

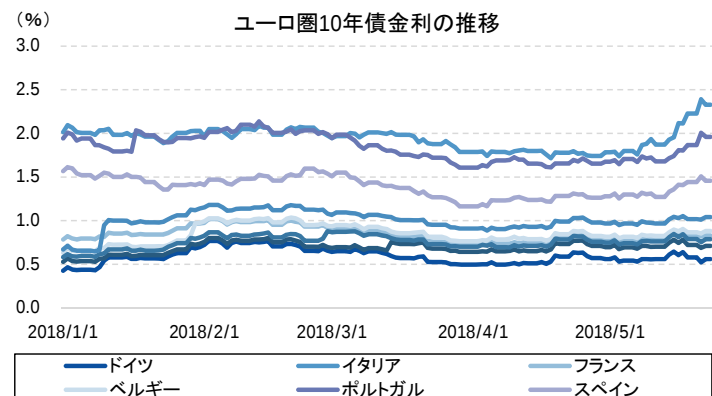
みずほマーケット・トピック(2018 年 5 月 23 日)

イタリア政局の現状と展望～論点整理～

混迷の度を深めていたイタリア政局がようやく首相指名まで漕ぎ着けた。ここで現状を整理した上で、今後の展望も検討しておきたい。新首相や新財務相の人事観測に市場は振らされているが、今後にとって重要な事実には新政権が反体制(≡反 EU)を謳うポピュリスト政権らしく拡張財政への傾倒が色濃くなりそうということ。経済政策以外でも反移民を筆頭に EU の既存方針の全否定が基本姿勢となりそうである。新政権が自身の主張に拘泥すれば、EU(欧州委員会)は財政規律違反を理由に制裁発動を検討するかもしれない。緊縮を巡ってギリシャと EU が熾烈な対立を繰り広げ、同国がユーロ離脱寸前まで追い込まれた 3 年前の出来事が思い返される。なお、イタリア金利が上昇するのに伴いスペインやポルトガルの金利も上昇している。事態が落ち着かない限り、ECB の正常化プロセスの進捗にも影響が不可避と考えられる。

～閣僚人事を巡りイタリア不安消えず～

昨日の為替市場ではドル相場が下落した。石油輸出国機構(OPEC)による生産量引き上げの可能性が報じられており、原油価格の下落に連れてドルも手放されている。一方、連日上値の重さが指摘されるユーロ相場は引き続き軟調であり、昨日はイタリア連立政権の人事観測を巡ってユーロ売りが相次いだ。21 日、「五つ星運動(M5S)」と「北部同盟(The League)」の両代表は政界ではほぼ無名の



弁護士であるコンテ氏を首相候補として推薦することを明らかにしている。また、昨日には新たな財務相候補としてエコノミストで企業幹部のサボナ氏の名前が報じられている。コンテ氏の政治手腕が全く未知数である上に、サボナ氏に至っては過去、ユーロ離脱計画の必要性を主張していたという経緯も取り沙汰されており、イタリア国債利回りは引き続き騰勢を強め、ユーロも軟調な地合いが続いている。

～イタリア政局の整理～

イタリアでは総選挙後、連立協議が首尾よく進まず、ようやく(ポピュリスト政党同士とはいえ)政権樹立の芽が見えてきたところに今度は閣僚人事で市場から反発を受けるという一筋縄ではいかない状況が続いている。ようやく首相指名まで漕ぎ着けたところで現状を整理しておきたい。

まず、獲得議席数でトップである「五つ星運動」のディ・マイオ党首、そしてこれと連立を組む「北

部同盟」のサルヴィーニ書記長は協議の上、共に首相には就任しないことで足並みを揃えるという合意があった。そこで白羽の矢が立ったのがフィレンツェ大学教授で弁護士のコンテ氏である。同氏は無名だが、突然降って沸いたわけでもなく、「五つ星運動」が行政担当の閣僚候補として選挙前から指名していた人物である。選挙戦においては「五つ星運動」の司法政策周りの策定を担っており、ディ・マيو党首との親密な間柄があるとされている。しかし、報じられている通り、政治や外交の経験は非常に乏しく、2つのポピュリスト政党に板挟みとある中で実質的な政治が運営できないのではないかとの懸念が払拭されていない。恐らくはディ・マيو党首やサルヴィーニ書記長は重要閣僚として連立政権入りすると見られるが、この2人が実質的に切り盛りしていく構図が容易に想像され、それゆえに円滑な政権運営は進まないとの見方が強い。

