

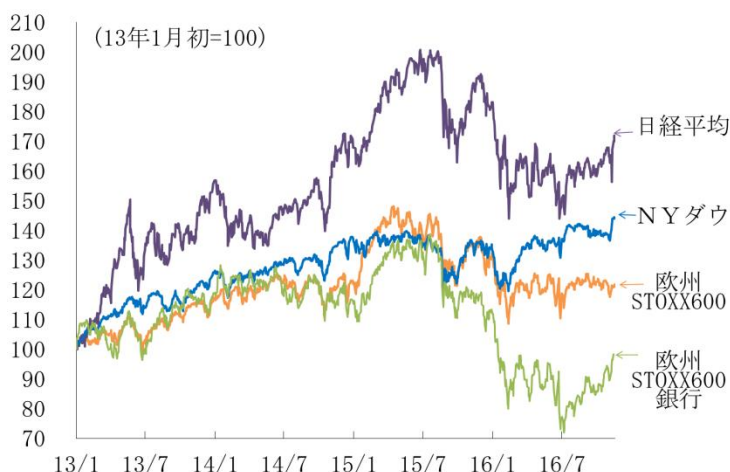
# Weekly エコノミスト・ レター

## トランプ・ショックと欧州－現実味帯びるポピュリズム伝播、試金石として注目されるイタリア国民投票－

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 大統領選挙でのトランプ氏勝利の波紋は欧州でも広がっている。EUと米国との環大西洋貿易投資協定（TTIP）の行方は益々不透明になった。トランプ時期大統領は北大西洋条約機構（NATO）の基盤となる集団防衛条項に経費負担の公平性の観点から疑問を呈しており、安全保障の面でも潜在的な不安が燻る。
2. 市場では、低迷が続いた銀行株に前向きな動きが見られ、前回ECB政策理事会前からの長期金利上昇のペースが幾分加速、ドル高ユーロ安が進んだ。しかし、米国の政策期待を背景とする長期金利への圧力やドル高ユーロ安基調が持続するかは不確かだ。
3. 欧州にとって、対米関係に起こり得る変化や、市場のボラティルな動き以上に悩ましいのは、英国発米経由で欧州大陸にポピュリズムの伝播が広がることだろう。英国のEU離脱、米国でトランプ大統領誕生を後押ししたのは、現状に強い不満を持つ有権者だった。高失業、財政緊縮、テロ、難民危機に悩まされてきた欧州では、現状に不満を持つ有権者は多く、EU、ユーロは既存の体制の象徴として標的となりやすい。12月4日のイタリアの国民投票の「否決」は直ちに現状を大きく変えるものではないが、ポピュリズム伝播の試金石として注目を集めやすくなっている。
4. 欧州委員会は11月16日に発表したユーロ参加国の17年度（1～12月）予算案の事前審査でイタリアなどの中期目標からの逸脱リスクを認めつつ一定の理解を示した。スペイン、ポルトガルへの制裁発動も見送った。緊縮策を強いるEUへの反発を強める民意に配慮した面があると言われる。現下の判断としては、おそらく適切だろう。

日米欧の株価の推移



(資料)ロイター

## （ 米国大統領選挙は、結果も市場の反応についても、専門家の予想は外れた ）

米国の大統領選挙に関する多くの専門家の予想は、結果ばかりでなく、株高、ドル高、債券安への基調変化を引き起こしたという点でも外れた。

市場はトランプ大統領の選出による不確実性を嫌はずだった。トランプ新大統領が選挙期間中の公約のどの部分をどのような形で現実の政策に反映して行くのか、現時点で見極めることは困難だ。また、世界最大の経済規模を誇る米国が保護主義、排外主義的傾向を強めることへの懸念も排除できない。

しかしながら、目下のところ、様々な公約のうち、大規模減税やインフラ投資の拡大、「ドット・フランク法」など金融規制の緩和などの成長と物価への押し上げ効果への期待が、株価、長期金利、ドル相場を押し上げている。

## （ 欧州にも新政権の通商政策、安全保障政策を不安視 ）

日本と同様に、欧州でも、米国の大統領選挙でのトランプ氏勝利の波紋は広がっている。

トランプ氏の勝利で日本が参加する環太平洋パートナーシップ（TPP）の発効が危ぶまれる事態となっているが、欧州連合（EU）と米国の環大西洋貿易投資協定（TTIP）の行方は益々不透明になった。TTIPは、総人口8億人の市場で、非関税障壁の撤廃のため、製品規格や安全基準の相互承認などを含む野心的な内容だ。しかし、EU圏内でも、環境や食の安全が脅かされるなどの懸念から反対が根強く、13年7月に始まった交渉は難航、オバマ政権下での合意は断念せざるを得なくなっている。トランプ新政権発足後の交渉の継続自体も危ぶまれる。

