

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

公益財団法人 国際通貨研究所

総選挙を控えたイタリア経済の展望

スペインの危機が深刻化した場合の波及の可能性は？

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

<要旨>

- 経済ファンダメンタルズ：GIPS 諸国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン）と比べるとイタリアは比較的良好。特に対外面では不均衡が小さい。
- スペインとの比較：スペインは急速なキャッチアップ過程でバブルが生じ、その崩壊の後遺症に苦しんでいる。イタリアではバブルは生じなかったが、過去の負の遺産による財政負担が重い。イタリアはフローの財政赤字は改善傾向にあるが、債務残高の大きさが市場参加者の懸念的。
- 抱える問題：低成長、高齢化。イタリアは日本とならんで高齢化の進んだ先進国として知られている。年金改革などで対処。日本より改革は進んでいる。
- 直近の懸念材料--モンティ政権の改革路線の継続が可能か？：2011年11月ベルルスコーニ退陣を受け、選挙を経ずに首相となったモンティ氏率いる実務家内閣は、財政再建、経済構造改革など、国民に不人気な政策を含め整齐と実施し、市場でも一定の評価を得た。しかし、緊縮財政継続に伴う国民の不満の高まりのなかで、議会でも造反の動きがでたことを背景に2012年12月モンティ首相は辞任した。このため上下両院議会選挙は2月に前倒しで行われることとなった。モンティ政権の構造改革の流れが、選挙を経て、断ち切られることのないよう見守る必要がある。
- イタリアは過去の負の遺産である財政負担に苦しんでいるが、フロー面では改革が

進んでいる。モンティ政権は厳しい財政再建策のなかで、成長率を高めるための構造改革を進めてきた。総選挙後の新政権下でこの路線が継続されることを前提とすれば、市場の信認は保たれるとみられ、スペインの危機がイタリアに波及するリスクは小さいとみてよからう。

<本文>

1. 経済ファンダメンタルズ

欧州連合（EU）レベルでの加盟各国の経済不均衡の早期警戒システムである、マクロ経済不均衡是正手続き（MIP：Macroeconomic Imbalance Procedure）¹で使用されているスコアボードでみると、10の指標のうちイタリアに黄信号がついているのは、輸出市場シェアの変化率と一般政府債務残高のGDP比の2項目である（図表1）。

図表1：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年間の 変化率)	輸出市場 シェア(5年間 の変化率)	ユニット・ レーバー・コ スト(3年間の 変化率)	住宅価格変 化率(消費デ フレーターで実 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%
閾値*	-4/+6%	-35%	±5% ±11%	-6%	+9% +12%	+6%	15%	160%	60%	10%	16.5%
ベルギー	-0.3	65.7	-0.5	-10.2	6.2	-0.1	11.6	236	98	7.8	4.7
ブルガリア	-3.4	-85.6	3.1	17.2	20.3	-9	-6.7	146	16	9.4	5.6
チェコ	-3	-49.3	0.3	8.4	3.3	0	2.5	78	41	6.9	3.8
デンマーク	5	24.5	-1.7	-16.9	4.7	-4.9	-2.2	238	46	7	4.7
ドイツ	5.9	32.6	-3.9	-8.4	5.9	1.4	4.8	128	81	6.9	2.1
エストニア	2.8	-57.8	0.8	11.1	-6.2	3.3	6.8	133	6	14.4	-4.4
アイルランド	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
フランス	-1.6	-15.9	-3.2	-11.2	6	3.8	4	160	86	9.6	7.3
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
ラトビア	3.1	-73.3	-0.6	23.6	-15	4.9	-2.5	125	42	18.1	-4.5
リトアニア	0	-52.6	3.6	25.2	-8.4	2.4	-0.8	70	39	15.6	8.9
ルクセンブルク	7.5	107.8	0.8	-10.1	12.5	1.5	2.5	326	18	4.8	11.3
ハンガリー	0.6	-105.9	-3.3	-2.8	3.7	-4.1	6.4	167	81	10.7	-2.6
マルタ	-4.3	5.7	-3	11.7	5.8	-2.3	2.2	210	71	6.8	1.4
オランダ	7.5	35.5	-1.6	-8.2	5.8	-4	0.7	225	66	4.2	7.2
オーストリア	2.2	-2.3	-1	-12.7	5.9	-8	4.1	161	72	4.4	-0.3
ポーランド	-4.6	-63.5	-10.9	12.8	4.3	-5.7	7.1	80	56	9.2	4.4
ポルトガル	-9.1	-105	-1.9	-9.5	0.9	-3.6	-3.2	249	108	11.9	-0.7
ルーマニア	-4.3	-62.5	-2.4	22.8	12.9	-18.9	1.8	72	33	7.2	4.3
スロベニア	-0.4	-41.2	-0.3	-6.1	8.3	1	1.9	128	47	7.1	-1.3
スロバキア	-2.1	-64.4	4.3	20.9	4.4	-5.6	3.3	76	43	13.4	1.2
フィンランド	0.6	13.1	-1.3	-22.9	9.1	-0.3	4.6	179	49	8.1	30.8
スウェーデン	6.6	-8.3	3.9	-11.6	1.2	1	6.3	232	38	8.1	3.6
英国	-2.2	-17.3	-7.1	-24.2	8.1	-5.4	1	205	85	7.8	8.5

