

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
公益財団法人 国際通貨研究所

## イタリア経済の現状と課題

ポピュリスト連立政権は課題に適切に対処できるか

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員  
山口 綾子  
[yamaguchi@iima.or.jp](mailto:yamaguchi@iima.or.jp)

### <要旨>

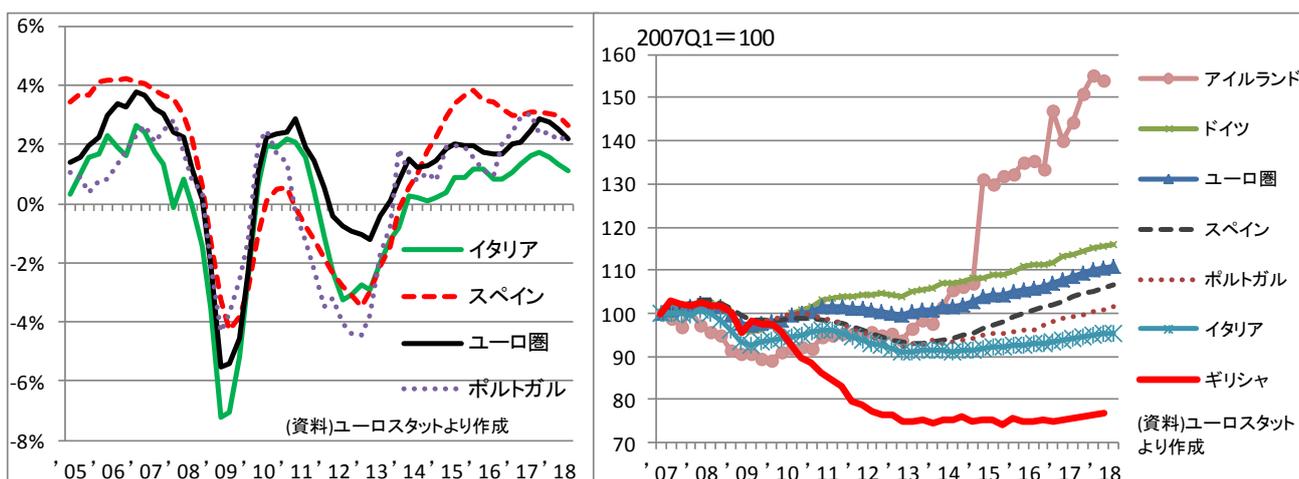
- ▶ イタリア経済は緩やかな景気回復が続いているが、足下では若干の減速がみられる。また、中長期的にみると同国では低成長が続いており、他のユーロ圏諸国と比べても、出遅れ感が否めない。
- ▶ イタリアの抱える課題は、低成長の克服、労働生産性の向上といった構造問題に加え、政府債務の削減、不良債権処理問題である。そのために、労働市場改革、法制度改革、教育改革、税制改革などの構造改革を進める必要がある。同時に、金融の安定にむけて、金融機関の不良債権問題の迅速な処理が求められる。
- ▶ イタリアの抱えるリスクは、政治面での不安定性である。2018年6月に誕生したポピュリスト新政権が、選挙時の公約である拡張的な財政政策への方針転換をどこまで実現していくのか、連立政権が協力を保っていけるのかが注目されている。また、新政権が構造問題や喫緊の課題である不良債権問題に適切に対処できるかについても疑問が残る。財政赤字拡大やEUとの摩擦が懸念される一方で、国債が売り込まれるという形での市場からの反発も懸念される。

## 1. イタリアの景気の現状

イタリアの2018年第2四半期の実質GDP成長率は前期比+0.2%、前年同期比+1.1%と、第1四半期の同+0.3%、同+1.4%から若干減速した(図表1)。イタリアでは輸出と個人消費を中心に緩やかな成長が続いているが、ユーロ圏全体と比べると回復のスピードは遅く、出遅れ感がある。ユーロ圏内では、ユーロ・ソブリン危機に直面し国際通貨基金(IMF)や欧州連合(EU)から支援を受けた国々も含め、多くの国が堅調な回復により、実質GDPはグローバル金融危機前の水準を回復している。そのなかにあって、イタリアはまだ2007年初めの水準に戻っていない。ユーロ圏の中で、危機前の水準を回復していないのは、イタリアとギリシャのみである(図表2)。

