

イタリア財政状況のリスクの所在

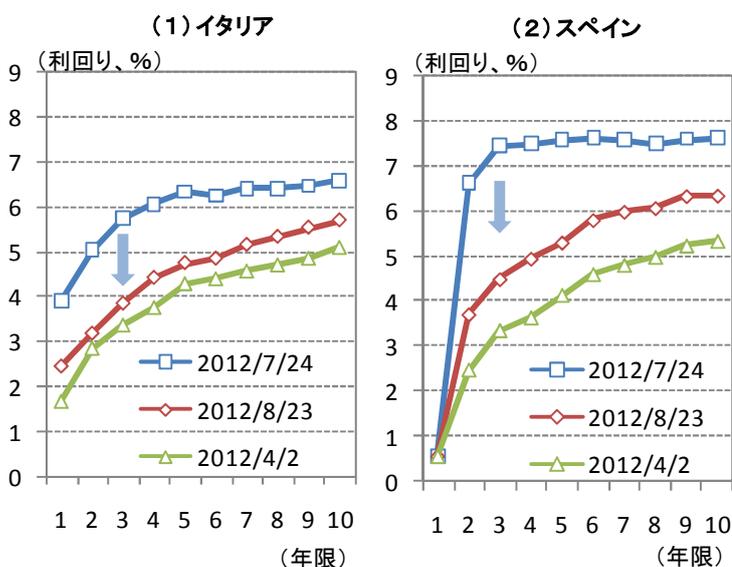
<要旨>

欧州経済は欧州中銀などを通じた国債買い入れ期待等を背景とし一旦落ち着きがみられるものの、実体経済は着実に悪化している。しかもイタリアでは欧州債務問題による市場の混乱以降、短期債の発行を増やしてきたこともあり、今年末にかけて多額の償還を控えている。イタリア政府はプライマリー収支の黒字を維持することにより、財政継続性を保つ計画を描くものの、足元の成長率低下により計画の実現は容易ではない。仮にイタリアの経済金融情勢が深刻化すれば中核国・中東欧新興国を問わず大きな悪影響が及び連鎖する恐れが強いため、今後の欧州情勢の分岐点としてイタリアの財政収支の動向や財政赤字削減への取組みの成否が注目される。

1. 悪化が続く欧州経済の現状

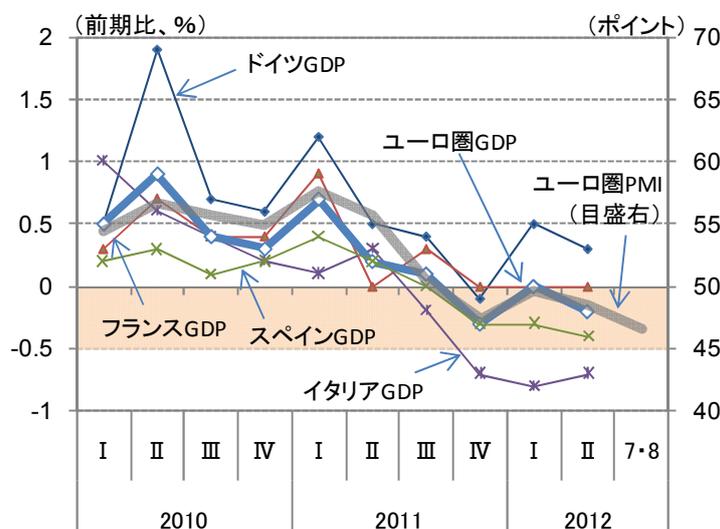
欧州金融情勢は、8月にECB(欧州中央銀行)が定例会合後に新たな国債買い入れスキームの検討を示したことや、米国経済の景気拡大への期待感から一旦落ち着きをみせており、イタリア・スペインの周縁国の国債利回りは短中期ゾーンを中心に低下している(図表1)。しかし、実体経済は2012年4-6月期のユーロ圏実質GDP成長率が前期比0.2%減となった(図表2)。また、実質GDP成長率と相関の高いPMI指数をみると、7、8月の平均は4-6月期平均を下回っている。これはユーロ圏GDP成長率のマイナス幅が7-9月期に更に拡大していることを示唆しており、こうした材料からユーロ圏の実体経済は着実に悪化していると言える。

