

2017年3月9日 全6頁

オランダ議会選のリスクシナリオ

ポピュリズム政党の躍進でドル調達が困難に？

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 84

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

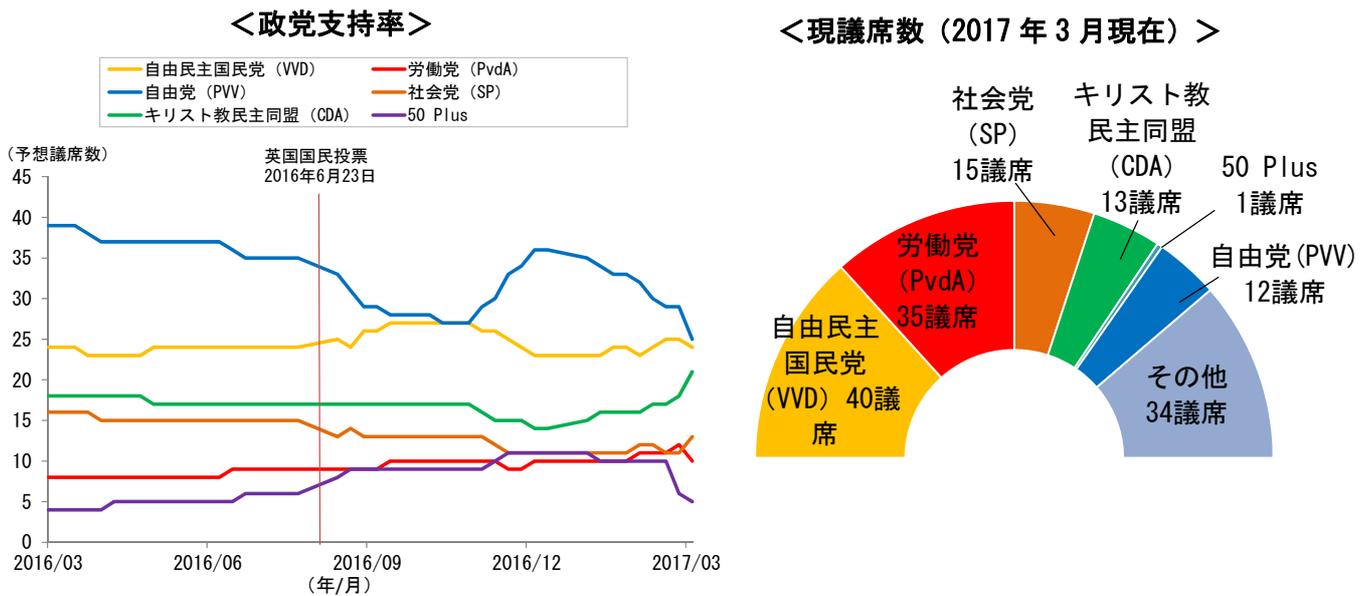
- 長年にわたり、国外からの関心を殆ど集めなかったオランダの議会選挙がここまで注目されているのは、まぎれもなく反 EU、移民排斥のラディカルな政策を掲げる極右政党である自由党の支持率の高さからであろう。第1党に躍り出ることと予想されている同党のウィルダース党首は、オランダのドナルド・トランプともいわれ、メディア不信やツイッター偏重など共通点も多い。
- 2016年8月に発表された自由党のマニフェストは11項目からなるわずか1枚であり、刺激的なスローガンの寄せ集めにすぎず、実際の政策運営がどのようになるかは見えてこない。ウィルダース党首はマニフェスト発表にあたり「数百万のオランダ国民は祖国がイスラム化されていくのに嫌気がさした。大量の移民・難民の流入、多発するテロや暴力、不安はもうたくさんだ」と政治的公正さを欠く発言をツイートし、物議を醸した。
- 米国の利上げ局面ではエマージング市場からの資金流出なども懸念され、ドルのヘッジコストの上昇が重荷となることは否めない。そのため足元では、公的年金やソブリン・ウェルス・ファンドなどは、ドルヘッジを控える（先物・通貨スワップ市場でドル売りを控える）ことでドルの放出を抑制しつつある。そのような中、ポピュリズム政党の躍進による政治リスクの高まりでドル回帰の流れが重なるなど、ドルの供給不足に拍車がかかりつつある。
- 今回の選挙で、ブレグジット以降、さらなるドル調達の中心市場を目指す英国金融街シティへの影響など思いがけない効果も期待される。ドル調達難に直面する金融機関が増える一方、今までシティでのドル調達市場に参加していなかった第三国の地方銀行などのプレーヤーの増加も見込まれる。

