EU Trends

発表日:2018 年 11 月 9 日(金)

イタリアの財政違反、今後の展開

～制裁手続き開始も政府は静観、景気悪化と銀行問題が鍵～

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)

◇ 欧州委員会が発表したイタリアの経済・財政見通しは、政府の予算案と大きく異なり、財政赤字の大幅な拡大と債務比率の高止まりを予想する。イタリア政府は13日までに予算案の再提出を求められるが、両者の溝は大きく、多少の軌道修正をしたところで、重大な規律違反との判断が覆る可能性は低い。ＥＵ側は近くイタリアに制裁手続きの開始を決定する公算が大きい。

◇ 制裁手続きが開始された場合も、実際に制裁金が課されるまでには長い時間が掛かり、最終的には高度な政治決定が必要となる。来年５月の欧州議会選でのポピュリスト勢力の影響力拡大を視野に入れ、イタリアの政権指導者が拡張的な財政運営を改める誘因は低い。

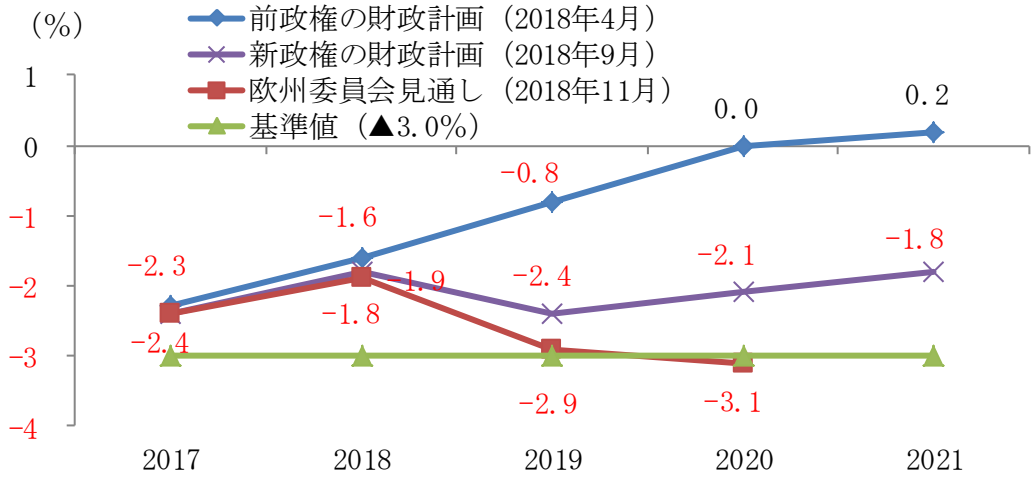
◇ イタリアの財政問題は長期戦の様相を呈しており、今後の注目材料としては、足許で広がるイタリアの景気悪化が今後も続くのか、金利上昇と景気悪化による国民の不満の矛先が政権側に向かうか、銀行体力の悪化で一部銀行の資本増強が必要になるか、長期流動性供給の満期償還に銀行が対応可能かなど。

欧州委員会が８日に発表した秋季経済見通しでは、イタリアの財政赤字の対ＧＤＰ比率が2019年に2.9%、2020年に3.1%と、安定成長協定（ＳＧＰ）が定める３%未満の財政規律への抵触が予想されている。これはイタリア政府が提出した来年度予算案での、向こう３年間の赤字比率が３%未満で徐々に縮小していく姿と大きく異なる（図表１）。構造的財政赤字（景気循環と一時的な要因を除いた財政赤字）の対ＧＤＰ比率でも両者が描く財政パスは大きく異なり、イタリア政府が向こう３年間の赤字比率が1.7%で横這い推移を見込むのに対して、欧州委員会は2019年に3.0%、2020年に3.5%と赤字の拡大を見込む（図表２）。欧州委員会の僅か２ページの経済見通し文書では歳入と歳出の詳しい内訳は公表されていないが、イタリア政府の予算案と比べて、新政権の公約実現による歳出増加を多めに、歳入増加を控えめに、景気浮揚効果を慎重にみているものと思われる。