いずれにせよコンテ氏を候補とすることで両党の意見が一致したので、次の展開は首相の任命権を有するマッテッラ大統領による指名となる。既に大統領は両党首と会談した上でコンテ氏指名の提案を受けているが、本稿執筆時点では指名を保留している。大統領が指名した時点でそこから2週間以内に議院での信任投票が行われるが、両党で議席の過半数を保持しているため指名時点でイタリアにポピュリスト政権が誕生することになる。

～危うい連立政権の主張: 思い出される SYRIZA の経験～

仮に、大統領が指名したと仮定し、連立政権が生まれた場合はどのような展開が想定されるのか。既に報じられている通り、「五つ星運動」は党の創設時ほど過激な主張には傾倒しておらず、極端な展開にはならないとの見方は多い。一部報道を受けて市場が動揺した①ECB 保有のイタリア国債をリストラする計画、②リスボン条約にユーロ離脱手順を明記させる計画、③ユーロ離脱を問う国民投票の実施計画などは連立綱領には盛り込まれず、両党首からも否定されている。

しかし、反体制(≡反 EU)を謳うポピュリスト政権らしく拡張財政への傾倒は色濃い。具体的には最低所得保障の導入や付加価値税引き上げの見直し、EU の財政協定見直しなどが盛り込まれている。経済政策以外では移民・難民政策の見直し、不法移民・難民の取り締まり強化、ロシアへの制裁解除なども主張されており、基本的に EU の既存方針の全否定に近い。

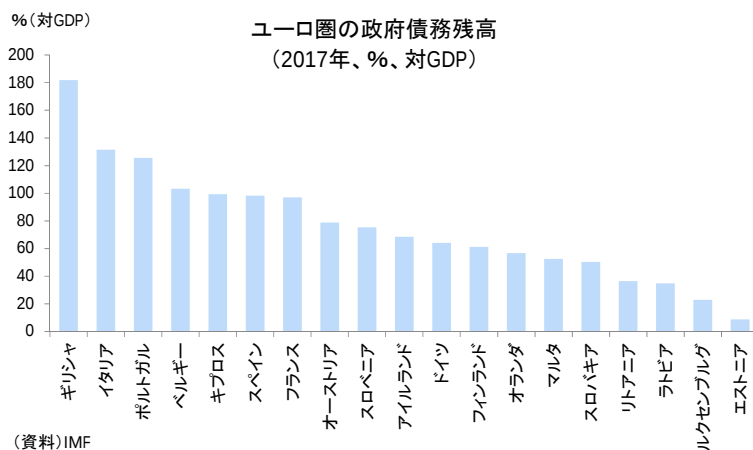
つまり、仮に大統領の首相指名を経て連立政権樹立に漕ぎ着けたとしても、その先には EU との全面対決というかつてのギリシャが経験したような道が予想されているのが現状である。実現可能性が高そうな妥協を図るといふ「大人の判断」をコンテ新首相が下すことが期待され、恐らくはそれがメインシナリオだが、トランプ政権の例を見ても分かるように、政治未経験者が元首に就くことで当面は予測不能な展開が起きる可能性もある。上述した①～③のような極端な主張を取り下げたことは「大人の判断」の表れと思いたいですが、実際に政権を取った後にどうなるかは定かではない。

新たな連立政権が自身の主張に拘泥するようなことがあれば、EU(欧州委員会)は財政規律違反を理由に制裁発動を検討するかもしれない。緊縮を巡ってギリシャの極左政権(SYRIA)が EU と熾烈な対立を繰り広げ、国内銀行システムが停止、ユーロ離脱寸前まで追い込まれたのがちょうど3年前だった。結局、ギリシャは ECB の緊急流動性支援(ELA)抜きでは身動きが取れない経済・金融状態にあったため妥協に至ったが、ギリシャに比べればイタリアは体力があるだけに不安はある。抵抗を続けた末に大掛かりなテーマで国民投票に打って出るというのがギリシャでも英国でも見られたパターンだが、イタリアが同様の発想に出る可能性もあるだろう。マッテッラ大統領は拡

