

## MURC Focus

# 急速に進んだユーロ高とその持続性

～持続性は低く上値も限定される見通し～

調査部 副主任研究員 土田 陽介

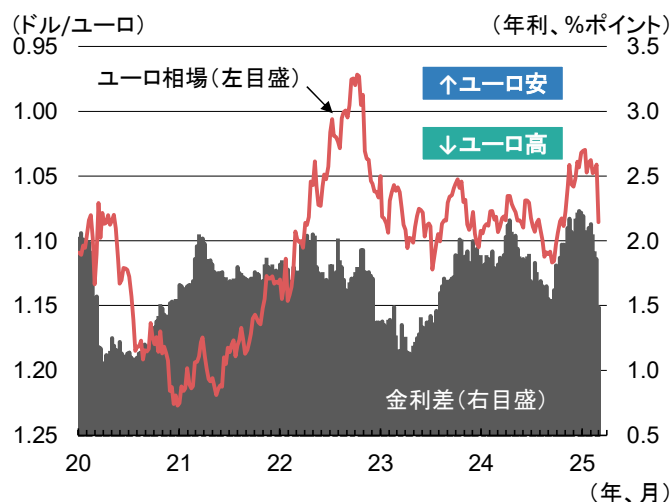
- 米国の景気動向や通商政策に対する不透明感から米金利が低下する一方、ドイツにおける財政拡大への期待から独金利が上昇したため独米金利差が縮小し、ユーロ相場が急反発している。
- ドイツの財政拡張の論点は①インフラ基金の設立、②防衛基金の設立、③債務ブレーキの改正、④EU による防衛費積み増し支援枠組みの整備の4点からなる。
- 現在のドイツの金利上昇は、軍需の膨張に伴う「悪い上昇」の側面が強いため、本質的な通貨高要因ではないと考えられる。ゆえにユーロ高の持続性は低く、上値も限定されよう。

## 1. ユーロ相場は急反発

これまで軟調に推移していたユーロ相場が急反発している(図表 1)。ユーロ相場は年明けまで、欧米間の金融政策の方向感の違いからユーロ安ドル高が進んでいた。欧州中銀(ECB)の利下げがハイピッチとなる一方、米連銀(FRB)の利下げがスローテンポになると見込まれたためである。1 ユーロ=1 ドルのパリティ割れも視野に入っていたが、2 月に入ってユーロ相場は反発し、1 ユーロ=1.1ドル近傍まで持ち直した。

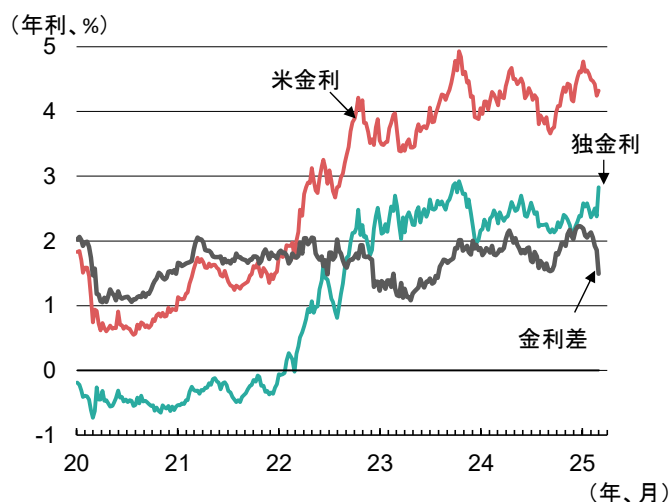
ユーロ相場が急反発した主な理由は、独米金利差の縮小にある(図表 2)。米国の景気動向や通商政策に対する不透明感から米金利が低下する一方、ドイツにおける財政拡大への期待から独金利が上昇したため独米金利差が縮小し、ユーロ相場が急反発したのである。とはいえ、今のユーロ高は期待先行の思惑買いであるため、その持続性は低いと考えられる。

