

経済レポート

欧州懐疑主義の台頭を受けて懸念される金融不安の再燃

～ 政策余地が限られる中で金融市場が激しく動揺する恐れ～

調査部 研究員 土田 陽介

目下の欧州では、有権者の間で欧州連合(EU)のあり方に対する懐疑的な見方、いわゆる「欧州懐疑主義」の波が広がっている。有権者の間で欧州懐疑主義が広がる背景の1つに、EU が押し進めてきた緊縮政策への反発がある。加えて、15年頃から深刻化したシリアからを中心とする中東からの移民・難民問題が、欧州懐疑主義を一段と勢い付けさせている。

有権者の間で渦巻く反緊縮・反難民の流れを巧みに汲み取ったのが、極右を中心とする民族主義政党である。民族主義政党が台頭することは、裏を返せば、これまで政権を担ってきた中道政党が退潮することと同義である。これまでのEU統合の流れは、二大政党制による中道政治(ドイツならSPDとCDU)の下で押し進められてきた。有権者のEUに対する不満が民族主義政党の台頭という形で顕在化してきたことは、ある意味で当然の動きと言える。

警戒されることは、こうした動きが移民・難民対策のみならず、EU 統合の動きそのものの停滞あるいは逆行にまで広がっていくことである。その中でも、当面最も優先して注視すべき事案は緊縮財政の動向だろう。民族主義政党の伸長で大衆迎合的な色彩が濃くなれば、財政規律は緩まざるを得ないと考えられる。そうした動きを嫌気した機関投資家が国債を投げ売りする、あるいは格付け会社による格下げを受けて欧州中央銀行(ECB)によるオペの対象から外れる国が出てくるようなことになれば、現在小康状態が続いている信用不安が再燃するリスクが高まる。

かつての信用不安の局面(10～12年)に比べると、欧州安定メカニズム(ESM)による発行市場での、ECB による流通市場での国債買い支え制度が整備されるなど、信用不安対策は進んでいる。したがって、ギリシャなど一部の例外を除けば、長期金利が10%を目指すような展開になるとは考えにくい。他方で当時と異なり、金融市場の担い手である金融機関、特に銀行の経営不安が深刻化しているという新たな問題がある。金融市場全体の脆弱性がかつての信用不安の局面よりも高まっているとも評価されよう。

信用不安を和らげるセーフティネットは整備されたが、一方で金融当局である ECB の緩和余地は大きく狭まっている。またEU による強い制約の下で、各国の財政出動も厳しく制限されている。政策余地が限られる中で、大手行の経営不安が深刻化したり、場合によっては経営破綻に陥ったりするなどして金融市場にシステミックなショックが生じた場合、それを和らげることができるのか定かでは無くなっているのが現状である。こうした中で問われてくるのは、やはり財政支出の弾力化という論点である。EU に求められていることは、危機対応をより迅速に行う裁量性を見直すことにあると言えるだろう。

1. 広がる欧州懐疑主義の波

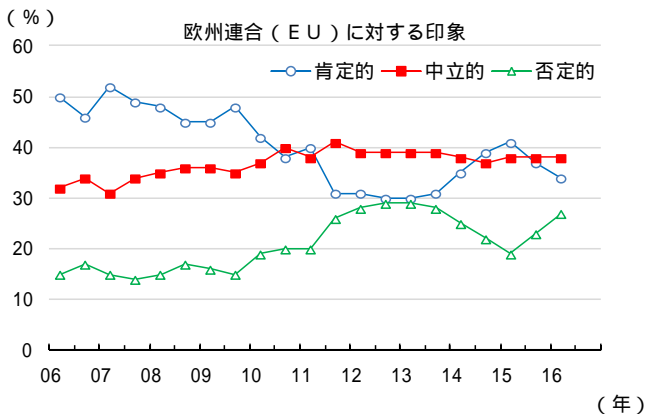
目下の欧州では、有権者の中で欧州連合（EU）のあり方に対する懐疑的な見方、いわゆる「欧州懐疑主義」の波が広がっている。欧州委員会による最新16年春の世論調査分析（ユーロバロメーター）によると、EUに対して肯定的な印象を持つ市民の割合は34%と、前回（15年秋）の37%からさらに低下した。その反面で、否定的な印象を持つ市民の割合は27%と、信用不安が深刻化していた11年から13年の水準まで上昇した（図表1）。

