



イタリア経済の現状と課題

～第二次コンテ政権でイタリアの安定化が期待できるか？～

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

<要旨>

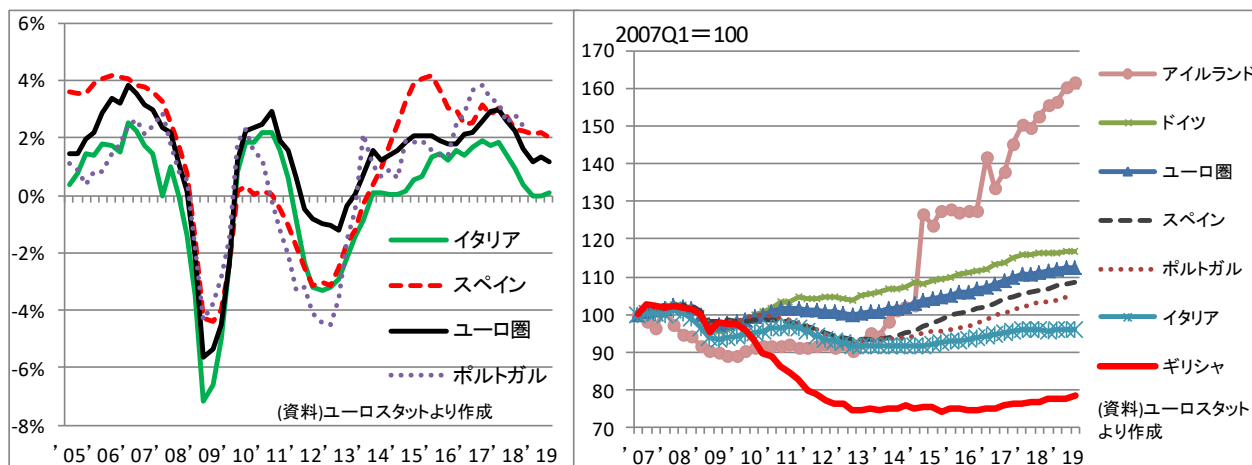
- イタリア経済は減速がようやく下げ止まりつつある。しかし、中長期的にみると低成長が続いており、他のユーロ圏諸国と比べても、出遅れ感が否めない。課題は低成長の克服、労働生産性の向上といった構造問題に加え、政府債務の削減、不良債権処理問題。労働市場、法制度、教育、税制などの構造改革を進める必要がある。
- イタリアの金融セクターは脆弱性が懸念されてきたが、大銀行には改善がみられる。中小銀行も、まだ道半ばだが、不稼働資産の削減を着実に進めてきている。
- イタリアの抱えるリスクは、政治面での不安定性である。五つ星運動と同盟からなる第一次コンテ内閣は、欧州連合（EU）のルールを無視した財政政策で、欧州委員会との対立を招いてきた。2019年9月には五つ星運動と中道左派との連立による第二次コンテ内閣が発足し、EUルールを遵守することで、欧州委員会との衝突は避けられる見込み。ただし、新政権内にも意見の対立がみられ、引き続き不安要因。
- これまでユーロ圏全体の重石となってきた周縁国政府債務問題については、セーフティネット拡充、各国の改革努力、欧州中央銀行（ECB）の金融緩和継続等が奏功、欧州全体を巻き込んだ危機再燃リスクは小さいとみられる。他方、ドイツを中心にした欧州全体の減速、英国のEU離脱を巡る混乱等、欧州をとりまくリスクには引き続き注意が必要。

1. イタリアの景気の現状

イタリアの 2019 年第 2 四半期の実質 GDP 成長率は前期比横ばいとなった。2017 年までの成長を支えてきた消費と輸出の減速がようやく下げ止まりつつある（図表 1）。英国の EU 離脱への懸念から英国に拠点を持つ企業の在庫積み増しの動きで輸出が回復を示している。しかし、ユーロ圏全体と比べると景気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 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、今年を底に来年にかけて回復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	2020
欧州委員会	7月	1.7	0.9	0.1	0.7
IMF	10月	1.7	0.9	0.0	0.5
OECD	5月	1.7	0.7	0.0	0.6
イタリア中銀	7月	1.7	0.9	0.1	0.8

