

市場安定化の影に潜む欧州の政治リスク



第一生命経済研究所 主席エコノミスト

田中 理

1. 欧州危機は最悪期を脱したとの見方が広がる

〈目次〉

1. 欧州危機は最悪期を脱したとの見方が広がる
2. 不安を封じ込めたドラギ総裁の“言葉の力”
3. 現実路線への政策転換と危機回避の学習効果も支え
4. 救済予備軍のスロベニアが抱える政治リスク
5. 支援開始もキプロスを待ち構える困難
6. イタリアで再選挙のリスクは遠退いたか？
7. 選挙後にドイツの統合強化への漸進主義に変化は？
8. 市場安定化の影に潜む政治リスク

2009年秋のギリシャの財政赤字隠しの発覚に端を発した欧州の債務危機は、不安の後退と再燃を繰り返し、今年で4度目の夏を迎えている。春先のリスクイベントと目されたキプロスの銀行救済とイタリア総選挙後の政局不安はひとまず決着し、金融市場では危機が最悪期を脱したとの見方が広がっている。

2010年にはギリシャ救済に至るまでの混乱とその後の他国への危機波及懸念、2011年にはギリシャの二次救済を巡る混乱、2012年にはイタリアやスペインの国債利回りの急騰など、例年夏場に市場の緊張が高まることが多いが、今年は欧州の政策関係者も休暇を満喫できそうだ。

3月に決まったキプロス救済では、当初、預金者への一律課税という異例の政策措置の導入が検討されたが、キプロス議会が関連法案を否決したことから、支援協議が暗礁に乗り上げ、金融市場に動揺が広がった。最終的には10万ユーロ未満の預金全額保護の原則が

守られ、通常の銀行の破綻処理の一環で、二大銀行の10万ユーロ超の預金の部分的な強制徴収という形で決着した。

財政再建や銀行の再生・破綻処理と引き換えに、総額100億ユーロの金融支援が開始され、キプロスが無秩序な国家破綻（ハード・デフォルト）に陥り、ユーロ圏から離脱するリスクはひとまず遠退いた。

一方、イタリアでは2月24・25日に行われた総選挙で、反緊縮・反ユーロを掲げる新興勢力の「五つ星運動」が躍進したほか、ベルルスコーニ元首相の「自由の人民」を中心とした中道右派連合が善戦し、「民主党」を中心とした議会最大会派の中道左派連合が上院で過半数を確保することが出来なかった。

民主党のベルサニ書記長（当時）主導の連立協議は難航し、選挙後2ヶ月余りも政治空白が続いた。次期大統領の選出過程では党内の不協和音も表面化し、超党派の支持を集めたナポリターノ大統領の再任とベルサニ書記長の辞任を経て、4月末にレッタ氏を首相とする民主党、自由の人民、モンティ元首相が率いる「市民の選択」による大連立内閣が発足した。

政治空白の長期化による政策停滞や、反緊縮政党のさらなる躍進を招く恐れがある再選挙が回避されたことで、イタリアの政局不安が後退し、市場の緊張は和らいだ。

■ 2. 不安を封じ込めたドラギ 総裁の“言葉の力”

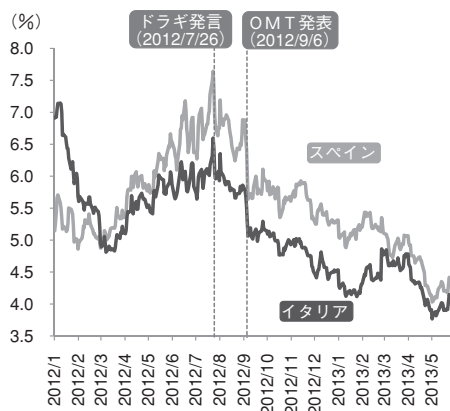
かつてはギリギリの政策対応でひとまず危機を回避しても、市場の緊張が緩和することで政策対応が停滞し、次の危機に向けた新たなマグマが蓄積することが繰り返されてきた。だが、いずれ危機が再燃する筈と警戒姿勢を崩さなかった市場参加者も、最近では欧州情勢への関心そのものが薄れてきた。

