

みずほマーケット・トピック(2018年10月3日)

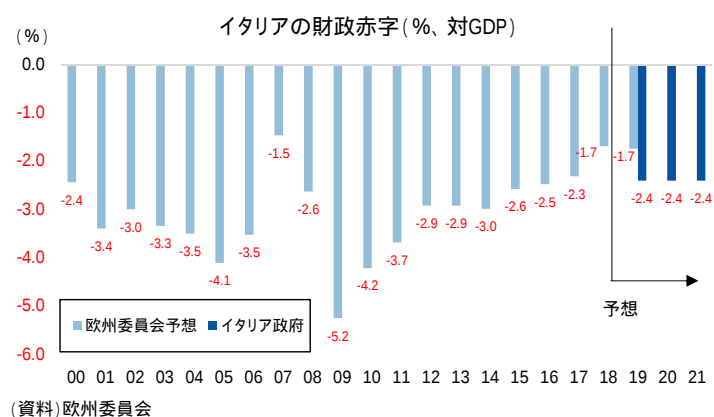
イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～

イタリア政局の混乱が続いている。イタリアのポピュリスト政権が提示した 2019～21 年の経済財政計画(DEF)は 2019 年度から 2021 年度までの財政赤字(%、対 GDP)に関し▲2.4%で横ばいとされているが、財政規律派のトリア伊財務相は▲1.6%を求めており、欧州委員会は▲1.7%を想定していた。ちなみに、安定成長協定(SGP)の求める基準は▲3%であり▲2.4%はこれを遵守しており、ポピュリスト政権にしては常識的な数字に収まったという印象もある。だが、欧州委員会は構造的財政赤字の均衡も求めており、これには不十分という理屈。また、格付け会社対策としてもやはり欧州委員会の振り付けに沿うのが無難であろう。一方、イタリア政府にも言い分はある。財政赤字の拡大懸念を理由に金利が高騰しているのであれば、緊縮路線は致し方ないにせよ、この抑制のため利下げや QE 拡大というのが金融政策に求められるセオリーのはず。ユーロ圏はこれが構造上難しいため、拡張財政をある程度は認めてやらなければ实体经济が痛んでしまう。イタリア政府が欧州委員会の意向を無視して強行突破するシナリオも。

～イタリア政局の整理～

イタリア政局の混乱が続いている。経緯を整理しておく、まず先週9月27日、極左政党「五つ星運動」と極右政党「同盟」の2党が率いるイタリアのポピュリスト政権は2019～21年の経済財政計画(DEF)を発表した。DEFは今後3年間の財政運営を規定する計画であり、これを土台として財務省が2019年度予算案を編成することになる。この予算案の欧州委員会への提出期限が市場でも指摘される「10月15日」である。欧州委員会を無事通過すればイタリア議会において採決へ進むことが出来る。当然、ここで欧州委員会への提出を挟むのは安定・成長協定(SGP)を筆頭とするEUの財政ルールに抵触していないかどうかを査定するためであり、差し戻しの場合は2週間以内に行われることになっている。予算案に対する欧州委員会の意見表明は11月末までに行われ、この意見表明を元にイタリア議会は予算案を議決することになる。この期限が年末である。

現在報じられているDEFでは2019年度から2021年度までの財政赤字(%、対GDP)に関し▲2.4%で横ばいとされているが、財政規律派のトリア伊財務相は▲1.6%を求めていた。拡張財政路線を共有する極右・極左政党の幹部に抗しきれなかった結果であり、結果としてトリア財務相の進退を案ずる声まで出始めている。ちなみに、EUの財政ルールとして最も有名なSGPの求