見通しの説明文書では、「政策実行までのタイムラグと行政運営上のボトルネックが、予測期間を通じて政策が成長率に与える緩やかな押し上げ効果の出現を遅らせることが予想される」、「最低所得保障スキーム、早期退職の柔軟性強化（※筆者注：過去の年金改革の見直し）、公共投資予算の拡充により、政府の歳出は大幅に拡大する」、「歳出レビューと法人を中心とした幾つかの税制見直しが、部分的に財政悪化の穴埋めをする」、「2019年に計画する減税の効果が遅れて出現することや公共投資予算の拡充は、電子インボイス対応の強化や租税特赦（※筆者注：滞納者の罰金や延滞利息の免除）による一時的な歳入増加では部分的にしか穴埋めできない」などの言及がある。さらに、欧州委員会の見通しに対する下振れリスクとして、「国債利回りの持続的な上昇が続き、

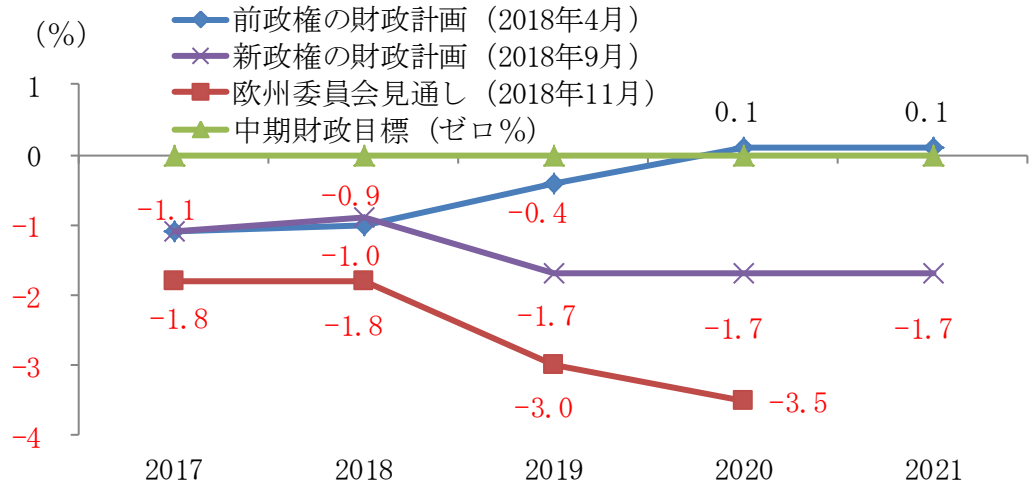
銀行の調達環境悪化や信用供給が細る」、「政府の財政出動が民間投資の抑制（筆者注：いわゆるクラウディングアウト）をもたらす」、「想定されている政策の効果が限定的で、成長率の押し上げ効果が少なくなる」、「政府の政策を巡る不透明感がセンチメントの悪化を通じて国内需要に影響を及ぼす」、「予想される構造改革の後退が雇用や潜在成長に悪影響を及ぼす」、「国債のリスクプレミアムの想定以上の上昇、歳出レビューによる財政悪化の穴埋めが想定対比小さい、公的セクターの賃金契約見直しによる歳出増加などで財政収支が悪化する」リスクを指摘している。

（図表１）イタリア財政収支の対ＧＤＰ比率の見通し



出所：欧州委員会、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２）イタリア構造的財政収支の対ＧＤＰ比率の見通し

