

新たな危機の震源地となったイタリア

発表日：2011年11月10日(木)

～政策対応の選択肢は乏しく、混乱の早期沈静化は難しい～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ 次期政権の改革遂行能力への不透明感や総選挙までの政権空白リスクから、イタリアへの不安拡大が続いている。イタリアの抱えている問題は、政治の改革遂行能力と低成長・競争力低下の構造問題が中心で、即効薬が見当たらないことも危機封じ込めを難しくしている。セーフティーネットとなる筈のE F S Fのレバレッジ案で進展が見られないことも、不透明感に拍車を掛けている。
- ◇ イタリアへの危機波及を封じ込める政策手段は限られている。E C BやE F S Fによる国債購入やE U/ I M Fによる予防的信用供与で時間を稼ぐ間に、イタリア政府の対応とE F S Fのレバレッジ案での議論を進展させることが不可欠だ。だが、余裕資金を持たないE F S Fが国債購入や予防的な融資を行うためには債券発行を通じた資金調達が必要で、十分な資金を確保できるかは不透明だ。イタリア政府とE U当局が迅速に事態に対処しない限り、混乱の早期収束は難しい。

■ ベルルスコーニ退陣後の改革遂行能力と政治空白のリスクが懸念

政治停滞の元凶とされたベルルスコーニ首相が退陣を表明した後もイタリアの財政不安が払拭されない。イタリア国債の利回りは、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルが自力での資金調達を諦め、E UとI M Fに支援要請を決断したとされる7%の危険水域を突破。市場での国債発行が難しくなる恐れが高まっている。9日の売りは、イタリア国債のドイツ国債との利回り格差が拡大したことを受け、決済機関がイタリア国債の取引時に顧客に要求する証拠金の比率を引き上げたことがきっかけ。不安の背景には、次期政権の財政再建・構造改革の遂行能力が未知数なうえ、ベルルスコーニ首相が暫定政権に難色を示しており、議会の解散・総選挙が行われるまでの数ヶ月間の政治空白への懸念がある。欧州の政策関係者が一部の国のユーロ圏からの離脱の可能性を検討しているとの報道も伝わり（フランス政府やE U関係者は否定）、大きすぎて救済できないイタリアの混乱が収まらないことでユーロ分裂・崩壊シナリオが意識されている。

イタリアの抱えている問題は、不安定な政治状況と財政再建・構造改革の遂行能力への信頼の低下、競争力低下と構造問題に起因する慢性的な低成長など、即効薬が見当たらないものが中心だ。それだけに政策対応で危機を封じ込めることがなかなか難しい。加えて、大きすぎて救済できないイタリアをギリシャ同様の形で資金繰りを完全に支援することはそもそも不可能なうえ、危機波及の防波堤である筈のE F S Fのレバレッジ案が機能するかも不透明なことが不安に拍車を掛けている。

■ 危機波及を封じ込める即効薬が見当たらない

イタリアへの一段の危機波及を封じ込める手段が限られていることも市場に見透かされている。すぐに来ることと言えば、E C Bがイタリア国債の買い支えを強化すること位だ。だが、E C Bの国債購入も今のところ利回り上昇を抑制することが出来ていない。より積極的な国債購入に踏み込むための条件とし

て、ECBはイタリア政府に対して財政再建・構造改革の実施に向けた強いコミットメントを要求する可能性がある。これによりイタリア政府の対応が前進すればポジティブな材料だが、国債購入の積極化を手控えている間に市場の不安心理が沸点に達してしまつては元も子もない。これはEUとIMFがギリシャ政府に対して、約束した財政再建・構造改革を実行しない限り、融資を打ち切ると通告したのと全く同じ戦略だ。最終的にギリシャが無秩序なデフォルトに陥るリスクは回避されたが、改革実行を受け入れるまでの間に市場の不安心理が高まったことは言うまでもない。イタリア政府の対応を引き出すのが先か、市場の不安心理に火が付くのが先か、ぎりぎりの選択を求められる。勿論、ECBは自身が政府に対する最後の貸し手となることを否定するが、金融システムの機能不全を解消するという大義名分があれば、必要に応じて一段の国債の買い増しをする以外に道はない。

他に考えられる政策選択肢としては、①EFSFによる国債購入の開始、②EU/IMFによる予防的信用供与、③イタリアの速やかな政権交代と改革実行へのコミットメント、④EFSFのレバレッジ拡大案を早急に実行可能にする、などだろう。以下、各々について簡単に検討する。

