情報提供資料

2017 年 3 月 9 日
三井住友アセットマネジメント
シニアエコノミスト　西垣　秀樹

エコノミスト便り（ロンドン）

【欧州経済】ユーロ離脱のリスクは高いのか

～ユーロの支持率は上昇傾向、ユーロ離脱のリスクはかなり低いと見込まれる～

- 3 月以降、欧州の各地で重要な選挙が実施される。最近の欧州主要国ではポピュリズムの動きが活発化しており、選挙の結果、反 EU 政権が誕生するのではないかという見方がある。
- 2 月下旬から 3 月初めにかけてフランクフルト、ローマ、ロンドンで取材したところ、反 EU 政権の誕生はリスクではあるものの、メインのシナリオとして予想している専門家はいなかった。反 EU 政権の誕生によるユーロの離脱リスクは過度に懸念されるという印象だ。
- 反 EU 政権の誕生が難しい背景の一つにはユーロに対する国民の支持が高まっていることがある。ユーロバロメーター（EU の世論調査）によると 2013 年をボトムにユーロの支持が高まっているが、その背景としては、ユーロ圏の財政政策や金融政策のスタンスが景気を下支えする方向に作用するなかで、経済活動が安定するようになったことがあるとみられる。米国や英国などアングロサクソンの人々の間ではユーロ批判が根強いが、ユーロ圏内ではユーロに対する評価が高まっている点を軽視すべきではない。ユーロを離脱する国が出てくる可能性はかなり小さいだろう。

相次ぐ選挙

欧州では今後オランダ、フランス、ドイツ、イタリアなどユーロ圏の主要国で重要な選挙が予定されている（図表 1）。最近では各地で反 EU（反ユーロ）のポピュリストの政党が躍進しており、選挙の結果、反 EU 政権が誕生すれば、最終的にはユーロ離脱に向かい、金融市場が大きく混乱するとの懸念がある。仮にユーロ圏加盟国がユーロを離脱して独自の自国通貨を導入すると、ユーロ建て（外貨建て）債務の負担の上昇などによって企業や銀行、政府の信用リスクが大きく上昇し、欧州で新たな金融危機が発生する可能性が考えられるからである。

ここでは、2 月下旬から 3 月初めにかけてフランクフルト、ローマ、ロンドンで取材した内容も踏まえつつ、オランダ、フランス、ドイツ、イタリアの選挙の注目点を整理しながら、ユーロ離脱のリスクについて検討する。

（図表1）

欧州で予定されている主な選挙

年	月	日	国	イベント
2017	3	15	オランダ	下院選挙
2017	4	23	フランス	大統領選挙(第1回)
2017	5	7	フランス	大統領選挙(第2回、決選投票)
2017	6	11	フランス	国民議会選挙（第１回）
2017	6	18	フランス	国民議会選挙（第２回、決選投票）
2017	9	24	ドイツ	連邦議会選挙
時期は未定			イタリア	下院選挙は2018年初めまでに実施。2017年秋頃に前倒しの可能性

（出所）各種報道内容を基に三井住友アセットマネジメント作成

オランダ～反 EU 政党が第 1 党になっても政権発足は困難

まず、オランダでは 3 月 15 日に下院選挙が予定されている。下院の選挙制度は完全比例代表制（議席総数は 150）であるが、現在の世論調査の動向からみると、選挙では極右で反 EU、反イスラムの自由党（PVV）が第 1 党になる可能性が十分にある（図表 2）。ただし、自由党が獲得すると予想される議席数は 150 総議席中の 30 議席（全体の 20%）程度にとどまる見込みであり、自由党が第 1 党になっても他の政党は自由党との連立に否定的なスタンスを示している。このため、最終的には自由党の政権が発足する可能性は小さい。選挙後は連立交渉に時間がかかるとみられるが、行政サービスの機能が低下したり国民生活に深刻な悪影響が出るわけではないという声も聞かれる。また仮に反 EU 政権が誕生しても EU 国民投票を実施するためには憲法改正が必要であり、そのための議会の承認を得ることは非常に難しいと思われる。

