

みずほマーケット・トピック(2018年5月29日)

続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～

極左政党である「五つ星運動(M5S)」と極右政党である「同盟(The League)」が推薦する財務相候補をマッタレラ大統領が指名拒否したことでイタリア政局が混迷の度を深めている。連立協議の失敗を受けてマッタレラ大統領は元IMF 財政局長のコッタレリ氏を暫定政権の首相とし、組閣を委ねているという事態に。コッタレリ氏は親EUで、緊縮路線を明確に支持する人物で上述の2党とは正反対の主張を持つ。同氏が議会の信任を確保した上で予算審議などを乗り切るのは事実上不可能であることから、再選挙は必至の情勢。一部の伊紙では9月9日再選挙の可能性を報じている。しかし、再選挙を実施したからと言って議会の勢力図が親EUに変わる見込みはなく、むしろ右傾化が進む恐れも。片や、スペインでも首相退陣要求が強まっており、最悪の場合、今秋にイタリア、スペインのダブル総選挙という懸念まで浮上している。年内に拡大資産購入プログラム(APP)を終了させたいECBにとっては大誤算とも言える事態。

～まさかの再選挙へ:後味の悪い指名拒否～

昨日はイタリア政局が混迷の度を深める中、ユーロ相場の軟調推移が続いた。極左政党である「五つ星運動(M5S)」と極右政党である「同盟(The League)」の連立協議という無理筋な展開に追い込まれていたイタリア政局は結局、政権樹立に至らず再選挙という可能性が濃厚になってきた。後述するように、ECBにとっては最も忌むべき、大誤算の展開ということになりそうである。

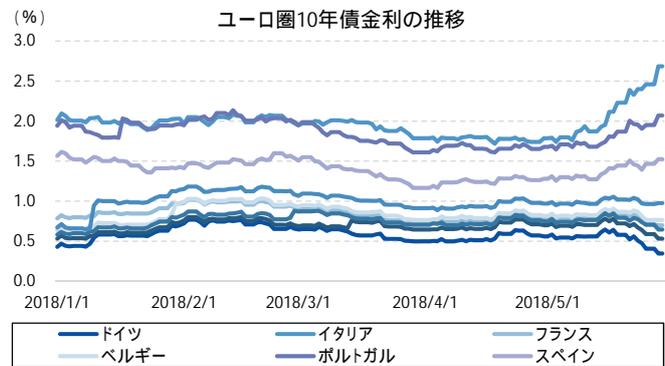
事態を改めて整理しておく、3月総選挙で獲得議席数トップとなった「五つ星運動」のディ・マイオ党首、そしてこれと連立を組む「同盟」のサルヴィーニ書記長は協議の上、共に首相には就任しないことで足並みを揃えていた。そして先週21日、両党は政界でほぼ無名の弁護士であるコンテ氏を首相候補として推薦することで一致し、マッタレラ大統領も同氏の指名に賛意を示していた(イタリアでは大統領が首相と閣僚の任命権を有する)。しかし、続いて財務相候補として推薦されたエコノミストで企業幹部のサボナ氏に関しマッタレラ大統領が指名を拒否、2党も同氏以外の候補を推薦しなかったため組閣が挫折し、足許の混乱に至っている。マッタレラ大統領はサボナ氏の指名拒否の理由に「国益」という言葉を用いており、サボナ氏がかつてユーロ離脱計画の必要性を主張していたという経緯が考慮された跡が窺える。組閣失敗を受けマッタレラ大統領は元IMF 財政局長のコッタレリ氏を暫定政権の首相とし、組閣を委ねている。コッタレリ氏は親EUであり、バックグラウンドからも分かるように緊縮路線を明確に支持する人物で上述の2党とは正反対の主張を持つ。同氏が議会の信任を確保した上で予算審議などを乗り切るのは事実上不可能であることから、来るべき総選挙までの選挙管理内閣としての位置付けになる。こうした状況下、既に一部の伊紙では9月9日再選挙というシナリオが報じられている。

しかし、どのような理由であれ、総選挙で選ばれた政治家が推薦する閣僚候補をその主張が気に入らないという理由で大統領が組閣に協力しないということには後味の悪さも残る。仮に反EU・

反ユーロの連立政権が樹立し、その経済・外交方針が欧州委員会の基本方針と全面衝突することになったとしても、交渉して摺り合わせ、着地点を見極めるのが筋だったのではないかと。両党は指名拒否が憲法違反になるとして、大統領の弾劾手続きを要求している。

