

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

新政権下のイタリア経済

～財政・対外政策で現実路線を打ち出したメローニ政権～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

篠原 令子

reiko_shinohara@iima.or.jp

経済調査部 研究員

小宮 佳菜

kana_komiya@iima.or.jp

<要旨>

1. 2022年10月、イタリアでメローニ政権が発足した。右派連立政権であるが、メローニ首相の所信表明演説や主要閣僚の人選からは、欧州連合（EU）および北大西洋条約機構（NATO）との協調方針が示されている。また、対ロシア制裁やウクライナ支援についても継続する姿勢を強調しており、ドラギ前政権から対外政策に大きな変更はみられない。
2. メローニ首相は財政規律を維持する意向を示している。11月発表の2023年度予算案で同年の財政赤字をGDP比4.5%と見込んでおり、ドラギ前政権の中期経済財政計画における3.4%から拡大することとなる。しかしながら、企業と家計のエネルギー価格高騰対策が中心であり大幅な減税や歳出拡大は計画されておらず、現実的な内容と受け止められている。
3. 欧州中央銀行（ECB）による、新型コロナウイルス危機対応のパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の再投資は、イタリアを始めとする南欧諸国の国債利回りの上昇抑制に一定の効果をあげている模様である。TPIという新たな政策ツールが加わったことは今後の安心材料であるが、TPI発動には対象国が厳格な基準

を満たしている必要があり、イタリア等の拡張財政を牽制する狙いもあるとみられる。

4. 国債利回りや CDS は、メローニ政権の政策運営への警戒感から上昇する場面がみられたが、政策発表後は金融市場の不安は後退している。2023 年度予算案は財政赤字が拡大するとはいえエネルギー価格高騰への対策が中心であることから、格付け機関によるイタリア国債の格下げには至らない公算が高い。

＜本文＞

1. メローニ政権の発足と対外政策

(1) 9 月 25 日の総選挙結果

イタリアでは、2021 年 2 月に発足したドラギ（前・ECB 総裁）政権が EU からの復興資金を受け取るための復興計画を纏める等、高い支持率を背景に安定した政局運営を行ってきた。しかし、2022 年 7 月 14 日、物価高騰に対する支援策の法案を巡って左派「五つ星運動」が投票を棄権し、連立政権離脱を示唆した。ドラギ首相は辞意を表明したが、マッタレラ大統領に慰留され、同月 20 日に内閣信任投票が行われることとなった。投票結果は信任多数となったものの、「五つ星運動」、ベルルスコーニ元首相が率いる中道右派「フォルツァ・イタリア」、右派の「同盟」といった連立与党 3 党が棄権した。ドラギ首相は今後の政権運営が困難になると判断したことから辞表を提出し、マッタレラ大統領が上下院の解散と総選挙の実施を表明した。

9 月 25 日に実施された総選挙では、メローニ党首が率いる極右政党「イタリアの同胞 (FdI)」と「同盟」、「フォルツァ・イタリア」の右派連合が、上院で 44.02%、下院で 43.79% の得票率で勝利し、FdI が第 1 党となった。FdI は主要政党との中で唯一、ドラギ政権に加わらずに同政権を批判してきたことで、国民の既存政治に対する不満の受け皿となり、得票を伸ばした。

メローニ党首は 10 月 21 日、マッタレラ大統領から首相指名を受け、22 日に新内閣が発足した。24 人の閣僚のうち、FdI が 9 人、同盟とフォルツァ・イタリアが各々 5 人を占め、残りの 5 人はテクノクラートとなっている。副首相兼外務大臣のタヤーニ氏（フォルツァ・イタリア）は、欧州議会議長や欧州委員会委員の経歴があり、EU との調整役が期待されている。経済財務大臣のジョルジェッティ氏（同盟）はドラギ前政権で経済開発大臣を務め、同盟の穏健派とされている。副首相兼インフラ・運輸大臣は「同盟」の党首であるサルビーニ氏が就任した。過去に務めた内務大臣を希望していたが、