（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、2018 年時点（2019/10 時点で利用可能なデータにもとづいて、筆者が試算）ではイタリアのマクロ経済指標のうち閾値を超える不均衡を示しているのは、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。また、雇用指標の悪化が問題であった。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 2018 年には失業率が 10%を超えている。雇用指標は近年では改善に転じ、労働参加率は上昇、長期失業率、若年失業率は低下傾向にある。

図表 4：MIP スコアボードにみるイタリアの経済不均衡

MIP (Macroeconomic Imbalance Procedure) スコアボード イタリア

	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%	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%	-6%	9%	+6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2%	0.5%	0.2%
2009	-2.0	-22.4	3.6	-18.0	10.7	0.0	0.8	122.2	116.6	6.8	5.1	-0.3	0.1	3.5
2011	-2.7	-18.3	-3.2	-19.2	4.9	-1.5	3.1	121.8	119.7	8.2	5.1	-0.8	1.3	8.0
2013	-0.7	-23.4	0.1	-20.4	2.9	-7.5	-2.9	121.2	132.4	10.4	-2.7	1.4	2.9	12.1
2017	2.2	-7.7	-3.1	1.2	1.3	-2.3	1.3	108.8	134.1	11.6	4.2	1.5	-1.2	-8.0
2018	2.6	-4.7	3.3	0.3	2.7	-1.6	1.6	107.0	134.8	11.2	0.1	1.6	-0.7	-8.1

(注) 網掛けは閾値を超えるもの。2018年はEurostatデータに基づく筆者試算。

(資料) 欧州委員会資料、Eurostatデータより作成

EU や IMF からの支援を受けるに至った国は、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 2013 年から黒字を維持している。

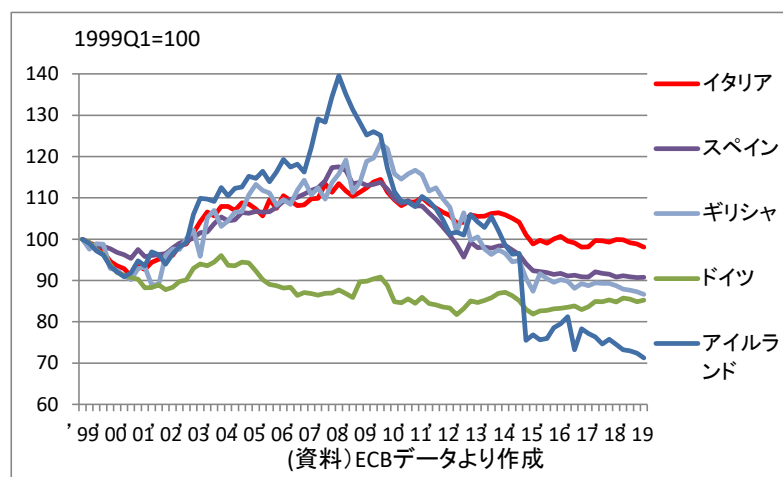
イタリアはドイツ、オランダ、フランスに次ぐ欧州の輸出大国である。しかし、輸出の世界シェアは、足下ではわずかに上昇しているものの、中期的には大きく低下している（1990 年 5%強→2015 年 3%弱）。これは労働生産性の停滞に伴う競争力の低下や、

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¹などによるものである。IMF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

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。

図表 5：ユーロ各国の実質実効為替相場（ユニット・レーバー・コストで調整）



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で、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で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、2019 年 9 月時点で、通貨ユーロは実質実効相場ベースで見ると 98.1 (1999 年 Q1=100) と、イタリアにとっては発足時とほぼ同じ度の水準である。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。ギリシャでさえ、近年の賃金抑制の効果もあり、