経済の面をみると与党の自由民主国民党や労働党にとって現在が必ずしも不利な状況とはいえない。オランダの実質 GDP 成長率は 15 年 2.0%、16 年 2.1%と高い成長率を記録した。失業率は 15 年初めの 7.2%から 17 年 1 月には 5.3%まで低下した。特に財政収支の改善が顕著であり、オランダ国債のリスクスプレッドが大きく上昇する可能性は小さいとみられる。

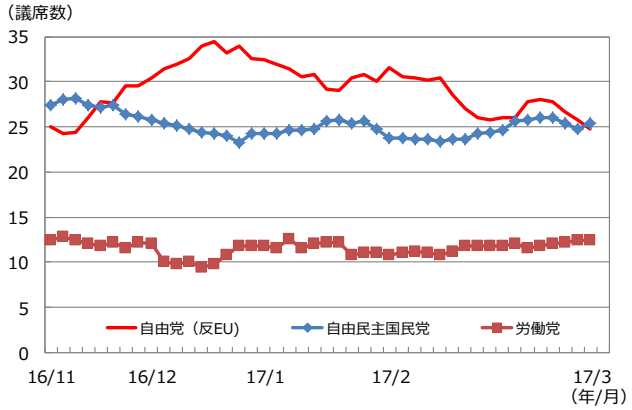
フランス～決選投票でルペンが勝利する可能性は小さい

次に、フランスでは 4 月 23 日（第 1 回目）と 5 月 7 日（第 2 回目、決選投票）の大統領選挙が予定されている。注目点は、反 EU で保護主義的な政策を掲げるルペン（国民戦線）が大統領選挙の決選投票で勝利しないかどうかである。仮にルペンが勝利すればEUと交渉を行い、EU国民投票を実施する見込みである。ルペンが決選投票で勝利すれば、少なくとも一時的には資産価格の下落が予想される。

しかし決選投票に関する世論調査をみると、ルペンはフィヨンやマクロンの支持率を下回っており、両者の間の支持率にかなりの乖離がある（図表 3）。サッチャー的な改革を唱えるフィヨン（中道右派の共和党）や法人税減税などを掲げるマクロン（中道派の独立系）が大統領になれば、ユーロ離脱リスクの

（図表2）

オランダの下院選挙、議席数の見通し

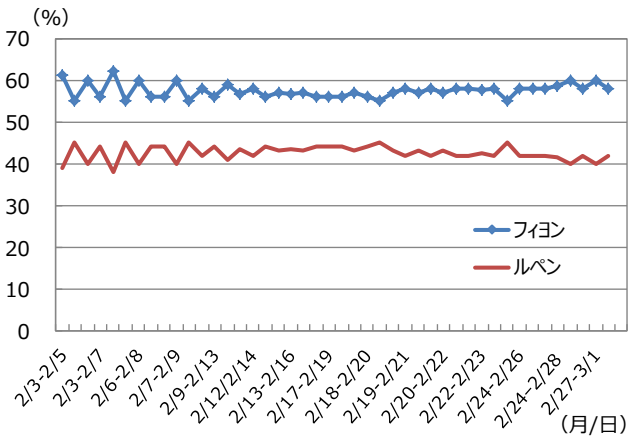


（注）各世論調査の5回分の移動平均。
（出所）Wikipediaのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