ポピュリズム政党の躍進となるか、注目されるオランダ議会選

3月15日のオランダ議会選は、欧州主要国で今後続く総選挙の先陣を切るものであり、欧州で台頭するポピュリズム政党の動向を見る上でも試金石として注目されている。オランダ議会（下院）の定数は150で任期は4年となっており、有権者は18歳以上のオランダ国籍者、非拘束名簿式比例代表制¹を取る。

今回の議会選の争点は経済政策ではなく、移民政策になるとみられる。長年にわたり複数政党による連立政権という代わり映えしない体制が続き、国外からの関心を殆ど集めなかったオランダの議会選挙がここまで注目されているのは、まぎれもなく反EU、移民排斥のラディカルな政策を掲げる極右政党である自由党（PVV）の支持率の高さからであろう。第1党に躍り出ることとも予想されている同党のウィルダース党首は、オランダのドナルド・トランプともいわれ、メディア不信やツイッター偏重など共通点も多い。ウィルダース党首が扇動する移民排斥主義は、往々にしてブレグジットやトランプ政権誕生に関連づけられる。

図表1 オランダ議会選の政党支持率の推移（左）と現在の下院議席数（右）



(注) オランダの支持政党に関する世論調査は予想獲得議席数の形で発表されるのが通例
(出所) 各種世論調査より大和総研作成

しかし、有権者の約半分がEU離脱やトランプ候補を支持した英米に比べ、自由党に対する支持の規模は小さいものである。また、自由党の支持率は2016年末より、世論調査で首位を走り続けていたが、直近の結果では25議席と、2位のルッテ首相率いる自由民主国民党（VVD）の24議席とほぼ変わらず、失速の印象が強くなりつつある²。トランプ大統領の稚拙な政権運営を

¹ オランダの方式では、有権者は政党ごとに順位を定めていない候補者リストから選択し投票する。候補者が所属する政党の総得票数に基づき、各政党に議席数を比例配分した後、その政党が獲得した議席数まで（最低基準の得票数である当選基数の25%を超えてかつ）得票の多い候補者から順番に当選が決まる。

² 一部の世論調査の結果では、既にVVDに抜かれ、2位に転落するケースも出てきている。

目の当たりにした有権者が、ポピュリズム政党の限界に気づきつつあることも確かだ。また、ルッテ政権による改革は、金融危機からオランダ経済を立て直したとして大きな実績が認められており、試されたことのないウィルダース党首の政治手腕とは好対照である³。さらに、自由党は反EUの極右運動の欧州における急先鋒であり過激な公約（後述）を掲げているだけに、現時点で同党との連立に前向きな主要政党は皆無といえる。

加えてここに来て、自由党の後塵を拝していた他の政党の支持率が軒並み堅調になっている。ただしオランダは議席数 150 と少ないだけに、世論調査の結果はぶれやすく、3%~5%程度の支持率の差で5~8議席もの差が生じるといわれている。また直近の世論調査では、150議席中10議席以上を占める政党が5政党も存在するため、連立協議が難航することが予想されている。

現実的ではないマニフェストとそれでも支持するオランダ国民

人種差別を扇動したとして、2016年12月に有罪判決を受けたばかりのウィルダース党首⁴だが、西側諸国で急速に高まるポピュリズムの流れに乗って支持を伸ばしてきた。しかし、選挙戦が終盤を迎えた今週時点でも、投票意思を固めていない有権者がかなりの数に達しており、同党首への支持率がどれだけ実際の議席数に結びつくかは未知数である。2016年8月に発表された自由党のマニフェストは11項目からなるわずか1枚であり、刺激的なスローガンの寄せ集めにすぎず、実際の政策運営がどのようになるかは見えてこない。ウィルダース党首はマニフェスト発表にあたり「数百万のオランダ国民は祖国がイスラム化されていくのに嫌気がさした。大量の移民・難民の流入、多発するテロや暴力、不安はもうたくさんだ」と政治的公正さを欠く発言をツイートし、物議を醸した。人種差別を容認する発言を繰り返す同党だけに、隠れ支持者がかなりの数に達する可能性もある。選挙当日まで結果の予測が難しいのはブレグジットや米大統領選で経験済みである。

オランダでは現行の選挙制度が導入された100年近く前から、第1党が過半数を獲得したことがなく、連立政権樹立には、少なくとも4党による連立が必要といわれている。政治の細分化が進んだ背景には、既存主要政党に対する支持率低下がある。1980年代に8割以上あった自由民主国民党（VVD）、労働党（PvdA）、キリスト教民主同盟（CDA）の支持率合計は、直近の世論調査では4割を下回っている。既存政党への支持が低下し有権者の票が割れることにより、たとえポピュリズム政党が政権を握らなくとも、連立協議は難航するだろう。