市場の楽観論を支えているのは、無制限の火力を持つ欧州中央銀行（ECB）が後ろに控えているとの安心感だ。ドラギ総裁は昨年7月に「ユーロ防衛に必要なあらゆる措置を採る」と約束、9月には金額の上限を設定しない新たな国債購入策（OMT）を発表し、市場の不安封じ込めに大きな役割を果たしてきた。

昨夏に支援要請に追い込まれる危険水域とされる7%前後に達したイタリアやスペインの10年物国債利回りは、ドラギ総裁の“ユーロ防衛宣言”をきっかけに低下に転じ、足許ではほぼギリシャ危機発生以前の水準で推移している（図表1）。

OMTを発動するには、支援を必要と考える国が、財政救済の安全網である欧州安定メカニズム（ESM）に支援を要請し、他のユーロ圏諸国との間で、支援実施に必要な財政再建や構造改革の条件を取り交わす必要がある。OMTをまだ実際に利用する国は現れて

(図表1) スペイン・イタリアの10年物国債利回りの推移



(出所) Reuters資料より第一生命経済研究所が作成

いない。つまり、ドラギ総裁はこれまで一銭も使うことなく、言葉の力だけで、債務危機の沈静化に成功している訳だ。まさにドラギ・マジックと言われる所以である。

3. 現実路線への政策転換と危機回避の学習効果も支え

欧州の政策当局が、厳し過ぎる財政引き締め路線を改め、成長や雇用に配慮した政策運営に軌道修正していることも、財政と景気の負の循環を断ち切るうえで大きな役割を果たしている。こうした流れに一役買っているのが、市場の緊張が緩和してきたことだ。従来は財政再建への取り組みが後退すれば、国債の格下げや利回りの上昇要因となったが、今は現実路線への転換と好意的に受け止められている。

政策転換のきっかけとなったのは、昨年5

月のフランス大統領選挙で成長・雇用への配慮を掲げたオランド政権が誕生し、同年5・6月のギリシャの総選挙・再選挙で反緊縮・反ユーロを掲げる急進左派連合（SYRIZA）が躍進したことだった。過度な財政引き締めは景気を冷え込ませ、財政の悪化に拍車を掛けるばかりか、深刻な経済・雇用情勢を招き、社会の閉塞感や緊張を高めることが次第に明らかとなってきた。

同年6月末の欧州首脳会議で、約1,200億ユーロの成長促進策を盛り込んだ「成長・雇用協定」を採択し、秋に東京で行われた国際通貨基金（IMF）・世界銀行の総会でも、行き過ぎた財政緊縮に警笛を鳴らすなど、緊縮一本槍を見直す機運が広がっている。さらには、『国家は破綻する（原題：This time is different）』で有名なラインハート＝ロゴフが発表した公的債務と経済成長の関係を分析した論文に誤りがあることが発覚し、「緊縮

か成長か」の一大論争を巻き起こしていることも、過度な緊縮路線の終焉を象徴する出来事と受け止められている。

市場参加者の間に危機回避の学習効果が働いていることも大きい。ユーロ圏で金融支援下に入るのはキプロスで5ヶ国目だ。支援決定に至るまでの紆余曲折はあるが、何れのケースも最終的にはユーロ離脱などの危機的な状況を回避してきた。

欧州の債務危機のドラマは、多彩な登場人物とスリリングなストーリー展開に毎回ハラハラさせられるが、最後はユーロ防衛に動くとの漠然とした安心感が広がっている。

■ 4. 救済予備軍のスロベニアが抱える政治リスク

さしあたっての課題は、次の危機国と噂されるスロベニアが救済を回避できるかどうかだ。1991年にユーゴスラビアから独立した同国は、2004年に欧州連合（EU）に加盟、2007年に旧共産主義国家として初めて単一通貨ユーロを導入した。旧ユーゴスラビア時代から製造業が盛んで、域内有数の高い成長率と東欧随一の豊かな生活水準を誇り、東欧の優等生として評価されてきた。