¹ 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 (2017)

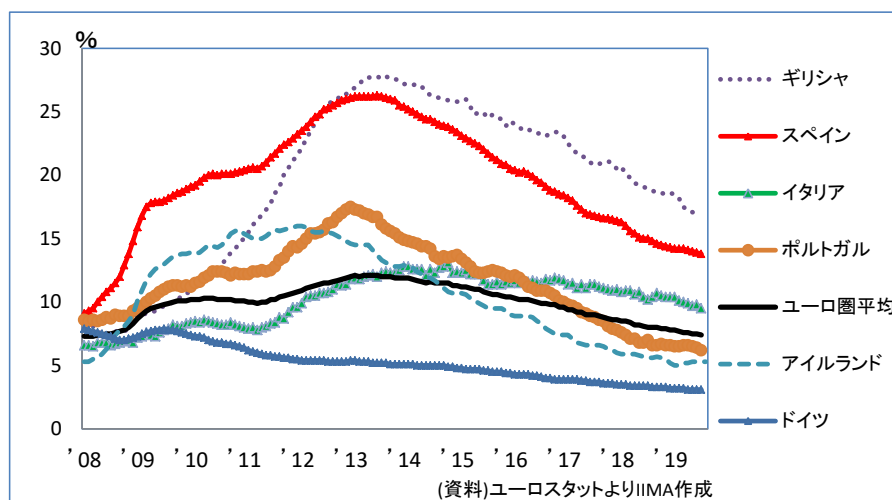
1割程度割安となっている。このためイタリアは、ユーロ圏のなかで競争力を失い、また域外国に対しても競争力を高められないでいる。

欧州委員会はこうしたイタリアの生産性停滞を、投資不足、技術革新の低迷、不十分な競争環境、公的部門の脆弱性、ビジネスに優しくない政策などによるものとしている（European Commission(2019a)）。

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2019年8月現在9.5%と、MIPで問題視される閾値の10%は下回っているが、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2018年で32.2%とギリシャ（39.9%）、スペイン（34.3%）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. 不稼働資産処理問題の進捗

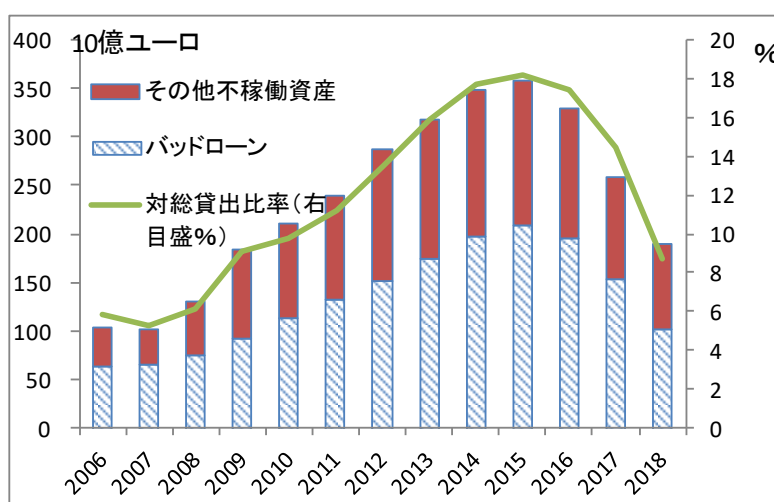
イタリアは金融セクターの脆弱性が弱みと言われる。グローバル金融危機以降 2016年までの累計で、975 億ユーロの公的支援が金融機関の救済・整理のため実施されてきた。

