

みずほマーケット・トピック(2022年9月27日)

伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？

イタリア総選挙は右派ポピュリスト政党である「イタリアの同胞(FDI)」および「同盟」に加え、ベルルスコーニ元首相が率いる中道右派の「フォルツァ・イタリア」などから構成される右派連合が上下院で過半数を占める模様。FDI党首であるメローニ氏がイタリア初の女性首相になる公算。FDIも同盟も極右のレッテルが貼られる政党であり、イタリア次期政権は「戦後最も右傾化した政権」になる。現時点で不安視されることは2点。1つはEUとの対立可能性、もう1つはイタリア国債利回りへの影響である。後者は前者の結果。前者に関しては放漫財政への懸念や対ロシア政策の転換が懸念されるものの、メローニ氏は選挙戦の最中から現実路線へ軌道修正を図っている。問題は連立相手である他党を説得できるかどうかだろう。なお、仮に反EUの立場を露わにしていると、ECBが用意したTPIが使えなくなる懸念もあり、実際に対独スプレッドは高止まりしている。だが、欧州委員会は過度な財政規律を現時点では求めておらず、何よりイタリアが復興基金最大の受益者であることを踏まえれば、イタリア新政権が敢えてEUに歯向かうメリットはないと思われる。新政権にまつわる波乱はメインシナリオにならないと予想したい。

～イタリア次期政権は「戦後最も右傾化した政権」に～

9月25日に実施されたイタリア総選挙は、出口調査によれば、右派ポピュリスト政党である「イタリアの同胞(FDI)」および「同盟」に加え、ベルルスコーニ元首相が率いる中道右派の「フォルツァ・イタリア」などから構成される右派連合が下院(定数400)で227～257議席、上院(同200)では111～131議席と両院で過半数を見込みとなったことが報じられている。順当に行けば、FDI党首であるメローニ氏がイタリア初の女性首相になる公算が大きい。FDIや同盟は極右のレッテルが貼られており、いつも通りではあるが、欧州委員会やECBとの路線対立が懸念される場所である。

第一党となるFDIは第二次大戦時代のファシスト指導者であるムッソリーニの「イタリア社会運動」の流れを汲む極右政党として知られる。事実、メローニ党首は反EU・反ユーロの言動で注目されてきた経緯がある。後述するように、最近の言動を踏まえる限り、現実路線へ修正される期待は相応にあるものの、イタリア次期政権が「戦後最も右傾化した政権」になるという事実は金融市場の心理にとっては重荷である。英国でもトラス新政権の経済政策が金融市場を揺るがす中、欧州発の政治リスクがテーマになることはないのか警戒を強めるべき時間帯である。以下、簡単に整理する。

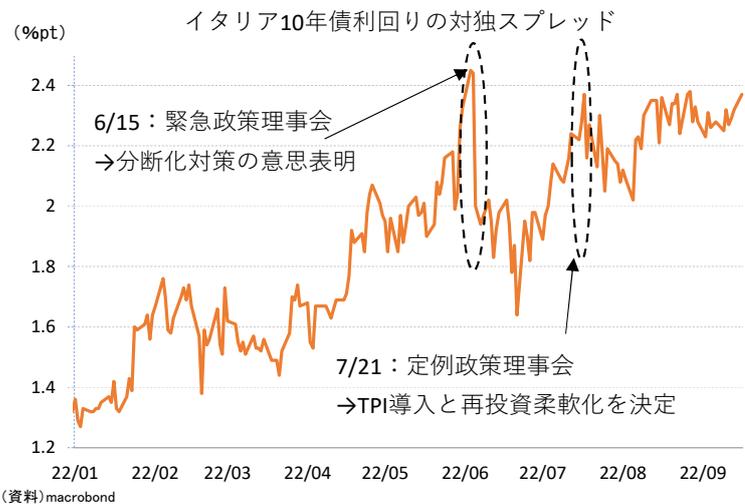
～懸念される論点～

正式な政権樹立は大統領が組閣と政権発足を命じる10月中下旬以降まで待つ必要があるが、現時点で不安視されることは2点ある。1つはEUとの対立可能性、もう1つはイタリア国債利回りへの影響(≒ECBの対抗策が使えなくなることへの懸念)である。後者は前者の結果でもある。まず、右傾化の象徴として反EU/ユーロの姿勢が今後増えてくることが懸念される。選挙戦を振り返れば、