だが、世界的な金融危機や欧州債務危機で、西欧向けの輸出依存度が高い同国は深刻な景気後退に陥った。2008年の金融危機以降でみたスロベニアの実質GDPの累積下落率は、ユーロ圏でギリシャに次いで大きい。財政収

支や公的債務の水準は他のユーロ圏諸国と比べて健全な部類に属するが、これは危機発生以前の好パフォーマンスを反映したもので、近年は悪化が著しい。ずさんな融資を続けてきた大手の国有銀行による巨額の不良債権も問題視されている。

4月には政府短期証券の入札が不調に終わったほか、格付会社ムーディーズがスロベニアの長期国債格付けを投機的水準に格下げした。銀行の経営悪化や政府の財政悪化が意識され、市場に緊張が広がった。市場の不安が煽るなか、政府は5月初旬に、昨年10月以来となるドル建て長期国債の発行に成功した。これにより年内に必要な財政資金を確保したとされ、当面の資金繰り危機を回避できる公算が高まった。

当面の危機を回避した訳だが、不安定な政治情勢には今後も注意が必要だ。昨年2月に発足したヤンシャ前政権は厳しい緊縮への国民の不満の高まりと汚職問題で1年足らずで総辞職に追い込まれた。

3月に発足したプラトゥシェク政権は、中道左派系の4党による連立政権で、議会の過半数を確保している（図表2）。だが、首相が所属する「積極的なスロベニア」は2011年12月の総選挙で最大議席を獲得したが、その後の連立交渉に失敗し政権を発足することが出来なかった。その際、連立の誘いを断り、ヤンシャ前首相が率いる中道右派の「スロベニア民主党」主導の連立に加わったのが、現政権で与党の一角を占める中道政党の「市民

(図表2) スロベニアの議会勢力

政党名	略称	議席	ヤンシャ前政権	プラトゥシェク 現政権
積極的なスロベニア	PS	28		与党
スロベニア民主党	SDS	26	与党	
社会民主党	SD	10		与党
市民のリスト	LGV	8	与党	与党
スロベニア年金生活者民主党	DeSUS	6	与党	与党
スロベニア人民党	SLS	6	与党	
新しいスロベニア＝キリスト教人民党	NSi	4	与党	
無所属	—	2		
定数	—	90		

(注) 議席数は2011年12月の総選挙時点。

(出所) スロベニア議会資料より第一生命経済研究所が作成

のリスト」と「スロベニア年金生活者民主党」の2党だ。

連立内部から2015年の任期を待たずに早期の議会解散・総選挙を求める声が挙がっており、連立基盤は決して磐石ではない。政府は5月中旬に付加価値税率の引き上げなどの財政再建策と民営化計画を発表したが、公務員給与の削減や民営化の時期などで踏み込み不足が目立つとの指摘が多い。スロベニアの危機はまだ去った訳ではない。

■ 5. 支援開始もキプロスを待ち構える困難

支援開始でキプロス発の混乱はひとまず遠退いたように見えるが、危機の火種は今も燃り続けている。政府が一部預金の強制徴収や厳しい緊縮要求を受け入れたことで、国民の抗議行動や政府への不満は今後もエスカレートする恐れがある。緊縮強化、銀行のリスト

ラ加速、資本規制の導入、一連の経済混乱を受けて、キプロスの経済状況は今後一段と悪化することが避けられない。景気の下振れで政府債務の削減が計画通りに進まなければ、ギリシャ同様に、追加の緊縮策を要求される可能性もある。

キプロスもまた、現政権の政治基盤は決して磐石ではない。アナスタシアディス大統領が率いる「民主運動党 (DISY)」は、連立を組む「民主党 (DIKO)」と「欧州党 (Evroko)」と合わせて議会の過半数をどうにか確保している状況だ (図表3)。4月末に行われた支援条件の受け入れの是非を巡る議会採決では、欧州党の1議員が反対に回り、僅か2票差での可決を余儀なくされた。

一部の世論調査では、キプロス国民の7割近くが、「ユーロを離脱し、ロシアとの関係を強化すべき」と回答している。野党勢もユーロ離脱を唱えており、今後、政治的な緊張の高まりで議会運営が行き詰まれば、ユーロ離