図表1 周縁国の年別別国債利回り



(資料) Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

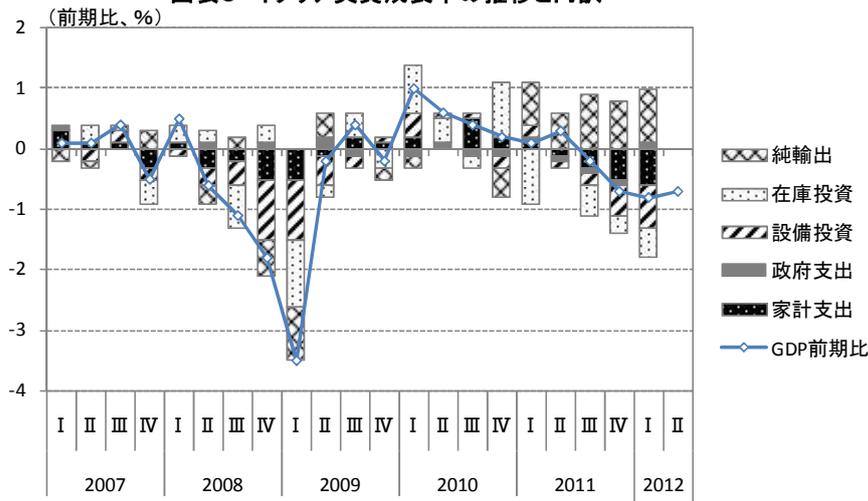
図表2 ユーロ圏実質成長率と先行指標



(注) 直近のユーロ圏PMIは7、8月の平均値
(資料) Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

とくにイタリアでは4-6月期のGDP成長率が前期比0.7%減と景気後退の深度が著しい。2011年9月に付加価値税(VAT)が1%引き上げられ21%になった影響などから内需を中心に低迷し4四半期連続のマイナス成長となっている(図表3)。今後も、年金等の社会保障改革に伴う可処分所得の低下や国際競争力強化のため労働コストの抑制などが想定され、低迷は長期にわたるとみられる。こうしたなかイタリア政府は2011年以降債務削減策や成長力強化の対策をとりまとめはいるものの、成長率低下による税収の下振れも十分に考えられることに注意が必要である。以下ではイタリア財政の今後の着目点について考察する。

