

みずほマーケット・トピック(2016 年 11 月 17 日)

イタリア国民投票に関する Q&A

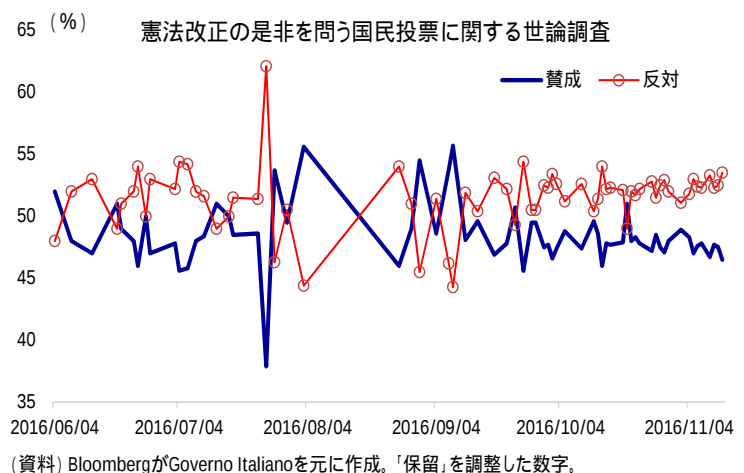
金融市場の注目はトランプ次期大統領の経済政策の行方に集中しているが、年内最後の大きな政治イベントとして 12 月 4 日のイタリアの憲法改正を問う国民投票は要注目である。英米で経験したほどの話にはならないだろうが、現政権の崩壊にまで繋がり得るイベントであり、無視はできない。現状では「反対」が「賛成」を上回る状況が続いており、否決後に現政権が窮地に立たされる展開が不安視される。また、仮に可決に至ったとしても、与党・民主党と野党・五つ星運動の支持率が肉薄している状況が大きく変わらない以上、2018 年 5 月を期限とする解散・総選挙が政治リスクとして意識される時間帯が続くだろう。仮に、否決に至った場合の為替市場は「円 > ドル > ユーロ」の強弱関係となる公算が大きい。また、世界的に金利上昇傾向が強まっている中で、イタリアを筆頭とする南欧債市場が金利上昇圧力に晒される展開も要注意である。

～年内最後の政治イベント:イタリア国民投票～

金融市場の注目はトランプ次期大統領の経済政策の行方に集中しているが、年内には英国の EU 離脱(Brexit)を問う国民投票、米大統領選挙に続く、もう 1 つの大きな政治イベントとして 12 月 4 日にイタリアの憲法改正を問う国民投票が控えている。現政権の崩壊にまで繋がり得るイベントであり、無視はできない。しかも、イタリアの国内銀行の経営問題を巡って、イタリア政府と欧州委員会との政治的調整が注目を浴びてきた経緯も踏まれば、政治空白は市場から嫌気される可能性もある。以下、注目される論点を Q&A 方式で整理しておきたい:

Q1:現状、「賛成」、「反対」のどちらが優勢なのか?

A:多くの世論調査では「反対」が優勢と報じられている。例えば EMG アクアが 11 月 11～13 日にかけて実施した世論調査では「賛成」が 34.9%、「反対」が 39.2%、「保留」が 25.9%と報じられた。こうした構図は調査元が異なっても同様であり(図)、「賛成」派が楽観できる状況では全くないのは確かである。英米で今年実施された 2 つの投票と異なり、グローバリズムに象徴される反・新自由主義的な選択肢(EU 離脱や左傾化した候補者)を問うものではないが、後述するように、国民投票で否決が選択された場合、与党・民主党率いる現政権は窮地に立たされる。結果として利するのが反 EU 政党である野党・五つ星運動で



あることを踏まえれば、思いのほか「反対」が票を伸ばすことはあり得るだろう。

Q2:何を問うのか？

A: 上院権限を制限するための憲法改正の可否。上院・下院の権限が互角であることが、歴史的にイタリアで改革が進まない元凶とされてきた経緯がある。政権発足を含めた政権運営にも下院だけではなく上院の信任投票が必要であるため、政治空白が生じやすい(政権が継続しにくい)弊害などが指摘されている。可決されれば上院の決議なしに法案を成立させたり、上院が内閣不信任案を提出することができなくなったりする。また、上院も法案の修正を提案できるが、下院はこれに拘束されないようになる。いずれにせよ、安定政権の下で改革が断行しやすくなることが期待される。

Q3:否決の場合はどうなるのか？

A: 元々、レンツィ首相は自身の進退を賭けると述べていたが、最近ではその発言を翻しており、「否決≡辞任」とは断定していない。しかし、一度口にした経緯もあり、仮に否決となれば野党からの追及は必至と見られる。また、民主党内でのレンツィ首相の求心力という観点からも、首相の座に居座り続けるのは難しくなるだろう。斯かる理解に基づけば、やはり今回の国民投票は信任投票の色合いが強いと言える。現状、民主党の支持率は五つ星運動に肉薄されており、抜きつ抜かれつの様相を呈している。2018 年 5 月までに実施される解散・総選挙を見据えた場合、国民投票で負けたレンツィ首相という選択肢は政府・与党の戦略的に嫌気されるだろう。

