

金融財政 ビジネス Business

時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)
購読料金 月額5,830円(税抜5,300円)

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2025

2025年(令和7年)
2月3日[月]
第11289号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 2.3

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	トランプ2.0始動、経済政策の大転換 慶応大学総合政策学部教授 白井さゆり	
解説	4	GPIFのESG投資の目的とその効果検証について 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) ESG・スチュワードシップ推進部長 塩村賢史	
column 照一隅	8	日銀レビューの限界 銀龍	
続・怒れるガバナンス	9	トランプ3.0の時代に備えよ〈第247回〉 作家 江上 剛	
解説	12	台頭するインド、順位を下げる中国 海外直接投資アンケートより 国際協力銀行調査部第1ユニット参事 島本 健	
外交・国際	14	ドイツの政権交代と次期政権の政策運営 大規模財政出動へのハードルは高い 第一生命経済研究所経済調査部首席エコノミスト 田中 理	
column 藤原作弥のカラム・コラム	19	聖母昇天	
書評	20	藤原作弥 著 「満州、少国民の戦記 総集編」	

次号は2月6日発行です

2月6日号では、米国を覆う「トランプ主義」について解説する記事などを掲載する予定です。

GPIFのESG投資の目的とその効果検証について

年金積立金の管理・運用を行う年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、「日本版スチュワードシップ・コード」の受け入れおよび「責任投資原則」（PRI）への署名以来、ESG（環境・社会・企業統治）投資やスチュワードシップ活動を推進してきた。ESG投資については、「超過収益の獲得」に加えて、「中長期的なリスク低減効果」や「市場の底上げ効果」が期待されるものとして、ESG指数に連動する投資を2017年度より開始した。24年3月末時点でESG指数に基づく株式パッシブ運用の運用資産額は、国内株式、外国株式の合計で約17.8兆円まで拡大している。

ドイツの政権交代と次期政権の政策運営

連立崩壊とシュルツ首相の不信任で2月に前倒しされたドイツの連邦議会選挙では、保守政党による政権奪還が確実視される。連立参加の可能性がある主要政党は、気候変動対策と経済成長の両立、税負担軽減、電力料金の引き下げ、経済再生などで一致するが、減税の規模や対象、債務ブレーキの改正、暖房法の廃止、原発再開などの政策分野での歩み寄りが必要で、連立協議には時間がかかりそうだ。大規模な財政出動へのハードルは高く、自動車産業を中心に産業競争力回復への道のりも険しい。

◎発行人
境 克彦

◎編集長
伊藤一馬

◎編集アシスタント
竹内美紀

◎デザイン・レイアウト
成田裕光

■ご購読に関するお問い合わせ
dokusya@jiji.co.jp

■本誌記事に関するお問い合わせ
finance@grp.jiji.co.jp

トランプ2.0始動、経済政策の大転換



慶応大学総合政策学部教授
白井さゆり

1月20日、2度目の大統領就任を果たしたトランプ氏、準備万端の様子で次々と大統領令を発令している。欧州やアジアで自由で開かれた経済圏を構築するよりも、米国第一主義を掲げ、反対意見を排除する姿勢を鮮明にした。

ここ数年、世界では米国独り勝ちの状況が続いている。理由は主に三つある。

第一に、エヌビディアをはじめ、人工知能（AI）や半導体産業で世界をリードする多くのテクノロジ企業が開発していることだ。これらの企業が米国の設備投資や利益を押し上げ、株価上昇の原動力となっている。第二に、シェール革命以降、天然ガスの生産が増加し、今では世界最大の生産・輸出国に転換した。このため、エネルギー価格が日本や欧州よりも低く、競争力を高めることに成功している。第三に、ウクライナ戦争以降、国防費が増加し、米国の軍事産業が活性化している。

トランプ氏は2018年に法人税と所得税について歴史的な大減税を行った。25年末に到来する所得税減税の期限を延長し、法人税は米国で生産する企業に対して、21%から15%まで一段と引き下げる計画だ。企業

利益は押し上げられ、自社株買いも進むので割高な米国株価がさらに上昇すると見込まれている。

一方で、貿易協定を結ぶカナダとメキシコに対して、早くも2月1日に協定違反となる25%もの輸入関税率引き上げの意向を示した。すでに18～19年の米中関税競争で20%程度まで引き上げている中国輸入品に対する関税率も追加的に10%引き上げる可能性を示している。

関税率が引き上げられれば、米国の税収と雇用は増えるとトランプ氏は主張するが、米国の物価は高騰するだろう。21年以降、累積20%を超える物価高騰に苦しむ米国で低所得者の生活が一段と苦しくならないか注目したい。

トランプ氏が有力ハイテク企業や投資ファンドと連携し、米国の技術力を強化しようとしている点は注目される。だが、技術革新には世界から優秀な人材や企業を集める必要がある。そうした企業は新技術を包含する財・サービスを世界に提供し続けて利益を増やそうと考えている。となると、トランプ氏の移民政策や保護主義と整合性を欠く面もあるように思われる。今後の動きに目が離せない。

巻頭言

GPIFのESG投資の目的とその効果検証について

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)
ESG・スチュワードシップ推進部長
塩村賢史

しおむら・けんじ 年金積立金
管理運用独立行政法人

年金積立金の管理・運用を行う年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、「日本版スチュワードシップ・コード」の受け入れおよび「責任投資原則」(PRI)への署名以来、ESG(環境・社会・企業統治)投資やスチュワードシップ活動を推進してきた。ESG投資については、「超過収益の獲得」に加えて、「中長期的なリスク低減効果」や「市場の底上げ効果」が期待されるものとして、ESG指数に連動する投資を2017年度より開始した。24年3月末時点でESG指数に基づく株式パッシブ運用の運用資産額は、国内株式、外国株式の合計で約17・8兆円まで拡大している。

はじめに

GPIFがESG投資を始めて7年が経過した現在は、PDCAサイクルでいうところの後半段階、つまりこれまでにとりだした効果も挙げているかを明らかにした上で、必要に応じてESG投資の改善を検討すべきタイミングにあると考えている。効果を検証するため、ESG投資を開始した当初の三つの期待に立ち返

ると、投資の効果を容易に計測できるものと、そうでないものに大別できる(図表1)。

この三つのうち、「超過収益の獲得」については計測や評価が比較的容易だ。市場平均収益率(日本株の場合はTOPIX)のパフォーマンスをどれだけ上回ったのかを評価するのが超過収益である。ESG指数投資は、ボラティリティー(TOPIX対比での収益率の振れ)

の抑制という観点では課題は残っているものの、運用開始から2024年3月末までの超過収益額は1242億円という結果となっている。

一方、残りの二つについては、計測は一筋縄ではいかない。「中長期的なリスク低減効果」については、効果が発現するまでには相応の時間が必要になるためだ。「市場の底上げ効果」については、GPIFが

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) ESG・スチュワードシップ推進部長 塩村賢史

しおむら・けんじ 年金積立金管理運用独立行政法人
ESG・スチュワードシップ推進部長

2025.2.3 [月] 金融財政ビジネス 第3種郵便物認可

ESG指数投資を行わなかった時の市場(TOPIX)とESG指数投資を行った現実の市場(TOPIX)を直接比較できないという、越えら

〈図表1〉ESG投資で期待されることと効果測定における課題

測定の難易度	期待する効果	効果測定における課題
効果測定が容易	超過収益	市場平均収益率(TOPIX等)と比較することで、超過収益率や超過収益額で測定可能
効果測定が容易でない	中長期的なリスク低減効果	効果が発現するまでには相応の時間が必要
	市場の底上げ効果	ESG指数投資を行わなかった「仮想の資本市場(TOPIX等)」との比較は不可能

(出所) GPIF

GPIFのように投資額が大きく、世界の資本市場全体に幅広く分散して運用する投資家は「ユニバーサル・オーナー」と呼ばれる。また、GPIFのように数世代にも及ぶ期

なぜGPIFがESG投資を行うのか

れない壁がある。本稿では、GPIFのESG投資に対する考え方に立ち返りつつ、ESG投資を開始した際に期待した「中長期的なリスク低減効果」や「市場の底上げ効果」の測定の難しさに対し、われわれが現在どのような取り組みでいるのかについて紹介したい。

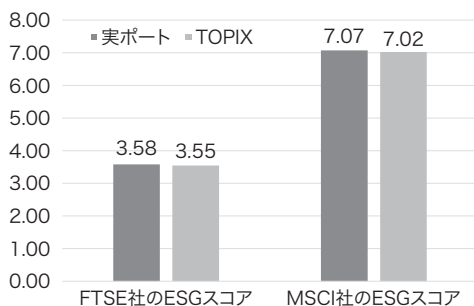
間を視野に入れて運用する投資家は、「超長期投資家」でもある。このように「ユニバーサル・オーナー」と「超長期投資家」という特性を持つGPIFが、長期にわたって安定した収益を獲得するためには、投資先の個々の企業の価値が持続的に高まり、ひいては資本市場全体が持続的・安定的に成長することが重要となる。

