

## 欧州が動き始めた その2

### 1. 通貨統合に際しドイツは緊縮財政を頑なに要求してきた

ユーロが導入される1999年以前、欧州各国ではドイツマルクやフランスフランといった独自の通貨が流通していました。欧州連合12か国（1986年当時）を旅行すると両替手数料だけで資金が半減するともいわれ、経済統合に向け単一通貨導入への期待が高まりました。一方、ドイツでは第一次大戦後のハイパーインフレがナチスの台頭を招いたという反省から厳しい財政規律を求める声が強く、通貨統合には警戒感を示していました。そこで1993年に発効したマーストリヒト条約では、通貨統合に向け加盟国に対し一般政府の財政赤字を対GDP比3%以内、債務残高を60%以内とすることが義務付けられました。

通貨統合の後、2008年の「史上最悪の金融危機(GFC)」、2009年にギリシャで端を発した「欧州債務危機」、2016年の「英国のEU離脱」、2020年に始まった「コロナショック」等、数々の危機が襲来した際も、一時的な逸脱は認めたものの緊縮財政の原則は維持されました。

### 2. ドイツ大転換の背景

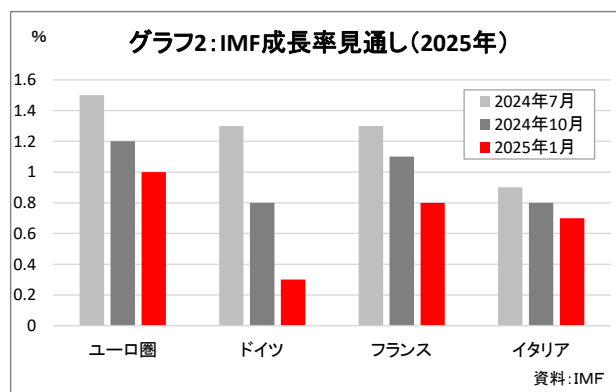
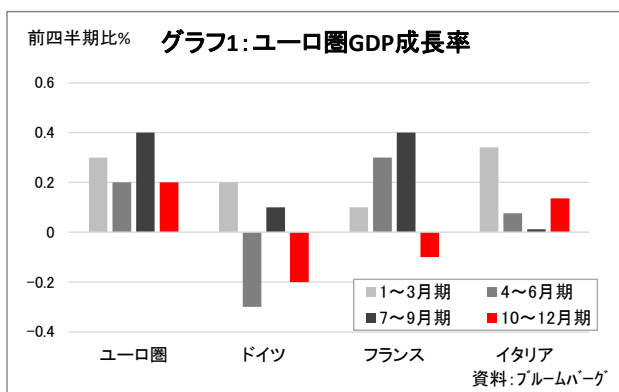
ところが3月7日付本レポートの通り、ドイツは大きく舵を切ろうとしています。その背景には以下が考えられます。

#### ① 左右ポピュリズム政党の台頭

昨年夏のフランス総選挙では左派連合が第一勢力になるとともに極右政党も躍進、今年2月に実施されたドイツ総選挙では極右政党が大幅に議席を増やしました。これまでオランダやオーストリアといった小国でナショナリスト的な政党が第一党を占める等の動きは散見されたものの、ドイツやフランス等の大国にもその流れが押し寄せているようです。移民政策への反発が大きく影響しているとされますが、経済の低迷も国民の不満を高めていると思われます。右翼政党の台頭を抑え込むはずの財政緊縮が裏目に出たとも言え、これまで政権を担ってきた伝統的な政党は危機感を相当強めていると推察されます。

#### ② 中国経済の低迷とドイツ経済の不振

日本と同様に自動車等、製造業に強みを持つドイツはこれまで欧州経済の牽引役を担ってきました。しかし中国企業との競争激化や、景気低迷を背景に中国市場の拡大にブレーキがかかりつつあること等からドイツ経済に対する逆風が強まっています。グラフ1のように過去3四半期のうち2四半期がマイナス成長に陥っており、ドイツは欧州経済を牽引するどころか「病人」と揶揄される存在になりました。欧州各国のなかでドイツが最も財政出動を必要としていると言っても過言ではないでしょう。



### ③ ロシアのウクライナ侵攻

欧州、特にドイツはエネルギーをロシアからの天然ガスに大きく依存してきました。ところがロシアのウクライナ侵攻によりロシアからの供給は制約され、エネルギーコストの上昇が欧州経済の重しとなっています。また帝国主義的色彩を急激に強めているロシアに対峙するため、ウクライナ支援はもちろんのこと欧州全体の安全保障の観点から軍備増強を余儀なくされています。