当時、反移民政策で強硬な措置を取った経緯を踏まえ、内務大臣のポストは与えられなかったとみられている。

第1表：右派連合の公約の主要項目

分野	概要
外交	<ul style="list-style-type: none"> ・国際同盟の尊重と地政学的文脈におけるイタリアの外交的役割の強化 ・ウクライナへの支援の継続 ・NATOへのコミットメントの尊重 ・欧州統合プロセスを完全に順守 ・安定・成長協定のルールや経済ガバナンスの見直し
インフラ、復興計画	<ul style="list-style-type: none"> ・復興計画の条件や優先順位の改定について、欧州委員会と合意すること ・デジタルインフラの強化 ・戦略的国家インフラの防衛
制度・司法・行政改革	<ul style="list-style-type: none"> ・大統領の直接選挙制度を導入 ・地方自治体の権限強化
税金	<ul style="list-style-type: none"> ・家計・企業への減税 ・フラットタックス制の延長
家族・子育て	<ul style="list-style-type: none"> ・公的支出を欧州平均まで引き上げ ・出産支援、無償保育園の提供
治安・移民	<ul style="list-style-type: none"> ・都市におけるセキュリティ強化 ・不法移民対策
健康	<ul style="list-style-type: none"> ・医療従事者の増強 ・パンデミックおよび緊急時計画の更新
経済	<ul style="list-style-type: none"> ・生活必需品の付加価値税の軽減、対象品目の拡大 ・エネルギー製品の付加価値税引き下げ ・雇用政策の強化
社会保障	<ul style="list-style-type: none"> ・年金支給額の引き上げ ・補助金の導入 ・障がい者支援
文化・観光	<ul style="list-style-type: none"> ・Made in Italyの保護と促進 ・観光部門のビジネスネットワーク拡充
エネルギー	<ul style="list-style-type: none"> ・再生可能エネルギーの拡充 ・原子力発電利用の再評価
環境	<ul style="list-style-type: none"> ・気候変動問題について国際的コミットメントの尊重 ・国家循環経済戦略計画の策定
農業	<ul style="list-style-type: none"> ・共通農業政策と国家戦略計画の推進 ・農業・食品セクターの保護
教育	<ul style="list-style-type: none"> ・研究や教員養成への投資拡大 ・雇用に繋がる専門学校の充実
青少年、スポーツ	<ul style="list-style-type: none"> ・若者の起業支援、スタートアップの創出に対するインセンティブ ・スポーツ施設への投資および強化プログラム

(注)フラットタックス制:個人事業主が前年から収益が減少した場合、65,000ユーロを上限として低率の軽減税率が適用される制度。
(資料) Fratelli d'Italia (イタリアの同胞) HPより国際通貨研究所作成

(2) 対外政策

メローニ首相は EU および NATO との協調路線を打ち出しており、ロシア制裁とウクライナ支援についても、ドラギ前政権の対外政策を継続する方向である。

メローニ首相はこれまで EU 懐疑派だったが、今回の総選挙では極端な発言は控え、親 EU を強調する発言を繰り返しており、「極右政党」のイメージ払拭に努めていると受け止められている。メローニ首相は 10 月 25 日の所信表明演説において、「EU を妨害するのではなく、より効果的にすることを望んでいる」とし、現実路線を打ち出している。外相に親欧派のタヤニー氏を起用したことも踏まえると、EU との関係を重視する姿勢を継続する見込みである。また、欧州メディアも、「EU との関係悪化は国益に反するため、協調路線を取る」、「メローニ首相は EU と対立することのデメリットを十分に理解していると思われる」との見方を示している。

ロシアによるウクライナへの軍事侵攻(以下、ウクライナ危機)への対応については、中道右派の公約では「ウクライナ支援の継続」、「NATO へのコミットメントの尊重」を挙げている。メローニ首相は、ウクライナ危機以降、西側諸国の対ロシア制裁を一貫して支持しており、10 月にはゼレンスキー大統領にウクライナへの全面的な支援を確約したと発表した。こうした中、サルビーニ副首相は、過去にロシアからの献金疑惑があり、ベルルスコーニ党首はロシアのプーチン大統領と長年の友好関係が現在も続いていると組閣直前に報じられ、新政権の対ロシア政策が注視された。これに対しメローニ首相は、「新政権は親 NATO で完全にヨーロッパの一部である」と親 NATO と EU の姿勢を改めて強調する声明を発表し、所信表明演説でも、イタリアは引き続き EU と NATO において協力的なパートナーであると強調している。

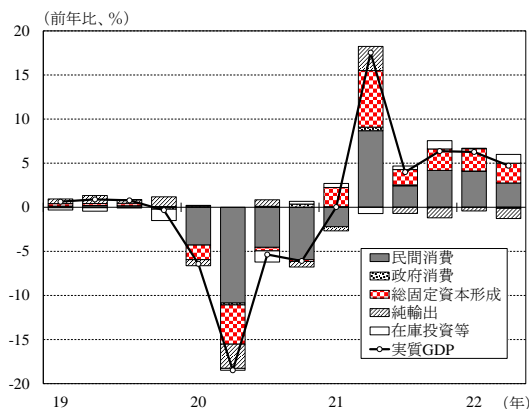
2. マクロ経済動向

(1) 景気の現状と見通し

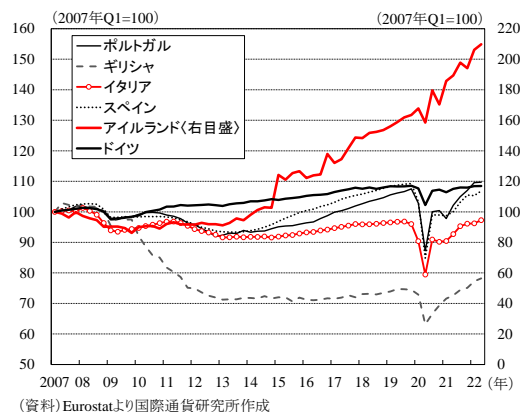
2020 年の実質 GDP 成長率は、世界的な新型コロナウイルス感染拡大に伴い、通年で前年比▲9.1%と、過去最大の落ち込みとなった(第1図)。2021 年は 4-6 月期以降、世界経済の回復や前年の大幅な落ち込みの反動により、民間消費や投資が堅調に推移し、通年の成長率は同+6.6%とプラス成長に転じた。2022 年 4-6 月期はインフレが高進する中、消費や投資が前年比プラスを維持し、成長率は同+4.6%と 6 四半期連続のプラス成長となった。財務省は、2022 年 4-6 月期の GDP が 2019 年平均を上回り、コロナ禍からの経済回復が達成されたと発表した。

