

みずほマーケット・トピック (2016 年 12 月 1 日)

イタリア国民投票プレビュー

OPEC 総会の減産合意やウォール街出身者の財務長官指名を受けて市場はリスクオンムードに包まれており、ドル全面高の地合いが定着している。だが、現在の市況を見る限り、イタリア国民投票にまつわる悪影響が正確に織り込まれているようには見えないため、イタリア国民投票に係る「負の側面」に絞って議論しておきたい。世論調査が示すように、憲法改正が否決された場合、レンツィ伊首相の辞任は不可避の情勢。レンツィ首相の退陣は①国内銀行の不良債権問題深刻化や②その後の政局流動化という意味で大きな負の側面を備えていることに要注意。①と②が両者絡み合ってしまうと、金融システム不安の高まりに直結する可能性。イタリア国債だけではなく欧州の銀行債市場では CDS が急騰しており、一部では ECB がイタリア国債の購入増加に踏み切るとの観測も出ている。現在のドル買い相場は、イタリア国民投票が金融システムの混乱にまで繋がるかもしれないという潜在的な脅威を軽視しているように思われる。

～良好な雇用統計でも流れ変わらず～

昨日の為替相場はドル全面高の展開。石油輸出国機構(OPEC)総会による 8 年ぶりの減産合意を受けて原油価格が急騰しており、リスク許容度の改善が進む中で米 10 年債金利は 2.4% 近くまで上昇、これに伴いドルが買われており、対円では一時 114 円台半ばと今年 2 月中旬以来、9 か月半ぶりの高値をつけている。また、ウォール街出身者であるムニューチン氏が財務長官に指名されたことも、ドル買いを後押ししている模様である。同氏は大型のインフラ投資、減税そしてその財源としての本国投資法(HIA)を主張してきた経緯もあり、当然にして初期反応はドル買いで間違っていない。取りも直さず、不安視されるのは米金利高とドル高の相互連関的な上昇に米経済がどこまで耐えられるのかであり、その論点に関しては楽観ムードが支配したままという懸念は残る。

～「負の側面」が織り込まれていないイタリア国民投票～

ところで今週は明日 2 日には米 11 月雇用統計、そして 4 日にはイタリアの憲法改正を問う国民投票と大きなイベントが続く。特に後者に関しては、現在の市況を見る限り、その影響が正確に織り込まれているようには見えない。本欄¹では一問一答形式で論点を整理したが、ここでもう一度、イタリア国民投票に係る「負の側面」に絞って議論しておきたい。まず、現在、国民投票を巡る世論調査を見ると否決が優勢である。レンツィ伊首相が自身の進退を賭けるとの発言を行った経緯もあり(その後には否定はしているが)、「否決≡首相辞任」は不可避の情勢である。なお、一昨日のイタリア紙の中には「仮に可決でもレンツィ首相は辞任」という観測報道が見られていたが、この点はイタリア首相府が否定している。レンツィ首相の退陣は①国内銀行の不良債権問題深刻化や②その後の政局流動化という意味で大きな負の側面を備えているが、足許の市場ではその深刻度が十分織り

¹ 本欄 2016 年 11 月 17 日号『イタリア国民投票に関する Q&A』をご参照下さい。

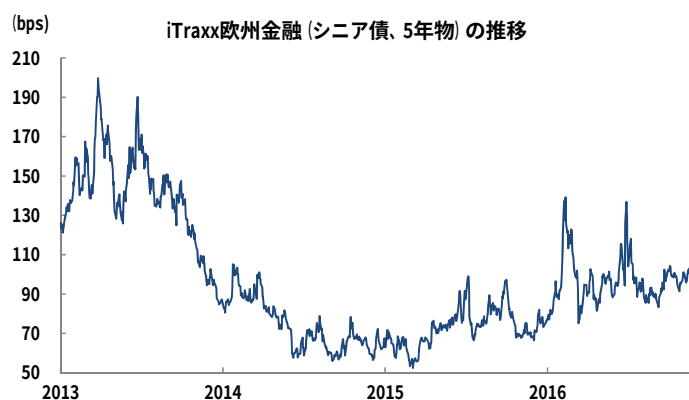
込まれているようには見えない。後述するように①と②は、両者絡み合ってしまうと、金融システム不安の高まりに直結する可能性が否めない。そうした懸念は一部の指標に既に表れているが、為替市場や株式市場全体に浸透しているようには見受けられない。

