

いざ出陣、イタリアの拡張予算

～重大な規律違反を問われる可能性～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 田中 理 (TEL: 03-5221-4527)

◇ イタリア政府は15日、欧州委員会に来年度の予算案を提出した。新政権の財政計画は構造的財政収支の改善を見込んでいないだけでなく、楽観的な成長率の前提や不確定な歳出削減に依存しており、欧州委員会は重大な規律違反を指摘する可能性が高い。イタリアの財政運営を巡る緊張が早期に沈静化することは期待できない。

※本稿の後半部分の記述は、10月12日付けのロイター為替コラムの拙稿から一部抜粋・加筆した。

EUの財政規律である安定成長協定 (Stability and Growth Pact : S G P) では、加盟国の予算を監視する制度の一環で、毎年10月15日までに来年度予算案 (Draft Budgetary Plan : D B P) を欧州委員会並びにユーログループ (ユーロ圏の財務相会合) に提出することが求められる。ポピュリスト2党が率いるイタリア政府は、4日に発表した経済財政文書 (Documento di Economia e Finanza : D E F) を肉付けした来年度予算案を閣議了承、議会の承認を経て期日ぎりぎりの15日夜に欧州委員会とユーログループに提出した。欧州委員会からの正式な意見表明はまだだが、欧州委員会が公表する S G P の手順書 (Vade Mecum on the Stability and Growth Pact) に従い、今後のスケジュールを確認しておく。

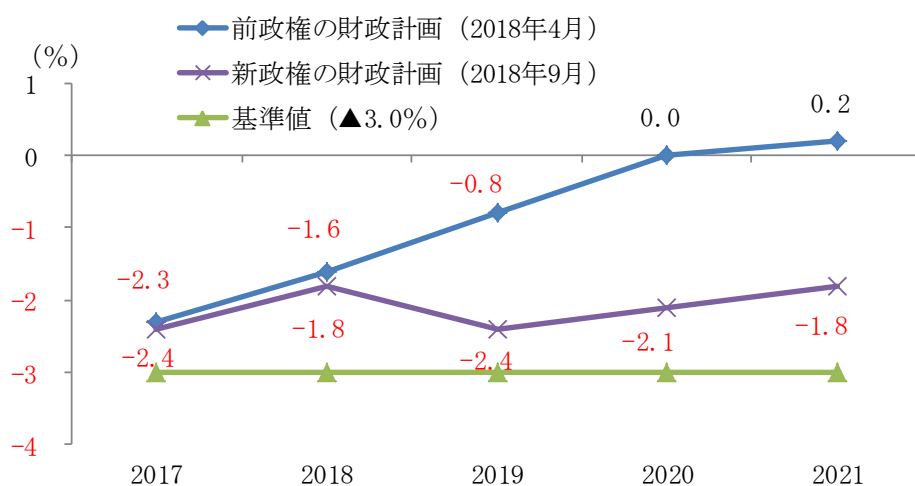
通常の場合では、予算案を受け取った欧州委員会は、11月上旬の秋季経済見通しの発表を待ち、その経済・財政分析の結果を踏まえ、11月末までに当該予算案に関する意見表明を行う。ただ、提出された予算案に「とりわけ重大な規律違反 (particular serious non-compliance)」があると判断した場合には、欧州委員会は予算案の提出から1週間以内に (今回のイタリアのケースでは10月22日までに) 当該国に意見聴取を行う。さらに、予算案の提出から2週間以内に (10月29日までに)、欧州委員会は予算案の再提出を求めるかを決定する。再提出を求められた加盟国は、要請から遅くとも3週間以内に (最も遅いケースで11月19日までに) 修正した予算案を提出する。欧州委員会は予算案の再提出から3週間以内に (最も遅いケースで12月10日までに)、再提出された予算案に関する意見表明を行う。当該国は欧州委員会の意見表明を踏まえた来年度予算案を12月末までに当該国議会で可決する。

「とりわけ重大な規律違反」に該当するケースとして、S G P の手順書では、①予算案の実行により、財政規律に抵触することが明らかな場合、②S G P の予防措置下にある加盟国の予算案が、閣僚理事会が勧告した財政努力に不十分なことが明らかな場合、③S G P の是正措置下にある加盟国の予算案が、閣僚理事会が勧告した財政努力に不十分なことが明らかな場合、④予算案の実行により、当該国の金融安定が脅かされる恐れや、経済通貨統合の適切な機能が阻害される恐れがある

場合一が上げられている。過去に予算案の再提出を求められた国はないが、正式な予算案が発表される以前の10月5日に、欧州委員会はイタリア政府に対して「閣僚理事会が勧告した財政パスから大幅に逸脱する恐れがある」との書簡を送っており、予算案の再提出を求められる可能性が高い。ただ、欧州委員会の意見表明に拘束力はなく、この段階でイタリア政府が財政計画を大幅に修正した予算案を提出することはなさそうだ。