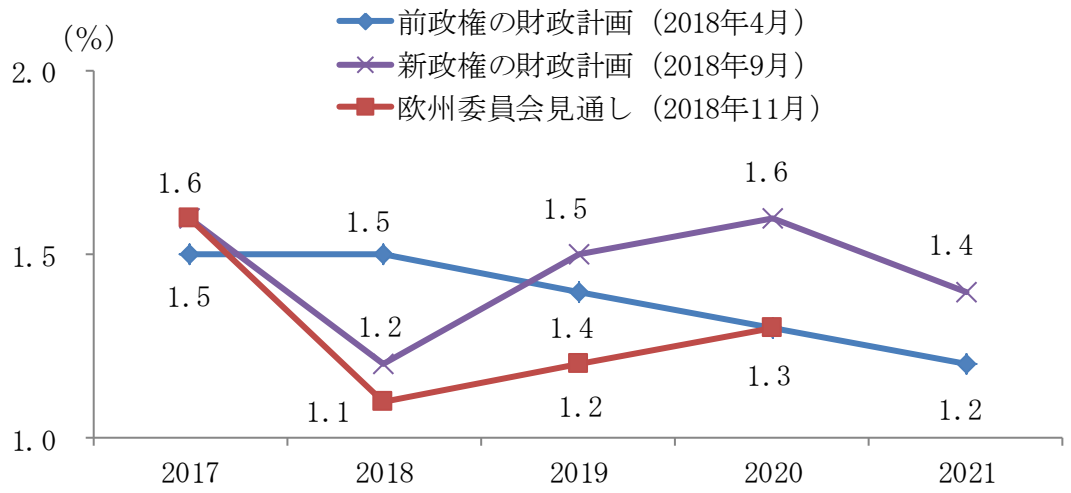


出所：欧州委員会、イタリア経済財務省資料より第一生命経済研究所が作成

実際、政府予算案の実質ＧＤＰの想定が2019年に＋1.5%、2020年に＋1.6%と潜在成長率を上回って一段の加速を見込むのに対し、欧州委員会の見通しはより慎重な成長ペースを見込んでいる（図表３）。こうした乖離は名目ＧＤＰ成長率では一層顕著で、イタリア政府は過去10年以上も実

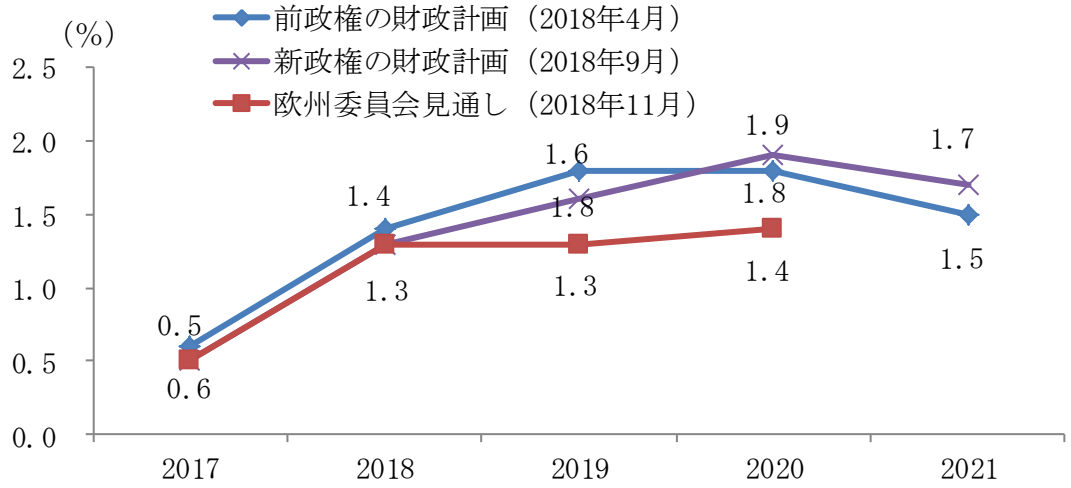
現していないＧＤＰデフレータの上昇率を想定している（図表４・５）。名目ＧＤＰは財政赤字や公的債務の対ＧＤＰ比率を計算する際の分母に相当し、名目ＧＤＰを高めに設定することで比率は低めに出る。そのため、イタリア政府が現在130％強の公的債務残高の対ＧＤＰ比率が2021年に126.7％まで低下すると見込むのに対して、欧州委員会の見通しでは全く低下しない（図表６）。