図表1. ユーロの対ドル相場



(注1) 週次  
(注2) 金利差は米国10年国債とドイツ10年国債の流通利回りで作成  
(出所) 欧州中銀(ECB)、米連銀(FRB)

図表2. 独米金利差(10年国債流通利回り格差)



(注) 週次  
(出所) ECB、FRB

## 2. ドイツの二大政党は財政拡張で合意

ドイツの財政拡張のポイントは①5,000 億ユーロ規模のインフラ基金の設立、②数千億ユーロ規模の防衛基金の設立、③防衛費を対象外とする債務ブレーキの改正、④EU による防衛費積み増し支援枠組みの整備、の 4 点からなる(図表 3)。現在ドイツでは次期政権の組閣に向けた連立交渉が行われているが、二大政党であるキリスト教民主同盟・同社会同盟(Union)と社会民主党(SPD)との間では、①から③の論点に関しては概ね合意に達している。

インフラ基金に関しては、5,000 億ユーロの規模で Union と SPD はコンセンサスを得ている。防衛基金の規模は未定だが、一方で両党は、防衛費を積み増すために債務ブレーキ(公的債務残高の年間の増加を GDP の 0.35%ポイントまでに抑制すること)の規定を緩和する方向で一致しているため、防衛費を増額する動きそのものは確定している。

加えて、汎 EU レベルの防衛費積み増し支援として、3 月 6 日に EU 首脳会議で合意に達した「欧州再軍備計画」に基づく財政ルールを緩和(防衛費の増加による財政赤字の拡大を容認すること)や融資(最大 1,500 億ユーロ)も、ドイツの財政拡張を促すことになる。こうしたことから、2024 年時点で GDP の 50%程度だったドイツの歳出は拡大が見込まれるとともに、3%を下回っていた財政赤字も拡大すると予想される(図表 4)。

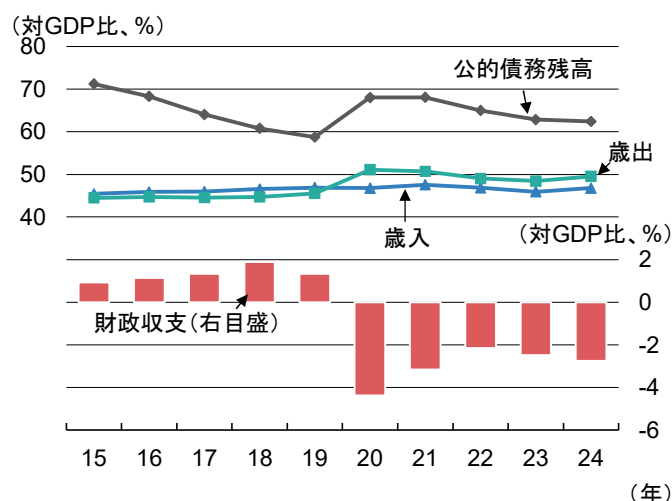
ドイツの硬直的な財政運営に関しては、国際通貨基金(IMF)からも債務ブレーキの緩和を提言されるなど、内外で見直しに向けた機運が高まっていた。また健全財政の対価として老朽インフラが放置されていたことも事実であり、将来的な経済成長に向けての懸念要因となっていた。ゆえに、インフラ投資を増やす方向に関しては、経済的に合理的な選択となる。

図表3. ドイツの財政拡張のポイント

論点	内容
インフラ基金の設立	5,000億ユーロ規模の基金を創設してインフラの維持・更新の財源とする
防衛基金の設立	数千億ユーロ規模(一部報道では4,000億ユーロ規模)の基金を創設して防衛費の拡充を図る
債務ブレーキの改正	Union と SPD の議員連盟が GDP 比1%を超える防衛費を債務ブレーキの対象から外す内容の憲法改正案を提出する予定
EUによる防衛費積み増し支援枠組みの整備	「欧州再軍備計画」に基づき最大で8,000億ユーロを防衛費拡大やウクライナ支援に充当(うち1,500億ユーロがEUによる融資)

(出所) 各種資料

図表4. ドイツの財政収支



(出所) ドイツ連邦統計局(FSO)