Q4:辞任すると解散・総選挙に至るのか？

A: イタリアでは首相の辞任や内閣不信任を受けても議会を解散させる義務はなく、大統領がその権限を有する。現在の大統領であるセルジオ・マッタレラ氏は元々民主党寄りの人物であり、民主党に不利なタイミング(例えば国民投票が否決に終わった直後など)で解散・総選挙を決心する可能性は低いとみられている。もちろん、上述した通り、否決の場合はレンツィ首相の留任が難しそうであり、後任探しは難儀する可能性もあるが、2018 年 5 月の解散・総選挙を見据えた暫定的な人選という前提で複数の名前は挙がっている。だが、暫定首相であること、解散・総選挙までさほど時間もないことを踏まえれば、国民投票否決後の政権に多くを期待するのは難しそうである。

Q5:否決時の金融市場の反応は？

A: 今夏より注目されているイタリア国内大手銀行の増資や不良債権処理等などの再建計画実施は国民投票後に予定されている。欧州委員会との調整を続けてきた現政権の途絶は金融市場で嫌気される動きだろう。特にイタリア関連の金融資産を筆頭に値を下げる展開が優勢となりそうだが、連想の及び易い南欧市場にも圧力がかかるだろう。特に、現状では世界的に金利上昇圧力が高まっていることから、南欧債市場における金利上昇が著しく大きなものになるリスクは注視したい。

G3 通貨の為替市場では「円>ドル>ユーロ」の強弱関係となる公算が大きい。トランプトレードを前提としてユーロ相場が元々軟化しやすくなっているという事実も考慮する必要がある。域内の混乱は暫定首相の就任で一旦は収束すると思われるが、求心力に乏しい以上、その後も与党は解散・総選挙を念頭に五つ星運動との支持率争いに凌ぎを削ることになろう。

Q6: 可決ならば何の問題もないのか？

A: そうとも言えない。レンツィ政権は最長 2018 年 5 月まで延命する道を残し、否決されたケースに比べれば改革は進みそうではある。国内銀行を巡る混乱收拾に関しても、市場は安心して見守ることになるだろう。とはいえ、解散・総選挙まで 1 年を切っている中、議会が抵抗を続け、改革の動きが日増しに停滞する可能性が高い。また、可決したとしても、与党は解散・総選挙までに五つ星運動に対する支持率のリードを拡大する必要がある。というのも、上述したように、憲法改正案が可決され上院権限が縮小されれば、政権発足にあたっての上院決議は必要なくなり、その後の政権に対して上院が不信任決議を突きつけて打倒することもできなくなる。ということは、仮に、憲法改正後の解散・総選挙で五つ星運動が勝利した場合、上院で民主党が過半数を握っている現状は抑止力にならないことを意味する。言い換えれば、憲法を改正することで、次回の解散・総選挙に対する五つ星運動の勝利のインセンティブは高まり、民主党の退路は断たれたような格好になる。

既に報じられているように、五つ星運動はイタリアのユーロ圏からの離脱 (Italeave) を諮る国民投票を実施する意向を繰り返し示唆しており、直近でも、同党のリーダーであるルイーダ・ディマイオ氏が政権奪取の暁にはユーロ参加の是非を問う国民投票を実施すると述べている。そればかりではなく、「ユーロについて欧州全体での国民投票実施も望む。他の国がそれについて議論を始めるのを見たい」などと他の加盟国におけるユーロへの信任投票まで意欲をほのめかしている¹。今は冗談にしか聞えないが、今年 2 度起きた番狂わせを考慮すると、不安にはなる。

いずれにせよ、可決であろうと否決であろうと、国民投票を境として金融市場がイタリアをテーマ視する時間帯は増える可能性は高いように見受けられる。

Q7: 任期満了まで待たないとしたら、いつ解散・総選挙か？

A: 国民投票可決の勢いをもって、2017 年の早いタイミングで解散・総選挙を決断するということはある。しかし、現状では民主党と五つ星運動の支持率はほぼ互角であり、与党には勝算がない。例えば、トランプ次期大統領の失政などがフォーカスされるタイミングが 2017 年にあれば、民主党の支持率にとっては間接的に有利に働く (五つ星運動にとっては不利に働く) 可能性もある。また、Brexit を巡る交渉の進展なども直接的に政党支持率の変動要因となるだろう。とはいえ、可決の勢いをもって改革を進めたいであろう与党の胸中を汲み取れば、やはり選挙は早くても 2017 年後半、順当に行けば 2018 年入り後ではないかと推測される。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

¹ 『ユーロについて国民投票へ、政権取れば - イタリア「五つ星」リーダー』2016 年 10 月 6 日、Bloomberg

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプ/ミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとつてのテールリスクとなる「欧州の滞滯主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～「失敗の本質」は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかに開始したBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を讀まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見直し
2016年6月20日	英議員殺害で悪い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないIHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について