

KAMIYAMA Reports vol. 117

欧州への投資は継続で良さそう

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹

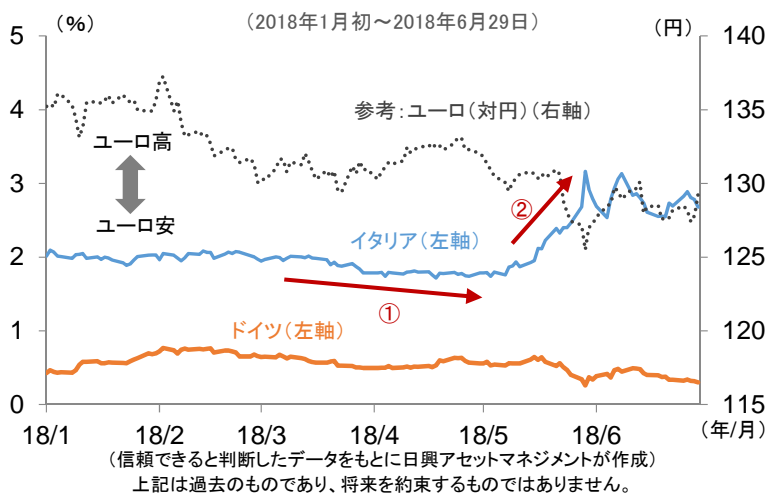


- ・ イタリアの政治状況に漠然と不安を持つ向きは多い
- ・ イタリアの財政悪化の可能性はあるが・・・
- ・ EU 離脱や通貨ユーロの激変の可能性は低い

イタリアの政治状況に漠然と不安を持つ向きは多い

イタリアでポピュリズム(大衆迎合主義)の連立政権が樹立し、通貨ユーロの危機ではないか、と懸念を持つ向きもあるようだが、今のところそのように考える必要はないだろう。イタリアの財政拡大による国債などの価格下落リスクはまだ残っているが、イタリアの EU(欧州連合)離脱、すなわち通貨ユーロからの離脱の可能性はとてども低いとみている。イタリア国債の価格下落とイタリアの EU 離脱とは区別して考えたい。

イタリアとドイツの10年国債利回りの推移



イタリアのポピュリズム政権に不安があることは否定できない。そもそも経済的に豊かな北部を代表する極右政党の「連盟」と、相対的に貧しい南部を代表するポピュリズム政党の「五つ星運動」とが連立すること自体が、不安定さを意味している。強い政策の志向性を持たない政権であるとするれば、強いリーダーシップで改革に取り組むことは期待できないだろう。

さらに、新政権の政策をみると(すべてが実現するとは期待できないが)、失業者などへの所得保障や年金支給開始年齢引き上げの撤回などが盛り込まれており、財政逼迫による国債発行条件の悪化が懸念されている。

イタリア国債の利回りは、今年の3月から5月にかけて2%水準から低下傾向にあったが(上図①)、5月中旬から上昇基調となり、政権が固まった5月下旬には3%を超えた(上図②)。この利回り上昇は、ある程度織り込まれていたはずの新政権の経済政策の影響として、国債の信頼性が低下する恐れを市場がさらに織り込んだものといえる。

イタリアの財政悪化の可能性はあるが・・・

確かに、新政権の政策によっては、3%を超える利回りに達するようリスクは残っている。現在掲げられている政策に、①所得税率の引き下げ、②付加価値税引き上げの取りやめ、③年金支給開始年齢の引き上げ撤回、④ベーシック・インカム、などが盛り込まれているが、これらの財政的な手当については、あまり述べられていない。それゆえ、イタリアの新政権が国債を発行して赤字を増やそうとする可能性はあるだろう。

イタリア新政権の主な政策

	概要
税制	①法人・所得税を15%と20%の二段階に簡素化して減税 ②予定されていた付加価値税(VAT)の引き上げの取りやめ
年金	③支給開始年齢の引き上げ撤回
労働法	④ベーシック・インカム(最低所得保障) 単身者・・・月額780ユーロ 4人家族(子2人)・・・月額1,600ユーロ

(報道などの情報をもとに日興アセットマネジメントが作成)
上記は内容は一部であり、すべてではありません。

また、イタリアの構造改革の目玉の1つであった年金改革について、年金支給開始年齢の引き上げ撤回(③)が、長期的な労働市場の効率化を押しとどめ、労働参加率を引き下げる恐れもある。また、ベーシック・インカム(④)も他の社会保障を減らすなど、よほど制度設計を上手に行わなければ、労働参加を減らし、効率性を阻害する恐れがある。

結果として、現時点で明らかな経済政策は、目先の財政悪化と結果としての長期的な構造の悪化の恐れを含んでいる。

EU 離脱や通貨ユーロの激変の可能性は低い

財政の不足分を、仮に国債発行などの借り入れで賄うとすれば、財政赤字が GDP 比で 2%程度から 6%程度に拡大するのではないかと、といった推定が報道されている。これは、EU の財政規律の規則(財政赤字が GDP 比 3%以下)に違反することを意味する。実は EU の規律は一時的に例外を認めるなどの対応がしばしば行われていて、それほど厳しいわけではないのだが、規則違反は一時的な対応であって将来は負債を減らす計画を示すなどの必要がある。言い換えると、極めて政治的ということだ。仮に、このような規律外の 19 年度予算案を提示すれば、新政権は予算を成立させるために EU との交渉が必要となる。夏ごろから始まるとされるこの交渉で、EU とイタリア新政権の関係が明らかになってくる。

新政権は EU 離脱を目的としない、と声明している。しかし、EU との交渉においては EU 離脱をカードとして残しておくだろうから、金融市場が一時的に神経質になる可能性はある。新政権を支える与党は EU への反発を利用した経緯があり、簡単には妥協しないそぶりを見せるだろう。しかし、EU 側も以前のように、規律について強気一辺倒をやめて、現実的な対応を取る可能性がある。強すぎる規律の適用がマイナス成長の要因になりかねないし、イタリアやギリシャなどがアフリカからの難民を最初に受け入れる国として苦しんでいることを、マクロン仏大統領やメルケル独首相は考慮する可能性がある。具体的には、EU 側がイタリアなどに対して、EU 予算から移民・難民対策として大型の補助を行うことが想定できる。EU 予算のさらなる統合は、マクロン仏大統領などの EU 深化の方向性につながる。

イタリアと EU の関係は、一方的に管理する側とされる側ではなくなっているとみているので、今後、予算案への対応で相互に歩み寄る可能性はある。簡単に言えば、イタリアは一時的な財政拡大を EU に認めさせ、EU はイタリアの今後の財政規律改善への約束を求めるだろう。このことから、通貨ユーロがイタリアを失うリスクから大幅なボラティリティ(変動性)に見舞われ、金融市場がリスクオフ状態になることを想定する必要はないと考える。

一時的としても財政拡大が志向されるうちは、イタリア国債の利回りが高止まりする可能性はある。これはイタリア国債の信頼感のゆらぎに基づく。しかし、イタリアで多くの国民が求めていないとされる EU 離脱の方向へ進むとは考えていない。また EU がイタリアを追い出してでも、残りのメンバーで財政規律を守ればよいとも考えていない、とみている。イタリアも含めて EU の経済状態がギリシャ危機のころよりもずいぶん改善していることも考慮すれば、イタリアの財政の将来の改善にもそれほど悲観的になりすぎないようにしておきたい。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。
また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official