支払う社会保険負担（厚生年金・健康保険・雇用保険など）もここに加算されるため、国民の手取りという意味では雇用者報酬よりもさらに小さくなる。右図に示すように、円安発・輸入物価



して実質雇用者報酬を抑制し、実質個人消費を抑制している姿が実質 GDI の低迷と符合する。伸び続ける名目ベースの雇用者報酬や個人消費を見ても実体経済の実情がほぼ掴めないことは明らかである。

こうした状況を背景として一国の政治情勢が流動的になることは昨秋の衆院総選挙でも見た通りである。米価の高止まりに代表される生活必需品価格の騰勢が消費性向の高い相対的に貧しい層の景況感を悪化させ、その怒りは時の政府・与党へ向かう。衆院選挙では特に都市部で政府・与党が大いに苦戦することになった。これは都市部のインフレが相対的に高く、またインバウンドに象徴される外国人の経済活動も可視化されやすいからではなかと思われる。実際、インバウンド需要が大きいエリアでは必然的に外国人の消費・投資意欲に近い財・サービスから価格が押し上げられやすくなり、結果として日本人の消費・投資はクラウドアウトされている。上述したように今期の GDP でも居住者の代わりに非居住者の消費が成長を支えるような構図が見受けられた。日本人にとって国内旅行すら高価になっているのは海外旅行の代替財としての国内旅行に需要が集まっていることもさることながら、外国人の購買力に合わせて国内の宿泊施設のプライシングがなされるケースが増えているからに他ならない。

こうした日常生活の不満は陰に陽に体制への不満として蓄積し、選挙で表出することになる。パンデミック前の 2019 年と 2024 年で実質 GDP はほぼ変わっていない背景には需給ギャップがタイト化している中でも低金利を続け、円安インフレを誘発している結果、実質ベースで見た所得や消費が教科書通りに抑制されているということなのだろう。今夏の参院選においても、インフレ税に苦しめられた強い民意が再び政府・与党に向けられる素地が十二分に残されていそうである。

《米国の政治・経済情勢の現状と展望～トランプ就任1か月の整理～》

何も変わらなかった米金利とドル相場

第二次トランプ政権が発足してから 2 月 20 日で 1 か月が経過した。米金利とドルの押し下げを声高に

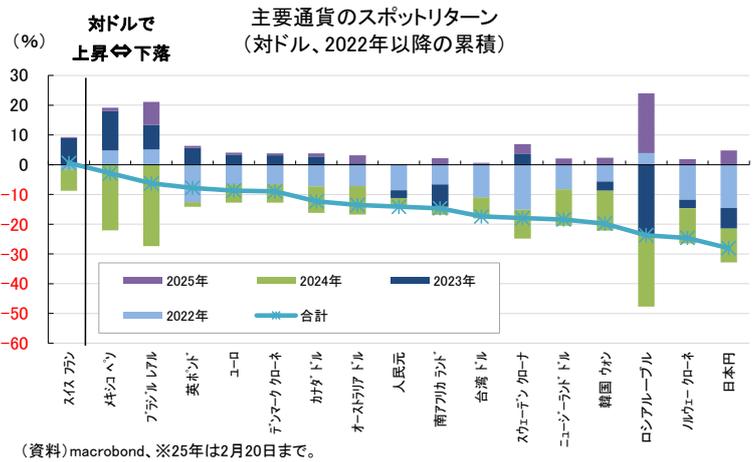
謳いながら就任したトランプ大統領だが、この1か月間で米10年金利は4.5%程度、米2年金利は4.3%程度から殆ど動いていない。この間、ドルの名目実効為替相場(NEER)は▲1%

第二次トランプ政権から1か月、為替と金利はどう動いたか

	日本2年金利	日本10年金利	米2年金利	米10年金利	ドル/円相場	ドルNEER
1月20日	0.69	1.20	4.27	4.61	155.6	110.5
2月20日	0.82	1.42	4.28	4.50	149.5	109.4
差(※)	0.14	0.22	0.01	-0.08	-3.92	-1.03

(資料) macrobond,ドル/円とドルNEERについては変化率を表示。

下落している。また、G20通貨に関し、対ドルでのスポットリターンを見ても殆どの通貨が広く薄く対ドルで上昇している。極めて緩やかなドル安が進んだ格好とも言えるが、達観すれば横ばいと言って差し支えないだろう。むしろ、トランプ大統領の強烈な口先介入があったことを思えば、米金利やドル相場は基本的には高止まりしたままという評価すら当てはまるように思える。第二次トランプ政権からは攻撃な対外政策が次々と打ち出されているものの、パウエルFRB議長は2月公聴会で「どのような関税政策が実施されるか、どのような影響が及ぶかは現時点で不明」、「新たな政策の意味を理解するよう努め、金融政策において適切な対応を取る」と述べ、現時点の政策運営の大勢には影響が無いと一蹴している。任期中の解任がトランプ大統領からも否定される中、今後も「何をやるかは知らないが、金融政策はやるべきことをやるだけ」といったスタンスが貫かれるだろう。現状の米経済の好調さを踏まえれば、トランプ大統領の挑発的な政策修正の要求にFRBが屈することは無く、米金利もドルも動くとなれば上方向であろう(大きな危機がなければ、だが)。