(図表3) キプロスの議会勢力

	所属政党	議席
与党 (30)	民主運動党 (DISY)	20
	民主党 (DIKO)	8
	欧州党 (Evroko)	2
野党 (26)	労働人民進歩党 (AKEL)	19
	社会民主運動 (EDEK)	5
	緑の党	1
	無所属	1
定数		56

※支援条件の採決 (4/30実施)

賛成	反対
20	
8	
1	1
	19
	5
	1
	1
29	27

(出所) キプロス議会資料より第一生命経済研究所が作成

脱危機が再浮上するリスクは消えていない。

長期的な経済成長への影響も懸念される。キプロスの主要産業は、観光業、海運業、金融業とその周辺専門サービス業（弁護士や会計士など）だ。一連の銀行危機でGDPの7倍に達する銀行部門の規模縮小は不可欠なうえ（救済の合意文書では2018年までに銀行部門の規模をEU平均に縮小することが求められている）、高額預金への課税を強行したことでキプロスがこれまで築き上げてきたオフショア市場としての魅力が失われる恐れがある。

キプロスはかつて英国の統治下にあった経緯もありビジネスでの英語利用が活発で、教育水準も高いことで知られている。同じく金融危機に陥り、被支援国の中でいち早く支援脱却を目指すアイルランドとの共通点も多い。だが、金融業以外にも製造業部門で国際的な競争力を有する産業を抱えているアイルランドと比べて、キプロスの輸出品目は限られている。収益源として期待される天然ガス資源も事業化の行方は未知数だ。金融部門偏重の産業構造から脱する展望は開けない。

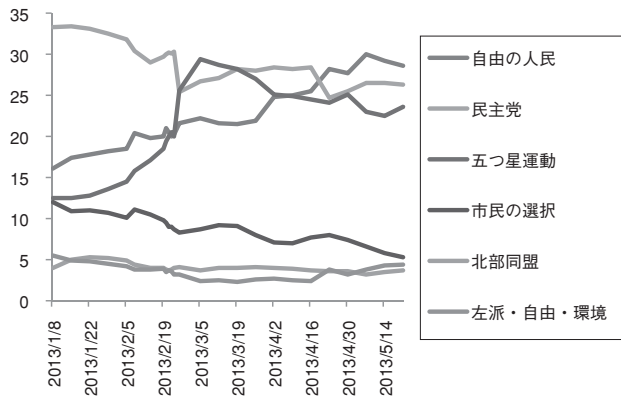
6. イタリアで再選挙のリスクは遠退いたか？

総選挙から2ヶ月余りの政治空白を経て、大連立内閣の発足に漕ぎ着けたイタリアは、ひとまず政治的な安定を取り戻した。新政権は再選挙を実施するまでの限定的な役割を担う暫定政権や、党派的な利害に左右されないテクノクラート（実務家）政権という位置づけではない。

首相の任期に特段の定めはないが、議院内閣制を採るイタリアでは、内閣は議会の信任が得られない限り、存続が難しい。レッタ首相は財政再建の継続の必要性を認めながらも、行き過ぎた緊縮路線を改め、景気に配慮した現実的な政策姿勢に舵を切る方針を明らかにしている。景気浮揚、雇用創出、行政・政治改革、選挙制度改革、政治の信頼回復などを優先課題に掲げ、18ヶ月後に改革の進捗を検証することを公約した。

レッタ首相はカトリック系政党（キリスト

(図表4) イタリアの政党別支持率調査 (%)



(出所) Ipsos資料より第一生命経済研究所が作成

教民主) の出身で民主党内では中道寄りの穏健派に属する。連立を組む自由の人民とのパイも強く、ベルサニ前体制で副書記長(副党首)を務め、党執行部にも顔が利く。過去に欧州議会議員を務め、親EU派としても知られている。内閣の布陣も、非政治家が閣僚に就いたモンティ前政権とは異なり、連立に参加する3政党の政治家がバランスよく配置され、より政治的なコミットメントが強い政権と言えそうだ。