### 3. 防衛費の積み増しで民需が圧迫される公算大

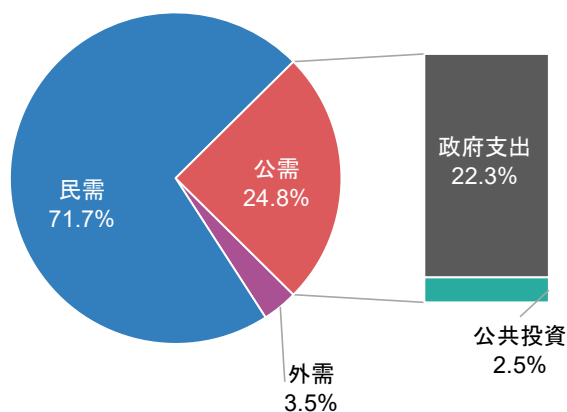
財政拡張は最終需要を刺激するため一定の景気押し上げ効果を持つ一方、クラウディングアウト効果（民需を圧迫する効果）を持つという問題があり、とりわけ軍需（防衛費）はその効果が強い。事実としてヒト・モノ・カネという生産要素は有限であるため、軍需向けのモノやサービスの生産が優先されれば、民需向けの生産は後回しにされる。ゆえに、防衛費の急激な積み増しはドイツ経済をかえって圧迫する恐れが大きい。

ドイツの2024年のGDPの構成を確認すると、公需はその24.8%を占めていた（図表5）。今後はこれが政府支出と公共投資の両面で拡大すると予想される。反面、民需に下押し圧力がかかる。さらにインフレが進むことでドイツ製品の価格競争力が低下するため、外需にも下押し圧力がかかる。ここで通貨の価値を総合的に評価する実質実効為替レートを確認すると、ドイツは中国や日本に比べて高水準であることが分かる（図表6）。

このことは、物価が安定している中国や為替安が進んでいる日本に比べると、ドイツ製品の価格競争力が低下していることを意味する。財政拡張でインフレが進めば、ドイツ製品の価格競争力は一段と低下し、輸出に対する逆風が強まることになる。これらの下押し圧力を財政拡張による景気押し上げ効果が上回るか、定かではない。成長率が上昇しても、ドイツ経済の実勢は浮揚感を欠くものとなる可能性が高い。

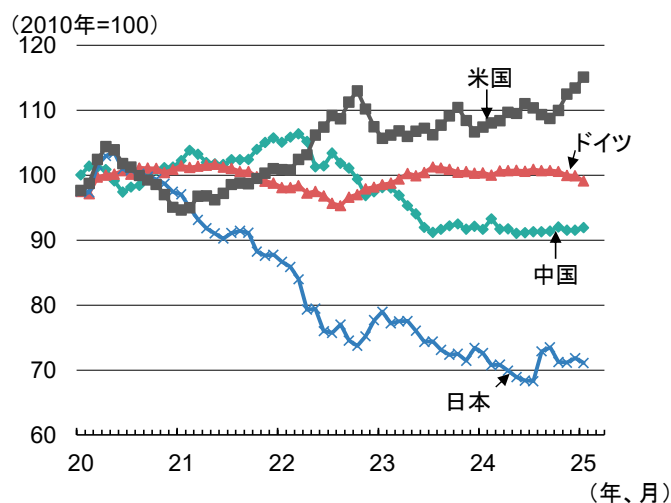
そもそも、金利上昇には「良い上昇」と「悪い上昇」がある。良い上昇は経済成長の加速を織り込んだものだが、悪い上昇は財政悪化への懸念を反映したものである。現在のドイツの金利上昇は、軍需の膨張に伴う「悪い上昇」の側面が強いため、本質的な通貨高要因ではないと考えられる。ゆえにユーロ高の持続性は低く、上値も限定されよう。

図表5. ドイツの GDP の構成割合（2024年）



（出所）FSO

図表6. 各国の実質実効為替レート



（出所）国際決済銀行（BIS）

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。