欧州懐疑主義が広がる中で有権者の不満の受け皿になっているのが、反EUを唱える極左ないしは極右の民族主義政党である。最近の象徴的な事例として、ドイツの地方選挙でメルケル首相率いる与党右派のキリスト教民主同盟（CDU）が相次いで議席を大幅に失ったことがある。9月5日に行われたドイツ北東部のメクレンブルク・フォアポンメルン州での議会選に続き、同月19日に行われた首都ベルリンの議会選でもCDUは大敗する一方、極右民族政党である「ドイツのための選択肢（AfD）」の躍進を許した。事実有権者の政党支持率を見ても、CDUの支持率が低下しており、また同党と連立を組む社会民主党（SPD）の支持率も横ばいで推移しているが、AfDの支持率は上昇が続いている（図表2）。

警戒されることは、17年にかけてEU各国で国民投票や国政選挙等の政治イベントが相次ぐ中で、欧州懐疑主義の波の広がりを受けて民族主義政党が台頭し、EU全体で政治不安が顕在化することに他ならない。その皮切りとなるのが、12月4日に行われるオーストリアの大統領選挙とイタリアの国民投票である。当初10月2日に行われる予定であったオーストリアの大統領選挙は、選挙準備に不備があったために12月に順延された。そもそもこの大統領選挙は、5月に行われた大統領選挙が7月に憲法裁判所で違憲と判断されたことに伴うやり直し選挙である。隣国ドイツのAfDとも協力関係にある極右民族主義政党、自由党（FPO）出身のホーファー氏が大統領に当選すれば、ドイツの政局に大きな影響を与えることになると思われる。

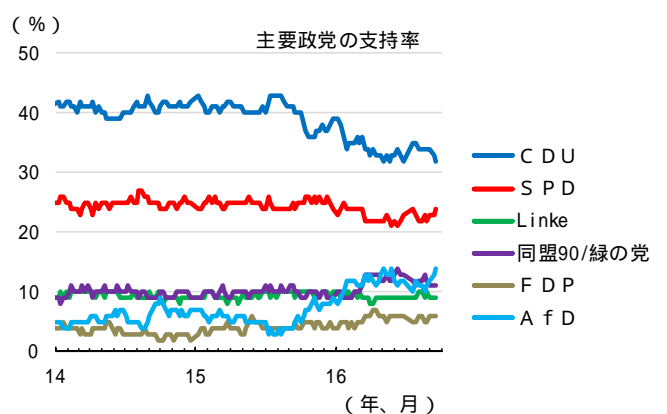
イタリアの国民投票については、これも当初は10月中の実施が予定されていたが、年末まで順延された。憲法を改正して下院議会に優先権を与えることによって、議院内閣制の安定を図ることの是非を問うことが、この国民投票の趣旨である。もっとも実態としては、その必要性を主張するレンツィ首相に対する信任投票の性格を強めている。一方で、反EUを唱える民族主義政党「五つ星運動」は憲法改正に反対している。五つ星運動に対する有権者の支持率も高まっており、また実際に同党出身のローマ市長が誕生するなど勢力を強めている。レンツィ首相は国民投票が否決された場合に辞職する方針を示しており、国民投票で憲法改正が否決されれば、イタリアの政局が一気に流動化すると予想される。

図表1. 広がる欧州懐疑主義



(出所) European Commission, Standard Eurobarometer 85, p.15

図表2. 高まる民族主義政党への支持率



(出所) Emnid

また10月末までにスペインで首班が選出されなければ、12月25日にも総選挙が行われる見込みである。15年12月に行われた総選挙以降、スペインでは主要政党間での連立協議がまとまらず、与党国民党（PP）のラホイ氏が暫定首相を務めている。6月にも再選挙が行われているため、仮に連立協議がまとまらない場合は1年で三回も総選挙が行われる異常事態になる。与党PPと最大野党の社会労働党（PSOE）の対立が続く中で、極左民族主義政党であるポデモスが着実に勢力を強めている。仮に三回目の総選挙でも連立協議がまとまらなければ、スペインにおける権力の空白が長期化する恐れが出てきている。

