

MURC Focus

財政拡張を志向するイタリアのメローニ政権

～懸念される投資家の過剰反応

調査部 副主任研究員 土田 陽介

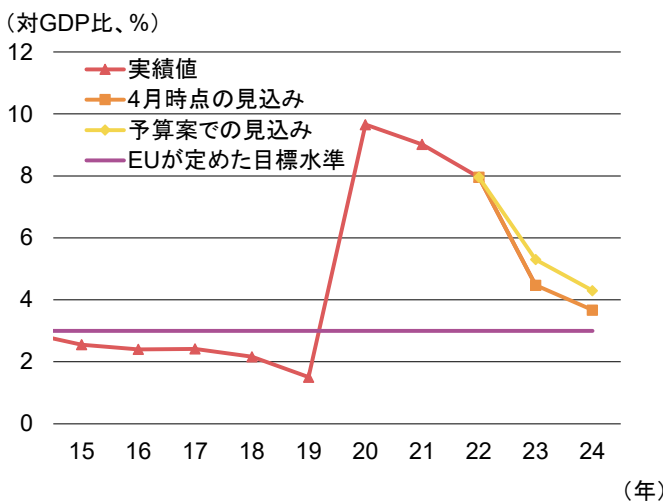
- イタリアで財政拡張志向が高まっている。巨額の予算案により2024年度の財政赤字目標は名目 GDP 比で4.3%と、従来の3.7%から大きく膨らむことになり、EU の定める目標水準(3%)を大幅に上回る。
- とはいえ、この2024年度の巨額予算案は EU や ECB に対する「ブラフ」的な性格が強い。メローニ連立政権は、欧州委員会との折衝でそれが修正されることを織り込みつつ、巨額の予算案を閣議決定したのだろう。
- 欧州委員会とイタリア政府との間で最終的には妥協が成立する見込みだが、それに至るまでの摩擦を投資家が過剰に意識してしまった場合、イタリア発の金融不安シナリオが現実化する恐れが高まる。

(1) バラマキ志向が強く反映されたイタリアの2024年度予算案

イタリアで財政拡張志向が高まっている。イタリア政府は10月16日、2024年度(1-12月)の予算案を閣議決定した。追加経済対策の規模は240億ユーロ(約3.7兆円)と巨額であり、2023年度(350億ユーロ)からは減少するが、引き続き拡張型の予算である。今後、年内に上下両院での審議を経て、イタリアの予算は成立する。なお未成立の場合は、成立まで暫定予算が組まれ執行される。

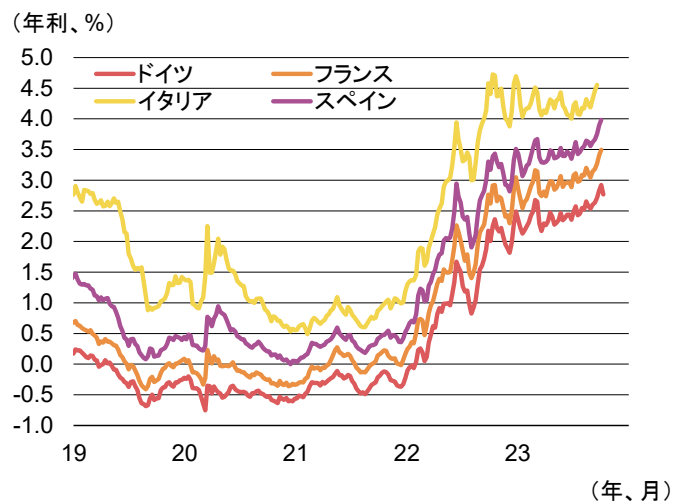
追加経済対策の目的はエネルギー高にあえぐ家計の支援にあり、主に減税と補助金の給付が計画されている。典型的なバラマキ政策で、不足する財源157億ユーロは、起債を通じて金融市場から調達する計画である。その結果、イタリアの2024年度の財政赤字目標は名目 GDP(国内総生産)比で4.3%と、従来見込みの3.7%から大きく膨らみ、EU の定める目標水準(3%)を大幅に上回る(図表1)。

