

みずほマーケット・トピック (2018 年 12 月 4 日)

パリ暴動の読み方～2つの懸念～

パリ暴動が起きて 2 週間以上が経過しているが、依然沈静化の兆しはない。就任時、60%以上あったマクロン大統領の支持率は今や調査によっては 20%割れを臨むものも見られる。ここで、そもそもマクロン政権が何故、緊縮や構造改革といった政策運営に傾斜しなければならなかったのかは一步退いた目で理解しておく必要がある。やはり危機後の 10 年でフランス経済が、とりわけドイツ経済対比で凋落したという事実があり、各種構造改革はこれに対応するための政策だったことを忘れてはならない。単位労働コスト (ULC) の動きなどを見ても、フランスの高コスト体質は温存されている。今後の問題はこうした経済状況の結果、政治がどのように修正されていくか。ここで 2 つの懸念がある。1 つは 2022 年に行われるフランス大統領選挙である。もう 1 つは EU 改革の行方である。マクロン政権とメルケル政権の失脚が概ね同時に訪れていることは EU の未来にとって不幸としか言いようがないタイミングである。

～「敵失の人気」の凋落～

パリにおける暴動が起きて 2 週間以上が経過しているが、依然沈静化の兆しはなく、むしろ事態悪化が伝えられる状況にある。2019 年 1 月から実施される燃料税増税やその他緊縮政策への抗議として始まったデモは多数の負傷者を出しながら続いている。2017 年以降、フランス政府は温暖化対策の一環として燃料増税と炭素税の段階的な導入に踏み切ってきた。これは電気自動車 (EV) など環境に配慮した自動車への切り替え促進を企図したものとされたが、その過程で負担増を強いられた民間部門がストレスを抱えているのが実情である。マクロン大統領に対してはこれまでも年金受給の年齢引き上げ、雇用規制の緩和、各種公共施設の民営化、徴兵制の復活などを受けて不満が鬱屈していたと言われるが、より生活に身近な燃料価格の高騰をトリガーに国民感情が爆発したという状況と見受けられる。2017 年 5 月に大統領選挙に勝利した際、60%以上あった支持率は今や 30%を切り、調査によっては 20%割れを臨むものも見られる。元より極右候補を敬遠した結果による「敵失の人気」と目されていたが、思ったよりも早くメッキが剥がれた印象である¹。

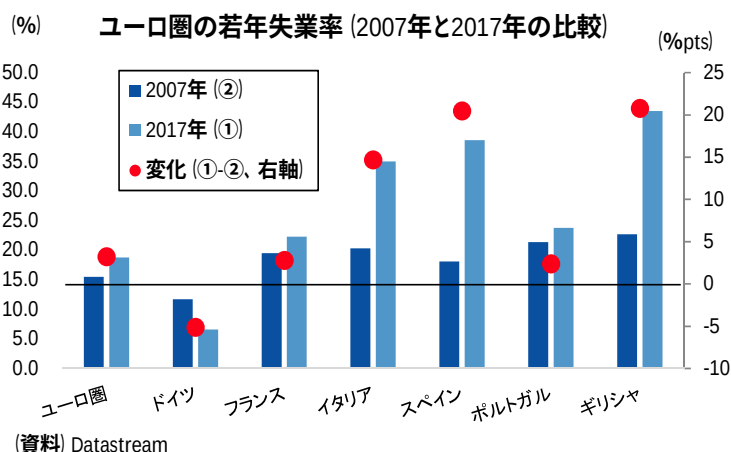
～危機後、不可逆的な差がついたドイツとフランス～

この事態を受けてフランス政府は非常事態宣言の発令を検討し始め、ユーロ圏財務相会合に出席していたルメール経済・財務相が会議を中座し、対策協議のためにブリュッセルからパリへ急ぎ戻ったという報道もある。この際、ルメール経済・財務相はデモ鎮静化のために緊急減税を行う用意があることを示唆している。現在の混乱を目の当たりにすればそうした応急処置もやむなしという側面もあろうが、安易な懐柔策に出る前に、そもそもマクロン政権が何故、緊縮や構造改革といっ

¹ 本欄 2017 年 5 月 8 日号『フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～』で筆者は「マクロン大統領の失脚はそのままルペンリスクの再浮上に繋がる」と懸念していたが、実際、その通りになっているように思われる。