（図表３）イタリア実質ＧＤＰ成長率の見通し



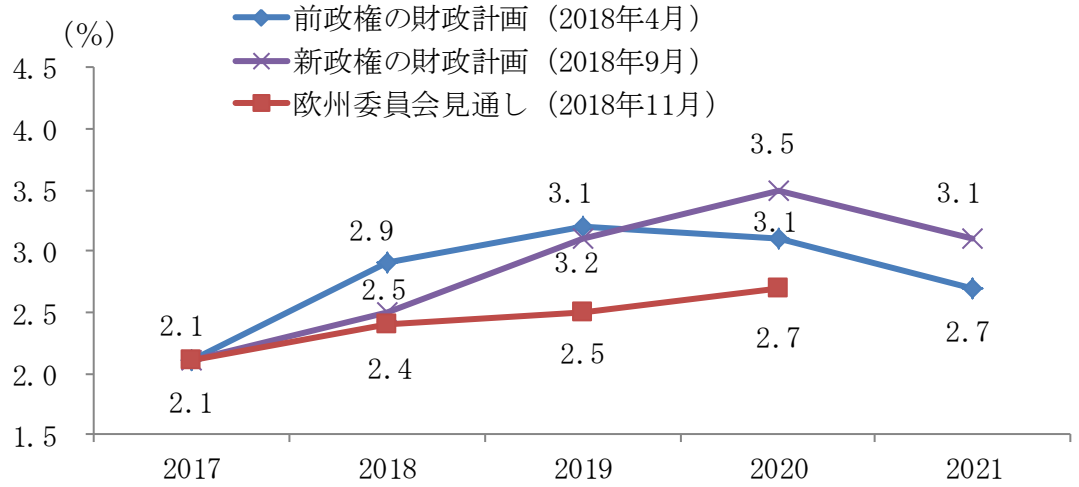
出所：欧州委員会、イタリア経済財務省資料より第一生命経済研究所が作成

（図表４）イタリアＧＤＰデフレータの見通し



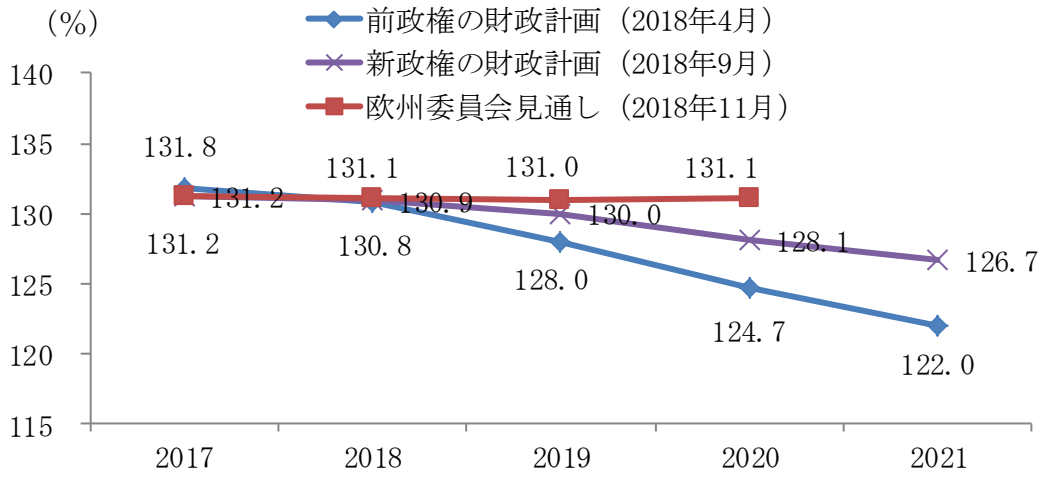
出所：欧州委員会、イタリア経済財務省資料より第一生命経済研究所が作成

（図表５）イタリア名目ＧＤＰ成長率の見通し



出所：欧州委員会、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）イタリア公的債務残高の対ＧＤＰ比率の見通し

