

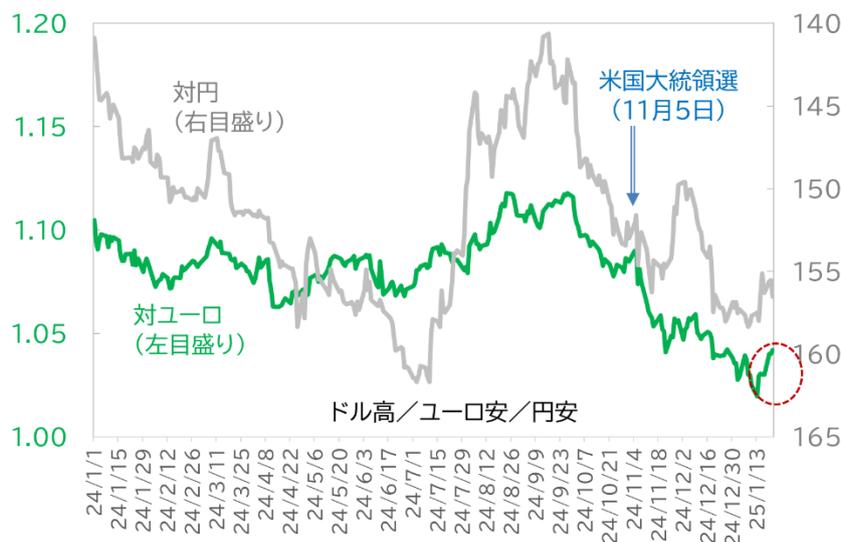
Weekly エコノミスト・ レター

トランプ 2.0 とユーロ ーユーロ制度のバージョンアップも課題に

経済研究部 常務理事 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. トランプ大統領の再選以来のユーロ安基調は、一旦歯止めが掛かったが、持続的で力強いユーロ安の修正につながるものにはならないだろう。
2. 米国とEUの間で、原油やLNG輸入増加のディールがまとまるにせよ、関税引き上げ合戦にエスカレートするにせよ、ユーロ安圧力として働くように思われる。
3. ユーロを支える制度は、ギリシャ発の債務危機に対応する過程でバージョンアップされた。ECBだけでなく、政治的な意思はユーロを守る上で欠かせなかった。
4. 債務危機を乗り越えたユーロは、ドルに次ぐ第2の国際通貨としての地位を維持し続けているが、ユーロを支える制度には脆弱さが残る。政治的な問題が財政の持続可能性への疑念を引き起こした場合への対応には限界がある。
5. 各国の健全な財政運営を担保するための新たなルールの試金石として注目されるのはフランスだ。議会の分裂から2025年予算の成立は未だ見通せないが、財政赤字の削減の必要性についての一致が見られることは、一定の安心材料と言えよう。
6. 戦後の国際秩序を否定するトランプ 2.0 とEUは真逆の方向に動き出している。安全保障体制での自立性の向上、競争力の回復のための構造改革に加えて、ユーロ制度の更なるバージョンアップもEUにとって優先度の高い課題となっている。

24年11月のトランプ大統領再選後、ほぼ一方調子でドル高ユーロ安が進んできた



(資料)Datastream

（ トランプ大統領再選後にユーロ安、ここ一週間は反転も持続的で力強い修正は見込めず ）

ユーロの対ドル相場はトランプ大統領の再選以来、ユーロ安基調が続いてきた（表紙図表参照）。欧米間の景気と利下げ見通しの格差に加えて、トランプ 2.0 の政策転換、特に関税政策や安全保障政策で予想される変化¹が停滞するユーロ圏経済の下押し圧力となり、財政政策の制約を強め、欧州中央銀行（ECB）は利下げの加速による対応を迫られるとの観測が広がったからだろう。

ユーロ安には、トランプ 2.0 の始動一週間前の 1 月 13 日に一旦歯止めが掛かったが（表紙図表赤丸部分参照）、持続的で力強いユーロ安の修正につながるものにはならないだろう。

ユーロの反転をもたらした要因は、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ先送り観測の後退と、中国、メキシコ、カナダへの関税引き上げの初日実施の 2 つだが、いずれも効果は一過性で見られる。