～首相辞任から銀行不安へ～

もちろん、首相が代わっても政府・与党が不変ならばそれほど懸念する必要はないという考え方もある。しかし、第一にレンツィ首相がイタリア国内銀行の不良債権問題を取り仕切ってきたという経緯が重要になる。現在、為替市場や株式市場全般のムードは大崩れしていないが、イタリア国債の CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)は英国の EU 離脱(Brex)直後(2016 年 6 月)の水準を超えて推移している(図・上)。また、こうした状況下、欧州の銀行債全体の CDS も上昇基調にあり(図・下)、イタリア国内銀行の不良債権問題が全域に影響を及ぼす可能性が懸念され始めている様子が窺える。明らかに特定の関連市場ではイタリア国民投票に起因する金融混乱に身構えている。イタリアの銀行問題を理解するためには今年 7 月 29 日に公表された欧州銀行監督機構(EBA)による欧州大手



(資料) Bloomberg



(資料) Bloomberg

行を対象としたストレステストの結果を振り返っておく必要がある。同テストにより最低の結果となったイタリアの問題行(世界最古の銀行)は 2016 年末を期限として、①50 億ユーロの増資を行うこと、②不良債権 92 億ユーロを売却することの 2 本柱から成る再建計画を発表した。この際、②の内訳に関しては不良債権を証券化した上で、シニア部分である 60 億ユーロはイタリア政府による不良債権保証スキーム(GACS)を介して保証を付与し投資適格級の商品として売却、その他、メザニン部分である 16 億ユーロは民間主導の銀行救済基金である Atlante(アトランテ)へ売却、残りのリスクが大きいジュニア部分については株主へ売却という青写真が示されている。

この際、GACS が公的支援(いわゆるベイルアウト)に該当し、これを禁止する EU ルール(今年からスタート)に抵触するのではないかと懸念に関しては「銀行が政府に手数料を支払うことで保証を得る」というスキームならば、その保証料金が市場価格に基づくため、合法という整理になった。また Atlante はその設立こそイタリア政府の主導であるものの、公的資金は入っておらず、これも合法という整理になった。GACS や Atlante は国民投票を前に極力、欧州委員会の要求するベイルイン適用を回避したいレンツィ政権と、新ルール適用初年度から例外を認めたくない欧州委員会とい

う両者の間に生まれた「妥協の産物」であったとの見方が大勢である。言い換えれば、EU と摩擦を起こさずに国内銀行の不良債権問題を乗り切ろうとしてきたレンツィ首相が退いた場合、そうした従来の路線が円滑に引き継がれるのか否かが 1 つの注目点となる。現在、一部の市場に漠とした不安が漂っているのは、この点に関して強い不安感があるためだろう。

～銀行不安を助長する政治不安～

また、現在のイタリア下院の任期は 2018 年 5 月であり、それまでに解散・総選挙が行われる。これは国民投票の結果がどうあれ、レンツィ首相の進退がどうあれ、動かぬ事実である。このまま世論調査通り、否決の結果に終わった場合、レンツィ首相は辞任、焦点は後任人事に移ることになる（現時点ではパドアン経済財務相の名が挙がっている）。イタリアでは首相辞任や内閣不信任を受けても議会の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（現在の与党である）民主党寄りの人物であり、同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。とはいえ、現政権の拒絶を意味する国民投票否決を経て行われる民主党内の人事に関し、国民からの高い支持率を期待するのは難しいだろう。そのような人物の下で 2018 年 5 月までに実施される総選挙を戦えるのか、言い換えれば反 EU 政党である五つ星運動から支持率を奪えるのかという点が注目される。

一方、可決の場合も前途は多難である。結局、来るべき解散・総選挙に向けて五つ星運動と渡り合うために支持率向上に努めなければならない状況には変わらない。国民投票終了後、実質的には任期満了まで約 1 年半しか残されていない中で果たして支持率向上に向けてどこまでのことができるのか。残り時間が少ないことが分かっている以上、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は否めない。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、今回の解散・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ることになる。現段階で、民主党にそこまで勝算があるわけではない。

仮に、五つ星運動が（恐らくは決選投票を経て）政権奪取に成功した場合、欧州委員会が要求するバイルインを飲むはずがない。そうなれば、再び EU 内部で金融支援を巡る内輪揉めが繰り広げられ、不良債権問題の行方が混迷の度を極める可能性が出てくる。また、通貨ユーロからの離脱に関しても、何らかの議論が進むと見られ、その場合、米国はトランプリスク、英国は Brexit リスク、イタリアは五つ星運動リスクが同時進行することになる。そうした状況に至った場合、為替市場では「円＞ドル＞新興国通貨＞ユーロ」といった強弱関係が想定され、株式市場も軟化するだろう。

