

## イタリア政府に譲歩の姿勢

イタリアの財政問題は予想通りイタリア政権が欧州連合(EU)に譲歩する公算が高まりました。イタリアが譲歩すると考えていた主な理由は、イタリア国民の大半がユーロ離脱は望んでいないことと、イタリアは対EUに加えて市場との争いも余儀なくされたからです。ただ、単にイタリアのポピュリズム政権による財政問題と簡単に済まされない面もありそうです。

### イタリア19年予算案:財政赤字2.04%の予算案をEUに提出、譲歩の姿勢

イタリアのコンテ首相は2018年12月12日、19年予算案における財政赤字の対GDP(国内総生産)比率目標を、当初案の2.4%から2.04%に引き下げたと報道されています。コンテ首相はこの日、修正予算案について欧州委のユンケル委員長と会談しています。

歳出計画を巡りイタリア政権は欧州委員会と対立が続いていましたが、大幅に譲歩する姿勢を示しました。ただ、イタリア連立政権は貧困層に対する最低所得保障や年金改革など主要な公約は維持すると述べています。

### どこに注目すべきか: イタリア19年予算案、ポピュリズム、APP

イタリアの財政問題は予想通りイタリア政権が欧州連合(EU)に譲歩する公算が高まりました。イタリアが譲歩すると考えていた主な理由は、イタリア国民の大半がユーロ離脱は望んでいないことと、イタリアは対EUに加えて市場との争いも余儀なくされたからです(図表1参照)。ただ、単にイタリアのポピュリズム政権による財政問題と簡単に済まされない面もありそうです。

まず、イタリア国民の世論調査を見ると、財政規律などEUの硬直的なシステムに対する不満は高いものの、ユーロ圏を離脱する声は小さいのが実情です。離脱という武器が使えない中でのEUとの交渉は、イタリアに不利と見られます。

次に、連立政権にとり交渉を難しくさせたのは国債利回りの上昇(価格は下落)と見られます(図表1参照)。イタリア国債はポピュリズム政党による連立政権が発足(18年6月)前後から利回りが上昇し、同政権が財政拡張的な19年予算案をEUに提案したことにより、利回りは一段と上昇しました。

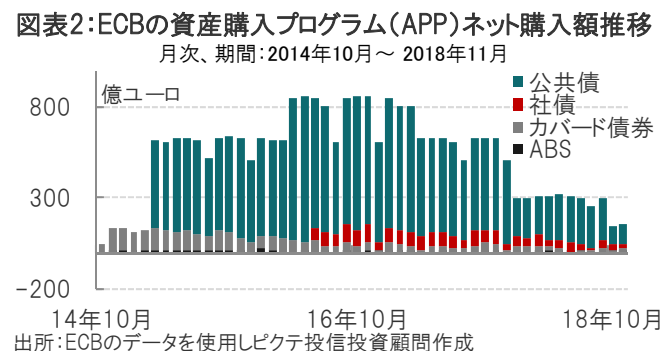
ただ、イタリアの7-9月期経済成長率は前年比で1%を下回るなど回復は鈍く、経済対策が求められる経済環境です。一方、イタリアなどユーロ加盟国は金利、通貨安は自らコントロールできないため手っ取り早い対応は(適切な水準で)財政政策となりますが、ユーロ圏では財政悪化した国の

国債利回りは上昇しやすい傾向があり、コストの高い政策と見られます。

また、イタリアには不運な面もあります。イタリアの景気回復が遅れる中、国債などを購入してきた欧州中央銀行(ECB)の資産購入プログラム(APP)が停止に向かう時期に財政問題が重なっているからです(図表2参照)。

イタリアの構造問題はさらにやっかいです。イタリア国債の多くはイタリアの民間銀行が保有する構図となっています。低金利を活用して国債を保有するキャリー取引が多く見られるため、長期金利の上昇は、銀行ポジションの悪化につながりやすい保有構図となっています。イタリア中央銀行による最新の金融安定報告書でも、イタリア国債利回り上昇による銀行の国債保有リスクの上昇に懸念が示されています。国債保有リスクが上昇すればイタリアの民間銀行の自己資本比率が低下する恐れから融資を削減すれば、景気が悪化する悪循環の構図も想定されます。

あまりにあからさまなので、本日のECB金融政策理事会での公表は無いとは思われますが、銀行への(的を絞った)資金供給策が示唆される可能性に注目しています。



●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。