米国の利下げ先送り観測は、12 月雇用統計を受けて高まった後、コアCPIの鈍化で後退したが、前年同月比 3.2%でFRBが目指すコア個人消費支出（PCE）で 2%と整合的な水準を上回る。トランプ大統領は、23 日の世界経済フォーラム（WEF）年次総会（ダボス会議）のリモート演説²で、原油価格が下がればロシア・ウクライナ戦争の停戦につながると見方から、OPECには「原油価格の引き下げ」を、原油価格が下がれば「すぐに利下げをする」よう求め、「世界中で金利が引き下げられるべき」との考えを述べた。トランプ 2.0 の政策効果についての質問に、トランプ大統領は、「インフレは抑制され多くの雇用が生まれ、多くの企業が移転してくる」と述べたが、インフレの再加速をもたらし、利下げを阻む可能性も排除できないだろう。

初日は見送られた関税引き上げも政策手段としての活用への意欲は変わらない。トランプ大統領は、大統領就任式の演説で「米国の労働者と家族を守るため、貿易システムの見直しを直ちに開始する」、「自国民を富ませるために外国に関税や税金を課す」³と述べている。以後、メキシコ、カナダ向けの 25%の関税、中国向けの 10%の追加関税を 2 月 1 日にも発動する可能性を示唆している。EUについても、ダボス会議での演説も含めて、米国産自動車や農産物を購入しないことへの不満と、石油や天然ガスの購入を増やさなければ、追加関税を課すという就任前からの主張を繰り返して述べている。

EUは、トランプ 2.0 による関税引き上げを輸入増加のディールで回避することを優先する構えだが、米国が関税引き上げに動いた場合には、対抗措置を講じる準備も整えている⁴とされる。

ユーロにとっては、EUによる輸入増加のディールがまとまるにせよ、関税引き上げ合戦にエスカレートするにせよ、ユーロ安圧力として働くように思われる。

（ 政治的意思で危機を乗り越えてきたユーロ。第2の国際通貨としての地位を維持 ）

ユーロは、25 年 1 月時点で 20 もの主権国家が導入する通貨であり、その実験的な性格から、少なからぬ専門家がユーロの単一通貨圏としての持続可能性に疑問を呈してきた。99 年のユーロ導入時の第 1 陣となった 11 カ国の間でも経済規模や所得水準、経済・産業、国際収支構造には大きなばらつきがあった。財政主権が各国に分散しながら、通貨と金融政策を一本化するにあたり、EUは、GDPの3%を超える過剰な財政赤字の是正などのルールを規定した「成長安定協定（SG

¹ [President Trump Gives Virtual Remarks to World Economic Forum](#)

² トランプ 2.0 で予想される政策と欧州の対応や影響については、「[トランプ 2.0 と EU-促されるのは EU の分裂か 結束か？](#)」基礎研レポート 2025-1-17 をご参照下さい。

³ 日本語訳は日本経済新聞（「[不可能な事をなし遂げる](#)」トランプ米大統領演説全文、2025 年 1 月 21 日）による。

⁴ Keith M. Rockwell “[Europe plans two-pronged approach to dealing with Trump](#)” Hinrich Foundation Report, January 2025

P)」に基づいて相互に監視する体制を確立した。

ユーロを支える制度は、2008年の世界金融危機に続いてギリシャを発の債務危機に対応する過程でバージョンアップされた。主な変更点は、①財政ルールの厳格化⁵、②自力での資金繰りが困難になった国の支援などを行う安全柵「欧州安定メカニズム (ESM)」の常設化、③ユーロ圏の銀行監督と破綻処理の一元化による「銀行同盟」への移行である。

2010年代の債務危機の克服に重要な役割を果たしたのはドラギ総裁(当時)率いるECBと評価されることが多いが、①～③のようなユーロ制度の構造的な欠陥を是正するために必要な合意をまとめる政治的な意思はユーロを守る上で不可欠だった。

(存続可能性を問われる危機は再び訪れるのか?)

ユーロは、債務危機を乗り越えて、四半世紀以上存続し、ドルに次ぐ第2の国際通貨としての地位を維持してきた。ECBは、ユーロ導入以来、毎年、「ユーロの国際通貨としての役割」に関する報告書を作成している。同報告書では、国際通貨としての機能を示すデータに占めるユーロの割合を平均した総合指数としてユーロの役割の変化を定量的に示している。2024年6月の最新報告書で示されたデータによれば、ユーロの役割は、為替の変動を考慮した場合は、2000年代半ばから世界金融危機前の24%近辺がピークで、その後、低下傾向が続き、2016年に18%を割り込んだ後、緩やかに回復し、20%弱のレベルまで戻している⁶。

