



ようやく安定しつつある イタリア経済

土 田 陽 介

はじめに

債務問題のなかで景気後退が続いたイタリア経済がようやく安定しつつある。2013年第3四半期の実質GDPは前期比-0.1%と引き続き減少したが、マイナス幅そのものは3四半期連続で縮小した。欧州委員会の秋の『経済見通し』(European Commission, 2013)は、イタリアの2013年通年の実質GDP成長率が-1.8%と12年(-2.5%)に続いてマイナスにはなるものの、外需の緩やかな加速や内需の持ち直しから翌14年は+0.7%と3年ぶりのプラスに転じて、続く15年は+1.2%に加速するなど、景気は緩やかに回復すると予測している。

このように、実体経済面では安定に向けた動きがみられる一方で、財政・金融面では不安定さが依然くすぶっている。本小論は、そうしたイタリア経済の現状を景気・財政・金融の3つの観点から点検し、先行きに向けた課題を整理するものである⁽¹⁾。

1. 輸出の牽引が期待される イタリア景気

まず景気の観点から、イタリア経済の動向を

みてみよう（図表1）。

他の欧州諸国と同様に、イタリアの景気は2008年秋のリーマン・ショックを受けて腰折れし、2009年の実質GDP成長率は前年比-5.5%と大きく落ち込んだ。財政による景気刺激策が採られたことや、世界景気の持ち直しに伴って輸出の増勢が強まったことから、10年の実質GDP成長率は+1.7%と景気は緩やかな回復軌道に乗った。もっとも、同年5月のギリシャの財政問題に端を発する欧州債務問題の流れにイタリアもまた飲み込まれることになり、12年の実質GDP成長率が-2.5%と再びマイナス成長になり、景気は「二番底」に陥った。この間、雇用情勢の悪化も若年層を中心に著しく、全体の失業率は2007年の6.1%から13年第2四半期には12.3%と倍の水準になった⁽²⁾。

周知の通り、景気後退の主因は内需の不調にあるが、それは、イタリア政府が債務問題の深刻化を受けて財政再建を余儀なくされるなかで、歳入増と歳出減に取り組んだことによってもたらされたものである。つまり歳入面では、政府は2011年から2度の付加価値税(VAT)引き上げ(標準税率は20%から11年9月に21%へ、続く13年10月に22%へ)に着手するなど、税収の強化に努めた。他方で歳出面では、医療費や人件費・年金支出の削減などを推し進めた。

土田 陽介：三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 調査部 研究員

国際金融 1257号 (26. 2. 1)

図表1 イタリアの主要経済指標

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年		
							Q1	Q2	Q3
一人当たりGDP ^①	26,200	26,300	25,200	25,700	26,000	25,700	—	—	—
実質GDP成長率 ^②	1.7	-1.2	-5.5	1.7	0.5	-2.5	-2.3	-1.2	-0.1
内需寄与度	1.4	-1.2	-4.4	2.1	-0.9	-5.2	-1.4	-2.7	1.3
外需寄与度	1.0	0.1	-4.1	-1.2	5.4	9.4	-0.9	1.6	-1.4
経常収支 ^③	-1.3	-2.9	-2.0	-3.5	-3.1	-0.4	0.1	0.3	0.2
貿易収支	-0.3	-0.7	-0.5	-1.9	-1.5	1.1	1.6	2.0	1.5
外国直接投資	-2.5	-3.4	-0.1	-1.1	-0.9	-0.4	-0.1	0.7	0.8
対外債務 ^④	113.2	107.7	116.1	117.9	115.5	121.7	122.4	123.0	—
消費者物価 ^⑤	2.1	3.5	0.7	1.7	2.9	3.3	2.1	1.3	1.1
同コア	1.9	2.2	1.6	1.7	2.0	2.0	1.5	1.3	1.2
失業率 ^⑥	6.1	6.7	7.8	8.4	8.4	10.7	11.9	12.1	12.3
25歳未満	20.3	21.3	25.4	27.8	29.1	35.3	38.7	38.9	40.1
25歳以上74歳以下	4.9	5.6	6.4	7.0	6.9	8.9	10.0	10.2	10.5