17年に入ると3月にオランダで第二院選挙が、4～5月にフランスで大統領選挙と6月に国民議会選挙が、9月にドイツで下院（連邦議会）選挙がそれぞれ行われる予定である。いずれの選挙でも、反EUを唱えている民族主義政党の台頭が警戒される。オランダでは10年から政権を率いたルッテ首相と、中道右派の与党自由民主国民党（VVD）に対して、有権者の審判が下される。同国では下院議員であるウィルダース氏が率いる極右民族政党、自由党（PPV）が勢力を強めている。PPVは反EU、反イスラムを掲げており、仮に総選挙で勝利した場合、英国と同様にEUからの離脱の是非を問う国民投票を行う方針を示している。

4月と5月の二回に渡って行われるフランスの大統領選挙の場合、不人気で深刻な現職のオランド氏の再選は困難とみられ、続く6月の下院総選挙でも、中道左派の与党社会党は苦戦を強いられる公算が大きい。こうした中で、ルペン氏が率いる極右民族政党、国民戦線（FN）の台頭が警戒されている。FNは15年の州議会選挙での第一回投票で大きく躍進した実績を持っており、国政の場でも一定の影響力を誇るようになるかもしれない。ドイツの場合は、前述の通りメルケル首相が率いる与党CDUが退潮する一方、SPDも勢力の回復が見られない中で、AfDのさらなる躍進が考えられる。一連の政治スケジュールをまとめたものが、図表3である。

2. 渦巻く反緊縮・反難民の流れ

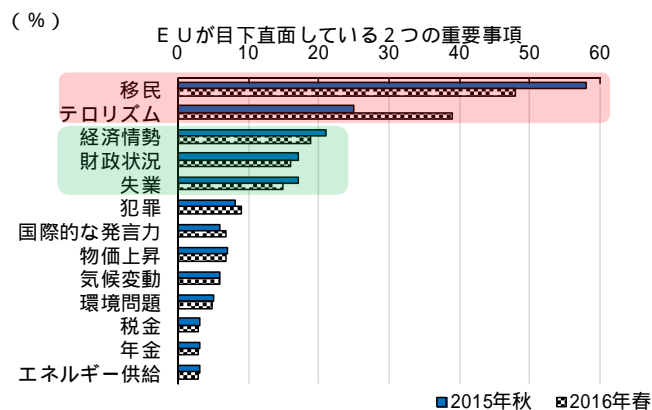
有権者の中で欧州懐疑主義が広がる背景の1つに、EUが推し進めてきた緊縮政策への反発がある。信用不安が深刻化したことを受けて、EUは各国に対して財政規律の厳格化を強く求めてきた。そのため欧州景気は停滞し、雇用情勢も悪化を余儀なくされた。こうした動きの中で、欧州懐疑主義が広がりを見せるようになったのである。EUの景気は回復に転じており、雇用情勢も改善しているが、有権者の関心事の上位にはなお経済情勢や財政状況、失業といった項目が並んでいる（図表4）。

図表3. 今後の主要な政治日程

日程	イベント
16年10月	スペイン首班選出期限（31日）
12月	オーストリア大統領選挙（4日） イタリア国民投票（4日） スペイン総選挙（25日）
17年3月	オランダ総選挙
4月	フランス大統領選挙第一回（下旬）
5月	フランス大統領選挙第二回（上旬）
6月	フランス総選挙
17年9月	ドイツ総選挙（下旬）

（出所）各種報道

図表4. 有権者は経済・移民情勢に強い関心



（出所）European Commission, Standard Eurobarometer 85, p.4

反緊縮の流れに加えて、15年頃から深刻化したシリアからを中心とする中東からの移民・難民問題が欧州懐疑主義を一段と勢い付けさせた。国連高等難民弁務官事務所（UNHCR）によれば、シリアでの内戦激化に伴いEUに流入してきた難民の数は、既に百万人を超えるに至った（図表5）。難民制限の動きを受けて一時期に比べれば流入のペースは鈍化したものの、なおシリアからの難民は増え続けているのが現状である。またこの流れに乗じて急増した西バルカン諸国からの経済移民の存在も、深刻な社会問題になった。