メローニ氏自身、政権奪取後を見据えてのことであろうが、現実的な発言に修正されることが目立っていた。例えば 8 月下旬にはロイターのインタビューに対し「国際舞台で、例えば欧州委員会への対応などにおいて、これまでとは異なるイタリアの姿勢を示したいと考えているが、これは欧州を破壊したいとか、欧州から離れたいとか、おかしなことをしたいという意味ではない」と「欧州で最も危険な女」という異名まで取りざたされる自身への懸念払しょくに努めている。対ロシア制裁についても EU との協調姿勢をアピールしており、足並みの乱れがないことを強調している。しかし、連立政権に入る同盟の党首であるサルビーニ氏やフォルツァ・イタリアのベルルスコーニ元首相はロシアやプーチン露大統領への支持を公然と表明し物議を醸したこともあり、既に火種がある。呉越同舟の状況がいつまで続くのかという目線で新政権を評価する向きは多い。

メローニ氏自身も反 EU/ユーロで鳴らしてきた人物であり、国際問題に繋がりがねないロシア・ウクライナ関連は EU と歩調を合わせるとしても、EU の財政ルールに関しては見直しを主張してくる可能性が残る。家計部門を中心として日常生活に明確な困窮が生じている中、新政権に財政出動(という名のばら撒き)を期待するプレッシャーは平時以上に高まっている。例えば既に表明している保育所の無償化や子供手当の増額などはどう考えても財政出動の規模が膨らむ。この点に関し、メローニ氏は上述のロイターインタビューにおいて「私は非常に慎重だ。投資可能な資源の全体像を把握する前に国の財政を破綻させることを想像できるような無責任な人間ではない」と野放図な財政出動の可能性を否定している。連立政権にあってもこれを貫けるかどうかの問題であろう。

なお、こうした財政出動の行方に関する懸念は 2 点目のイタリア国債利回りへの影響、言い換えれば ECB の対抗策が使えなくなることへの懸念に直結する。ECB がイタリア国債利回りの抑制を企図して 7 月に導入した伝達保護措置 (TPI : Transmission Protection Instrument) は発動すれば無制限の国債購入を可能とする強力なツールだが、発動条件は厳格である。具体的には、①EU の財政規律を順守していること、②深刻なマクロ経済の不均衡を抱えていないこと、③政府財政に持続性が認められること、④健全かつ持続可能なマクロ経済政策運営が認められることという 4 条件が掲げられている。要するに「欧州委員会が納得するような財政運営」が TPI 使用の条件であり、メローニ新政権が対立を深めれば TPI は絵に描いた餅となる。既に、イタリア 10 年債利回りの対独スプレッドは 6 月 15 日の緊急会合時点の水準とほぼ並んでいる(図)。新政権の財政運営に関し、市場はかなり懐疑的に見ていると言える。



～揉めてもイタリアに良いことはない～

もっとも、メローニ首相の現実路線を匂わせる発言を持ち出すまでもなく、現時点で過度な懸念は抱く必要はないように思える。現在のイタリアの立場を踏まえれば、EU と揉めて良いことは何もの

い。例えば財政政策に関しても、欧州委員会はパンデミック発生に合わせた 2020 年 3 月、「安定成長協定(SGP)」からの一時的な逸脱を認める一般免責条項を発動しており、これは 2023 年まで延期されている(本来は 2022 年に終了予定だった)。これにより加盟国は当面、財政出動に対する EU からの制約は受けないことになる。よって、TPI の発動条件として最も懸念される①には定義上、イタリアも抵触しないことになる。この一般免責条項の延長自体、イタリアなどに配慮した措置であるため、EU と対立する必要性自体が低下していると言える。

さらに言えば、イタリアは復興基金(NGEU)最大の受益国であり、総額 2000 億ユーロ超を受け取る立場にある。その第 3 回拠出(約 190 億ユーロ)が今年 12 月に控えている。欧州債務危機時からお馴染みの光景だが、欧州委員会に約束した改革が進捗していなければ、基金からの支出は停止される。12 月末までにその可否が注目されることになる。メローニ氏が現実路線を望んだとしても連立政権を構成する他政党に配慮して、反 EU の顔を見せざるを得ない展開になるのかどうか注目されるが、現時点ではメインシナリオとは言えない。普通に基金からの拠出を受け取った方が得と判断するのが合理的だろう。まずは政権発足直後に求められる来年度予算案の成立に関し、欧州委員会の意向(勧告)を踏まえた節度ある案となるのかどうか注目される。

総じて、メローニ氏は諸分野で対外的な現実路線を望みそうだが、対内的には連立相手がそれで納得するのかどうかが見えてこない。就任早々から板挟みに直面することは見えており、新首相の政治手腕が試される。

市場営業部
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
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分) 円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分) 本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか?
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか?
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分) 週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこざるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分) FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲慘指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分) 週末版(円安相場は終わりなのか?～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか?
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分) 表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)