

みずほマーケット・トピック(2018年11月19日)

イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～

先週13日は欧州委員会から一旦は突き返された2019年のイタリア予算案に係る再提出期限であったが、イタリア政府は「修正には応じない」という選択肢を採ることを決定。これを受けて、欧州委員会は所定の手続きに倣った制裁手続きを粛々と進めることになる。今週21日、欧州委員会は過剰赤字是正手続き(EDP)を勧告する予定。実施に制裁金を科すに至るまでには「勧告し、一定の努力をさせた後、精査する」という時間的余裕が設けられており、欧州委員会やECOFINの定性判断次第でもある。しかし、今回の経緯を踏まえれば、EUの面子を保つためにも具体的なアクションが取られても不思議ではない。とはいえ、過去の本欄でも述べてきたように、恐れるべき展開としてはイタリア政府が「制裁ありきで『無視』を決め込む」という可能性。来年の欧州議会選挙でポピュリスト躍進を期待するのであれば時間稼ぎは有効な戦略になる。

～正副議長の重要な発言～

先週16日の為替市場では11月末に予定される米中首脳会談を前に貿易摩擦解消への期待が高まり、一時的に市場のリスク許容度が改善する動きも見られたが、同日にクラリダFRB副議長が、FRBは政策決定に際して世界経済の成長を考慮に入れる必要があると述べたことの方が材料視されておりドルは全面安となっている。また、確かにトランプ米大統領は近々発動予定とされる中国への追加関税について「発動する必要は無いかもしれない」と述べてはいるが、「まだ受け入れられない。重要なことが4～5点、欠けている」とも漏らしており、会談の実現可否も含めて予断を許さないだろう。しかも、その後17日から18日に開催されたアジア太平洋経済協力会議(APEC)ではペンズ米副大統領が中国へ挑発的な言動を繰り返したことで同会議としては初めて首脳宣言が採択できない事態に陥っている。米中雪解けへの期待は限定的なものにならざるを得ないだろう。

一方、先週はパウエルFRB議長が米経済に対する「潜在的な逆風(headwinds)」に言及し、2019年に直面する可能性がある課題として、「海外における需要鈍化」、「財政刺激効果の剥落」、「利上げの影響の顕現化」の3つに言及している。本欄では「FRBの利上げに米経済自身が耐えられても、海外経済(とりわけ新興国経済)が耐えられるかは別の話」と考え、主として国際経済・金融環境を理由にして利上げ路線が頓挫する可能性を指摘してきた。正副議長がこうした可能性をなぞるような発言をしていることは極めて重要な兆候と考えるべきだろう。

～再提出拒否で始まるイタリアへの制裁手続き～

現状、国際経済・金融環境における不安のうち、最も耳目を集めているのが英国のEU離脱(ブレグジット)交渉と欧州委員会とイタリア政府の間の新年度予算編成を巡る対立という欧州関連の話題である。どちらの問題も風雲急を告げる展開となっているが、本日の本欄では後者の現状を整理しておきたい。先週13日は欧州委員会から突き返された2019年のイタリア予算案に係る再提

出期限であったわけだが、この再提出の段においてイタリア政府は「修正には応じない」という選択肢を採ることを決定した。極左政党「五つ星運動」の党首であり副首相でもあるディマイオ氏は「イタリアが軌道に戻るために必要な予算であり、修正はしない」と述べている。第1回目の提出段階(10月15日期限)でイタリア政府が欧州委員会に反抗するという予想は多かったが、第2回目の再提出段階(11月13日期限)でも修正を拒否するという予想は決して大勢だったとは言えない。

今回の修正拒否を受けて、欧州委員会は所定の手続きに倣った制裁手続きを粛々と進めることになる。具体的には今週21日、欧州委員会は過剰赤字是正手続き(EDP: Excessive Deficit Procedure)をイタリア政府に対して勧告することになっている。なお、ヘッドラインで「制裁手続きの開始を勧告」と報じられていることにも表れる通りだが、EDPそれ自体は「制裁」ではなく「制裁に至る手続き」であることに注意が必要である(一部、21日に制裁が決定されるような解説が見られるが、それは誤りである)。制裁自体は、12月ないし来年1月のEU経済・財務相理事会(ECOFIN)で制裁が決定される公算が大きいとされる。ちなみに「再提出を見送った場合、11月21日にEDPを勧告。12月ないし来年1月のECOFINで制裁着手」という展開自体は以前から見えていたものであり、驚きはない。驚きがあるとすれば、再提出を見送ったというその悪態である。本来は今回の再提出を受け、欧州委員会は3週間以内(具体的には12月4日まで)に意見表明を行うことになっていた。もはや、そのプロセス自体、想定する必要がなくなった格好である。