オランダ議会選のリスクシナリオとしては、①連立協議がもめることにより、スペインやギリシャで見られたように、長期にわたり政権樹立ができず政治的な空白が生じること、②たとえ自由党が支持率1位を獲得したとしても、他の政党による連立拒否により、政権与党に参加できず、民意が議会に反映されないこと、などが挙げられる。さらに他の反EU、反ユーロを掲げる政党が特定の政策において自由党と連携することも大きなリスク要因として認識すべきで

³ ルッテ政権による改革により、2016年末の失業率は5年間で最低水準の5.4%、経済成長率は2.3%とユーロ圏随一の安定感を誇る。一方の自由党は閣外協力の立場をとるなど、政権担当与党としての経験に乏しいという弱みがある。

⁴ 2014年の発言（モロッコ人の流入を減らしたいかと聴衆に問う）で有罪判決を受けている。

あろう。特にキリスト教民主同盟は、2月26日にユーロ離脱の是非をめぐる報告書の作成に関する動議を提出し、全会一致でこれが認められている。さらに自由党に限らず、近年設立された反体制政党はオランダのEU離脱（ネグジット）を目指しているといわれている⁵。

図表2 自由党（PVV）のマニフェスト

（NEDERLAND WEER VAN ONS! = オランダを再び我々のものに！）

①オランダのイスラム化解除

- ✓ **イスラム国からの移民・難民の受け入れをゼロに：国境閉鎖**
- ✓ **難民申請者に一定期間付与された居住証の撤回、難民申請センター閉鎖**
- ✓ **公共の場でのヘッドスカーフ着用禁止**
- ✓ **公共の秩序を乱すムスリムとしての表現禁止**
- ✓ **ムスリム過激派の予防措置としての拘束**
- ✓ **二重国籍者の帰化無効化および排斥**
- ✓ **ジハードリストとしてシリアに行った市民のオランダ再入国不可**
- ✓ **モスクおよびイスラム学校の閉鎖、コーラン禁止**

②EUを離脱し、再び独立した国家に

③直接民主主義：法的拘束力を持つ国民投票を導入し、市民に力を

④医療費控除の廃止

⑤住宅費用の削減

⑥退職年齢を65歳に、補足年金に物価スライド制適用

⑦開発援助、風力発電、アート、イノベーション、放送などへの公的資金禁止

⑧在宅看護や高齢者介護（助成）削減の緩和、より手厚い介護を

⑨防衛および警察支出拡大

⑩所得税減税

⑪車両税半額

（出所）PVVのウェブサイトより大和総研作成

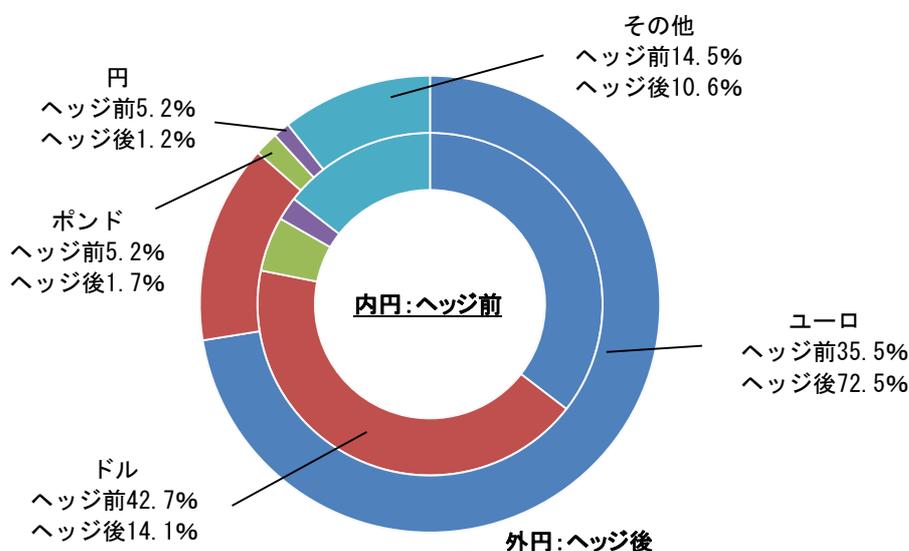
ポピュリズム政党の躍進でさらにドル調達が困難に？

またオランダ議会選まで1週間を切り、英国金融街シティの関係者が懸念しているのは、ドル調達の行方であろう。海外の公的年金やソブリン・ウェルス・ファンドなどは、ドルを中心とした主要外貨のポジションを大規模にヘッジすることにより、自国通貨建て年金の安定給付や、外貨準備の調整などを実現している。特にユーロ圏において存在感があるのは、資産総額で世界でも五指に入るオランダ最大の年金基金、オランダ公務員年金（ABP）であろう。ABPは、