(注1) ユーロ

3) 対GDP比、%

5) %、期中平均

2) 暦年は前年比、四半期は季調済前期比年率、%

4) 前年比、%

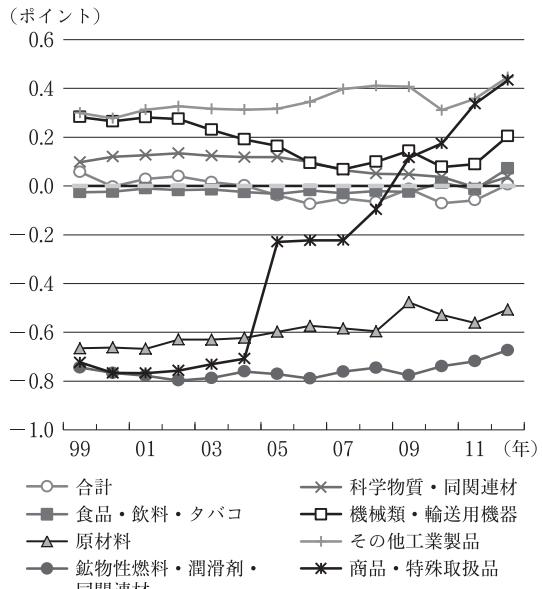
(出所) 欧州連合統計局、イタリア統計局(Istat)、イタリア中央銀行(Banca d'Italia)

経済が活力を欠くなかで財政再建を敢行した結果、イタリアは景気後退の長期化という「痛み」を負うことになったのである。

景気は2014年にかけて回復局面に入るとみられるものの、内需の調整圧力が依然強いために、その増勢は当面緩やかなテンポにとどまると考えられる。こうしたなかで中長期的な観点から経済成長の牽引役として期待されているのが、中国や中南米など新興国を中心とする非欧州向けの輸出である。イタリアは元来、ユーロ圏ではドイツに次ぐ輸出国である。非EU向けの貿易(輸出)特化係数^③の動きが示すように、北部(ミラノやトリノなどの「第一のイタリア」)を中心に展開する機械類・輸送用機器を中心とする工業品の輸出について、同国は引き続き強みを持っている(図表2)。

イタリアが輸出を拡大させていく上で重要なことは、まず割高な労働コストの減少に努め、実質為替レートを低下させることにあると考えられる。イタリアの実質実効為替レート(REER)の推移をみると、足元にかけて低下基調にあるものの、同様に債務問題に苛まれているスペインに比べると依然高水準にある(図表3)。ユーロを導入しているために金融・通

