

2024年7月4日 全8頁

仏極右政権の財政政策リスクが EU に突きつける課題

フランス版トラスショックか、第2次ギリシャ債務危機の再来か？

金融調査部 主席研究員 菅野泰夫

[要約]

- 6月30日、フランス国民議会（下院）選挙の第1回投票が行われ、バルデラ党首率いる極右政党「国民連合」が首位となり、マクロン大統領率いる中道政党「再生」を中心とした与党連合は3位に沈んだ。7月7日の決選投票でも国民連合が勝利して議会での過半数を握れば、バルデラ党首の首相就任はほぼ確実となる。フランスは大統領の所属政党と下院の多数党が一致すれば大統領の権力は強化化するが、ねじれ（コアビタシオン）が生じた場合は下院の力が強くなる。
- 政権獲得が視野に入ったバルデラ党首は、金融市場の懸念緩和を狙い、財政拡張路線の現実的修正なども示唆しているが、具体的な財政計画が不透明なままであり、国民連合に対する金融市場の不信感は依然として根強い。与党連合のルメール財務相は、国民連合が議会選で勝利し公約を実施した場合、英国の「トラスショック」に類似した債務危機に陥る可能性があるかと警告した。大和総研の試算では、トラス前首相の減税案が実施されていれば英国の財政赤字額は6割以上増加していたと見込まれる。国民連合の公約実現時にフランスで予想される財政赤字拡大幅も、これとほぼ同程度である。
- 国民連合政権の誕生後、EUとの緊張関係が生じてフランス国債金利が急騰した場合、欧州中央銀行（ECB）は高債務国の国債を無限に買い入れるTPI発動を示唆しつつ国民連合政権に政策変更を迫る可能性がある。この状況は2015年の第2次ギリシャ債務危機を彷彿とさせるが、EU中核国であるフランスはギリシャと異なり、ECBやEUによる大幅な政策修正要求は往々にして難航し、第2次ギリシャ危機以上の金融市場の混乱の可能性も否定できない。

仏国民議会選の第1回投票で国民連合が首位に

6月30日、フランス国民議会（下院）選挙の第1回投票が行われ、大幅な財政支出拡大を公約に掲げるバルデラ党首率いる極右政党「国民連合」が得票率で首位となり、マクロン大統領率いる中道政党「再生」を中心とした与党連合は3位に沈んだ。さらに極左政党「不服従のフランス」を含む左派連合「新人民戦線（NPF：New Popular Front）」も健闘し、第2位に躍進している。各選挙区において、第1回投票で過半数の得票を獲得した候補者がいない場合、7月7日に決選投票が行われ、1回目の投票の上位2名と、12.5%以上の得票率を得た候補者を対象に再投票が行われる。決選投票では、最多得票を獲得した候補者が国民議会議員の議席を獲得することとなる。

仮に今回の国民議会選挙でマクロン大統領の支持政党が与党の座を失っても、大統領は2027年までの任期と首相任命権を維持する。しかし、極右や極左が主導権を握る下院の影響力は無視できず、政権運営に大きな影響を与える可能性がある。フランスは半大統領制を採用しており、議院内閣制と大統領制の中間的な政治制度である。大統領の所属政党と下院の多数党が一致すれば大統領の権力は強大化するが、ねじれ（コアビタシオン）が生じた場合は議院内閣制の性質が強まる。これは国民議会が内閣不信任権を有するため、大統領支持政党から首相を任命しても直ちに不信任決議にさらされる可能性があるためである。そのため7月7日の決選投票で国民連合が勝利し、（ハングパーラメント¹であっても）議会第1党となれば、マクロン大統領の国内政策実行に支障が生じる恐れがある。また現行規定により、マクロン大統領は議会解散後1年間、新たに解散して議会選挙を要求できない。国民連合もしくは左派連合の首相が誕生しても、大統領は辞任を否定しているため、政治的膠着状態の長期化が予想される。この状況下で、フランスの政治情勢は一層複雑化し、先行きの不透明感が増している。