### ④ トランプ政権の誕生

トランプ政権は同盟国である欧州に対しても非常に厳しい姿勢を示しています。経済面ではカナダ同様、欧州各国に対しても高率の関税を発動するようです。またバンス副大統領は2月に開催されたミュンヘン安全保障会議で「欧州の脅威は中国、ロシアではなく内部に存在する」と激しく欧州を批判しました。長年にわたって西側諸国を支えてきた「自由と民主主義」という共通の価値観を根底から覆したとも言え「今や明らかになった。欧州は独りなのだ」という認識が高まっています。

今回のドイツの対応は単なる「政権交代による政策変更」ではなく、上記のような大きな環境の変化が「ウェイクアップコール」となり歴史的転換に結実したと言えるのかもしれませんが。欧州はこれまで安全保障では米国、経済では中国、エネルギーではロシアに大きく依存してきたという「不都合な真実」を突きつけられたわけです。もちろん長年にわたってドイツを支配してきたマインドセットが一夜にして変わることはなく今後も揺り戻しの動きはあるでしょう。しかし中長期的な視点からはやはり「欧州は動き始めた」のではないのでしょうか。

## 3. 金融市場への影響

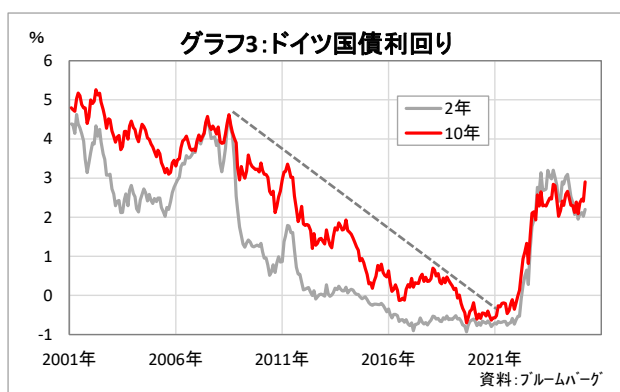
もし本当に欧州が「自立」に向けて動き始めたとするのであれば、当然ながら金融市場にも大きな影響をもたらすこととなります。

緊縮財政を転換させることにより潜在成長率が高まるとすれば金利上昇圧力となりそうです。あるいは財政拡張への懸念が高まれば長期債へのリスクプレミアムが拡大し、長期金利主導で上昇することも想定されます。

為替市場では「米国一強」を背景にユーロは中期的下落傾向を示してきました。もし欧州が自立を強め成長率が上昇すればこの流れが反転することも考えられます。

リスクとしては世界的な債務の拡大が考えられます。コロナ禍で世界的に民間債務は積み上がりました。米国の財政赤字は急速に拡大しています。中国は今月に開催された全人代で財政拡張方針を表明しました。巨額の財政赤字を抱える日本ではプライマリーバランス黒字化は視野に入りません。そのなかで欧州までが財政拡大に動くとなると市場が懸念を高めても不思議ではありません。

冷戦の終了による「平和の配当」と「グローバル化」により金融市場には潤沢な資金が供給されました。ところが「再軍備」と「多極化」に大きく舵を切ろうとするなか、金融市場も重大な転換点に向かいつつあるのかもしれない。



本レポートは筆者の個人的見方であり弊社の公式見解ではありません。

債券運用第一部シニアストラテジスト 菊池 宏

※ 2025年1月以降のレポート

- 1月 6日号 12月の市場動向と1月の注目点
- 1月 10日号 2025年金融市場の「初夢」
- 1月 15日号 2024年度第3四半期の市場動向と今後の注目点
- 1月 31日号 三者三様の日米欧金融政策決定会合
- 2月 3日号 1月の市場動向と2月の注目点
- 2月 14日号 ドル円為替は米国金利、ときどき米国株
- 3月 3日号 2月の市場動向と3月の注目点
- 3月 7日号 欧州が動き始めた

三菱UFJアセットマネジメント株式会社

登録番号 金融商品取引業者  
関東財務局長（金商） 第404号

一般社団法人日本投資顧問業協会会員  
一般社団法人投資信託協会会員

〒105-7320 東京都港区東新橋一丁目9番1号  
電話 03 - 4223 - 3134

\*本資料に含まれている経済見通しや市場環境予測はあくまでも作成時点における弊社ストラテジストの見解に基づくもので、今後予告なしに変更されることがあり、また弊社商品における運用方針と見解が異なることがあります。

\*本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものでもありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。

\*なお、資料中の図表は、断りのない限りブルームバーグ収録データをもとに作成しております。