

みずほマーケット・トピック(2018年8月15日)

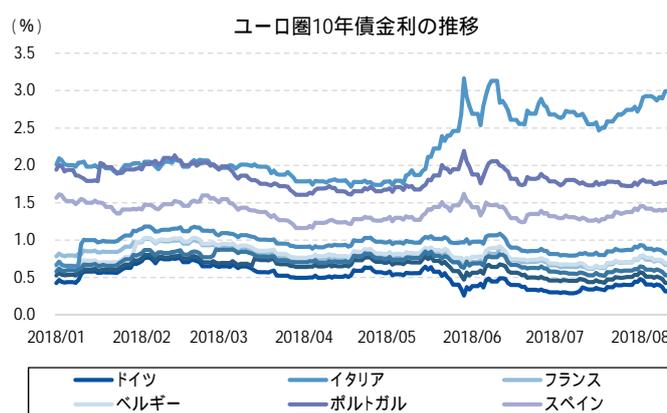
イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～

トルコショックの完全収束が見えない中、イタリア国債利回りの高止まりが目につく。トルコショックが現在進行形の危機だとすれば、イタリアの危機は10月を目処に警戒される潜在的な危機。今月に入りイタリアのポピュリスト政権が秋の来年度予算審議に先駆けて財政運営に係る基本方針の議論を始めている。予算編成の過程で財政規律を重んじ、市場およびEUからの信認が厚いトリア経済・財務相が辞任に追い込まれるのではないかとの観測が燻っており、これがイタリア国債ひいてはユーロ売りに繋がっている状況。10月15日とされる欧州委員会への提出期限を前に閣内の予算計画をまとめられるかに注目。危機を経て、イタリアの貯蓄・投資バランスは改善しており、資本流出への耐性は増している。それだけ「時間稼ぎ」ができる体質になったともいえ、ポピュリスト政権と欧州委員会の調整が厳しいものになるという見方も可能。

～もう1つの潜在的な危機～

先週末のトルコショックを受けた市場心理の悪化はとりあえず小康を得ており、トルコリラ、アルゼンチンペソ、南アランドといった問題の通貨は反発している。しかし、昨日、トルコのエルドアン大統領は米国による制裁に対抗すべく、「トルコに攻撃を仕掛ける者はコストを支払うことになる」と述べた上で米国製電子機器の購入をボイコットする方針を示している。事態打開の鍵を握るともされる米国人牧師解放についても目処が立っておらず、トルコショックの完全収束はまだ見えてこない。

ところで一昨日の本欄でも議論したように、トルコショックに絡んでは欧州金融システムへの不安も取り沙汰されており、13日夜には欧州委員会のシュパール報道官がブリュッセルで記者団に対し、「(欧州委員会は)グローバル市場の動向を注意深く見守っている。トルコリラの動きが欧州の銀行に与えかねない潜在的影響も認識している」と述べ、恐らくEU当局者としては初めて本件に公式のコメントを出している(発端



となった英フィナンシャルタイムズ紙では匿名関係者のコメントだった)。こうした状況を受けてユーロ相場が軟化しているのは周知の通りだが、トルコショックとは別にユーロにとって危うい事態が勃発している。トルコに対してはスペイン、フランス、イタリアといった国々でエクスポージャーが大きいとされているが、これらの国の中でイタリア国債の利回りだけが急騰している(図)。これはイタリアに特有の悪材料が出ていたことを意味している。トルコショックが現在進行形の危機だとすれば、イタリアの危機は10月を目処に警戒される潜在的な危機である。

～一枚岩ではないイタリア連立政権～

イタリア国債利回りが上がり始めたのは今月に入ってからであり、トルコショックより微妙に前である。これは 8 月 3 日、イタリアのポピュリスト政権が秋の来年度予算審議に先駆けて財政運営に係る基本方針の議論を始めたことへの反応であった。混乱の実情を理解するためには現在の各閣僚が置かれた立ち位置や来るべき政治スケジュールを理解する必要があるので整理しておきたい。

まず、現在のイタリア連立政権は一枚岩ではない。周知の通り、極右と極左の連立という異例の組み合わせで本来は主義主張が噛み合わない部分もあり得る現政権だが、両党は拡張財政路線という点で一致しており、これが EU の財政ルールとバッティングする可能性が常々取り沙汰されてきた。EU との露骨な対立を回避するために財務担当閣僚には相応のバランス感覚を持った人物が選ばれる必要がある。連立政権発足直前、ユーロ懐疑派で反 EU 色の強い経済学者のサボナ氏が経済・財務相候補とされたところ、大統領がこれを拒否し、政権発足自体が危ぶまれたことは記憶に新しい。そうした経緯で就任したのが現在のトリア経済・財務相であり、財政規律を重んじることから EU や金融市場からは同氏の信認が厚いことで知られる。

だが、重要閣僚であり連立政権を実質的に率いる極右政党「同盟」党首のサルヴィーニ内務相（兼副首相）および極左政党「五つ星運動」党首のディマイオ産業労働相（兼副首相）はトリア経済・財務相と基本的に相容れない政策スタンスにあり、これまでも確執が報じられている。例えば 7 月下旬にはサルヴィーニ・ディマイオ両副首相が国営の預託貸付公庫(CDP)の経営陣人事を巡り、トリア経済・財務相に対して「辞任を非公式に求めることも辞さない」と述べたことが関係者談として報じられている。後に、この報道はサルヴィーニ副首相本人が否定しているが、その頃からイタリア国債利回りは上がり始めている。疑念は今も完全には消えていない。

