

## MURC Focus

# 「フレンチショック」に戸惑う金融市場

～フランスのEU離脱までの距離はまだまだ遠い

調査部 副主任研究員 土田 陽介

- フランスの政局混迷が嫌気され、金融市場が動揺を見せている。6月と7月の総選挙でマクロン大統領が率いる与党の敗北が意識されたことで、フランスは事実上の「トリプル安」に見舞われた。
- 総選挙後の政権は「コアビタシオン」になると予想される。右派の国民連合(RN)から新首相が選出された場合、労働市場改革や年金改革などマクロン大統領が肝いりで進めてきた自由化改革は後退するだろう。
- 一方で、ようやく首相を排出するだろうRNが、自らの手でフランスを混乱に招くことなど想定しにくい。そのため、新首相の下でフランスのEU離脱を問う国民投票が行われる可能性は極めて低いと考えられる。

## 1. 「フレンチショック」でトリプル安に

フランスの政局混迷が嫌気され、金融市場が動揺を見せている。6月6日から9日の間に行われた欧州議会選の結果、フランスのエマニュエル・マクロン大統領が率いる中道の与党・再生(Renaissance)が事実上の敗北を喫し、マリーヌ・ルペン氏が率いる右派政党の野党・国民連合(RN)が大勝した。このことを受けてマクロン大統領は、国民議会(下院)を解散し、総選挙に打って出た。

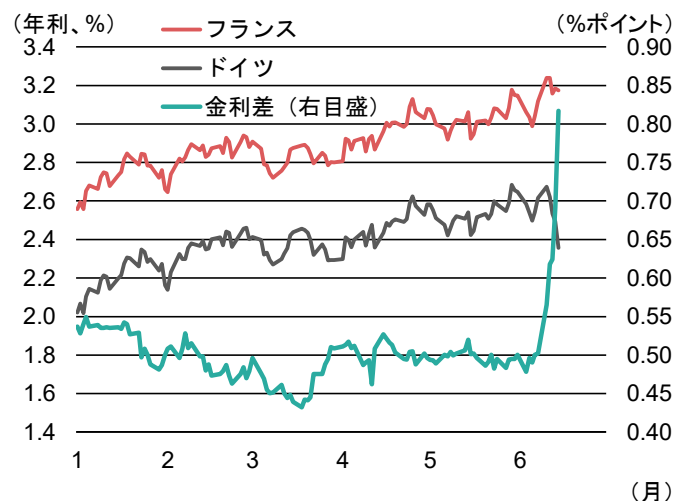
各種世論調査によると、6月30日と7月7日の二回にわたって行われる総選挙では、RNと中道右派の共和党などからなる右派会派が第1勢力となり、社会党など左派系4党による「左派連合」が第2勢力になる見通しである。一方、マクロン大統領が率いる「再生」を中心とする中道会派は、第3勢力に後退する可能性が極めて高い。右派会派(特にRN)も左派会派もバラマキを重視するため、財政の悪化が懸念される事態となった。

図表1. フランスの株価指数(CAC40指数)



(注) 日次の終値(6月14日までの相場)。  
(出所) ユーロネクスト・パリ

図表2. フランスの長期金利(10年国債流通利回り)



(注) 日次の終値(6月14日までの相場)。  
(出所) フランス中銀、ドイツ連銀

さらに、右派会派を率いる RN や左派会派の一部(ジャン=リュック・メランション氏が率いる「不服従のフランス」党)が、政策自主権の回復を目指して EU との関係の見直しを主張し、EU との関係悪化が意識された。このことから、フランスの金融市場ではリスク回避の動きが強まり、株価(CAC40 指数)が年初来の上げ分をほぼ失った(図表 1)。同時にフランス国債も売られたため、同国の 10 年国債流通利回りも上昇した。

この「フレンチショック」の流れがヨーロッパの金融市場に広がり、ユーロ圏で最も信用力が高いドイツの国債が買われ、両国間の金利差は 0.5%ポイント程度から 0.8%超まで急拡大した(図表 2)。また各国の株価も急落したほか、通貨ユーロの対ドル相場も、終値ベースで 6 月 7 日から一週間で 1%安となった(取引時間中では最大で 2.4%安)。結果として、フランスは事実上の「トリプル安」(株安、債券安、通貨安)に見舞われた。

## 2. 右派政権が成立しても財政拡張は限定的となる見通し

フランスでは大統領が首相の任命権を有するが、一方で議会が首相の指名権・不信任権を持つため、実際は議会の第 1 勢力より首相が選出されることになる。そのため、総選挙後は右派連合、特に RN から首相が選出されるだろう。一方で、辞任しない限り、マクロン大統領の任期は 2027 年 5 月までとなる。したがって、総選挙後の政権は「コアビタシオン」(大統領と首相の所属政党が異なる状況)となる展開がメインシナリオとなる。

新政権がコアビタシオンとなれば、主に大統領が外交を担い、首相が内政を担うことになる。仮に RN から新首相が選出され、国内の経済運営を担った場合、労働市場改革や年金改革などマクロン大統領が肝いりで進めてきた国民に痛みを強いる自由化改革は後退するだろうが、一方で、EU の財政ルール(単年度財政赤字を名目 GDP の 3%以内にとどめる)を無視するような財政拡張が行われる可能性は低いと考えられる。