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

¹ MIPについては、国際通貨研究所ニュースレター2012 No.21「ソブリン危機を背景に進むユーロ圏のガバナンス改革」参照 http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2012/NLNo_21_j.pdf

GIPS 諸国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン）が、軒並み 5-6 項目で黄信号となっているのと対照的である。もちろんただ項目が少ないから良いというわけではないが、これらの国と比べると、経常収支、対外ポジション、民間部門の債務が枠内に収まっている。つまり、国内にバブルが生じていなかったこと、対外面で警戒的状况になっていないことが特徴といえる。

輸出市場シェアの縮小については、イタリアだけが問題となっているわけではない。EU 内でこの項目でプラスを維持しているのは、東欧諸国のみであり、ユーロ圏は軒並み成績が悪い。これら東欧諸国は、EU 加盟に伴う直接投資の増加、自国の低賃金を武器に、西欧への輸出攻勢をかけている。

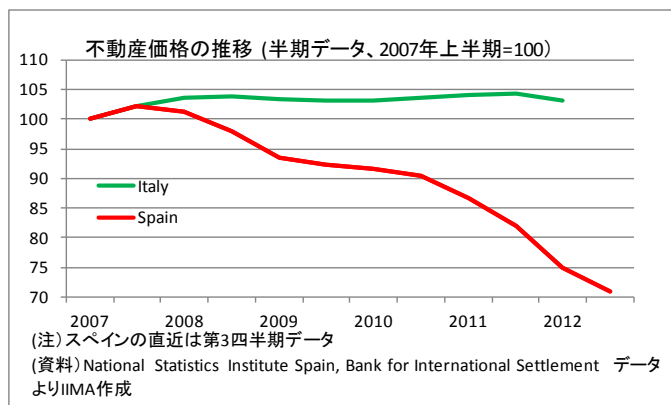
イタリアの経済ファンダメンタルズでもっとも深刻なのは財政問題である。フローの財政赤字は縮小が進んでいるが、過去に積み上がった債務負担は、GDP 比 120%にも達している。イタリアは欧州のなかでもっとも人口の高齢化が進んでいることも財政問題の解決を困難なものとしている。

2. スペインとの比較

経済規模を名目 GDP でみるとイタリア 1.5 兆ユーロに対し、スペイン 1 兆ユーロ。1990 年代まではイタリアはスペインの約 2 倍の GDP 規模だったが、スペインがユーロ導入後急速に成長を遂げ、直近ではイタリアはスペインの 1.5 倍と、スペインに追いつかれてきた。