た政策運営に傾斜しなければならなかったのかは一步退いた目で理解しておく必要があるだろう。

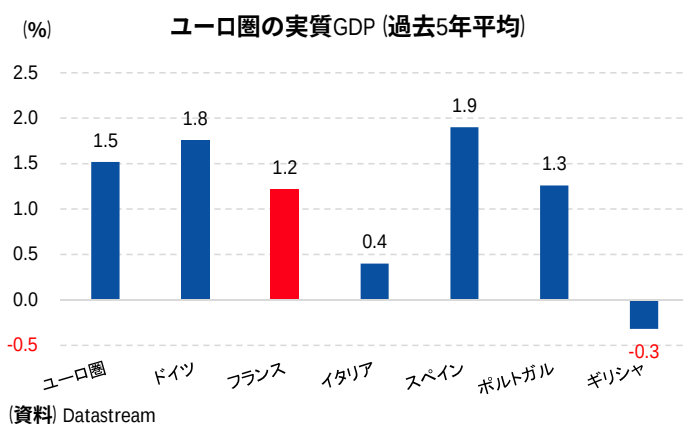
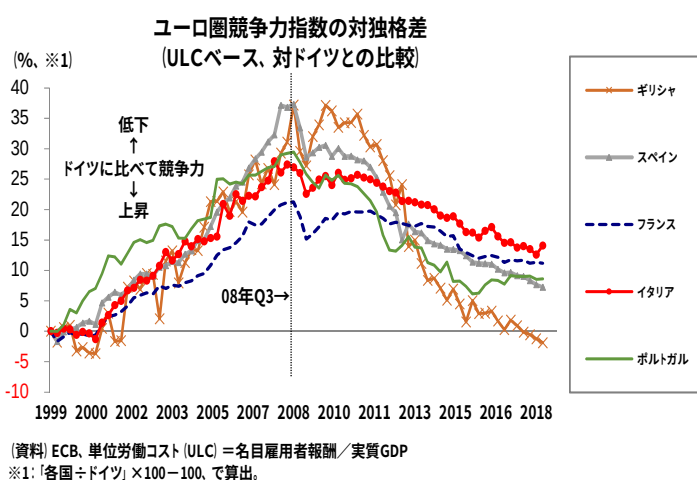
細かな論点を挙げればキリがないが、やはり金融危機後の 10 年でフランス経済が、とりわけドイツ経済対比で凋落したという事実があり、各種構造改革はこれに対応するための政策だったことを忘れてはならない。少なくとも経済については独仏 2 大国というも憚られるほどの差がついているのが現状だ。図示されるように、金融危機の前後で若年失業率(15～24 歳の失業率)が改善したのはドイツだけであり、その他の国は全て上昇し



た。一瞥して分かるように、フランスの若年失業率は 2007 年から「南欧並み」であり、その水準も 10 年で僅かに上昇している。他の南欧諸国の急上昇に比べれば恵まれているように見えるが、もはや比べる対象が PIGS(ポルトガル・イタリア・ギリシャ・スペイン)になってしまっているとも言える。元々両国の経済に関しては差が存在したが、この 10 年で不可逆的な差がついたという印象はある。

～高コスト体質の温存されるフランス、イタリア～

また、ユーロ圏においてドイツとの格差という視点で見た場合、頻繁に持ち出されるのが単位労働コスト(ULC)の概念である。分かりやすく言えば、「付加価値(実質 GDP)1 単位生み出すのにかかったコスト」である。ユーロ圏各国の ULC についてドイツとの格差という視点で見た場合、金融危機以前は南欧諸国を中心として重いコスト負担が存在したことが分かる。しかし、危機後は急速にその格差が縮小している。これが血の滲むような改革の結果であることは言うまでも無い。上述したような若年失業率の上昇はその結果の 1 つと考えられる。ULC の推移を見ると(右図・上)、「危機前(2008 年 6 月)のドイツとの格差」を基準にした場合、2018 年 9 月時点でギリシャ▲30%、スペインは▲25%とまとまった幅で調整が進んでいるが、イタリアは▲17%、フランスは▲14%とやや見劣りする。2018 年になっても騒ぎを起こしているのがスペインや