⁵ ただオランダでのEU離脱を問う国民投票の実施は、上下両院の承認を経て、英国のように国民投票を規定する法制定が必要となる。自由党の上院議員は9名にすぎず（定数75）、たとえ下院で過半数を獲得したとしてもハードルは高い。

ポートフォリオの 6 割を外貨建て資産として保有する一方、その多くをデリバティブ（先物・通貨スワップ）などで積極的にヘッジしている。これは国際分散投資の一環であり、海外資産に投資する一方、（オランダ国民に）給付する年金はユーロ建てのため、通貨リスクをなるべく低下させるための手段である。またオランダの公的年金には年金債務に対する運用資産の積立比率に対して厳格なルールが適用されており⁶、それが（運用資産の減少をヘッジするため）デリバティブを多用する傾向を強めていることも背景にある。特に ABP は最大保有資産のドルを、2015 年末の時点で想定元本の 63%に対してヘッジしており、多大なヘッジコストが必要となっている。

図表 3 オランダ公務員年金（ABP）の通貨アロケーション（ヘッジ前・後、2015 年末時点）



（出所）オランダ公務員年金のアンニュアルレポートより大和総研作成

ただ米国の利上げ局面ではエマージング市場からの資金流出なども懸念され、ドルのヘッジコストの上昇が重荷となることは否めない。またトランプ大統領の想定外の勝利により、財政出動への期待から米国金利が急上昇するなど、ヘッジコストの上昇が起これつつある。そのため足元では、公的年金やソブリン・ウェルス・ファンドなどは、ドルヘッジを控える（先物・通貨スワップ市場でドル売りを控える）ことでドルの放出を抑制しつつある。そのような中、ポピュリズム政党の躍進による政治リスクの高まりでドル回帰の流れが重なるなど、ドルの供給不足に拍車がかかりつつある。その政治リスクの渦中にあるオランダの大型基金である ABP がドルヘッジを抑制することとなれば、その影響は無視できないため、市場関係者はその動向に注目している。

さらにオランダ議会選に続くフランス大統領選のリスクシナリオをも懸念して、“有事のドル買い”の可能性もある。特に国内債券運用で収益が上げられない邦銀は、利上げによる米国

⁶ Financial Assessment Framework

債での含み損を抱えながらも、消去法的に外債運用を余儀なくされており、通貨スワップのコスト上昇は痛手となる。そのためドル調達メインマーケットである英国金融街シティでは、カバードボンドなど、少しでも廉価なドルの調達手法を検討する金融機関が増加しつつある。

オランダの EU 離脱の可能性は乏しいものの、ポピュリズム政党躍進の副作用は残る

オランダは EU 創設国の 1 つであり、1944 年のルクセンブルク、ベルギーとのベネルクス関税同盟設立は EU という壮大な統合プロジェクトの契機になったともいわれている。人口約 1,700 万と国の規模は小さいものの、それなりの存在感と発言力を持つ。また EU の大国、ドイツとフランスの支配に対抗するべく、当時の英国の EC 加盟を支援するなど、EU の均衡維持に努めてきた。しかし、2000 年代前半の EU 東方拡大により、加盟国の投じる票の重みの変更され、国民 1 人当たりの EU 予算への貢献度は EU において最大規模でありながら、新規加盟国よりも発言力が低下し、EU に対するオランダ国民の態度にも変化が表れるようになる。さらに、欧州債務危機を契機に、EU のルールを守らない南欧諸国、ルール順守の徹底を図れない EU 自身に対する幻滅も加わった。EU 懐疑派政党の躍進には、理想を掲げる EU に対し、これ以上はついていけないというオランダ国民の本音が見え隠れしている。3 月 15 日の議会選は、オランダの EU 離脱に直接つながる可能性は低いものの、ポピュリズム政党の躍進につながる可能性は高い。反イスラムや EU 離脱を唱える自由党が政権に就く可能性はほぼないものの、有権者の票が流れることを懸念し、保守的な主要政党が移民流入に対し厳しいスタンスをとるなど、自由党の主張が今後の政策に反映される危険性は否定できない。

ただ今回の選挙で、ブレグジット以降、さらなるドル調達の中心市場を目指す英国金融街シティへの影響など思いがけない効果も期待される。ドル調達難に直面する金融機関が増える一方、今までシティでのドル調達市場に参加していなかった第三国の地方銀行などのプレーヤーの増加も見込まれる。くしくも利上げが確実視されている FOMC(連邦公開市場委員会)は、オランダ議会の投票日に開催が予定されている。議会選挙の副作用としてドル市場にどのような影響を来すのか、シティ関係者の注目は大きいといっても過言ではない。

(了)