ただし、欧州周縁国等の実質 GDP の水準と比較すると、2008 年のグローバル金融危機以降、イタリアは低成長が続き、足元の回復も緩やかであることから、実質 GDP の水準は低位にとどまっている（第 2 図）。

第 1 図：実質 GDP 成長率の推移

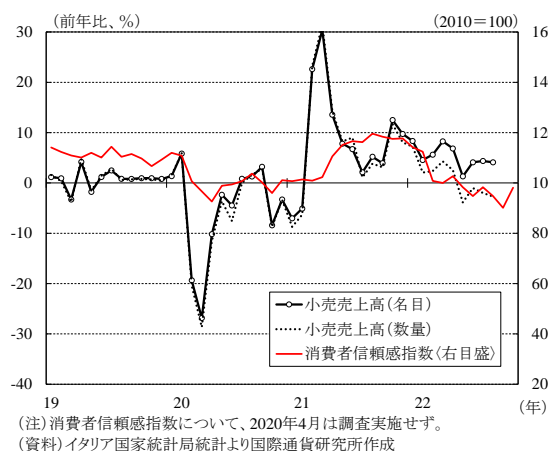


第 2 図：各国の実質 GDP 水準 (2007=100)

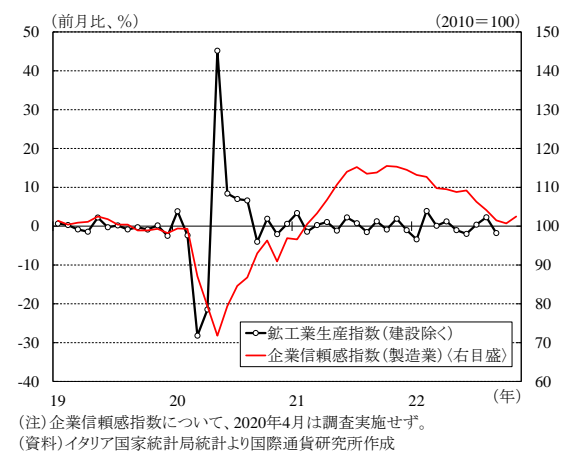


月次の経済指標をみると、直近 9 月の名目小売売上高は高インフレの影響もあり、前年比+4.1%と前月（同+4.4%）と同水準を維持したものの、数量ベースでは同▲2.7%と前月（同▲2.0%）からマイナス幅が拡大した（第 3 図）。消費者信頼感指数はウクライナ危機に伴うインフレの加速により悪化が続いていたものの、直近 11 月は 98.1 と半年ぶりに前月（90.1）から改善した。生産面では、直近 9 月の鉱工業生産指数（建設除く）が前月比▲1.8%と、前月（同+2.3%）からマイナスに転じた。一方、7 月以降悪化が続いていた企業信頼感指数（製造業）は直近 11 月、小幅ながら前月から改善した（第 4 図）。直近のデータでは、消費者・企業マインドについてやや改善がみられるものの、高インフレの影響は残っており、今後の消費・生産活動の動向を注視する必要がある。

第3図：小売売上高と消費者マインド

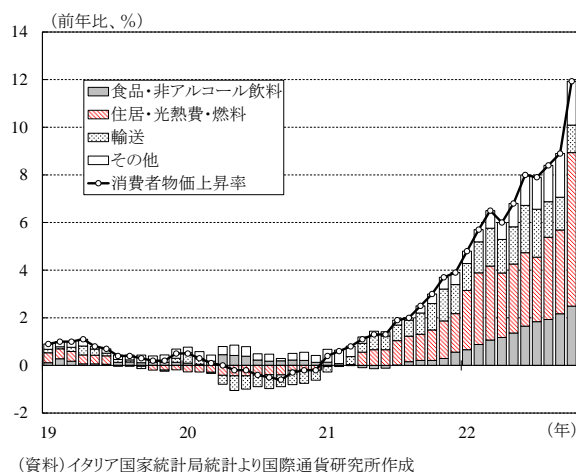


第4図：鉱工業生産指数と企業マインド



イタリアの消費者物価上昇率は、2021年以降、世界的な景気回復や資源価格の高騰に伴い上昇傾向が続き、2021年通年では前年比+1.9%となった。ウクライナ危機以降は、エネルギー価格の急上昇を受け、住居・光熱費・燃料を中心に伸びが加速し、直近10月は同+11.9%と、前月(同+8.9%)から大きく上昇した(第5図)。