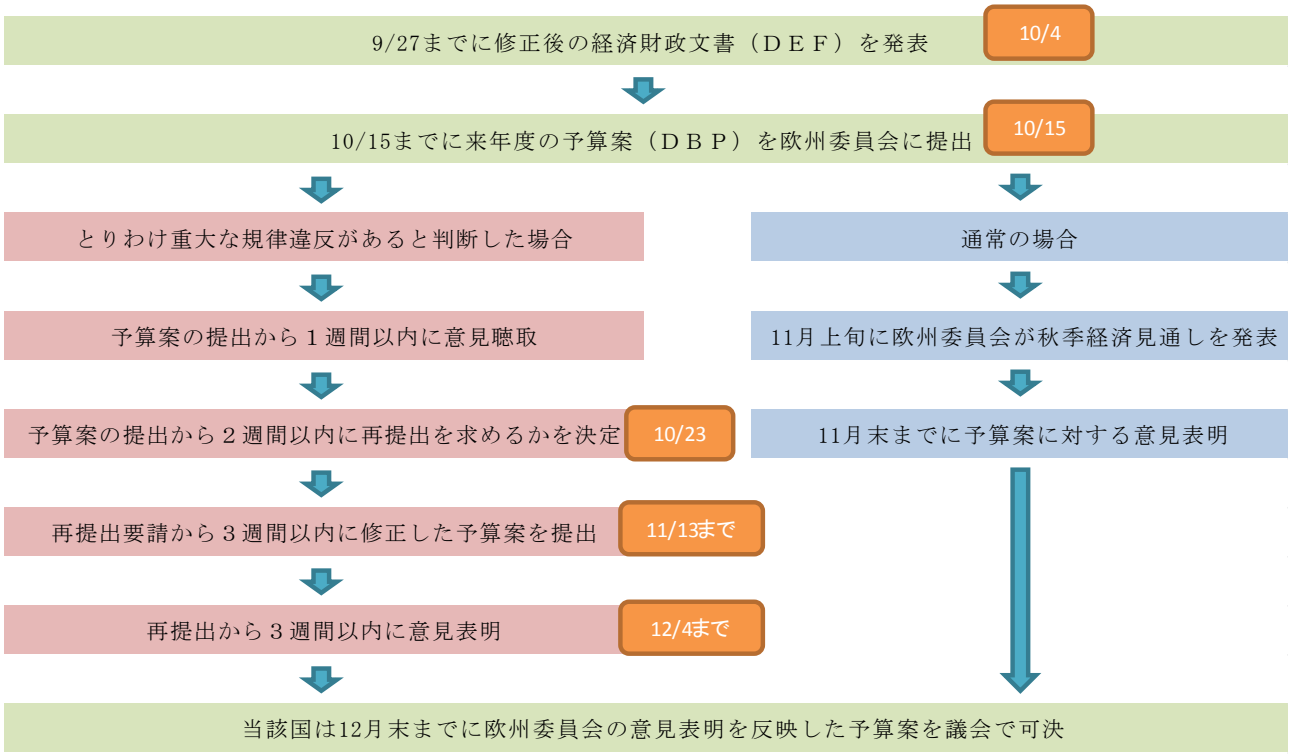


出所：欧州委員会、イタリア経済財務省資料より第一生命経済研究所が作成

欧州委員会による今回のイタリアの経済・財政見通しは、公約実現時の政府の財政計画がいかに非現実的であるかと評価していることを意味する。イタリア側は欧州委員会の見通しが「不十分かつ部分的な分析に基づいている」と反論している（Bloomberg報道）。予算案の再提出を求められたイタリア政府が13日の期限までに新たな予算案を提出するかは不透明だが、両者の見解の相違の大きさを考えれば、イタリア側が多少の軌道修正をしたところで、重大な規律違反があるとの欧州委員会の判断が覆えることはなさそうだ（図表７）。イタリアが予算の再提出を見送った場合、欧州委員会は21日にも過剰な赤字手続き（ＥＤＰ）の開始を勧告し、12月の経済閣僚会議（定例会議は４日に予定されている）で制裁手続きの開始が決定されるとの報道もある（https://www.politico.eu/article/matteo-salvini-luigi-di-maio-giovanni-tria-commission-

to-propose-potential-punishment-on-italys-debt/）。ＥＤＰは通常、実績の財政データに基づいて手続きの開始が決定され、実績データを待つと決定は来年春以降にずれ込む。ただ、欧州委員会は既に前政権時代から、追加の財政措置が採られない場合、ＥＤＰ手続きが開始される可能性を指摘してきた。新政権が必要な措置を実行するどころか、重大な規律違反に相当する新たな拡張予算を組んでいることから、予算段階での手続き開始を決定することも出来るとされる。