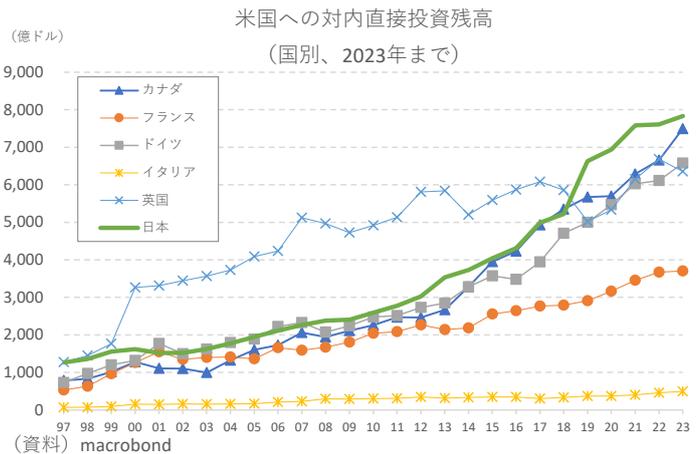


為替需給から見る日米首脳会談

日本との関連では2月7日には日米首脳会談が開催され、安全保障や経済に絡んで多数の論点が話し合われた。直後、金融市場では「とりあえず懲罰的な関税措置を押し付けられなかった」という点が好感されたが、その後のトランプ政権の関税政策が世界全体に対して向けられる中、日本も相応の影響を被ることは不可避と見受けられる。第二次トランプ政権発足以降、「主要通貨の中では相対的にトランプ課税の被害が小さい」という理由で円はしばしば買われているが、果たしてこうした理解が適切なのか。

今回の首脳会談に関し、為替需給への影響に引き付けて整理すると、①日本による対米投資残高を1兆ドルに引き上げること、②日本による米国産LNG(液化天然ガス)の輸入拡大、③日本による10億ドル分の防衛装備品の購入、④日本企業(自動車、IT)による対米投資計画の伝達といった論点が挙げられる。直感的な印象は決して円買いではなく円売りである。報道を見る限り、会談は平和裏に終わったと察するが、トランプ大統領は「対日貿易赤字を解消したい」と明言しており、基本的にトランプ政権の主張を叶えていけば円売り圧力は強まると考えるのが妥当ではないだろうか。

ヘッドラインで目立った①の規模感を整理しておこう。実績が確定している 2023 年末時点で 7833 億ドルであるから、差額である約 2200 億ドルの積み上げを目指すという話である。言い換えれば、直接投資を通じてこの規模感の円売り・ドル買いを約束したことになる。過去 10 年を均してみると、日本から米国への対外直接投資残高は前年比 +8.5% 程度で増えてきた。このペースが 2024 年以降も続いたと仮定すると、2026 年にはコミットした 1 兆ドルに届くことになる。



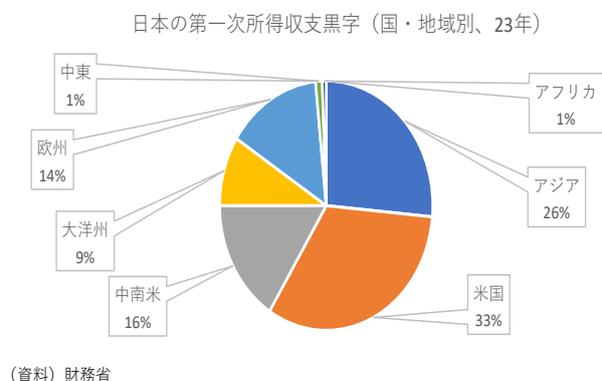
水準自体はそこまでハードルが高いものではない。もっとも、1 兆ドル到達の期限まで明言されているわけではないため、為替市場へのインパクトが急性的に出てくる話とも思えないが、円売り材料には違いない (図)。また、②に関しても、やはり円売り材料である。実績を見ておくと 2024 年通年で日本の LNG 輸入は約 6.2 兆円だった。このうち米国からの輸入は約 5425 億円で 9%弱にとどまっている。現状、日本の LNG 輸入はオーストラリアが 40%程度、マレーシアが 15%程度、ロシアが 10%程度、それぞれ占めており、米国はこれらの国々に次ぐ 4 番手にとどまっている。これがいつまでに、どの程度増えるのかという点について定量的な情報は今のところ分かっていないが、トランプ大統領は「記録的な量」と述べている。普通に考えれば兆円単位の増加幅が期待されると考えて差し支えないのだろう。もちろん、米国から輸入される部分は代替的に他国からの輸入量がクラウドアウトされるはずで輸入額は中長期的には変わらないはずではある。しかし、燃料輸入は長期契約の性格を帯びていることも多く、一時的に貿易赤字の拡大に直結する可能性はある。既に輸入の 3 分の 1 を占める鉱物性燃料部分が膨らむことは貿易収支を展望する上で小さくない話である。

もっとも、石破首相が述べるように、資源を持たない日本にとって「安定的にリーズナブルな価格で提供されるのは大きな国益」に違いなく、最終的には肯定的に評価される話になるのではないかと。