例えば、投資先の一部の企業が一時的な収益拡大のために、環境や社会への大きな負荷を顧みない事業活動を行った結果、その企業の株価が上昇したとしても、他の企業を含めた経済全般や社会がそれらの負の影響を受けるのであれば、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオ全体としても大きなダメージとなる。言い換えると、投資収益を確保するには負の外部性を抑制して、持続可能な資本市場や社会を維持することが重要ということである。このような負の外部性を抑制するために積極的に活動するという「ユニバーサル・オーナーシップ」の考え方は、GPIFのESG指数投資などのESGを考慮し

た取り組みの根幹にある。これは、長期的な投資価値を守るための手段としてサステナビリティ・インパクトに注目する「手段的IFSI」(IFSI: Investing For Sustainability Impact)とも共通する考え方である。

ESGを考慮した投資のESGリスクが市場平均よりも低い点については、ポートフォリオの全てを時価総額加重の市場ベンチマークで運用した場合と比べて、ESG投資を行った場合の方が、平均的にESG評価が高いことや温室効果ガス排出量

〈図表2〉GPIFポートフォリオとTOPIXのESGスコアの比較(2024年3月末時点)

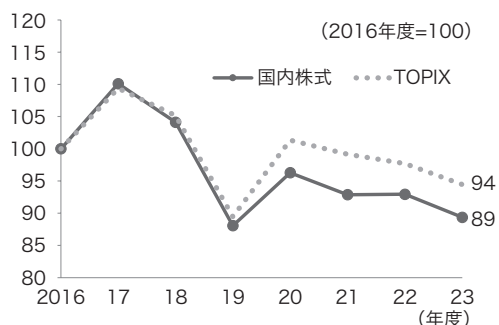


(注) GPIFが株式を保有する企業のうち、FTSE社もしくはMSCI社がESG評価を行っている企業について集計。
(出所) FTSE社、MSCI社のデータに基づきGPIF作成

ESG投資による中長期的なリスク低減効果

ESGを考慮した投資のESGリスクが市場平均よりも低い点については、ポートフォリオの全てを時価総額加重の市場ベンチマークで運用した場合と比べて、ESG投資を行った場合の方が、平均的にESG評価が高いことや温室効果ガス排出量

〈図表3〉GPIFポートフォリオとTOPIXの温室効果ガス排出量の比較

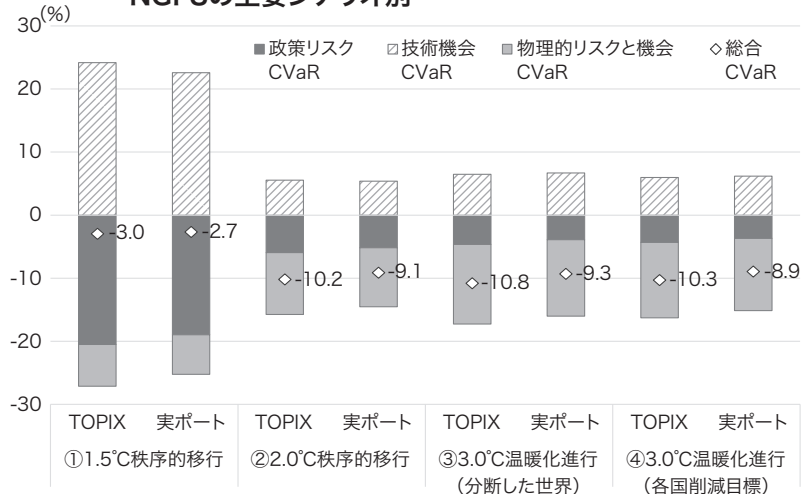


(出所) S&P社のデータに基づきGPIF作成

(GHG排出量) が低いことで把握することができる。実際、GPIFの国内株式ポートフォリオ(実ポート)は、全てをTOPIXで運用した場合と比べて、GPIFが採用しているESG指数で評価に用いられているFTSE社やMSCI社のESGスコアは若干高く(図表2)、GHG排出量(スコア)も若干抑制されている(図表3)。

しかし、実際のところはESGリスクが顕在化した際に、ESGを考慮したポートフォリオの方が資産価値の毀損が抑えられて、初めてその効果が確認されることになる。市場

〈図表4〉GPIFポートフォリオとTOPIXのCVaRの比較
～NGFSの主要シナリオ別～



(注)2024年3月末時点のデータに基づき分析
(出所)MSCI社のデータに基づきGPIF作成

平均収益率からの乖離（トラッキングエラー）とESGリスクの抑制については、トレードオフ関係にあるため、その最適解を見つけることは容易ではない。

数あるESGリスクの中でも、気候変動に伴うリスクについては、投資家にとって、全ての資産クラス・銘柄に同時に生じるものであり、分

散投資を行っても完全に消すことができないリスクである。また、少なくとも長期的には顕在化する可能性が極めて高いリスクだと考えられるため、GPIFではアセットオーナーとして主体的に取り組む課題であると考えてさまざまな取り組みを行ってきた。

例えば、同業種内での企業の売上高当たりのGHG排出量の多寡を投資ウエイトに反映したカーボンエフィシエント指数シリーズに基づく投資や、企業の気候変動に関する情報開示の枠組みとして知られる「気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)」の提言に沿った情報開示などをこれまで行ってきた。

気候変動に伴うリスクは、規制強化などの政策変更や、消費者の環境意識の高まりによる商品・サービスに対する需要の変化などによる「移行リスク」と、異常気象や自然災害

などに伴う物理的な被害による「物理的リスク」に大きく分けられる。その二つのリスクがどのような形で顕在化するかは、世界各国がこれからのような政策をとるのかによって大きく変化することになる。

気候変動リスクへの金融監督上の対応を検討するための中央銀行・金融監督当局のネットワークであるNGFS (Network for Greening the Financial System) が示す気候変動シナリオに基づき、MSCI社が提供する気候バリューアットリスク(CVaR)という分析手法を用いて、GPIFの国内株式ポートフォリオについて分析を行った結果、主要なシナリオのいずれにおいても、GPIFのポートフォリオ(実ポート)は、市場平均(TOPIX)と比べて、リスクが抑制されていることが示されている(図表4)。

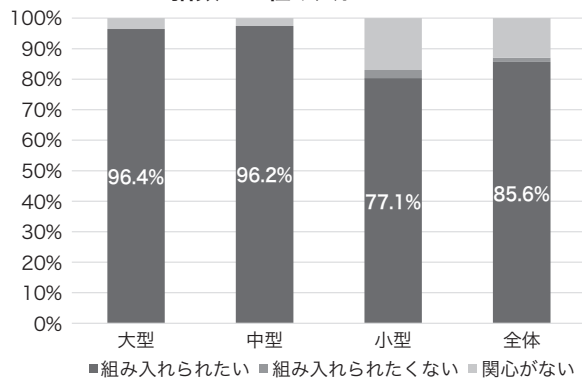
しかし、ここまで確認してきたESGスコア、GHG排出量、気候バリューアットリスクのいずれにおいても、GPIFの実際のポートフォリオと市場平均(TOPIX)との差は小さく、ESG投資による中長期的なリスク低減効果は決して大きくはない。それは、GPIFの運

用資産は約248兆円(24年9月末時点)と非常に巨額であることもあり、世界の資本市場全体に幅広く分散投資を行うことを基本としているからである。また、ESGスコアの低い企業や環境負荷の大きい企業を投資対象から除外する「ダイベストメント」を行っていないこと(法令上の制約から行えないこと)によるところも大きい。つまり、GPIFは世界経済の成長の果実を取り込むというスタンスで運用を行っている以上、世界経済や資本市場全体がサステナブルであることが運用収益を上げるための必要条件となる。

ESG投資による市場の底上げ効果

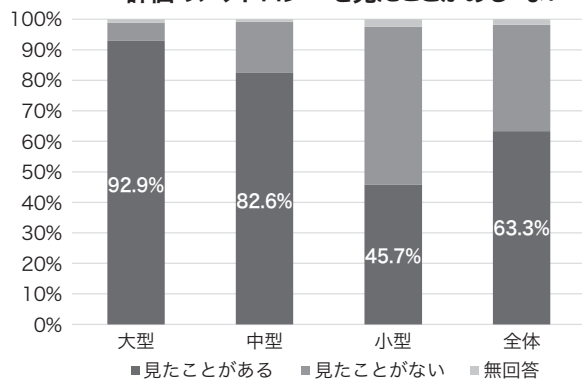
ESG指数に基づく株式パッシブ運用は、先述の「ユニバーサル・オーナーシップ」の考え方を反映したGPIFの代表的な取り組みである。17年にESG指数を初めて採用した際に、ESG評価会社・指数会社に対して、ESG指数やESG評価のメソドロジー(方法論)の公表を依頼した。それは、企業がESG評価やESG指数への組み入れを意識し、ESGに関する取り組みを積極化させることを期待したからである。こ

〈図表5〉GPIFが採用するESG指数に対する企業の見方
～ESG指数への組み入れについて～



(注)集計対象はTOPIX採用企業
(出所)第9回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果(2024年5月公表)