致命的となった年金問題

マクロン大統領率いる与党連合の支持率が低迷した最大の要因は、2023年9月の公的年金の受給開始年齢を引き上げる年金改革法を強行可決したことにある。この法律の主要な改正点は、2030年までに公的年金の受給資格を得る退職年齢を62歳から64歳に引き上げることであった。法案成立の過程で、マクロン大統領は憲法第49条3項²を適用させ、議会での採決を回避して改革を強行可決した。この手法は民主主義のプロセスを回避したとして国民の強い反発を招き、今回の選挙結果に多大な影響を与えた。マクロン政権は年金制度が財政面から持続するために

¹ 議会選挙の結果、どの政党も単独で過半数の議席を獲得できない状態を指す。この場合、複数の政党が連立を組むか、少数与党政権を形成することになる。政策決定が難しくなり、政治的な停滞や不安定さをもたらす可能性がある。

² 憲法第49条3項は、政府が議会の投票を経ずに法案を可決できる特別な権限を規定している。2008年の改正で適用範囲が制限され、1会期中に1回のみ使用可能（予算関連法案を除く）となった。首相が閣議の承認を得た後、国民議会で発動を宣言し、24時間以内に不信任動議が提出されなければ、法案は自動的に可決される。この条項は政府の最後の手段として認識され、使用には政治的リスクが伴う。世論からは「民主主義の否定」として批判されることが多い。

は不可欠だったと主張するが、国民の約 3 分の 2 が反対し、大規模な抗議活動やストライキが続いていた。対して国民連合は、減税と保護主義を組み合わせた政策を掲げて選挙活動を展開し、年金改革撤回も公約に掲げている。同党は当初から退職年齢の 64 歳引き上げに反対し、2023 年 5 月の年金法案強行採択後には退職年齢を 62 歳に戻す法案を国民議会に提出するほど強硬な姿勢を示した。

図表 1 国民連合の公約（左）とフランス公的年金の対 GDP 比較（2021 年時点、右）



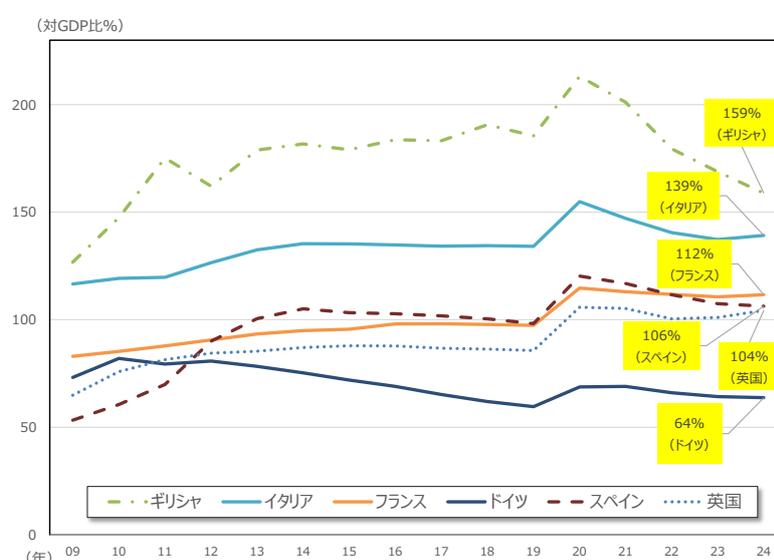
（出所）OECD（経済協力開発機構）、国民連合公約より大和総研作成

しかし、マクロン大統領がこの強硬手段を選んだ理由は、財政的に改革実施が不可欠と判断したためとされる。フランスの公的年金支出は対 GDP 比 14.5%に相当し、欧州連合（EU）内で 3 番目に高く、OECD 平均の 7.7%を大きく上回る（2021 年時点）。OECD（経済協力開発機構）が 2023 年に実施した調査結果（Pensions at a Glance）によれば、フランスの公的年金制度は比較的寛大な受給水準にあり、退職前所得の平均約 72%を年金として受け取っている。これは英国の約 54%や OECD 加盟国の平均である約 61%を大きく上回っているが、フランス国民の多くが私的年金を持たず公的年金に主に依存している事情を反映していると考えられる。他方、英国など他の欧州諸国では私的年金が広く普及している（公的年金の支給開始年齢はフランスと比べて高い）。このような状況の中、フランスでの公的年金の受給開始年齢引き上げは、他の欧州諸国以上に国民の反対が強く、深刻な社会問題となっている。