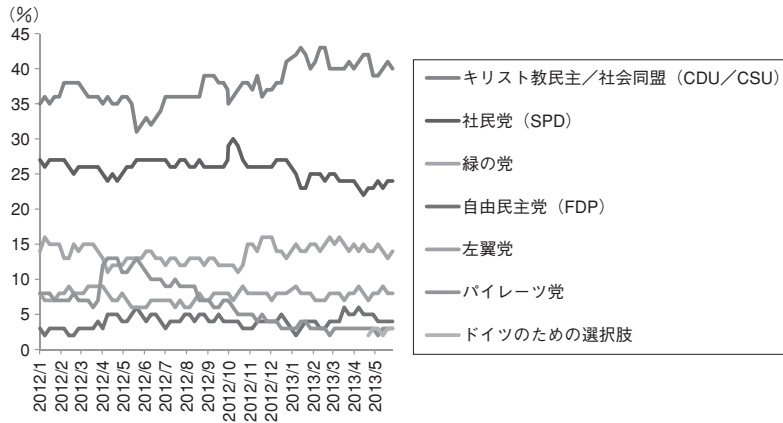
だが、新政権を支えるのは、議会の任期切れを前に分裂・崩壊したモンティ前政権と同じ顔ぶれだ。民主党と自由の人民との長年の確執や政策面での食い違いを考えれば、長期の安定政権となるかは予断を許さない。1946年に立憲君主制から共和制に移行した以降、イタリアでは61の内閣が政権を担ってきた。内閣の平均在任期間は399日で、約半数の内閣が1年未満で交代している。

総選挙後の世論調査では、自由の人民の支持率が民主党を逆転しており、今後、政策面での食い違いなどを理由に、自由の人民が再選挙に乗り出す恐れもある(図表4)。ただ、ナポリターノ大統領は続投を受け入れるに当たり、主要政党が政権発足で協力しなければ辞任する意向を伝えている。ようやく取り戻した政治的な安定を覆す行動にできれば、有権者の反感を買う恐れがある。党を率いるベルスコニ前首相が裁判の係争中で、身動きが取れないこともあり、早期の解散・総選挙に打って出る可能性は低いと考えている。

7. 選挙後にドイツの統合強化への漸進主義に変化は?

9月22日に予定されるドイツの連邦議会選挙も市場参加者の関心を集めている。各種の世論調査では、メルケル首相が率いるキリス

(図表5) ドイツの政党支持率の推移



(出所) Forsa資料より第一生命経済研究所が作成

ト教民主同盟 (CDU) と姉妹政党のキリスト教社会同盟 (CSU) がリードを保っているが、単独での過半数獲得は難しいとの見方が多い (図表5)。連立を組む自由民主党 (FDP) の支持率が低迷していることもあり、選挙後の政権の枠組みには不透明感が漂う。3月に新たに旗揚げされた反ユーロ政党「ドイツのための選択肢」がどこまで票を伸ばすかも注目を集める。選挙戦が近づくにつれ、債務危機対応や統合強化への取り組みが停滞すると懸念も広がっている。

選挙結果の行方を不透明にしているのが、複雑な選挙制度だ。ドイツの議会選挙は、候補者個人に投票する小選挙区制と、政党に投票し、州名簿 (政党が州毎に候補者の順位を決定し提出する名簿) に基づき選出される比例代表制を組み合わせたものだ (小選挙区・比例代表併用制)。定数598の半数は小選挙区から、残りの半分は比例代表に基づき選出さ

れる。

比例部分については、全国レベルで有効な5%以上の比例票と、小選挙区で3議席以上を獲得した政党でなければ、議席配分を受けることができないとの「阻止条項」がある。メルケル首相の連立パートナーであるFDPの支持率は現在4%程度で低迷しており、議席を確保できない恐れがある。

加えて、新たな選挙制度も票読みを難しくしている。連邦憲法裁判所は2008年と2012年に、従来の選挙制度が「負の投票価値」をもたらすとして違憲判決を下した。今回の選挙は、改正された選挙制度の下で行われる初めてのものだ。支持率調査が実際の投票結果にどのように現れるかは不透明な点も多い。