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。

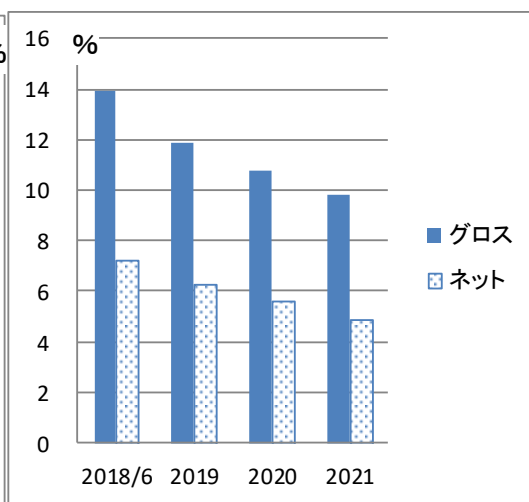
近年さまざまな対策がとられ、イタリアの銀行は不稼働資産処理を進めている。不稼働資産比率も 2015 年をピークに低下傾向にある（図表 7）。しかし、国際比較でみると、ユーロ圏のなかでは、ギリシャ、キプロス、ポルトガルに次いで高い。各種手続きが煩雑かつ時間がかかることが、不良債権処理が進まない理由の一つとされてきた。こうしたなかで、不動産担保貸出の償却手続きを透明化・迅速化するために、2018 年 1 月より、司法省へのオンライン登録が試行され、2 月には抵当不動産のオークション通告を公的なポータルを通じて行うことが義務付けられた。

図表 7：イタリアの不稼働資産

図表 8：中小銀行の不稼働資産削減計画(各年末)



(資料) Banca d'Italia データより作成



(資料) Banca d'Italia データより作成

2018 年 12 月現在の不稼働資産比率は 8.7%、うち大銀行は 8.3%、中小銀行は 11.6%と、中小銀行の悪さが際立っている。イタリアの中小銀行²は 2015 年から 2018 年の間に不稼働資産の 1/3 以上を削減した。2019 年から 2021 年の計画ではグロス不稼働資産を 44 億ユーロ削減(2018 年時点のグロス不稼働債権のほぼ 1/4)、不稼働資産比率は 2021 年までに 9.8%まで低下する計画である。削減計画では、今後 3 年間で、正常債権への変更 (2018 年時点でのグロス不良債権比 9.5%)、返済 (同 17.5%)、証券化や売却 (同 13.5%)、償却 (同 10.1%)、その他 (同 1.4%) によって不稼働資産を削減することで、

² 対象は約 50 行、中小銀行不稼働資産の 90%を占める。

今後新たに不稼働資産に加わる見込み（同 26.6%）を相殺し、結果として 2021 年末残高ベースで 20018 年比 25.4%削減するとしている。

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%、2018 年には 53%（うちバッド・ローンについては、52%→62%→65%）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。

5. 地政学や国内政治の不安定性からくる金融市場の動揺には依然として注意が必要

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」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。

図表 9：2018 年 3 月の総選挙結果（議席数）と現在の下院勢力図

	下院	上院	下院勢力図(2019/11現在)	
中道右派連合	265 (+140)	137 (+20)	中道右派	258
うち同盟	125	58	うち同盟	124
フォルツァ・イタリア	104	57	フォルツァ・イタリア	99
五つ星運動	227 (+119)	112 (+58)	五つ星運動	216
中道左派連合	122 (-223)	60 (-57)	中道左派	129
うち民主党	112	53	うち民主党	89
			イタリア・ヴィーヴァ	28
その他	16 (-36)	6 (-21)	その他	27
合計	630	315	合計	630

