

みずほマーケット・トピック (2016 年 12 月 6 日)

イタリア国民投票レビューと ECB 理事会プレビュー

イタリアの憲法改正を問う国民投票は事前予想通り反対派が勝利。当初宣告されていた通り、レンツィ伊首相はこれを自身への不信任投票と解釈し、辞任の意向を表明。今後は 18 年 5 月までのいずれかのタイミングで実施されなければならない下院の解散総選挙の行方に注目が集まる。反対票の多さなどに鑑みれば、最速で 17 年春の解散総選挙を予想する声も。また、今回の結果はイタリア国内銀行の不良債権問題にも陰を落とす。当面は、後任首相の下、与党・民主党率いる政権運営が続きそうだが、もはや支持率の低下に繋がるバイルイン（投資家負担）を通じた銀行支援は封じられた可能性が高い。バイルインがなければバイルアウト（公的支援）は獲得できず、イタリアと欧州委員会の内輪揉めが 17 年のリスクとして懸念される。現状ではイタリア 10 年金利の動きは落ち着いており、ECB が特別なオペを必要とするようには見えない。8 日の ECB 理事会は淡々と拡大資産購入プログラム (APP) の半年延長を決めると予想。

～イタリア政局、焦点は解散総選挙の前倒しへ～

欧州時間 4 日に投開票が行われたイタリアの憲法改正を問う国民投票は事前予想通り反対派が勝利し、上院権限を縮小する憲法改正は否決される運びとなった。また、当初宣告されていた通り、レンツィ伊首相はこれを自身への不信任投票と解釈し、辞任の意向を表明している。後任はマッタレラ伊大統領により指名され、現段階ではパドアン経済・財務相の名などが挙がっている（もちろん、任命すべき候補者が調整できなかった場合には解散総選挙に至るが、この展開をメインシナリオに置いている向きは今のところ少ない模様）。本欄¹では繰り返し取り上げてきたため詳述はしないが、元より注目されるのは国民投票の結果よりも、2018 年 5 月までのいずれかのタイミングで実施されなければならない下院の解散総選挙である。既に投票結果を受けてイタリアの主要野党は総選挙の前倒し実施を要求し始めている。現在の政府・与党が不信任を受けたばかりであることを踏まえれば、大統領が直ぐに解散総選挙を決断することは無いと思われるが、反対票が約 60%にも達した以上、現体制を長期間、持続させることが難しいのも事実だろう。直近では 3 代に亘って選挙を経ずに首相が選ばれていることも考慮すれば、最速で 2017 年春の解散総選挙もあり得る。

だが、暫定首相の下、残り少ない任期で国民の支持率を取り戻す政策運営を行い、五つ星運動との支持率格差を拡げることは困難だろう。そもそも今回の結果は、与党・民主党の進めるリベラル寄りの政策に国民が辟易としていることの証左でもある。こうした背景の下、改革派として鳴らしてきたレンツィ首相の改革路線を後任首相に期待するのは無理筋と思われ、イタリアが低成長から抜け出すための各種構造改革は再び頓挫することになりそうである。イタリア政局を巡る次の焦点は「解散総選挙→民主党敗北→五つ星運動を筆頭とする反 EU 勢力が下院を支配」といった展開であり、

¹ 本欄 2016 年 11 月 17 日号『イタリア国民投票に関する Q&A』、本欄 2016 年 12 月 1 日号『イタリア国民投票プレビュー』などをご参照下さい。

これが 2017 年に持ち越されることで、1 年の内にユーロ圏 3 大国全てで総選挙が実施されるというカレンダーが見えてくる。ユーロ相場にとっては政治リスクが大きな重石となる年になる。