図表1：実質GDP成長率（前年比）の推移

図表2：実質GDPの水準の推移



各調査機関のイタリアについての経済見通しをみると、今年から来年にかけても緩やかな経済成長持続が見込まれているが、いずれの機関も直近では前回見通しと比べ下方修正している。

図表3：調査各機関によるイタリアの実質GDP成長率見通し（前年比、%）

	2017	2018	2019
欧州委員会 7月	1.5	1.3	1.1
IMF 7月	1.5	1.2	1.0
OECD 5月	1.5	1.4	1.1
イタリア中銀 6月	1.5	1.3	1.1

(資料)各機関データより作成

## 2. MIP スコアボードでみる過去数年の経済不均衡の変化

EU のマクロ経済不均衡是正手続き（MIP）で不均衡の度合いを示す指標とされる、MIP スコアボードでみると、2017 年時点（2018/8/1 時点で利用可能なデータにもとづいて、筆者が試算）ではイタリアの経済不均衡の項目は政府債務と失業率の 2 項目である。ユーロ圏各国の財政問題が深刻化し、ユーロ・ソブリン危機として金融市場の動揺がみられた 2011 年と比較すると、当時は、イタリアは政府債務と輸出市場シェアの縮小が問題視されていた。政府債務は依然としてイタリアの一番の問題であるが、輸出市場シェアについては、回復がみられる。代わって足下では失業率が 10%を超えている。

図表 4：MIP スコアボードにみるユーロ圏諸国の経済不均衡

### MIP (Macroeconomic Imbalance Procedure) スコアボード2017

	対外不均衡および競争力					国内不均衡						雇用指標		
	経常収支 (GDP比、3年平均)	ネット対外投資ポジション (GDP比)	実質実効相場(3年間変化率)	輸出市場シェア(5年間変化率)	ユニット・レーバ・コスト (3年間変化率)	住宅価格変化率(消費デフレータで実質化)	民間部門のクレジット (フロー：GDP比)	民間部門の債務 (GDP比)	一般政府債務 (GDP比)	失業率 (3年平均)	金融部門の負債伸び率(1年、%)	労働参加率(3年間の変化%ポイント)	長期失業率(3年間の変化%ポイント)	若年失業率(3年間の変化%ポイント)
閾値*	-4/+6%	-35%	±5% ±11%	-6%	+9% +12%	+6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2PP	0.5PP	0.2PP
アイルランド	8.5	-155.8	-6.1	66.4	-17.2	9.5	-19.1	280.5	68.0	8.4	2.5	0.9	-3.6	-9.0
ギリシャ	-0.7	-140.9	-2.4	-9.8	-0.6	-2.2	-0.9	124.7	178.6	23.3	-16.6	0.9	-3.9	-8.8
スペイン	1.6	-80.9	-2.8	10.0	0.6	4.3	0.1	139.3	98.3	19.6	4.0	-0.3	-5.2	-14.6
イタリア	2.3	-6.7	-3.3	2.1	1.4	-2.0	0.6	113.5	131.8	11.6	3.2	1.5	-1.2	-8.0
キプロス	-4.4	-120.4	-5.9	4.5	-2.3	1.5	10.2	342.8	97.5	13.0	0.7	-0.4	-3.2	-11.3
ポルトガル	0.4	-105.7	-0.8	14.9	3.8	8.0	1.3	163.5	125.7	10.9	1.8	1.5	-3.9	-10.9

(注) \* 閾値の上段：ユーロ国、下段：非ユーロ国。黄色網掛けは閾値を超えるもの。薄紫網掛けは2016年データ。(資料) Eurostatデータ2018/8/1時点よりIIMA作成