提出された予算案の詳細は現時点で不明だが、関係者の発言から判断する限り、4日に発表されたDEFの財政見通しや経済成長率の前提がそのまま採用された模様だ。DEFでは、2019年の財政赤字の対国内総生産（GDP）比率が2.4%と、前政権時代の計画から3倍に拡大し、その後も2020年に同2.1%、2021年に同1.8%と赤字削減を見込むが、当初2020年に予定していた財政均衡化を棚上げした（図表1）。予算案の提出に際してトリア経済財務相が「2.4%の赤字比率は西側諸国では普通であり、とんでもない数字ではない」と発言したことが伝えられているが（Bloomberg報道）、イタリアの財政計画は表面的な数字以上に大きな問題がある。

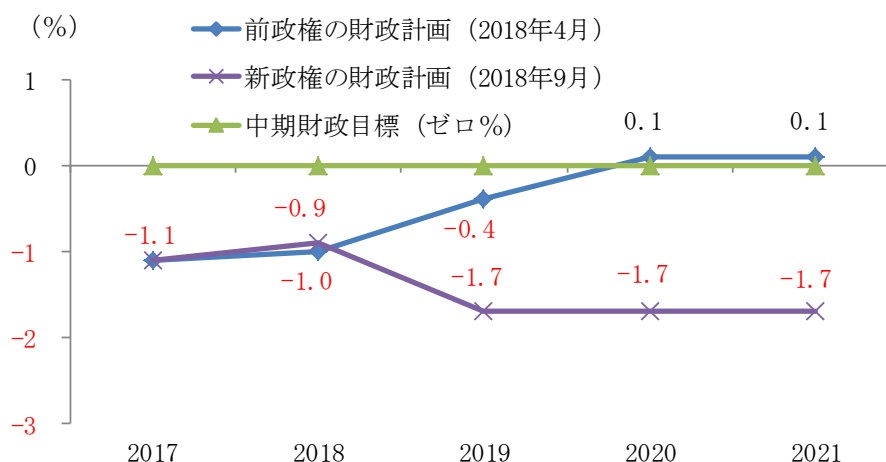
（図表1）イタリア財政収支の対GDP比率



出所：イタリア経済財務省資料より第一生命経済研究所が作成

EUの財政規律は財政赤字の対GDP比率を3%未満、公的債務残高の対GDP比率を60%未満に抑制する以外にも、健全な財政運営を担保する様々なルールが存在する。新政権の財政計画でも赤字比率は3%未満と基準を満たしているものの、GDP比率で130%超に達する債務の持続可能性を確保する観点から、景気循環や一時的な要因を除いた構造的財政収支の改善が求められている。欧州委員会は対GDP比率でゼロ%をイタリアの構造的財政収支の中期的な目標（Medium-term Objective: MTO）に設定し、その中期的な達成のためには、2019年にGDP比で0.6%ポイントの構造収支の追加改善が必要と前政権に勧告していた。だが、新政権が発表した財政計画では、2019年の構造収支の対GDP比率は逆に0.7%ポイント悪化、向こう3年の同比率が1.7%の赤字で据え置かれている（図表2）。このことは、新政権の財政再建が潜在成長率を上回る景気拡大に依存していることを意味する。