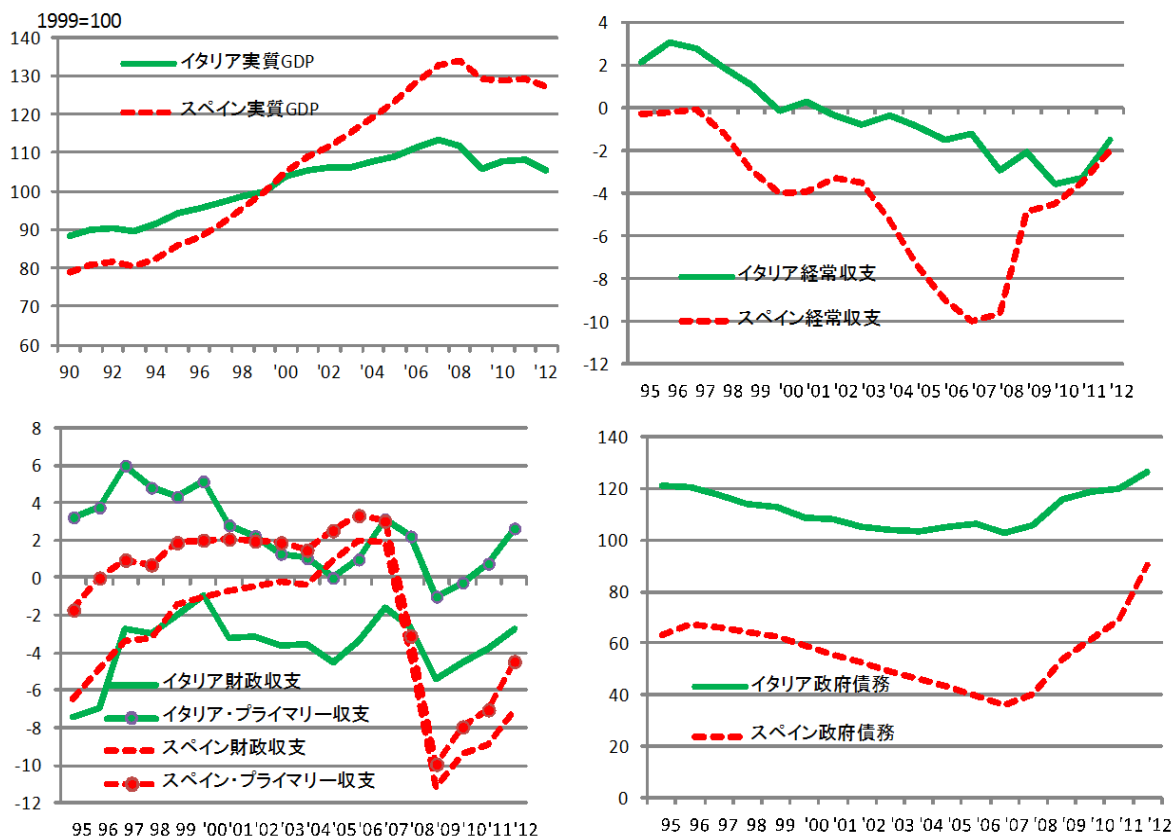
スペインは高成長を遂げる過程で不動産市場を中心にバブルの生成・崩壊があり、バブル崩壊に伴う金融セクターの救済のため、財政が急速に悪化した。不動産価格で見ると直近ではピーク時の 7 割以下に落ち込んでいる（図表 2-1）。スペインは金融セクター救済に関し、ユーロ圏諸国から合計で 1,000 億ユーロまでの支援を受けることが決まっている。2012 年 12 月にはスペイン政府は欧州安定メカニズム（ESM）に対し 395 億ユーロの支援を正式要請し、ESM からスペイン政府銀行再生基金への融資が実施された。