図表3 イタリア実質成長率の推移と内訳

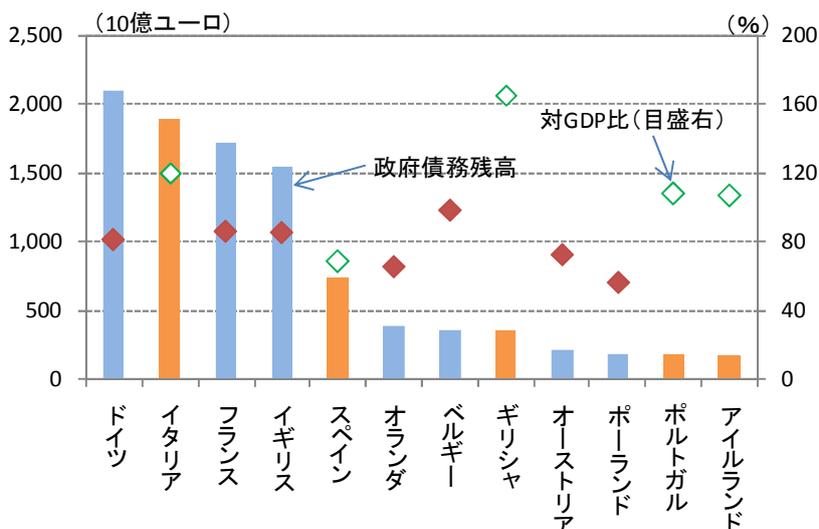


(資料)イタリア国家統計局より三井住友信託銀行調査部作成

2. イタリア財政の特徴とこれまでの変化

イタリア政府債務の特徴として、真っ先にその大きさが挙げられる。債務の絶対額では2011月末時点で1兆8,970億ユーロとドイツに次いでユーロ圏では2番目に大きく、対GDP比で120%という水準は、ギリシャに次いで2番目に高い(図表4)。

図表4 ユーロ圏各国の政府債務残高

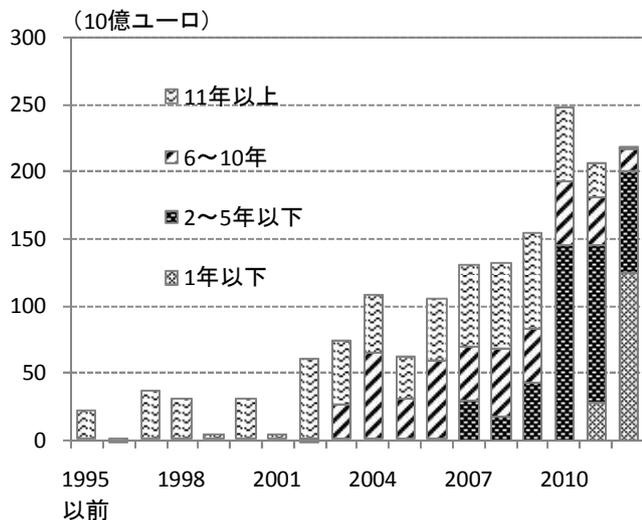


(注) マーカー白抜き等色違いはイタリアおよび被支援国

(資料) Eurostatより三井住友信託銀行調査部作成

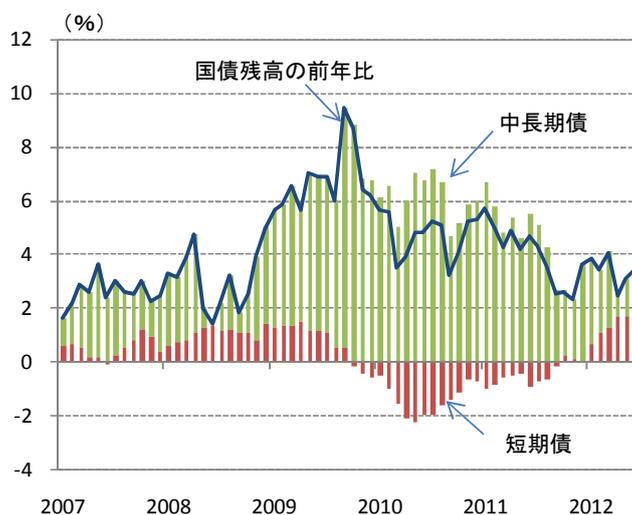
また、欧州債務問題の顕在化以来、国債発行額に占める短期債の割合が明らかに上昇している。現在市場で流通する国債からみれば、2010年以降発行された半分以上が5年以下の国債であり、2012年に至っては1年以下が半分以上を占めたことがわかる。この傾向は過去の国債残高純増に対する短期債依存度からも確認することができる(図表5,6)。

