

みずほマーケット・トピック(2018年6月5日)

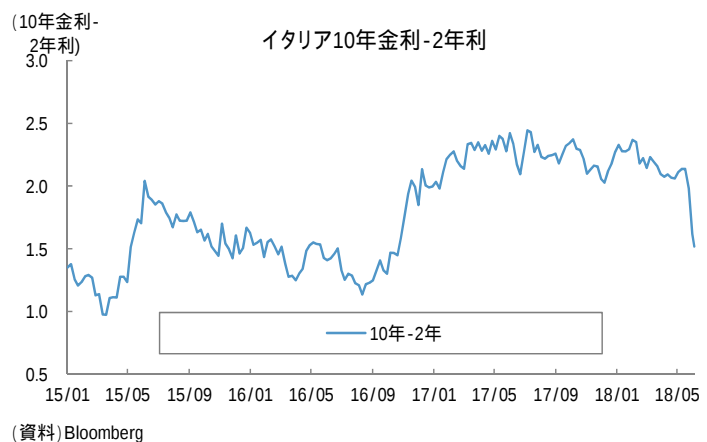
イタリア危機は去ったのか? ~このままでは済まず~

イタリア危機から約1週間が経過しようとしている中、これを過去のものと思なそうとする雰囲気強い。しかし、債券市場の利回りが下げきらない状態が続いているのは「このままで済むはずがない」という恐怖心の表れではないか。一連の騒動で進んだベアフラット化の爪痕は色濃く、近い将来における急激な景気の冷え込みを市場は警戒している。極左政党「五つ星運動」と極右政党「同盟」から構成されるポピュリスト政権の唯一にして最大の共通点は拡張財政路線であり、同時にそれが欧州委員会(EU)やECBとの最大の相違点である。これが問題になるのは秋の予算審議の頃か。財政協定の遵守を求めるEUの介入が予想されるが、展開次第ではミニBOT(短期財務証券)の導入や国民投票の可能性をちらつかせる瀬戸際交渉が始まる恐れも。その際、再びイタリア国債の利回りは跳ねるだろう。不良債権処理が進んでいないイタリアの国内銀行部門にとってこの展開が長引くことはネガティブと考えられる。この点、かつてなく大きい経常黒字がポピュリスト政権に時間稼ぎの余裕を与えてしまうという意外な面も気掛かり。

~色濃く残るベアフラット化の爪痕~

イタリア危機から約1週間が経過しようとしている中、既にこれを過去のものと思なそうとする雰囲気強い。ユーロは直近安値(1.1510)から買い戻され、懸案のイタリア国債利回りも落ち着きを取り戻していることから、一旦は市場のテーマから外れていることは間違いない。しかし、2009年以降の欧州債務危機や2015年以降の難民危機がEU加盟国政治の在り方を実際に大きく変えてしまった(ポピュリストが野党多数派ではなく実際に政権奪取まで至った)という意味で、今回のイタリア政局が持つ歴史的意味合いは非常に大きいものだろう。少なくとも筆者はそう考えている。

債券市場の利回りが下げきらない状態が続いているのは「このままで済むはずがない」という恐怖心の表れだろう。イタリア国債利回りは全ての年限において一旦ピークアウトの兆しが見られるが、一連の騒動で進んだベアフラット化の爪痕は色濃く(図)、近い将来における急激な景気の冷え込みを警戒する構図となっている。識者によってはこうした相対的に短めの金利上昇をイタリアのユーロ離脱とその必然として訪れる為替リスク・プレミアムの



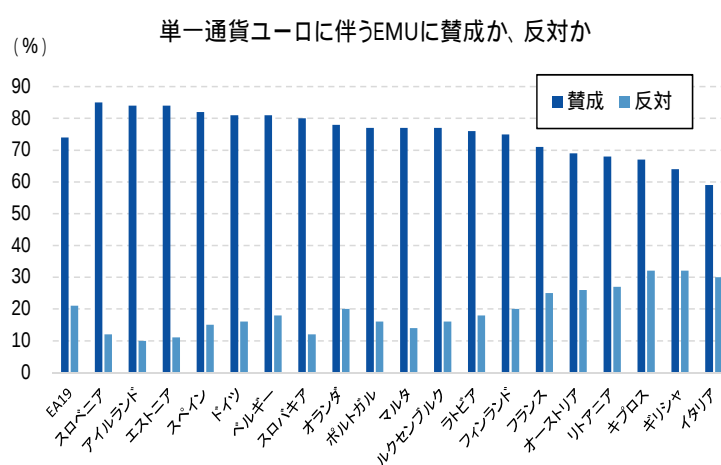
の拡大に求める向きもあるが、そこまで合理的な懸念が金融市場で織り込まれているかどうかは定かではない。だが、ポピュリスト政権としか形容しようが無い新政権を待つ「最悪のシナリオ」としてそ

れ(ユーロ離脱)が想定されるのも確かである。

～とりわけユーロを信じていないイタリア～

極左政党「五つ星運動」と極右政党「同盟」から構成されるポピュリスト政権の唯一にして最大の共通点は拡張財政路線であり、同時にそれが欧州委員会(EU)やECBとの最大の相違点でもある。最低所得保障や付加価値税引き上げ見送り、所得減税など、現在標榜されている目玉政策の何らかの形で修正しない限りは2015年上半期のギリシャ極左政権が経験したような苛烈な対立が待ち受けるだろう。行き詰ったポピュリスト政権が最後にすがるのが国民投票である。ポピュリスト政権ではないが、英国でも党内対立が行き詰まり、結局は国民投票に意思決定を外部化した(そしてEU離脱に至った)。ゆえに、最悪のシナリオが無いとは言えない。