最適通貨圏を超える範囲に広がるユーロを支える制度には脆弱さが残る。

この先、ユーロの存続可能性が問われるような危機が訪れるリスクは排除できない。コロナ禍対応の財政出動もあり、一般政府債務残高は拡大している(図表1)。圏内の国債利回りの格差は債務危機時に比べて抑えられているが、最高格付けの国債でも利回りの水準は2010年代後半に比べて高く(図表2)、利払い負担は重くなっている。この先、トランプ大統領の要請通り、インフレの鎮静化、世界的な金利低下という流れになれば問題は生じない。しかし、ユーロ安による輸入インフレへの配慮からECBの利下げが阻まれる展開となれば、金利の高止まりが続く。

債務の持続可能性という面で重要な経済成長の弱さも問題である。EU、特にドイツでは、エネルギー・コストの上昇、過剰規制・官僚主義による負担、バイデン政権が推進した大胆な産業政策によって、産業立地としての競争力の低下と産業空洞化のリスクが深刻な問題となっていた。トランプ大統領は、産業政策よりも減税と規制緩和の推進と関税の組み合わせで、世界中の企業に米国への生産を求めている。バイデン政権からアプローチは変わっても、EUの産業立地としての競争力への逆風は続く。

市場の緊張が生じた場合の対応のツールは債務危機時に比べると充実し、実績も積み上がっているとは言え、政治的な問題が財政の持続可能性への疑念を引き起こした場合への対応には限界がある。ESMの支援には5000億ユーロの支援能力を有し、利用可能額は4270億ユーロである。この間、政府債務残高が増加していることを思えば、十分な能力とは言い辛い。厳しい支援条件が課されることが、利用を遠ざける問題もある。

ECBによる国債の買い入れは、金融政策を目的とする資産買い入れプログラム(APP)の下での公的部門購入プログラム(PEPP)の他に、圏内の利回り格差拡大に対応する枠組みとして、

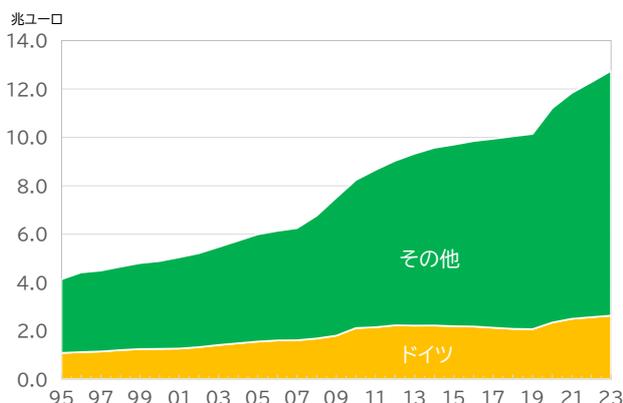
⁵ 債務危機を教訓とする財政ルールの変更点と問題点、コロナ禍での財政ルールの運用等については、伊藤さゆり「財政同盟の課題と復興基金の意義」須網隆夫編『EUと新しい国際秩序』日本評論社をご参照下さい。

⁶ European Central Bank “The international role of the euro” June 2024. ユーロの国際通貨としての役割の総合指数は3頁に図表として掲載されている。

①2012年9月に債務危機への対応として導入した金額無制限で国債を購入プログラム・OMT、②2020年3月にコロナ禍による市場の分断に対応する枠組みとして導入されたパンデミック緊急買入れプログラム・PEPP、③ウクライナ侵攻後の2022年7月に導入した伝達保護手段（TPI）がある（図表3）。これら3つのツールのうち、実際に活用されたのはPEPPのみであり、PEPPは、すでに再投資の停止による緩やかな縮小の局面にある。

最も新しいツールであるTPIは、ESMによる支援とセットのOMTに比べてECBの裁量によって活用可能な柔軟性があるが、「健全で持続可能な財政・マクロ経済政策運営を行っている国」が対象である。意図的にEUのルールから逸脱した国が市場の攻撃を受けた場合には、伝播のリスクがある国を対象に活用することはできても、当該国の問題に対応することはできない。

図表1 ユーロ導入国の一般政府債務残高



(資料) 欧州委員会統計局 (eurostat)