日欧は安全保障政策の面での潜在的な不安も共有する。トランプ次期大統領は、キャンペーン期間中、米国、カナダ、欧州の28カ国が加盟する北大西洋条約機構（NATO）について、加盟国の経費負担が不公平であるとして、集団防衛条項（NATO加盟国への武力攻撃を全加盟国への攻撃とみなし、個別または集団的自衛権を行使して必要と認める行動をとり、攻撃を受けた加盟国を援助することを約束する条項）に疑問を呈したことがあるからだ。

しかし、トランプ政権の通商、安全保障政策の欧州への実際の影響については、新政権の人事も固まっていない現時点では極めて不透明と言わざるを得ない。

## （ 欧州でも銀行株に強めの動き。長期金利は上昇 ）

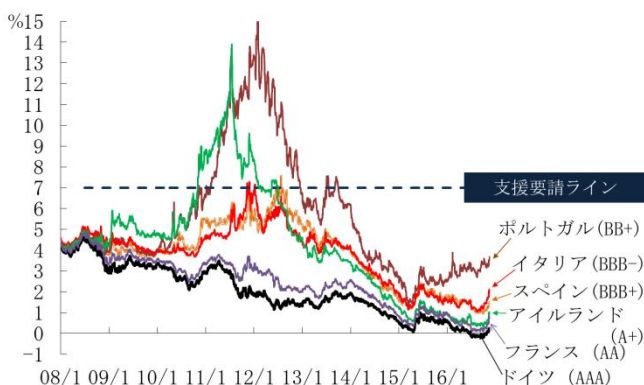
日本は予想外の円安、株高に直面しているが、欧州の市場でも米国の大統領選挙結果を織り込む基調の変化が見られる。

株価は、日本や米国のような上昇は見られないが、低迷が続いた銀行株に動きが見られる（表紙図表参照）。銀行株は、昨年夏以降、下落傾向にあり、今年6月英国の国民投票の離脱選択ショックによる下落前の水準を取り戻せていなかった。しかし、米司法省からの多額の和解金に関する報道をきっかけに経営不安が再燃していたドイツ銀行の7～9月期の決算が、10月27日に発表、予想外の黒字だったことで緊張が和らいだ。さらに、トランプ新政権が、金融規制の見直しに動けば、ドイツ銀行のように米国で大規模に展開する銀行は恩恵を受けるとの見方が織り込まれている可能性がある。

長期金利には、より顕著な反応が見られる。ユーロ参加国の10年国債利回りは、米国の大統領選挙前から、欧州中央銀行（ECB）の量的緩和の縮小（テーパリング）観測の台頭、さらに10月20日のECB政策理事会で現在17年3月とされている国債等資産買入れ策の期限延長の決定が見送られたことで、ごく緩やかな上昇基調にあったが、米大統領選挙後、上昇のペースが幾分加速

した（図表1）。今年6月以降、マイナスの領域に沈んでいたドイツの10年国債利回りも、10月下旬にはプラスに転じ、ここ数日は0.2%を超えて推移している。ECBの国債等買い入れ対象債券の利回りの下限は、中銀預金金利と同じマイナス0.4%である。ドイツなど最高格付けの国債の場合、米大統領選挙前は5年物までが対象外となっていたが、その後の金利上昇によって、現在ではマイナス0.4%を割り込むのは4年物までとなった。ECBの金融緩和強化による長短金利差の縮小は、ドイツを中心に金融機関の収益を圧迫するとの懸念が強まっていただけに、銀行株の上昇には長期金利の上昇が一役買っている可能性もある。