政権獲得が視野に入ったバルデラ党首は、6 月 11 日にいったん EU の財政ルールを尊重し年金改革撤回を優先しない姿勢を示したが、6 月 18 日にはこの方針を再び転換して 2024 年 9 月に撤回法案提出を表明するなど、支持基盤維持のジレンマから一貫性を欠く対応が目立つ。市場の懸念緩和を狙い、財政拡張路線の現実的修正なども示唆しているが、具体的な財政計画が不透明なままであり、国民連合に対する金融市場の不信感は依然として根強いままである。

なお、6月19日に欧州委員会はフランスを含む7つのEU加盟国に対し、過剰な財政赤字を是正する手続き（EDP）の開始を公表した³。今回のフランスへの勧告は予想されていたが、国民連合の公約実現による財政悪化懸念とユーロ圏で3番目に高い公的債務残高比率が、同国の財政不安を高めた要因となっている。EUは2023年に財政規律ルールを緩和したが⁴、国民連合の公約ではこの緩和規定すらクリアが困難となる見込みだ。国民連合がEUの財政規律ルールより公約を優先すれば事実上のEU離脱宣言（事実上のフレクジット宣言）となりかねず、EDPへの対応が同党のEU政策の試金石として注目されている。

図表2 欧州各国の公的債務残高対GDP比



（出所）IMF（国際通貨基金）より大和総研作成（数値は2024年の推計値）

「トラスショック」との類似性

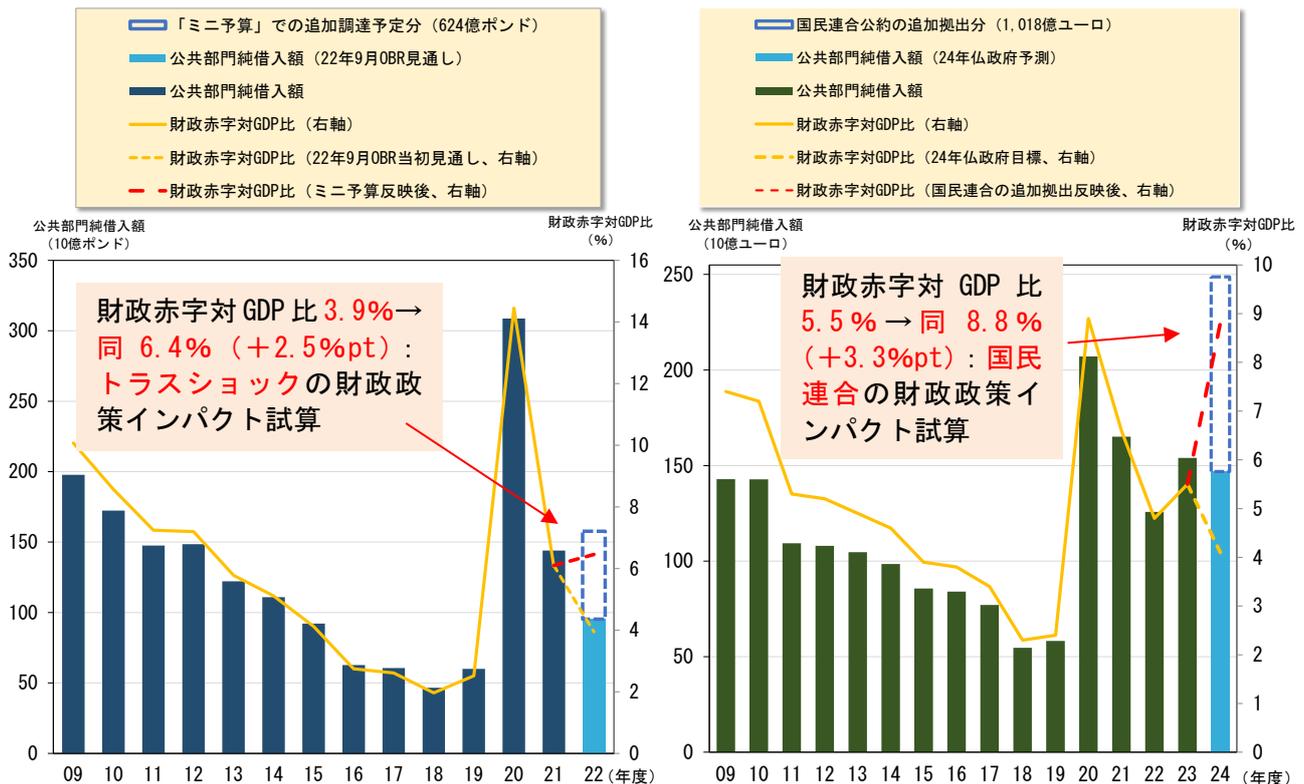
国民連合が政権を掌握して公約通りの財政政策を実施すれば、EUの財政規律に関するルールから逸脱してしまう。足元のフランスの財政状況は厳しい。フランス国立統計経済研究所（INSEE）が2024年3月に発表した2023年の財政赤字の対GDP比は5.5%と2022年の同4.8%から悪化し、政府目標の同4.9%を大幅に上回った。フランス政府は100億ユーロの追加歳出削減を行う意向をすでに表明し、今年の財政赤字目標を同4.1%として、さらなる歳出削減に取り組むとしている。しかし、国民連合や左派連合が掲げる高コストの公約が実施された場合、