第5図：消費者物価上昇率



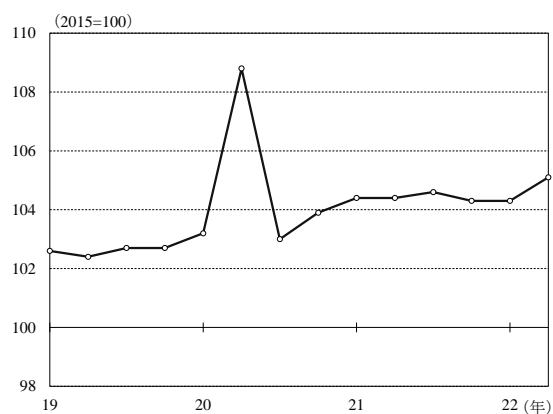
雇用環境については、直近9月の失業率は7.9%と、コロナ禍前の2019年平均(9.9%)を大きく下回った(第6図)。また、1人当たり労働時間は2020年4-6月期に急減した後、上昇が続き、足元ではコロナ禍前の水準を回復した。一方、賃金は上昇傾向がみられるものの、物価上昇ペースと比べて緩やかになっており(第7図)、エネルギー価格を中心としたインフレの高進が家計消費の重石となる懸念があり、注視が必要である。

第6図：失業率



(資料)イタリア国家統計局統計より国際通貨研究所作成

第7図：フルタイム労働者の賃金



(資料)イタリア国家統計局統計より国際通貨研究所作成

主要機関とイタリア当局による経済見通しをみると、2022年の実質GDP成長率を3%台と見込んでいる(第2表)。2023年については、国際通貨基金(IMF)は▲0.2%とマイナス成長を予想しているが、他は0.3%程度に留まると見込む機関が多い。直近に発表された欧州委員会の経済見通しでは、エネルギー価格高騰の影響を主因として、ユーロ圏とEUの2023年の実質GDP成長率はいずれも0.3%と見込まれており、ドイツは▲0.6%、フランスは0.4%と、域内全体や主要国と比較してイタリアが特段低い成長率予測という訳ではない。なお、イタリア中銀はリスクシナリオとして、2022年第4四半期以降、ロシアからの天然ガス供給が遮断される場合、2023年の実質GDP成長率は▲2%近くまで落ち込むと予測している。

第2表：主要機関とイタリア政府および中銀の経済見通し

発表月	機関名	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)		
		2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
9月	経済協力開発機構(OECD)	3.4	0.4	-	7.8	4.7	-
9月	前ドラギ政権の中期経済財政計画	3.3	0.6	1.8	6.6	4.5	2.3
10月	国際通貨基金(IMF)	3.2	▲0.2	1.3	8.7	5.2	1.7
10月	イタリア中央銀行	3.3	0.3	1.4	8.5	6.5	2.3
10月	メローニ政権の中期経済財政計画	3.7	0.3	1.8	7.0	5.9	2.3
11月	欧州委員会	3.8	0.3	1.1	8.7	6.6	2.3

(資料)各機関資料より国際通貨研究所作成

(2) 天然ガス価格高騰への対策

イタリア政府は2021年9月以降、エネルギー価格高騰に対する措置を実施してきたが、ウクライナ危機以降はロシアによる天然ガス供給の断絶リスクが高まったことから、

エネルギー供給確保も喫緊の課題となり、様々な対策を実施している。

イタリアの電源構成の約半分を天然ガスが占めており、他の欧州諸国と比較しても高い割合となっており（第3表）、天然ガスのロシアへの依存度もドイツと並んで高い（第4表）。なお、原子力発電所は1990年に稼働を停止している。エネルギーの脱ロシア依存を進めるための代替の供給確保策として、アルジェリアやアンゴラ、コンゴ、アゼルバイジャンからの天然ガス輸入の増加や国内ガス田の生産能力増強、LNG基地の増設等を実施し、調達先の多様化を進めている。イタリア石油・ガス大手Eniによれば、10月時点でイタリアの天然ガスのロシア依存度は10%と、ウクライナ危機前の40%から大幅に低下している¹。

第3表：欧州各国の電源構成（2020年）

	石炭	石油	天然ガス	原子力	太陽光	風力	水力	バイオ燃料等
オーストリア	3.2	1.0	13.7	-	2.8	9.4	62.5	7.4
ベルギー	2.1	0.1	29.8	38.7	5.6	14.5	1.5	7.7
デンマーク	10.7	0.9	4.1	-	4.1	56.9	0.1	23.3
フィンランド	8.0	0.4	5.4	33.8	0.4	11.5	23.0	17.6
フランス	1.0	1.0	6.6	66.5	2.6	7.6	12.5	2.3
ドイツ	25.5	0.8	17.1	11.1	8.7	22.5	4.3	10.1
ギリシャ	12.9	9.9	39.0	-	9.4	20.1	7.4	1.2
オランダ	8.2	1.1	59.1	3.3	6.5	12.5	0.04	9.1
アイルランド	5.0	1.2	50.3	-	0.2	35.8	3.8	3.7
イタリア	4.6	3.5	48.9	-	8.9	6.6	17.3	10.2
ポルトガル	4.4	2.2	33.5	-	3.1	22.8	26.0	7.9
スペイン	2.3	4.2	26.5	22.2	5.9	21.5	12.9	4.5
スウェーデン	1.1	0.2	0.1	30.1	0.6	16.9	44.2	6.8
英国	2.0	0.3	36.5	16.1	4.1	24.2	2.5	14.4
チェコ	40.1	0.1	8.4	36.9	2.7	0.9	4.2	6.7
ハンガリー	11.0	0.1	26.0	46.0	7.0	1.9	0.7	7.3
トルコ	34.8	0.1	22.7	-	3.7	8.1	25.6	5.0
ポーランド	69.3	1.2	10.6	-	1.3	10.0	1.9	5.8