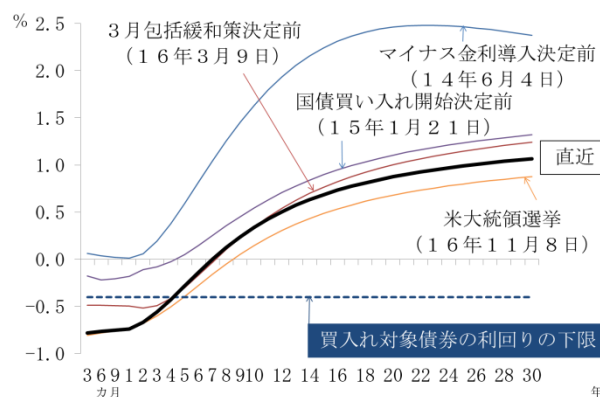
図表1 10年国債利回り



(注) 国名横の括弧内の記号は政府の信用格付けを示す

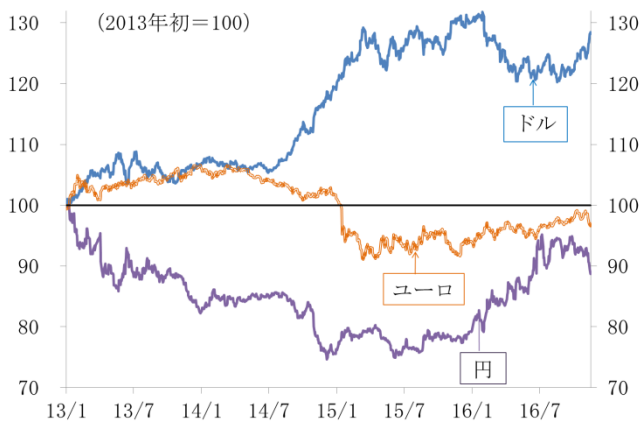
(資料) ロイター

図表2 ユーロ圏最高格付け国のイールドカーブ



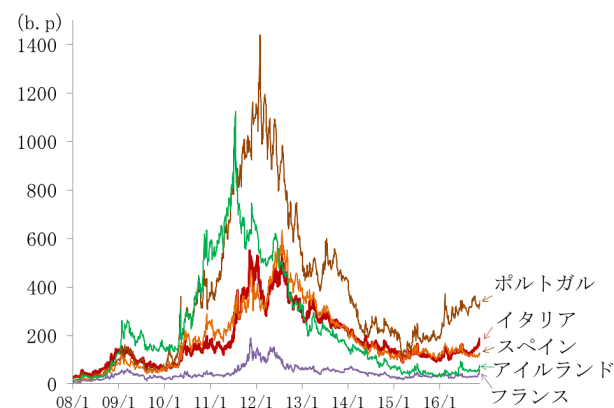
(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

図表3 主要通貨の名目実効為替相場



(資料) イングランド銀行 (BOE)

図表4 10年国債利回り対独スプレッド



(資料) ロイター

為替市場では円ほど急ではないものの、ユーロも対ドルで減価しており、名目実効為替相場にもドル高、円安、ユーロ安傾向がはっきりと表れている（図表3）。

しかし、米国の政策期待を背景とする長期金利の上昇や、ドル高ユーロ安基調が、このままのペースで続くとは考え難い。大規模減税やインフラ投資などは財源を要する政策は実行されるとしても、具体化に時間を要する。他方、政策期待を背景に先行する金利の上昇、ドル高は米国経済にマイナスの影響を及ぼし、今や世界の名目GDPの4割を占める新興国からの資本流出にもつながりやすい。16年初に強まった新興国のドル建て債務の返済問題への懸念は、年半ばにかけてドル高の修正が進んだことで一旦落ち着いたが、大統領選挙後の急激なドル高が引き金となって、この先再燃する可能性もある。これからはばらばら、市場はボラティルな動きが続くように感じる。

## （ 現実味を帯びるポピュリズムの伝播懸念 ）

欧州にとって、通商関係、安全保障などの面で対米関係に起こり得る変化や、市場のボラタイルな動き以上に悩ましいのは、英国発、米国経由で、欧州大陸にポピュリズムの伝播が広がることだろう。

英国のEU離脱、米国でトランプ大統領誕生を後押ししたのは、現状に強い不満を持つ有権者だった。英国、米国ともに、キャンペーン期間の勝者の主張は「いいところどり」で、そのままの形で公約を実現することは困難だ。ともに移民を多く受け入れてきた国でありながら、移民の差別を助長する面があり、国家の分裂を深めた。それでも、主流派による既存政治に不満を持ち、主流派寄りのメディアは嘘をついていると感じる有権者は、主流派の主張には耳を傾けず、変化を選んだ。

欧州大陸諸国は、国内格差という面では米英ほど顕著ではないが、高失業、財政緊縮、テロ、難民危機に悩まされてきたために、現状に不満を持つ有権者は多い。財政緊縮を求めるEU、ユーロは既存の体制の象徴として標的となりやすい。