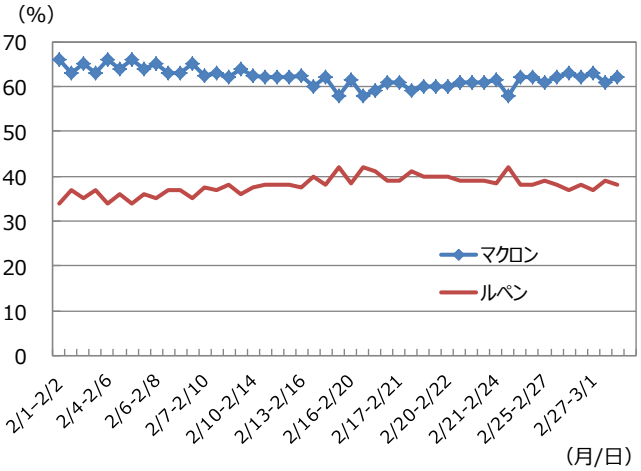
（図表3）

フランス大統領選挙（決選投票）の見通し
支持率

フィヨン対ルペンのケース



マクロン対ルペンのケース



（注）データ期間は2017年2月1日～2017年3月2日の調査期間。
（出所）各種世論調査を基に三井住友アセットマネジメント作成

後退や経済改革への期待などから金融市場が好転するといった見方もある。
また仮にルペンが大統領になったとしても、国民投票の実施にはフランスの国民議会の承認を得る必要がある。しかし、6 月の国民議会選挙で国民戦線の議席が過半数を獲得する可能性はほとんどないとみられることから、フランスが EU やユーロから離脱する可能性は依然として小さいとみられる。

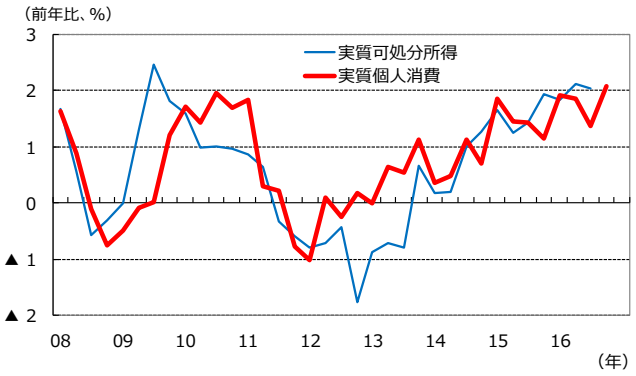
経済の面をみると、フランスの景気も循環的に拡大している。実質 GDP 成長率は 15 年、16 年ともに 1 %を上回る水準となった。家計の可処分所得や消費支出も増加傾向で推移している（図表 4）。

ドイツ～極右政党は伸び悩み、大連立が継続する可能性

次にドイツについては、9 月下旬に連邦議会選挙が予定されている。注目点の一つは、反 EU の AfD（ドイツのための選択肢）がどこまで躍進するかであるが、世論調査をみると、15 年以降、難民の増加を背景に勢力を増してきた反 EU の AfD の支持率はここに来て 10%台前半で伸び悩んでおり、AfD が新政権に参加する可能性はほとんどないと考えられる。足元では社会民主党（SPD）の支持率が CDU/CSU を上回って伸びている（図表 5）が、この背景には前欧州議会の議長であるシュルツ氏（首相候補）への期待が大きいためである。CDU/CSU の伸び悩みはメルケル首相が難民問題への対応で人気を落としたことが影響していよう。
仮にシュルツ氏が首相になれば、社会保障支出の増加や富裕層の増税等の所得再分配の強化が予想されるが、現地では選挙後も現状と同じように社会民主党と CDU/CSU の連立政権が続くとの見方が多く、経済政策が大きく変化する余地は小さいとみられる。

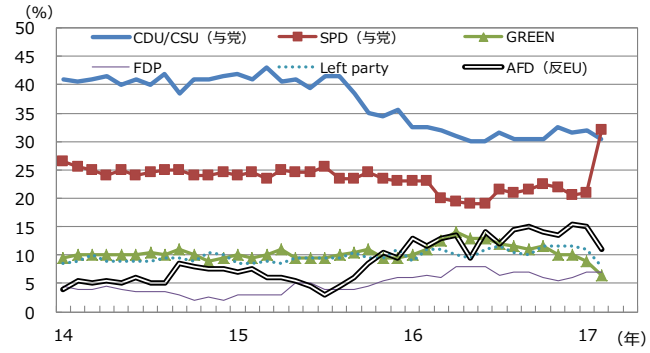
経済の面ではドイツの成長率は 15 年 1.7%、16 年 1.9%と加速している。失業率は改善が続き、17 年 1 月には 3.8%まで低下した。雇用、所得環境が良好な中で、個人消費は増加基調で推移している（図表 6）。