〈図表6〉GPIFが採用するESG指数に対する企業の見方
～評価のメソッドロジを見たことがある・ない



(注)集計対象はTOPIX採用企業
(出所)第9回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果(2024年5月公表)

現在行っている。一足先に24年に公表した「エンゲージメントの効果検証」では、「傾向スコアマッチング―差分の差分法(PSM-DID)」という手法を用いて、運用会社と投資先企業との建設的な対話(エンゲージメント)が、対話のテーマに直結したKPI(例えば、脱炭素目標の設定や社外取締役の

の「市場の底上げ効果」は、投資対象となるのか否かの基準が外からは明確ではないESGアクティブ運用ではあまり期待できないだろう。企業が、GPIFの採用するESG指数への組み入れを意識しているのか、組み入れを目指して企業行動を変容させているのかについては、いくつかの傍証がある。その一つは、GPIFが毎年実施している「上場企業向けアンケート」のアンケート結果である。アンケートには、「ESG指数への組み入れについてお考えをお聞かせください

い」、「当法人が選定したESG指数については評価のメソッドロジを指数会社が開示していますが、ご覧になったことがありますか?」という問いが含まれている。「組み入れられたい」「メソッドロジを見たことがある」という回答の割合は非常に高い(図表5、図表6)。その他では、企業側の情報発信からもESG指数への組み入れを意識していることがうかがえる。多くの企業がESG指数への組み入れについて、自社のウェブサイト、統合報告書、サステナビリティレポートな

どで公表している。統計的因果推論に基づく効果検証 ESG投資による市場の底上げ効果に関しては、傍証には事欠かないものの、GPIFの取り組みとの因果関係も含めて、統計的にその効果を示すまでには至っていない。ESG指数に基づくパッシブ運用を17年に開始してから相応に時間が経過し、データも蓄積されてきていることから、これまでの取り組みの効果について、統計分析によって因果を推定する「統計的因果推論」という手法を用いた検証を

人数の増加など」と共に、株価純資産倍率(PBR)や時価総額など、企業価値や市場評価に関係する指標にもポジティブな影響を与えていることを示した。現在行っている「ESG指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証」では、ESG指数に組み入れられていない企業がESG指数に組み入れられるまでの企業行動の変容の有無や、ESG指数に組み入れられた後に組み入れられ続けるための努力の有無などについて、検証を行っている。この分析結果については、遅くとも25年度の初頭までには公表する予定であり、是非ご覧いただきたい。

最後に

GPIFでは、ESG投資(ESG指数投資)により、「超過収益の獲得」に加えて、「中長期的なリスク低減効果」や「市場の底上げ効果」を期待している。

1 2023年度ESG活動報告 P.41参照
2 水口剛「サステナブルファイナンスはどこを目指すのか」月刊資本市場2024年1月

日銀レビューの限界



銀龍

日本銀行が昨年末に公表した金融政策の多角的レビューでは、2012年以来的の大規模な金融緩和について、「全体としてみれば、わが国経済に対してプラスの影響をもたらしたと考えられる」と結論付けている。政策当局が自らの政策を真摯にレビューするというわが国では例外的な対応は評価されるべきだが、この結論には賛否両論の反応がある。

今回のプラスの評価も、大規模緩和が行われなかった仮定の下で過去のサンプルに基づくモデルを回したものと実際の数字を比較した推計によるものだ。「資本主義の歴史は一つしかない。ゆえに、その一つをサンプルにした推論は、決して確実な解釈とはいえない」（サミュエルソン）という碩学（せきがく）の指摘を待つまでもなく、誰をも納得させるレビューなど不可能である。さらに、どのような指標をいかに適用するかも重要だ。一国経済へのプラスの影響を示す最も標準的な基準は、1人当たりのGDP（国内総生産）というのが一

般的な理解だが、それについても指標次第で結論は一変する。

大規模緩和開始の12年に至る10年と、開始後の10年を比較すると、名目GDP（1人当たり、以下同じ）は、前者では4・7%の減少、後者では14・5%の増加であった。これを見れば緩和の効果は確実にプラスである。ただし、この間、物価や賃金の上昇は極めて緩やかであり、GDP増は雇用の増加を反映したもので、名目値の増加が必ずしもデフレ脱却を意味するものではないことに留意すべきだ。

ところが、これを国際比較可能なドル建てで見ると、49・5%の増加から30・5%の減少へとほとんど正反対の姿になる。この間、国際ランキングでも02年の6位から、12年16位、22年は33位と、むしろ大規模緩和期の方が大幅に順位を落としているのだ。

一方、物価の影響を除いた実質GDPで見ると、両期間の増加率は、6・7%と8・3%、また、ドル建てで各国の物価格差を調整した購買

力平価（PPP）ベースのGDPの伸びは31・6%と34・5%となつている。名目ベースに比べると両期間のパフォーマンスに大差はない。そしてPPPベースの1人当たりGDPのランキングは、02年が30位、12年31位、22年40位である。

PPPのランキングは、バブルの絶頂期、日本がドルベースで世界2位であった1988年でも25位であった。こうしてみると、過去数十年間における日本経済のパフォーマンスのレビューは相当な幅をもつて見る必要がある。

もともとジャパンアズナンバーワンが喧伝されたバブル期においても、平均的な日本人が育む実質的な付加価値は世界のトップクラスではなかった。そして、デフレ下での経済状況の悪化や、大規模緩和による改善があったとはいえ、その程度はそれほど劇的なものではなかったのではないか。だとすれば、問題はこれから顕現するとみられる大規模緩和の副作用いかにということになるのだろう。

超過収益に関しては、毎日計測することも可能であるが、「中長期的なリスク低減効果」や「市場の底上げ効果」については、その効果を見極めるためには、相応の時間とデータの蓄積が必要である。また、特に「市場の底上げ効果」については、GPIFがESG投資を行っている今の世界のみが観測可能であり、もしもGPIFがESG投資を行わなかったらという仮想の世界との比較を実際に行うことができないところが、検証を難しくしている。しかし、それらを理由にして、検証を行わずPDCAサイクルを回さなければ、ESG投資の改善につなげることはできない。現在行っている効果検証は、まずは効果の有無の検証に主眼を置いているが、その後は具体的にどのような特徴を持つESG指数が市場の底上げに一層効果的なのか等について、より詳細かつ深掘りした分析を行い、ESG投資のさらなる改善につなげていきたい。

（注）本稿の意見にわたる部分は、筆者の個人的見解に基づくものであり、所属する組織の見解を示すものではない。

続 怒れる ガバナンス

〈第247回〉

トランププ3・0の時代に備えよ

嫌われたトルドーとメルケル

2025年1月6日、カナダのトルドー首相が退陣表明した。

物価高騰など国内経済の不調が理由だが、実は私はこのことを予想していた。というのは「ぶち壊し屋(上下)」（ピーター・ベイカー、スーザン・グラッサー著、白水社刊）を読んでいたからだ。

本書には、トランプが米大統領になった17年から21年までの期間のホワイトハウスの「カオス」の状況が、まるでリアリティー・ショーを見ているかのように描かれているのだ。その中でトルドー首相はトランプに嫌われているのが分かった。次のような内容である。

カナダでの先進7カ国首脳会議（G7サミット）でのこと。トランプは、ロシアのサミット参加や気候変動などの問題でドイツのメルケル

首相やトルドー首相と対立していたが、なんとか首脳宣言は合意に至った。トランプはシンガポールで北朝鮮の金正恩と会うために一足先に機上の人となった。

機中でトランプはトルドー首相の記者会見を見て、激怒した。トルドー首相は記者会見で「トランプの追加関税に対して独自の対応をするつもりだ」と当たり前前のことを発言した。

これにトランプは自分が機上の人になった瞬間に追加関税を批判するとは「不誠実かつ軟弱だ」「首脳宣言を承認しない」と怒りのツイートをしたのである。それ以来、トルドー首相は「好ましくない人物」となった。そして、事あるごとにトルドー首相を批判するようになった。

今回、トルドー首相は、大統領就任前にトランプに会いに行ったが、無駄足だった。トランプの怒りは溶

けていなかったのだろう。トルドー首相の退陣表明に対して「カナダは米国の51番目の州になる方が幸せだ」と臆面もなく言う始末である。トランプはドイツのメルケル首相には「憎悪」を募らせていた。メルケル首相は、トランプに会う



作家
江上 剛

えがみ・こう 早大政経学部卒、77年旧第一勧業銀行(現みずほ銀行)に入行。総会屋事件の際、広報部次長として混乱收拾に尽力。その後「非情銀行」で作家デビュー。近作に「二人のカリスマ」(日経BP)など。兵庫県出身。



トルドー首相(2025年1月6日、AFP=時事)



メルケル前ドイツ首相(23年4月17日、EPA=時事)

