

# ポスト・ドラギのイタリア

## 政治不安の高まりが長期金利上昇・ユーロ安要因に

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
調査部 経済調査チーム  
080-1069-4550

- イタリアではドラギ政権崩壊を受けて9月25日に総選挙を実施予定。選挙後は極右ポピュリスト政党「イタリアの同胞」を中心とした右派連合政権が成立する公算大
- 右派連合の共同公約は、EUとの協調姿勢を前面に押し出しているものの、ドラギ政権がEUと合意した復興計画の修正を必要とするなど、EUとの対立の火種を抱えており、政治不安が増す見込み
- 今後、イタリア政治不安による長期金利上昇が、イタリア経済・財政を悪化させる恐れ。影響はユーロ安を通じてユーロ圏経済にも波及するリスクがある

### 1. 政治不安が再燃するイタリア

ドラギ首相のもとで一時的な政治の安定を謳歌していたイタリアで、政治不安が再燃している。

2021年2月に首相に就任したマリオ・ドラギ氏は、幅広い政党からなる連立政権を率い、同国政治の安定をもたらした。前ECB（欧州中央銀行）総裁として欧州債務危機の沈静化に大きな役割を果たしたドラギ首相は、その経歴を活かして多額のEU（欧州連合）復興基金をイタリアに導く復興計画をまとめたことなどで、国民から高い支持を得ていた。外交面でも、財政政策等をめぐってEUとの対立を繰り返してきたかつての政権と異なり、EUから厚い信頼を得て、ウクライナ支援をめぐって主導的な役割を果たすなど、国際社会で存在感を強めていた。

しかしながら、7月に状況は一変した。引き金となったのは、主要連立与党であった五つ星運動の離反である。同党の支持率は、連立政権に加わることで独自色を打ち出しにくくなり、低下していた。6月には、政府のウクライナへの武器支援策をめぐり一部党員が離党するなど、党内対立が深まった。このため、当初2023年に実施される予定であった総選挙を見据えて、徐々に政権から距離を置く動きがあった。具体的には、支持率回復を狙って、最低賃金の導入やベーシックインカム（最低所得保障）の維持等を、連立離脱をほのめかしながら政権に求めていた。そして、7月14日にドラギ氏が信任投票と位置付けた物価高対策等を盛り込んだ暫定措置令の採決を五つ星運動が棄権し、事実上の不信任を突きつけた。それを受けてドラギ首相は辞意を表明したが、マッタレッラ大統領が辞表受理を拒んだため、一旦は続投となった。しかしながら、その後再び行われた信任投票では、五つ星運動に加えて同盟やフォルツァ・イタリア（FI）も棄権した。安定した政権運営が困難と判断したドラギ首相は再度辞表を提出し、それが受理されたことで、ドラギ政権は発足から約17カ月で幕を閉じることとなった。

9月25日に前倒しで行われることになった総選挙の世論調査では、ドラギ政権に参加しなかった極右

ポピュリスト政党のイタリアの同胞（以下FdI）が首位を走り、僅差で中道左派の民主党が追う展開になっている。しかしながら、いずれの政党も単独過半数の獲得は難しく、連立政権が既定路線だ。

左派では、民主党が世論調査でFdIに次ぐ支持を得ているものの、ドラギ首相を辞任に追い込んだ同じく左派の五つ星運動との協力を否定しているほか、親EU政党アツィオーネとの連合もわずか五日間で破綻するなど、有力な勢力を築けずにいる。

他方で右派は、FdIを中心に右派ポピュリスト政党の同盟やベルルスコーニ元首相率いる中道右派のFI等が中道右派連合を形成している。直近の調査では、中道右派連合が憲法改正に必要な3分の2に迫る議席を獲得する勢いであり（図表1）、右派連立政権の成立と、第一党をうかがうFdIの党首ジョルジャ・メローニ氏の首相就任がほぼ確実な情勢である。