図表5 イタリア国債(流通ベース)の発行年月別構造



(資料) Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

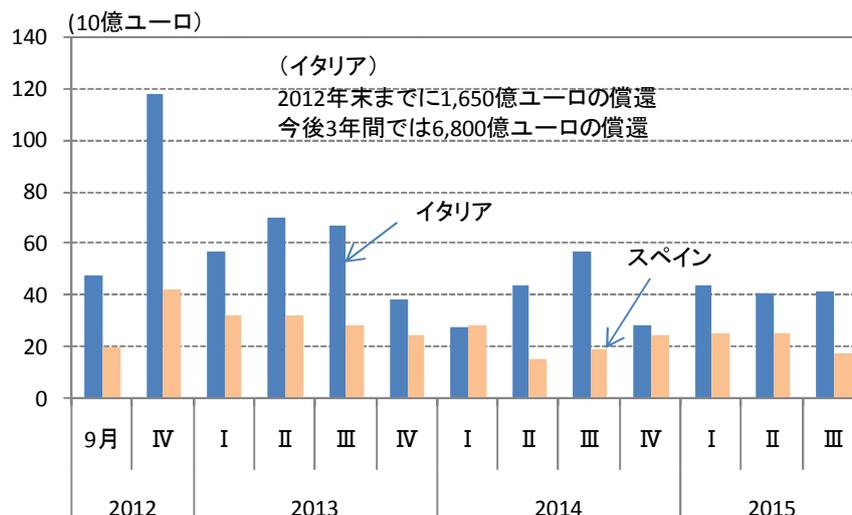
図表6 国債残高の純増に占める短期債の寄与



(資料) イタリア中央銀行より三井住友信託銀行調査部作成

欧州債務問題の拡大によって、財政に対する目が厳しさを増す中では、長期の資金調達が難しくなり、金利も上昇するため、必然的に短期調達の割合を高めざるを得なかったと見られる。この結果、国債全体の借入平均コストが市中金利に連動しやすくなる他、国債の償還頻度が増すことになった。実際、2012年末までに国債発行残高の1割弱にあたる1,650億ユーロの償還を控えており、現在のような市場が不安定な環境下で多額のファイナンスを余儀なくされることは、金融市場の不安を招きやすい要因となっている(図表7)。

図表7 今後の国債償還予定



(資料) Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

欧州では財政不安に対するセーフティーネットとして EFSF(欧州安定基金)や ESM(欧州安定メカニズム)などの救済基金が整備されてきたが、仮にイタリア政府の財政ファイナンスが危機的な状況へ追い込まれ、スペインに続き支援が必要となったとしても、包括的な支援を要請することは不可能であろう。現在救済基金から包括的な支援を受けるアイルランド、ギリシャ、ポルトガルでは、救済申請以降3年程度の必要資金額を支援するプログラムが組まれた。しかしイタリアでは前頁図表7でみたように2015年7-9月期までの既存国債の償還額は6,800億ユーロに達し、EFSFの実質的残枠1,480億ユーロを優に上回るほか、9月以降に発足が見込まれる ESM が機能し最大5,000億ユーロの枠が確保されても十分ではない(図表8)。また、より厳密にみれば ESM の融資可能枠は、2014年にかけて5回に分けて出資される払込資本に応じて段階的に5,000億ユーロまで拡大するためにすぐに5,000億ユーロの融資ができるわけではないことや、被支援国(ここではイタリアを想定)は基金への出資・保証を免除され、その分の融資枠が削減されることなどを考慮すれば、さらに不十分と言える。

図表8 既存のユーロ救済基金

(億ユーロ)

		EFSF (欧州安定基金)	ESM (欧州安定メカニズム)		
			2012年10月	2013年中	2014年半ば
融資枠		4,400	2,100	4,200	5,000
既使用枠	アイルランド	177			
	ポルトガル	260			
	ギリシャ(1次)	355			
	ギリシャ(2次)	1,091			
	計	1,883			
キャッシュバッファー		37			
残枠 (スペイン)		2,480			
		1,000			
融資可能枠		1,480	3,580	(7月まで) 5,000	(7月以降) 4,200