図表 2-1：イタリアとスペインの経済指標の比較



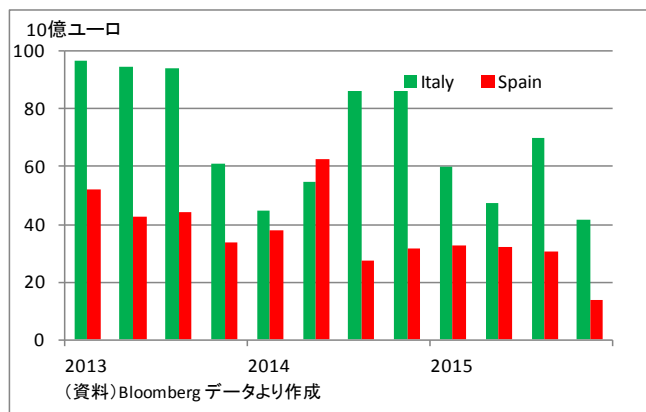
一方のイタリアは債務負担という重石をかかえ、財政再建の努力を行ってきた。フロ
 ー面では一定の改善を示し、プライマリー収支では、ほぼ黒字基調を維持してきた。し
 かし、サブプライム危機を契機とした世界的景気後退のなかで、2008、2009年には実
 質経済成長率が大幅なマイナスに転じた結果、財政が悪化、債務残高もさらに拡大した。
 2009年には名目 GDP もマイナスとなった。

図表 2-2：イタリアとスペインの経済指標の比較 (特記なき限り GDP 比、%)



(注)2011、2012年はIMF推計。(資料) IMFデータより作成。

図表 3：政府債務の元本償還・利払い額



過去からの負の遺産の結果、イタリアの政府部門の元利払い負担は、2013 年前半は四半期ベースで毎期 900 億ユーロを超える巨額なものとなっている。こうした債務負担の大きさはスペインと比べても際立っている（図表 3）。

3. 今後の課題・リスク要因

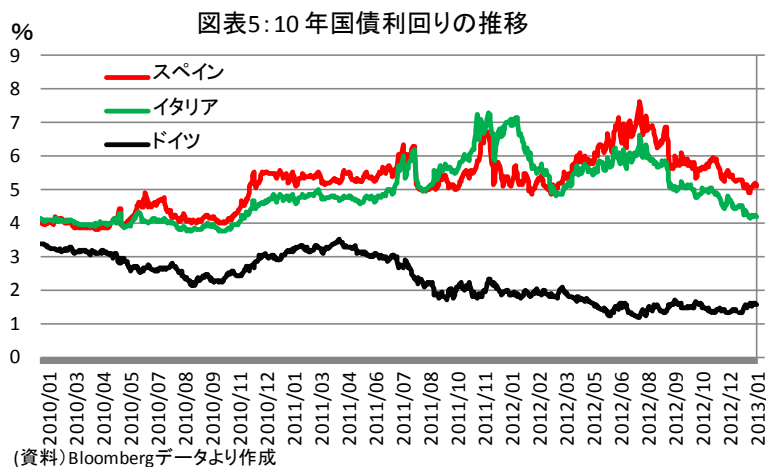
イタリア経済は足元で景気後退に直面している。2011 年後半以降 5 四半期連続で前期比マイナス成長が続いている。財政再建が進んでいるため、他国と比較すると 2013 年の財政面での引き締めは弱いものの（財政引き締め 2012 年 GDP 比 3.6%、2013 年 1.6%）、個人消費、設備投資といった内需が委縮し、2012 年には-2.3%、2013 年には-0.5%とマイナス成長が 2 年続く見通し（欧州委員会見通し）となっている。1 月発表の IMF 見通しではイタリアの 2013 年について、2012 年 10 月時点の見通しより下方修正され、全体的に欧州委員会よりさらに厳しい見方をしている。

図表4: 欧州委員会とIMFによる経済成長見通し

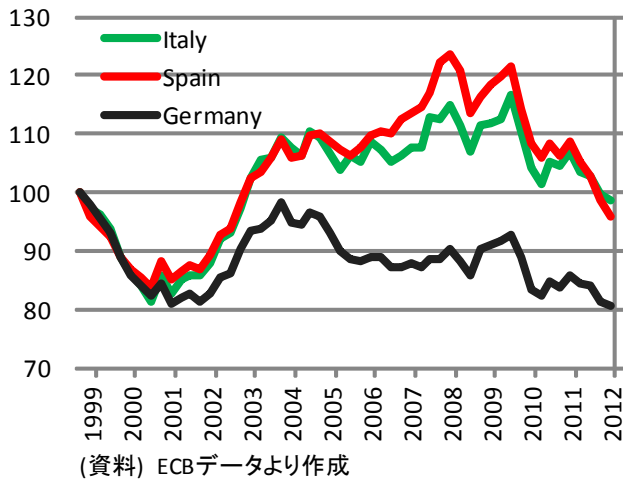
	2011 (実績) 欧州委	2012 (推計)		2013 (予測)		2014 (予測)	
		欧州委	IMF	欧州委	IMF	欧州委	IMF
イタリア	0.4	-2.3	-2.1	-0.5	-1.0	0.8	0.5
スペイン	0.4	-1.4	-1.4	-1.4	-1.5	0.8	0.8
ユーロ圏	1.4	-0.4	-0.4	0.1	-0.2	1.4	1.0