³ 対象国はフランス、イタリア、ベルギー、ハンガリー、ポーランド、スロバキア、マルタ。1997年に安定成長協定（SGP）の枠組みが導入され、各国の構造的財政収支の中期目標（MTO）から著しく逸脱した場合、EUは過剰財政赤字手続き（EDP）を取り、財政赤字改善策を履行させる義務がある。

⁴ 公的債務残高が対GDP比60%を超えた部分を毎年GDP比の20分の1ずつ削減するEU加盟国の財政規律は、多くの国にとって非現実的な目標であると批判されていた。2025年から適用される新ルールではGDP比債務削減率が緩和された。公的債務残高が対GDP比90%を超える加盟国には債務残高の年間1%、同60%～90%の加盟国には年間0.5%削減を求められることになった。これにより、従来GDP比4%相当の債務削減を求められていたイタリアなどの国にとっては、財政規律が大幅に緩和されることになる。

この目標達成が可能かは未知数である。仏モンテニュー研究所が公約にかかる費用を分析した結果（ルペンの公約プログラム）によると、国民連合が掲げる年金改革撤回、30歳未満の所得税廃止、エネルギー・ガソリン・生活必需品等への付加価値税引き下げなどの政策費用を約1,000億ユーロと試算している。仮にこの費用を2024年に負担すると、財政赤字の対GDP比は8.8%まで上昇し、2023年の同5.5%から3.3%pt上昇すると試算される（大和総研試算）。

図表3 トラスショックと国民連合の選挙公約財政への影響試算（左：英国、右：フランス）



(注) 英予算責任局と仏モンテニュー研究所のデータを基に大和総研が試算

(出所) 仏中央銀行、仏政府、仏モンテニュー研究所、仏国立統計経済研究所 (INSEE)、英予算責任局、英財務省より大和総研作成

このような状況下で、与党連合のルメール財務相は、国民連合が議会選で勝利し公約を実施した場合、英国の「トラスショック」に類似した債務危機に陥る可能性がある」と警告した。トラスショックとは、2022年9月にトラス英首相（当時）が発表した大型減税策が英国金融市場を大きく揺るがした事象を指す。「ミニ予算」と称された成長計画の核心は、経済成長促進を目的とした大規模減税策であり、その主な内容は所得税基礎税率の引き下げ、最高税率の引き下げ、住宅購入時の印紙税軽減、そして予定されていた法人税率引き上げの凍結などであった。この減税案は、1980年代初めのサッチャー政権が減税による経済成長を目指した時よりも大規模で、1972年以來半世紀ぶりの大型減税となるはずであった。しかし、「ミニ予算」の財源の大半が予定になかった国債発行による借り入れであったため、10年指標金利が1週間で1%pt近く急騰するなど金融市場は大きなショックを受けた。英財務省は減税案に対応するため、急

