

金利上昇がイタリア財政に与える影響

発表日：2011年11月11日(金)

～7%は危険水域だが、政府の支払い能力を大きく圧迫するほどではない～

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

- ◇ 公的債務残高の大きいイタリアでは、金利上昇による利払い負担の増加が、政府の支払い能力を圧迫することが懸念される。こうした懸念はもっともだが、当社の試算では7%の市場金利が1年間続いたとしても、GDP比でみた政府債務を1%ポイント強押し上げるに過ぎない。
- ◇ 7%という金利水準が意識されるのは、そこを持続的に超過した後にギリシャ、アイルランド、ポルトガルが自力での資金調達を諦め、EUとIMFへの支援要請を決断したため。世界第7位の経済規模を誇るイタリアは“大きすぎて救済できない”。多少の金利上昇には目をつぶり、市場での調達を続けることが求められており、今後の国債入札や借り換えの行方に注意が必要だ。

■ 経済実務家による暫定政権の可能性が高まり、政治空白リスクが後退

ギリシャに代わる財政危機の震源地となっているイタリアでは、追加緊縮策を盛り込んだ予算関連法案が週内に前倒しで可決される見通しとなったうえ、マリオ・モンティ元欧州委員を首班とする経済実務家による暫定政権が誕生する可能性が高まった。これにより、ベルルスコーニ首相の辞任後の議会解散・総選挙までの数ヶ月間の政治空白が生じるリスクが後退、改革推進の期待が高まり、不安心理が幾分和らいでいる。9日に危険水域とされる7%を突破した国債利回りは10日に6.8%台に低下したが、連立与党内部には引き続き総選挙の実施を模索するグループがいる模様で、不安が完全に払拭された訳ではない。

10日に行われた1年物政府証券の入札では50億ユーロの調達予定額を上回る99.5億ユーロの応札を集めたが、平均落札利回りは6.087%と前回入札時の3.570%を大幅に上回った。“大きすぎて救済できない”イタリアは市場での国債・政府証券の発行を続ける必要があり、高い金利を要求されたものの、ひとまず市場調達が出来ていることはポジティブだ。14日には5年物国債の入札（調達予定額は15～30億ユーロ）が控えており、今後も市場調達を続けることが出来るかの試金石となろう。週内の予算関連法案の成立と暫定政権の発足を急ぐのも、週明けの国債入札を睨んでの動きとみることも可能だ。

■ 7%の金利上昇がすぐさまイタリアの債務の持続性を損なう訳ではない

ただ、1年物の政府証券の発行に6%超の金利を要求されたことで、このまま金利が高止まりすれば、利払い負担が嵩むことで公的債務が膨れ上がり、いずれ政府の支払い能力が圧迫されることを懸念する声も聞かれる。公的債務残高が大きいイタリアでは、金利上昇が利払い負担に大きな影響を与えかねない。では実際のところ、どの程度の金利高騰が続けば、イタリアの債務の持続可能性が失われるのであろうか。簡単な数値例で確認してみよう。イタリアの政府債務の平均償還期間は2011年10月末時点で7年。うち2割程度が変動金利だ。金利が1年間、同水準で高止まりした場合、20%（変動金利分）+（80%÷7年）

=31.4%の債務が金利上昇の影響を受ける計算となる。イタリアの政府債務の平均利率は2010年時点で約4%。利払い費の対名目GDP比率は2010年時点で4.5%だ。したがって、市場金利が7%で1年間推移した場合、債務の平均利率は $(31.4\% \times 7) + (68.6\% \times 4) = 4.94\%$ に上昇する。これは利払い費の対名目GDP比率が5.6%に上昇することを意味する。つまり、GDP比でみて1.1%ポイントの財政悪化要因となる。同様の計算を市場金利の水準と継続する期間別に見たものが図表1だ。

(図表1) 金利上昇がイタリアの政府債務に与える影響試算
公的債務残高の名目GDP比率への押し上げ(%ポイント)

		継続期間				
		3ヶ月	6ヶ月	1年	3年	5年
市場金利	5%	0.3	0.3	0.4	0.6	0.9
	6%	0.5	0.6	0.7	1.3	1.8
	7%	0.8	0.9	1.1	1.9	2.7
	8%	1.1	1.2	1.5	2.5	3.5
	9%	1.3	1.5	1.8	3.1	4.4
	10%	1.6	1.8	2.2	3.7	5.3

出所：イタリア財務省資料などより第一生命経済研究所が試算

なお、上記の試算は継続期間が短いケースでの政府債務の押し上げ規模を過大に評価していると考えられる。試算上は金利上昇が継続する期間中に償還を迎える国債の金利を、全ての国債の平均金利と同一と仮定している。だが実際には、イタリアの調達金利はユーロ導入以降に低下しており、近く償還を迎える国債の金利は総じて、全国債の平均金利よりも高い可能性があるためだ。ちなみに、イタリア政府自身も市場金利の上昇が債務に与える影響の分析結果を公表しており、市場金利が1%上昇し、その水準で高止まりした場合、政府債務の対名目GDP比率が1年目で0.20%ポイント、2年目で0.39%ポイント、3年目で0.50%ポイント押し上げられると試算している。当社試算よりも債務の押し上げ規模が小さいのは、より様々な要因を加味していることに加えて、前述の要因も影響している可能性がある。