昨日はユーロ離脱を問う国民投票が実施された場合、イタリア国民の29%が離脱に投票するというヘッドラインが報じられており、「EUを信頼する」との回答が40%にも満たなかったとの調査が明らかになっている(イプソスが1002人を対象に5月30～31日に実施した調査)。EUへの信頼は脇に置いたとしても、約30%がユーロ離脱を望んでいるというのは相応に大きい数字ではないだろうか。2016年の英国民投票や米大統領選でも指摘されている事実だが、

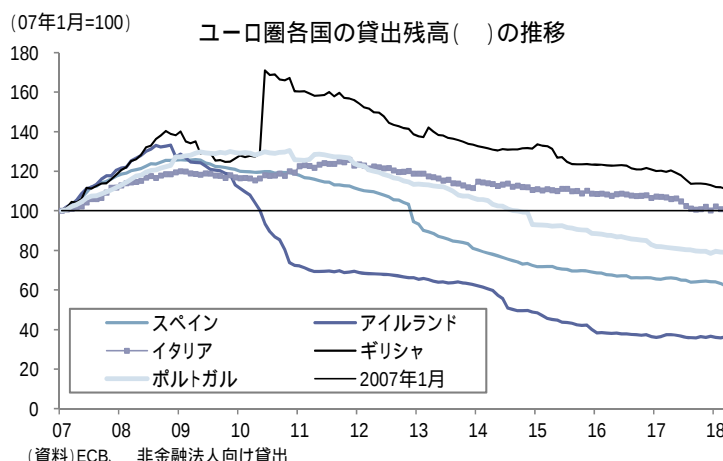


が、回答することが自分の不利益になると考え本音で調査に答えない「物言わぬ多数派(サイレント・マジョリティ)」が勝敗を決したといわれている。これは2017年9月のドイツ総選挙で「AfD(ドイツのための選択枝)」が予想以上に議席を伸ばした時にも指摘された。投票の有無が現実的ではない現段階から約30%もの層がユーロ離脱を支持しているというのはそれなりにショッキングなデータと言える。欧州委員会の実施する世論調査『Eurobarometer』によれば、イタリアは共通通貨ユーロへの信認が加盟国の中で最も低い国である(図)。投票となればその深層心理が表出するリスクは氣にかけざるを得ない。

～進んでいない不良債権処理～

イタリア議会において予算審議が本格化するのは秋であり、10～12月期には何らかの形でEUと小競り合いが生じることが予想される。当然、財政協定の遵守を求めるEUは新政権の予算に介入しようとするだろうが、展開次第ではミニBOT(短期財務証券)の導入や国民投票の可能性をちらつかせる瀬戸際交渉が始める可能性がある。その際、再びイタリア国債の利回りは跳ねることになる。現時点でもそこまで見えているのだから、やはりECBが9月末で拡大資産購入プログラム(APP)を終了させるのは相当リスクな決断だと言わざるを得まい。

こうして考えてみると、恐らくイタリア政局やECBの金融政策運営の行方は「イタリア国債利回りの上昇に対し自国の国債を多く保有するイタリア国内銀行部門が耐えられるか」という問題意識に依存することになりそうである。周知の通り、イタリア国内銀行の不良債権比率はユーロ圏全体の4.9%に対して11.1%と著しく高い。もちろん、好景気と共に不良債権処理が進んでいることが期待されるわけだが、実はイタリア



国内における貸出残高は殆ど変わっていない(図)。通常、不良債権処理が進めば貸出残高も減るはずなので、この点は懸念すべき事実だろう。欧州債務危機の時代、イタリアと共に市場を揺るがした他の南欧諸国では軒並み貸出残高の減少が見られているだけに、ここに同国の特異性が見て取れる。金利上昇を直面した際の脆弱性は今後の展開にとって重要な論点となろう。

～むしろ経常黒字が不安材料？～

そのような国内金融システムの現状があるからこそ、新政権はEUとの全面衝突を極力避け、現実路線に転じることがメインシナリオとなる。ユーロ離脱によりイタリアの対外競争力が改善することは間違いないが、そこに至る過程で国内銀行部門や企業部門が激しく損傷する可能性が高く、政党の掲げる理想は現実の厳しさに修正を迫られるというのが最もありそうな展開だろう。敢えて不安点を上げるとすれば、逆説的ではあるが、イタリアが経常黒字ということかもしれない。2015年のギリシャがEUにギブアップしたのは、政治的妥協がなければECBから緊急流動性支援(ELA)の承認を受けられないという差し迫った状況にあったからだった。2017年のイタリアの経常黒字は561億ドル(GDP比+2.9%)と過去最大であり、この分、抵抗するだけの時間が確保されているとも考えられる。衝突が長引けば、国内経済へのダメージもそれだけ重いものになるだろう。

いずれにせよ政局は水物であり現時点で合理的な予想は難しい。しかし、ただ1つ言えることは、これでイタリア危機が終わったと考えることが尚早であるという事実だろう。

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。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.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6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン經由南米行き?～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
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～
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	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クワデリング・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	ステルステーパリングの「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