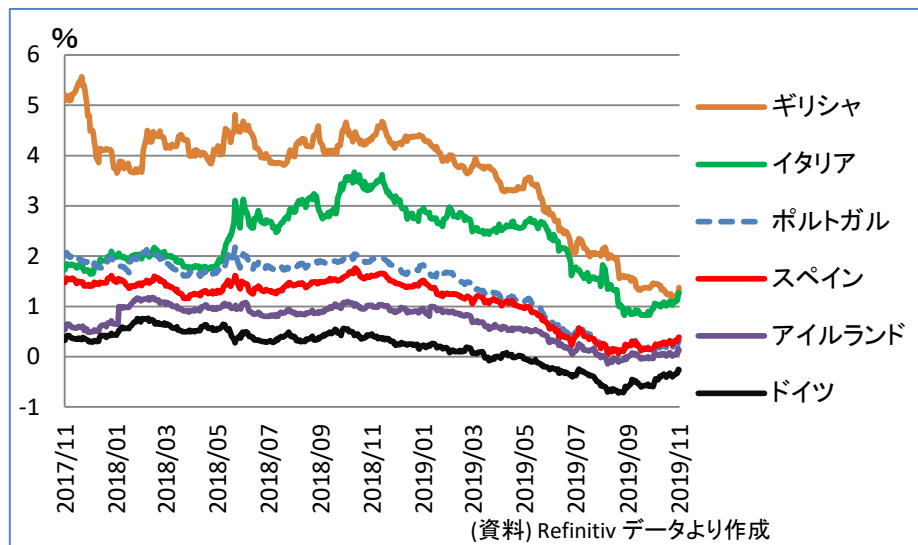
(注) () 内の数値は前回比増減

(資料) イタリア内務省

(資料) イタリア議会Webサイトより作成

2018 年 6 月に誕生した五つ星運動と同盟からなる第一次コンテ内閣は、EU のルールを無視した財政政策を打ち出して欧州委員会との対立を招いてきた。4 月には、年金受給開始年齢の引き下げ、低所得者向けのベーシック・インカム導入など、ポピュリスト的ばらまき政策が実現した。こうした状況は市場参加者の間に、財政悪化懸念を招き、夏場に向けイタリア国債が大きく売られる事態となった（図表 10）。

図表 10：各国 10 年物国債利回りの推移



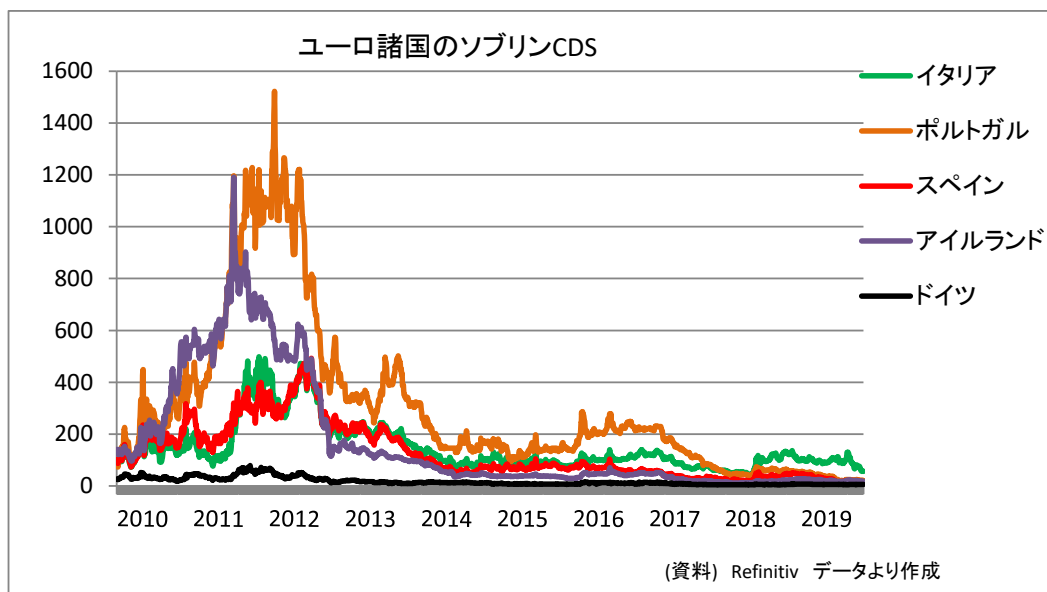
2019 年 9 月初旬には、連立から同盟を排し、親 EU の民主党を含む中道左派との連立による第 2 次コンテ内閣が発足し、2020 年の財政赤字の GDP 比を 2.2%に抑えるという目標を提示した。このため欧州委員会との衝突は避けられる見込みである。