～ECB のできること、できないこと～

問題は①の銀行不安と②の政治不安が合わさると、イタリアからの資金流出が加速し、元より脆弱な同国の金融システムにショックが加わりやすくなるということだろう。既に述べた国債や銀行債の CDS に表れるように、足の速い資金は既に動き出しており、イタリア 10 年金利も 9 月から急騰し、1 年ぶりの高水準に到達している。否決後はこうした動きが加速する可能性を不安視すべきであろう

し、為替相場ではユーロの独歩安が進む理由になるだろう。

この状況を受けて、ECB がイタリア国債の購入を増やし、金利の抑制に動くのではないかと観測報道が見られている。この点、無制限購入を可能とする国債の買い切りプログラムである OMT (Outright Monetary Transactions) は実施条件²を満たさないため、最も手っ取り早い手段は既存の公的部門購入プログラム (PSPP) の枠内で前倒し購入額を膨らませるという措置になる。実際、流動性が細る夏季休暇前後に前倒し・後ろ倒しで購入額を膨らませたという実績があるため、この運用は難しい話ではない。現在、拡大資産購入プログラム (APP) が行っている月 800 億ユーロの購入の内、PSPP は約 700 億ユーロのイメージであり、そのうち約 18% がイタリアに割り当てられたシェアである。ゆえに、約 126 億ユーロがイタリア国債の月間購入枠となる。2017 年に償還を迎えるイタリア国債は 3400 億ドル弱であり、44% 程度 (≒ (126 億ユーロ × 12 か月) ÷ 3400 億ユーロ) を ECB の購入で吸収するイメージになる。決して小さな額ではなく、混乱の收拾に一役買う期待はある。

もちろん、本当にパニック的なイタリア国債の売りが生じ、それに対して腰の入った応戦をしてしまえば、イタリア国債に割り当てられた金額を大きく超過する可能性も当然出てくる。何より PSPP は物価 2% への回帰を企図した金融・経済環境の刺激こそが本来の目的であるため、一時的な市場変動を抑制するために使用されること自体が問題視されるかもしれない。とすれば、パニックが慢性化した場合、PSPP とは異なる代替ツールの導入が必要になる展開もあり得る。とはいえ、特定加盟国の国債を購入するスキームは大儀が立ちにくいという面があり、だからこそ OMT のように「止むに止まれぬ事情ならば購入可能」という政策が生まれた経緯を思い返すべきだろう。OMT が実施されるためには当該国が ESM へ支援要請している必要があり、ESM から支援を受けるためには、現在の EU 制度では①ベイルイン (株、劣後債、無担保優先債、付保対象外預金の負担)、②単一破たん処理基金 (SRF) の負担、③各国政府による公的資金の負担という段階を踏む必要がある。①～③を全て通過しなければ ESM の利用検討には至らないし、ESM を利用しなければ OMT は利用できないのである。しかし、イタリア国内銀行の不良債権問題は、そもそもベイルインの実施が混乱の種と見られていたのである。OMT 稼動に至るまでのプロセスは非現実的だろう。

要するに、現段階では「PSPP では足りないが、OMT を使うほど深刻な事態に至っていないケース」に対応する非標準的政策が不足しているように思われる。イタリア国民投票後に行われる来週 8 日の ECB 理事会ではこの辺りの論点に関し、如何なる議論が割かれるのかも注目点となる (正式なプレビューは来週行)。いづれにせよ現在のドル買い相場は、イタリア国民投票が金融システムの混乱にまで繋がるかもしれないという潜在的な脅威を軽視しているように見受けられ、足許のトラップ相場の流れを断ち切る可能性があるイベントとして要注目である。

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。

² OMT の実施条件としては「欧州安定メカニズム (ESM) の支援を受け、これに付随する厳格且つ効果的なコンディショナリティ (財政再建プログラム) が実行されていること」が求められている。今回のイタリアはこれに該当しない。

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28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年10月分)
2016年11月25日	週末版 (メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。『現実味』は帯びたが『現実化』はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見直し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガノミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
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ボリシーミクス～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直しへの影響
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～②
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	世界にとってのテールリスクとなる『欧州の潔癖主義』
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直し～)
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～『ドル高の罟』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	『空気を読まない』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～円の信託を『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 II 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	英議員殺害で思い返されるアンナ・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』と言う勇氣と奇襲の『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