EFSFとESMのユーロ融資
可能合計額は5,000億
ユーロまで

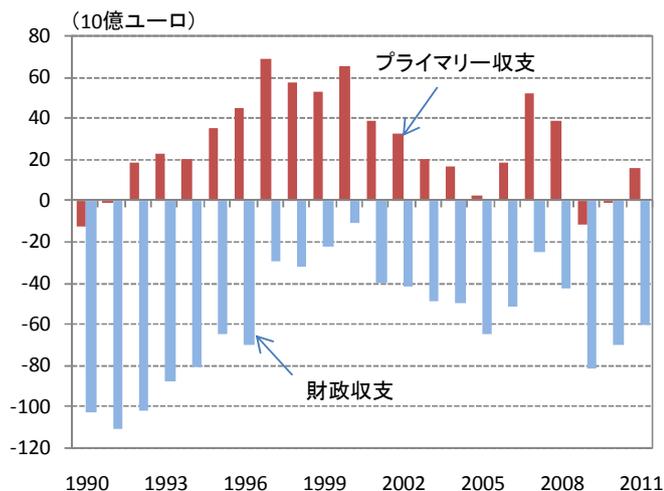
2013年7月からはEFSFは
新規融資を行わず

(資料)EFSFホームページより三井住友信託銀行調査部作成

3. 債務残高削減の条件

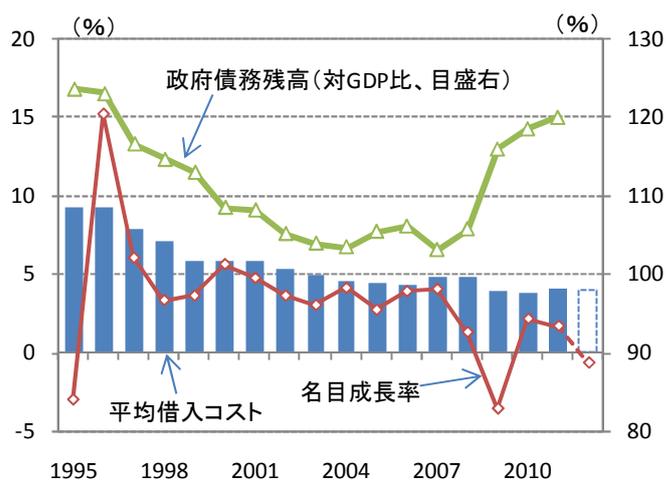
イタリア財政の特徴のうちポジティブな点は、リーマン・ショック後の2009、2010年を除きプライマリー収支の黒字を維持してきたことである(次頁図表9)。プライマリー収支とは、債務に対する元利払いを除いた支出と、公債発行や借入などを除いた収入との差のことで、これが赤字にならず名目成長率が名目金利(債務の借入平均コスト)を上回ると、政府債務 GDP 比率は低減していく。仮に名目成長率が金利を下回っていても、その分プライマリー収支が黒字を確保することで政府財務残高の GDP 比率上昇を回避することができる。イタリアは、ユーロ加入に向けた1997年には700億ユーロ(為替換算後)、GDP比6.5%のプライマリー収支黒字を達成している。総じて借入平均コストを名目成長率が上回ってきたにもかかわらず2000年代半ばにかけてイタリアが政府債務残高の対 GDP 比を縮小することができたのは、高いプライマリー収支の黒字を維持してきたことが主因である(次頁図表10)。

図表9 プライマリー収支と財政収支の推移



(資料)Eurostatより三井住友信託銀行調査部作成

図表10 成長率と借入コスト、債務残高の推移



(注1) 平均借入コスト=利払い費÷政府債務残高
 (注2) 2012年の値について平均借入コストは前年の値を伸長、成長率は1-3月期の実現値を点線表記した
 (資料)Eurostatより三井住友信託銀行調査部作成