ただし、新政権発足の後、9 月中旬、民主党の首相経験者であるマッテオ・レンツィ氏が、民主党と袂を分かち、新党「イタリア・ヴィーヴァ」を結成した。新党には、民主党下院議員 12 名、民主党上院議員 3 名に、他党から合流した議員も加わった。新政権内部では、EU に懐疑的な五つ星運動、親 EU の民主党に、親 EU だが民主党とは袂を分かち新党など、意見の対立がみられ、引き続き不安要因となっている。

6. 欧州債務危機の再燃はあるか？

2009 年後半、ギリシャの債務危機に端を発したユーロ圏の債務危機は、単一通貨ユーロの存在そのものに懸念を抱かせるものであり、当時財政に懸念を抱えていたアイルランド、ポルトガルなどに危機が波及していった。2011 年にはイタリア・スペインにも影響がおよび、両国の国債も大きく売り浴びせられる結果となった。CDS でみても、2011 年から 2012 年にかけて大きく上昇した（図表 11）。

図表 11：ユーロ圏各国のソブリン CDS（ユーロ建て、5 年）



こうした状況のなか、EU レベルでさまざまな安定化策が実行された。セーフティネットとしての欧州安定メカニズム（ESM）による金融支援システム創設、銀行同盟による金融機関監督一元化、ヨーロッパ・セメスターによる財政政策協調などの経済ガバナンス改革推進である（図表 12）。

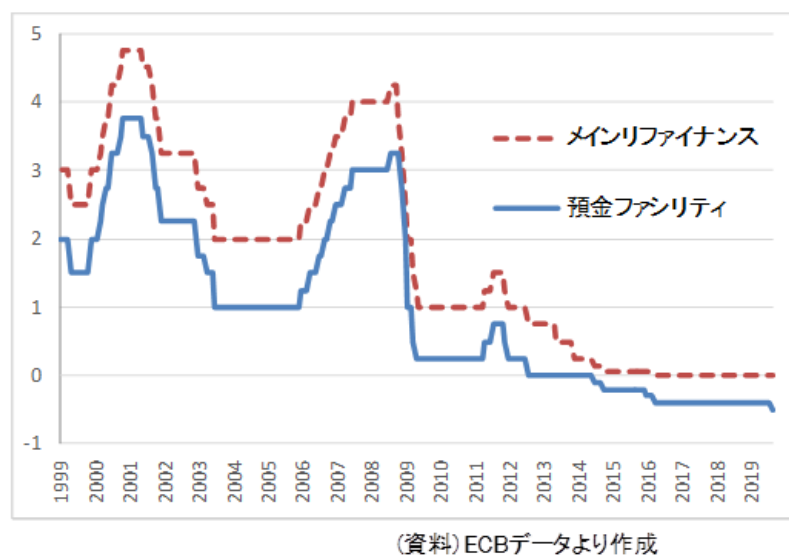
図表 12：EU のセーフティネット、危機予防策の整備状況

実現済のもの • EUレベルでの金融支援システム (ESM) 創設 • EUレベルでの金融監督の枠組みづくり⇒銀行同盟の創設 - 単一銀行監督制度 (SSM) - 単一銀行破綻処理制度 (SRM) - 預金保険制度のハーモナイゼーション (一部実現) • 経済ガバナンス改革 - ユーロピアン・セメスターによる財政面での政策協調 - 安定・成長協定の強化 - 早期警戒システム: マクロ経済不均衡是正措置 (MIP) - 新財政協定 (TSCG)
現在検討中 • 銀行同盟の完成 預金保険制度の一元化 • 資本市場同盟 • 財政同盟: 欧州共通予算の拡充、ユーロ共同債など