しかも、12月4日のイタリアの上院の権限縮小のための憲法改正の是非を問う国民投票、オーストリアの大統領選挙を皮切りに、17年春はオランダで総選挙、フランスで大統領選挙、議会選挙、秋にはドイツで総選挙、18年春にイタリアの総選挙と民意を問う機会が続く。

17年選挙で台風の目と見なされるオランダの「自由党」のウィルダース党首、フランスの「国民戦線」のルペン党首、ドイツの「ドイツのための選択肢（AfD）」のペトリー党首、イタリアの「五つ星運動」の指導者ベッペ・グリッロ氏らだ。

彼らは、揃って米国のトランプ大統領選出という選択を祝福し、自らの勝利につなげようとしている。

## （ 試金石として注目されるイタリアの12月4日の国民投票 ）

12月4日に予定されるイタリアの国民投票は、英国発、米国経由の欧州大陸へのポピュリズムの伝播の試金石として注目を集めやすくなっている。

レンツィ首相は、国民投票で、憲法改正案が否決された場合には辞任する方針を示して、有権者に「賛成」を呼びかけてきたが、世論調査では、「否決」が優勢を保っている。

実は、国民投票の否決自体は、現状を大きく変える訳ではない。仮に、首相が辞任した場合も、大統領が後継首相を指名し、早期選挙を回避する道が探ると考えられるからだ。

しかし、欧州大陸へのポピュリズムの伝播のリスクを意識する市場は、否決という結果に激しく反応する可能性はある。そもそも、上院の権限縮小は、下院と上院の権限が同等であるために法案の制定に時間が掛かり、法案が骨抜きにされるため、改革が進まない事態を打開する目的がある。国民投票の否決に続き、改革を推進してきたレンツィ首相が辞任すれば、改革停滞と政局の混乱というメッセージと受け止められるだろう。

国民投票を乗り切ったとしても、イタリアの政治リスクへの警戒は続く。18年4月までには、総選挙を実施しなければならないからだ。足もとの世論調査の政党支持率では、ユーロ離脱の国民投票を実施する方針を掲げる五つ星運動が、レンツィ首相率いる民主党と並ぶ。次期総選挙では第1党となる可能性がある。五つ星運動が、ユーロ離脱の是非を問う国民投票にまで踏み込まないにせよ、15年のギリシャのように、経験不足の政権による混乱が生じるおそれは十分にある。今年6月の地方選挙では五つ星運動がローマとトリノで勝利、ローマ市長にはビルジニア・ラッジ氏、

トリノ市長にはキアラ・アペンディーノ氏が就任したが、ローマ市政には混乱が生じている。

足もとの長期金利は、最も信用力が高いドイツ国債でも上昇しており、リスク回避傾向の強まりを示すユーロ圏内の対ドイツ国債スプレッドの広がり全体に抑えられている。そもそも、ECBが15年3月に国債の買入れを開始した後は、15年夏のギリシャの国民投票を巡る混乱や今年6月の英離脱選択というショックが起きて、スプレッドは拡大し難しくなっている。

その中であって、イタリアの広がり方はポルトガルに次いで大きい（図表4）。ポルトガルの場合、主要な格付け会社4社のうち同国を投資適格としているのは1社だけで、同社が格下げすれば、現在の国債買入れのルールを適用すれば、対象から外れるという段階にある。イタリアの格付けは、4社のうち1社は、投資適格の最低水準と評価しているが、他の3社は余裕がある。それでも、スプレッドが拡大しているのは、国民投票を控えた政治面での不透明感が嫌われているからだろう。

### （欧州委は17年度予算案の事前評価でイタリアの主張に理解。スペイン、ポルトガルも制裁せず）

欧州委員会は11月16日に発表したユーロ参加国の17年度（1～12月）予算案の事前審査で、イタリアを含む6カ国（他にベルギー、キプロス、リトアニア、スロベニア、フィンランド）について、中期目標からの逸脱リスクがあると指摘した。うち、フィンランドとリトアニアは、構造改革や投資のための支出については乖離を認めるルールが適用されるとした。イタリアの難民危機や地震による支出増が目標からの逸脱の原因という主張についても一定の理解を示した。

財政赤字の名目GDP比が3%を超え、過剰な財政赤字是正手続き（EDP）の対象となっているフランス、スペイン、ポルトガルの3カ国のうち、スペインとポルトガルの取り組みは不十分としながらも、EU予算からの補助金の停止などの制裁の発動は求めない方針を示した。

欧州委員会の判断は、緊縮策を強いるEUへの反発を強める民意に配慮した面があると言われる。現下の判断としては、おそらく適切だろう。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。