

2013年2月27日 全4頁

# イタリア選挙結果は本当にネガティブか？

## 政策の軌道修正はむしろ好材料

ロンドンリサーチセンター  
シニアエコノミスト 児玉 卓

### [要約]

- イタリアの総選挙を受け、ユーロが下落し、イタリア国債が売られている。政局の落ち着きどころが見えない中、市場の不安定性はしばらく継続しやすいとみざるを得ない。
- ただし、選挙結果が最悪だったわけではない。最悪はベルルスコーニ独裁であるが、モンティ独裁もそれに劣らず悪いシナリオである。しかしそれらは避けられた。
- 緊縮財政の放棄は困るが、その修正はむしろ望ましい。どのような枠組みになるにせよ、次期政権がモンティ前首相よりはベルルスコーニ元首相がましとみた民意を無視することはできず、緊縮財政政策の修正は必至であろうし、それを「後戻り」としてネガティブに受け止める必要はない。

### 最悪の結果ではない

2月25日に大勢が判明したイタリア総選挙の結果<sup>1</sup>を受け、ユーロが下落し、同国国債の利回りが上昇している。ユーロ危機再燃の可能性が囁かれてもいる。確かにイタリアの政局が混迷していることはもとより、その混迷がどの程度の期間継続し、後にどのような政権の発足が待っているのか、現段階では分からない。この「分からない」という不透明感は金融市場の嫌うところであり、市場の不安定性はしばらく継続しやすいとみざるを得ない。

しかし、選挙結果が「最悪」だったかと言えば、そうではない。最悪のシナリオは、ベルルスコーニ氏が率いる中道右派連合の単独政権の誕生である。同連合と「五つ星運動」の連立政権、「五つ星運動」の単独政権の誕生も同じくらい悪い。

### OMTの市場安定化効果はどうか存続

中道右派連合が選挙戦終盤に中道左派を猛追したのは、モンティ氏による緊縮財政を批判し、ばら撒きを約束したからである。ベルルスコーニ氏のこれまでの実績からして、約束が反故に

<sup>1</sup> 選挙結果とその直接的なインプリケーションについては大和総研 山崎加津子著「イタリア総選挙速報」(2013年2月26日)を参照 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20130226\\_006857.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/europe/20130226_006857.html)

される可能性も低くはないが、新政権がモンティ路線を明確に否定し、緊縮財政を放棄すれば、昨年後半以降の欧州金融市場安定の土台が根底から覆されることになる。

周知のように、市場の安定は ECB (欧州中央銀行) による財政危機国の国債無制限買入れ (OMT) 宣言に多くを依存している。だが、それが発動されるには、被救済国がユーロ圏に支援要請をしなければならない。そして、支援は見返りとして、新たな引き締め策を被救済国に要求する。従って、中道右派連合や「五つ星運動」が主導する政権が生まれ、引き締め放棄に突き進めば、イタリアは ECB の国債無制限買入れという、ユーロ圏における最大のセーフティネットの枠外に置かれることになる。

2月26日時点でイタリアの10年国債利回りは4.8%台、選挙前の前週末比0.4%程度上昇している。下院で中道右派連合が勝っていれば、利回り上昇幅はこの程度では済まなかった可能性が高いし、いくら金利が急騰しても OMT は発動されない。イタリアに関するセーフティネット崩壊に対する認識が、金利をさらに上昇させるという悪循環に陥っていたことだろう。しかし幸い、中道左派連合が下院を制したことで、このようなシナリオの実現可能性は大きく後退した。

### モンティ路線の危うさ

もっとも、上記のようなシナリオの正反対が最上のシナリオというわけではない。多くのメディアは今回の選挙結果をネガティブに受け止め、その根拠の一つに、財政緊縮路線が修正を余儀なくされることを挙げている。しかし、緊縮放棄は困るが、その修正はむしろ望ましい。

今回の選挙結果の明確なメッセージの一つは、モンティ的な緊縮路線に対するイタリア国民の拒否反応の強さであった。客観的に見れば、同氏の功績は大きい。ベルルスコーニ氏のもとで崩壊（「ギリシャ化」）寸前にあったイタリアを救ったと言っても褒め過ぎには当たらないだろう。しかし、多くのイタリア国民はそのモンティ氏よりもベルルスコーニ氏のほうがましだと考えている。この民意の持つ意味は重い。

仮に金融市場やユーロ圏の政治リーダー、欧州委員会などからの受けの良いモンティ氏を中心とした中道勢力が躍進し、これまで通りの緊縮路線が継続されることになれば、国民の離反が一段と加速することは明らかである。それはしばしの政治空白の時期を経て、上述のような悪いシナリオ（緊縮放棄）の現実味を一気に高めることになろう。その意味では、緊縮放棄派が勝たなかったのと同じく、緊縮派の党勢に歯止めがかかったことも、悪いこととは言えない。