### MIPスコアボード2011

	対外不均衡および競争力					国内不均衡					
	経常収支 (GDP比、3年平均)	ネット対外投資ポジション (GDP比)	実質実効相場(3年間変化率)	輸出市場シェア(5年間変化率)	ユニット・レーバ・コスト (3年間変化率)	住宅価格変化率(消費デフレータで実質化)	民間部門のクレジット (フロー：GDP比)	民間部門の債務 (GDP比)	一般政府債務 (GDP比)	失業率 (3年平均)	金融部門の負債伸び率(1年、%)
閾値*	-4/+6%	-35%	±5% ±11%	-6%	+9% +12%	+6%	15%	160%	60%	10%	16.5%
アイルランド	0.0	-96	-9.1	-12.2	-12.8	-15.2	4	310	106	13.3	-0.6
ギリシャ	-10.4	-86.1	3.1	-18.7	4.1	-5.1	-5.5	125	171	13.2	-3.4
スペイン	-4.3	-91.7	-1.3	-7.6	-2.1	-10	-4.1	218	69	19.9	3.7
イタリア	-2.9	-20.6	-2.1	-18.4	4.4	-2	2.6	129	121	8.2	3.8
キプロス	-8.4	-71.3	-0.9	-16.4	8.8	-8.5	16.1	288	71	6.6	-0.2
ポルトガル	-9.1	-105	-1.9	-9.5	0.9	-3.6	-3.2	249	108	11.9	-0.7

(注) \* 閾値の上段：ユーロ国、下段：非ユーロ国。黄色網掛けは閾値を超えるもの。(資料) 欧州委員会資料よりIIMA作成

EU や IMF からの支援を受けるに至った多くの国が、財政赤字だけでなく、国際収支面でも赤字を抱え、「双子の赤字」状態であり、これらの国々は国際収支危機でもあった。これに対し、イタリアは財政赤字、債務問題は深刻だが、対外収支面では経常収支は黒字を維持している。

イタリアはドイツ、オランダ、フランスに次ぐ欧州の輸出大国である。しかし、輸出の世界シェアは、足下ではわずかに上昇しているものの、中期的には大きく低下している（1990年5%強→2015年3%弱）。これは労働生産性の停滞に伴う競争力の低下や、新興国との競合、グローバル・バリュー・チェーン（GVC）への参加度合いの低さ<sup>1</sup>などによるものである。IMF（2017b）によれば、イタリアの輸出構造は中国との類似性が欧州の中で最も高く、日本、韓国と比べても高い。これはすなわち、中国との競合に強くさらされているということである。2015年以降中国輸出の世界シェアが若干低下していることが、直近のイタリアの世界シェア回復の背景にあるとみられる。

### 3. 求められる労働生産性向上：そのための労働市場改革と設備投資促進策の必要性

欧州委員会によるAlert Mechanism Report2018では、イタリアの経済不均衡について、巨額の政府債務と労働生産性の停滞の問題を指摘している。

イタリアでは労働生産性の停滞が続いている。そのため、ユニット・レーバー・コストは上昇を続けており、国際競争力の停滞を招いている。

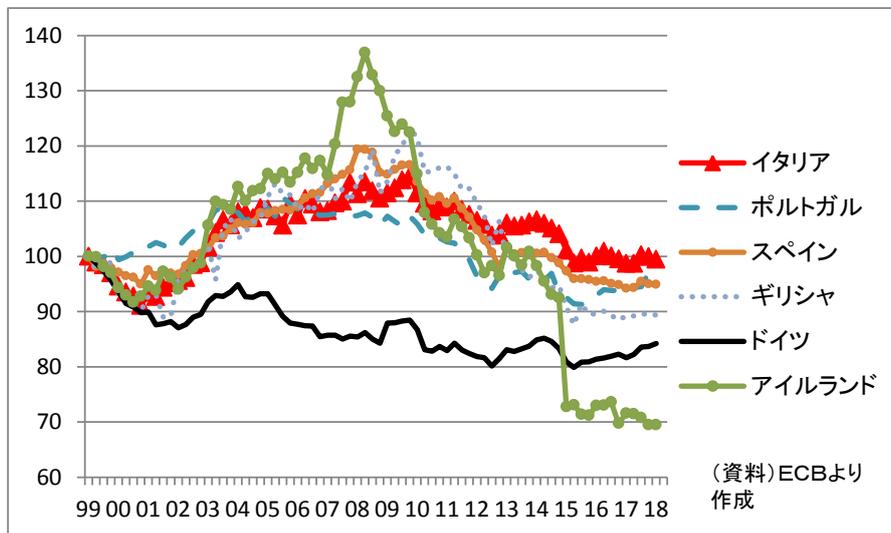
ユーロ導入前のイタリアはコスト上昇に対し自国通貨を切り下げることによって、競争力を保ってきた。単一通貨ユーロになったことで、通貨切り下げができなくなり、ユニット・レーバー・コストの高さがユーロ圏内の競争力の差にそのまま顕れることとなった。図表5にみられるように、2018年3月時点で、通貨ユーロは実質実効相場ベースで見ると、イタリアにとっては発足時とほぼ同じ程度の水準である。これに対し、労働生産性が伸びを続け、ユニット・レーバー・コストを低く抑えることに成功してきたドイツでは、発足時より15%程度割安となっている。アイルランドに至っては3割近くも割安となっている<sup>2</sup>。スペイン、ポルトガルでも若干割安、ギリシャでさえ、近年の賃金抑制の効果もあり、1割程度割安となっている。このためイタリアは、ユーロ圏のなかで競争力を失い、また域外国に対しても競争力を高められないでいる。