「仮面の黒字国」の一端を担う米国

第二次トランプ政権の関税政策は 4 月以降にその詳細が発表される見通しと言われている。とりわけ日本の立場から注目される自動車関税に関してもトランプ大統領が 2 月 18 日に「25%程度になる」と述べているが、その対象国や発動日などはまだ明らかにされていない。内容次第では日本企業の経営戦略ひいては株価を筆頭とする資産価格にも大きな影響を与えることは間違いない。

もっとも、トランプ政権の関税政策はあくまで他の政策目的を実現するための取引 (ディール)



手段と位置付けられ、トランプ大統領もこれを自認している節がある。既に、今回の首脳会談を経て日本

は民間企業による大型対米投資、米国からの防衛装備品や天然資源購入も約束している。そのような経緯を踏まえると、関税それ自体は不可避だとしても、それほど酷い話にはならないとの期待は合理的ではある。前掲図で見たように、米国の対内直接投資残高を国・地域別に見た場合、日本は5年連続首位である。その結果、日本の経常黒字を支える第一次所得収支黒字の源泉も米国の存在感が大きくなっており、米国単体で全体の30%以上を稼ぎ出す構図である。これは中国を含むアジア全体(26%)よりもシェアが大きい(前頁図)。日米経済関係は双方にとって実のある形で構築が進んでおり、どちらかと言えば、第一次所得収支黒字が日本国内へ必ずしも還流しないことを踏まえれば、米国の利得の方が大きい可能性すら疑われる。「仮面の黒字国」の一端を米国が担っているとも言える。

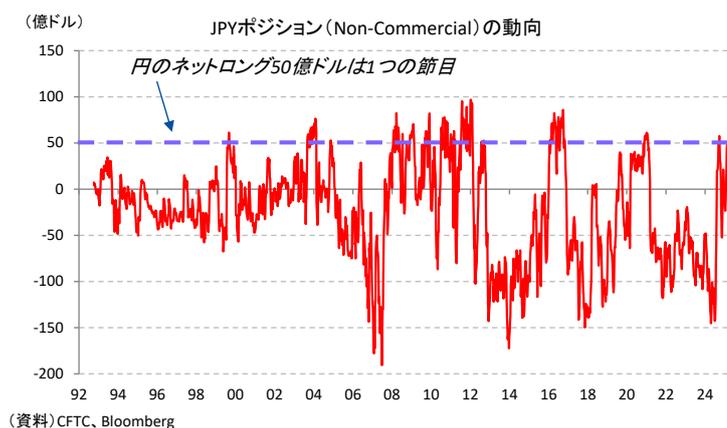
切り分けたい短期と長期の視点

現在入手可能な情報を踏まえる限り、日本への関税措置には多少の手心が加えられる希望もあるのかもしれない。だが、従前と比較して「新しいコストを強いられる」という事実には変わりない。例えば日本の自動車輸出についてはトランプ大統領も問題意識を隠しておらず、何らかの措置をぶつけてくる可能性は高い。昨今の円安を踏まえれば、対米投資から得られる収益率よりも日本から米国に向けた輸出の方が高い収益率を誇っていたと推測される。追加関税はその分、企業収益を圧迫する話であり、輸出減少を通じた貿易赤字の拡大にも繋がる話である。前述のように、2月以降の為替市場は「それほど酷い話にはならない」という短期的な目線から円を買い進める傾向があったように感じられ、実際、そのような思惑が円相場の騰勢に繋がっていた疑いはある。しかし、上述してきたように、対トランプ政権で起きていることは長期的な目線からすれば、あくまで円売り誘発的な性格の話が多いのは間違いない。短期的な視点と長期的な視点を切り分けて考えた上で取引戦略を構築すべきである。

《メインシナリオへのリスク点検～警戒すべき「日銀の利上げ一点買い」の円高～》

投機の円買いは警戒水準に

過去にも論じたように、半ば通貨防衛色を帯びつつある日銀の政策運営について各種経済・金融指標を丹念に精査し、利上げの織り込みを検討するのはあまり建設的ではない。極論すれば、会合直前のドル/円相場が170円台で定着していれば市場の利上げ期待は非線形に跳ね上がるはずだ。その時には利上げを催促するような「投機の円売り」も湧いて出てくると思われる。その状況に至った場合、日銀の利上げは不可避



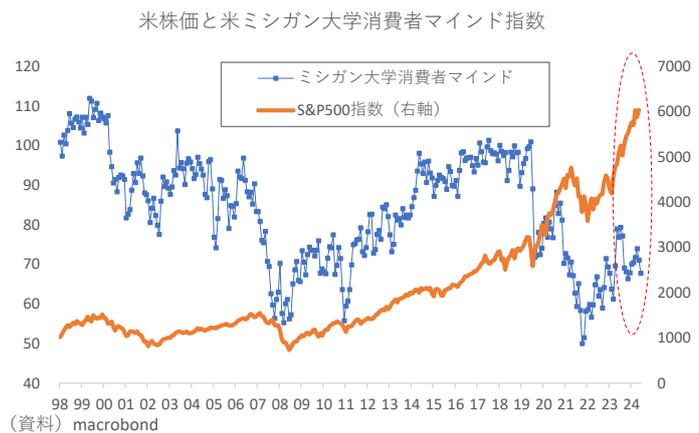
であり、「何を置いてもまず円安抑制」というインセンティブが優先されるはずだ。2月下旬のドル/円相場はタカ派的な日銀高官の発言などもあって、投機的なポジションが明確に円買いへ傾斜しており、断続的に150円を割り込んでいる。本稿執筆時点で最新となる2月18日時点のIMM通貨先物取引のポジションを前提とすれば、+50億ドルまでネット円買い持ちが積み上がっているが、この水準が持続するのは歴史的には稀であることは留意したい(図)。この円のネット買い持ち水準は昨年9月末以来だが、