従来の制度では、①全国単位で集計した政党別の比例票に基づき各政党に配分される議席が決定され、②各党に配分された議席を、当該政党が州毎に獲得した比例票に基づき各

州に配分する、③州別の配分議席から、州内の小選挙区での当選者を除く議席を、名簿順位に基づいて割り当てていた。

したがって、ある党の小選挙区での当選者数が、比例票に基づいて配分された議席数を上回る場合、議員数が定数を超える「超過議席」が発生する。実際、前回2009年の議会選挙では、定数598に対し622の議員が選出された。

この超過議席は連邦選挙法で認められたもので、それ自体が違憲ではない。だが、獲得する比例票が増加すると却ってその政党の議席数が減少し、逆に獲得票が減少すると議席数が増える事態（負の投票価値）が生じることがあり、基本法が保証する選挙の平等に反するとし、憲法裁判所は違憲判決を下した。

新たな選挙制度では、①まず598の議席を各州の総投票数に基づき16の州に比例配分する、②その議席を各州の比例票に基づき各政党に配分する、③小選挙区での当選者を除く残りの議席を、党名簿に基づき選出する、④この際、ある政党で超過議席が発生した場合、それに応じて他党の議席を比例的に増やす形で調整を行う（調整議席）。

小選挙区で勝利する政党は大政党が多く、小政党はこれまで超過議席を獲得することが難しかった。今回の改正で、超過議席に応じて他党の議席を調整することになり、小政党に有利に働くとの見方が一般的だ。

選挙後に予想される連立の組み合わせは、①現政権と同様に、CDU/CSU、FDPによる連立継続、②CDU/CSU、社会民主党（SPD）

による大連立の復活、③SPDと緑の党の現野党勢力による政権奪取などが考えられよう。メルケル首相はひとまず①を最優先の組み合わせに掲げ、野党勢は③の政権奪取を目指しているが、FDPの支持率低迷により、②の蓋然性が高まっている。

欧州の統合強化に向けた政策姿勢に関しては、①の場合、現在の漸進的なアプローチが継続する、②の場合、連邦議会（上院）と連邦参議院（下院）のねじれが解消され、条約改正を伴う統合プロセスで議会の支持が得られやすくなる、③の場合、債務共有化に前向きな2党が手を組むことで、統合プロセスに弾みがつく、ことが考えられる。

ただ、ドイツ国民の多くは、危機国の財政再建や構造調整などの体質強化が先決とし、欧州共同債や銀行同盟などでの拙速な統合強化を望んでいない。さらなる統合強化には、憲法改正や条約改正が必要との見方が一般的で、法制度上の制約もある。政権の組み合わせの如何を問わず、統合プロセスが一気に加速することはないだろう。

■ 8. 市場安定化の影に潜む政治リスク

このように、市場の不安後退を他所に、欧州危機の火種はそこそこで燻り続けている。銀行の不良債権と深刻な景気悪化に苦しむスロベニアは次に救済が必要になるとの噂が絶えない。キプロスではユーロ離脱のリスクが

残っている。市場の緊張緩和もあり、銀行同盟など統合強化に向けた議論はこのところ停滞している。財政引き締め痛みと景気停滞の長期化が、各国で政治的な緊張を高めている。ギリシャで極左や極右政党が支持を拡大しているほか、先のイタリアの総選挙でコメディアンが旗揚げしたポピュリズム政党が大きく議席を伸ばした。秋にはドイツの連邦議会選挙も控えている。

今のユーロ危機を取り巻く環境を喩えれば、薄い氷が張った湖面を恐る恐る歩いているようなものだ。市場環境が上向いている間は氷が厚くなり、問題が覆い隠されているが、市場環境が悪化に転じれば、氷が融け始め、次第にヒビが目立ち始める。世界的なリスク選好の復活で市場の警戒が和らいでいるが、市場安定化の影に潜む欧州の政治リスクには今後も注意する必要がある。



〔参考文献〕

- ・山口和人「ドイツの選挙制度改革—小選挙区比例代表併用制のゆくえ—」『レファレンス』737号、2012年6月、pp29-50