【EFSFによる国債購入の開始】

7月の欧州首脳会議ではEFSFに流通市場での国債購入を可能とする機能拡充で合意した。各国の議会承認を経た現在、制度上はEFSFが国債購入を開始することが可能だ。レバレッジの拡充がない場合、購入できる金額が少なくなるだけで、国債を購入すること自体に法的障害はない筈だ。そこで、レバレッジ拡充議論の決着を待たずに、ECBと協調してイタリア国債の購入を開始すれば金利上昇に一定の歯止めを掛けることが可能になるかもしれない。だが、問題はEFSFには準備資金がなく、イタリア国債の購入を開始するには債券発行を通じて資金を調達する必要がある。調達目的が不安の広がるイタリア国債の購入である以上、十分な資金を集めることが出来るかは不透明だ。

【EU/IMFによる予防的信用供与】

金利上昇に歯止めが掛からない場合、EFSFやIMFがイタリア政府に対して予防的な信用を供与する可能性がある。機能拡充後のEFSFは予防的な信用供与が可能となった。一方、IMFも先のG20首脳会議の場でイタリア政府に対して予防的な信用枠の利用を打診した。イタリアの国債の借り換え金額や経済規模を考えれば、ギリシャ・アイルランド・ポルトガルと同様の枠組みでイタリアの資金繰りを完全に支援することは不可能に近い。イタリアの次期政権が財政再建・構造改革で断固とした対応を打ち出し、市場の信頼を回復するまでの間、資金繰り支援のための信用を供与することは可能な筈だ。問題は、EFSFの資金を活用する場合、国債購入同様に資金調達をしなければならないこと。また、イタリア政府の改革実行が伴わない場合、短期の資金繰り支援では済まなくなる恐れがある。

【イタリアの政権交代と改革実行へのコミットメント】

ベルルスコーニ首相は財政構造改革の関連法案が議会で通過した後の退陣の意向を表明しているが、経済専門家による暫定政権（テクノクラート政権）には否定的で、年明け以降に総選挙を前倒し実施することを求めている。政治空白を回避する観点や、過去のテクノクラート政権が改革実行で一定の成果を發揮したことに鑑みれば、金融市場は暫定政権への早期移行が実現すれば好感するだろう。勿論、テクノクラート政権が誕生した場合も実行力への不安は拭い去れない。そのため、EUやIMFの監視団による外圧もフルに活用し、イタリア政府が改革実行を強くコミットすることが同時に重要となる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【E F S Fのレバレッジ拡大案を早急に実行可能に】

危機波及を食い止めるセーフティーネットを早急に整備することも不安の沈静化につながる。先のユーログループ会合では技術的な詰めを11月29日のユーログループ会合でまとめたうえで、12月中の運用開始を約束した。だが、月末まで結論を持ち越す余裕はない。臨時のユーログループ会合を開き、早急にE F S Fのレバレッジ案をまとめる必要がある。問題はイタリアへの不安が高まったことで外部資金の呼び込みが益々難しくなってしまったことだ。イタリア国債の買い手が誰もいなくなったので、出資をお願いしますと言って応じる政府や投資家がいるのだろうか。より安全な保証を要求され、レバレッジ倍率が犠牲になる可能性がある。また、現在検討されているレバレッジ案がまとまらなかった場合、レバレッジ拡大でのE C Bの役割とE S Mの前倒し議論が蒸し返す可能性がある。だが、E C Bとドイツ政府の強硬な反対に遭うことは確実で、かえって政策当局間の意見対立を印象づける恐れがある。

“大きすぎて救済できない” イタリアは、守らなければいけない砦であった筈だ。その堤防があえなく決壊してしまったことで、欧州の政策当局の対応は一段と難しくなった。E C BやE F S Fによる国債購入やE U / I M Fによる予防的信用供与で時間を稼ぐ間に、イタリア政府の対応とE F S Fのレバレッジ案での議論を進展させることが不可欠だ。だが、余裕資金を持たないE F S Fが国債購入や予防的な融資を行うためには債券発行を通じた資金調達が必要で、十分な資金を確保できるかは不透明だ。イタリア政府とE U当局が迅速に事態に対処しない限り、混乱の早期収束は難しい。

以上