<sup>1</sup> イタリアのGVC参加度合いは、ドイツはもちろんのこと、フランスにも後れをとっている。IMF（2017b）

<sup>2</sup> アイルランドの実質実効相場は2015年に急激に下落している（図表5）。これは2015年に実質GDPが急激に増加したことが背景にある（図表2参照）。同年にアイルランドの税制改正（ハイテク企業優遇税制）に伴い、米国アップル社などが知的財産権ビジネスなどを同国に移したことによるとみられている。実質GDPが急増したのに対し、労働投入量はそれほど増加せず、結果として労働生産性が大きく上昇、ユニット・レーバー・コストが下がった。そのため実質実効相場は下落した。

図表 5：ユーロ各国の実質実効為替相場

(ECB がユニット・レーバー・コストで調整したもの、1999 年 Q1=100)

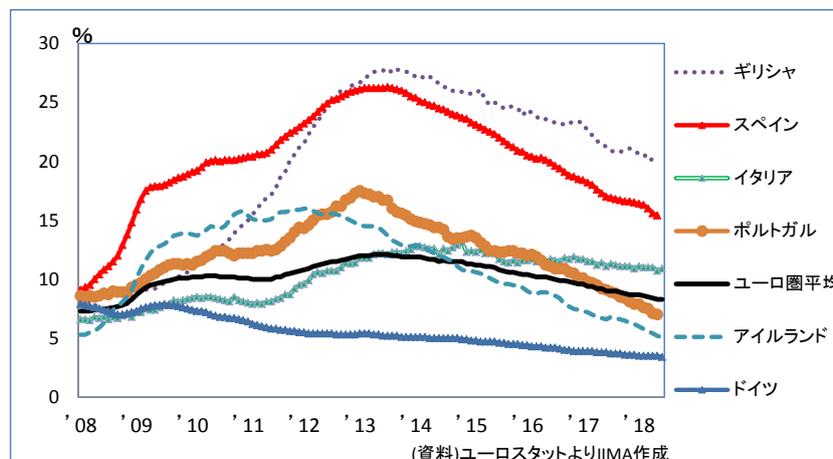


労働生産性の停滞は、設備投資不足がその背景にある。イタリアの総固定資本形成は、グローバル危機後落ち込みを続け、ボトムの 2014 年には危機前の水準の 7 割にまで減少した。その後は回復に転じているが、それでも 2018 年第 1 四半期時点で、危機前の水準の 8 割にも及ばない。総固定資本形成の GDP 比 (2017 年) でみても 17.5%とドイツ (20.3%)、オランダ (20.5%)、フランス (22.5%)、アイルランド (23.5%)、スペイン (20.6%) 等より低い。さらに、競争力の源泉となる研究開発投資の GDP 比 (2016 年) でみると、イタリアは 1.29%と、他の輸出大国がドイツ 2.94%、オランダ 2.03%、フランス 2.25%と、軒並み 2%を超えているのと比べ見劣りする。

