

2018年11月9日 全6頁

イタリアとEUの2019年予算を巡る攻防

ポピュリスト政権は景気悪化より公約実現を優先？

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

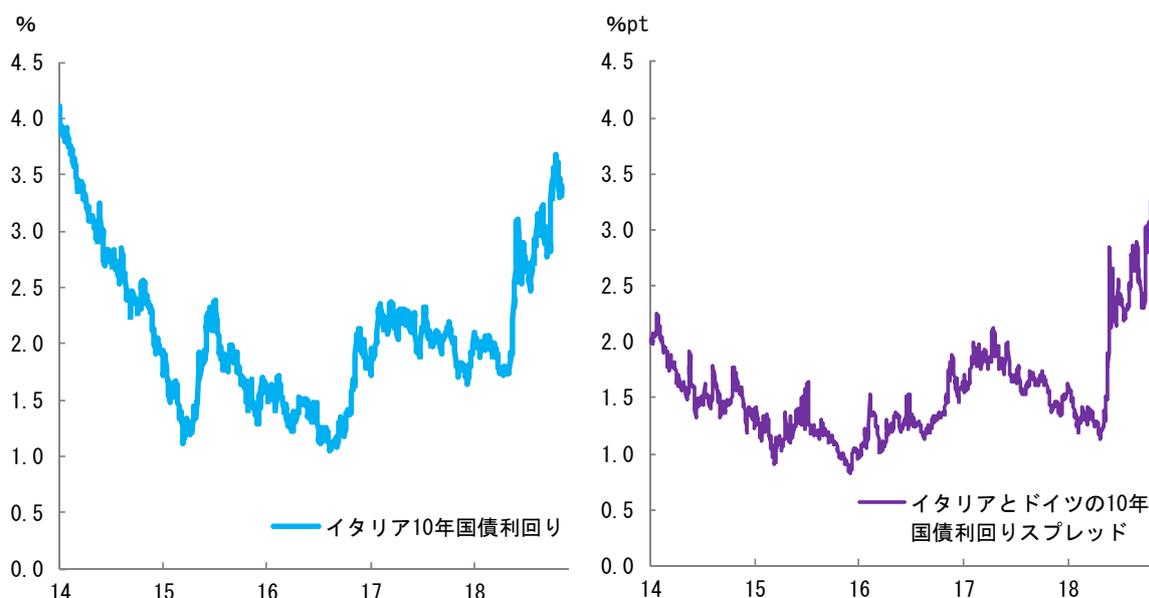
[要約]

- 2019年予算を巡ってイタリア政府とEUの対決姿勢が鮮明である。6月にポピュリスト政権が誕生した時からこの対決は予想されていたが、これまでのところ双方とも真っ向勝負を挑んでいるように見受けられる。イタリア国債は10月に懸念されていた「投資不適格級」への格下げは免れたが、欧州委員会から11月13日までに要請されている財政計画の再提出に応じない構えで、イタリア国債利回りは高止まりを続けている。
- 国債利回りの上昇はイタリア政府の資金調達コストを増大させるだけでなく、イタリア国債を保有する銀行の資産を目減りさせる。また、銀行の貸出姿勢が厳しくなることを通じて企業や家計に悪影響を及ぼす懸念もある。イタリア政府は財政計画の目的を景気のコインジェクションとしているが、逆に景気後退に陥るリスクが高まっていると考える。景気悪化リスクを回避するためイタリア政府がEUに歩み寄ることを期待したいところだが、ポピュリスト政権が敢えて公約実現にこだわる可能性も否定できず、対立は長期化する懸念が大きい。

ポピュリスト政権の「ばらまき」予算？

イタリアの10年国債利回りは、財政悪化懸念を材料にここ半年余りで急上昇している。10月18日には2014年2月以来となる3.67%まで上昇した。また、ユーロ圏で最も安全な国債と認識されているドイツ国債との利回りスプレッドは3.26%ptに拡大したが、これは2013年4月以来の大きさである。