当時は7月末に日銀がサプライズ利上げに踏み切り、米国では7月雇用統計（8月2日発表）が悪化したことで、「今後は日米両中銀の格差が顕著に縮小する」という思惑が根強く存在した。そうした中、9月中旬にはごくわずかな時間であるが、140円を割り込む動きも見られたのであった。日銀が利上げ局面に入るだけでなく、FRBもいよいよ利下げ局面に入るのだから、円買いは必然というロジックだった。しかし、米経済がそこから持ち直し、日銀利上げに対する思惑も雲散霧消する中、9月24日に+57.6億ドルまで到達したところで反転し、やはり円安相場を焚きつけるフローに変わっていった。

スタグフレーション懸念と米株

そもそも米国経済に対する評価が当時と現在ではかなり異なる。同時に現在も米国は確かに利下げ局面にあるが、せいぜい2025年上半期で利下げは収束するのではないかとの可能性も取りざたされている。米金利の継続的な低下が見込めるわけではないという点について、当時と現在は決定的に異なる。2月下旬に入り、米金融市場では米大手小売企業の決算が悪化したことやトランプ大統領が公表した自動車関税への懸念も重なって米株価が大幅な下げを強いられる場面が見られた。現時点で確認できる米個人消費関連の指標は堅調であり、大きな不安はない。だが、今後、様々な財・サービスに関税コストが賦課されてくることを思えば、個人消費の失速はいずれ避けられぬテーマという見方にも説得力はある。

図で見るように、非常に長い目で見れば、米株価と消費者マインドの歩む方向感は一にしていた。足許では両者の乖離が明らかに拡大しつつあり、米株価が調整すること自体は必然にも思える。こうした米消費者マインドの足踏みの背景に上述したトランプ関税に伴うインフレ懸念がある可能性はやはり高く、例えばミシガン大学消費者マインド調査における1年後のインフレ期待は1月から2月の1か月間だけで+3.3%から+4.3%へ急騰している。党派層による

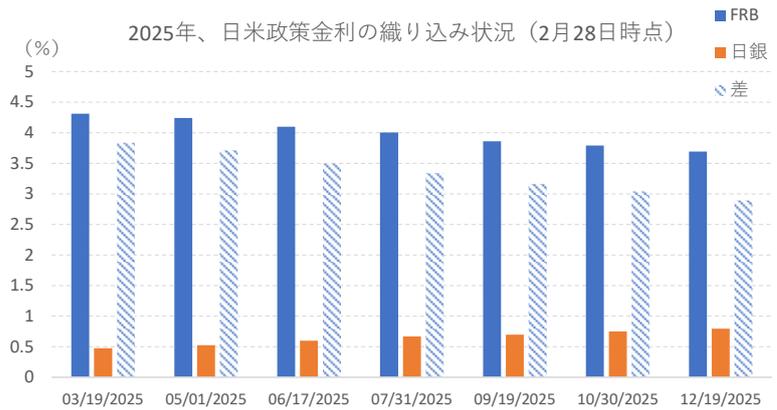


調査結果の乖離も指摘される同調査だが、2月10日にニューヨーク連銀が公表した1月分の消費者調査を見ても、1年先や3年先のインフレ期待は+3.0%と横ばいであったが、5年先のインフレ期待は3.0%と前月（12月分）から+0.3ポイント上昇し、2024年5月以来、8か月ぶりの高水準をつけている。調査によりバラつきは見られるものの、「インフレは下がりそうにない」という消費者意識ははっきりと感じ取ることができる。利下げ局面にもかかわらず、インフレ期待の制御に難渋している構図からはスタグフレーション懸念を抱くことになる。繰り返しになるが、株価の動揺は必然の帰結だろう。

もっとも、円高の反応が正しいかは疑問

言うまでもなく、こうした状況は米国経済にとって下押し材料だが、米金利の高止まりを示唆する材料でもあることは留意したい。米国経済がスタグフレーション懸念を強めること自体、米金利の高止まりを示唆するものであり、果たして円高相場と整合的なのかどうかは疑問がある。2月下旬にかけて著しく見られた円高相場は「円金利主導で日米金利差が縮小するので円高・ドル安が進む」という解釈に基づい

ており、ある意味で「日銀の利上げ一点買い」とも言える動きである。それはロジカルではあるものの、決して確度は高くない。逆説的だが、利上げを織り込んで円高になったことでインフレ懸念が後退し、利上げの必要性が低下しているという事実も指摘できる。本稿執筆時点で金利先物市場における利上げ織り込みは、3月でわずか0.1%、5月でも20%弱、6月でも50%弱にとどまっており、次回利上げが