遽、英債務管理局に資金調達を指示するなど、場当たりの対応に追われる事態となった。これにより英国の財政政策への信頼が失墜し、政府借入コスト上昇への懸念が広がったことで連鎖的な国債売りを引き起こし、全面的なポンド下落というリスクが生じた。最終的にトラス首相は減税案撤回後に辞任したが、仮に国債発行で資金調達していれば英国の財政赤字は GDP 比 3.9%から 6.4%へと 2.5%pt 上昇したと試算される。大和総研の試算ではトラス首相の減税案が実施されていれば英国の財政赤字額は 6 割以上増加し、国民連合の公約実現時にフランスで予想される財政赤字拡大幅とほぼ同程度となった。両国の財政悪化幅の酷似から、国民連合が政権を獲得し具体的な公約を発表した場合、トラスショックに匹敵する金融市場の混乱が起こる可能性が懸念されている。

「第 2 次ギリシャ債務危機」との類似性

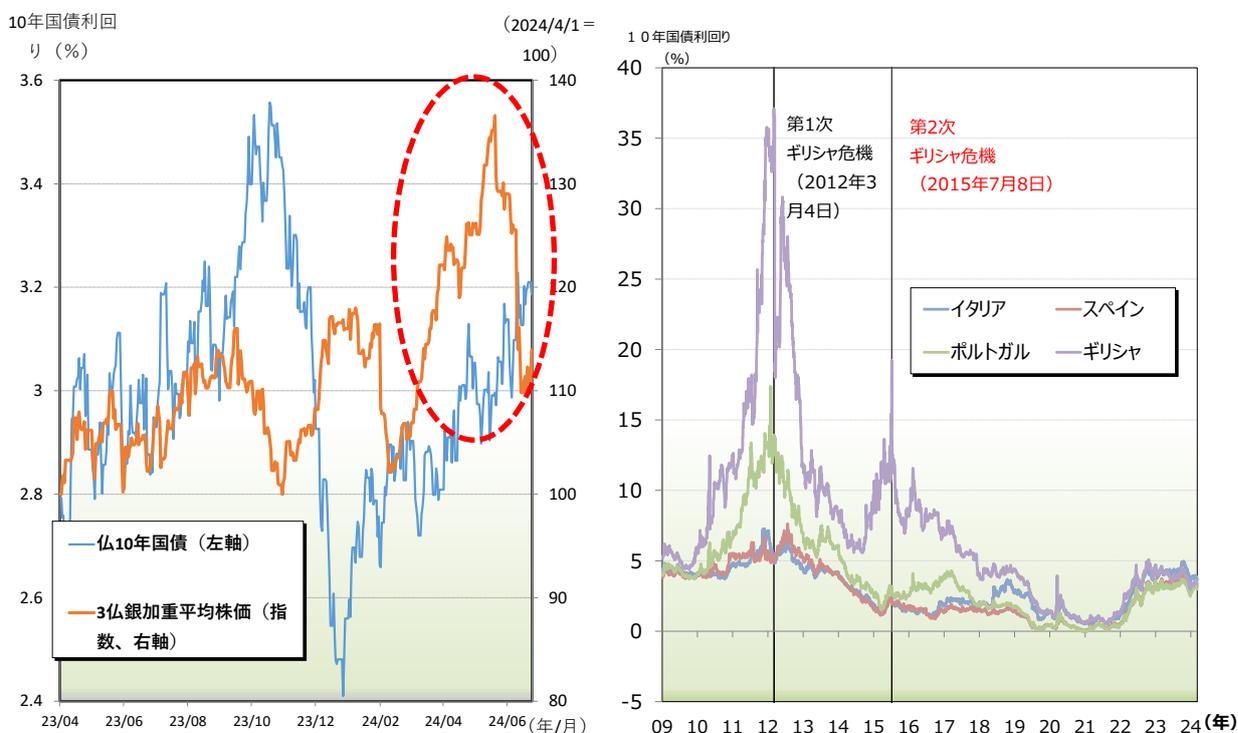
国民連合は EU 離脱を明示的に掲げていないもののフランスと EU との距離拡大は確実であり、資本市場同盟や銀行同盟などの金融市場に関連する EU 統一政策なども後退すると予想される。またフランスの銀行が懸念しているのは、銀行税の再導入などである。ポピュリズム政権が財政不安を払拭すべく富裕税を導入したり金融機関に課税したりするのはよくある手法で、実際、イタリアの極右メローニ政権も、2022 年 10 月の政権発足と同時に銀行への臨時課税を発表した例もある。これらの懸念から、仏解散総選挙の突然の発表以降、国民連合が政権与党となる可能性の高まりを受けて仏銀行株が急落するなど、市場は大きく動揺している。6 月 24 日、ECB 理事会メンバーで仏中央銀行総裁のビルロワドガロー氏は、パリで開かれたフランス健全性監督破綻処理機構の会議で仏議会選後の政治的不安定による金融市場の混乱がフランスの銀行システムに与える影響は限定的で、フランスの金融セクターの強靱性を強調した。このタイミングでの発言は、市場参加者や投資家に対し、フランスの金融システムの安定性を再確認させる意図があったと考えられる。しかし、こうした発言が必要となった事実自体が、フランスの金融セクターの潜在的脆弱性を示唆しているという見方もできる。