図表2 ユーロ圏の10年国債利回り



(注) ユーロ導入国のうち最高格付けを有するのはドイツ、オランダ、ルクセンブルク

(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

図表3 ユーロ圏内の市場の分断（国債利回り格差拡大）に対応するECBのプログラム

| 名称 | 導入時期 | 内容 | 発動実績 |
|-------------------------|--------|--|------|
| ①無制限国債購入プログラム (OMT) | 12年9月～ | ESM支援プログラム履行が条件(金額無制限) | なし |
| ②パンデミック緊急買入れプログラム(PEPP) | 20年3月～ | コロナ禍に関わる市場の分断に対応 資産買入れの配分はECBの出資比率をベンチマークとしつつ柔軟に運用 22年3月に純買入れ停止、24年12月に再投資停止 | あり |
| ③伝達保護手段(TPI) | 22年7月～ | 健全で持続可能な財政・マクロ経済政策運営を行っている国が対象 不当で無秩序な市場の変動が金融政策の伝達を妨げている場合に、ECBの政策理事会の裁量で活用 (事前の上限設定なし) | なし |

(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

（本格的にスタートした新財政ルールの適用）

各国の健全な財政運営を担保するためのルールの適用は、コロナ禍への対応で一時停止され、2024年度から再開された。再開に合わせて、コロナ禍前から議論されていたルールも改正され、24年4月30日に新たなルールが発効した。新たなルールに沿って、1月21日には、現在、過剰な財政赤字是正手続き（EDP）の対象国となっているフランス、イタリアなど8カ国（うちユー

口圏は5カ国)に各国毎の過剰な財政赤字解消の期限と過剰な財政赤字是正のための「純支出」の増加率の経路が提示された(図表4)。

図表4 過剰な財政赤字是正手続きの対象国の赤字解消期限と純支出の増加率

| | 国名 | 2024年 | | 過剰な赤字解消期限 | 純支出増加率上限 | | | | | |
|-------------|-------|-------|--------|-----------|----------|------|------|------|------|------|
| | | 財政赤字 | 債務残高 | | 25年 | 26年 | 27年 | 28年 | 29年 | 30年 |
| ユーロ導入国 | イタリア | 3.8% | 136.6% | 26年 | 1.3% | 1.6% | | | | |
| | ベルギー | 4.6% | 103.4% | 27年 | 2.4% | 1.9% | 2.0% | | | |
| | スロバキア | 5.8% | 58.9% | 27年 | 3.8% | 0.9% | 1.6% | | | |
| | マルタ | 4.0% | 49.8% | 27年 | 6.0% | 5.8% | 5.8% | | | |
| | フランス | 6.2% | 112.7% | 29年 | 0.8% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.1% |
| ユーロ未導入EU加盟国 | ハンガリー | 5.4% | 74.5% | 26年 | 4.3% | 4.0% | | | | |
| | ポーランド | 5.8% | 54.7% | 28年 | 6.3% | 4.4% | 4.0% | 3.5% | | |
| | ルーマニア | 8.0% | 52.2% | 30年 | 5.1% | 4.9% | 4.7% | 4.3% | 4.2% | 3.9% |

(注) 2024年の財政赤字と債務残高は欧州委員会の「2024年秋期欧州経済予測」での予測値(2024年10月末時点)

純支出=利子支出、裁量的歳入措置、EUの基金からの歳入と完全に一致するEUのプログラムに関する支出、EUが資金を提供するプログラムの協調融資に関する支出、失業給付支出の循環的要素と一時的措置を差し引いた政府支出

(資料) European Commission “European Economic Forecast, Autumn 2024”

Council Recommendation with a view to bringing an end to the situation of an excessive deficit

「純支出」は、新ルールで財政の健全化の取り組みを判断するベンチマークとなった。利子支出、裁量的な歳入措置、EUの基金からの歳入と完全に一致するEUのプログラムに関する支出、EUが資金を提供するプログラムの協調融資に関する支出、失業給付支出の循環的要素と一時的措置を差し引いた政府支出を指す。改定前のルールは、債務危機の反省から債務残高を重視したために、過剰債務国に厳しく、グリーン化やデジタル化など構造転換と成長の両立のために必要な投資を阻害する傾向が観察された。他方で、財政健全化にも明確な効果は見られなかった。効果が限定された理由としてルールの複雑さも問題とされた。新ルールでは「純支出」をベンチマークとすることで簡素化しつつ、各国の事情やグリーン化、デジタル化などの改革や投資の要因を考慮することになった。

新ルールの下では、EDP非対象国にも「純支出」の参照軌道が示されることになっている。ECBがTPIを発動する際の判断基準として、今後、ベンチマークとの乖離が用いられる可能性がある。