（資料）IEA, "Electricity Information"より国際通貨研究所作成

¹ <https://www.reuters.com/business/energy/gazprom-says-it-will-resume-gas-exports-italy-via-austria-2022-10-05/>

第 4 表：主要先進国のエネルギー自給率とロシア依存度（2020 年）

(単位: %)	一次エネルギー自給率	国内消費量に対するロシアからの輸入の割合		
		石炭	石油	天然ガス
ドイツ	35	20.9	37.2	45.7
フランス	55	24.5	16.7	20.0
イタリア	25	52.7	18.7	40.9
英国	75	20.9	16.9	3.0
日本	11	13.7	3.5	8.2
米国	106	0.1	4.1	0.0

(資料) IEA, "Reliance on Russian Fossil Fuels in OECD and EU Countries",
経済産業省資料より国際通貨研究所作成

エネルギー価格高騰に対しては、ウクライナ危機前から天然ガス価格が上昇していたことから、政府は 2021 年 9 月以降、数々の企業と家計向け支援策を実施してきた。具体的には、エネルギー集約型企业向けの税控除、ガソリン価格の軽減や中低所得者への一時金支給等、多くの措置を実施している。イタリア政府によれば、エネルギー高騰対策の規模は、2021 年は 55 億ユーロ（GDP 比 0.3%）だったが、2022 年 9 月までで 576 億ユーロ（同 3.0%）となっており、このうち、エネルギー価格の上昇に対して脆弱な企業や家計を対象とした臨時の対策が 46%を占めている。

3. 財政動向と「復興基金」

(1) 財政収支と 2023 年度予算案

イタリアの 2022 年の財政赤字は、同年度予算における目標は GDP 比（以下、同）5.6%だったが、インフレの影響による税収増加等を受けて 5.1%に上振れて着地すると政府は見込んでいる。

総選挙前にメローニ首相は、勝利しても財政規律を維持する意向を示しており、所信表明演説では、「家庭や企業を支援するための国家的な施策を、電気代と燃料代の両面で維持・強化する必要がある。これは、利用可能な財源の大半を使い、次の予算で着手したかった他の施策を延期せざるを得ない、厳しい財政的負担となる」と公約の一部を先送りする考えを示した。

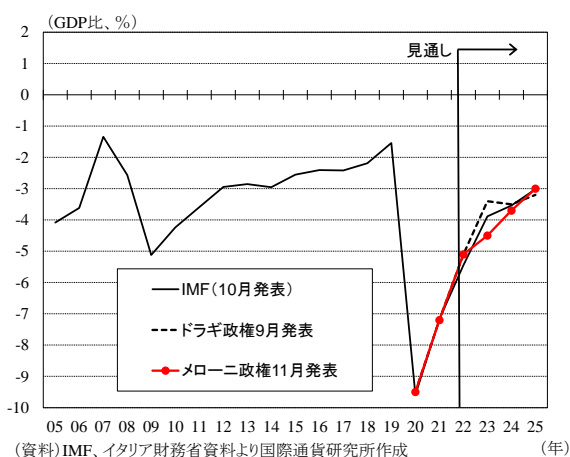
メローニ政権は 11 月 22 日、2023 年度予算案を閣議決定し、欧州委員会へ提出した。2023 年の財政赤字は 4.5%を見込んでおり、ドラギ前政権が 9 月末に更新した中期経済財政計画（2023～25 年）における 3.4%から拡大することとなる（第 8 図）。

内容をみると、追加支出と減税で総額 350 億ユーロのうち、最も重点を置くのは企業と家計のエネルギー高騰対策（低所得者に対するエネルギー料金支払い軽減や、エネル

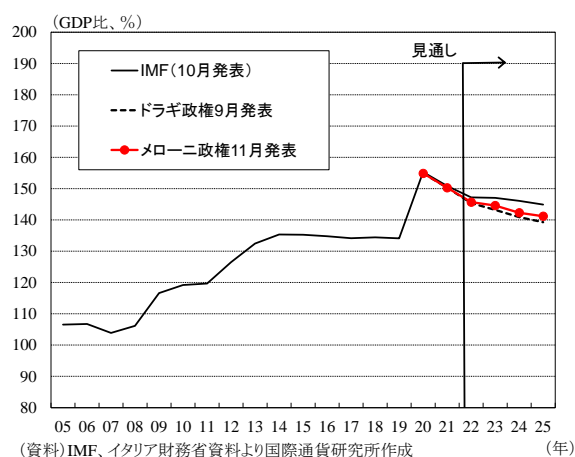
ギー集約型企業の税控除引き上げ等)で210億ユーロを充てる予定とされている。その他は、低所得者向け支援策や自営業者に対するフラット・タックスの上限拡大、年金の支給開始年齢の条件付き引き下げ等であり、財源としてはエネルギー企業の超過利潤への課税や、最低所得保障の廃止等となっている。公約に盛り込まれたフラット・タックス(一律課税)の導入拡大や年金支給額の引き上げは、部分的に盛り込まれた形である。また、足元の金利上昇を踏まえ、ドラギ前政権が9月末に更新した計画から利払い費の増加を見込んでいるが、名目GDPも上方修正していることから、今後3年間の利払い費はGDP比4%近辺の推移を見込んでいる。

