

みずほマーケット・トピック(2024 年 6 月 18 日)

久しぶりの欧州政治騒動～27 年まで波乱無しが基本に～

先週末から今週にかけては久しぶりに主要通貨下落の主役が円ではなくユーロに代わっている。既報の通り、マクロン仏大統領は任期の半分以上を残してフランス国民議会の解散総選挙を決定。現在入手可能な情報に基づけば、総選挙では極右勢力が第一党となり、「大統領は親 EU、首相は極右(≡反 EU)」という「ねじれ」が出現する公算。同国の内政混乱が最終的には EU における遠心力の強まりに繋がるとの見方からユーロが手放されている。常に極端なシナリオを織り込もうとする金融市場では 09 年以降に繰り返されてきた欧州債務危機の記憶から「極右・極左政党の国政入りは EU/ユーロ離脱懸念に直結」との連想を抱きやすく、今回もフランスの EU 離脱(フレグジット)懸念が浮上している。だが、極右政党・国民連合(RN)はそこまで極端な主張を展開しているわけではない。現実的には財政ルールの適用などを巡ってフランス国民議会が欧州委員会と鞘当てを始める展開を懸念すべき。例えばフランス国債の格下げが利回りを押し上げ、これを見てユーロ売りが強まるという地合いは当面懸念される。極右政党の本当の狙いは 2027 年のフランス大統領選挙であり、そこまで無為に混乱は起こさないとと思われる。

～現状、フレグジットは市場の先走り～

先週末から今週初にかけては久しぶりに主要通貨下落の主役が円ではなくユーロに代わっている。既報の通り、マクロン仏大統領は 6 月 9 日に議会解散を決定し、来る 6 月 30 日に初回投票、7 月 7 日に決選投票が行われる。現在のフランス国民議会は 2022 年 6 月に選出され、任期は 5 年ゆえ、半分以上(3 年)の猶予を残しての解散総選挙ということになる。注目度の高さはひとえに極右首相の誕生がかかった選挙であるためだ。大統領は親 EU、首相は極右(≡反 EU)という最悪の組み合わせが同国の内政混乱、最終的には EU における遠心力の強まりに繋がるとの見方からユーロが手放されている。常に極端なシナリオを織り込もうとする金融市場では 2009 年以降に繰り返されてきた欧州債務危機の記憶から「極右・極左政党の国政入りは EU/ユーロ離脱懸念に直結」との連想を抱きやすく、今回もフランスの EU 離脱(フレグジット)懸念が浮上している。

もっとも現状、そうした懸念は市場の先走りである。確かに、2017 年 5 月および 2022 年 5 月のフランス大統領選挙では極右政党・国民戦線(FN)のマリーヌ・ルペン党首が反 EU の旗印の下、移民排斥やユーロ脱退を主張して戦った経緯がある。特に、2017 年は接戦であり、前年のブレグジット、トランプ大統領当選に続き「3 度目のまさか」があるのではないかと注目を集めた。しか

フランスの10年債利回り (対独スプレッド)



(資料)macrobond

し、2017 年の選挙で敗退したルペン氏は 2018 年、過去のイメージを払しょくする意味合いを込めて党名を「国民戦線(FN)」から「国民連合(RN)」に改称し、イメージ改変に努めてきた。現在の RN は極右政党でありながら、フレッグジットやユーロ離脱を前面に押し出すような極端な主張を展開しておらず、あくまで実現可能性の範囲内でその主張を重ねている。そもそも「極右政党が既存政党を追いかける」という構図だった 2017 年や 2022 年と違って、今回は極右政党(RN、党首はジョルダン・バルデラ氏)が立ち回り次第で議会の過半数を押さえられそうな状況にある。非現実的な主張で耳目を引く必要性は無い。足許では確かにフランス国債の対独スプレッドが急騰しているが(前頁図)、2015 年のギリシャ、2017 年のフランス、2018 年のイタリアなど、過去に国政選挙とユーロ離脱可能性がセットで注目されていた時代と比べれば全く現実的な問題ではない。現状、フレッグジット懸念自体は市場の先走りである。

もっとも、「極右が勝利する」という一点に限って言えば、当時とは比較にならないほど可能性が高まっているため、後述するような内政運営の混乱を懸念した国債売りという文脈ならば理解できる。