(資料)欧州委員会2012/11/7発表、IMF“World Economic Outlook Update” 2013/1/23発表

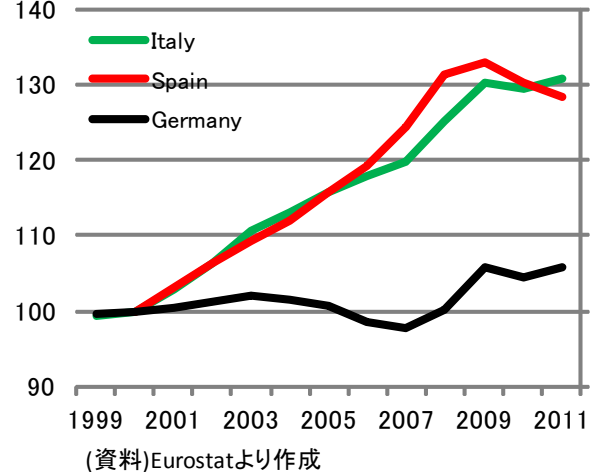
欧州中央銀行（ECB）ドラギ総裁による新しい国債買い入れ制度（OMT：Outright Monetary Transactions）導入発言によって、ユーロ崩壊懸念というテールリスクは低減され、イタリアについても短期的な資金繰り逼迫懸念は緩和された。2012 年 10 月には 4 年インフレ連動債で 180 億ユーロ、11 月には 6 カ月国債で 75 億ユーロの調達に成功、利回りはここ 2 年半あまりで最低となった。2013 年に入った後も 1 月に 15 年債 60 億ユーロを銀行団方式で発行した。国債利回りもスペインと比べ低下してきた。



1999Q1 =100
図表6: 実質実効為替相場
 (ユニット・レーバークストで算出)



図表7: ユニット・レーバークスト
 2000=100



より中期的にみると、高齢化が進み、人口減少が見込まれるイタリアにとり、生産性を高め、潜在成長率を上げることが何よりも重要な課題である。MIP スコアボードでも明らかになったイタリアの国際競争力の低下は、生産性の伸び停滞と賃金上昇によりユニット・レーバークストが高いことも理由の一つである。単一通貨ユーロ導入前のイタリアは自国通貨を切り下げること競争力を保ってきた。ユーロ導入後はユニット・レーバークストの差がそのまま国際競争力の差となってくる。図表6からもわかるとおり、イタリアにとり、ユーロ為替相場は2009年頃の15%程度の割高水準からようやく導入時の水準に戻ったものの、ドイツと比べると引き続き2割程度割高となっている。

生産性向上のための経済構造改革はモンティ政権下で行われてきたが、これらは即効性があるものではない。今後数年の経緯を見守る必要がある。なお、今後の成長力を強化するためにかかせない研究開発支出のGDP比(過去5年平均、OECDデータ)をみると、イタリアは1.2%、スペイン1.3%、ドイツ2.7%、日本3.4%、EU27カ国平均1.8%、経済協力開発機構(OECD)平均2.3%と、ドイツは言うに及ばず、EU平均やOECD平均と比較してもイタリアは見劣りがする。厳しい財政再建努力が進められるなかでもこうした分野への税制などによるインセンティブ、優先的な財政支出配分などが求められよう。

4. もう一つのリスク：2月の総選挙

2011年11月ベルルスコーニ首相退陣を受けて、選挙を経ずに、大統領から指名を受けて実務家として首相となったモンティ氏率いる内閣は、そのメンバーも皆議員ではなく、実務家であった。モンティ内閣は財政再建、経済構造改革など、国民に不人気な政策を含め整齐と実施してきた(図表8)。市場でも一定の評価を得た。しかし、厳しい