ために彼が登場している雑誌プレイボーイまで詳細に読んで準備したのに嫌われたのである。著者は、この理由を「メルケルが強い女性だったからか？」や「トランプの父親がドイツ系移民でありながら、それを戦後一貫して否定していたから」かなどと推測しているが、メルケル首相がトランプに「媚びない」のが最大の理由だろう。このメルケル嫌いが北大西洋条約機構(NATO)脱退の方針になっていくから恐ろしい。

何よりも忠誠心重視

とにかく本書を読むと、トランプに絶対忠誠を誓うスタッフでなければ

ば、全て「ファイヤー(誅!)」と なってしまふ。

マイク・ペンス、ステイヴ・バノン、ジム・マティス、レイモンド・マクマスター、レックス・テイラーソン、ジョン・ボルトンなど並み居る「大人」の政治家、軍人、経営者たちがトランプを「調教」できると思い、政権に参加したが、ことごとく討ち死にしてしまった。なぜ討ち死にしたかは本書を読めば、よく分かる。

「自分の基準と誠実さを犠牲にし、イエスマンの腰巾着になれば生き残れるさ」というのは、フランシス・ケリー元首席補佐官の言である。この悔恨を含んだ自虐を理解すれば、政権内で生き残れるのだろう。

今回の第2次トランプ政権ではとにかく忠誠心一本鎗でスタッフが決められているようである。

娘のイヴァンカや娘婿のクシュナーさえも今回は排斥されている。第1次政権時代に、特にクシュナーは出過ぎたまねをしたのだろう。

EV(電気自動車)大手テスラのイーロン・マスクが、トランプの当選を支えた論功行賞で政権入りを果たした。最近、やたらと過激な発言

をして目立っており、イーロン・マスク大統領などと揶揄されている。

大丈夫かな?と思う。あまり出過ぎで、トランプより目立つと、「ファイヤー!」となりかねない。老婆心ながら気を付けた方がいい。

そんな中で故安倍晋三元首相だけはトランプの心を捉えていたようだ。

著者は「安倍ほど巧みにトランプを『調教』できる首脳は見当たらない」と評価している。故安倍氏は、トランプの依頼を受け、ノーベル平和賞候補として推薦したこともあるようだ。とにかく故安倍首相は、トランプの懐に飛び込んだ唯一の政治家なのである。

トランプが北朝鮮の金正恩と対談し、万が一、意気投合し、韓国から米軍を撤退するなど言い出したら日本の国益に反する。そこで故安倍首相はトランプに率直に意見し、「金正恩に何をどう言うか練習しておこう」と提案した。

しかし、トランプは「いや、私は大きなディールの前には絶対に事前準備などはないんだ」と拒否した。事前準備しないで、いわば出たところ勝負で成功してきたんだと言っただけだ。



安倍元首相(20年9月16日)

トランプの心をつち掴んでいた故安倍首相に対してでも、我を通すのがトランプである。そう言えば故安倍首相が主導した環太平洋連携協定(TPP)も脱退したではないか。

故安倍首相夫人昭恵氏がトランプ夫妻から招待され、会食を共にしたことが大きな話題になった。

この事実から推測するにトランプは故安倍首相にはよほど親密感を抱いていたのだろう。

米国そのものがトランプ企業に

今、アマゾンのジェフ・ベゾスも



就任宣誓するトランプ氏(25年1月20日、EPA=時事)

トランプになびこうとしている。彼はワシントン・ポストのオーナーとしてトランプを批判していたが、今は封印することになるのだろうか。メタのザッカーバーグはフェイスブックの第三者によるファクトチェックをやめる。また、米国の大手企業は気候変動対策を後退させる。米国の反トランプだった政治家、経営者たちが、トランプを恐れ、こぞつてトランプ支持になびいている。

「トランプ、トランプへと草木もなびく」(佐渡へ佐渡へと草木もなびく)状態だ。本書によると、共和党はトランプの私企業と化しているという。上下院とも共和党であり、トランプのやりたい放題である。最高裁も同様だ。政治家、経営者たちもトランプになびけば、米国のものがトランプ企業となってしまうのではないだろうか。世界を見渡しても、ロシアはプーチン、北朝鮮は金正恩、中国は習近平という独裁政権が力を持っている。欧州も極右ポピュリズム勢力が力を持ち、オーストリア、ハンガリーは言うに及ばず英国、ドイツ、フランスも極右ポピュリズム勢力が伸びている。まるでトランプに呼応しているかのようだ。別の視点にたてば、こうした世界情勢がトランプの返り咲きを許したのだろうか。実際のところ、トランプがどのような思想を持っているのかは分からないが、自分を称賛する身内だけで政権を囲んだところを見ると、彼らと同様に独裁的ではあるだろう。

著者は「トランプは一度失った大統領職を実際に取り戻すかもしれないのだ。2期目には、1期目にトランプを抑制していた多くの縛りはなくなるだろう。(中略)政敵には復讐を図るだろう。法廷、司法省、そして軍を政治化するだろう。同盟国に立ち向かい、独裁者たちと共通の目的を探るだろう」と書いている。著者が予想した通り、トランプは返り咲いた。トランプは、1期目に言い続けたことをやり遂げようとするに違いない。誰もそれを止められない。石破茂首相は2月にもトランプと会うらしい。彼は、故安倍首相の政敵だった。その点を鑑みると、トランプは決して良い印象は持っていないだろうと思われる。トランプの心を掴んでいた故安倍首相でさえトランプの政策を変えることはできなかつたのだから石破首相にトランプの政策、例えば追加関税、台湾情勢、駐留米軍経費などを変えられるとは思えない。そうであるなら媚びずに日本の国益を率直に話すべきなのだろう。故安倍首相がトランプの心を掴んだのは相手の立場を考えつつ、日本の国益に「率直」

だったからではないか。最後にステイブ・ミラーについて書く。多くの政治家たちが討ち死にする中で生き残り、第2次トランプ政権でも大統領次席補佐官に起用された。彼は、不法移民を防ぐ壁の建設の相談にもあざかつた人物である。ユダヤ人で若手で、根っからの極右的思想の持ち主でもある。本書に、彼は、「表に出ずに影にいながら、政治機構のギアを回して政権を思い通りに動かしてしまおう」人物として描かれており、「沈黙の暗殺者」とも言われている。この男、ひよつとしたらトランプ第2次政権でも裏で絵図を書くのかもしれない。注目したい。この「ぶち壊し屋」を石破首相はお読みになったと思うけど、もしお読みになつていなければ、ぜひお読みになることをお勧めする。トランプは大統領2期目だから「トランプ2・0」なのだが、本書を読むと、彼は憲法を無視して3期いや、米国の皇帝になろうとしているかもしれないさえと思ってしまう。その意味で、「トランプ3・0」という異次元大統領に対処するため本書は必読である。

台頭するインド、順位を下げる中国 海外直接投資アンケートより

国際協力銀行は、昨年12月に「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査（2024年度）」の結果を公表した。この調査は今回で36回目となる。その中の海外進出する日本企業に聞いた「中期的（今後3年間）に有望と考える事業展開先国」のランキングにおいて目立った動きは、インドが得票率を大きく伸ばし首位を盤石とした一方で、中国が得票率を大きく落とし順位が6位となったことだ（図表1）。

有望国と答えた企業のうち、投資計画を持つている企業の割合（有計画率は38・4%と前年度より7・4ポイント減となっている。投資の完了により前年度より投資計画が減少する一方、有望との回答が増えるほどには新規の投資計画が積み上がっていない点が背景にある。実際の投資計画の決定に慎重な企業も多い。特に、いまだインドに拠点を持たない企業の有計画率は2割程度と、拠点を既に持つ企業の有計画率6割と比べて相対的に低く、新規進出のハードルの高さが改めて認識される結果となった。

一方、中国は、国内経済の減速、地場企業との競争激化に加えて、米中対立の長期化を背景に得票率が11・0ポイント下げ、過去最低の17・4%となった。順位も前年の3位から6位に大きく下げた。実際の別の質問で最近5年間の国をまたいだサプライチェーンの組み換え状況について聴取したところ、製造・販売拠点の組み換えについては、回答のあった82社のうち、電機・電子業種の企業など約4割が中国から拠点の組み換えを実施したと回答しており、「脱中国」の動きが確認できた。ただし、逆に日本から中国に製造・販売拠点を多元化している動き（上記82社中6社）も自動車業種等で見られた。また、原材料・部品等の調達拠点の組み換え状況としては、組み換えを実施したと回答した93社中24社が、コスト競争力強化の観点から調達拠点を日本から中国に組み替えている。この動きは、一般に語られている「脱中国」の動きとは逆であり、中国国内で完結する地産地消

のサプライチェーン構築の動きと捉えることができる（図表2）。

まとめると、インドでの投資については決定と躊躇^{ちゆうちゆう}、中国では撤退と進出の間で、複雑かつ多様な動きをする日本企業の取り組みが浮かび上がったといえる。24年は米大統領選挙をはじめとした選挙の年であった。その結果、ある国では政権交代が決まり、また、別の国では与党が弱体化した。こういった状況の中で