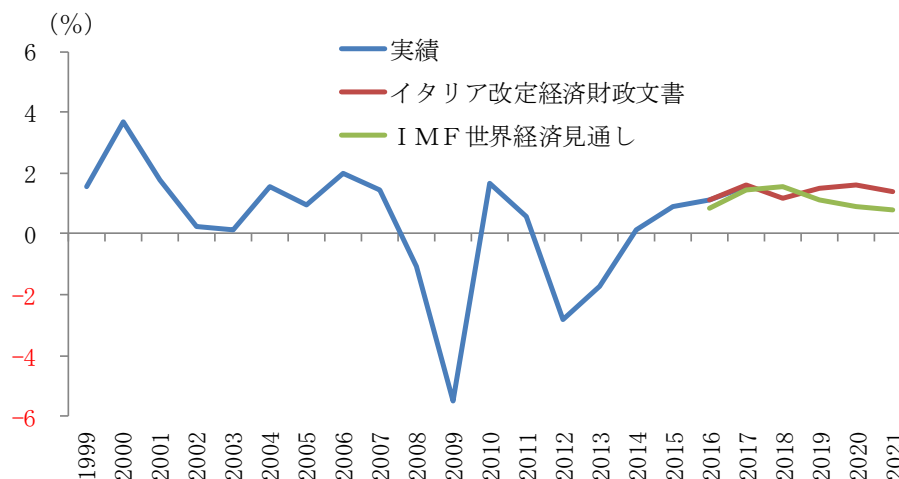
(図表 2) イタリアの構造的財政収支の対GDP比率



出所：イタリア経済財務省資料より第一生命経済研究所が作成

その成長率の前提が甘い点がさらに問題含みだ。イタリア政府は最低所得保障、フラット税率の導入、年金の支給開始年齢の再引き上げ、付加価値税（VAT）の引き上げ撤回、公共投資の拡大などにより成長率が押し上げられるとし、実質GDP成長率が2018年に+1.5%、2019年に+1.6%、2020年に+1.4%と、ユーロ導入後の平均（+0.4%）の4倍近い成長が継続すると予想する（図表3）。同計画では減税や歳出増加なかりし場合の各年の成長率を+0.9%、+1.1%、+1.1%としており、一般に考えられているよりも遥かに大きい財政乗数（財政支出や減税がGDPをどれだけ変化させるかの比率）を想定している。

(図表 3) イタリアの実質GDP成長率

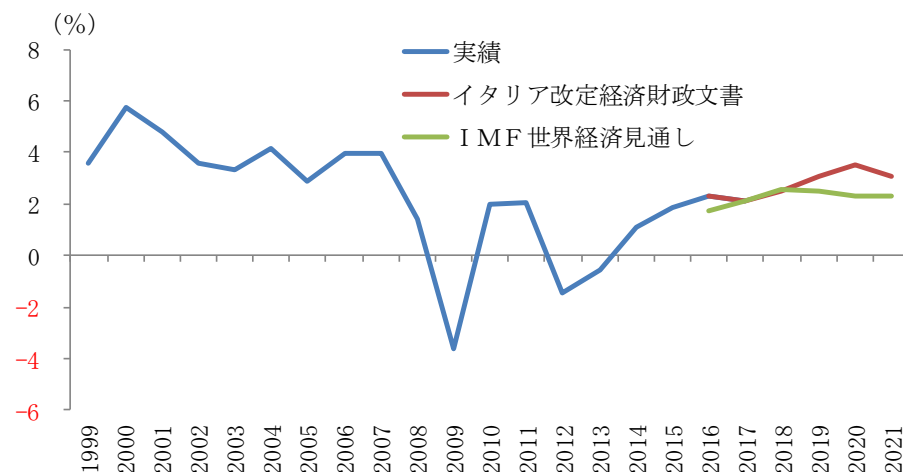


出所：イタリア経済財務省、IMF資料より第一生命経済研究所が作成

だが、イタリアの成長率は今年に入って減速傾向にあるうえ、このところの金融市場での緊張の高まりが金利上昇などを通じて企業活動にも悪影響を及ぼすこと（いわゆるクラウディングアウト）が予想される。また、VATの増税撤回は国民の大多数が予想していたことで、追加的な景気刺激効果

は期待できない。世界経済のピークアウト懸念も高まっており、財政計画が想定する成長率の前提は楽観的過ぎる。実質GDPの想定以上に楽観的なのが名目GDPだ。財政計画では、両計数の差に相当するGDPデフレータの急加速を見込み、名目GDP成長率は2019年に+3.1%、2020年に+3.5%、2021年に+3.1%と、過去10年間に1度も実現していない3%台の定着を想定する（図表4）。

