

# 欧州の政治混乱が金融市場に及ぼす影響は？

専門研究員 古金 義洋

## 目次

- |                            |                        |
|----------------------------|------------------------|
| 1. はじめに                    | 3. 財政赤字問題が招いた欧州債務危機の経験 |
| 2. 最近の選挙結果にみる右派の台頭と独仏の政治混迷 | 4. 注目されるECBの金融政策の行方    |
|                            | 5. おわりに                |

## 1. はじめに

世界は米トランプ大統領の一挙手一投足に振り回されているが、米国に対峙すべき欧州では政治が混迷している。特に、中軸となるべきドイツとフランスの政権は不安定で、欧州が結束してトランプ大統領の米国第一主義の政策に対峙することは難しくなっている。

欧州では、コロナショック後の景気低迷と物価高騰、移民（難民）の増加、EUの厳しすぎる環境規制、既存の政治エリート層に対する不満などを受けて、自国優先、反EUの考えが強い右派が勢いを強めている。

「自国優先」の考えは米国も同様だが、欧州各国がそれぞれ自国優先の考えを強めれば、協調を前提としたEUは空中分解するおそれがある。経済政策の面から言えば、通常、右派は小さな政府、左派は大きな政府を志向するが、現在、台頭している右派は、必ずしも小さな政府を志向しているわけではない。財政規律を重視させようというEUの意向に反対するため、むしろ、大きな政府になってしまう可能性がある。自国優先志向が強まれば、EU主導で進められている財政規律が損なわれる。長い目で見れば、協調を前提とし、市場統合を目指すEUの枠組みが崩れ、EU離脱やユーロ分裂の動きにつながる可能性もゼロではない。

## 2. 最近の選挙結果にみる右派の台頭と独仏の政治混迷

最近の欧州の選挙での右派の台頭について振り返ってみよう。

2023年11月のオランダ議会下院選挙で、ウィルダース党首が率い、反移民、反EU、オランダ第一主義を掲げる極右政党の自由党が第1党に躍進した。その後、約半年の連立協議を経て、24年7月に、この極右自由党が主導する4党連立政権が発足した。首相は元情報機関トップのスホーフ氏となった。

また、2024年6月に実施された欧州議会選挙では、中道・親EU会派が過半数を維持したものの、極右・右派グループが躍進した。メローニ首相が率いる「イタリアの同胞」などが所属する「欧州保守改革グループ」、極右・右派で仏ルペン氏が率いる「国民連合（RN）」などが所属する「アイデンティティと民主主義グループ」、ドイツでは移民・難民排斥を唱える極右「ドイツのための選択肢（AfD）」が議席数を伸ばした。

右派の台頭はEUの中軸国であるフランス、ドイツの政治をも動揺させている。

右派が躍進した欧州議会選挙結果を受けて、フランスのマクロン大統領は、国内での政治基盤強化を狙い、過度の右派の躍進を警戒した理性的な国民の判断が与党の支持につながることを期待して、フランス国民議会（下

院) を解散した。2016年の英国では、当時のキャメロン首相が、自身がEU離脱に反対であるにも関わらず、政治基盤強化を狙って、EU離脱の是非を問う国民投票を実施し、結果として、英国がEU離脱することになった。マクロン大統領は現状への不満などから極端な振れ幅を示すことが多い国民世論の動きを過小評価したという点で、同様の間違いを犯したようだ。

2024年6月30日、7月7日のフランス総選挙では、右派の勢力を抑えるため、マクロン大統領が左派と手を組んだため、結果的に、左派連合が躍進し、最大勢力となった。マクロン大統領は中道右派の共和党出身で、英国のEU離脱交渉のEU側の首席交渉官を務めたバルニエ氏を新たな首相に指名し、大統領を支持する中道会派と中道右派の共和党系会派によるバルニエ政権が誕生した。

だが、最大勢力となった左派連合は新政権に参加することなく、与党は議会の過半数を握ることができない少数与党の内閣となった。最大勢力となった左派は財政支出拡大を主張したが、バルニエ政権は、財政赤字拡大がEUの規制に抵触するという理由で、それを認めなかった。