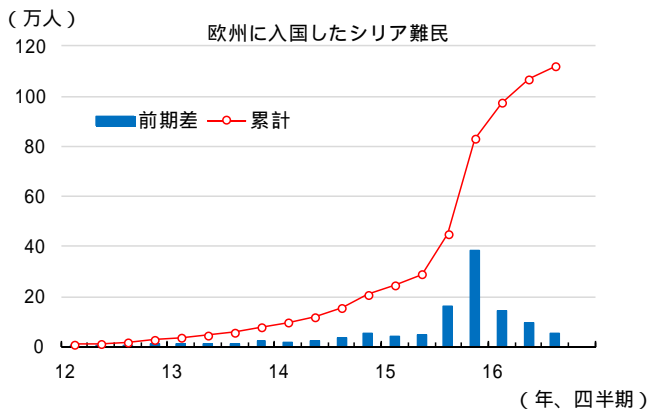
移民や難民の多くは、景気が好調なドイツや英国を目指している。もっともEUの難民手続きに関する合意であるダブリン協定に従えば、難民のアライサム申請はその難民が初めて入国した国で行われる必要がある。流入ルートの関係からその役割を担ったのは中東欧諸国であるが、余りに大勢の難民や移民を前にこの制度は完全に破綻し、機能不全に陥った。ハンガリーでは首都ブダペストの駅が難民のキャンプと化す状態となり、同国のオルバン首相が難民の受け入れを拒否するとともにEUを公然と批判するなど、中東欧の加盟国とEUの間で緊張関係が高まった（図表6）。また移民や難民の問題が深刻化する中でテロが散発的に生じたことも、有権者のこの問題に対する心象を悪化させた。15年11月のパリ同時多発テロや16年3月のブリュッセル連続テロ、7月の南仏ニースでのトラック暴走テロなど、移民や難民の出自（その多くがイスラム教徒）と関係があるとは必ずしも言えないテロリストによる残虐行為が立て続けに生じた結果、有権者の間で移民や難民問題がテロリズムと関連付けられるようになっていった。

このように有権者の間で渦巻く反緊縮・反難民の流れを巧みに汲み取ったのが、極右を中心とする民族主義政党である。その端的な事例が、前述した15年のフランス第一回州議会選挙でのFNの台頭であり、また足元では英国のEU離脱騒動であったと言えよう。独立党（UKIP）や保守党の一部が主導した離脱騒動であるが、彼らはその方便としてEUへの財政負担の在り方や移民・難民問題を大いに活用した。その結果、国民投票で離脱派が残留派を僅差で上回る事態がもたらされたと考えられる。

3. 警戒される金融不安の再燃

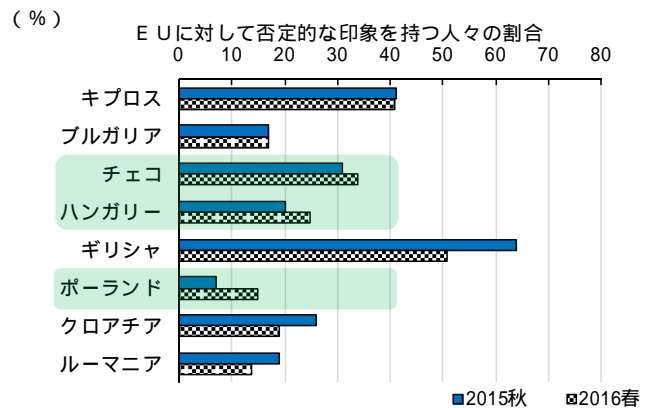
民族主義政党の台頭は、裏を返せば、これまで政権を担ってきた中道政党の退潮と同義である。これまでのEU統合の流れは、二大政党制による中道政治（ドイツならSPDとCDU）の下で推し進められてきた。有権者のEUに対する不満が民族主義政党の台頭という形で顕在化してきたことは、ある意味で当然の動きと言える。