（図表4）
フランスの家計の可処分所得と消費支出の伸び



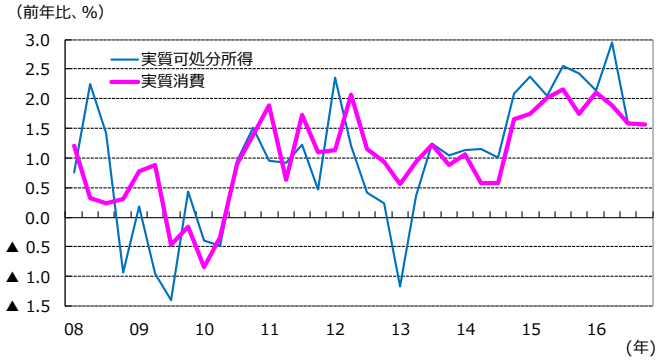
（注）データ期間は2008年第1四半期～2016年第4四半期。ただし可処分所得は2016年第3四半期まで。
（出所）Insee, Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

（図表5）
ドイツの連邦議会選挙の見通し（政党別の支持率）



（注）データ期間は2014年1月～2017年2月（月末）。
（出所）INSA/Yougovのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

（図表6）
ドイツの家計の可処分所得と消費支出の伸び



（注）データ期間は2008年第1四半期～2016年第4四半期。ただし可処分所得は2016年第3四半期まで。
（出所）ドイツ統計局, Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

イタリア～最も注意が必要だが法律面のハードルは高い

イタリアについては、18 年 2 月までに下院選挙が実施される予定である。昨年 12 月にレンツィ首相の辞任によって政治が混乱するなかで、五つ星運動などは早い段階での選挙実施を求めており、17 年秋頃の選挙の可能性も出ている。

イタリアで問題なのは、与党の支持率の低迷や景気回復ペースの鈍さである。世論調査をみると仮に今選挙を実施しても、与党の民主党(PD)が安定議席を確保する上で必要な 40%以上の得票率を確保することは難しい（図表 7）。さらに経済の面をみると、17 年も前年と同様に 1%程度の成長が予想されるものの、失業率が足元で上昇し、賃金の伸びも低迷している（図表 8）。

このため、反ユーロの機運が高まりやすい点に注意が必要だ。世論調査をみると、ユーロ離脱を志向する五つ星運動(M5S)や北部同盟(LN)の支持率はそれぞれ 30%、10%程度であり、今後の景気動向次第ではこれらの政党の支持率が上昇するリスクがある。しかしながら、イタリアについても仮に反 EU（ユーロ）政権が誕生しても、ＥＵ国民投票を実施するためには憲法改正が必要であり、両院の 3 分の 2 の承認を得なくてはならない。これはかなり高いハードルである。

ユーロ離脱につながる可能性は極めて低い

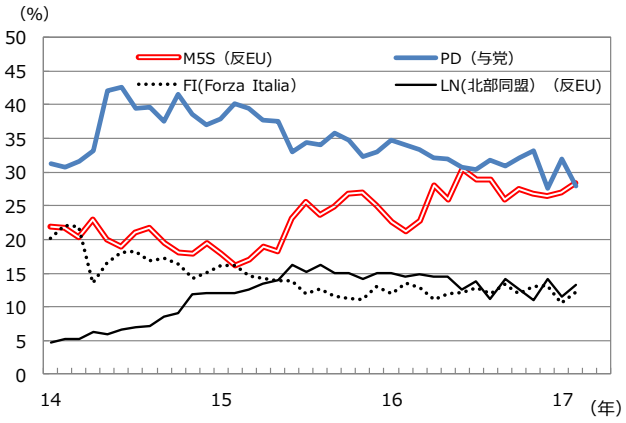
最近になって欧州で反 EU の動きが広がってきているのは、2015 年以降の難民問題や失業問題（国によっては失業率が依然として高い）、テロへの懸念が主因とみられる。一方で、EU そのものやユーロについて否定的な見方が強まっているとは必ずしも言えない点が注目される。