このようにメローニ政権の予算案は赤字拡大を見込むとはいえ、エネルギー価格高騰対策が中心であり、大幅な減税や歳出拡大は計画されておらず、現実的な内容と受け止められている。イタリアで総選挙が行われた時期に、英国ではトラス前政権が財源の裏付けのない大幅減税策を発表し、その結果、金融市場の信認を失って歴史的な債券安を招き、政治的混乱から就任わずか1ヵ月半で辞任に追い込まれた。イタリアの政策運営はEUとECBの元で監視・管理されているとはいえ、こうした英国の事例は多少なりともメローニ政権の財政運営に影響を与え、現実的な対応につながったと推察される。

第8図：財政収支



第9図：政府債務残高



(2) EUからの復興基金の受領

EUの「次世代EU」の復興基金におけるイタリアの受領額は、総額1,915億ユーロ(うち補助金689億ユーロ、融資1,226億ユーロ)とEU加盟国の中で最大規模である。既

にイタリアは、復興計画における改革目標²の達成によって欧州委員会から資金の一部を受け取っており、2022年4月に1回目（210億ユーロ）、11月には2回目（210億ユーロ）の資金を受領した。さらに2022年末までに目標を達成すれば、190億ユーロの受領が予定されている。

右派連合の公約では、「状況、ニーズ、優先順位の変化に応じて復興計画を改訂するために、欧州委員会と合意すること」を掲げており、計画の変更を巡って欧州委員会と対立することが懸念された。しかし、メローニ首相は所信表明演説で、「商品価格の上昇とエネルギー危機を考慮して、支出の最適化に必要な調整について欧州委員会と合意する」と述べ、計画を実施することの重要性にも言及している。変更が可能か否かについて、EUの規則³では、復興計画の修正は客観的な状況のみ考慮されるとき、欧州委員会の審査と理事会による採択が必要である。これらを踏まえると、メローニ政権は復興計画の大幅な変更は想定しておらず、資金受領に影響が出ない範囲の修正に留める公算が高い。

4. 金融市場の動向と格付機関の格付

(1) ECBの「分断化」対策：「伝達保護手段（TPI）」の導入

ECBは2022年3月末でPEPPを終了したが、6月からはPEPPで購入した国債の償還金を再投資している。ECBの6～7月の国債購入額をみると、ドイツやオランダの国債を売却し、イタリアやスペインなど南欧諸国の国債を購入しており、こうした再投資はイタリア国債利回りの上昇抑制に一定の効果を果たしたとみられている。

さらにECBは7月の理事会において、「市場の分断化」対策として「伝達保護手段（Transmission Protection Instrument：TPI）」の導入を決定した。「市場の分断化」とは、域内の利回り格差が拡大すると、金融政策の効果を妨げることである。ECBは、不当で無秩序な市場の変動により域内の金利差が拡大した場合、残存期間1～10年の国債等を買入れるが、発動に際しては対象国が4つの厳格な基準：①EUの財政規律の遵守、②深刻なマクロ経済の不均衡が存在しないこと、③財政の持続可能性、④健全で持続可

² EU各国は投資・改革案を盛り込んだ復興計画を作成。期限毎に規定した定性的・定量的目標を達成し、欧州委員会が審査して資金が配分される。

³ Regulation (EU) 2021/241 of the European Parliament and of the Council of 12 February 2021 establishing the Recovery and Resilience Facility (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32021R0241>)

能なマクロ経済政策、を満たす必要がある⁴。

理事会後の記者会見では、イタリアを想定した政策手段と受け止められ質問が相次いだ。ラガルド総裁は全てのユーロ圏諸国が TPI の対象となり得る、と回答している。イタリアは現在、TPI の基準を満たしているが、仮に拡張的な財政政策により基準を逸脱した場合には発動されない。TPI という新たな政策ツールが加わったことは今後の安心材料であるが、実際の TPI の効果とともに、イタリア等の拡張財政を牽制する狙いもあるとみられる。

(2) イタリアの長期金利と CDS の動向

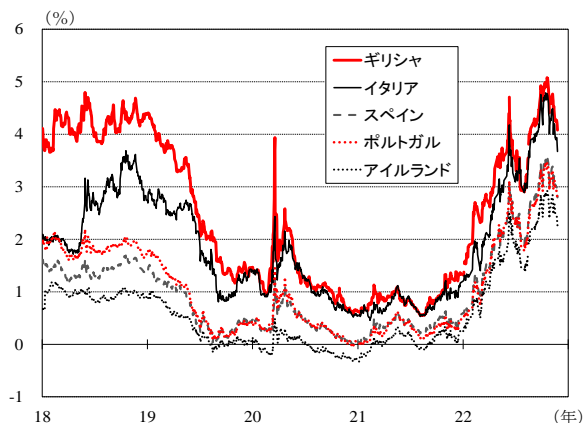
イタリアの長期金利と CDS は、総選挙後は新政権の政策運営への警戒感から上昇する場面がみられたが、メローニ政権の政策発表後は市場の不安が後退している。