図表2 非EU向け貿易(輸出)特化係数の推移

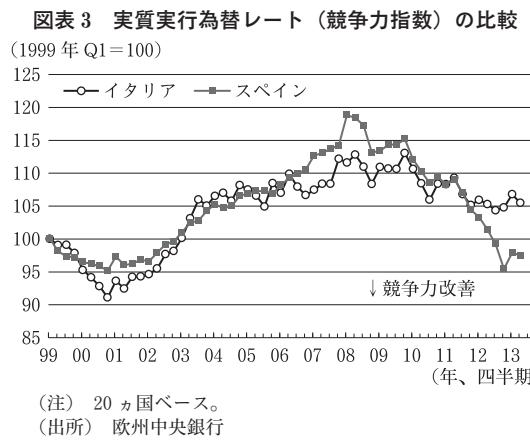


(注1) 財の分類は欧州連合統計局の定義(SITC 06)に従った。

2) 貿易特化係数の作成方法については本文脚注を参照。
(出所) 欧州連合統計局資料より作成。

貨政策の裁量に乏しいなかでは、労働市場改革を通じて引き続き割高な労働コストを低下させ、REERを引き下げる以外の手段を、イタリアは有していないといえよう⁽⁴⁾。

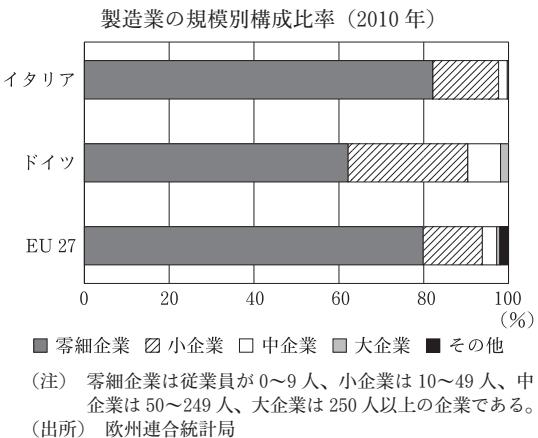
また、高付加価値分野を中心に国際競争力を高めていくことも、イタリアが輸出主導の経済



成長を実現する上で必要不可欠になると考えられる。特に、他の先進国と比べても高い優位性を持つ宇宙・航空防衛産業を中心とする製造業分野などで、研究開発（R&D）投資の活性化に取り組む必要があるだろう。また外国直接投資（FDI）の受け入れも、生産性の改善に一定の貢献をすると考えられる。これまでイタリアのFDI流入は、欧州のなかでも比較的規模が小さく、その理由として行政手続きの煩雑さや汚職の蔓延、組織犯罪との関わりなど投資コストの高さが指摘されていた（Daniele and Marani, 2010）。またイタリア政府自身も、一定の規模以上の企業に対する外国資本の導入に対して否定的な対応を採り続けてきた（Mutinelli and Piscitello, 2011）。ただリーマン・ショック以降のトレンドは、FDI流出の不調もあってネットでの基調は流入超が定着しつつある⁽⁵⁾。

なお、輸出企業の競争力向上を考える場合、必然的に企業部門の大宗を占める中小・零細企業に対する政策議論に言及する必要がある。イタリアの製造業を規模別にみると、従業員数が9名以下の零細企業が法人数に占める割合が2010年で82.2%と、EU 27カ国全体の水準（79.9%）よりも高い（図表4）。なお対極的であるのがドイツであり、同国の水準は62.2%にとどまっている。他方で、イタリアの製造業における大企業（従業員数が250人以上）の比率は0.3%と、ドイツ（1.9%）を大きく下回っている。

図表4 中小・零細企業が多いイタリアの製造業



イタリアで中小・零細企業が多い理由としては、家族主義的な価値観が社会に根強いため、概して企業家も家族・親族単位で経営を行おうとする動機が強いことがあると指摘されている（岡本、1994）。また1990年代に民営化（株式市場における公募増資）が進展するまでは、主要産業の大企業が主に国によって経営・管理されていたことも、民間の大企業の躍進を阻んだと考えられる⁽⁶⁾。そうしたなかで、通称「第三のイタリア」と呼ばれる北西部（ボローニャ、フィレンツェ、ベネツィアなど）を中心に、輸出志向の強い中小・零細企業が発展してきた歴史がある。

第三のイタリアを中心に展開する中小・零細企業は、繊維・アパレル・皮革製品などの軽工業・手工業（Artigianato）を中心であり、輸出超過をキープするなど一定の競争力を有している（遠山、2012）。もっとも、軽工業製品については、廉価な人件費を武器とする新興国の台頭が著しいなかで、その優位性も盤石ではない。企業部門の輸出競争力を高めるためには、大企業化を促す政策も一定の合理性を有しよう。外国資本にとっても、ある程度の規模を有する企業の方が、投資対象として魅力的である。生産性や輸出競争力を高めるという観点からみた場合、企業の集約をどの程度進めていくかどうかという点も、イタリアの輸出の先行きを大きく左右すると考えられる。