国際協力銀行調査部
第1ユニット参事
島本 健
しまもと・けん 2007年国際協力銀行入行。パリ駐在員事務所、欧阿中東地域担当の営業部等にて業務に従事。20年1月から一般財団法人海外投融资情報財団調査部副主任研究員を経て23年7月から現職。筑波大学ビジネス科学研究群経営学学位プログラム（博士後期課程）在学中。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

1 出所：日本銀行「国際収支統計（直接投資フロー）」。非製造業も含む数値。

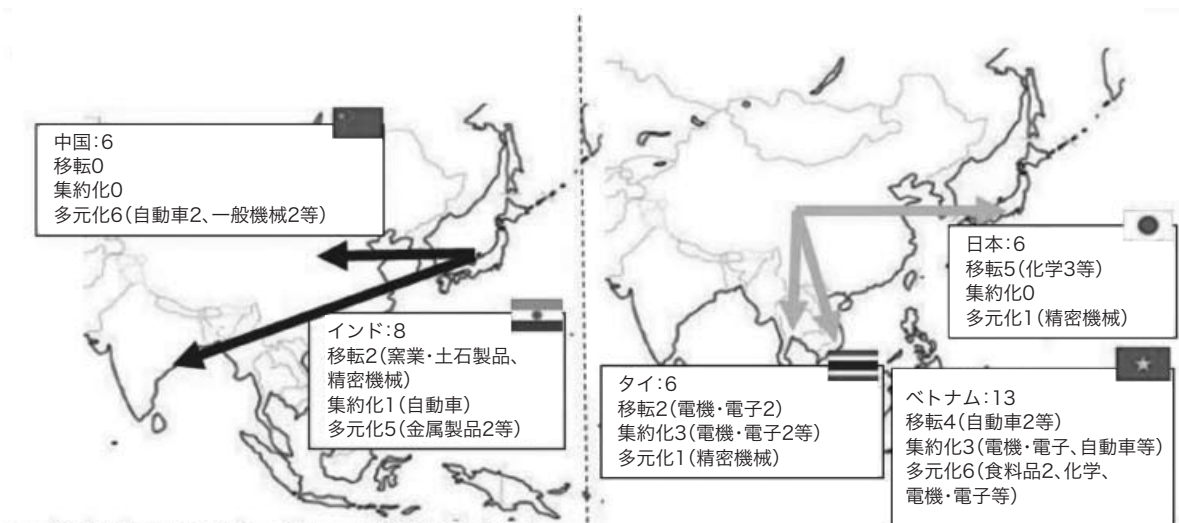
〈図表1〉中期的な有望事業展開先国・地域

順位			国・地域名 (計)	回答社数(社)		得票率(%)	
2024	←	2023		2024	2023	2024	2023
				351	395		
1	—	1	インド	206	192	58.7	48.6
2	—	2	ベトナム	110	119	31.3	30.1
3	↑	4	米国	92	107	26.2	27.1
4	↑	5	インドネシア	89	97	25.4	24.6
5	↑	6	タイ	66	85	18.8	21.5
6	↓	3	中国	61	112	17.4	28.4
7	—	7	メキシコ	37	42	10.5	10.6
8	↑	9	マレーシア	26	26	7.4	6.6
9	↓	8	フィリピン	25	35	7.1	8.9
10	—	10	ドイツ	20	21	5.7	5.3

は、さらなる地政学的なリスクの高まりや、経済等その他の面でも不安定化が予想される。
従って、海外展開を行う日本企業は、自社の経営資源、取り巻く経営環境、各国政策が自社に与える影響等を慎重に検討する必要がある、難易度の高いかじ取りが求められることになろう。
本調査が、天候不順な中での航海に、少しでもお役に立てれば幸いです。

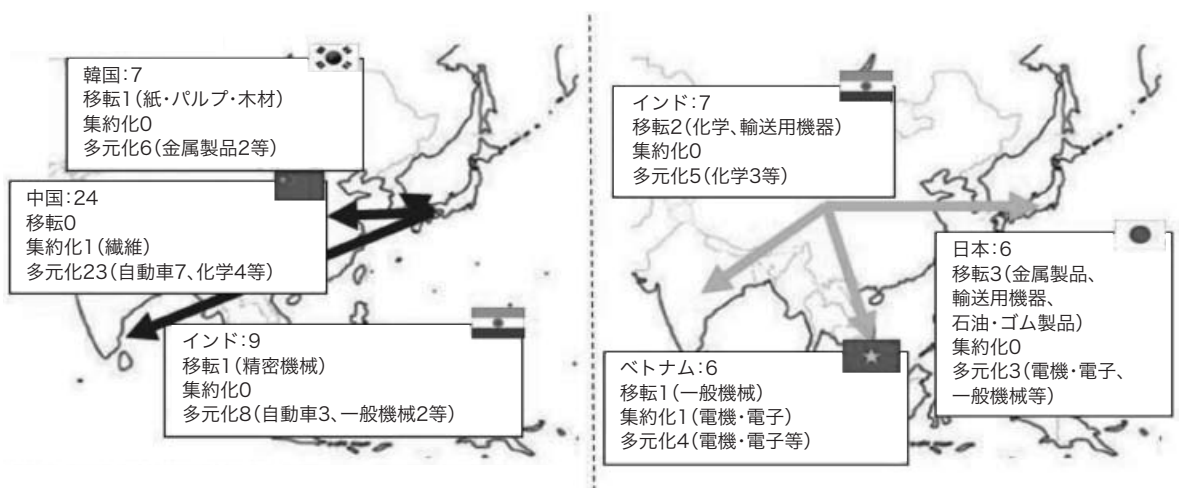
〈図表2〉サプライチェーンの組み換え

製造拠点等



※日中起点の組み替えにつき、6社以上の回答がある先を記載。

原材料・部品等



※日中起点の組み替えにつき、6社以上の回答がある先を記載。

ドイツの政権交代と次期政権の政策運営

大規模財政出動へのハードルは高い

連立崩壊とシヨルツ首相の不信任で2月に前倒しされたドイツの連邦議会選挙では、保守政党による政権奪還が確実視される。連立参加の可能性がある主要政党は、気候変動対策と経済成長の両立、税負担軽減、電力料金の引き下げ、経済再生などで一致するが、減税の規模や対象、債務ブレイクの改正、暖房法の廃止、原発再開などの政策分野での歩み寄りが必要で、連立協議には時間がかかりそうだ。大規模な財政出動へのハードルは高く、自動車産業を中心に産業競争力回復への道のりも険しい。

■選挙前倒しで政策転換に期待

日本を抜いて世界第3位の経済大国となったドイツが構造不況に陥っている。ドイツの実質国内総生産（GDP）は、新型コロナウイルスの世界的な流行が始まった2019年10～12月期とほぼ同水準にとどまり、過去数年、ほとんど成長していない（図表1）。24年の年間成長率はマイナス0.2%にとどまり、一昨年に続いてマイナス成長を記録し

た。2年連続のマイナス成長は、東西ドイツ統一後の高失業や競争力低下で「欧州の病人」と呼ばれた2000年代初頭以来となる。

ドイツ経済の苦境が続いているのは、①ロシアによるウクライナ侵攻後のエネルギー調達コストの高止まり、歴史的な物価高と人手不足を反映した賃上げ加速による人件費の高騰で産業競争力が低下していること②中国の電気自動車（EV）メーカーとの競争激化と中国経済の停滞持

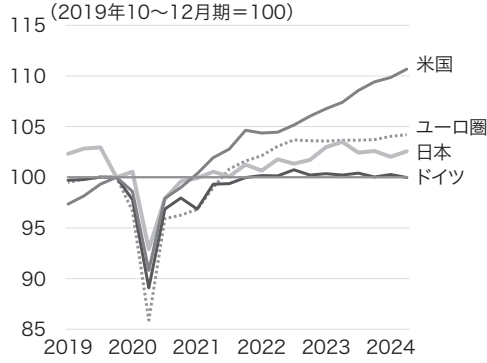
続で、主力の自動車産業などが重要な輸出・販売先である中国市場で苦戦が続いていること③債務ブレイクと呼ばれる基本法（憲法）に基づく財政収支の均衡化義務と、パンデミック危機時の予備資金を気候変動対策に充てる予算調整措置の違憲判決で、緊縮的な財政運営を余儀なくされていること④がある。シヨルツ首相が率いる連立政権は、連立内の不協和音に追われ、有効な政策対応ができずにいる。欧州中央銀行

第一生命経済研究所
経済調査部首席エコノミスト
田中 理
たなか・おさむ 慶応大法学、青山学院大修士（経済学）、米バードニア大修士（経済学、統計学）、日本総合研究所、モルガン・スタンレー証券などを経て09年第一生命経済研究所入社。24年4月より現職。担当は欧州経済。

（ECB）による利下げ効果の浸透や、物価沈静化と賃上げ加速による家計の実質購買力の改善などが景気回復を後押しするものの、構造要因への対応なしにドイツが長期停滞から脱するのは難しい。こうした中、一部の市場参加者の間では、ドイツの連邦議会選挙が前倒しされることで、連立政権のレームダック化による政策停滞が早期に解消されることに期待を寄せる声もある。そこで本稿では、2月23日に迫るドイツの連邦議会選挙を展望するとともに、次期政権の枠組みや予想される政策転換について考察したい。