財政緊縮策継続に伴う国民の不満の高まりのなかで、内閣不信任案をめぐる議会でも造反の動きが出てきたことを背景に、2012年12月新年度予算の成立を待って、モンティ首相は辞任した。この結果、当初2013年春頃に予定されていた上下両院議会選挙は2月24、25日に前倒しで行われることとなった。

図表8: モンティ政権による財政再建、経済改革

財政再建策	歳入強化	前政権で撤廃された固定資産税の再導入 (必要な場合に限り)付加価値税率引き上げ2%ポイント→2013年7月以降に先送り、引き上げ幅は1% 高級車、船舶、自家用飛行機等の贅沢品に関する新税導入 1,000ユーロを越すキャッシュ取引禁止(脱税対策)
	歳出削減	2012年45億ユーロ、13年110億ユーロ、14年111億ユーロの削減 州の議員数、職員数削減 地方政府の機能縮小(県の執行機関である理事会の廃止) 年金改革:退職時の給与でなく、年金制度への拠出額に基づいて年金算出。受給開始年齢引上げ。
労働市場改革		経済的理由での従業員解雇を容易にする 共働き夫婦支援(女性の労働参加率向上と男性の育児休暇制度義務化) 高齢労働者の早期退職のための法的枠組み作成(雇用者のコスト負担軽減) 失業保険制度の統一・拡充
規制緩和等の構造改革		経済活動の自由化、企業に対する行政権限の削減 消費者および小企業の保護規定を拡充 運輸部門の競争強化。 薬局の営業許可条件の緩和 専門的職業(弁護士等)の最低料金設定の廃止およびサービス実施前の見積書提示の義務化 ATM手数料に標準的な基準を設け金融サービスの競争促進 35歳以下の者が有限責任会社を設立するための手続き簡素化 ガソリンスタンドにおける燃料等の流通の自由化 インフラ整備への民間資本融資のための『プロジェクト債』導入 地方公共サービスの競争促進(公開入札の強化等)

(資料)内閣府「世界経済の潮流」2012 I、IIより作成

モンティ首相は、大統領によって終身上院議員に任命されており、自ら選挙に立候補はしていない。求められれば首相を受ける可能性も示唆しているが、モンティ政権が進めてきた構造改革の流れが、選挙を経て、逆戻りしないよう、注意深く見守る必要がある。

直近の世論調査(1月末)によると、支持率は中道左派グループ(リーダーは民主党ベルサニ氏)35%前後、中道右派グループ(リーダーは自由国民党ベルルスコーニ氏)3割弱、モンティ支持派15%強、反体制派の五つ星運動(党首はコメディアンのパeppe・グリッロ氏)15%弱となっている。

以上述べてきたように、イタリアは過去の負の遺産である財政負担に苦しんでいるが、GIPS 諸国と比べるとファンダメンタルズは強く、特にフローの財政収支は改善が進んでいる。モンティ政権は厳しい財政再建策をとりつつも、成長率を高めるための構造改

革を進めてきた。総選挙後の新政権下でこの路線が継続され、また、ユーロ崩壊につながりかねない懸念からユーロ圏政府によるスペイン支援の意思が揺らがないことを前提とすれば、仮にスペインが相応の危機に陥っても、それが、イタリアに波及するリスクは小さいとみてよいのではないだろうか。他方で、足元のイタリア経済は落ち込みが続いており、構造改革の効果が出るには時間がかかることを考慮すれば、先行きには引き続き警戒が必要であろう。

【参考文献】

European Commission, Staff Working Document, “Assessment of the 2012 national reform program and stability program for Italy”, May 2012

European Commission, Staff Working Document, “In-Depth Review for Italy”, May 2012

IMF Country Report No.12/167, “Italy 2012 Article IV Consultation”, July 2012

IMF Country Report No.12/168, “Italy: Selected Issues”, July 2012

内閣府「世界経済の潮流」2012 I、II 2012年6月、12月

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います。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 2013 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

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