（資料）Bloomberg、会合の日付は日銀会合のもの

100%織り込まれるのは10月会合だ。結果、年内まで見通しても日米の政策金利は70bpほどしか縮まらない織り込みであり（図）、この相対関係は1月時点と実は大差ない。現時点では為替市場が先走って円買いに踏み込んでいる雰囲気も感じられる。この状況から日銀によるハト派的な情報発信が強調されれば、現在積み上がる投機的な円買いは巻き戻され、強烈な円売りが予想される。

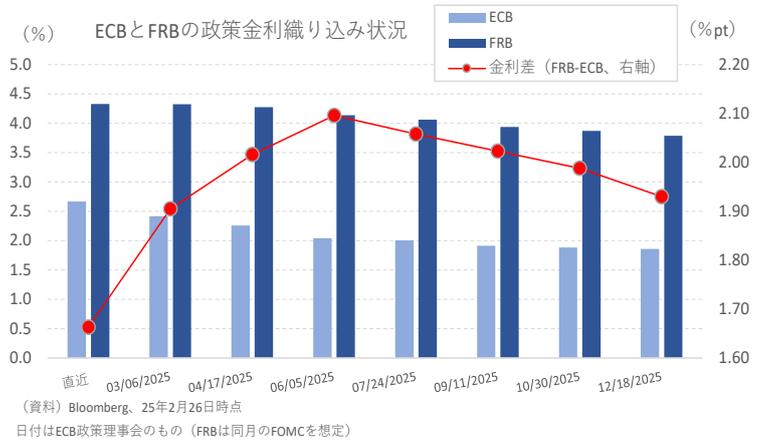
日銀の利上げ路線が持続するのは間違いないだろう。しかし、2月に入ってから円買いペースを正当化するほど日銀の政策環境は変わったと言えるだろうか。筆者はそう思わない。積み上がった投機的な円買いが巻き戻されることで円安方向にボラティリティが高まる地合いにも構える必要性が増しているように感じられる。

◆ ユーロ相場の見通し～パリティ割れ懸念は継続～

《ユーロ圏の金融政策の現状と展望について～欧米デカップリングへの考察～》

FRB と ECB のデカップリング

米国経済についてスタグフレーション懸念が強まる中、FRB の利下げに対する期待は 2 回前後で方向感が定まらない状況にある。少なくとも大幅な利下げが連続的に求められるようにはなっていない。現時点で FRB に関しては 9 月までに約 1.6 回の利下げ、12 月までに約 2.2 回の利下げを織り込む状況にある。米経済への懸念が強まっているとはいえ、大幅な利下げに舵が切られるとの期待は決して大きいものではない。片や、ECB は 9 月までに約 3 回の利下げ、



12 月まで見込んで約 3.2 回の利下げを織り込む状況になる。年後半へ向かうにしたがって欧米金利差は縮小傾向が見込まれるものの、やはり彼我の差は相応に残る状況が予見されている。

この点、2 月 5 日に ECB がブログという形で公表した「What happens when US and euro area monetary policy decouple? (米国とユーロ圏の金融政策がデカップリングされると何が起こるのか)」とのコラムが注目される。昨年来、本欄では欧米景気格差が欧米金融政策格差に直結し、まとまった幅のユーロ安を招くことで域内にインフレが輸入される展開を議論してきた。その展開を忌避したい ECB は本来、実体経済にとって必要とされる積極的な利下げに踏み切ることができず、域内の内需は衰退し、インフレ率も低下、結果的に年後半の利下げが可能になり、対ドルではパリティ割れに至るといった展開が本欄のメインシナリオである。現時点でも筆者はこの見通しを大きく変えていない。

長期的にはデカップリング効果は消失

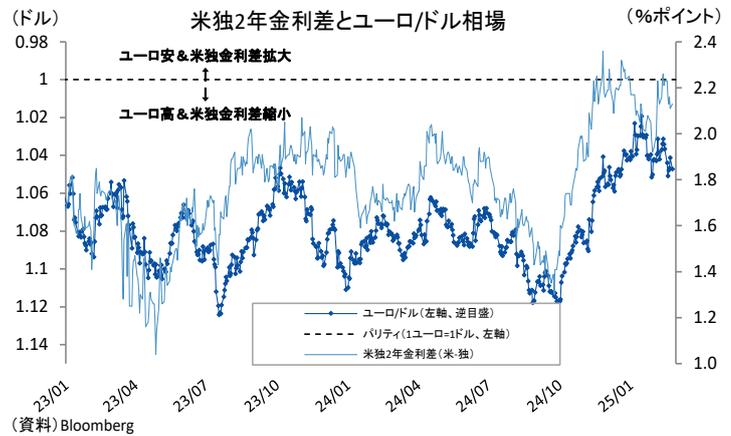
この点、ECB のブログは「米国の金融政策からユーロ圏経済の波及効果は、当初は ECB の金融政策と逆方向に作用するが、後に同じ方向に作用する」と結論めいたことを示す部分から始まっている。これは短い時間軸で見れば、「米国の金融政策が引き締められる（≒米金利が上がる）→ユーロが安くなる→ユーロ圏のインフレが上がる」といった展開が予想されることを指している。最初と最後だけを見れば、米国の利上げがユーロ圏のインフレを押し上げるという意味で「当初は逆方向に作用する」というわけだ。また、ユーロ安によって域内から域外への輸出も拡大するため、この点からも米国の利上げがユーロ圏経済を押し上げるという意味で「当初は逆方向に作用する」という指摘が成り立つ。ブログでは計量分析を用いてその時間軸にも言及があり、米国の利上げは「平均 3 か月間にわたって（ユーロ安経由で）ユーロ圏のインフレ率を押し上げる」と分析されている。ECB ウォッチに際し、参考になるだろう。