しかし見方を変えれば、プライマリー収支が黒字を保っていても、名目成長率が借入平均コストを大きく下回れば、政府債務 GDP 比率は上昇してしまう。この観点から、図表 10 における直近の動きを見ると、2012 年 1-3 月期の名目成長率はマイナスであり、両者の差が拡大していることがわかる。これは、イタリアの財政が黒字を維持しても、政府債務残高 GDP 比率の上昇に歯止めをかけられなくなる可能性が高くなっていることを意味する。

手元の試算では、直近の市場金利でも 2012 年の借入平均コストは 4% 台前半にとどまるとみられるが、名目成長率が大きく低下したために、金額にして 800 億ユーロ、対 GDP 比で 4.4% を超えるプライマリー収支の黒字が政府債務の発散を防ぐため必要となる。この点について、イタリア政府は 2011 年に実施した付加価値税率の引き上げや年金支給額引き下げを中心とする歳出削減により、GDP 比率で 2012 年は 3.6%、2013 は年 4.9% のプライマリー収支黒字を確保する計画¹としており、計画通りに進めば 2013 年より政府債務残高 GDP 比率の上昇に歯止めをかけることは可能である。

しかし、既に見たようにイタリアの成長率マイナス幅はスペインをも上回っており、歳出を削減してもそれ以上に景気悪化に伴う税収減が起これば、計画通りの収支の黒字を達成することは難しくなる。この先、イタリアがプライマリー収支の黒字を維持したとしても、同国財政に対する見方が厳しくなって金融市場の緊張を招く可能性は常に念頭に置く必要がある。そしてその分岐点として名目成長率と金利の動き、および税収の動向が注目すべきポイントになるだろう。

4. イタリアから他国への波及経路

このようなリスクを抱えるイタリア財政への不安が深刻化し、成長率低下や金融システムの悪化というスパイラル的な混乱に陥った場合、他の国への影響はどのように考えるべきであろうか。この点について、金融面での影響を見る観点から、イタリアに対する対外与信をみると、フランスからは

¹ イタリア経済財政省 “Economics and Financial Document” (2012 年 4 月 18 日) による政府見通し。

3,000億ドルを超える巨額の与信が行われており、これは同国GDPの12%もの規模である(図表11(1))。従ってイタリアの金融市場が深刻な混乱に陥った場合、フランスにはかなりの打撃が及ぶ可能性が高い。他の国についても、ドイツ・オーストリアなど中核国からの与信の大きさが目立ち、複数の国に無視できない影響が及ぶことが窺える。逆に、イタリアから他国への与信残高を見ると、ドイツやオーストリアなど中核国のみならず、ハンガリーをはじめとする中東欧新興国向けの与信が、経済規模と比較しても大きい(図表11(2))。これはイタリアの金融システムが混乱をきたして同国銀行が投融資を続けられなくなった場合には、中核国のみならず中東欧新興国にも大きな影響が及ぶ可能性が高いことを示す。