こうしてみると、市場金利の上昇は変動金利部分の利払い増加を通じて短期間でも政府債務の押し上げ要因となることが分かる。但し、押し上げの規模を見ると、7%の市場金利が1年間続いたとしても、GDP比でみた政府債務を1%ポイント強押し上げるに過ぎない。GDP比で120%前後にあるイタリアの公的債務残高の水準感からすると、7%の市場金利が債務の持続可能性の観点から危険水域かということと必ずしもそうとは言い切れない。勿論、市場金利の上昇は国債を大量に保有する銀行の評価損拡大や、企業の資金調達環境の悪化など、上記試算が想定する以外にも様々なルートで財政や景気に悪影響を及ぼす。

■ “大きすぎて救済できない” イタリアは、市場での資金調達を続けることが出来るかが鍵

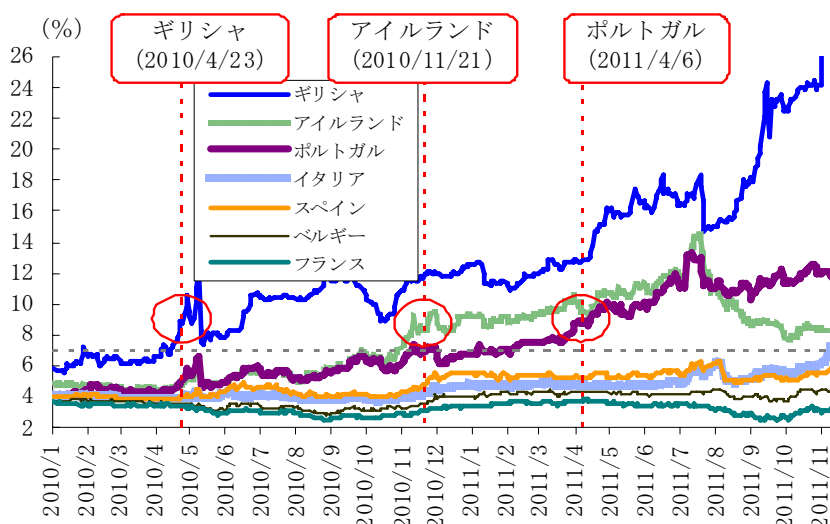
どの程度の市場金利の上昇が許容範囲かは、本来、各国の債務構造や財政パフォーマンスによって異なる筈だ。ただ、やはり意識されるのは、国債利回りが7%を持続的に超過した後に、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルが自力での資金調達を諦め、EUとIMFへの支援要請を決断したことであろう（図表2）。救済入りした3ヶ国では、金利が7%を超過した後に上昇に弾みが付いた点も見逃せない。これは9日の金利上昇のきっかけを作った決済機関による証拠金率の一段の引き上げにより“売り”が“売り”を呼ぶことに加えて、そもそも市場参加者の間で7%台が“危険水域”であるとの認識が広がっており、財政運営に対する信頼が失われる閾値と受け止められることも影響しているのだろう。

世界で第7位の経済規模を誇るイタリアを、ギリシャなど既に救済下にある国と同様の枠組みで資金繰り支援を提供することは不可能だ。したがって、イタリアの危機を封じ込めるためには、市場金利の一段

の上昇に歯止めをかけることが重要となってくる。10日付けのレポート「新たな危機の震源地となったイタリア」で指摘した通り、レバレッジ案が固まっていないことや手元資金を有していないことから、E F S Fがイタリア国債の購入を開始できる目処は今のところ立っていない。唯一すぐに動けるのはE C Bで、現在もイタリア国債の買い支え役を果たしているが、表向きは最後の貸し手となることを拒む姿勢を続けており、イタリア政府にさらなる政策対応を促している。

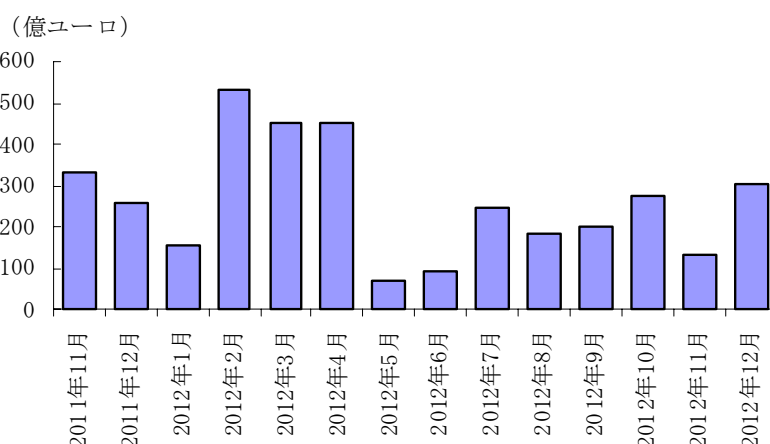
当面は実務家政権による改革前進期待とE C Bの国債購入で金利の一段の上昇を抑制しつつ、多少の金利上昇には目をつぶり、市場での調達を続ける必要がある。その意味で国債・政府証券の入札や借り換えの行方が重要となつてこよう。年内の入札予定を確認しておく、11月14日・29日と12月14日・29日に中長期債、11月25日・12月28日に政府証券とゼロクーポン債、12月12日に政府証券の入札が予定されている。また、来年の春先までは毎月巨額の償還が予定されており、市場心理を不安定化させる要因の一つとして注視する必要がある（図表3）。

（図表2）ユーロ圏財政不安国の10年物国債利回りの推移



注：日付は支援要請を決断した日。

（図表3）イタリアの国債・政府証券の月別償還額



出所：イタリア財務省

以上