だが、長い時間軸で見れば、「米国の利上げによる短期的な域内へのインフレ効果は、より広範なデイスインフレ圧力によって相殺される」とブログは述べる。米金利上昇は国際金融市場を介してユーロ圏に当然波及するはずであり、結果として域内の消費・投資活動も抑制されるという意図である。当然、引き締めを行った米国経済の内需も抑制されるため、ユーロ圏から米国への輸出もいずれ減速に至る。よ

って、「当初は逆方向に作用する」と評価された米国の金融政策（ここでは利上げ）は中長期的には ECB の利上げと同様、域内需要に対して抑制的な効果を発揮することになる。

ECB の本音を探ると・・・

これらの分析は一見して当然のことを主張しているだけに見える。しかし、現状に対して含みのあるメッセージにも感じられる。昨年来、ECB には「FRB との見合いで相対的に高めの金利水準を維持しなければユーロ安経由でインフレが輸入されてしまう」、「だから ECB は軽々に利下げできないのではないか」との思惑が付きまとってきた。冒頭述べた通り、本欄もそのような考えに立っている。過去の本欄でも繰り返し論じているように、欧米金利差とユーロ/ドル相場は非常に安定した関係がある（図）。このような理解を元に極論を述べれば、「FRB と ECB の政策軌道を合わせることでインフレ率を安定させることが可能になる」という主張に行きつく。「軽々に利下げできない」という本欄のような見通しは、これより穏当な主張だが、似たようなものだろう。しかし、ブログにおいて ECB は「米国の政策金利の動きを単に模倣（Simply mimicking）することで短期的なインフレ率の変動などへの波及効果を回避できるかもしれない」と利下げ回避の可能性を一部認めた上で、「中期的には米国からの引き締め効果が波及してくるため、(利下げ回避が) より域内への下押し圧力として作用する恐れがある」といった旨も指摘している。



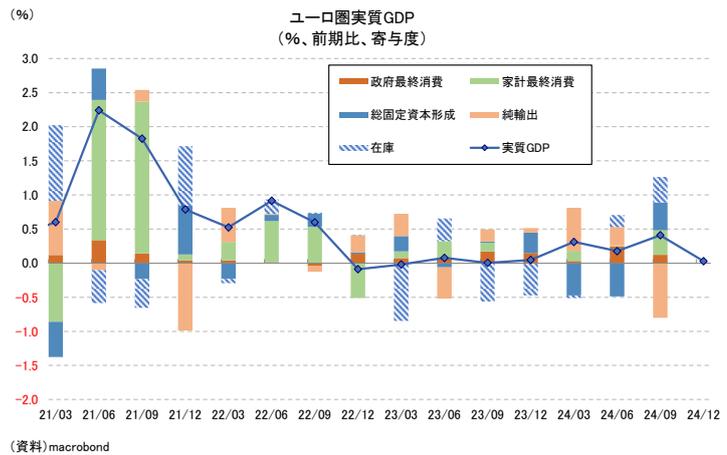
つまり、比較的堅調な米国経済に合わせ、やせ我慢するように高金利で付き合った場合、短期的には欧米金利差縮小を回避することでユーロ安経由のインフレ輸入も回避することができるとしても、中長期的には米金利上昇が域内にも波及するため、域内金利の高止まりと合わせて一段と域内経済は引き締め圧力に苦しむことになるというのが ECB の胸中と見受けられる。端的に言えば、「金融市場は利下げできないと思っているかもしれないが、そのようなことはない(中長期的には利下げしておいた方が良い)」というのが ECB の本音ということだろうか。しかし、金利市場の織り込みを見る限り、市場は中立金利未満への利下げを期待していない。これが ECB の本音と整合的なのが見通し上は重要になるが、筆者は短期的にであってもインフレ圧力になることが見えている以上、ECB はやはり積極的な利下げを温存するのではないかとの見方を堅持したいと思っている。

《ユーロ圏の経済・金融情勢について～トランプ関税への報復はインフレ要因～》

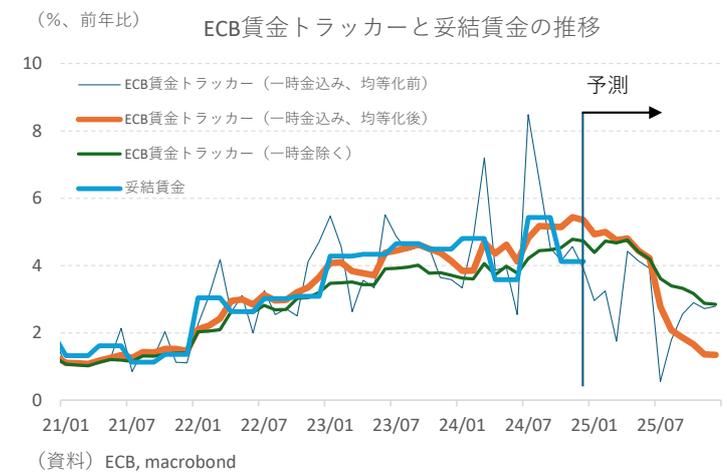
トランプ関税、EU は報復を言明

2 月の金融市場はトランプ政権の関税政策に振り回される展開が続いた。月中にはトランプ大統領が「相互関税」の導入を指示する覚書に署名するという動きがあったものの、まずは対米貿易黒字が大きい国や、深刻な問題を抱える国の調査に着手するとの方針が示され、その結論は 4 月以降になるとの方

