

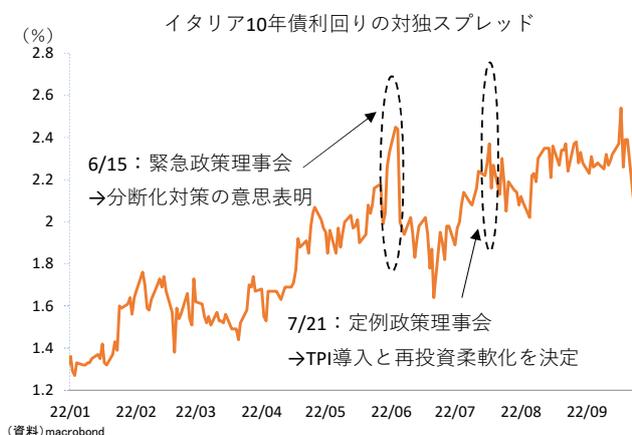
みずほマーケット・トピック(2022年10月11日)

年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド

イタリア 10 年債利回りの騰勢が増している。10 月に入ってから対独スプレッドは遂に臨時政策理事会を開催し、分断化対応への決意を表明した今年 6 月 15 日直前の水準を突破。もとより蔓延するインフレ懸念に加え、イタリア次期政権の放漫財政路線が警戒されている。7 月に導入された伝達保護措置(TPI)は無制限の国債購入が可能だが、右傾化したイタリア新政権に対しては「どうせ発動されない」と思われている状況。メローニ次期政権が発足当初から EU と喧嘩する合理的な理由はなく、現実路線がメインシナリオだが、市場の警戒は根強い。もっとも ECB は基本的に TPI を「抜かずの宝刀」として温存し、「the first line of defence」と位置付けるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の再投資柔軟化で乗り切りたいのが本音だろう。この点、「ドイツ売り、イタリア買い」をどこまで持続できるかという照会が多い。極めてラフな試算だが、従前のペースを続ければ 23 年中頃には ECB における両国の保有比率が並ぶ。もっとも、ECB の立場を考えれば、「ドイツ売り、イタリア買い」は事態収束まで半永久的に続けるしかないはず。

～信じられていない TPI の稼働～

イタリア 10 年債利回りの騰勢が増している。10 月に入ってから対独スプレッドは遂に臨時政策理事会を開催し、分断化対応への決意を表明した今年 6 月 15 日直前の水準を超えてしまった(図)。もとより蔓延するインフレ懸念に加え、イタリア次期政権の放漫財政路線が警戒された結果である。7 月 21 日の ECB 政策理事会で導入が発表された伝達保護措置(TPI)は無制限の国債購入が可能になるのだから、利回りの上昇が続くという事実は「どうせ TPI は発動されない」と思われている状況を意味する。右傾化したイタリア新政権では TPI の発動条件(≒基本的には親 EU 路線の踏襲)を満たせないという思惑がある。



右傾化したイタリア新政権では TPI の発動条件(≒基本的には親 EU 路線の踏襲)を満たせないという思惑がある。

～面従腹背と言われても反 EU は回避～

本稿執筆時点でイタリア新政権はまだ樹立されていないが、「イタリアの同胞」・「同盟」・「五つ星運動」の右派ポピュリストが連立政権が樹立されることは既定路線である。第一党である「イタリアの同胞」のメローニ党首が次期首相になる見込みであり、過去の過激な言動から反 EU 路線が市場の反感を買うのではないかと懸念が当初から根強い。しかし、イタリア総選挙後の本欄でも議論したように、従前の欧州委員会の政策(安定成長協定の暫定的な停止措置やエネルギー対策など)

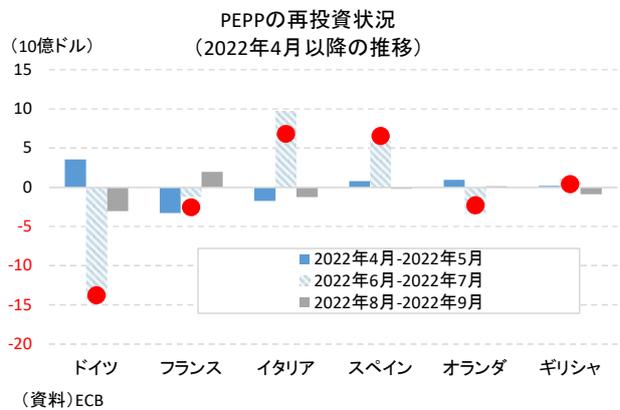
はイタリアを利するものが多く、何より復興基金(NGEU)の最大の受益者がイタリアであることも周知の事実である。わざわざメローニ党首が首相として反EUを煽り、数多のメリットを放棄する理由は考えにくく、実際、同党首は財政規律を順守する方針を示している。