少数与党のバルニエ政権は、議会採決では法案や予算を通すことは難しく、常に、議会採決を迂回する憲法上の特例措置などを駆使しなければならぬ状況に陥った。結局、最大勢力となった左派と、同じ財政赤字削減に反対する極右が協調して内閣不信任案を提出したことで、バルニエ内閣は昨年12月に総辞職に追い込まれた。

その後、マクロン大統領は、長年の盟友でもあるバイル氏を新首相に指名し、左派連合のなかの中道左派を取り込んで、2025年度予算の成立を目論んでいる。25年度予算については、バルニエ前政権下で、内閣不信任案可

決により廃案となっており、早期成立が必要となっている。

だが、財政赤字削減を唱えるバイル政権とそれに反対する左右両派との対立は続いている。バイル政権が財政赤字削減に固執すれば、左右両派の反対は避けられず、予算が成立しないまま、バイル内閣は再び総辞職に追い込まれるおそれがある。一方、中道左派取り込みのために財政赤字削減の手を緩めれば、財政赤字拡大が国債の信用リスクを高め、長期金利上昇が経済を悪化させるおそれがある。

ドイツでも、昨年末、シュルツ首相率いる社会民主党 (SPD) 主導の連立政権が崩壊した。シュルツ政権は3年前の2021年12月に、中道左派の社会民主党、企業寄りの政策を重視する自由民主党 (FDP)、気候変動対策を前面に掲げる緑の党、の3党により成立した連立政権で、もともと政策理念の違いが不安定要因だった。

この3年間でのシュルツ政権の実績としては、ウクライナ侵攻に伴うエネルギー危機への対応や世論が分かれる中で昨年4月の原発完全停止 (脱原発) など、困難な問題へ対応したとの評価もないわけではない。だが、新設住宅の暖房設備での再生可能エネルギー利用義務づけが、国民に大きな金銭的負担を強いていると批判されて反発を買い、支持率が下落した。

さらに、リベラル色の強い緑の党と、企業寄りの政策を重視する自由民主党の対立が表面化して政治が停滞し、政権をまとめられないシュルツ首相にも厳しい評価が増えた。結局、昨年12月16日、シュルツ首相の信任投票が実施され、反対多数で否決された。この信任投票では、最大野党のキリスト教民主・社会同盟 (CDU/CSU) に加え、連立パートナーだった自由民主党 (FDP) が反対し、やはり連立パートナーだった緑の党は棄権した。

2月23日に20年ぶりとなる議会解散に伴う総選挙が実施され、キリスト教民主・社会同盟が勝利した。得票率はキリスト教民主・社会同盟が29%でトップとなり、極右の「ドイツのための選択肢」が21%とそれに続いた。シュルツ首相の社会民主党は16%と第2次大戦後最悪の結果となった。緑の党も12%に後退した。一方、旧東独の政権与党だった社会主義統一党（SED＝共産党）の流れをくむ左派党は9%と票を伸ばした。

総選挙後の政権について、第一党となったキリスト教民主・社会同盟のメルツ党首は、極右の「ドイツのための選択肢」との連立を否定しているため、キリスト教民主・社会同盟と社会民主党による大連立内閣になる可能性が高いと言われている。だが、キリスト教民主・社会同盟と左傾化を強める社会民主党がどこまで協力していけるかは疑問だ。

1月末、メルツ党首は「ドイツのための選択肢」と手を組んで厳格な移民対策法を成立させようとした。だが、社会民主党と緑の党の反対で、同法案は否決となった。メルツ氏にとっては、同法案の否決は手痛い政治的失点であると同時に、ここまで移民受け入れに肯定的だった社会民主党との大連立内閣も展望しにくくなった。ドイツ政治の混迷は続く可能性が高い。

### 3. 財政赤字問題が招いた欧州債務危機の経験

政治の混迷は欧州の金融情勢を動揺させる可能性がある。実際、フランスでは、昨年12月にバルニエ内閣が退陣した後、格付け会社ムーディーズは、フランスの信用格付けを「A a 2」から「A a 3」に引き下げた。ム