図表1 財政懸念でイタリアの10年債利回りが急上昇



(出所) Haver Analytics のデータより大和総研作成

イタリア10年国債利回りが明確に上昇に転じたのは、「五つ星運動」と「同盟」という左派と右派のポピュリスト政党による連立政権が誕生する可能性が浮上した今年5月である。3月4日に実施されたイタリア議会選挙では、与党の中道左派連合が大幅に議席数を減らした一方、明確な勝者はいなかった。このため、連立政権樹立に向けた交渉は難航したが、6月初めに「五つ星運動」と中道右派連合を離脱した「同盟」の連立政権が誕生した。「五つ星運動」を率いるディマリオ氏は副首相に、「同盟」のサルビーニ書記長（党首）は内相に就任し、首相と財務相には共に大学教授だったコンテ氏とトリア氏がそれぞれ就任した。

コンテ政権の発足当初から、選挙戦でおおののが公約した「ばらまき」政策を実行に移し、EUの財政ルールを逸脱することが懸念されていたが、この懸念が現実のものとなりつつある。EU加盟国の一員として、コンテ政権は今後3カ年の財政計画を事前にEUに提出することが義務付けられている。10月15日に欧州委員会に提出された財政計画には、両党の選挙公約がずらりと並んだ。すなわち、「五つ星運動」が公約した低所得者を対象とするベーシック・インカム、「同盟」が公約したフラット・タックスの導入による減税、さらに両党が連立協議で合意した一定の条件を満たす年金受給者を対象とした年金受給開始年齢の引き下げ（モンティ政権下で行われた年金改革の一部撤回）などである。