10年物国債利回りは、9月25日の総選挙後に4.7%へ急上昇したが、10月25日の所信表明演説後は4.3%へ低下しており、欧州債務危機時（2011年11月：6.8%）に比べても低い水準となっている（第10、11図）。なお、11月半ば以降はECBの大幅利上げ観測が後退したことを受けて、ドイツや他の欧州周縁国の国債利回りも低下している。また、ドイツ国債との利回り格差は総選挙後に2.5%に拡大したが、所信表明後は2.0%とドラギ前首相辞任直前の水準に縮小し、11月21日の2023年度予算案発表後は1.8%に縮小している（第12図）。

CDS（5年物）は、ドラギ首相の退任および極右政権発足への懸念が高まる中、10月7日に179bpまで上昇した。しかし、同月25日のメローニ首相の所信表明演説を受けて、新政権の政策運営への警戒感が後退したことから155bpへ低下し、足元ではドラギ前首相の辞任前の水準となっている。欧州債務危機時（月次ピーク：2012年5月562bp）に比べれば、はるかに低い（第13、14図）。

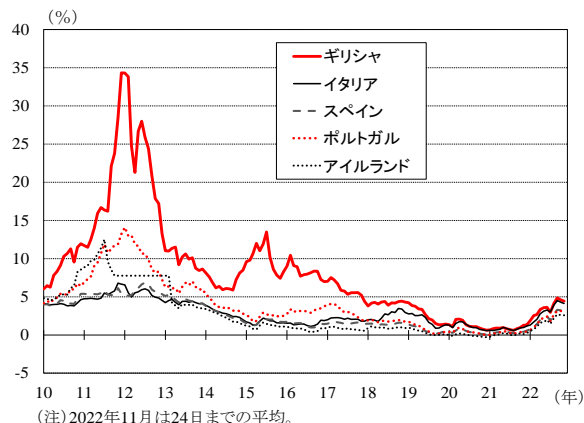
⁴ ①EUの財政規律の遵守：過剰赤字手続き（EDP）の対象になっていない、または欧州理事会の勧告違反の状況にはないこと、②深刻なマクロ経済の不均衡が存在しないこと：過剰不均衡手続き（EIP）の対象になっていない、または欧州理事会の勧告違反の状況にはないこと、③財政の持続可能性：欧州委員会、欧州安定メカニズム（ESM）、国際通貨基金（IMF）等による債務の持続可能性に関する分析をECBの内部分析とともに考慮する、④健全で持続可能なマクロ経済政策：復興・強靱化ファシリテーター（RRF）の利用計画の履行と、国別監視サイクル「ヨーロッパ・セメスター」の国別勧告の遵守。

第 10 図：欧州周縁国の 10 年物国債利回り
(日次)



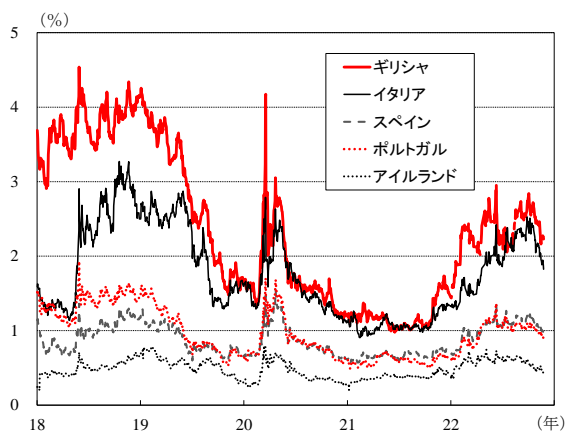
(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

第 11 図：欧州周縁国の 10 年物国債利回り
(月次)



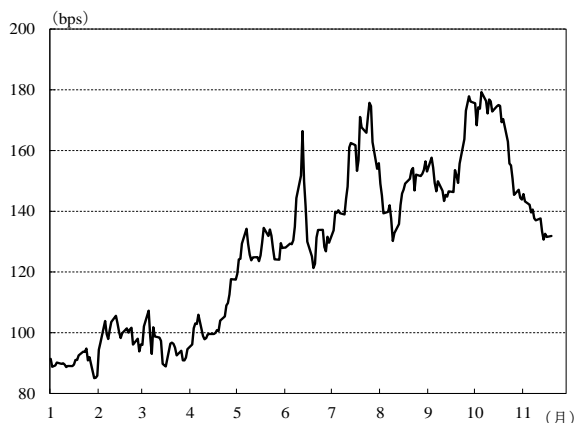
(注)2022年11月は24日までの平均。
(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