図表1. イタリアの財政赤字見直し



(出所) 欧州連合統計局(ユーロスタット)、イタリア統計局

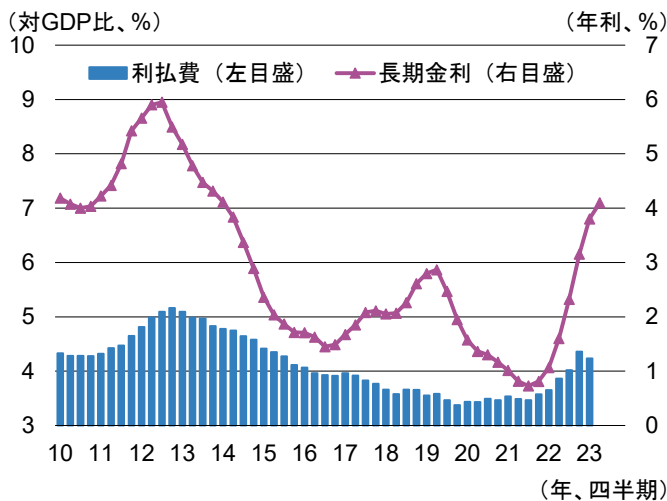
図表2. ユーロ圏主要国の長期金利の推移


 (注) 週次
 (出所) 各国中銀

借入の増額で懸念されるのは利払費の増加である。すでにイタリアの長期金利は、他のユーロ圏諸国と比べても高水準で推移している(図表2)。欧州中銀(ECB)がインフレ対策として急ピッチで利上げを進めたことに加えて、巨額の公的債務の存在が投資家に嫌気されていることが、その主な理由である。こうした長期金利の上昇を受けて、イタリアの利払費は着実に増加している(図表3)。

借入の増加や長期金利の上昇で利払費がさらに膨張すれば、イタリアの財政はさらに悪化する。また長期金利が急騰すればイタリアの実体経済が強く圧迫されるほか、銀行が保有する多額の国債に多額の含み損が発生するため、イタリアの金融システムにも強い負荷がかかる(図表4)。そして財政問題を起点とする金融不安がイタリアで本格化すれば、ヨーロッパの金融市場全体が不安定化する。

図表3. イタリア政府の利払費



(出所)イタリア中銀、イタリア統計局

図表4. イタリア銀の総資産に占める国債の割合



(出所)イタリア中銀

(2)「ブラフ」的な性格が強い2024年度の予算案

とはいえ、このまま2024年度の予算案が上下両院の承認を受けて成立したとしても、そのまま執行される可能性は極めて低い。いわゆる「ヨーロッパ・セメスター」(毎年上期において欧州委員会と各国が財政政策と経済政策の協調を行うプロセス)の枠組みに則り、イタリアは欧州連合(EU)の執行部局である欧州委員会との間で、財政運営に関する調整を余儀なくされるためである。

すでにイタリアの財政は、欧州中銀(ECB)から特例的な支援を受けており、それがなければ回らない状況にある。具体的には、コロナショック時に導入したパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の下で購入した金融資産の再投資の際に、ECBは他国の国債よりも優先してイタリア国債を購入している(図表5)。こうした支援があつてようやく、イタリアの財政は運営が可能な状態となっている。

EUやECBは、イタリアの財政問題がヨーロッパの金融市場を揺るがす事態を警戒している。そのためECBは、イタリアの国債を特別扱いして他国に優先し買い続けている。一方でイタリアも、EUとECBか