（図表７）イタリアを巡る予算審議の日程



出所：第一生命経済研究所が作成

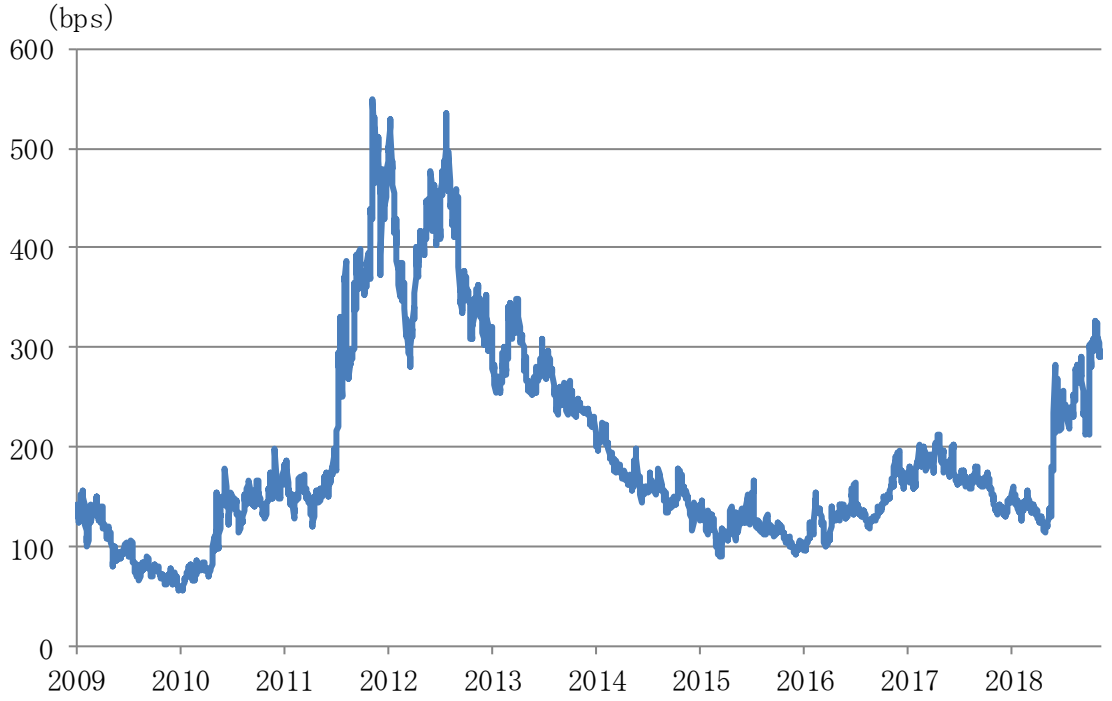
ＥＤＰの手続きが開始された場合、イタリアは６ヶ月（重大な規律違反の場合には３ヶ月）以内に過剰赤字の是正に向けた計画の提出が求められる。是正期間が終了した時点でイタリアの行動を評価し、手続きを保留するか、さらに段階を進めるかを決定する。イタリアが十分な行動を取った場合や、制御不可能な特別な事象が発生した場合、是正期間を延長したり、勧告内容を見直す決定を下す。他方、期限内に有効な是正措置を採らなかった場合、ＧＤＰ比0.2%相当の制裁金の支払いが求められ、ＥＵの構造投資基金が一時凍結される。制裁決定はリバース条件付多数決（欧州委員会の勧告を覆すには、国数で55%以上、人口比で60%以上の同意が必要となる）に基づく。その後も有効な是正措置が採られない場合、制裁金は最大でＧＤＰ比0.5%まで積み増される。

ＥＤＰの手続きが開始されること自体はそれほど珍しいことではなく、過去に規律違反の恐れが指摘された国も含めて、実際に制裁金を課された国はない。ＥＵは欧州債務危機時に財政規律を強化し、リバース条件付多数決での決定方式に改めたことで、半自動的な制裁発動が可能になったと言われている。ただ、実際にイタリアに制裁金が課されるまでには、是正計画の提出を要請し、そ

の評価と是正期間を設定、是正措置を評価し、勧告を見直すか是正期間を延長するかを決定する、といったプロセスを延々と繰り返すことになる。イタリアの新政権を率いるポピュリスト政党のリーダーは、来年５月の欧州議会選挙で予想されるポピュリズム政党の躍進で、欧州議会での立法過程や欧州委員会の次期委員長人事などでバーゲニングパワーを高めることを目指している。イタリア国民の間ではＥＵの財政規律の柔軟運営や新政権の公約実現による成長促進に期待する声が多く、財政運営を巡る多少のＥＵとの衝突はポピュリスト勢力の追い風になるとの読みもある。制裁手続きが早期に開始されたところで、イタリア政府が財政運営を大きく軌道修正するとは思えない。