2. 不安定さを抱えながらも改善が進む財政状況

次に、財政面からイタリア経済の現状を確認しよう（図表5）。

イタリアの財政収支をみると、リーマン・ショック後の景気後退を受けて赤字幅が拡大し、最悪期である2009年末にはGDPの5.4%にまで達した。安定・成長協定（SGP）に定められた財政赤字基準（3%）を超過するまで財政が悪化したことから、イタリアは過剰財政赤字は正手続き（EDP）⁽⁷⁾に入り、財政再建を推進せざるを得なくなった。先に述べたように、歳出・歳入両面に渡って緊縮を推進した結果、景気の後退と低迷の長期化いう対価を払いながらも同国の財政収支は徐々に改善し、足元2013

図表5 イタリアの主要財政指標
(対GDP比、%)

	09年	10年	11年	12年	13年 6月
財政収支	-5.4	-4.3	-3.7	-2.9	-2.8
歳入	46.5	46.1	46.1	47.7	48.4
直接税収入	14.6	14.6	14.3	15.2	15.5
間接税収入	13.8	14.0	14.0	14.9	14.8
歳出	51.9	50.4	49.9	50.6	51.1
利払い	4.6	4.5	4.8	5.4	5.3
人件費	11.3	11.1	10.7	10.6	10.6
社会保障費	19.2	19.2	19.3	19.9	20.3
基礎的財政収支	-0.8	0.1	1.1	2.5	2.5
公的債務残高	116.4	119.3	120.8	127.0	133.5

（出所）Istat及びイタリア中央銀行



年第2四半期の財政赤字は、GDPの2.8%にまで規模が縮小した。こうした財政の改善を受けて、イタリアは2013年5月末でEDPを脱している。

この間、イタリア財政を最も苦しめた要因は、長期金利の上昇に伴う利払いの増加である。基礎的財政収支をみると分かるように、最悪期である2009年末でもGDPの0.8%の赤字にとどまり、2011年以降は黒字基調で推移している。このことは、イタリアでは過年度にわたり政策的経費が税収などでカバーできていたことを意味している。他方で、イタリアの公的債務残高は、ギリシャ危機によって債務問題が顕在化した2009年時点でGDPの116.4%とEU全体の水準（74.3%）を大きく上回っていた。そのため、市場が財政の持続可能性に対して疑念を抱くことになり、国債が投げ売られた結果、イタリアの長期金利は、最悪期である2011年12月には金融支援要請の目安となる7%を超える状況まで事態が悪化したのである（図表6）。

その後欧州中央銀行（ECB）が2011年12月と翌2012年1月の2度にわたって実施した長期流動性供給オペ（LTRO）や、その後12年秋に導入された債券買い取りプログラム（OMT）などを受けて、イタリアの長期金利もまた足元にかけて水準を徐々に低下させているが、なお名目成長率を上回って推移している。したがって、利払いが増加する環境には依然変わりがなく、公的債務残高は膨張が続いている。欧州委員会は2013年秋の『経済見通し』のなかで、イタリアの公的債務残高を13年がGDPの133.0%に、続く14年が134.0%になると予測しているが、公表統計で算出した場合、13年6月時点では既に133.5%に達しており、予測よりも上ぶれする可能性がある。

このように、イタリアの財政はEDPを脱したとはいえども、財政は依然厳しく拡大の余地が乏しいままであり、調整圧力を抱え続けていると評価される。そうしたなかで、最大の懸念要因は、政権交代に伴う健全化路線放棄のリスク

クにあるといえるだろう。イタリアの財政再建をリードしたマリオ・モンティ前内閣（2011年11月～13年4月）は、財政再建への道筋をつけたという点で金融市場から一定の評価を得た一方で、野党によるネガティブ・キャンペーンもあって政局が混乱し、退陣に追い込まれた。その後成立したレッタ内閣（2013年5月～現在）も、基本的にはモンティ路線を継承しているものの、反緊縮を主導するベルルスコニ氏率いる保守派勢力（自由の人民など）による抵抗を受けて、2013年秋口にかけて苦しい国政運営が続いた。