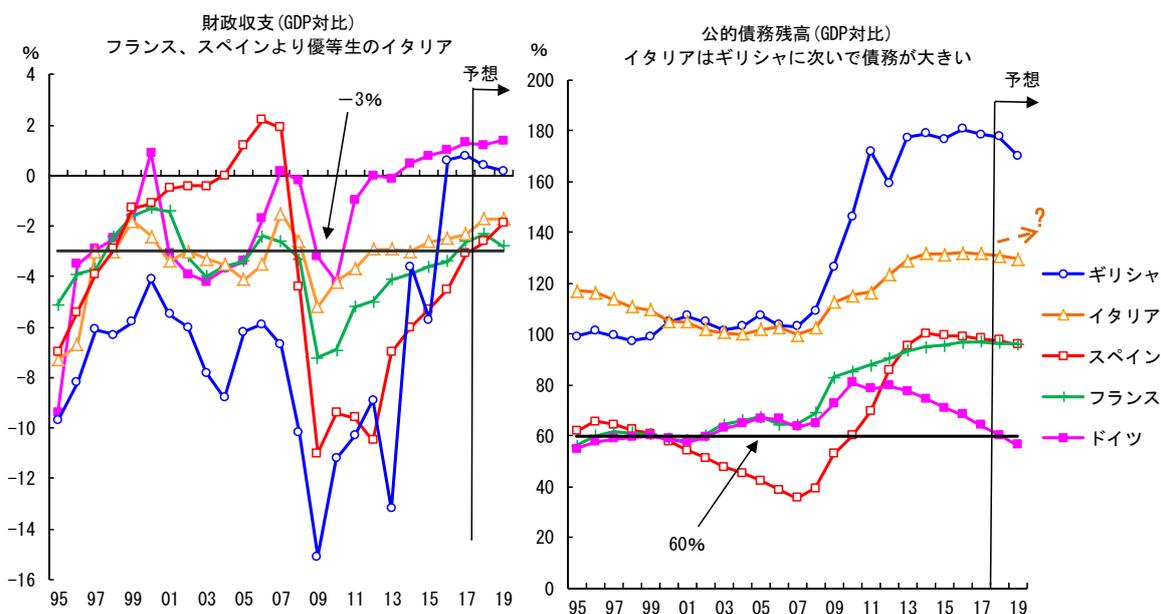
イタリア政府と欧州委員会は真っ向から対立

コンテ政権が提出した財政計画は、今後3年の財政赤字規模を2019年のGDP比2.4%から、2020年には同2.1%、2021年には同1.8%と緩やかに縮小させる計画で、EUの財政ルールである「財政赤字はGDP比3%以内」という基準を超過してはいない。ただし、イタリアはもう一つの財政ルールである「公的債務残高はGDP比60%以内、もしくはこの基準を目指して債務削減に努める」というルールを踏み越えようとしている。イタリアの公的債務残高はユーロ圏債務危機で急拡大したあと、2014年以降は縮小に転じたが、それでも2017年に同131%とユーロ圏でギリシャに次いで大きい。公的債務残高の削減に取り組んでいた前政権は2019年の財政赤字をGDP比0.8%に抑える計画であった。

欧州委員会は、イタリア政府に対して財政計画がEUルールを深刻に逸脱している理由をたずねる書簡を10月18日に送り、10月22日までの回答を求めたが、はかばかしい回答は得られなかった。このため、10月23日にイタリアの財政計画を受理しない決定を下し、3週間以内の再提出を要請した。欧州委員会が加盟国の財政計画を差し戻したのは、今回が初めてのことである。欧州委員会が問題視しているのは、コンテ政権が欧州委員会の勧告に従わず、意図的に「財政安定協定」を逸脱する財政計画を提出したことである。

コンテ政権が財政計画の修正案を提出する期限は11月13日である。修正案が提出されれば、欧州委員会は3週間以内に新たな財政計画を承認するか否かを明らかにする。しかし、コンテ政権は財政計画を修正しないとの姿勢を崩しておらず、その場合、欧州委員会は11月21日にイタリアが安定成長協定（SGP）に違反していると判断し、過剰財政赤字の是正に向けた手続きの開始を決定すると予想されている。この手続きには数カ月を要する見込みだが、イタリア政府が欧州委員会の勧告に従わない場合、GDP比0.2%の無利子の預託金供出、あるいはEU予算からの補助金停止、GDP比0.5%の罰金といった罰則を適用される可能性がある。

図表2 イタリアの財政データ



(出所) Eurostat、欧州委員会データより大和総研作成。予想は欧州委員会「2018年春季経済予測」

なお、EU の財政ルールに関する罰則はこれまで実際に適用されたことはない。景気後退や、突発的な難民対策費用の発生などを理由に、罰則の適用は見送られてきたのである。ただし、その判断が不透明であるとの批判が EU 内で強まってきている。北欧やオランダ、バルト3国など「新ハンザ同盟」と呼ばれるグループは、EU の財政ルールの適用が「緩すぎる」との声を上げているが、最近ではチェコとスロバキアという中東欧諸国の一角もこれに加わっている。この状況下で、イタリアの財政ルール違反に対して厳格な罰則適用が主張される可能性を否定できない。