針も示され話題をさらった。この際、米国の「相互関税」の動きに対して、EU ははっきりと報復の意を唱えている。フォンデアライエン欧州委員長は 2 月 11 日、トランプ政権による鉄鋼、アルミニウムへの関税措置について「EU への不当な関税が放置されることはない。断固とした、相応の対抗措置が発動される」と言明している。右図（上）に示されるように、ユーロ圏経済は基本的に外需に主導される性格が強く、追加関税の影響は色濃く出やすい。たださえドイツ経済の低迷が域内経済の足枷になっているところへ、これ以上のノイズは受け入れ難いという胸中は理解できる。しかし、フォンデアライエン委員長が述べるように、域内輸入に関税を課すことになれば、当然、域内のインフレ率を短期的に押し上げることになる。元よりスタグフレーション的な状況への対処に苦慮している ECB の立場は一段と難しくなるだろう。2 月 5 日に更新された ECB 賃金トラッカー（図・下）では



2025 年 10~12 月の賃金上昇率が前年比+1.5%まで落ち込むことが示されている。域内経済は内需主導で確実に賃金・物価情勢が落ち込みつつあり、この点から ECB の利下げ路線が正当化されているのが現状である。このまま実体経済と共に物価も失速するというのが ECB の予想（希望）するメインシナリオである。しかし、追加関税の応酬によって域内経済は外需主導で下押しされる上にインフレも輸入することになる。一言で言えば、スタグフレーションを輸入するような効果が懸念されるだろう。従前本欄で述べてきたように、FRB が「利下げの終わり」を模索する状況下、欧米金利差拡大でユーロ安が焚きつけられ、ここからもインフレが輸入されてしまうという観点から ECB は景気刺激のための大幅利下げができない状況にある。米国との追加関税合戦はその状況は一段と悪化させる材料と考えられる。



今年 4 月以降、本当にユーロ圏に対して大幅な関税が賦課されていくのであれば、ECB の「利下げしたくてもできない」という状況は一段と悪化していくだろう。その際、ECB が利下げに躊躇する状況にあっても為替市場では「いずれ大幅利下げが必要になる」との期待が膨らみ、ユーロ売りが優勢になる可能性が高いと筆者は考えている。年内に断続的なパリティ割れに直面する可能性は引き続き否めない。

《ドイツの政治・経済情勢について～「壁の内側」では何も変わらず～》

「壁の内側」では数が足りず

2 月 23 日投開票されたドイツ総選挙は最大野党である中道右派・キリスト教民主・社会同盟（以下 CDU&CSU）が首位となり、2021 年以来の政権復帰を確実なものとした。これに次ぐ結果もほぼ下馬評

通りであり、極右政党・ドイツのための選択肢（AfD）」が第 2 党に躍進し、ショルツ現首相が率いる現与党の中道左派・ドイツ社会民主党（SPD）は第 3 党に沈む大敗を喫した。ちなみに SPD が第三勢力まで落ち込むのは第二次世界大戦後、初めてで、ドイツ政治の地殻変動を象徴する結果と言って差し支えない。政党別の得票率を見ると、メルケル前首相がかつて率いた CDU・CSU が 28.5% と前回 2021 年から 4.3 ポイント伸ばした。AfD の得票率は前回からほぼ倍増しており、20.8% を確保した。与党 SPD は前回から 9.3 ポイント落ち込み、やはり大戦後で最低となる 16.4% に沈んでいる。同じく連立与党を形成する環境政党「緑の党」は 11.6% で 3.1 ポイント減だった。

既報の通り、ドイツは歴史に学ぶ格好から極右政党との連立を禁ずる防火壁（Brandmauer：ブランドマウアー）がある。メルケル時代以降、CDU・CSU は極左政党もこの防火壁の対象となっている。しかし、上述の通り、「壁の外側」に第 2 勢力（AfD）が存在しており、後述するように「壁の内側」で実現可能な政策の組み合わせには限界がある。歴史的経緯もあるため、ドイツ国外にある我々が軽々に批判できる話ではない。しかし、果たして「壁の内側」だけで政策を執行しようとする（そして頓挫し、崩壊する）という事態を繰り返すことが果たして民主的な選挙結果と呼べるのかは議論があるだろう。だから「AfD と連立すべき」という話ではなく、それができぬという前提であれば、「壁の内側」だけで挙国一致内閣を作ることが求められる。それほどドイツの政治・経済は火急の事態にある。