張的な財政政策に関して財源裏付けが認められない限り、執行に署名しないとの立場であり、これがどの程度歯止めとして機能するか注目したい(それが首相指名の条件になる可能性もある)。

～ECB 正常化プロセスへの影響:スペイン、ポルトガルにも被弾中～

以上のような政治的駆け引きの結果、経済・金融的にはどういった展開が懸念されるか。既に混乱気味となっているように、基本的に新政権は「拡張財政路線を取った上で EU の方針には同意を示さない」というスタンスであるため、イタリア国債を手放す流れは当面続きやすい。なお、P.1 の図にも示されるように、イタリア国債が売られるに伴いスペイン国債やポルトガル



国債まで売られているという現状も見逃せない。これは両国においてはイタリア同様、ポピュリズム政党が存在していることが意識されているのだろう。また、そもそも政府債務残高(%、対 GDP、2017 年)で見た場合、イタリアはギリシャに次ぐ域内 2 位、ポルトガルは 3 位、スペインは 6 位と財政状態に脆弱性が見られる加盟国であることも意識されているかもしれない。一国の債務懸念が類似の他国に波及し始めるとこれを収束させるのには大変な困難が伴う。そこまでは至らない可能性が高いが、2009～2013 年には頻繁に見られた光景であるだけに、金融市場の警戒心は否応なしに高まらざるを得ない。

かかる状況が続いた場合、当然、年内に拡大資産購入プログラム(APP)を終了させたい ECB の正常化プロセスにも影響は及ぶ。イタリアはドイツ、フランスに次いで購入されている国債であり、しかも出資比率を大きく超えて保有されている銘柄である(18.0%の出資比率に対して18.9%と0.9%ポイントオーバー、図)。昨日は拡張財政路線を歩みそうなイタリアの国債に関し、ECB が購入を控えているのではないかと噂をプライマリーディーラーが匿名で否定するというロイター報道があった。そうした報道が出るくらい、現在のイタリア国債は金融政策の帰趨に依存しているということでもあろう。

PSPPの運用状況(2018年4月30日時点)

	出資比率 (①、%)	PSPP実績 (2018年4月30日、②、%)	かい離幅 (②-①、%pts)
ベルギー	3.6	3.8	0.2
ドイツ	26.3	26.6	0.2
エストニア	0.3	0.0	-0.3
アイルランド	1.7	1.5	-0.2
スペイン	12.9	13.4	0.5
フランス	20.7	21.8	1.0
イタリア	18.0	18.9	0.9
キプロス	0.2	0.0	-0.2
ラトビア	0.4	0.1	-0.3
ルクセンブルグ	0.3	0.1	-0.2
マルタ	0.1	0.1	-0.0
オランダ	5.9	6.0	0.1
オーストリア	2.9	3.0	0.1
ポルトガル	2.6	1.8	-0.7
スロベニア	0.5	0.4	-0.1
スロバキア	1.1	0.6	-0.5
フィンランド	1.8	1.7	-0.1
リトアニア	0.6	0.2	-0.4
合計	100.0	100.0	

(資料) ECB、※本来、PSPPの実績には国際機関債が含まれる。ここでは純粋にユーロ圏国債の購入割合と出資比率を比較するように調整。ギリシャは対象外なので控除。

現状を踏まえる限り、イタリア10年金利が騒動前の2%弱にまで戻らない限り(現在2.3%程度)、6月にAPPの9月打ち切りを議論するのは難しいように思える。こうしたセミア国の政局流動化に

加えて、年初から問題視されている基礎的経済指標の悪化が続いており¹、ECB を取り巻く政策環境は俄かに雲行きが怪しくなっている。利上げの可能性に至っては年内に議論が開始できるのかどうかも危うい情勢と見受けられる。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

¹ 本欄 2018 年 5 月 10 日号『最近のユーロ圏経済の失速について』をご参照下さい。

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
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドファンディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見る各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を讀み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にブレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう讀むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルスステッピングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)