また、イタリアでは雇用情勢の改善が遅れている。失業率は 2018 年 6 月現在 10.9%と、ギリシャやスペインほどの高水準ではないものの、改善のペースははかばかしくない (図表 6)。失業率、特に若年失業率の高止まりは、労働者の質の低下を通じて、労働生産性に中長期的に悪影響を及ぼすおそれがある。イタリアの若年失業率は 2017 年で 34.7%とギリシャ (43.6%)、スペイン (38.6%) に次いで高い。

こうした状況を改善するために、設備投資促進策や、労働市場改革 (特に賃金改定方式の見直し: イタリアでは硬直的な労使交渉システムによって、個別企業の事情がうまく反映されず、労働生産性の伸びを大きく超える契約更改がなされてきた)、教育改革などが求められている。

図表 6：ユーロ圏各国の失業率



#### 4. 不良債権処理問題の進捗

イタリアは金融セクターの脆弱性が弱みと言われる。グローバル金融危機以降 2016 年までの累計で、975 億ユーロの公的支援が金融機関の救済・整理のため実施されてきた（図表 7）。

図表 7：イタリアの金融機関向けの公的支援

単位：10億ユーロ

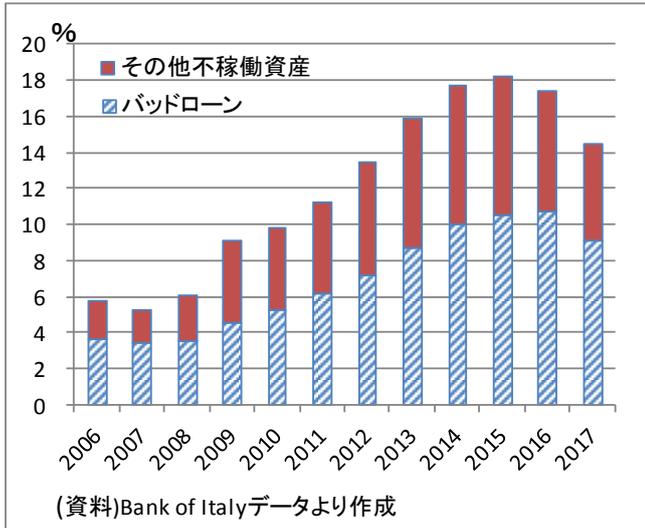
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2008-2016
資本注入	0.0	4.1	0.0	0.0	2.0	1.9	0.0	3.6	0.0	11.5
資産減損	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.3
政府保証	0.0	0.0	0.0	10.9	85.7	81.7	22.0	6.8	6.6	85.7
その他流動性	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
合計	0.0	4.1	0.0	10.9	87.7	83.6	22.0	10.4	7.0	97.5

(資料)欧州委員会

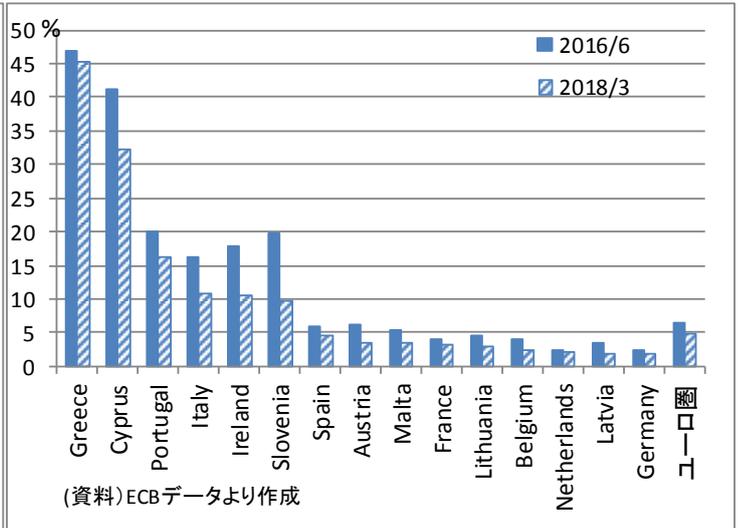
イタリアの銀行は不稼働資産を多く抱えている。国内に銀行の数が多く、競争が激しかったために審査が比較的甘かったことや、低成長が長期化したことなどがその背景にある。