仮に RN 出身の新首相が EU のルールを無視して財政を拡張した場合、EU によって懲罰措置(財政赤字が名目 GDP の 3%を超えた度合いに応じて、GDP の 0.2%から 0.5%までの罰金を徴収する)が科されることになる。それにフランスは、財政拡張を懸念する投資家による厳しい評価(株安・債券安・通貨安)を、これまでも増して受けることになる。RN がフランス経済の混乱につながる展開を望んでいるとは想定しにくい。

他方で、RN 出身の新首相の下でフランスの EU 離脱を問う国民投票が行われる可能性も極めて低い。現行憲法では、大統領のみならず、議会も国民投票を発案することができる。仮に議会が国民投票を発案できたとしても、憲法院の審査を経る必要がある。そして、フランスの社会経済の大きな混乱につながるような国民投票の実施を憲法院が容認することはまず考えにくい。それに、RN 陣営が国民投票を強行すれば、かえって RN の支持者離れにつながる可能性も高い。

RN は、前身政党である国民戦線 (FN) 時代に展開してきた過激な主張を取り下げ、党の穏健化に努めることで有権者の支持を広げてきた。確かに RN は、マクロン大統領に対して不満を持つ有権者の民意の「受け皿」にはなるはずだが、一方でそうした有権者が RN の主張に全面的に共感しているかは別の話である。いずれにせよ、ようやく首相を排出するだろう RN が、自らの手でフランスを混乱に招くことなど考えにくい。

### 3. フランスの外資離れにつながる恐れ

フランス議会選後の政局の展開 (図表 3) を予想すると、既に述べたように、マクロン大統領と RN 出身の右派首相による「コアビタシオン」の成立がメインシナリオ (①) となる。この場合、金融市場の極端な混乱は回避されるだろうが、一方で大統領と首相の間で政権運営の方向性が一致せず、政策の停滞は大きくなるため、フランス経済は停滞することになるだろう。

また②から④の展開も想定しうるが、基本的には、確率が低いリスクシナリオに過ぎない。具体的には、②の場合、社会党を中心とする左派連合とマクロン大統領が率いる再生との間で妥協が成立すればあり得るシナリオだが、左派連合の中でも分配志向が強く反 EU 的なメランション氏とマクロン大統領との間で妥協が成立する可能性は、かなり低いと考えられる。

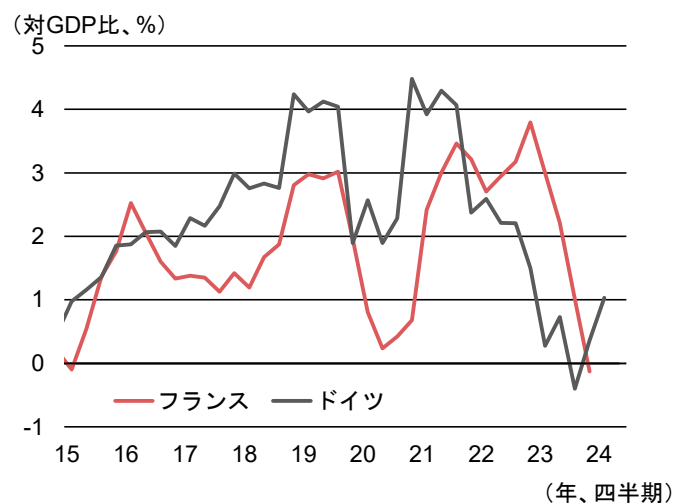
一方で、マクロン大統領が辞任する展開 (③と④) も考えにくい。とはいえこの展開となれば、政権がコアビタシオンになろうと非コアビタシオンだろうと、政治の混乱は必至であり、金融市場の混乱もまた大きくなる。③の場合は、大統領と首相との間で政策の方向性が一致すると予想されるが、EU との軋轢が深まる。一方で④の場合は、大統領と首相との間で政策が不一致となり、混乱に拍車がかかると予想される。

図表3. フランス議会選後の政局の展開予想

シナリオ	確率	市場の混乱	政策の停滞	経済の停滞
①マクロン大統領 +右派首相	高	小	大	中
②マクロン大統領 +左派首相	低	中	大	中
③新大統領 +非コアビタシオン	低	大	中	大
④新大統領 +コアビタシオン	低	大	大	大

(出所) MURC 作成

図表4. フランスとドイツの FDI 受入



いずれの展開でも、外国人投資家はフランスへの投資を手控えることになる予想される。マクロン大統領は近年、外国直接投資(FDI)の誘致に注力し、実際に2022年から2023年にかけてはドイツを上回る規模でFDIを受け入れてきた(図表4)。マクロン大統領は5月13日にベルサイユ宮殿でFDI誘致イベント(Choose France)を開催し、フランスのFDI受入が過去最高を更新したとアピールしたばかりだった。

今後、外国人投資家は、フランス政局の混迷と今後の政策停滞を嫌気し、フランス投資を手控えることになる予想される。とりわけマクロン大統領が推し進めてきた労働市場改革や年金改革が新首相の下で後退すれば、フランス投資の魅力が大きく削がれることになるだろう。最も確度が高い①の展開でも、RNが国粋主義の立場にあることから、民族資本を優遇する方向に舵を切る可能性が意識される。

#### － ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で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。