～EUの面子を考えれば初の制裁もあり得る～

21日にEDP手続きの開始が勧告されたからといって、直ぐに制裁が下されるわけではない。EDPの本来の趣旨はEUの基本財政ルールである安定成長協定(SGP)を順守させるための一手段であり、罰するよりも当該国の財政をあるべき軌道に乗せることが優先される。SGPでは各国別の「中期財政目標(MTO: Medium Term Budgetary Objective)」が設定されており、これに沿った財政運営が求められているが、ここから逸脱する国がEDPの勧告を受け、その後の財政赤字削減ペースに関して6か月ごとに欧州委員会への報告義務を負うことになる。なお、勧告の実施を怠った国はこの報告義務の頻度が3か月に短縮される。欧州委員会がEDPの発動を決定した時点で前年のGDPの0.2%を無利子の預託金として納めることが定められ、その後も有効な是正措置が認められない場合は無利子の預託金は制裁金に転じる(要するに接收される)ことになる。この額が最大でGDP比0.5%まで積み増されることで知られている。ちなみに制裁は欧州構造投資基金(ESIF: The European Structural & Investment Funds)¹の凍結も視野に入る。イタリアのESIFの規模は2014～2020年の間に427.7億ユーロであり、相応の規模がある。

一連の制裁に関する勧告についてはECOFINが特定多数決方式で否決しない限り自動的に欧州委員会の求めた制裁が決まる「逆多数決」方式が採用されている(こうした意思決定は債務危機を経て、制裁発動へのハードルが低下したことの一例である)。とはいえ、これまでも財政赤字の大きさが咎められる事案は幾度も発生してきたが、制裁金が実際に科された例はない。以上で見るよ

¹ 厳密にはESIFは複数の基金の総称である。具体的には、一人当たり国民総所得(GNI)がEU平均の90%未満の加盟国を対象とする「結束基金(CF: The Cohesion Fund)」、地域間の不均衡是正などを目的とする「欧州地域開発基金(ERDF: The European Regional Development Fund)」、貧困撲滅などを目的とする「欧州社会基金(ESF: The European Social Fund)」の3基金がある。イタリアの場合、ESIFの48.5%がERDF、24.5%がESFである。ちなみにESIFはEU予算において最も大きな項目である。

うに、制裁金を科すという行為に至るまでには「警告し、一定の努力をさせた後、精査する」という時間的余裕が設けられており、欧州委員会や ECOFIN が定性判断を下す余地も認められている。しかし、今回は再三の忠告を意図的にかわしてきた経緯もあり、EU の面子を保つためにも具体的なアクションが取られても不思議ではない状況と見受けられる。

～ポピュリストは時間稼ぎが有効な状況～

しかし、過去の本欄でも述べてきたように、恐れるべき展開としては「制裁ありきで『無視』を決め込む」という可能性は否めない。上で見たように、EDP 勧告後、イタリア政府の財政赤字縮小ペースは随時チェックの対象となるが、その都度、弥縫策が示され、欧州委員会がこれを精査し、制裁の必要性を検討するというプロセスを踏むことになる。やり方次第ではイタリア政府がいくらでも時間稼ぎができる状況にも見える。時間がかかることはポピュリスト政権にとって望ましい。というのも、来年 5 月には欧州議会選挙が開催され、極右ないし極左政党の構成するポピュリスト会派が議席を多数獲得する可能性がある。そうすると、EU の立法過程において欧州議会の（ポピュリスト側への）支援が期待できるし、来年 11 月以降の EU の方向性を規定する次期欧州委員会執行部の陣容を決めるにあたって、欧州議会の勢力図変化が重要な話になり得る（欧州議会の最大会派が推す候補が欧州委員長に就任するのが慣例）。どうせ遵守しなければならない規則を破るポピュリスト政権からすれば、欧州議会選挙まで時間を稼いでみるというのは有効な戦略の一つとなり得る。

また、そもそも論となってしまうが、冒頭で引用したディマイオ副首相の「イタリアが軌道に戻るために必要な予算」という主張にも理がない訳ではない。ECB が正常化プロセスの推進に固執している状況で財政政策まで緊縮に舵を切られれば、現在ゼロ成長（7～9 月期の実質 GDP 成長率前期比）のイタリア経済が浮揚する「芽」は摘まれてしまうだろう。景気を肌で感じるイタリア国民もそうした「無理筋なポリシーミックス」への嫌悪感を抱いているはずであり、現政権と欧州委員会とのバトルは現政権への支持率押し上げに寄与する可能性がある。そしてこれは程度の差こそあれ、欧州委員会主導の緊縮路線に不満を持つ他国のポピュリスト勢力にも追い風となるだろう。ここまで考えると EDP 勧告を食らったからといってイタリアの現政権が直ぐに折れるとはとても思えず、混乱は当面長引く可能性を想定しておくべき必要があるようにも思われる。

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。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「70防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとGDI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買」が勢いづかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜き出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底ほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
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～
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～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
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～ユ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～銀寄せは新興国に～
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～メルケル独首相の愛心～
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」、「ゴルドイロックス」～)
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	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「嵐直のカナリア」～米国のクレジットブレードは着実に拡大中～)
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を待ち受ける隘路～「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」は避けたら米国～
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28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～米国とイタリアの揆撃～
	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～)