らのサポートがなくては、財政運営が維持できない状況にある。したがってイタリア政府としては、EU や ECB と全面的な対立は避けたいところである。

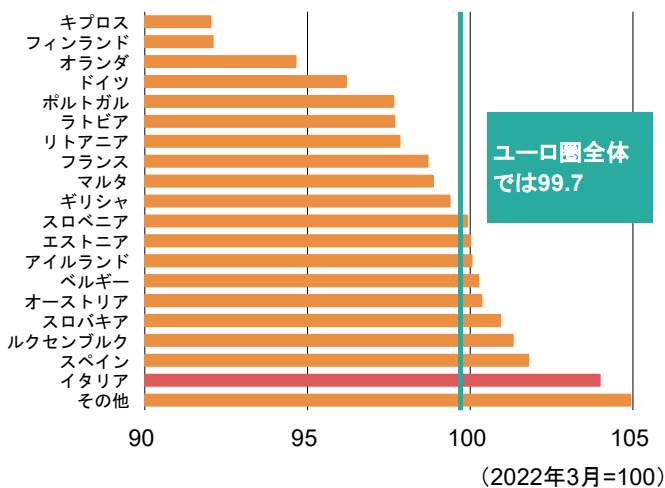
そうはいつても、民族主義右派の立場からバラマキ政策を志向するジョルジャ・メローニ政権としては、有権者の支持を繋ぎ止めるために、EU や ECB と戦い、バラマキ政策を実行する姿勢を有権者に対して見せなければならない。それに、EU や ECB からわずかでも何らかの譲歩を引き出すことができれば、それだけで十分に有権者に対するアピールになる。

このように、イタリアの2024年度の予算案は EU や ECB に対する「ブラフ(脅し)」的な性格を強く持つものである。加えてこの予算案は、政権内でのパワーバランスも勘案して組まれていると推察される。メローニ首相は民族主義右派政党である「イタリアの同胞」(FdI)の党首だが、一方で財政を司るジャンカルロ・ジョルジュッティ財務相は連立のパートナー政党である「同盟」(Lega)の出身である。

Lega もまた民族主義右派政党であり、FdI とライバル関係にある。その両党の支持率を比較すると、FdIの方がLegaよりも圧倒的に高い状況である(図表6)。したがって、連立政権内でのパワーバランスを有利にするためにも、Lega は FdI よりもさらに財政拡張に積極的であるという姿勢を有権者に見せる必要があるのだろう。

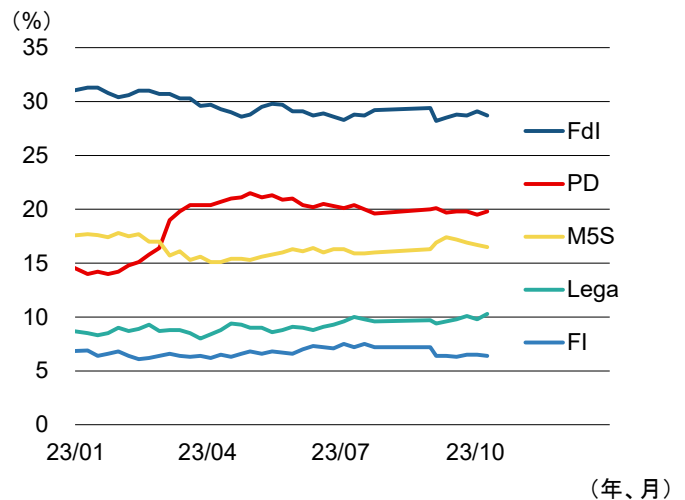
いずれにせよメローニ連立政権は、欧州委員会との折衝で予算案が修正されることを織り込みつつ、2024年度の巨額予算案を閣議決定したものと考えられる。

図表5. PEPP の下で購入した各国国債の残高



(注)2023年9月末時点
(出所)欧州中銀

図表6. イタリア主要政党の支持率



(注) FdI: イタリアの同胞、PD: 民主党、M5S: 五つ星運動、Lega: 同盟、FI: フォルツァ
イタリア
(出所) SWG

(3) 懸念される投資家の過剰反応

現在の金融市場は、米国の金融政策の動き、具体的には追加利上げの終幕を巡る期待と不安が交錯し、不安定な状況にある。そのため、米株を中心に、世界の株価は不安定な動きを強めている。加えて、新たにパレスチナ情勢の緊迫化が金融市場の調整リスクとして意識されており、情勢がさらに悪化した場合、それを起点に金融不安が欧米を中心に深刻化する恐れが強まっている。

イタリアの2024年の拡張型予算案を巡っては、欧州委員会とイタリア政府との間で摩擦が高まることになるだろうが、最終的には妥協が成立する見込みである。とはいえ、妥協に至るまでの摩擦を投資家が過剰に意識してしまった場合、イタリア発の欧米金融不安発生シナリオが現実化する恐れが高まる。金融市場の調整リスクが増えてきた中で、イタリアの動向には引き続き注意を要する。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。