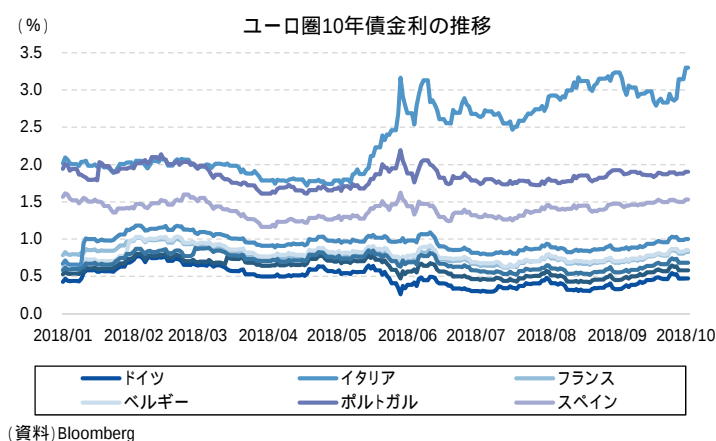


める基準は▲3%であり▲2.4%はこれを遵守していることになる。ポピュリスト政権という触れ込みにしては常識的な数字に収まったという印象もあるだろう。しかし、欧州委員会では2013年に発効した新財政協定の下、構造的財政赤字(財政赤字から循環的要因、一時的要因を取り除いたもの)の中期的な均衡(対GDP▲0.5%以内)も要求している。前頁図に示されるように欧州委員会は2019年度の財政赤字に関し▲1.7%を想定しているが、これは構造的財政収支の悪化を回避し、いずれ改善を目指すことも視野に入れた数字である。ここでイタリアの構造的財政収支に係る欧州委員会予想を見ると、2018年度▲1.7%、2019年度▲2.0%となっている。つまり、「財政赤字が▲1.7%であっても構造的財政収支は均衡に向かわず悪化する」のが実情であり、これをさらに上回る▲2.4%など論外というのが欧州委員会の言い分ということになる。構造的財政収支の均衡が蔑ろにされ、新財政協定に抵触した状況が続くと欧州司法裁判所への提訴を経て欧州委員会から制裁金が課される展開も視野に入る。

～説得は失敗～

こうした状況の中、今週1日にはユーロ圏財務相会合が開催された。やはりというべきか当然というべきか、DEFへの理解は得られなかった。ユンケル欧州委員会委員長からは「危機は一回で十分だ。ギリシャ危機の最も厳しい対応を経験したわれわれは、新たなギリシャ型の危機、今回はイタリアだが、その回避のためにあらゆる努力を傾ける必要がある」などと、危機の再来を不安視する見解が表明されている。その他高官からの厳しい認識も明確に報じられており、例えば経済・財務・税制担当のモスコビシ欧州委員が▲2.4%という財政赤字に関し、コミットメント(約束)からの「極めて著しい逸脱」と指摘したことも報じられている。

ちなみに以上のような混乱の最中、常識派と目されるトリア財務相やコンテ首相以外の同国政治家からは事態悪化を招くような言動が相次いでいる。例えばイタリア下院予算委員会のクラウディオ・ボルギ委員長は地元ラジオとのインタビューにおいて「イタリアは独自の通貨によって問題を解決できると十二分に確信している」と述べ、ユーロ離脱を示唆するような言動をしている。一昨日には「五つ星運動」のディマイオ副首相(兼経済発展相)がやはり地元ラジオに対し2019年予算の目標について「1ミリも動かすつもりがない」と述べたことも報じられている。結果としてイタリア10年金利は3.3%を突破しており、2014年4月以来の高水準をつけている(図)。