ーディーズは格下げの理由について「次期内閣が来年以降、財政赤字の規模を継続的に縮小できる可能性は、現在のところ非常に低い」と述べた。

欧州各国の自国優先志向が強まれば、EU主導の財政規律が損なわれ、当該国の財政悪化懸念が強まるだけでなく、EU離脱やユーロ分裂の動きにつながる可能性もゼロではない。というのは、単一通貨ユーロには、①域内の労働力移動がスムーズでないため単一通貨になじまない<sup>1</sup>、②金融政策が1つであるのに財政政策が1つでない、といった構造的な欠陥があるためだ。

2009年～12年の欧州債務危機は、欧州の一部の国の財政赤字問題がユーロ分裂の危機に発展した事件だった。欧州債務危機は2009年10月のギリシャの政権交代を機に、同国が財政赤字を少なくごまかしていたことが明るみにでたことで始まった。当初はユーロ圏のなかでも小国であるギリシャの財政の問題にすぎなかった。

しかし、財政赤字問題はギリシャからアイルランド、ポルトガル、さらにスペイン、イタリアへと広がり、各国国債利回りが次々と上昇していった。国債利回り上昇は利払い増加による財政破綻懸念を強めた。また、国債を保有する銀行の不良債権増加も意識されるようになった。

一方、2011年11月にECB新総裁に就任したドラギ氏は、当初「ECBが政府への最後の貸し手となることはECBに付託された権能ではない」と述べていた。この発言で、ユーロ圏には「最後の貸し手」が存在せず、スペイン、イタリアの国債利回り上昇が放置されるのではないかとの不安が高まった。

1 ノーベル経済学賞を受賞したロバート・マンデル氏によれば、域内に生じた経済格差を労働力の移動によって円滑に調整されることが、単一通貨圏としてふさわしい条件としているが、ユーロ圏内の各国は言語や文化が異なるため、労働力の移動がスムーズでない。

他方、金融危機の震源となったギリシャでは、当初からIMFからの支援を受け、財政緊縮政策の維持を余儀なくされていたが、国内は緊縮疲れの状態となり、政治的に緊縮政策を続けることが徐々に難しくなっていた。2012年6月の総選挙は「緊縮策継続かユーロ離脱か」を国民に問う選挙になった。ここで単一通貨ユーロの構造的な欠陥も意識され、ユーロ分裂・崩壊の懸念が強まって、金融市場を再び動揺させた。

結局、ギリシャのこの選挙で財政緊縮派が勝利し、さらに、ECBドラギ総裁の「やれることは何でもやる」との発言やその後の金融緩和スタンスが危機を徐々に沈静化させていった。「ECBは政府への最後の貸し手」にはなれないとしても、金融システムの安定のために、流動性不足に対応した「最後の貸し手」に近い存在になりうることで金融市場を安心させたようだ。

ギリシャの財政赤字ごまかしが、「最後の貸し手」問題や単一通貨ユーロの構造的な欠陥を浮き彫りにしたというのが欧州債務危機の経験だった。ECBがデフレ状況に対応して量的金融緩和という形で財政赤字の目立つイタリア国債などを購入したことが金融危機の緩和につながったわけだが、単一通貨ユーロの構造的欠陥には手をつけられていない。

ウクライナ問題を契機にロシアの脅威にさらされる欧州は防衛力強化のための財政支出を拡大する必要がある、これは欧州各国の財政赤字を拡大させる。加えて、欧州各国が自国優先姿勢を強め、財政赤字を放置しようとするれば、欧州債務危機のような金融危機が起きるおそれがある。そして、インフレ懸念が払拭できない状況においては、同じような危機が起きたとしても、ECBは当時のような国債大量購入による量的金融緩和はできない可能性がある。

#### 4. 注目されるECBの金融政策の行方

ユーロ圏の直近24年10～12月の成長率は前期比ゼロとなり、7～9月の同0.4%から伸びが鈍化した。足を引っ張ったのは、中軸国であるドイツとフランスだ。ドイツが前期比マイナス0.2%、フランスが同マイナス0.1%と、それぞれ前期比マイナス成長となった。10～12月のドイツとフランスでのマイナス成長の一因は、前述したとおりの政治的な混乱と考えられている。