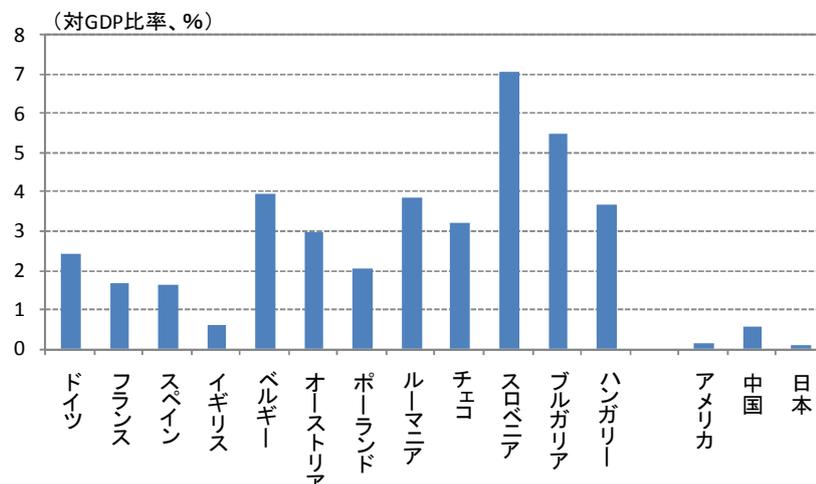
図表 11 イタリアからの金融面の影響

(1) イタリアへの対外与信			(2) イタリアからの対外与信		
	対外与信額 (10億ドル)	対GDP比 (%)		対外与信額 (10億ドル)	対GDP比 (%)
総額	722.1	-	ドイツ	259.0	7.3
欧州	651.8	-	フランス	36.5	1.3
フランス	333.9	12.0	スペイン	26.3	1.7
ドイツ	133.5	3.7	イギリス	44.8	1.9
イギリス	57.2	2.4	ベルギー	4.5	0.9
アメリカ	37.4	0.2	オーストリア	103.4	24.7
オランダ	35.7	4.2	ポーランド	46.4	9.0
スペイン	33.6	2.2	ルーマニア	12.3	6.6
日本	28.7	0.5	チェコ	17.4	8.1
スイス	21.2	3.3	スロベニア	7.9	15.9
オーストリア	18.2	4.3	ブルガリア	8.6	16.1
ベルギー	11.6	2.3	ハンガリー	20.6	14.7

(注1) 対GDP比は(1)(2)ともに相手国のGDPに占める与信額
 (注2) 与信額は2012年3月末時点、GDPは2011年の値
 (資料) BISより三井住友信託銀行調査部作成

また貿易面でもほぼ同様の結果が得られ、欧州中核国ではGDP比1~2%程度、スロベニア、ブルガリアなど中東欧新興国ではGDP比5%を超えるレベルをイタリアへの輸出に依存していることがわかる(図表12)。

図表 12 イタリアへの貿易依存度



(注) イタリアの輸入額が相手先のGDPに占める割合。2011年年間ベース
 (資料) UNCTADより三井住友信託銀行調査部作成

このように、イタリアを中心とした与信構造・貿易構造を見ると、つながりが深い国々は共通し、かつ欧州域内に広がっている点を確認できる。とりわけドイツ・フランスやスロベニア・ブルガリア・ハンガリーは金融・貿易両面でつながりが深い。したがって、イタリアの経済金融情勢の深刻化は、中核国、中東欧新興国を問わず大きな悪影響を及ぼすばかりでなく、欧州域内で連鎖しやすい構造になっていることがうかがえる。

5. まとめ

欧州全体が景気後退色を強める中にあり、イタリアの状況は特に厳しく、「スペインの次」の国とみなされるリスクを意識せざるを得ない状況にある。

イタリアの債務残高は絶対額で見ても名目 GDP 比率で見てもその規模が大きい。また、ここ2～3年短期債による調達が増えたことは国債全体の平均調達コストと市場金利が連動しやすくなっただけでなく、国債償還の頻度を高め、2012年未までの償還額は1,650億ユーロにも及び、これだけでも既存の救済枠で支援できる範囲を超える額となるため、これまでの国のような救済は現実味に乏しい。また、債務残高が高い一方でプライマリー収支が黒字であることはイタリア財政の強みであるが、名目成長率が政府債務の平均借入コストを大きく下回る現状では、政府債務残高の GDP 比率上昇に歯止めをかけられない可能性が高まっている。

イタリアの経済金融情勢が深刻化した場合には、貿易・金融市場双方のルートを通じて中核国・中東欧新興国問わず大きな影響を与えると見られ、かつその悪影響が連鎖する恐れが強い。こういった様々な観点から見ても、財政に対する本格的な懸念の高まりがイタリアに波及するかどうかは今後の欧州経済金融情勢を見る上で重要なポイントであり、その分岐点として今後のイタリアの景気、税収、財政削減への取り組みの成否が注目される。

(経済調査チーム 松谷 克昭 : Katsuaki_Matsutani@smtb.jp)