21年の前回の連邦議会選挙では、二大政党の一角を占める中道左派政党「社会民主党（SPD）」が選挙

【図表1】主要先進国・地域の実質GDPの推移



(出所)各国統計局資料より第一生命経済研究所が作成

戦の終盤で逆転し、19年ぶりに第1党の座を奪還した。環境政党「緑の党 (Grünen)」、リベラル政党「自由民主党 (FDP)」の3党で連立政権を発足したが、気候変動対策、ウクライナ支援、経済・財政運営などの主要政策を巡る連立内の不協和音もあり政権運営は難航した。25年度の予算協議が本格化する中、SPDのシュルツ首相は昨年11月、25年度予算案で過度な財政緊縮を避け経済再生や国民支援に回すべきと主張したが、FDP党首を務めるリントナー財務相 (当時) がこれに反対した。シュルツ首相はリントナー氏の解任を決め、FDPが連立を離

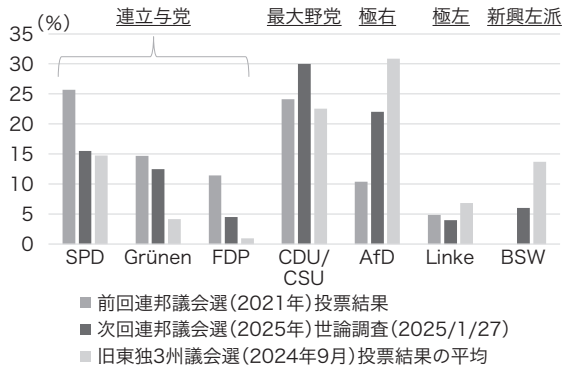
■政権交代が確実視

脱したことで、25年9月の議会任期満了を待たずに連立政権が崩壊した。24年12月16日のシュルツ首相の信任投票が反対多数で否決されたことを受け、連邦議会の解散権を持つシュタインマイヤー大統領は議会を解散し、今年2月23日に前倒しで連邦議会選挙を行うことを決めた。首相不信任による前倒し選挙は05年のシュレーダー首相以来、19年ぶりとなる。

今回の選挙戦での有権者の関心事は、「経済状況」や「外国人・統合・難民」が上位に並び、前回選挙で争点となった「環境・気候・エネルギー移行」や「コロナ」への関心が薄れている。各種の世論調査は、最大野党で二大政党の一角を占める中道右派政党「キリスト教民主同盟 (CDU)」とバイエルン州で活動する姉妹政党「キリスト教社会同盟 (CSU)」の統一会派 (以下、CDU/CSU) が3割前後の支持を集めてリードする (図表2)。ドイツのユーロ圏からの離脱や移民規制の強化を訴える右派ポピュリスト政党「ドイツのための選択肢 (AfD)」が2割前後の支持を集め、

2番手につける。政権を率いてきた連立3党は苦戦が続いている。シュルツ首相が率いるSPDは、エネルギー危機への対応や連立運営で十分なりリーダーシップを発揮できなかったことが響き、15%前後に支持を落としていく。16年ぶりに政権に加わった緑の党の支持率は、新設の暖房設備に再生可能エネルギーの使用を義務付けるなど、環境規制の強化が国民生活に与える影響への不満から、10%台前半で低迷している。親ビジネスのFDPの支持率は、気候変動対策や所得分配を重視する連立政権内で独自色を発揮することが困難となったほか、経済環境や産業競争力悪化に有効な対策を取れなかったことが響き、前回選挙から半減し、議席獲得に必要な5%前後での停滞が続いている。旧東ドイツの支配政党の流れをくみ、かつては東ドイツ地域で強力な支持基盤を誇った左派政党「左翼党 (Linke)」は、新興勢力の台頭に押され、議席獲得が困難な状況にある。左翼党の有力政治家が昨年1月に旗揚げした新興の左派ポピュリ

【図表2】ドイツ政党別の得票率と支持率



(注) 党の略称は以下の通り。
 SPD: 社会民主党、Grünen: 緑の党、FDP: 自由民主党、CDU/CSU: キリスト教民主/社会同盟、AfD: ドイツのための選択肢、Linke: 左翼党、BSW: ザーラ・ワーゲンクネヒト同盟
 (出所) INSA資料より第一生命経済研究所が作成

スト政党「ザーラ・ワーゲンクネヒト同盟 (BSW)」は、社会福祉の充実と移民規制の厳格化を訴え急速に支持を集めたが、ここに至り支持拡大に陰りがみられる。
 連立崩壊後の世論調査は、CDU/CSUとBSWがわずかに支持を落とす一方、AfDと緑の党がやや挽回している。米国のトランプ政権で政府効率化省のトップに就いた実業家のマスク氏は、1月に自身が運営するソーシャルメディア上でAfDのワイデル共同党首とのライブチャットを開催し、同党への投

〈図表3〉5%ルールを加味した連立の組み合わせ別のドイツ連邦議会選挙の得票率

	大連立	ドイツ	黒緑	ジャマイカ	ケニア	黒黄	右派	左派	債務ブレーキに反対	
	CDU/ SPD	CDU/ SPD/ FDP	CDU/ 緑	CDU/ 緑/ FDP	CDU/ SPD/ 緑	CDU/ FDP	CDU/ AfD	SPD/ 緑	AfD/ BSW	AfD/ BSW/ FDP
世論調査(2025/1/27)	45.5	50.0	42.5	47.0	58.0	34.5	52.0	28.0	28.0	32.5
その他を調整	47.9	52.6	44.7	49.5	61.1	36.3	54.7	29.5	29.5	34.2
Linkeが議席なし	50.3	55.2	47.0	51.9	64.1	38.1	57.5	30.9	30.9	35.9
Linke/FDPが議席なし	52.9	-	49.4	-	67.4	-	60.5	32.6	32.6	-
Linke/FDP/BSWが議席なし	56.9	-	53.1	-	72.5	-	65.0	35.0	-	-

(注)薄いグレーは安定した議会運営が可能な50%を超過、濃いグレーは憲法改正の阻止が可能な3分の1を超過
(出所)INSA資料より第一生命経済研究所が作成

票を呼び掛けた。マスク効果もあったのか、年明け後にAfDの支持がやや伸びているが、CDU/CSUとの差は依然として大きい。21年の前回の選挙戦では、首相候補の不正引用疑惑や災害現場での不適切な談笑姿が問題視される中、主要政党の支持率が目まぐるしく変動したが、今回は選挙戦の最終盤で思いがけない出来事が起きない限り、このままCDU/CSUが逃げ切りそうだ。

世論調査通りの結果となった場合も、CDU/CSUが単独で政権運営を行うのは難しい。CDU/CSUとAfDの右派2党が手を組めば、連邦議会の過半数の議席を上回る公算が大きい。CDU/CSUを含めた主要政党はAfDとの連立や閣外協力の可能性を否定している。政策距離が比較的近いCDU/CSUとFDPの組み合わせは過半数に届かない。SPD、緑の党、左翼党、BSWの左派4党が徒党を組む場合も過半数への道は険しい。従って、世論調査から考えられる連立の組み合わせとしては、①CDU/CSUとSPDの二大政党による「大連立」②CDU/CSUと緑の党による「黒緑連立」③

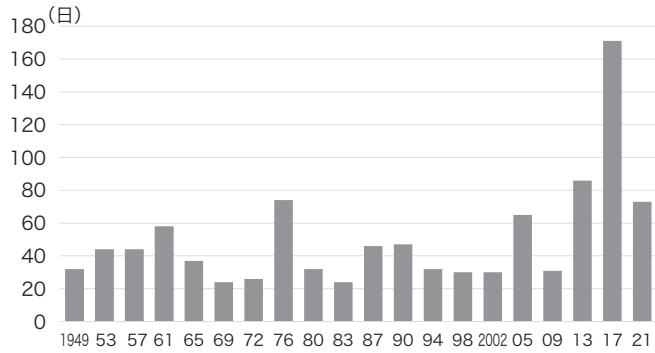
CDU/CSU、SPD、FDPの3党による「ドイツ連立」④CDU/CSU、緑の党、FDPの3党による「ジャマイカ連立」⑤CDU/CSU、SPD、緑の党の3党による「ケニア連立」となる(図表3)。なお、ドイツの連立の呼称は、党のイメージカラーの組み合わせが国旗の配色と似ていることに基づいて付けられることが多い。過半数に届く連立の組み合わせを考える上では、議席獲得に必要な5%のボーダーライン上にいる左翼党、FDP、BSWの3党が議席を獲得できるかどうかも見逃せない。例えば、この3党のうち左翼党だけが議席を獲得できない場合、黒緑連立で50%への到達は難しいが、左翼党、FDP、BSWの3党がいずれも議席を獲得できない場合、黒緑連立は過半数に到達する。CDU/CSUとの政策距離の違いを考えると、上記五つの連立パターンのうち最も可能性が高いのが①の大連立、次いで②の黒緑連立とみられる。シオルツ政権で3党連立が困難を極めたことから、2党で過半数に到達した場合に、あえて3党連立を検討するインセンティブは乏しい。