(資料) 各種報道より作成

また当初は動きの鈍かった EU に対し、積極的な動きを見せたのが ECB であった。積極的な金融緩和や市場への流動性供給などを次々に行った（図表 13、14）。2019 年 9 月には、ECB は、追加利下げ³、拡大債券購入プログラム（APP）の再開⁴、条件付き長期リファイナンス・オペ（TLTRO3）の条件緩和などの追加的緩和措置を発表した。

図表 13：ユーロ圏の政策金利の推移（単位：％）



³ 政策金利の下限である預金ファシリティ金利は-0.5%、メイン・リファイナンス金利 0%、限界貸出金利 0.25%となっている。

⁴ 拡大債券購入プログラム（APP：Asset purchase programme）によるネット資産購入額の月間目標は 2015/3-2016/3 600 億ユーロ、2016/4-2017/3 800 億ユーロ、2017/4-2017/12 600 億ユーロ、2018/1-2018/9 300 億ユーロ、2018/9-2018/12 150 億ユーロであった。2019 年 1 月からは満期到来分の再投資にとどめ、ネット購入は停止されていた。2019 年 11 月 1 日より 200 億ユーロの購入を再開することになった。2019 年 10 月現在同プログラムによる ECB の債券保有残高は 2.5 兆ユーロ、うち国債 2 兆 821 億ユーロ、カバードボンド 2,608 億ユーロ、社債 1,771 億ユーロ、資産担保証券 269 億ユーロとなっている。

図表 14 : ECB による積極的な（非伝統的）金融政策対応

2007年8月	米国発のサブプライム危機に世界の中銀に先駆けて、流動性支援実施
2007年12月	米国FRB, スイス国立銀行、イングランド銀行、カナダ銀行との間で臨時の資金供給に合意
2008年10月	長期リファイナンス・オペレーション（最長6カ月）開始
2008年10月	外為SWAPにより米ドルとスイスフランの流動性供給
2009年5月	長期リファイナンス・オペレーション（最長12カ月）開始。四半期毎。
2009年6月	カバードボンド買取プログラム導入（2009/7-2010/6）
2010年5月	証券市場プログラム（SMP）導入
2010年12月	イングランド銀行とSWAP協定
2011年8月	SMP再開
2011年12月	3年物長期オペ LTRO
2012年3月	3年物長期オペ LTRO第2弾
2012年9月	ECB理事会、国債買い入れプログラム（OMT）導入を発表
2014年6月	マイナス金利導入：預金ファシリティ金利マイナス0.1%
2014年9月	預金ファシリティ金利マイナス0.2%
2015年1月	拡大債券買い取りプログラム開始（APP：欧州版量的緩和）
2015年12月	預金ファシリティ金利マイナス0.3%
2016年3月	TLTRO第2弾
2019年3月	預金ファシリティ金利マイナス0.4%、TLTRO第3弾
2019年9月	預金ファシリティ金利マイナス0.5%、マイナス金利の段階的適用、APP再開、TLTRO3の条件緩和

(資料) 各種報道より作成

こうしたセーフティネットの拡充、各国の構造改革推進などにより、EU や IMF の支援を受けた各国はすでに支援から卒業している（図表 15）。支援プログラムから卒業した後も引き続き ESM によるサーベイランスを受けており、健全な財政運営が大きく崩れる懸念は小さいとみられる。これを受け、各国の格付けも上方への見直しが相次いでいる（図表 16）。

図表 15 : EU からの財政支援

	支援開始	支援終了
ギリシャ	2010年5月	2018年8月
アイルランド	2010年11月	2013年12月
ポルトガル	2011年5月	2014年5月
スペイン	2012年6月	2013年12月
キプロス	2013年3月	2016年3月