図表5. 増加が続くシリア難民



(注) 最新時点は16年7月
(出所) UNHCR

図表6. 中東欧で高まるEUへの不満



(出所) European Commission, Standard Eurobarometer 85, p.16

基本的に、どの国の国政選挙でも民族主義政党が単独で政権を担う程に大勝することは困難だろう。もっとも中道政党と連立内閣を組む可能性は大いにある。民族主義政党が唱える政策の多くは実現可能性の低いものであり、それは自らも理解していると考えられる。そのため民族主義政党にとっては、単独で政権を担うことよりも中道政党と連立政権を組むことで自らの利益誘導を図る方が現実的な路線になる。

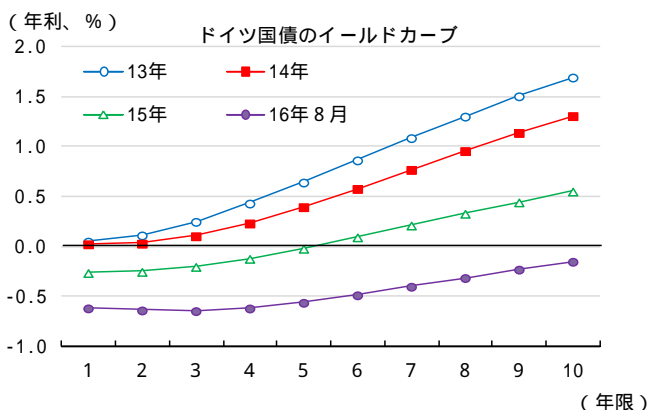
また中道の二大政党が民族主義政党の躍進に対抗して大連立を組むとしても、民意が民族主義を支持している現実を踏まえて、移民・難民政策などを中心に保守的な政策を打ち出す必要に迫られると考えられる。既にドイツのメルケル首相は、首都ベルリンの議会選挙で敗北したことを受けて、自らが推進してきた移民・難民の積極的な受け入れに関する過ちを認めることで、民族主義に傾くドイツの世論に対して一定の配慮を見せるようになっている。17年の総選挙を前に、CDUをはじめとする各国の中道政党は移民・難民政策をより保守的なものに変えてくる公算が大きい。

警戒されることは、こうした動きが移民・難民対策のみならず、EU統合の動きそのものの停滞あるいは逆行にまで広がっていくことである。その中でも、当面最も優先して注視すべき事案は緊縮財政の動向だろう。民族主義政党の伸長で大衆迎合的な色彩が濃くなれば、財政規律は緩まざるを得ないと考えられる。そうした動きを嫌気した機関投資家が国債を投げ売りする、或いは後述のように格付け会社による格下げを受けて欧州中央銀行（ECB）によるオペの対象から外れる懸念が強まる国が出てくれば、現在小康状態が続いている信用不安が再燃するリスクも高まってくる。

かつての信用不安の局面（10～12年）に比べると、欧州安定メカニズム（ESM）による発行市場での、またECBによる流通市場での国債買い支え制度が整備されるなど、信用不安対策は進んでいる。さらにECBによる既往の大規模金融緩和によって、ユーロ圏の主要国の長期金利は歴史的な低水準で推移している。したがってギリシャなど一部の例外を除けば、長期金利が10%を目指すような展開になるとは考えにくい。他方で当時と異なり、国債市場の担い手である金融機関、特に銀行の経営不安が深刻化しているという新たな問題がある。前述したECBによる大規模金融緩和を受けて、各国の国債のイールドカーブは極端にフラット化している。その筆頭がドイツであり、同国のイールドカーブは長期ゾーンまでマイナス圏に沈んだ（図表7）。