ただ、本来、ユーロ圏経済を牽引すべきドイツ経済の低迷は今に始まったことではない。ドイツの実質GDPは、2023年7～9月以降、6四半期連続で前年比マイナスとなっている。ドイツはロシアからの安価な天然ガスに依存して成長してきたが、ウクライナ侵攻後のエネルギー価格高騰が経済を弱体化させた。そうしたなかでも、シュルツ首相は、昨年4月に原発完全停止（脱原発）に踏み切るなど、無理な政策が、国民に大きな金銭的負担を強いた。また、中国輸出への依存も問題だった。中国景気の構造的停滞により、自動車などの中国向け輸出が落ち込み、ドイツの製造業は停滞を余儀なくされた。

3月6日のECB理事会では政策金利を0.25%引き下げ、2.65%とした。ECBはインフレ沈静化とユーロ圏景気の低迷を背景に、昨年6月に金融緩和に転じ、利下げは6回目となった。ユーロ圏において、景気や物価に対して緩和的でも引き締めのでもない適正な金利水準、いわゆる「中立金利」は2%前後と言われているが、実際の政策金利はその水準に近づいている。

ECBは、声明で「利下げにより、企業や家計による新規借り入れのコストが低下し、融資の伸びが回復しつつある」として経済活動が上向く一方、「デシインフレのプロセスは順調に進行している」として、インフレ率が

目標の2%に向けて鈍化している点を改めて確認したが、政策金利が中立金利に近づいているとの認識から「景気抑制の度合いが有意に低下しつつある」として、利下げ局面は終わりに近づいていることを示唆した。

一方、ラガルド総裁は、インフレ目標達成時期の見通しはこれまでに見込まれた年内ではなく、2026年の極めて早い時期になると述べ、インフレの動きについてやや慎重にみている様子が窺われる。

実際、ユーロ圏の消費者物価の前年比上昇率は2024年9月に一時1.7%と目標の2%を大きく下回ったが、これは、2023年のエネルギー価格上昇の反動による部分が大きく、同上昇率は25年2月に2.4%と加速している。

消費者物価のなかのサービス価格は、昨年7月以降前年比4%前後の水準で推移しており、2月も幾分鈍化したものの同3.7%上昇と高止まっている。サービス価格高止まりの背景には、賃金上昇率の高止まりがある。ECBが注目している賃金指標である「妥結賃金率」は、2024年10～12月に前年比4.1%上昇と7～9月の同5.4%上昇に比べ鈍化したが、賃金上昇率が4%台であれば、労働生産性上昇がさほど見込めないサービス産業ではやはり4%前後の物価上昇が続くだろう。

独仏の政治不安やフランス国債価格下げなどの問題にもかかわらず、現状はECBの利下げ期待に支えられて欧州の金融市場も安定している。しかし、想定通り賃金やサービス物価の上昇率が鈍化していかなかった場合、ECBの金融緩和スタンスも変わらざるをえない。それは欧州の金融市場を動揺させることになるだろう。

## 5. おわりに

国際情勢は大きく変化しようとしている。米国の国力は相対的に低下しており、米国は

もはや「世界の警察官」の役割を果たすことができなくなっている。米国は中国との覇権争いに注力せざるをえず、ロシアとの直接対立で、両面作戦になることは避けたいところだろう。

こうしたなか、ウクライナ問題を契機にロシアの脅威にさらされる欧州は、欧州の防衛を米国に頼ることはできず、自ら防衛力を強化せざるをえなくなっている。

3月6日、EU特別首脳会議は、欧州の防衛力強化のため、フォンデアライエンEU委員長が提案した、最大8,000ユーロ規模の「欧州再軍備計画」を承認した。

国防費の大幅増額にはEUが各国に課す財政規律緩和が必要だ。ただ、そうした財政規律緩和は、なし崩し的に、景気対策費など国防費以外の支出にも適用される可能性があるだろう。そうなれば欧州全体の財政規律は急速に緩んでしまう恐れがある。

実際、伝統的に緊縮財政政策をとってきたドイツでは、国防費増額と景気対策のため、財政拡張へと舵を切るのではないかとの見方が高まり、それが国債利回りを急上昇させた。

ECBの利下げ局面は終わりに近づいていると考えられる。そうしたなかで欧州各国が自国優先で財政拡張政策を推進すれば、財政拡張と金融緩和打ち止めのポリシーミックスが欧州の金利水準を押し上げることになるだろう。それは世界の金融市場の波乱要因となるおそれもある。