イタリアと欧州委員会のそれぞれの言い分

イタリア政府も欧州委員会もこれまでのところ、一步も引かない姿勢に終始している。

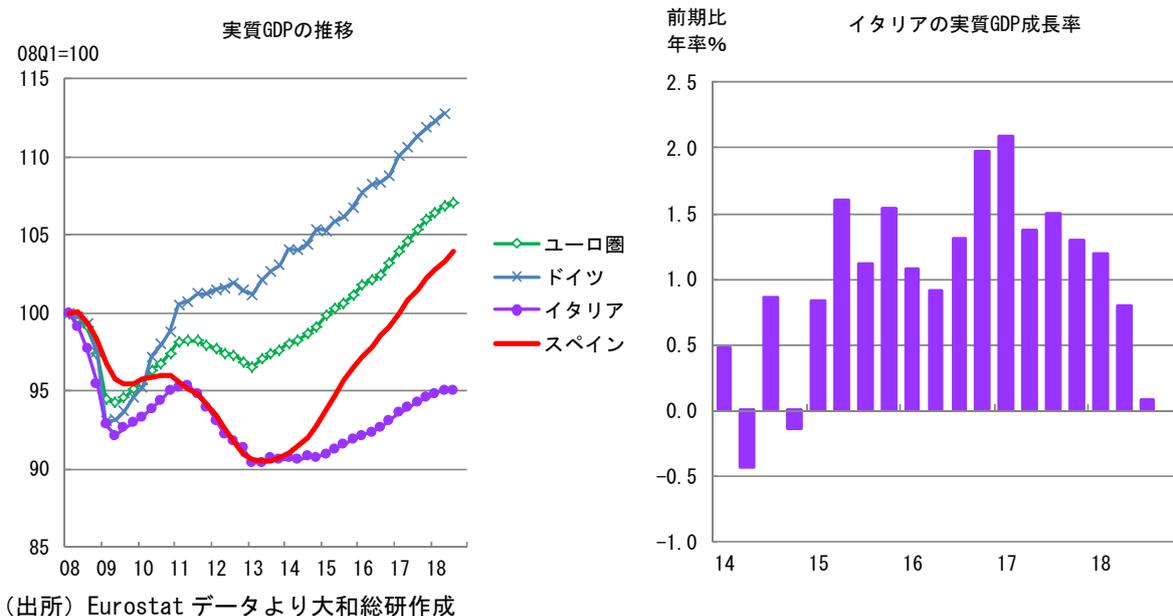
コンテ政権は、選挙で支持された公約を実行することは当然の権利と考えている。もちろん、イタリアは EU 加盟国として EU の財政ルールを守る義務もあるのだが、EU を批判することで支持を伸ばしてきた「五つ星運動」と「同盟」にとって、EU ルールの順守は優先順位の低い政策となってしまっている。実はコンテ政権誕生以降、「同盟」の党首でもあるサルビーニ内相は EU の移民・難民対策を強く批判しているが、世論調査で「同盟」の支持率が明確に上昇しており、総選挙では第1党となった「五つ星運動」の支持率を上回っている。

一方、欧州委員会としては、財政ルールを破る国を放置しては、EU という組織に対する信頼は大きく損なわれるため、イタリアの「おきて破り」を容認するわけにはいかない。欧州委員会はイタリアとの建設的な対話を望んでいるとも表明しているが、そのためにはコンテ政権が財政計画の修正案を提出することが必要との認識である。11月5日のユーロ圏財務相会合では、この欧州委員会の姿勢を支持し、財政規律の順守は単一通貨ユーロという共通財産を守るために必要なルールであるとして、コンテ政権に11月13日までに財政計画の修正案を提出するよう改めて要請した。

停滞するイタリア経済の処方箋になるか疑問

コンテ政権が財政支出拡大による景気テコ入れを推し進めようとしている背景には、2008年の金融危機とそれに続いたユーロ圏債務危機に伴う景気の落ち込みから、イタリア経済がいまだ十分に回復していないという事情がある。金融危機前に景気がピークをつけた2008年1-3月期を起点として実質 GDP の推移を見ると（図表3）、イタリアはドイツはもとより、債務危機による経済への打撃がイタリア同様に大きかったスペインと比べても、景気回復が顕著に遅行している。ようやく2015年以降は景気が緩やかながら拡大に転じ、2016年10-12月期と2017年1-3月期は前期比年率+2.0%前後の成長率を記録したが、高成長は続かず、ついにこの7-9月期には失速してしまった。10月30日に発表された7-9月期の GDP 速報値は同+0.1%で、4-6月期の同+0.8%からも一段と減速した。