■長期化する連立協議

CDU/CSUの首相候補のメルツ氏は、議会選挙後の早期の政権発足に意欲を見せるが、連立協議が速やかに決着するかは予断を許さない。第2次世界大戦後のドイツでは、二大政党が交代ないし協力して政権を率いてきた。新興政党の台頭と議席獲得により二大政党の議席占有率が低下する中、政権発足には従来以上に政策距離の異なる政党間の連立が必要となり、連立協議は長期化する傾向にある(図表4)。ドイツの連立協議では、時に100ページを超える詳細な連立綱領を交わすほか、近年では予備的な連立協議の開始時、正式な連立協議の開始時、連立合意の受け入れ時の各段階で、議員投票や党員投票に諮るケースが増えている。連立協議がスムーズに進んだ場合でも、政権発足までに数カ月は見えておく必要がある。また、17年の連邦議会選挙後の連立協議では、当初の予備協議が決裂し、別の組み合わせでの連立協議が仕切り直しで行われた結果、政権発足までに半年近くの時間を要した。

万が一、連立協議がまとまらな

〈図表4〉ドイツ連邦議会選挙後の政権発足に要した日数



(出所)ドイツ連邦議会資料より第一生命経済研究所が作成

つた場合、SPDの政治家出身のシュタインマイヤー大統領が仲介役となり、主要政党の関係者と協議し、別の連立の可能性を模索することが予想される。連立協議の結果を踏まえ、大統領が首相候補を指名し、連邦議会で首相の選出投票が行われる。投票は無記名で行われ、初回投票では議員総数の絶対過半数で首相が選出される。反対票が多数となった場合、2週間以内に2回目の投票が行われる。2回目の投票でも絶対過半

数に届かなかった場合、速やかに3回目の投票が行われ、無効票や棄権票を除いた過半数で選出される。3回目の投票も否決された場合、大統領は7日以内に、議会の過半数が承認しなかった首相をそのまま任命し、非多数派政権の発足を目指すか、連邦議会を解散して再選挙を行うかを決定する。

①⑤のどの連立の組み合わせも、党勢低迷に苦しむSPDと緑の党のいずれか、もしくは両方が、連立パートナーとしてCDU/CSUが主導する政権に参加する必要がある。ドイツの経済や社会を取り巻く厳しい環境に鑑みれば、連立協議が決裂した場合の政治空白や政策停滞を回避するため、両党のいずれかが連立参加を受け入れる可能性が高い。だが、過去にCDU/CSUが主導する大連立内で埋没し、さらなる党勢低迷に直面した経験を持つSPD内には、連立参加に慎重な意見もある。政治家の間で連立参加の多数派工作ができたとしても、党員がそれを受け入れるかどうかは別問題だ。連立合意の受け入れ是非を巡る党員投票が否決され、連立協議が決裂する不安もある。その場合、別の連立の組

み合わせを模索する中で、CDU/CSUとAfDが接近するシナリオは完全に排除できるのだろうか。不穏な動きもある。隣国オーストリアでは、極右政党がもはや無視できない政治勢力となっている。昨年9月の国民議会選挙で極右政党「自由党(FPO)」が第1党の座を手にしたが、主要政党が自由党との連立を拒んだ結果、中道右派の「国民党(OVP)」、中道左派の「社会民主党(SPO)」、リベラル政党の「新オーストリア自由フォーラム(NEOS)」の3党が政権発足に向けた連立協議を続けてきた。だが、主要政策を巡る意見衝突から連立協議が決裂し、現在は自由党と国民党の右派系2党の間で新たな連立協議が行われている。

■次期政権の政策運営は？
政権を奪還する可能性が高いCDU/CSUは、連邦議会選挙の選挙公約と経済プログラムで、税・社会保障負担の軽減、エネルギー価格の引き下げ、規制緩和、民間投資の活性化などを通じて、中期的に2%の成長率の回復を目指すとしている。企業負担の軽減措置として、法

人税率を現在の30%から25%に引き下げ、東ドイツの再建に充てる連帯税の廃止、減価償却と損失の税務処理の変更などを検討している。また、個人負担の軽減措置としては、所得税の最高税率が適用される課税標準額を現在の年収6万8480円から8万円に引き上げ、所得税の基礎控除引き上げ、フルタイム労働者の時間外労働と年金世帯の就労時の課税免除、社会保険料負担の軽減、外食費に対する付加価値税率の現在の19%から7%への引き下げ、などを検討している。ドイツ経済研究所(IW)は、CDU/CSUの減税措置がドイツのGDPの約2%に相当する年間890億ユーロに上ると試算している(図表5)。選挙公約では、失業手当の給付抑制、移民関連支出の抑制、補助金の見直しなどで減税の財源を賄うとしているが、具体的な言及には乏しい。財政運営の柔軟化を求める声が高まっているが、選挙公約では財政運営の足かせとなっている債務ブレーキを維持する方針を示唆している。

エネルギー分野では、45年までの気候中立(温室効果ガス排出を実質ゼロに)、30年までに電力消費量の

〈図表5〉ドイツ連邦議会選挙の各党公約の財政インパクト

	CDU/CSU	SPD	Grünen	FDP	AfD	BSW	Linke
所得税	-410	-80	-110	-950	-630	-1100	-200
法人税	-200	0	0	-170	-170	0	780
投資減税	0	-200	-200	0	0	0	0
連帯税	-130	0	0	-130	-130	0	0
消費税	-40	-40	0	-40	-50	-160	-300
電気料金	-100	-100	-100	-50	-50	-50	-50
資産課税	0	70	0	-10	-20	70	70
相続税	-10	30	30	-10	-100	30	170
富裕税	0	20	20	0	0	150	1230
気候変動	0	0	-120	0	0	0	-160
航空税	0	0	0	-20	-20	0	80
固定資産税	0	0	0	0	-160	0	0
炭素税	0	0	0	0	-160	-160	0
金融取引税	0	0	0	0	0	0	360
合計	-890	-300	-480	-1380	-1490	-1220	1980

(注)単位は億ユーロ、マイナスは税収減、プラスは税収増
(出所)ドイツ経済研究所資料より第一生命経済研究所が作成

80%を再生可能エネルギーで賄うなどの気候目標を維持するものの、市場原理を活用した気候保護を目指すとしている。電力税と送電網利用料の軽減を通じて電力価格を引き下げることや、原子力発電の再開を検討することや、代替エネルギー源を確保することなしに、石炭火力発電所を閉鎖しないことを示唆している。また、ヒートポンプなどの設置を義務付ける暖房法を廃止し、技術中立

る行政事務負担の軽減、連邦デジタル省の創設、スタートアップ特区による起業支援、労働時間や在宅勤務の柔軟化、自動車産業の競争力維持に向けた支援、戦略技術や基幹インフラの保護、中国への過度な依存を減らすデリスキングなどを進める。連立に加わる可能性があるSPDと緑の党の選挙公約は、CDU/CSUよりも所得分配を重視し、減税の規模や対象を絞り、公的基金の

的な低排出暖房の普及を促進する。次世代エネルギー技術の研究や開発を推進し、内燃機関車の新車販売禁止を撤回する方針を掲げている。経済再生に向けては、税負担や行政事務負担の軽減、規制緩和を通じて民間投資の活発化、デジタル化、人工知能(AI)活用、研究開発、イノベーションの推進を通じて産業の再活性化を目指すとしている。具体的には、供給増加を通じたエネルギー価格の引き下げ、サプライチェーン法の廃止による

行政事務負担の軽減、連邦デジタル省の創設、スタートアップ特区による起業支援、労働時間や在宅勤務の柔軟化、自動車産業の競争力維持に向けた支援、戦略技術や基幹インフラの保護、中国への過度な依存を減らすデリスキングなどを進める。連立に加わる可能性があるSPDと緑の党の選挙公約は、CDU/CSUよりも所得分配を重視し、減税の規模や対象を絞り、公的基金の

活用による経済再生を目指している。SPDと緑の党に共通する政策は、富裕層・資産・相続などへの課税強化、設備投資に対する税額控除(SPDは恒久措置、緑の党は5年間の時限措置)、連帯税の維持、債務ブレーキの適用除外条項の改正、送電網利用料の軽減を通じたエネルギー価格の引き下げ、原子力発電の再開反対、債務ブレーキ対象外の公的投資基金の創設と設備投資への資金提供、最低賃金の引き上げなど。選挙後の連立協議で特に歩み寄りが必要となりそうな政策分野としては、減税や財政支援の規模や対象(CDU/CSUは高所得者向け、SPDと緑の党は低所得者向け)、債務ブレーキの改正是非と減税の財源捻出(CDU/CSUが改正に反対、SPDと緑の党が部分改正に賛成)、暖房法の廃止是非(CDU/CSUが廃止、SPDと緑の党が維持)、原子力発電の再開是非(CDU/CSUが再開を検討、SPDと緑の党が反対)などが挙げられよう。