足元の政治動向をみると、ベルルスコニ氏が2013年11月に議員資格をはぐ奪されるなど、反緊縮派の勢いには陰りがみられる。もっとも、同氏を中心とする野党勢力が一定の求心力を保っていると考えられるなかで、反緊縮の機運も依然くすぶっている。仮に政治不安が高まり、財政再建を停滞させる事態に陥れば、同国の長期金利が反発し、欧州の債務問題の再燃へと事態が悪化することになりかねない。イタリアはそうしたリスクを内包しつつ、先行きも財政再建化を推し進めなければいけないという困難な状況が続こう⁽⁸⁾。

3. リスク資産の圧縮を進める金融機関

さらに、金融面からイタリア経済の現状をみていく。

景気後退に伴い、銀行の不良債権（non-performing loans）が企業部門向けを中心に増加している。イタリア中央銀行の資料（Financial Stability Report）によれば、2013年第2四半期の不良債権は1,140億ユーロと顧客向けローンの14.7%が焦げ付いている。不良債権の中身をみると、回収が完全に不可能な経営破綻先（bad debt）の増加が顕著である。つまり2013年第2四半期時点における経営破綻先債権の前期比増加率は季調済年率で+2.9%

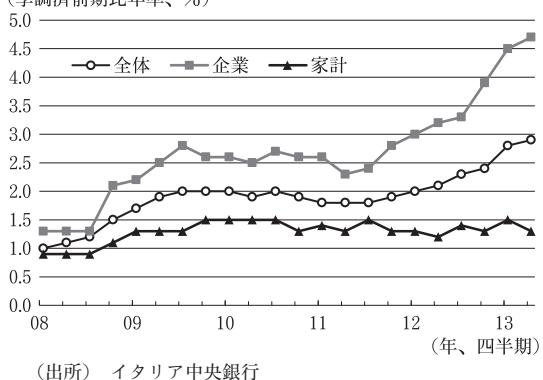
と、2011年第4四半期以降7四半期連続で上昇している（図表7）。その結果、不良債権の大半が完全に回収不可能となっている。なお、不良債権問題の悪化は企業部門を中心とするものである。家計部門の問題が相対的に軽い背景には、2000年代に住宅バブルを経験せず、ゆえに景気後退に伴う調整圧力が限定的になったことがあると考えられる。

不良債権の特徴を細かくみると、借り手側のうちまず産業別には、建設業の不良債権問題が深刻である。また地域別には、中南部や諸島部などイタリアのなかでも景気低迷が深刻な地方ほど、不良債権比率が高い。他方で貸し手側に関する銀行の規模別にみると中小・零細銀行の不良債権比率（15.4%と15.5%）が全体の水準（14.7%）より高い。それに次いで欧州銀行監督局（EBA）の監督対象であるウニ・クレディットなどの五大銀行グループ⁽⁹⁾の不良債権比率が15.2%と全体の水準を上回っている。全体の水準より低い銀行は五大銀行グループ以外の大銀行（12.9%）である。

多額の評価損を抱えるイタリアの銀行は不良債権の処理に消極的であったが、政府と中銀は不良債権の処理を進めるよう、各銀行に対する圧力を足元にかけて強めている。景気が持ち直しつつあるなかで投資家が不良債権市場に回帰しているという追い風もあるが、他方で、ECBの下で2014年11月に導入される「単一銀行監督メカニズム（SSM）」をにらみ、政府と中銀

図表7 上昇する新規の不良債権増加率

（季調済前期比年率、%）



が銀行の財務体質の健全化を急がせたいという思惑が働いていると推察される。

とりわけ、上記の五大銀行グループは、SSM で ECB が直接監督する 130 行に当然含まれるため、実施に先立ち行われるストレステストの対象でもあり、その財務には高い健全性が求められる。五大銀行グループの 2013 年 6 月時点における中核的自己資本比率（コア tier 1 比率）は加重平均で 11.2%、最低水準で 11.0 %と、EBA が求める基準（9%以上）を今のところ満たしている。五大銀行グループの中核的自己資本比率は趨勢的に改善しているが、これは 12 年に行われた公的資金注入（モンテ・パスキー向け）もさることながら、主にリスク資産の圧縮によるところが大きい。