ところで、欧州中央銀行 (ECB) は 2022 年 7 月、南欧諸国等での債務危機再燃と金利急騰による信用不安を防ぐため、新たな政策手段を導入している。これは伝達保護措置 (TPI: Transmission Protection Instrument) と呼ばれ、ユーロ圏内の高債務国の国債利回りが許容水準を超えて上昇した場合、ECB が当該国債を無制限に買い入れるプログラムである。これは 2012 年 9 月導入の短期・中期国債無制限購入プログラム OMT (Outright Monetary Transactions) と類似するが、OMT はユーロ圏財務相会合提示の緊縮策受け入れ等の条件があるのに対し、TPI は ECB 政策理事会判断で実行可能で、より機動的な支援が可能となる。ただし TPI には EDP 非対象国などの発動条件があり、現時点でもフランスは多くの条件を満たしていないので適用されない可能性がある⁵。このため国民連合政権誕生以降に EU との緊張関係が生じ、フランス国

⁵ TPI の発動条件には、①EDP の対象ではない国、②深刻なマクロ経済の不均衡を抱えていない国、③公的債務の軌道が持続可能な国、④健全な財政およびマクロ経済政策を追求する国等に限定され、これらを満たす加盟国の国債等を ECB 理事会が独自判断で買い取る。

債金利が急騰した場合、ECB は TPI 発動を示唆しつつ国民連合に財政拡張政策を修正するよう譲歩を迫る展開も予想される。この状況は、ユーロ圏が過去に直面した危機、とりわけ 2015 年の第 2 次ギリシャ債務危機を彷彿とさせる。当時、ポピュリズム政策を推し進めるギリシャ・チプラス政権は、トロイカ（IMF、EU、ECB）との再交渉で有利な支援策と債務減免を要求し、拒否されればユーロ圏離脱も辞さない姿勢を示した。さらに、トロイカ要求の財政緊縮策受諾を問う国民投票（事実上のユーロ離脱是非投票）を突如宣言し、欧州金融市場を混乱に陥れた。最終的に EU 首脳の間接説得によりチプラス首相が譲歩して危機は収束したものの、この一連の出来事はユーロ加盟国と EU との対立の深刻さを浮き彫りにした。

図表 4 仏 3 大銀行株価・仏 10 年国債利回り（左）とギリシャと周縁国の 10 年国債利回り（右）



(出所) Bloomberg より大和総研作成

ただし、EU 中核国であるフランスはギリシャと異なり、ECB や EU による大幅な政策修正要求は往々にして難航し、第 2 次ギリシャ危機以上の金融市場の混乱の可能性も否定できない。すでにフランス国債金利のドイツ国債金利とのスプレッドは国民議会選挙の第 1 回投票直前に急拡大し、第 1 次ギリシャ債務危機以来の高水準を記録した。さらに、フランスの場合、その経済規模と EU 内での影響力ゆえに、事態はより複雑化する可能性がある。国民連合の政策が EU の基本理念と対立した場合、単なる財政問題を超えて、EU 全体の政治的・経済的統合の将来にも影響を及ぼす恐れがある。また、フランスの動向は他の EU 加盟国、特に反 EU 感情が強まっている国々にも波及し、EU の分断リスクを高める可能性がある。このため、ECB や EU はフラン

スに対してより慎重かつ戦略的なアプローチを取らざるを得ず、交渉はより長期化・複雑化する可能性が高い。結果として、市場の不確実性が長期化し、ユーロ圏のみならず、世界の金融市場への影響も懸念される。

(了)