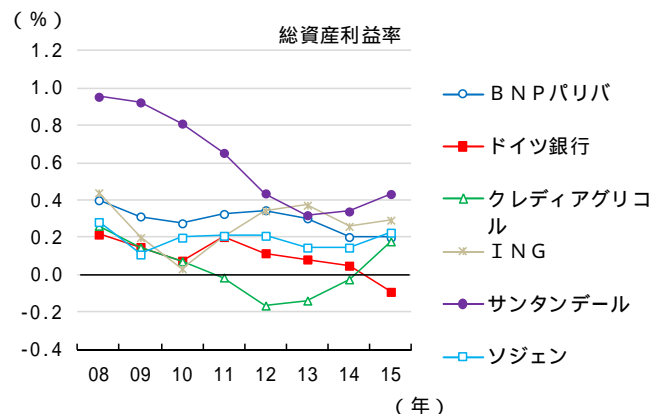
金利収入の減少を余儀なくされる中で、ドイツ銀行などの大手行の収益が着実に悪化している（図表8）。さらに14年に導入された投資家や債権者に損失負担を強いる「バイルイン原則（BRRD、金融機関の再生及び破綻処理に関する指令）」が、かえってイタリアをはじめとする銀行の不良債権問題の解決を遅らせている側面も否定できない。金融市場全体の脆弱性はかつての信用不安の局面よりも高まっているとも評価されよう。

図表7．極端にフラット化したイールドカーブ



(出所) ドイツ連邦銀行

図表8．低金利下で悪化する銀行の収益率



(注) 3年後方移動平均

(出所) 各行財務諸表

足元で最も注意すべきは、イタリアの動向である。イタリアでは銀行の不良債権問題が深刻化しているが、その象徴的存在であるモンテ・パスキの経営再建計画の実現可能性が問われている中で、問題が終息する目途は全く立っていない。12月に行われる国民投票で憲法改正が否定され、レンツィ首相が辞任する事態になれば、イタリアの政局は一気に流動化することになる。レンツィ首相らがまとめた現状の不良債権処理スキームも機能するか定かではない状態で、仮に反EUを唱える五つ星運動が大勝するようなことになった場合、不良債権処理が政策的に進む保証はない。五つ星運動の躍進が防がれたとしても、政治不安の中で実効能力がある政権が成立するか定かではない。当局による不良債権問題への手当てが遅れざるを得ないと予想される。

またスペインの情勢も大きな影響を持つだろう。再々選挙を受けてポデモスが台頭したり、ないしはそれが防がれたとしても連立協議の難航が続くなどしたりする場合、投資家はスペイン政府が緊縮財政を維持できるか疑いを持たざるを得なくなる。実際にその動きが停滞するなどすれば、格付け会社によって国債の格付けが引き下げられる可能性が出てくる。現在ECBが認める主要格付け4社のうち、ドミニオン・ボンド・レーティングサービス(DBRS)を除く3社、はいずれもスペインの格付けを投資適格級で最低(トリプルB格)と評価している。4社のうち1社でも投資適格級の評価を与えていけばECBのオペの対象になり得るが、格下げの連鎖に対する警戒感からスペインの国債は売られ、信用不安の様相を呈する可能性がある。加えてドイツ銀行を巡る問題も、メルケル首相の対応次第では政局に影響が及び、投資家のリスク回避志向を強めるだろう。

4. 政策余地が限られる中で金融市場が激しく動揺する恐れ

さらに問題と言えるのが、金融不安が深刻化して危機的な状況にまで達した時、それを和らげる政策的手段が果たして本当に残されているのかということである。

これまでECBは、景気を下支えする観点から金融緩和を積極的に進めてきた。そして14年には、政策金利の下限金利(預金ファシリティ金利)をゼロ以下まで引き下げるマイナス金利政策を、主要経済の中央銀行としては初めて導入した。下限金利のマイナス幅は現在-0.40%で据え置かれているが、金融機関の経営難が深刻化する中で、一段の切り下げには困難が付きまわっている。さらにECBは15年から量的緩和も実施しており、月次の資産買い取り額も当初の6百億ユーロから8百億ユーロにまで増額されている。ただ欧州の国債マーケットの規模の小ささから、高格付けの社債までその対象に含めなければ月次の購入額を満たすことができない状態にある。ドイツを中心にイールドカーブが極端にフラット化し、かつ長期金利までマイナス圏に沈んでいることもあって、量的緩和を強化することへのハードルも極めて高い状態である。