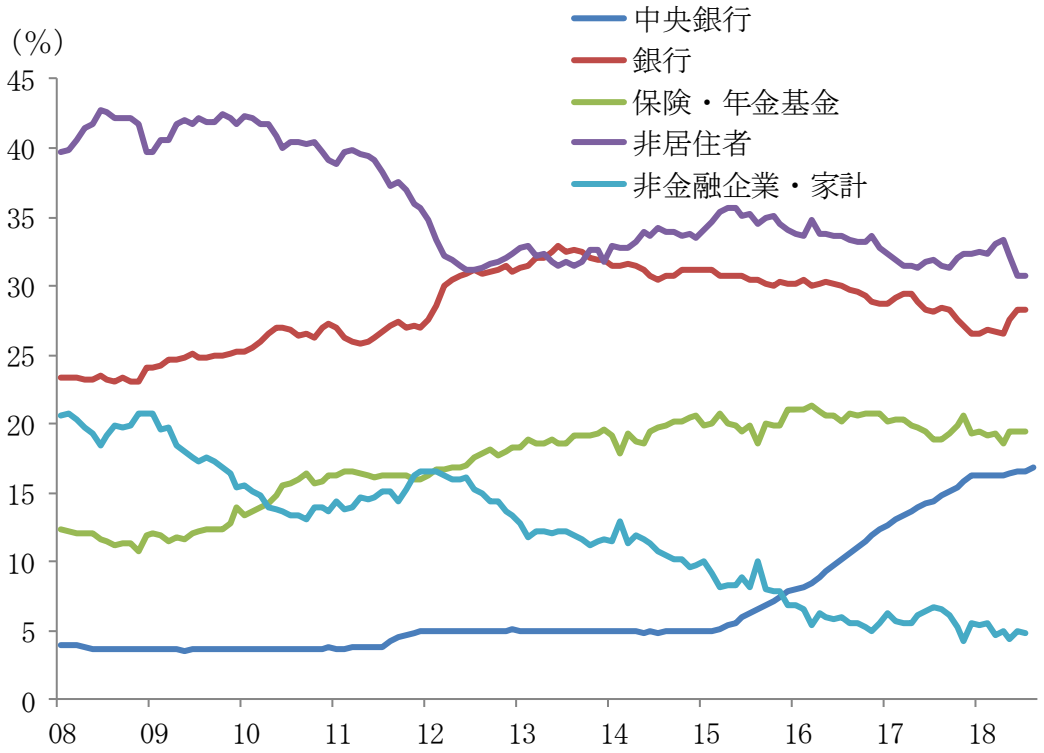
こうしたＥＵの財政規律に差し迫った強制力がないことや先月末の格付け会社のアクション（ムーディーズが投資適格で最低となる「Baa3」に１段階引き下げ、Ｓ＆Ｐが投資適格で２番目に低い「BBB」に据え置き、格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げた）が市場参加者の想定の範囲だったこともあり、イタリアとドイツの国債利回りのスプレッドは300bps前後で高止まりしている（図表８）。イタリアの財政問題は長期戦の様相を呈しており、市場の緊張が一気に高まる状況にはないが、年内にはＥＣＢによる資産買い入れも終了する予定で（イタリア国債を大量に購入）、十分な買い手がつく程の安心感が広がる状況にもない（図表９）。