その反面で、銀行は国債購入を強化している。図表 8 は、銀行部門の貸借対照表の構成を資産サイドについてみたものである。これによると、総資産に占める民間向け融資の割合が年を経るごとに低下する一方で、国債の割合が上昇していることが分かる。絶対額でも、2012 年末時点から直近 2013 年 9 月時点までの間、対民間向け融資額は 5.1% 減少しているが、国債の保有額は 11.9% 増加している。こうした銀行の国債シフトは、ECB による LTRO を受けて国債の運用熱が高まったことによっても、促されたと考えられる⁽¹⁰⁾。

こうした状況の下で、イタリアの企業の資金繰りは中小・零細企業を中心に悪化している。少なくとも SSM 実施前のストレステストを乗り切るまで、銀行はリスクを取りにくい状況が続くだろう。それまで、金融面から生産への下

図表 8 銀行部門の貸借対照表（資産サイド）の構成割合 (%)

	10 年 12 月	12 年 12 月	13 年 9 月
対政府向け融資	8.1	7.3	7.6
対民間向け融資	52.3	48.9	47.6
国 債	11.4	14.6	16.8
その他	28.2	29.2	28.0

（出所）イタリア中央銀行

押し圧力が続く公算が大きいと予想される。ストレステスト通過後も、EBA が定めた厳しい自己資本規制の範囲内でしかリスク資産の積み増しが許容されないなかで、銀行融資が力強く拡大していくという楽観的なシナリオが現実化するとは見込みがたい。

さいごに

以上、本小論では、ようやく安定しつつあるイタリア経済の現状を景気・財政・金融の 3 つの観点から点検した。

イタリア景気は既に底入れしているが、内需が調整圧力を依然抱えているなかで、今後の回復は輸出頼みとならざるを得ない状況が先行きも続くと予想される。こうした状況を踏まえると、労働コストの引き下げや技術力の向上を通じて輸出競争力を高めていく必要性が、以前にも増して高まっていると考えられる。財政面をみると、既往の緊縮策を受けて EDP を脱するなど一定の改善がみられるが、反緊縮を煽る反対勢力による改革の遅延（ないしは放棄）リスクが依然くすぶっている。さらに金融面をみると、現在イタリアの銀行は財務体質の健全化に取り組むなかでリスク資産の圧縮を進めているが、ECB による SSM 稼働後も厳しい自己資本規制が課されるなかで、先行き銀行融資が力強く拡大するとは見込みがたい環境にある。

このように整理していくと、安定しつつあるとはいっても、イタリア経済には克服すべき課題が山積している。こうした課題には即効性のある処方箋がなく、イタリアもまた日本を含めた他の先進国と同様に、経済・財政・金融の広範囲にわたる構造改革に取り組んでいく必要があると考えられる。なお、こうした多岐にわたる課題を貫く大きな課題の 1 つに、本小論では直接触れることができなかった労働生産性の問題がある。イタリアの労働市場は、欧州のなかでもとりわけ硬直的であることで知られている（Schneider, 2009）。資源配分の効率性や経済

の成長力の観点からいえば、労働生産性の改善は必須である。文化的・社会的背景を抱えているとはいっても、イタリアにとって労働生産性の改善と、その術として雇用の流動化をある程度進めることは、避けることができない課題である。