CDU/CSUが主張する大規模減税を実施するには、債務ブレーキ

の部分的な改正が必要となる。CDU/CSUの選挙公約は債務ブレーキを維持する立場を堅持しているが、次期首相の最有力候補であるCDUのメルツ党首は部分改正に前向きな発言もしている。考えられる改正案としては、実現が困難な順番に、①債務ブレーキの廃止②GDP比0・35%の年間の借り入れ限度の引き上げ③ウクライナ支援、気候変動対策、インフラ整備などの財政支出を債務ブレーキの対象から除外④景気後退時など適用除外条項の柔軟化⑤債務ブレーキの対象外の投資基金の創設など。基本法の改正には議会の3分の2以上の賛成が必要な

〈図表6〉米国と比較した欧州の天然ガス価格



(注)欧州はオランダTTF先物、米国はヘンリーハブ先物、ドル/MMBtu
(出所)国際通貨基金資料より第一生命経済研究所が作成

カラム・コラム

聖母昇天

昨年11月18日号で本欄に「華正樓の祝賀会」を寄稿した。今振り返ると心のどこかで家内との別れを予知していたのかもしれない。

同エッセイは、1964年10月10日、東京オリンピック開会式の当日、横浜・中華街の老舗「華正樓」で結婚式を挙げた私たち夫婦が、ちょうど60年後の節目に、同じ店の同じ部屋で「藤原三代」の孫子10人が、私たち夫婦の結婚満60周年記念祝賀会を催してくれた模様を描いたコラムだった。

末尾に、私は、60年ぶりに藤原三代が一堂に会した意義と理由について「88歳になる私、84歳の家内も、今やそれぞれががんなど宿痾しゆくあを幾つか抱える身。従って、結婚60周年記念祝賀会はお別れの会でもあったのである」と記した。

予言は的中した。膵臓がんを患っていた妻・厚子が本年2025（令和7）年1月1日4時43分、死去した。84歳、悪性のインフルエンザに侵されていた私は、2階のベッドルームで眠っていた。双生児姉妹Y1に起こされて階下の居間に赴くと、医師が腕時計を見やりながら臨終を告げた。それまで波打つような呼吸をしていた妻は静かな表情に戻り、無心に眠っている（ように見えた）。

彼女が膵臓がん末期で昏睡状態こんすいにあった最後の1週間、同じ家にいながら医師のアドバイスで1日1回、寝顔を見るだけで言葉を掛けることすらできなかつた。昏睡状態になるまでは毎日のように双生児姉妹のY1、Y2と共に家内を車に乗せて横浜市青葉区内の病院を駆け巡った。

病名が膵臓がんと判明した際、一時は絶望的になったが、近年は早期発見の肝臓がん「高度活性化NK細胞療法」が開発され成功率が高いと聞き、わらにもすがる思いで横浜・成瀬台の病院に通い詰めたのだが一。

家内の厚子は私が大学3年予備校講師のアルバイトで出会った教え子。大学進学を思いとどませ結婚してすぐに生まれたのが双生児姉妹のY1とY2。その後、カナダ、米国の特派員生活を経て日銀副総裁、日立総研社長…と人生各局面で苦勞のかけっばなしだった。

特に苦勞をかけたのは新婚早々、双生児姉妹を抱えた安月給の私を見かねて家内は伯母の美容室で働きながらパリに留学し、エステティック（素肌美容）の技術を修得、赤坂でエステ・サロンを開店した。私はその間、新聞記者生活をしながらシコシコとアルバイト原稿書き、作家として芽が出たのは40代半ばになってからだった。

東京・中落合に住んでいた頃、夫婦2人そろって仲良く入院したのが、目白の聖母病院。私たちは2人とも仏教徒で曹洞宗・總持寺にゆかりがあったが、2人とも聖母病院に入院中、カトリックの尼僧でナイチンゲール賞受賞者のシスター寺本松野の博愛精神の教えを受け社会事業に専心するようになった。

私は80歳を超えて大腸や肝臓の大手術を受けたが、厚子の看病と励まして今日まで生きてきた。その厚子に逝かれた目下、茫然自失の状態。しかし、彼女はその後毎夜のように私の夢枕に現れては何かと励ましてくれる。今晚も彼女に会うのが楽しみだ。

ため、CDU/CSUの方針転換に加えて、債務ブレーキの改正に反対するFDPと、政権運営に批判的なAfDやBSWの合計獲得議席が憲法改正を阻止できる3分の1に届かないことが条件となる。前掲図表3にある通り、左翼党が議席獲得に必要な5%に届かず、FDPとBSWが議席を獲得する場合、3分の1に達する可能性がある。

選挙の前倒しと政権交代でドイツ経済の再生につながる政策転換に期待する声も多いが、政権発足には時間が掛かる上、政策の実行や具体的な成果が出るまでにはさらに多くの時間を要する。債務ブレーキの部分改正が実現したとしても、財政拡張の程度は限られよう。次期政権に参加する可能性がある主要政党は、電力価格の引き下げを目指しているが、欧州のガス価格は米国の4〜5倍（図表6）、電力価格は2〜3倍に達し、競争力回復への道のりは険しい。EV対応の遅れや中国市場でのシェア低下など、ドイツの自動車産業を取り巻く環境が劇的に改善する見通しも立たない。再び病人化したドイツの経済再生は容易でない。

「火中の栗」拾い副総裁、課題凝縮の5年間

藤原作弥著

満州、少国民の戦記 総集編

愛育出版 3600円(税別)

窪園博俊
解説委員

本書は、時事通信社解説委員長から日銀副総裁に転じた藤原作弥氏の著作や対談、コラムをまとめたものだ。表題の「満州、少国民の戦記」は満州引き揚げ時の経験をまとめた自伝的なノンフィクションで、本書の主題として再録された。内容については、同じく満州からの引き揚げ経験を持ち、藤原氏と昵懇(じふん)だった元日銀総裁の三重野康氏(故人)の解説も再録され、そちらをご参照いただきたい。ここでは、藤原氏の副総裁時代のことを中心に記したい。

領域に突入した1997〜98年の異常な状況が思い出されたのだ。当時は金融政策どころではなかった。あの状況で、よくぞ非伝統的政策の起点にたどり着き、その後の応用編の基礎も構築した、という偉業をここで評価しておきたい。97年春、評者が日銀記者クラブに配属された際、取材テーマの一つは「公定歩合引き上げ」だった。同年は、秋に金融危機が勃発し、景気は真つ暗だったとの印象を持つだろう。実際には、春の消費増税を前に駆け込み消費が発生。その反動減を乗り越えれば「利上げがある」(都銀幹部)とみられた。実際、同年度の各都銀決算は利上げを前提に減益が見込まれていた。しかし、秋の金融危機で経済は暗転する。インタバンクは連鎖破

綻の危機に見舞われ、日銀は懸命の資金供給を続けた。そうした中、突如として日銀を襲った別な危機が「営業局汚職事件」だった。この金融危機は、バブル崩壊後、経済を襲った最大のスーパーストームだったが、その対応に迫られた日銀は別なスーパーストームに見舞われたのだ。金融恐慌で経済がクラッシュしかねない中、日銀は組織クラッシュの危機に瀕した。当初、大蔵省(当時)の汚職事件は対岸の火事だった。日銀は金融危機対応に追われながらも、翌春の日銀法改正を控え、法的に独立した金融政策の運営に燃えていた。新法下の初代総裁には、福井俊彦副総裁(当時)の昇格が確実に視された。ところが、事件は日銀に飛び火。松下康雄総裁(当時・故人)と福井副総裁は辞任した。「誰も引き受け手はいないだろう」と思われた。ところが、火中の栗を拾った(拾わされた)のが藤原氏だった。われわれも驚いたが、当の本人も打診された際、「ウソ!、冗談でしょう」との言葉を発し、実際、ゲラゲラ笑ってしまっただけ」という。それほど異常事

態の下で、速水優総裁(当時・故人)率いる体制が発足した。「速水体制」と言えば、ゼロ金利解除を巡る政府との対立がクローズアップされがちだが、金融恐慌を防いだ現場の奮闘はもつと評価されている。金融政策面では「ゼロ金利政策」「時間軸政策」「量的緩和」など、その後に主要国中銀が参考にした非伝統的政策のパイオニアとなった。経済再建、組織刷新、透明性の高い政策運営への切り替えなど、大きな課題が凝縮した「5年間」だった。取材者が取材される側に回るとろくなことはない。本書でも、その辺の苦い思いを吐露されているが、それを覚悟して火中の栗を拾う決断をされたのは頭が下がる。その後の日銀の命運で残念なのは、アベノミクスの下で「あまりに独立性のない現在の日銀」(藤原氏)になったことだろう。「新法の精神に沿って一步を踏み出した5年間」(同)で、透明性は飛躍的に高まり、説明責任も果たされる体制となった。政治がそうした新法の精神を十分に尊重しないのなら、通貨信認の劣化は不可避となるだろう。