～イタリアの金融システム不安は大きくなった上で持ち越し～

また、今回のイタリア国民投票やこれに付随する政局の流動化は同国の国内銀行の不良債権処理問題とも絡んでいると見られてきた。実際、レンツィ首相辞任によって先行き不透明感はかなり強まったと言える。投票結果が現在の政府・与党に対する批判の声を象徴している以上、今後、国民の反感を買いやすい政策は極力回避される公算が大きい。この点、預金保険上限を超える預金者や劣後債の保有者を含めた投資家負担を強いるベイルインに踏み切った上で、公的資金注入を主軸とするベイルアウトを獲得するという不良債権処理の難易度は上がったと考えられる。イタリアの劣後債保有者の多くが家計部門である以上、政権支持率の低下に直結しかねないベイルインは回避される意向がますます強まりそうであり、結果としてイタリア政府と欧州委員会の対立構図が鮮明化する可能性がある。これは市場心理にとって明らかに重石である。

また、政府が各種ファンドを用いて進めようとしていた不良債権の購入に関しても、レンツィ首相が去った政権の下で、円滑に進むのかは定かではない。これほど政治的不透明感の強い国の銀行の不良債権を進んで買ってくれる投資家は多くないだろう。イタリアの金融システムに係る不安は、国民投票を経て大きくなった上で、2017 年に持ち越されたと考えておきたい。

～ECB は波乱無く APP 延長へ～

事前報道を受け十分織り込まれていたこともあり、国民投票の結果を受けた金融市場は比較的、穏当な動きを見せている。最も懸念されたイタリア 10 年金利の急騰に関しても、結果判明後に加速するような動きは見られておらず、11 月半ばには 2.20% 付近まで上昇していたものが昨日時点では 1.90% 付近まで下落している。こうした状況の中、明日 (8 日) には ECB 理事会が開催されるが、一部で期待されていたイタリア国債の買い増しなどが決定される必要性は低いように思われる。確かに既往ピークではあるものの、元より技術的な限界を迎えつつある拡大資産購入プログラム (APP) に負荷をかけるほどの水準とも言えないだろう

とはいえ、上述したように、同国の抱える不良債権処理問題の先行きは決して明るいものではなく、実際、欧州銀行の CDS は高止まりしたままである (図)。斯かる状況下、ECB が緩和の手を休めることは考えられず、一部で可能性が囁かれていたテーパリング観測などは杞憂と思われる。市場の注目は来年 3 月末に期限を迎える APP の延長有無だが、依然としてユーロ圏消費者物価指数 (HICP) が前年



比+0.5%未満で推移していることを踏まえれば、ここで終了を宣言する理由はなく、淡々と 2017 年 9 月末まで、半年間の延長を決定すると予想したい。APP には「(インフレ率に関し中期に亘って

2%以下だがそれに近い値の実現という理事会の) 目標と整合的な経路への持続的調整を見るまでは継続」といったフォワードガイダンス文言が付されていることを忘れてはならない。また、直近となる 10 月 20 日開催分の ECB 理事会議事要旨を見ても、リスクは明らかにダウンサイドにあることが示唆されており、やはり「次の一手」が引き締めとなる可能性は低い。もちろん、APP に関し、継続はするが、その「量」に関しては漸減させたい(いわゆるテーパリング)という思惑が皆無とは言えず、将来的に検討議題に上がってくる可能性はある。だが、米大統領選挙におけるドナルド・トランプ氏の勝利以降、(日本以外は)世界的に金利が上昇しており、ユーロ圏もその例外ではない。結果的に、APP で購入対象となる預金ファシリティ金利(▲0.40%)以上の債券が拡大しており、技術的に購入資産が不足するという事態も一時的には緩和されていることを踏まえれば、少なくとも今週の段階でテーパリングを決断する蓋然性は小さいだろう。

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。

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12月5日	トランプノミックスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプノミックスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票プレビュー
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～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化するドル高相場～レーガノミックスとの比較～
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	トランプノミックスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミックス相場に関する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～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	ブレインード講演を終えて～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年上半期～
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)とユーロ相場見通し
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