EU に対する支持は欧州委員会が発表しているユーロバロメーターでみると、確かに近年、伸び悩んでいる。しかし、多くの国では依然として EU を支持する人が支持しない人を上回っている。また EU 市民の間では EU 内の人の移動の自由のメリットが認識されており、外交や安全保障の面での EU の重要性が広く共有されていると考えられる。

特に重要なことはユーロ圏内でユーロに対する評価が足元で

（図表7）

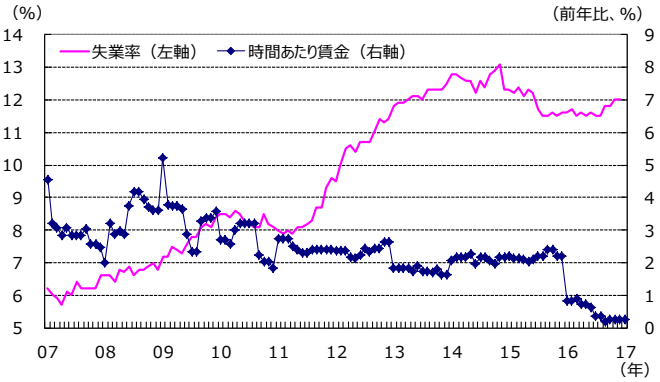
イタリアの下院選挙の見通し（政党別支持率）



（注）データ期間は2014年1月～2017年2月。月末値だが、2017年2月は24-26日ベース。
（出所）Wikipediaのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

（図表8）

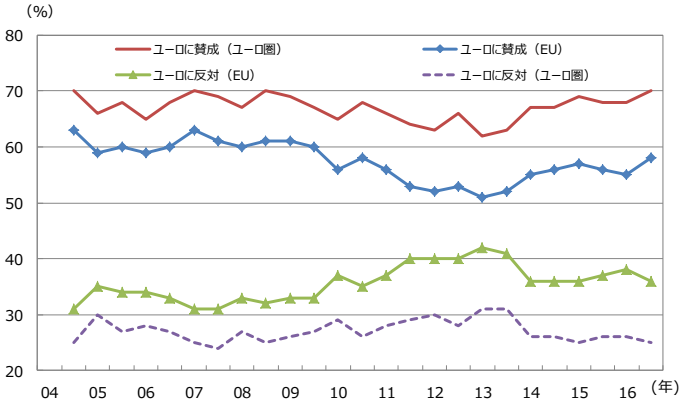
イタリアの失業率と賃金上昇率



（注）データ期間は2007年1月～2017年1月。
（出所）Istat,Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

（図表9）

EU、ユーロ圏諸国におけるユーロに対する評価（回答割合）



（注）データ期間は2004年11月～2016年11月。年2回の調査。
（出所）欧州委員会のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

上昇していることである（図表 9）。ユーロ圏内のユーロを支持するとの回答割合は 13 年 5 月には 62%まで低下していたが、16 年 11 月には 70%まで上昇した。ユーロを支持する見方は 13 年をボトムに高まっている。ユーロの支持率が上昇している理由としては、もともと金融危機の下でもユーロに対する支持はそれほど低下しなかったが、14 年以降は財政政策や金融政策のスタンスが景気を下支えする方向に作用するなかで、雇用環境の改善、物価の安定、家計や企業の借入コストの低下など、経済活動の安定が認識されるようになったためとみられる。

最近のユーロに対する評価を国別に詳しくみると、13 年から 16 年にかけて賛成の回答割合は主要国では景気が比較的良好なドイツやスペインで大きく上昇している（図表 10）。ユーロに賛成するとした回答割合はドイツが 81%、オランダが 77%、スペインが 71%、フランスが 68%と高い。景気回復が遅れたイタリアについては 53%と他国に比べて相対的に低い点に注意する必要があるが、ネット（賛成－反対）でみると依然としてユーロが支持されている。
なお財政危機時に EU から支援を受けたギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインにおける賛成の回答割合は危機が発生した頃に相当する 10 年 11 月よりも足元の 16 年 11 月の方が大きくなっている。これらの国では EU による金融支援を経て経済が安定したことで、ユーロ圏に加盟していることの便益がさらに認識された可能性がある。