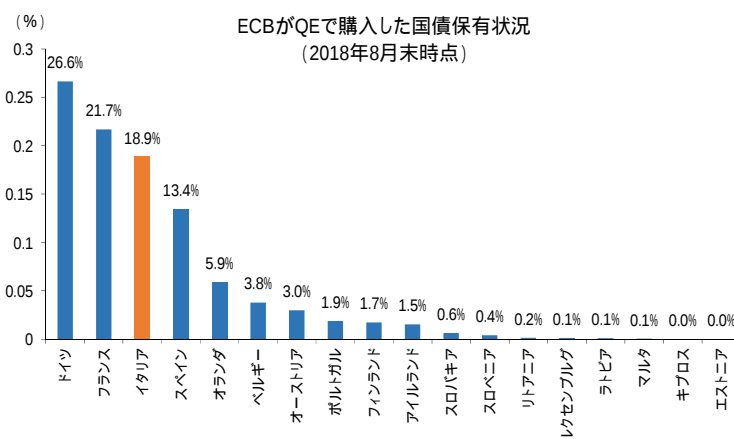
～今回ばかりはイタリアの主張にも分がありそうだが・・・～

しかも、こうした金利水準はECBが3564億ドル(保有合計の18.9%、8月末時点)ものイタリア国債を購入し、今なお保有している状況であることも考慮する必要がある。要するに、相当程度は抑えら

れた結果であるという理解が必要である。この点、今月から始まった量的緩和(QE)の段階的縮小(テーパリング、月間300億ユーロ→月間150億ユーロ)によって金利の上振れが不必要に増幅されている可能性も否定はしかねる。ここにイタリア政府は理不尽さを感じることだろう。

既に述べたように、トリア財務相の目標には届かなかったとはいえ、DEFで示されたGDP比▲2.4%の財政赤字はSGPを遵守しており、近年と比べても異常な水準でもない。例えば、過去3年平均は▲2.5%、過去5年平均は▲2.3%であり、ポピュリスト政権としては財政運営の連続性をよく確保したようにも思える。もちろん、今月末までには米格付け会社ムーディーズによる格下げを懸念する声もあり、結果としての利回り急騰を避けるためには欧州委員会の振り付け通りに動く必要があるという考え方はあるだろう。ここからさらに金利が急騰すれば事態収束は一段と難しくなる。

だが、格付け対策として財政政策を緊縮路線にするのであれば、本来は金融政策における援護射撃を期待したい場面であろう。より具体的には財政赤字の拡大懸念を理由に金利が高騰しているのであれば、これを抑制するための利下げやQE拡大というのが中央銀行に求められるセオリー通りの行動である。この点、実際にECBの取っている進路は真逆であり、現状は共通通貨ゆえの矛盾がはっきり出ている事例と



考えられる。少なくともイタリアが自国通貨とそれを司る中央銀行(金融政策)を有していた場合、間違いなくQEの縮小は決断していないであろう。だからこそ、まだ統一化されていない財政政策を拡張することで現状打開を図ろうというのが民意であり、その民意がポピュリスト政権を生んだという理解である。この点、今回ばかりはイタリア政府の主張にも分がないわけではないように思える。

～強行突破シナリオをめぐってもうひと波乱～

このような現状を踏まえれば、拡張財政路線を共通コンセプトとする極右・極左政党が政権樹立に至ったのは当然の帰結とも言える。その共通コンセプトを欧州委員会がルールで押さえにしているのが現状なのである。今後、ポピュリスト政権がそのルールを無視し罰金を受け入れてイタリア議会が欧州委員会の承認しない新年度予算案を編成することは手続き的には可能である(強制的に加盟国の予算編成に介入し止める手段は無いのだから)。

最終的には、いつも通り、「両者の間を取って妥協する」という手法で現状打開を図るというのがメインシナリオとなるだろう。例えば財政赤字で言えば、EUが▲1.7%、イタリア政府が▲2.4%と求めているのだとすれば、▲2.0%程度までの拡大を容認し、両者の顔を立てて先送りというのが如何にもありそうな展開である(本稿執筆時点では地元紙が「2021年度までの予算計画に関し▲2.0%を目指す」という観測報道を出しており、これに応じてユーロ相場が上昇している)。だが、現在の政権幹部による言動を見る限り、目先に関しては拡張財政路線に拘泥した強行突破シナリオを巡って、もうひと波乱あることは覚悟した方が良いでしょう。

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10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～コンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～厳寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディロックス」～)
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～
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	ボ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(「新興国市場の混乱」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「バブルの芽」～
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	まと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～「APPI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