

イタリア、政治的混迷続くも 経済情勢にインパクトはあまりないか・・・

ユーロ圏で3番目の経済規模を誇るイタリアで、政治リスクが再燃しています。

今年3月の総選挙でポピュリズム（大衆迎合主義）の「五つ星運動」が第一党となり、極右政党の「同盟」と連立政権発足を目指していましたが、マッタレウラ大統領は両党が指名した首相候補が提示した組閣案を拒否しました。その後、大統領が指名した親EU（欧州連合）派の暫定首相が組閣案を提示したものの、両党はこれを拒否したため、再選挙の可能性が高まりました。

これを受けて、金融市場では通貨ユーロが売られたほか、イタリア国債も売られ（利回り上昇）、ドイツ国債との金利差が急拡大しました。過去の金利差の推移をみると、17年4月末に中道左派の「民主党」党首にレンティ氏（当時）が再任されて以降、景気の改善期待からドイツ国債とイタリア国債の金利差が縮小し（下図②⇒③）、その後、18年3月の総選挙で政治の不安定さを露呈したものの、引き続き金利差は縮小しました（下図③⇒④）。しかし、足元、EU懐疑派の台頭により、財政規律がさらに緩むとの見方などが、金利差を拡大させたとみられます（下図④以降）。

これに加えて、カタルーニャ自治州独立問題を抱えるスペインでも、スキャンダルを背景としたラホイ首相の不信任決議案採決を控え、不透明感が高まりつつあります。

次ページでは、今回のイタリアなどの動向が金融市場に与える影響について、弊社ストラテジストの見解をお伝えします。

イタリアとドイツの10年国債利回り

(2016年12月1日～2018年5月30日)

※利回りは、切り捨てにて端数処理しています。

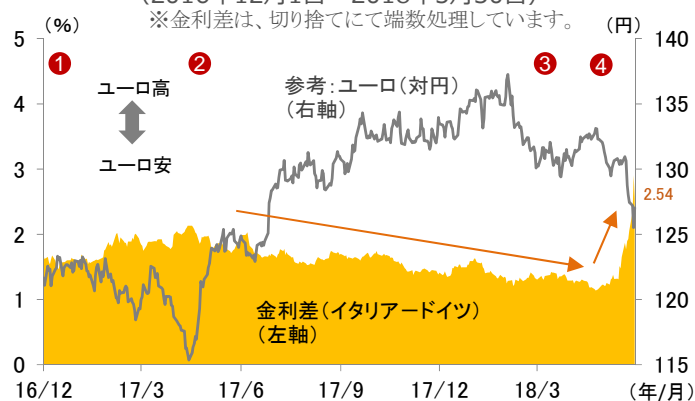


- ① 国民投票の結果を受け、中道左派のレンツィ首相（当時）辞任
次期首相は、レンツィ氏の意志を継ぐジェンティローニ氏が就任
- ② 中道左派の民主党党首にレンツィ氏が復活

イタリアとドイツの10年国債利回りの金利差

(2016年12月1日～2018年5月30日)

※金利差は、切り捨てにて端数処理しています。



- ③ 総選挙で、大衆迎合主義の五つ星運動が第一党になったが、どの政党も過半議席を得られず
- ④ 連立協議を行っていた五つ星運動と同盟が、政権樹立を断念、再選挙の可能性浮上

(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

※上記グラフは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産は為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

イタリアの政治的混迷が続き、リスク資産市場に揺らぎがみられます。しかし、経済情勢にインパクトがあるような新しい事態はほとんど起こっていないようにみえます。総選挙では、ポピュリズムの「五つ星運動」と極右とされる「同盟」とがおおむね事前の予想通りに多数派となり、連立政権が樹立されると予想されてから数カ月経ったところです。その間、伊長期金利と独長期金利との差（スプレッド）は低下気味（信頼が増す）であって、特に政治情勢を気にするわけではありませんでした。

新しいニュースは、親EU派の大統領が、反EUの流れを強化する一部の大臣候補に反対し、今夏にも再選挙の可能性が高まったことです。目先は、一方的にイタリアが反EUの道を選ぶのではなく、大統領の意見も目にした上で、組閣あるいは再選挙の機会を得たとみることができます。金融市場は、一時はかなり悲観的で、これが単なる混乱とイタリアの回復の遅れを意味するだけではなく、財政赤字拡大に結び付き、長期的に政府の信頼低下を招くと考えたようです。しかし、通貨ユーロからのイタリアの離脱を想定するのは、この段階では行き過ぎだと思えます。イタリアの世論調査では、EUの政策は腹立たしいと思う人が多数ですが、通貨ユーロが悪いとの考えは少数派です。つまり「EU」懐疑派・批判派とは、「ユーロ離脱」派ではなく、EUの財政緊縮要求や官僚主義がイタリアを悪くしたと考える人たちなのです。現在の選挙結果はEU政策を批判し改善を求めている、と考えるのが適切です。

一方で、EU側も自ら要求したイタリアの財政引き締めが、その後の継続的な経済低迷につながったと反省する動きがあり、欧州危機当初のような政策対応を行おうとはしていません。“親切的なEU”になろうとしている、とすら言えます。マクロン仏大統領とメルケル独首相のコンビは、EUの統合を強化するために、親切的なEU路線を後押しすると考えて良いと思えます。もちろん、あまり強くイタリアがEUを批判すると、“イタリアなどを切り捨てるべき”との議論がドイツ国内などで起こりかねないのですが、今のところ、そのような議論まで進んでいるわけではないでしょう。

スペインのスキャンダルについては新しい話ですが、政権のスキャンダルは政策執行能力を弱めるので、市場の信頼感を失う傾向にはあります。ただし、欧州の企業収益やGDP成長率に直接的な影響を与える可能性は、現時点では低いとみています。

投資家にとってのメイン・シナリオは、結果としてイタリアがEUの想定する財政の基準に一時的に従わないなど、EU懐疑的な行動をとる政権を作ったとしても、ユーロ圏離脱などを志向するわけではなく、ドイツやフランスなどもある程度妥協して対応するケースだと考えます。イタリア国債の信用度が多少低下する可能性はありますが、2010年頃の欧州危機のような長期のリスクオフ状態を想定する必要はないとみています。EUも政策を柔軟にしていますし、欧州危機時と比べて欧州経済は構造的に大きく改善しています。ゆえに、ユーロ通貨圏全体への投資を大きく見直す状態ではないと思えます。現実の経済成長や企業利益の改善を確認しながら、時間をかけて市場は冷静になっていくと考えます。リスク・シナリオとしては、イタリアがユーロ通貨圏からの離脱をかけた国民投票などでブレグジットのような離脱を選ぶケースが考えられます。この可能性は、今のところ非常に低いとみています。

チーフ・ストラテジスト 神山直樹

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。