ちなみに、欧州統合を深化させていくことに懐疑的だった英国はユーロに対する反対の回答割合が 7 割近くに及んでおり、ユーロ圏諸国とは対照的である。米国や英国などアングロサクソンの人々の間ではユーロに対する否定的な見方が依然として強い。しかしユーロ圏内の人々の間ではユーロに対する評価が高まっている点は無視できない。EU のユーロ化を嫌った英国民が EU 離脱を選択しても、ユーロ圏の人々が EU 離脱を選択することにはあまり合理性がなく、むしろユーロ離脱による金融の混乱など、大きなリスク・コストを伴う可能性が高い。英国の EU 離脱がユーロ圏諸国の EU（ユーロ）離脱に波及する

（図表10）
ユーロ圏諸国と英国におけるユーロに対する評価（回答割合）

（単位：%）

	ユーロに賛成の回答割合			ユーロに反対の回答割合			「賛成－反対」の回答割合		
	10年11月	13年11月	16年11月	10年11月	13年11月	16年11月	10年11月	13年11月	16年11月
ドイツ	67	71	81	28	26	15	39	45	66
フランス	69	63	68	26	32	28	43	31	40
イタリア	68	53	53	24	36	37	44	17	16
スペイン	62	56	71	31	37	25	31	19	46
オランダ	76	71	77	23	27	22	53	44	55
ベルギー	79	74	76	20	25	23	59	49	53
オーストリア	68	65	62	28	28	34	40	37	28
ポルトガル	56	50	74	32	42	23	24	8	51
アイルランド	80	70	85	13	20	10	67	50	75
ギリシャ	64	62	68	33	35	29	31	27	39
フィンランド	78	75	78	20	21	20	58	54	58
スロバキア	89	78	81	10	19	16	79	59	65
リトアニア	51	40	67	37	49	27	14	▲ 9	40
スロベニア	83	78	85	14	19	12	69	59	73
ルクセンブルク	86	79	87	12	20	11	74	59	76
ラトビア	52	53	78	42	40	17	10	13	61
エストニア	63	76	81	32	21	13	31	55	68
キプロス	63	44	52	35	52	43	28	▲ 8	9
マルタ	67	69	77	24	25	14	43	44	63
英国	17	19	23	75	74	67	▲ 58	▲ 55	▲ 44

（注）国別の調査結果は2010年11月以降、毎年5月と11月の２回分が発表される。
（出所）欧州委員会のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

効果はほとんどないといえるのではないか。
現在、欧州のいくつかの反 EU 政党は、EU に加盟していたり、ユーロを導入していることが現在の経済の低迷の原因であり、EU やユーロを離脱することで問題が解決するかのような議論を展開しているが、こうした議論には限界がある。ユーロの支持率の上昇は多くのユーロ圏の人々にとって反 EU 政党の主張を受け入れることが難しいことを示唆しているように思われる。

欧州の政治面での不確実性は続くものの、最終的にユーロを離脱する国が出てくる可能性はかなり小さいと考える。あえて言えば、ユーロ圏の主要国の中で失業率などのファンダメンタルズが悪く政治的にも混迷しているイタリアで反 EU 政権が成立し、EU 離脱に向けた手続きが進むリスクが警戒されるが、その場合でも EU 各国が移民・難民政策に一定の修正を加えたり、財政面での柔軟性を認めるなどの妥協を提案するなどしてイタリアを説得し、EU 分裂を回避する方向で努力が行われる可能性が高いだろう。実際、2 月下旬から 3 月初めにかけてのフランクフルト、ローマ、ロンドンでの取材でも、反 EU 政権の誕生をメインシナリオとして予想している専門家はいなかった。反 EU 政権の誕生によるユーロの離脱リスクは過度に懸念されるという印象だ。

以　上

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号
加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会