過剰な財政赤字是正手続きの対象国は、4月30日までに純支出の軌道を組み込んだ中期財政構造計画を提出し、その後、少なくとも6カ月に1度、過剰な財政赤字が解消するまで計画の進捗を報告し、欧州委員会が計画の実行状況を評価することになる。

新たなルールに基づく過剰な財政赤字是正手続きの試金石として注目されるのはフランスだ。ユーロ圏で第2位、一般政府債務残高は最大で、市場への影響力の大きいフランスで「純支出」のベンチマークから外れるリスクが高いことは気掛かりである⁷。2025年度予算案は、内閣不信任で倒れたバルニエ内閣からバイルー新内閣に引き継がれた。23日には元老院(上院)で可決され、1

⁷ UK can rejoin EU 'in a century or 2,' Juncker says POLITICO Brussels Playbook July 4, 2024

月 30 日に国民議会（下院）と元老院（上院）からそれぞれ 7 人の議員が参加する両院協議会（CMP）での一本化作業が予定されている。一方化で合意した場合、予算案は、2 月 3 日の週に国民議会に戻され、投票に付される⁸。上院で可決した予算案は、過剰な赤字の 2029 年度までの解消という目標（図表 3）に適合し、2025 年の財政赤字の GDP 比 5.3% への削減のための歳出削減計画が積み増されているが、国民議会での可決には、社会党が求める歳出削減計画の一部撤回も必要になると見られ、合意が成立するのを見通せない状況にある。但し、政党間の対立は、主にアプローチの違いによるもので、財政赤字の削減の必要性についての一致は見られることは一定の安心材料と言えよう。

（ 必要とされるトランプ 2.0 対応のユーロ制度のバージョンアップ ）

欧州の主流派の政治指導者や政策当局者は、トランプ大統領の就任演説や大統領令のリスト、ダボス会議での発言などから、EU が基本的価値として尊重する民主主義や法の支配、戦後のルールに基づく国際秩序を否定し、修正に動こうという意思を強く感じ取ったことだろう。反 DE I やパリ協定の離脱と化石燃料の推進、国際保健機関（WHO）からの離脱、反多様性・公平性・包摂性（DE I）や大手ハイテク企業との接近など、トランプ 2.0 と EU は真逆の方向に動き出している。欧州の民主主義への挑戦であり、EU にとっての脅威⁹という受け止めもあるほどだ。

トランプ 2.0 の米国は EU よりも中国・ロシアなど修正主義国家¹⁰との距離が近いという印象すら抱かせる。ダボス会議の演説後の質疑応答でも貿易不均衡、北大西洋条約機構（NATO）の国防費ほか、米国の大手ハイテク企業への制裁金などへの不満を表明した。中国については、巨額の貿易赤字の是正の必要性を述べる一方、習近平主席を称賛し、中国とは常に素晴らしい関係を築いたとし、ロシア・ウクライナ戦争の停戦のための尽力への期待も述べた。

トランプ 1.0 と対峙した EU の執行機関・欧州委員会のユンカー前委員長は、トランプ大統領は「EU は米国に対抗するためのヨーロッパ人の発明」であり「常に敵」と考えていたと述べている¹¹。EU を米国の挑戦と見るトランプ大統領が、ユーロを基軸通貨ドルへの挑戦と見ても不思議ではない。

安全保障体制での自立性の向上、競争力の回復のための構造改革に加えて、銀行同盟の完成や資本市場同盟の加速などによるユーロ制度の更なるバージョンアップも、トランプ 2.0 の世界に対応する EU にとって優先度の高い課題となっている。

米欧間の乖離の拡大は、西側の一角を占める日本にとって「漁夫の利」を得る機会というよりは、憂慮すべき事態と言え、注視する必要があると思われる。

⁸ Par Simon Barbarit “[Budget 2025 : après le vote du Sénat, quelle est la suite ?](#)” 23/01/2025, Public Senat

⁹ Heather Grabbe and Jean Pisani-Ferry “[Political contagion in Europe: can the European Union survive Trumpism?](#)” Bruegel First glance, 16 January 2025

¹⁰ Angela Stent “[Russia and China: Axis of revisionists?](#)” Brookings Research, February 2020

¹¹ [UK can rejoin EU 'in a century or 2,' Juncker says](#) POLITICO Brussels Playbook July 4, 2024