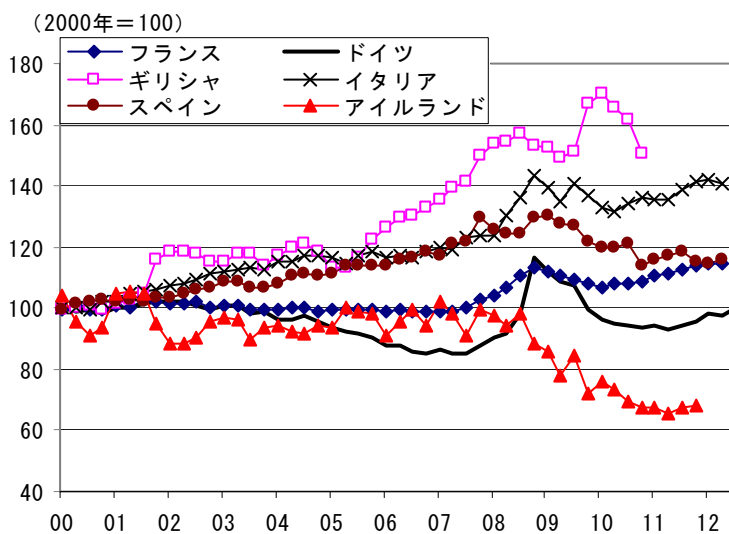
いくつかの経済指標を確認してみよう。2月22日に欧州委員会が発表した経済見通しによれば、イタリアの2013年の成長率予想は▲1.0%、昨年（▲2.2%）に続くマイナス成長が見込まれており、昨年秋時点の見通しからも▲0.5%ポイント下方修正されている。2013年に▲4.4%のマイナス成長が見込まれるギリシャに比べれば経済の収縮の度合いは小さいが、昨年秋からのギリシャの修正幅は▲0.2%ポイントに留まっており、同国については、想定以上の景気悪化が繰り返される局面は終息しつつあるように見える。イタリア同様に「規模の大きな危機国」

とみなされているスペインは、2013年に▲1.4%成長が見込まれているが、昨年秋からの修正はない。

総じて、イタリアの景気サイクルはギリシャ、スペインよりも一歩遅れている可能性がある。緊縮政策による景気抑制効果の現時点での発現度合いが相対的に小さく、それが今後より明確になる可能性があるということだ。ただし、いうまでもなく、それがどの程度の景気後退をもたらすかは今後の政策次第でもある。

例えば、図に見るように、イタリアの単位労働コストは昨年7-9月期まで緩やかな上昇を続けている。単位労働コストは「競争力」を示す変数とみなされることが多く、そのばらつき（格差拡大）がユーロ圏危機の背景にあり、ばらつきの解消が危機収束の条件とみなされることも少なくない。ギリシャもスペインもイタリアも、単位労働コストを引き下げて（ドイツに近づけて）競争力を回復させよということだ。単位労働コストの顕著な引き下げに成功したアイルランドのみが、危機の出口に限りなく近づいている事実が、こうした認識を強めてもいる。

図表1 ユーロ圏主要国の単位労働コスト



出所：Eurostat、Haver Analytics より大和総研作成

### 競争力格差の解消は不可能

こうした認識に従えば、イタリアはまだまだ競争力回復に向けた改革が足りないということになる。労働市場改革を志向するモンティ氏がまさに、そう考える一人であろう。しかし、アイルランドや（同国に比べれば低下の度合いは小さいが）スペインにおける単位労働コストの低下は景気悪化の結果でもある。両国ともに2008年から2009年にかけて単位労働コストの低下と併存する格好で失業率が急上昇している。賃金が下落すれば労働需要が増えるという筋書きは、短期の、しかもリセッションのさなかでは実現しにくいということだろう。

一方、イタリアでは、その「硬直的な」労働市場が単位労働コストの調整を阻む一方で、失

業率の上昇に歯止めをかける一因となってきた可能性がある。同国の失業率も昨年末には 11% 台まで上昇してきたが、スペイン、ギリシャの 26% 超、ポルトガルの 16% 超よりはるかに低い。問題は、それでいながら民意がモンティ氏よりもベルルスコーニ氏に向いていることである。イタリアが労働市場改革を必要としていることは確かだろうが、それを今やることは極めて危険である。イタリアにとって今重要なことは、遅れて発現される可能性のある緊縮財政・改革措置による景気収縮を可能な限り最小化し、民意の一層のベルルスコーニ氏への傾斜を回避することである。

それにしても、例えばアイルランドと同じ改革ができない（国民がそれについていけない）、しようとするならば民意が政治を麻痺させかねないというイタリアの現実は、ユーロ圏危機の処方箋として、「競争力格差の解消」が絵に描いた餅でしかないことを改めて示している。これは、ユーロ圏危機収束の方策が、域内格差を前提とした財政移転の仕組みの構築しかないこととほぼ同義である。従って、イタリアがなすべきことは、ユーロ圏政治との対話を継続し、そのセーブティネットとのパイプを確保しながら、可能な範囲で緊縮の手を緩めることである。政局混迷はしばらく継続し、どのような形の次期政権が発足するかは不明であるが、ベルルスコーニ独裁、モンティ独裁のいずれもが排除されつつあることは、同国にとって一安心と評すべきであろう。