「同盟」や「五つ星運動」がそうした現実路線に納得する保証はないが、そもそもこの2党が組んだ連立政権が2018年に反EUを前面に押し出し、財政規律を反故にすることで金融市場から大きな反感を買った経緯がある(結局、イタリア10年債利回りの上昇で軌道修正を迫られた)。欧州債務危機を除けばイタリア10年債利回りの対独スプレッドが拡大したのは①2018年中盤からの約1年間、②パンデミック発生直後の2020年春(3~4月)、そして③今年春から現状にかけて、である。②は不可抗力の側面が大きいとしても、①と③は政情不安であるし、もっと言えば欧州債務危機時の慢性的な利回りの高さも政情不安だった。何かあれば拡張財政に依存しようとするイタリアの政情を債券市場は警戒している。もっとも、今年12月には復興基金から3度目の資金拠出(約190億ユーロ)が迫っており、メローニ次期政権がわざわざ発足当初からEUと喧嘩をする合理的な理由はない。少なくとも発足当初は面従腹背であっても、金目の問題を優先するだろう。

~「8~9月」の落ち着いたものは季節的なもの~

このように考える限り、現状、メローニ次期政権の下でもECBがTPIを稼働する望みは残っている。しかし、ECBは基本的にTPIを「抜かすの宝刀」として温存し、「the first line of defence」と位置付けるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の再投資柔軟化で乗り切りたいはずである。

この点、9月を終えたところで2か月に1度公表されるPEPPの国別購入状況が明らかになっているので、現状を把握しておきたい。6~7月の「ドイツ売り、イタリア買い」はかなり鮮明であったが、8~9月はドイツ売りを継続しつつ、イタリアも多少売られている。これは前頁図でも見るように、TPI公表以降の対独スプレッドが落ち着いており、まだイタリア総選挙にまつわるリスクが騒がれていなかった時期と重なる。そもそもECBの資産購入プログラムは7~

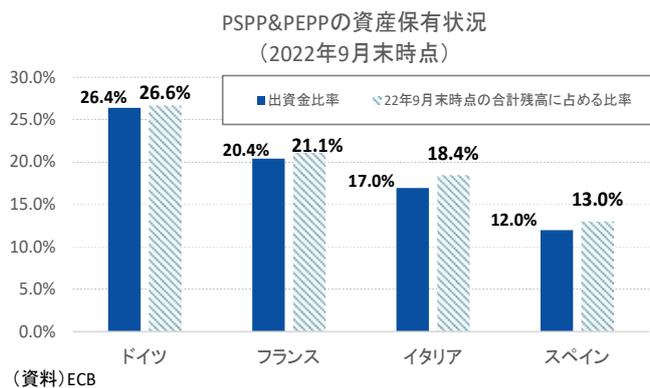


9月の夏季休暇時に不規則な動きになりやすい。8月に至っては殆ど購入されない傾向にあり、実際、PEPP全体で8月は28億ユーロの売り越しとこれまでで最大の売り越しが見られている。8~9月はデータとしては「静かな時期」だけが切り抜かれていると考えた方が良いでしょう。

イタリア総選挙の結果が出揃い、対独スプレッドが急拡大したのは10月に入ってからだ。10月以降、恐らくECBの再投資柔軟化が活用されているはずである。だが、再投資とは「ドイツ売り、イタリア買い」と同義であり、持続するほどECBの保有比率に関してドイツとイタリアが接近することになる。なお、保有比率の算出に関してはPEPPだけではなく、定例の国債購入プログラムである公的部門購入プログラム(PSPP)で購入した国債も合算する必要がある。9月末時点でECBが保有する国債残高はPEPPが約1.7兆ユーロであるのに対し、PSPPが約2.7兆ユーロと1兆ユーロも多いのだから、これも加味しなければ正確な保有実態は議論できない。

～イタリア債購入に限度があるとは思えず～

図は4大国に関して保有比率を比較したもののだが、イタリアは18.4%と出資金比率である17.0%を既に1.4%ポイント上回っている。いざ利回りが上昇し始めた時に「6～7月と同ペースの購入が必要」と仮定した場合、月間で「約+50億ユーロのイタリア国債購入、約▲70億ユーロのドイツ国債売却」が必要になるイメージだ。極めてラフな試算だが、そのペースを続ければ2023年中頃にはECBにお



ける両国の保有比率が並ぶことになる。この点、「ECBはイタリア国債をどこまで購入できると思うか」という照会を頻繁に頂戴するが、筆者は「限度はない」というのが正答になると考えている。資本金比率に準拠して資産購入を進めるのは重債務国偏重の姿勢が財政ファイナンス懸念を引き起こすからだが、そもそも特定国の利回り上昇を放置した場合、究極的にはユーロ離脱懸念などを煽りやすく、それは通貨の信認に直結する。ECBが中央銀行として域内金融情勢の安定に責務を負っている以上、特定加盟国の利回り上昇が通貨圏維持にとって脅威と判断されれば、「安定するまでどこまでも購入可能」というのが実情ではないかと筆者は考えている。

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.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10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メロー二新政権、現実路線への修正は可能なのか?
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	円安更新はここまで続くのか～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～ 独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月15日	週末版
2022年8月12日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月10日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月9日	ECBの再投資柔軟化はここまで可能なのか?
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という三番煎じ～)
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～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
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	悲惨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「通貨の信頼」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