マスク氏の主張、冗談では済まず

個別論点に照らして、改めて現状を整理しておこう。改めて繰り返す話ではないが、ドイツの政治・経済情勢にとって最大の課題は「エネルギー」と「移民・難民」である。これに次ぐのが「債務ブレーキ³の取り扱い」だが、例外規定の解釈で一時的に乗り切れる展開もあるため、これら 2 大論点に比べれば大事の

ドイツ国民が重要視する課題の変化（一は値なし、注）

課題	前回選挙	今回選挙	
	2021年9月	2024年12月	2025年1月
移民・難民	22	23	37
経済状況	7	45	34
武力紛争・平和・外交	—	18	14
環境保護・気候変動	33	12	13
公正・貧困・市民手当	16	11	11
教育・学校・訓練	8	8	8
年金・高齢保険	15	6	7

（資料）infratest dimap（ドイツ公共放送ARDからの委託調査）からJETRO作成

注：数値は、「最も重要」と「二番目に重要」の回答を足し合わせたもの（%）。

前の小事にも思える。これは世論の関心を見ればよく分かる。前回（2021 年）の総選挙では世論の関心は第一に「環境保護・気候変動」、第二に「移民・難民」であった。それが今回の選挙直前には第一に「移民・難民」、第二に「経済状況」にシフトしている。「経済状況」は「エネルギー」にまつわるインフレ高進を読み替えても差し支えないだろう。かねて関心が大きかった「移民・難民」はともかく、あれほど熱を帯びていた「環境保護・気候変動」への関心が半分以下になっていることも合わせ見れば、やはり「エネルギー」という論点に絡めた上で「経済状況」への関心が高まっていると読むべきだろう。過去 3 年で電気代・ガス代が非線形に跳ね上がっており、その背景に石炭火力発言や原子力発電を手放し、供給が決して安定しないコストもかかる再生可能エネルギーへ電源構成を切り替えるという政治判断があったことは周知の通りである。要すれば、今、ドイツ国民が求める処方箋は「エネルギー」では原発再稼働、「移民・難民」では右派的な厳格化政策である。

CDU&CSU はこの 2 つの論点で現状打開を謳う伝統的政党であり、だからこそ最多得票を集めた。し

³ ドイツ憲法では財政赤字を国内総生産（GDP）の 0.35% までに抑える債務ブレーキを定めている。

かし、問題はここからである。「壁の内側」の政党である SPD や緑の党は「エネルギー」に関し、原発再稼働を認める立場にはない。具体的に SPD および緑の党は、既に脱原発が完了したドイツで原子力の利用は議論の対象にならないと主張する立場にあり、電気自動車や水素利用拡大に向けたグリーン鉄鋼の推進などを主張する。「移民・難民」に関しては CDU&CSU および SPD は程度の差こそあれ不法移民対策の強化を謳う立場として共通するが、緑の党は人道的見地から移民・難民を受け入れた上で社会統合を謳う立場であり、やはり齟齬がある。

片や、AfD は「エネルギー」に関して気候保護関連の政策をすべて否定する立場で、原発再稼働に限らず化石燃料発電の継続なども主張する立場にある。「移民・難民」に関しては言うまでもなく排斥すべきという立場にある。これら 2 大論点の方向感だけで言えば、CDU&CSU と同じである（なお、債務ブレーキについて AfD は堅持する方針であり、この点は異なる）。要するに、国民の関心事について CDU/CSU と摩擦なく折り合えそうなのが AfD であり、実際に選挙結果を通じて世論がそれを主張した、というのが今回の整理になるだろう。選挙前にイーロン・マスク氏が AfD について「ドイツを唯一救える」と X に投稿して話題になったが、これは全く冗談ではなかったと言える。

「壁の内側」にこだわり、同じことが繰り返される

しかし、現実には AfD は「壁の外側」として排除される。よって、「壁の内側」にある CDU/CSU、SPD、緑の党で連立を組むことになるが、これは選挙前（SPD、緑の党、FDP）と殆ど変わらない組み合わせだ。原発再稼働や移民政策の厳格化というドイツ国民が求める最大の関心事を汲み取り、その実行力だけを優先するのであれば、CDU&CSU、AfD そして自民党（FDP）という組み合わせが必然になる。周知の通り、新自由主義的な思想の強い FDP は SPD や緑の党を折り合うはずもないと言われながら 2021 年からシュルツ連立政権に参加し、常に軋轢を繰り返していた。結果、昨年 11 月に連立政権を投げ出し、その反動から国民の支持が離反、今回は議席消失の憂き目にあった。よって、FDP は今回のパズルのピースに入っていない。

懸念されるのは同じ展開である。CDU&CSU の議席が消滅することはないだろうが、国民の関心事を脇に置いて SPD や緑の党と連立を組めば、結局、次の総選挙に向けて同じ事態が発生するのではないのか。ドイツの政治・経済が「壁の内側」に固執するほど、ドイツの政治空白は長期化し、おそらくは債務ブレーキの取り扱いも中途半端な状態が残り、対トランプ政権対応で後手を踏まされることになる。必然的にユーロ圏経済は下押しされ、ECB の政策運営も縛られることになる。組閣まで半年という声も見られる中、本欄でメインシナリオとするパリティ割れの常態化は引き続き温存したい見通しである。

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。