～民主主義という「名」か、市場安定という「実」か～

もちろん、左右両極に主張展開するポピュリスト連立政権がユーロ懐疑派の財務相を擁し、欧州委員会と全面対決するというシナリオを金融市場が歓迎するはずもなく、マッタレラ大統領の判断は混乱回避の観点から適切だったという評価もある。イタリア 10 年国債利回りは 5 月に入り約 90bps も上昇しており(図)、こうした市場の「声」を無視して組閣を許せば、どの道、政権運営は行き詰ったという考え方もあろう。しかし、こうした市場の「声」があればこそ、連立政権は欧州委員会と折り合う道筋を自分達で見つけようとしたはずであり、ギリシャでさえそうだった。今回の騒動は客観的に見れば EU が「手先である大統領」を通じて内政に干渉したようにも映り、禍根を残す可能性はある。要は民主主義という「名」を取るか、市場安定という「実」を取るかという問題であったと言えるが、連立政権に任せていてもいずれは「実」を取った可能性が高いと筆者は考えている。



(資料) Bloomberg

詰ったという考え方もあろう。しかし、こうした市場の「声」があればこそ、連立政権は欧州委員会と折り合う道筋を自分達で見つけようとしたはずであり、ギリシャでさえそうだった。今回の騒動は客観的に見れば EU が「手先である大統領」を通じて内政に干渉したようにも映り、禍根を残す可能性はある。要は民主主義という「名」を取るか、市場安定という「実」を取るかという問題であったと言えるが、連立政権に任せていてもいずれは「実」を取った可能性が高いと筆者は考えている。

～ECB にとって大誤算～

しかし、最も重要なことは再選挙を実施したからと言ってイタリア議会の勢力図が親 EU に変わる見込みが殆どないということだ。次回選挙でも「五つ星運動」と「同盟」の連立以外に現実的な組み合わせは考えられず、結局、元の本阿弥になる可能性が高いというのがもっぱらの観測である。9 月 9 日まで引っ張って同じ騒動を繰り返すくらいならば、今回連立を組ませて欧州委員会との妥協点を早いうちから探らせた方が賢明だったという話になるのではないかと。世論調査の現状は大統領も承知の上であろうから、やはり指名拒否(そしてその先にある再選挙辞さず)という決断にはやや疑問符が付く。なお、現時点では 3 月再選挙時よりも極右である「同盟」が勢いを伸ばしているという世論調査もあり、9 月再選挙後に樹立される連立政権では一段と反 EU 色が強まる恐れもある。

また、ユーロ相場を見通す上では、今回のイタリア騒動が ECB にとって大誤算に発展しかねないことに留意しておく必要がある。周知の通り、ECB 政策理事会は目下、「拡大資産購入プログラム(APP)をいつ、どのように打ち切るか」を主要論点としている。年初からの基礎的経済指標の悪化を踏まえる限り、7 月 26 日の政策理事会まで様子を見た上で 9 月末に打ち切るのか 12 月末に打ち切るのかを見極め、9 月政策理事会では 7 月に示唆した終了方針を再確認するだけというのが腹積もりだったのではないかとと思われる。いずれにせよ「年内に APP は終了する。これを 9 月に宣言する」というのがメインシナリオだったはずであり、次の課題は利上げだった。

しかし、9 月の政策理事会は 13 日である。9 日にイタリアが再選挙を行い、その僅か 4 日後の政策理事会で APP 終了を宣言できるだろうか。現在、ECB が毎月購入している国債の 19%弱がイタ

リア国債であり、これは出資金比率対比で 1%程度オーバーして購入されている(表)。政治混乱に乗じてイタリア国債が売り叩かれる中で、ECB が難なく身を引けるとは思えない。9月9日にイタリア再選挙が設定された時点で9月政策理事会でのAPP終了宣言は難しくなったと考えるのが自然であり、とすれば7月26日の政策理事会で早々に12月ないし来年3月までの延長を宣言する可能性も無いとは言えない。そうなってくると最短で来年6月と目されていた利上げも9月まで後ずれし、2019年中の利上げも実現可能性が危

うくなるのではないかと懸念されている。昨年来から盛り上がってきたユーロ買いが2019年の利上げ着手、2020年のプラス金利復帰までを視野に入れていたことを思えば、さらなるユーロ売りに繋がる可能性がある。

さらにここに来てスペインでも国民党の汚職問題に絡んでラホイ首相への退陣要求が強まっている。この騒動の帰結が再選挙や政権交代に至るのかどうかはまだ状況がはっきりしていないが、最悪の場合、今年秋にイタリア、スペインのダブル総選挙というシナリオまで浮上しており、過去最長の景気拡大を背景として順風満帆にあったECBの正常化プロセスは一気に雲行きが怪しくなってきたと考えざるを得ない。

PSPPの運用状況(2018年4月30日時点)

	出資比率 (、%)	PSPP実績 (2018年4月30日、%)	かい離幅 (-、%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。

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。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.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25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
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読むべきか?
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の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	想定が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と各国通貨の現状～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」から何を読み取るか?
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(本当にプ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値急騰」～
	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読むべきか?
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年の動所～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～株値vs. 経済成長～