図表3 金融危機後の景気回復で大きく見劣りするイタリア



コンテ政権が計画している最低所得保障や減税は、低所得者層や小規模事業者への支援策として有効と考えられる。ただし、それらがイタリアの低成長の背後にある生産性の低さや、若年層の高失業問題を解決するわけではない。そして、なにより問題なのは、EU に対して強硬姿勢で財政拡張政策を推し進めようとしていることである。すでに見たように、金融市場はEUの財政ルールに抵触するイタリアの財政赤字拡大を懸念しており、長期金利が急上昇した。このままでは、財政による景気刺激よりも、金利上昇による悪影響がむしろ勝ってしまうのではないかと懸念される。金利上昇は政府の資金調達コストを増大させるだけでなく、イタリア国債を多く保有する金融機関の資産を目減りさせる。イタリアの銀行部門の資産に占めるイタリア国債の割合はおよそ 10%である。また、銀行の貸出姿勢が厳しくなることを通じて企業や家計に悪影響を及ぼす懸念もある。

加えて、財政の健全性及び低成長に対する懸念は、国債の格付け引き下げのリスクにもつながる。10月のムーディーズ¹とS&P²による格付け見直しでは、イタリア国債は投資適格級になんとか踏みとどまった。ムーディーズはイタリア国債の格付けを1段階引き下げて、投資適格級の最下限のBaa3としたが、見通しは「安定的」とした。一方、S&Pは格付けに関しては投資適格級の最下限から1段階上のBBBに据え置いたが、見通しは「ネガティブ」に引き下げ、2年以内に格下げの可能性があるとしている。イタリア国債が主要格付機関による投資適格級の格付けを失った場合には、年金基金等がイタリア国債を保有できなくなる。また、ECBもイタリア国債を担保として受け入れることができなくなり、ギリシャ国債に適用しているような特例措置

¹本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第66条の27の登録を受けていないMOODY'Sが公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

²本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第66条の27の登録を受けていないS&Pが公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

を講じる必要が生じる。国債の格付け引き下げに対する懸念が改めて高まることになれば、イタリア国債利回りは一段と上昇すると予想される。

「建設的な話し合い」の可能性は？

ところで、財政ルールを巡るイタリア政府と EU との対立は、ギリシャ危機を想起させる。当時との相違点は、ユーロ圏加盟国の財政赤字が抑制されていること、大手金融機関の連鎖破綻を防ぐため、各銀行の資本増強、破綻処理基金の創設など対応が進められてきていることである。これらの対策が進んだことで、これまでのところ、イタリアの国債利回りの上昇は、他のユーロ圏加盟国の国債利回りの上昇に波及してはいない。ちなみに、イタリア中銀のデータをもとに欧州の主要シンクタンクであるブリュッセルが算出したデータによれば、イタリア国債の保有者のうち非居住者は足元で 33.7% であり、2000 年代後半の 50% 前後から大きく低下している。ただし、イタリアはユーロ圏で 3 番目に大きな経済規模を持ち、また債務残高の大きさから明らかなように、国債市場においても大きな存在感を有している。万一、金融危機の震源地となった場合、「大きすぎて救済できない」という懸念はくすぶっており、このところのユーロ安の一因となっている。

すでに指摘したように、財政政策を巡る EU との対立が長引けば、金利上昇でイタリア景気が悪化するリスクが高まる。これを回避するために、イタリア政府が EU に歩み寄ることを期待したいところである。イタリア政府はこれまでのところ、財政計画の修正要求に応じない構えを崩していないが、他方でコンテ政権はイタリアが EU やユーロ圏から離脱する可能性は否定しており、EU に対する強面の対応は国内向けのアピールの側面が強いのではないかと考えられる。もともと、「五つ星運動」も「同盟」も EU を批判することで支持を拡大させてきた政党であり、安易な妥協はできず、敢えて公約実現にこだわる可能性も否定できない。対立は長期化する懸念が大きいと考えられ、欧州市場の不透明感はなかなか晴れないと予想される。

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

格付業者について

<スタンダード&プアーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

※この情報は、平成29年3月7日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

<ムーディーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moody's.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

※この情報は、平成30年4月16日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

<フィッチ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.co.jp/web/>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

※この情報は、平成28年5月13日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。