信用不安を和らげるセーフティネットは整備されたが、一方で金融当局であるECBの緩和余地は大きく狭まっている。またEUによる強い制約の下で、各国の財政出動も厳しく制限されている。政策余地が限られる環境下で、大手行の経営不安が深刻化したり、場合によっては経営破綻に陥ったりするなどして金融市場にシステム的なショックが生じた場合、それを和らげることができるのか定かではなくなっているのが現状と言えよう。当然、国際金融市場でもリスクオフの流れが強まり、深刻な連鎖株安といった調整が生じることになる。

こうした中で問われてくるのは、やはり財政支出の弾力化という論点である。BRRDにも例外規定(32条)があり、各国政府による公的資金注入(ベイルアウト)の可能性は残されている。民族主義政党の多くが反金融資本主義的な主張を展開する中で、財政負担による救済色が強いベイルアウトに対して有権者の間に否定的な印象が広がりかねないことも事実である。例えそうだとした場合、EUに求められていることは、危機対応をより迅速に行う裁量性を見直すことにあると言えるだろう。

付表 国政選挙で台頭が警戒される各国の民族政党

国名	政党名	党首	概要
オーストリア	自由党 (Freiheitliche Partei Österreichs)	ハインツ＝クリスティアン・シュトラーヒー	国民議会（下院）にて40議席（定数の22%）、連邦議会（上院）にて2議席（同6%）を保有。 同党出身のホーファー氏は16年5月の大統領選挙で敗北も、7月の違憲判決を受けて以降、支持率が回復。 極右ポピュリズム、ドイツ民族至上主義に立脚。近年は反イスラム色を強める。
イタリア	五つ星運動 (Movimento 5 Stelle)	ベッペ・グリッロ	代議院（下院）にて91議席（定数の14%）、元老院（上院）にて36議席（同11%）、欧州議会にて17議席（同23%）を保有。16年にはローマ市長（ラッジ氏）とトリノ市長（アッペンディーノ氏）を誕生させた。 反EU、反構造改革を主張。また反資本主義、環境主義と左派的な性格も帯びる。
スペイン	ポデモス (Podemos)	パブロ・イグレシアス 欧州議会議員	代議院（下院）にて48議席（定数の14%）、元老院（上院）にて17議席（同8%）、欧州議会にて5議席（同9%）を保有。2016年総選挙では第2党への躍進が予想されたものの、第3党にとどまる。 極左ポピュリズムに立脚して反EUを主張。環境主義も重視。
オランダ	自由党 (Partij voor de Vrijheid)	ヘルト・ウィルダース 第二院（下院）議員	第二院（下院）にて15議席（定数の10%）、第一院（上院）にて10議席（同13%）、欧州議会にて4議席（同16%）を保有。2010年の下院選挙で第3党に躍進、マルク・ルッテ現政権に閣外協力という形で参加。 反イスラム、反EU/反ユーロなどを主張。経済的立場は新自由主義寄り。
フランス	国民戦線 (Front National)	マリヌ・ル・ペン 欧州議会議員	国民議会（下院）にて2議席（定数の0%）、元老院（上院）にて2議席（同1%）、欧州議会にて23議席（同31%）を保有。2015年12月の州議会議員選挙の第一回投票で躍進。経済的立場を左派路線に転じたことで中道左派社会党から支持層が流れ込んだ。 移民排斥、反EU/反ユーロ（独自通貨再導入や関税再導入、中小企業や国内農業の保護など）、伝統的家族主義、反同性愛などを主張。
ドイツ	ドイツのための選択 (Alternative für Deutschland)	フラウケ・ペトリエルク・モイテン	連邦議会（下院）・連邦参議院（上院）共に0議席、欧州議会にて2議席（定数の0%）を保有。2013年結成、14年にドイツ東部諸州の議会選挙で勝利を重ねて以降、徐々に支持層を拡大。 移民制限、反ユーロ（独自通貨再導入やユーロ圏の再編）を主張する一方で統一市場派支持、よりドイツの国益に合う形へEU/ユーロ圏を再編することを主張。

（出所）各種報道など

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとさ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、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及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、お客様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。