～当面はトリア経済・財務相辞任を警戒～

来年度予算を巡る今後の予定を見ておくと、まずは各省庁の予算要求に基づき経済・財務相の下で予算計画が提案されることになる。予算計画は閣議決定を経て 9 月中に議会へ提出され、これを土台に策定された政府の予算案が 10 月 15 日までに欧州委員会へ提出される。これに対する欧州委員会の意見表明は 11 月 30 日までとされており、必要があれば修正を勧告することになる。この勧告を受けてイタリア議会は年内(12 月中)に予算案を可決させることになる。上で見たような今月に入り始まった議論は議会提出用の計画に関し土台作りを始めたという段階である。財政規律重視と成長重視という矛盾する路線を如何にして 1 つの案に落とし込み、欧州委員会を説得できるのか。その道筋は現状のところ、全く立っておらず、その実現可能性も不透明である。

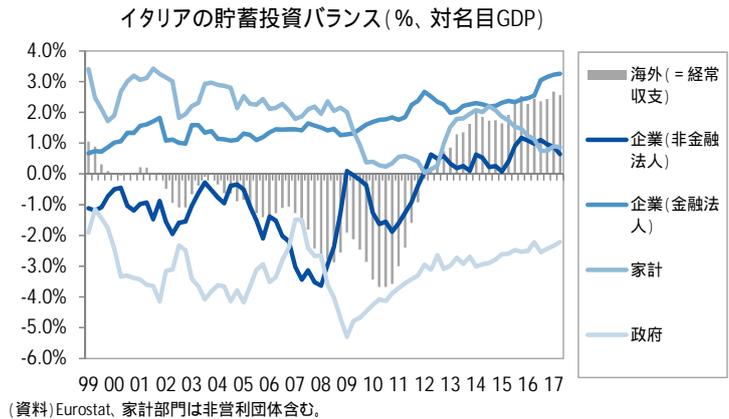
現段階では政権内の不協和音は封じられているものの、今後、年内の予算案策定プロセスが煮詰まるに従い、トリア経済・財務相とその他閣僚との確執が都度報じられる可能性はやはり残っている。残っているからこそ、閣内での議論が始まると同時にイタリア国債の利回りが上昇し、高止まりしていると考えられる。また、連立不成立の元凶となったサボナ氏は EU 問題担当相として入閣していることから、少なくとも両副首相と合わせて 3 名は拡張財政路線にウェイトを置きそうな陣容である。また、ここに至るまで元首であるコンテ首相の名前が殆ど出てこないことから分かるように、その存在感は薄く、やはり両副首相に選ばれた傀儡という印象も受ける。9 月以降本格化するだろうイタリアの来年度予算審議がユーロ相場の足枷となる可能性は非常に高いと言わざるを得ず、当

面はトリア経済・財務相の辞任を警戒しながらの相場展開になる可能性が高いと考えたい。

～「時間稼ぎ」ができるようになったイタリア～

今週 12 日、イタリア連立政権を構成する極右政党「同盟」の幹部ジャンカルロ・ジョルゲッティ氏が伊紙とのインタビューで「(イタリアが)8 月中に投機筋の攻撃対象になる可能性が高い」と述べ、その翌日、ディマイオ副首相が別の伊紙に対し「現政府が攻撃を受ける具体的なリスクは認識していない。その反対をより期待しているくらいだ」と火消しに走るといふ混乱が見られた。連立政権内でどのような議論が交わされているのかは明らかでないが、同政権の志向する拡張財政路線が市場からの攻撃対象となり得ることは暗に意識されているようにも思える。

ちなみに、一連の発言においてジョルゲッティ氏は「(市場に)嵐が到来すれば、われわれは傘を広げる。イタリアは大きな国で、高水準な民間貯蓄などのおかげで、対応するための原資がある」と述べているが、これは事実である。図示されるように、貯蓄・投資 (IS) バランスで見ると、金融バブル崩壊および欧州債務危機を経て企業部門 (非金融法人) の貯蓄不足は解消されており、これを



を主軸としてイタリアは経常赤字から経常黒字に転じている。また、リーマンショックが発生した 2008 年から欧州債務危機が緊張のピークを迎えた 2012 年にかけては家計部門の貯蓄が激減するという動きが見られたものの、これも相応の復元が見られる。懸案の政府部門の貯蓄不足幅も縮小傾向にあり、結果として経常黒字が順調に積み上がる局面に入っている。

もちろん、こうした IS バランスは一国経済として消費・投資活動が停滞しているということでもあり、イタリアの低成長脱却が難しい、ひいては財政状態の著しい改善も望めないということも意味する。だが一方、かつて欧州債務危機時によく見られたように、資金流出の加速に伴い国内銀行部門が危機に陥り、ECB の緊急流動性供給 (ELA) に運命を委ねるような展開も生じにくいということでもある。言い方を換えれば、イタリアはそれだけ「時間稼ぎ」ができる体質になったのであり、今秋以降に想定されるポピュリスト政権と欧州委員会の調整が厳しいものになるという見方も出来るだろう。

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8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ポンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「パブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
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～
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経由南米行き？～)
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～