《注》

- (1) 本小論の基本は、2013年9月に筆者が実施した現地ヒアリング調査での情報に依拠するものである。ここに記し、調査にご協力頂いた関係各位に謝意を表するものである。なお誤りの一切は筆者に帰する。また筆者が属する組織の公式見解ではない。
- (2) 失業者は世代別には若年層に、地域別には中南部に多い。最も、そうした失業者の大半が非公式経済 (informal economy) に吸収されているとみられる (土田、2013)。
- (3) 貿易（輸出）特化係数＝(輸出－輸入)／輸出総額
- (4) イタリアの輸出関数（被説明変数を欧州連合統計局が公表している実質輸出指標とし、世界GDP（OECD 20カ国）の実質GDP前期比成長率）とREER（ECB公表のイタリアの実質実効為替レート、ULCベース）とするAR(1)モデル）を推計すると、実質実効為替レートが1%低下すれば、輸出の増勢が0.8%高まるという結果がもたらされた（なお推計期間は2000年第3四半期から2013年第2四半期までの52期間、自由度修正済み決定係数は0.54、ダービン・ワトソン比は1.83）。
- (5) 外資系企業にとっても、技術力やブランド力を持つイタリアへのFDIは一定の魅力を持っているとみられる。例えば、リーマン・ショック後の円高局面では、イタリア北部のロンバルディア州やピエモンテ州などを中心に、日系企業によるM&Aが加速した。日系企業のイタリア進出機会は、同国企業のブランド力や技術力を①イタリア・欧州での販売やサプライチェーンを強化すること、②南米など新興国市場への進出の足掛かり・販売網の捕捉という観点から活かそうとしていることにあると整理できよう。
- (6) 戦後のイタリアでは、ENI（石炭供給会社）などといった公益事業をはじめ、Finmeccanica（フィンメッカニカ）のような機械工業コングロマリットも、政府及び傘下の公社によって設立された経緯がある。これらの大企業の多くは1990年代に株式市場で上場を果たし、民営化されたが、政府が引き続き株式の一定割合を保有している。もっとも、ベネトン（Benetton）のように、零細企業から大企業に飛躍したArtigianatoも存在する。
- (7) 過剰財政赤字は正手続き（Excessive Deficit

Procedure）とは、SGPで定められた財政基準（財政赤字を対GDP比3%以内に、公的債務残高を同60%以内に抑制する）を超過した国がEU財務相理事会によって課される財政健全化手続きである。

- (8) 2013年12月23日に上院を通過した14年予算案では、概算で歳出が147億ユーロ、歳入が122億ユーロ、不足額が25億となっている。レッタ首相は脱税対策と歳出削減を通じて、企業と家計に対する実質的な減税を目指すとしている。
- (9) UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unione di Banche Italiane, Banco Popolareの5行。
- (10) LTROによって長期・低利の資金を供給された銀行は、それを元手に金利が高まっていた国債を購入することで安定的な利鞘を得ることができた。したがってLTROを受けて以降、銀行は国債による運用を強めることになったと考えられる。この政策は銀行による債券購入を通じた長期金利の安定と、銀行に対する利潤供給とそれに基づく財務体質の改善という2つの側面を持つものであったと評価できるが、一方でブルーデンス規制強化の流れのなかで、銀行融資の減少を促した側面がある。

参考文献

- ・嘉治佐保子（2013）「ユーロ危機とガヴァナンス改革」『日本EU学会年報』第33号, pp.190-212.
- ・土田陽介（2013）「債務問題下の高失業を吸収する南欧の労働慣行～イタリアとスペインの事例～」三菱UFJリサーチ＆コンサルティング『調査レポート』（2013年11月11日）
- ・遠山恭司（2012）「国際競争下におけるイタリアの産業地域の変容」『日本政策金融公庫論集』第14号（2012年2月）、pp.65-88.
- ・Bank of Italy Economic Bulletin, Various issues.
- ・Bank of Italy Financial Stability Report, Various issues.
- ・Daniele, Vittorio and Ugo Marani. (2010) "Organized Crime and Foreign Direct Investment: The Italian Case," CESifo Working Paper, No. 2416.
- ・European Commission. (2013) "European Economic Forecast Autumn 2013," European Economy, 7/2013.
- ・Mutinelli, Marco and Lucia Piscitello. (2011) "Inward FDI in Italy and Its Policy Context," Columbia FDI Profiles, Yale Columbia Center on Sustainable International Investment.
- ・Schindler, Martin. (2009) "The Italian Labor Market: Recent Trends, Institutions and Reform Options," IMF Working Paper, WP/09/47.