ギリシャではなく、イタリアやフランスであることと無関係ではないだろう。ラフに言えばこの 2 か国に関しては、構造改革が思うように進んでおらず、(ドイツ対比で)高コスト体質が温存されている側面があると推測される。片や、スペインは 2012 年に施行された労働市場改革などに基づく取り組み(具体的には解雇規制の緩和や賃金交渉の柔軟化など)によって体質改善が着々と進んでいる好例と言われる。報じられているように、マクロン政権が民衆から抗議を受けているのは、まさにそうした労働市場の流動性を高める政策を推し進めようとしたことも原因とされる。しかし、これをやらなければ、ドイツとの格差は縮まりようがない。前頁図(下)は 2013~17 年の 5 年間について実質 GDP 成長率の平均を見たものだが、スペイン(1.9%)はユーロ圏全体(1.5%)やドイツ(1.8%)よりも高い成長率を実現している一方、フランス(1.2%)はユーロ圏全体にもポルトガル(1.3%)にも及ばない。

こうして見ると、少なくとも経済に関してフランスに出来ることはドイツの脇に位置して「大国っぽく振舞う」ことくらいではないか。

～マクロン政権失脚で浮上する 2 つの懸念～

問題はそうした経済の結果、今後の政治がどのように修正されていくかだ。現状を見る限り、マクロン政権の建て直しは容易ではないだろう。ここで 2 つの懸念が浮上してくる。1 つは 2022 年に行われるフランス大統領選挙である。もう 1 つは EU 改革の行方である。

あと 3 年余りで次期フランス大統領選挙がやってくる。2017 年 4~5 月の選挙では極右候補であるルペン氏を退け、圧勝を収めた。しかし、この時、フランス国民は前年の英国 EU 離脱(ブレグジット)、トランプ大統領誕生を受けた混乱を踏まえた上で「3 度目のまさか」を回避する選択をしたという勝因分析がもっぱらであった。世界中で今も反グローバル・反エリートの機運が高まる中、親 EU でエリートのマクロン氏が拠って立つ民意は決して磐石ではないと元々考えられていた。1 年半余りで支持率が 3 分の 1 になったのだから、その分析は今思えばやはり正しかったと言える。しかし、極右を避けて親 EU 候補を選んだ結果がフランスの現状である。もちろん、上述したように、フランス経済の体質改善にはマクロン政権が掲げるような「小さな政府」志向の下での企業活動に関する規制緩和や行財政改革が必要なのだが、世論がついてこなければどうしようもない。今思えば、スペインがこれを成功させたのは金融支援を仰ぐほど追い詰められていたからであり、同じような切迫感をフランスに期待するのは難しいということかもしれない。かかる状況を踏まえれば、次回の選挙では今度こそ極右政党・国民連合(元国民戦線)のルペン党首(もしくは、これに類似する候補)が成果を上げる可能性は否めまい。もちろん、ルペン党首がこの機を見逃すはずがなく、「選挙以外にこの政治危機を乗り越えることはできない」と言い放ち、既に解散・総選挙を声高に求め始めている。そして、「マクロン政権の失敗」は他の加盟国のポピュリスト勢力にも追い風となりかねない。

もう 1 点の懸念は、マクロン政権の凋落と時を同じくしてメルケル政権の瓦解も始まっていることである。今月にもメルケル独首相は約 18 年率いたキリスト教民主同盟の党首を降りることになる。マクロン大統領とメルケル首相の総称として「ダブル M」、「メルクロン」といった造語まで生まれ、EU の政治安定を材料にユーロが買われていたのが 2017 年 5~6 月という時期だった。実際、当時の米国や英国に比べれば「EU の政治安定」は事実であったが、もはや景色は一変してしまった。この 6 月には、ようやく両首脳がユーロ圏永年の課題であった共通予算創設で合意し、2021 年までに運用を開始するとの提案を打ち上げたばかりであった。しかし、詳細を詰め、加盟国の合意を取り付

けるより前に両首脳が力尽きる可能性の方がどうやら高そうに見える。ここで棚上げされ、(ドイツはさすがに大丈夫そうだが)フランスで極右候補が政権を奪取すれば、域内の共通予算や共通財務省などは政治日程から半永久的に葬り去られることになるだろう。マクロン政権とメルケル政権の失脚が概ね同時に訪れそうなことは EU の未来にとって不幸としか言いようがない。パリ暴動は当然、「現在」の混乱として注目に値する出来事だが、これがフランス、EU そして国際金融市場の「未来」にとってリスクイベントとなる可能性を秘めていることも忘れてはならない。とりわけ、これに懲りたフランス国民が、次のリーダーにどのような人物を選ぼうとするのか。不安は尽きない。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めた債券相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に語るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベースス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユニケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き～「ECOFIN」のテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～厳寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁か欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	債券安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済減速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「クレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間開の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける隘路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～