近年さまざまな対策がとられ、イタリアの銀行は不稼働資産処理を進めている。足下で景気回復が続いていることもあり、不稼働資産比率も 2015 年をピークに低下傾向にある（図表 8）。しかし、国際比較でみると、ユーロ圏のなかでは、ギリシャ、キプロス、ポルトガルに次いで高い。各種手続きが煩雑かつ時間がかかることが、不良債権処理が進まない理由の一つとされてきた。こうしたなかで、不動産担保貸出の償却手続きを透明化・迅速化するために、2018 年 1 月より、司法省へのオンライン登録が試行され、2 月には抵当不動産のオークション通告を公的なポータルを通じて行うことが義務付けられた。

図表 8：イタリアの不稼働資産比率<sup>3</sup>



図表 9：不稼働資産比率の国際比較



2018年3月、欧州委員会は新規の不稼働資産のうち、担保付きについては8年、無担保については2年以内に100%引き当てを義務付ける提案を行った。同月欧州中央銀行（ECB）は不稼働資産についてのガイダンスの補足文書を公表し、担保付きについては7年、無担保については2年以内に100%引き当てが必要とし、しかも、新規不稼働資産のみではなく、既存の不稼働資産も対象とするとした<sup>4</sup>。イタリアの銀行の不稼働資産の引当率は2012年の36%をボトムに2017年では49%（うちバッド・ローンについては、52%→62%）まで上昇したが、依然として十分ではない。引き続き不良債権処理が喫緊の課題である。

ECBのデータによれば、2016年現在イタリアには527の国内銀行が存在する。5大銀行の資産シェアをみると、43%（ユーロ圏平均48%）とユーロ圏諸国のなかでは4番目に寡占度は低い。こうしたことが、銀行の効率性の低さ、競争の激化につながっている可能性がある。IMFもイタリア中銀総裁も銀行の再編による経営効率化の必要性を指摘している<sup>5</sup>。

<sup>3</sup> 図表8はイタリア中銀、図表9はECBによるものである。後者はECBが直接監督を行う大手行（108行、うちイタリアの銀行は11行）を対象としたものであるのに対し、イタリア中銀のデータは中小銀行も含む。また、ECBの不稼働資産の定義は「破綻先向け債権および90日以上延滞債権」となっているが、イタリア中銀データは90日未満の延滞債権も含まれる。イタリア中銀によれば、直近時点で約15%が90日未満の延滞債権とされている。

<sup>4</sup> もっとも、ECBのガイダンスは検査のための指針であり、拘束力をもったものではない。

<sup>5</sup> IMF（2017a）、イタリア中央銀行総裁スピーチ2018年7月10日。

## 5. 今後のリスクは地政学や国内政治の不安定性からくる金融市場の動揺

イタリアでは2018年3月に行われた総選挙で当時の与党であった中道左派連合が大敗し、左派ポピュリストの五つ星運動が躍進した。五つ星運動は上下両院で第一党となったものの、過半数には届かず、連立を巡る交渉は難航した。

6月によりやく五つ星運動と中道右派の「同盟」<sup>6</sup>からなる連立政権が誕生し、五つ星運動に近い学者出身のジュゼッペ・コンテ氏が首相に就任した。両党は左右のポピュリストで、双方ともEU懐疑派であるが、公約のなかにEU離脱やユーロ離脱は含まれていない。同盟の党首サルビーニ氏は内務相（副首相兼任）、五つ星運動の党首ディ・マリオ氏は、産業相（副首相兼任）として入閣した。5月に提出された当初の閣僚名簿では経済・財政相に反ユーロ派の名前があがっていたために、大統領が拒否し、大臣を入れ替えて、よりやく大統領が受諾するなど、政権の空白期間が続いた。

図表 10 : 2018年3月の総選挙結果（議席数）

	下院	上院
中道右派連合	265 (+140)	137 (+20)
うち同盟	125	58
フォルツァ・イタリア	104	57
五つ星運動	227 (+119)	112 (+58)
中道左派連合	122 (-223)	60 (-57)
うち民主党	112	53
その他	16 (-36)	6 (-21)
合計	630	315