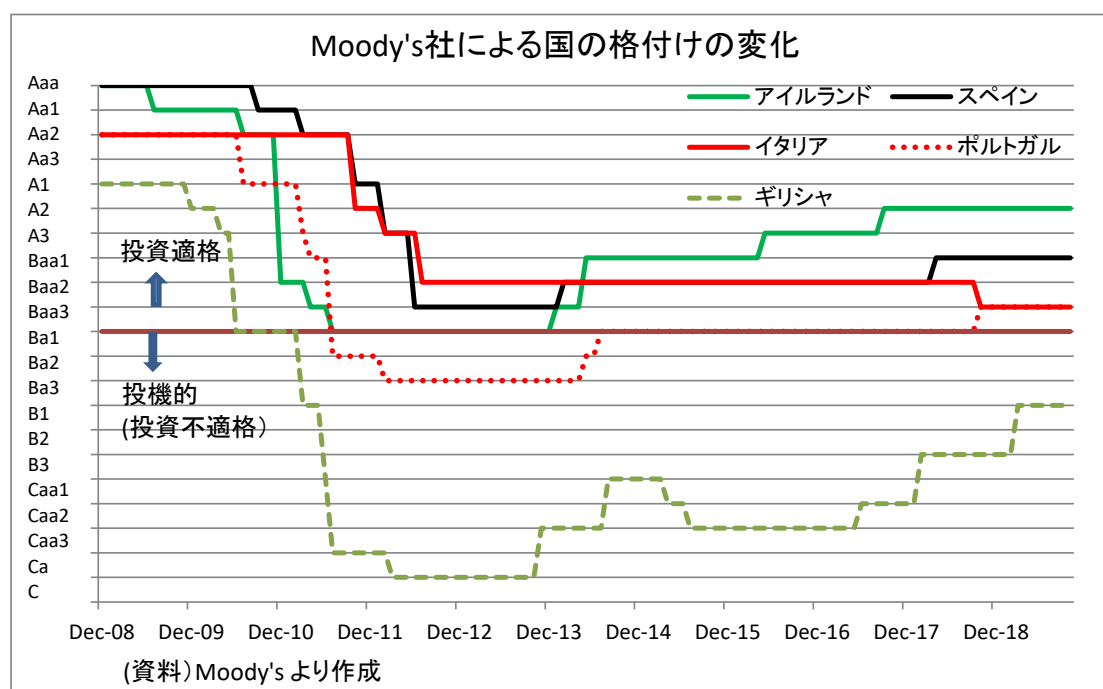
(資料) ESM資料、各種報道より作成

以上のことから、欧州周縁国全体を巻き込んだ債務危機が再燃するおそれは小さいと言ってよいとみられる。

実際、直近の各国の CDS の水準をみても、ユーロ・ソブリン危機としてメディアに大きく採り上げられた 2011 年頃と比べると大きく改善がみられる（前掲図表 11）。イタリアについても第 1 次コンテ政権の EU との対立のなかで上昇がみられたが、それでも 136BP（2018/11）と、過去のピーク（498BP、2011/11）と比較すると市場の警戒度は限定的と言ってよいであろう。第 2 次コンテ政権成立後は市場も落ち着きを取り戻し、直近では 60BP を切る水準となっている。

なお、足下ではドイツを中心とした欧州経済全体の減速、依然として不透明な英国の EU 離脱の行方など、イタリアを含め欧州全体にとっての不安要因が残ることには引き続き注意が必要であろう。

図表 16：ユーロ圏各国の格付け



【参考文献】

Bank of Italy, “Financial Stability Report 2019/I”, 2019/5

European Commission, “Alert Mechanism Report 2019”, 2018/11

European Commission, “Council Recommendation on the 2019 National Reform Programme of Italy and delivering a Council opinion on the 2019 Stability Programme of Italy”, 2019a/6

European Commission, “Summer Economic Forecast”, 2019b/7

IMF, “Italy: 2018 Article IV”, 2019/2

IMF, “Italy: Selected issues”, 2017/7

ECB Press Release 各号

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 2019 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: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代) ファックス : 03-3273-8051

e-mail: admin@iima.or.jp

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