第 12 図：欧州周縁国とドイツの国債利回り格差



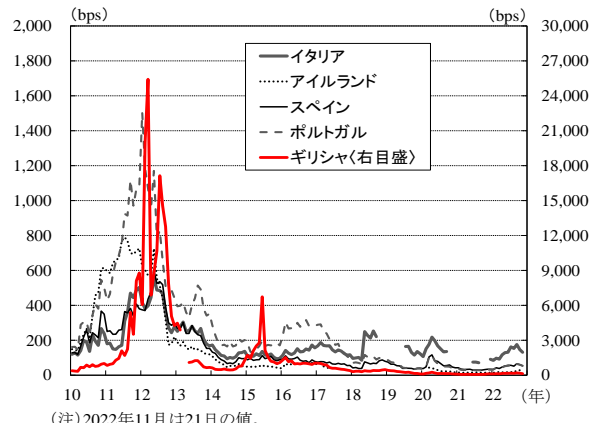
(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

第 13 図：イタリアの CDS (5 年物) (2022 年)



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

第 14 図：欧州周縁国の CDS (5 年物) (月次)



(注)2022年11月は21日の値。
(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

(3) 格付け機関による格付け

欧州債務危機下の2012年、S&Pとムーディーズがイタリアの格付けを引き下げたのは、資金調達コストの上昇によるイタリアの経済見通しと財政状況の悪化に対する懸念が主な理由である（第5表）。

第5表：2012年のS&Pとムーディーズによるイタリア格下げ理由

機関名	時期	格付け	格下げ理由
S&P	2012年1月	A⇒BBB+ (ネガティブ)	<ul style="list-style-type: none"> ・欧州における政治・財政・金融面の問題により、イタリア政府や企業の対外借入リスクが高まっている。 ・資金調達コストは今後も高止まりが続くとみられ、イタリアの経済成長や財政状況に悪影響を与える可能性が高い。 ・政府の改革案は、労働市場の規制緩和によるイタリア企業の競争力向上に逆行しており、成長率の低迷と公的債務拡大に繋がる懸念がある。
Moody's	2012年7月	A3⇒Baa2 (ネガティブ)	<ul style="list-style-type: none"> ・ギリシャのユーロ圏離脱やスペインの追加支援要請など欧州における政治リスクの高まりにより、市場では信用不安が広がっている。イタリアは財政状況が厳しく、大規模な資金調達が必要な中、資金調達コストが上昇し、流動性リスクが高まっている。 ・成長率の落ち込みや失業率の上昇がみられ、短期的にイタリア経済は悪化が見込まれる。財政改革目標が達成されないリスクがあり、さらなる信用不安の高まりや資金調達難が懸念される。

(資料) S&P、Moody's資料より国際通貨研究所作成

S&Pは2022年7月、イタリアの格付けBBBの見通しをPositiveからStableへ変更した。国内外の要因による経済・財政へのリスク上昇が理由としている。11月14日には、メローニ政権が改訂した中期財政計画は現実的、と評価し、2023年度予算案を見極める予定としている。また、ムーディーズは8月、イタリアでは政治動向により構造改革の実施が妨げられるリスクが高まっているとして、Baa3の見通しをStableからNegativeへ変更し、10月には、新政権が財政赤字を大きく拡大させる政策などを取った場合はイタリア国債を格下げする、とコメントしている⁵。

このように、格付け機関はメローニ政権の財政政策を最も注視している。2023年度予算案の内容を踏まえた評価はこれまでのところ発表されていないが、予算案は財政赤字が拡大するとはいえエネルギー価格高騰への対策が中心であり、中期的な財政規律も維持する姿勢であることから、格下げには至らない公算が高い。

5. おわりに

メローニ政権は、対外政策はドラギ前政権の基本姿勢を継承し、2023年度予算案も財政不安を招く内容ではなかったことから、新政権の政策運営への不安は後退している。今後、政策を巡って連立政権内の足並みの乱れが生じる虞はあるものの、イタリアにと

⁵ https://www.ansa.it/english/news/business/2022/10/05/italy-rating-cut-possible-without-reforms-moodys_b7071017-c6e3-4f5b-ace1-c7650a52b472.html

って当面の最優先課題はエネルギー価格高騰への対応と国内外の信認を失わない財政政策であり、メローニ首相の手腕が問われよう。

(本稿は 2022 年 11 月 29 日までの情報に基づき作成)

以 上

<主な参考資料>

伊藤さゆり [2022]、「ECB の新枠組みだけではユーロ圏の分断化は防げない」『Weekly エコノミスト・レター』、ニッセイ基礎研究所、2022 年 8 月 8 日 (<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=71986?site=nli>)

日本貿易振興機構 (JETRO) [2022]、「エネルギー価格高騰に再エネ推進と供給元多角化で挑む政府 (イタリア)」『地域・分析レポート 特集：エネルギー安全保障の強化に挑む欧州』、2022 年 9 月 28 日 (<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/special/2022/0802/784acf00e3660bed.html>)

Bank of Italy [2022], “Economic Bulletin No. 4 - 2022”, October 21, 2022

Giovanni Orsina [2022], “Meloni unlikely to pick a fight with Brussels”, POLITICO, October 6, 2022 (<https://www.politico.eu/article/meloni-unlikely-to-pick-a-fight-with-brussels/>)

Sgaravatti, G., S. Tagliapietra, G. Zachmann [2021], “National policies to shield consumers from rising energy prices”, Bruegel Datasets, first published 4 November 2021 (<https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>)

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、すべてお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 2022 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

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

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

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