(注) ( )内の数値は前回比増減

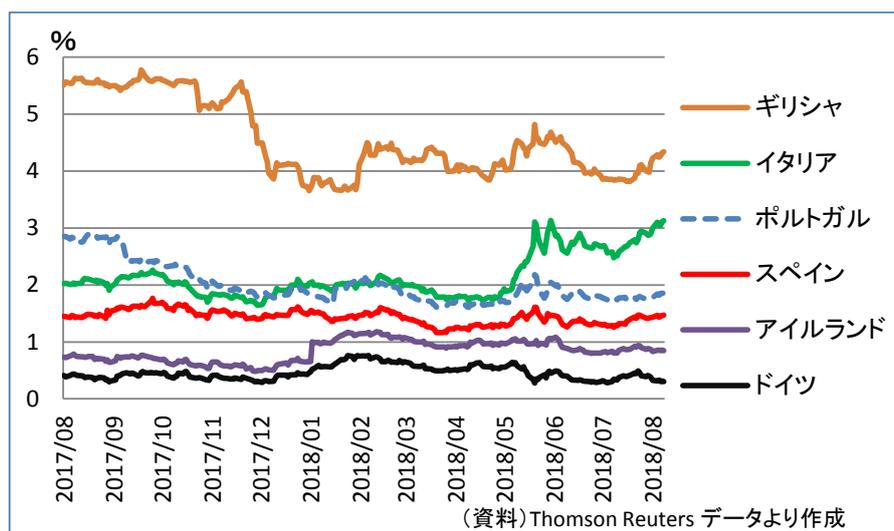
(資料) イタリア内務省

新政権はフラット・タックス導入、ベーシック・インカム導入などの税制改革、年金改革（支給開始年齢引き上げ）撤回など、従来の厳しい緊縮財政からの方針転換を示す政策を打ち出しており、今後財政赤字拡大や、EUとの摩擦拡大が懸念されている。6月の欧州首脳会議はコンテ首相のデビュー戦となったが、難民の受け入れを巡る問題で主張を譲らず、交渉を長引かせたと伝えられている。また、これまでの新聞報道等で見ると、前述のようなイタリアの構造問題や不良債権問題に対する新政権のスタンスは明らかにされていない。これまで進んできた構造改革が頓挫してしまうことが懸念される。

<sup>6</sup> 同盟を極右とする新聞報道もある。

市場ではEU懐疑派ポピュリスト政権誕生に伴う不透明感の高まりから、イタリア国債が売られ、利回りは上昇した。足下でも財政再建の先行き不透明感から、一時10年物国債利回りが3%を上回る水準となった。

図表 11：各国国債利回り（10年物）の推移



連立を組む5つ星運動と同盟で共通するのはEU懐疑派ポピュリストという点だけである。予算編成を巡っても、「プログラムの全てが含まれるわけではないが、フラット・タックス、年金改革の見直しは含まれる」（サルビーニ氏）、「ベーシック・インカム関連法案は近いうちに提出する」（ディ・マイオ氏）など双方の提案は一本化できていない模様である。なおトリア経済・財政相は「前政権の財政目標<sup>7</sup>を踏襲する」としているが、双方の選挙戦でのばらまきの公約を考えると、かなり難しい課題である。9月末までに新たな財政目標を策定し、10月15日までに欧州委員会に予算案を提出することになっている<sup>8</sup>。引き続き市場の混乱要因になる可能性がある。

【参考文献】

European Commission, “Alert Mechanism Report 2018”, 2017/11

IMF, “Italy: 2017 Article IV”, 2017/7a

IMF, “Italy: Selected Issues”, 2017/7b

Bank of Italy, “Financial Stability Report 2018I”, 2018/4

内閣府「世界経済の潮流」2017II、2018I 各号

<sup>7</sup> 2018年の財政赤字対GDP比1.6%、政府債務残高同130.8%。

<sup>8</sup> 以上の予算案をめぐる各氏の発言は2018/8/3付Financial Times報道による。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2018 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>