（図表８）イタリアとドイツの10年物国債スプレッド



出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

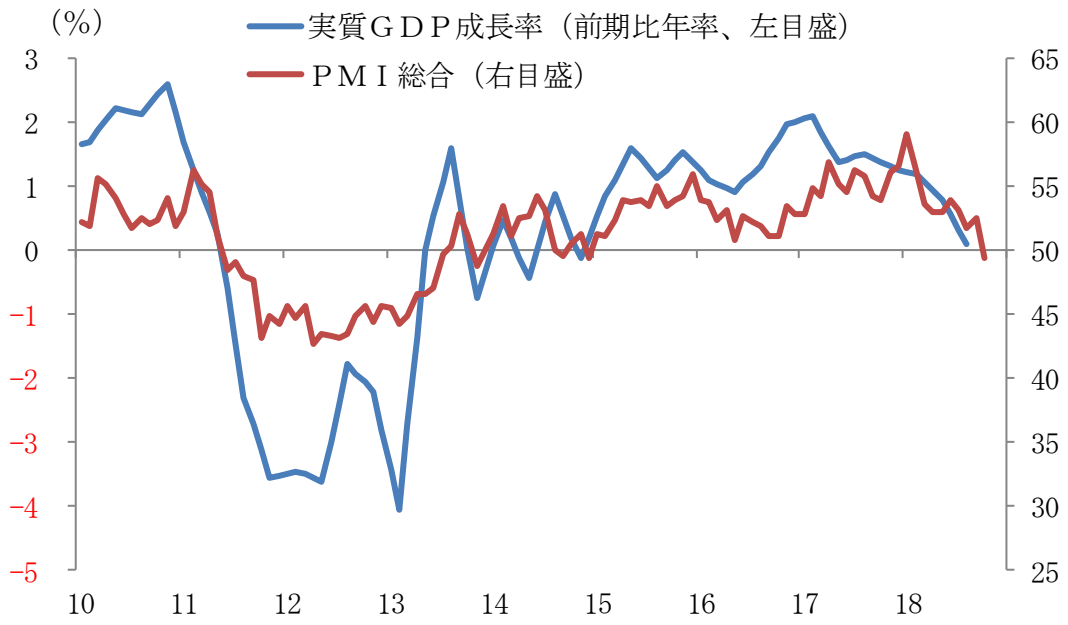
（図表９）イタリアの公的債務残高の保有主体別割合



出所：イタリア中銀資料より第一生命経済研究所が作成

この奇妙な安定を破るトリガーは何か、筆者は今後のイタリアの景気動向が鍵を握るとみている。7-9月期のイタリアの実質ＧＤＰ成長率はゼロ成長に減速、10月のＰＭＩは2014年12月以来となる業況判断の分岐点である50を割り込んだ（図表10）。既に企業関係者や銀行関係者から金利上昇を放置する政府に対して不満の声も聞かれるが、政権が掲げる財政出動による景気浮揚が実現しなければ、いずれ一般国民からも不満の声が噴出しかねない。不満の矛先がＥＵ側に向かうか、政権側に向かうかによって、政権の出方も変わってこよう。また、金利の高止まりと景気悪化で銀行体力の低下が続けば、何れ一部の銀行の資本増強なども必要となりかねない。過去の銀行救済同様に、イタリアでは個人が銀行債を保有しており、銀行の利害関係者に損失負担を求めるＥＵのベイルイン規則との関係で、銀行救済を巡ってはＥＵとの衝突が予想される。さらに、銀行の調達環境を巡っては、債務危機時にＥＣＢが導入した大規模な流動性供給策（ＴＬＴＲＯ２）の初回満期を2020年６月に控え、その借り換えを不安視する声も出始めている（図表11）。ギリシャ危機時にポピュリスト政権が白旗を上げたのは、銀行の預金流出と流動性枯渇が大きなきっかけとなった。

（図表10）イタリアの実質ＧＤＰ成長率とＰＭＩ景況感



出所：欧州統計局、IHS Markit資料より第一生命経済研究所が作成

（図表11）ＥＣＢによる長期流動性供給オペの概要

	開始日（年/月/日）	償還日（年/月/日）	供給日数（日）	適用金利（%）	供給額（億ユーロ）	利用行数（行）
３年物ＬＴＲＯ	―	―	―	0.50	10,187	―
初回	2011/12/22	2015/1/29	1,134	0.53	4,892	523
２回目	2012/3/1	2015/2/26	1,092	0.48	5,295	800
ＴＬＴＲＯ１	―	―	―	0.10	4,321	―
初回	2014/9/24	2018/9/26	1,463	0.15	826	255
２回目	2014/12/17	2018/9/26	1,379	0.15	1,298	306
３回目	2015/3/25	2018/9/26	1,281	0.05	979	143
４回目	2015/6/24	2018/9/26	1,190	0.05	738	128
５回目	2015/9/30	2018/9/26	1,092	0.05	156	88
６回目	2015/12/16	2018/9/26	1,015	0.05	183	55
７回目	2016/3/30	2018/9/26	910	0.00	73	19
８回目	2016/6/29	2018/9/26	819	0.00	67	25
ＴＬＴＲＯ２	―	―	―	―	7,402	―
初回	2016/6/29	2020/6/24	1,456	▲0.4～0.0	3,993	514
２回目	2016/9/28	2020/9/30	1,463	▲0.4～0.0	453	249
３回目	2016/12/21	2020/12/16	1,456	▲0.4～0.0	622	200
４回目	2017/3/29	2021/3/24	1,456	▲0.4～0.0	2,335	474

注：３年物ＬＴＲＯの適用金利は借り入れ期間中の主要政策金利の加重平均、表中は満期保有時。
ＴＬＴＲＯ１の適用金利は２回目までが主要政策金利＋10bps、３回目以降は主要政策金利。
ＴＬＴＲＯ２の適用金利は主要政策金利、貸出増加行は最大で預金ファシリティ金利まで引き下げ。
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

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。