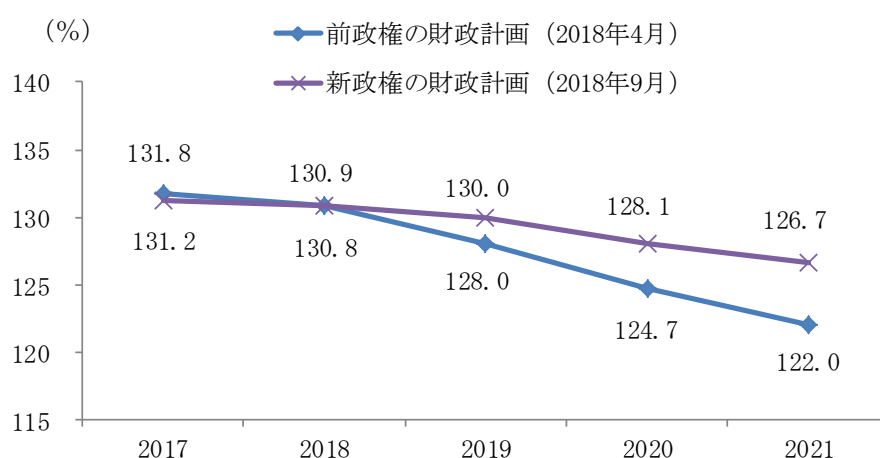
（図表4）イタリアの名目GDP成長率



出所：イタリア経済財務省、IMF資料より第一生命経済研究所が作成

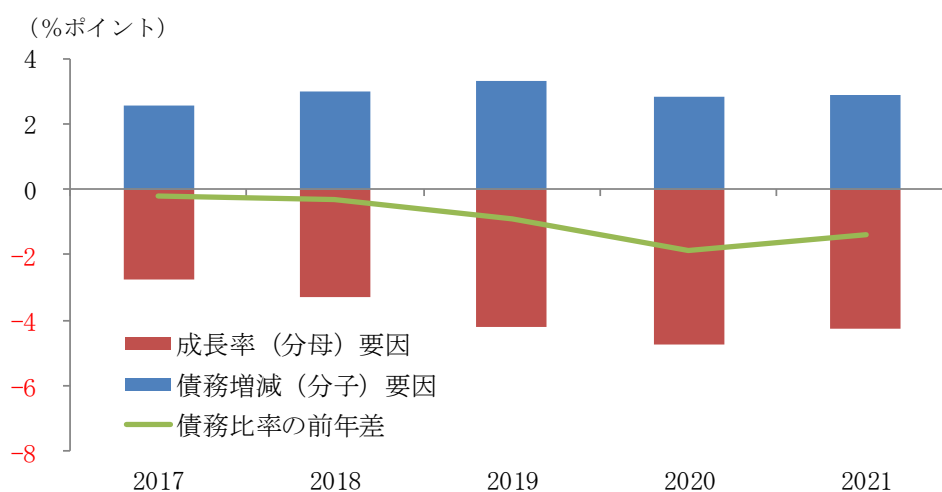
そして、この名目GDPが公的債務残高の対GDP比率を計算する際の分母となる。新政権の財政計画では、債務比率が2018年の130.9%から2021年には126.7%に低下するとし、財政再建を強調する（図表5）。だが、債務比率の低下はもっぱら分母の拡大によるもので、成長率の少しの下振れで債務の膨張が続くことになる（図表6）。例えば、債務残高の数字をイタリアの財政計画のまま、名目GDPを国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しの数字に置き換えて計算し直すだけで、2021年の債務比率は130.0%と2018年からほとんど下がらない（図表7）。コンセンサス予想とほぼ一致するIMFの見通しから0.2%ポイントずつ成長率が下振れしただけで、債務比率は逆に上昇していく。

（図表5）イタリアの公的債務残高の対GDP比率



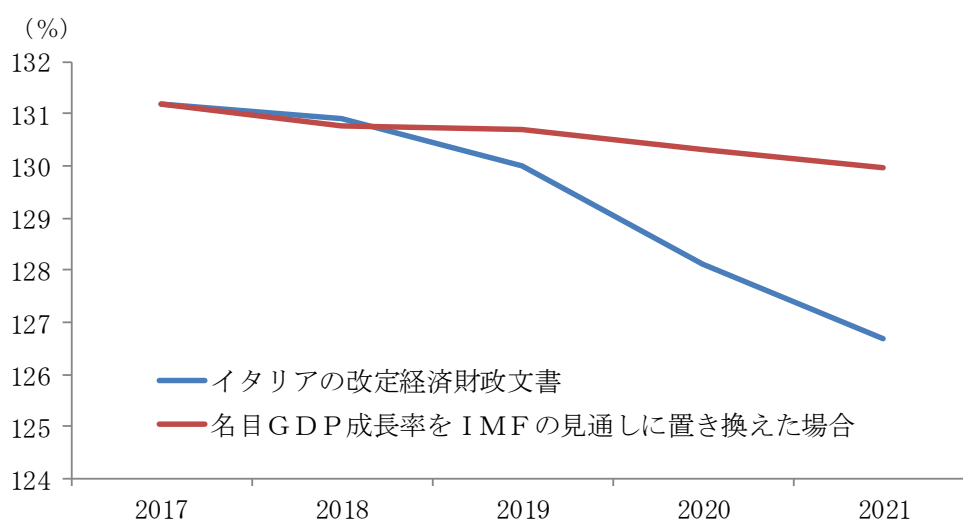
出所：イタリア経済財務省資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 6) イタリアの改定経済財政文書での公的債務比率の変動要因



出所：イタリア経済財務省資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 7) 成長率の前提を変更した場合のイタリアの公的債務比率の推移



注：成長率下振れによる税収減などの影響は加味せず

出所：イタリア経済財務省、IMF資料より第一生命経済研究所が作成

この他にも、新政権の財政計画は、2018年から2021年にGDP比で1.5%ポイント相当の歳出抑制や税恩赦による税収増（納税すれば追徴課税を回避）を想定しているが、123ページに及ぶDEFの中にその具体的な方策に関する言及はほとんどみられない。また、イタリアの国債利回りの上昇で、利払い費の想定も甘すぎる。欧州委員会からは厳しく規律違反を問われる可能性が高い。

以上

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調査研究本部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。見通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、第一生命保険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。