～危機感のストッパー、今回は期待できず～

フランス議会の総議席数は 577 議席、過半数は 289 議席である。英フィナンシャル・タイムズ紙の世論調査に基づけば RN は「235～265 議席」の獲得が見通されており、単独過半数は難しいが、他の保守政党と連携することで多数派形成は可能という状況にある。議会が極右勢力に制圧される一方、大統領は中道右派という「ねじれ」(Cohabitation: コアビタション)に陥るというのが現状のメインシナリオである。マクロン大統領は極右台頭への危機感を煽ることで抗戦しているものの、不法移民の排斥を掲げ、反 EU 路線を全面に押し出したフランス第一主義はパンデミックと戦争、その結果としての高インフレで疲弊した世論にしっかり刺さっており、趨勢を覆すのは難しそうである。

過去の国民議会選挙や大統領選挙においては極右台頭への危機感がストッパーとなり、初回投票で敗北した候補の支持者が大統領支持に回ることも多かった。フランスに限らず、多くの加盟国で極右・極左が台頭した際も最終的には自制心が発揮されてきた。しかし、今回は様相が異なる。第一党になるであろう RN に対し、他の極右政党や中道右派政党が連携を模索する可能性が報じられている。もちろん、RN が第一党になっても、連携交渉が上手くいかず、過半数を押さえる会派が誕生しないという極めて不安定な展開もあり得る。現時点でシナリオを決め打ちするのは難しい。

～2027 年までは波乱なしが基本～

当面の金融市場はどうなりそうか。先週末から足許にかけてユーロ相場が急落しているのは最も極端な展開(フレッグジット)を材料視している結果と思われるが、フランス政局が材料として台頭した初期反応でもあり、徐々にトーンダウンすることを予想したい。再三述べているように、欧州債務危機以降、金融市場が何度も経験してきた EU 政治の危機と比べれば、今回の RN が EU やユーロからの離脱という尖鋭的な主張を展開しているわけではなく、行き過ぎた懸念は不要である。今後、フランスについて懸念されるのはそうした極端な展開ではなく、財政ルールの適用などを巡ってフランス国民議会が欧州委員会と鞘当てを始める展開だろう。こうした状況の中、フランス国債の格下げが利回りを押し上げ、これを見てユーロ売りが強まるという地合いがしばらく続く可能性はある。

フランス政治の中心はあくまで外交・国防を司る大統領だとしても、内政は首相と閣僚が司る。そ

の首相・閣僚の任命権並びに議会の解散権を大統領が持つ以上、大統領から首相へのけん制は常に効いた状態ではある。しかし、その議会が提出する法案に対し大統領は拒否権を持たない。ここに政局が流動化しやすい余地がある。例えば、RN はウクライナ戦争からは極力距離を取るべきとの立場だが、国防はあくまでマクロン大統領の所管であり、ここに大きな変化は見込まれない。一方、内政に関するテーマとして EU の財政ルール(例えば安定成長協定)への反発やこれに伴う拡張財政路線の強弁、移民規制の強化などは考えられる。象徴的な政策として付加価値税の引き下げは公約として掲げられているが、当然、パンデミックで毀損した財政状態を踏まえれば、EU の規則(≒SGP)とはバッティングする展開が予見される。

ちなみに、RN ばかりに脚光が集まっているが、これに次いで高い支持を得る左派勢力(統一会派)においても最低賃金に見直しなど拡張財政路線が押し出されている。左右両極が国民の歓心を買うためにばら撒きを主張する状況にある。こうした勢力が議会運営を仕切るようになった場合、親 EU に身を投じてきたマクロン大統領にとっては承服しかねる展開であり、既に一部で浮上する辞任観測も全く根拠が無い話ではない。

とはいえ、RN やこれと共闘する勢力が最終的に狙うのは議会掌握も去ることながら次期大統領の椅子だ。途中辞任せずともフランス大統領は三選禁止であり、2027 年にはマクロン大統領は退任し大統領選挙が実施される。EU の歴史を紐解けば欧州委員会に対して過激な要求を展開して選挙に勝利した政権の多くが、経済・金融情勢の混乱を通じて短命に終わっている。2027 年の大統領選挙で勝利したいのであれば、これから生まれるであろう極右中心の議会であっても大きな無理はしないと考えられる。ユーロ相場にとって愉快的な材料ではないが、底割れを促すような材料として騒ぐのは行き過ぎにも思える。もちろん、長い目で見れば、欧州議会の選挙結果を見る限り、ドイツ、フランス、イタリアといった主要国のほかオーストリアも極右の伸びが著しい。EU の政策運営が右傾化し、内向きになっていく兆候の始まりという見方は可能である。

金融市場部
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.mizuho-hobank.co.jp/forex/egcon.html> (Archives) http://www.mizuho-hobank.co.jp/forex/egcon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見直し～
2024年6月12日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか?～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか?～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない?～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見直しを受けて～「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか?
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか?
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の資金・物価情勢～妥結資金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか?～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～涉む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと資金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んでも円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版