本稿では、政権樹立が見込まれる中道右派連合の共同公約（図表2）の内容を評価するとともに、今後のイタリアやユーロ圏の経済・金融市場への影響を展望する。

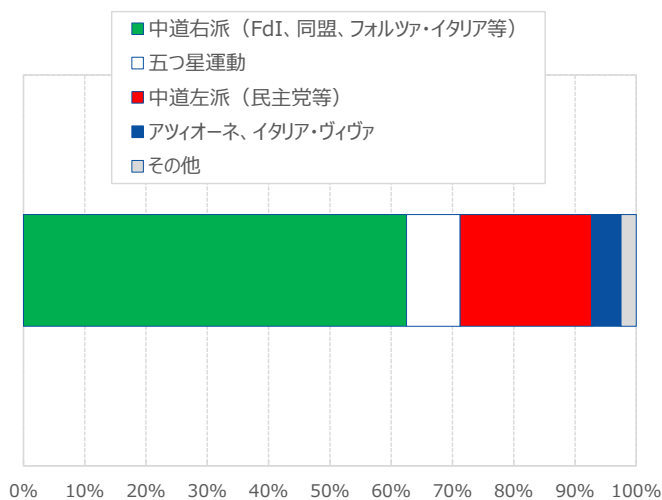
## 2. 中道右派連合共同公約：EUの資金を活用し、イタリアをEUの中心へ

中道右派連合の共同公約の特徴は、EUをはじめとする国際社会との協調姿勢を前面に出した点にある。EUと対立するのではなく、EUを活用することで、EUの復興基金を弱者対策（エネルギー価格対策、南イタリア経済の底上げなど）に振り向け、支持基盤を強化したい考えとみられる。ただし、ドラギ政権が合意した復興計画の修正を主張しているため、この点で結局EUと対立することが予想される。以下では、共同公約のポイントを3点、解説する。

### （1）対外政策：EUとの関係を意識し、国際協調姿勢を前面へ

対外政策については、対EUをはじめとする国際関係を尊重する内容を前面に出している。対EU政策は各党公約では後半部分に記載されているが、共同公約では一番目に記載され、協調的な内容を際立たせた。国際的な同盟関係の尊重、地政学的な文脈でのイタリアの外交的役割の強化、ウクライナへ

図表1 各政党・勢力の予測議席占有率



(注) 9月12日時点  
(出所) Politicoより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 中道右派共同公約概要

公約テーマ	主な内容
1. 対外政策	国際協調を尊重するなど
2. 復興計画	計画を改定
3. 制度改革	大統領の直接選挙制導入など
4. 課税	多様な減税策導入
5. 家族支援	公共支出を欧州平均並みに引き上げ
6. 安全保障	治安・不法移民対策強化
7. 健康保護	医療強化
8. 経済	減税実施など
9. 弱者対策	補助金導入など
10. 文化	Made in Italyブランドの保護・推進など
11. エネルギー	再エネ拡大。原発利用も検討
12. 環境	気候変動対策に関する国際公約尊重
13. 農業	共通農業政策、国家戦略計画の推進など
14. 教育	研究投資を欧州基準と整合させるなど
15. 若者	若者の起業支援など

(出所) FdIより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

の支援、欧州統合プロセスの完全な順守などが挙げられている。外交だけでなく、EUの政策の柱である気候変動対応に関しても、国際公約を尊重するとしており、EU協調姿勢が鮮明である。

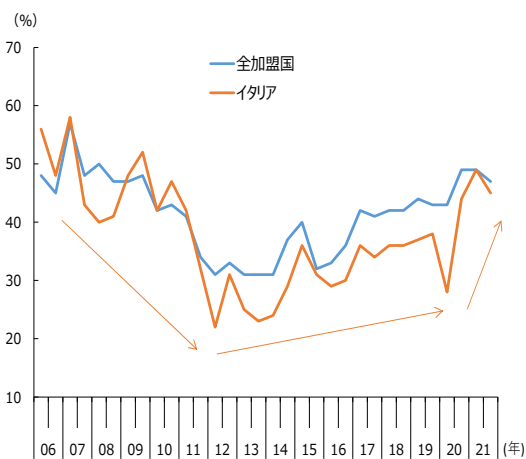
こうしたEUとの協調方針を主導しているのは、FdIとみられる。メローニ党首はドラギ政権崩壊後、右派が選挙で勝てば、EUやドラギ政権が実施してきたウクライナ支援を継続すると述べている<sup>1</sup>。また、8月10日にはメローニ党首が、「(自分は) 民主主義に危険な存在ではない」との説明をSNS（ソーシャル・ネットワークキング・サービス）上で、フランス語・スペイン語・英語で発信し、極右政党とみなされているFdIに対する国外の不安払しょくを図っている。

一方、同盟の公約は、EUの気候変動政策に反対するなど、EUに非協調的である。サルビーニ党首はロシアとの関係が強く、ウクライナ侵攻後、ロシアの資金提供を受けてモスクワ訪問を計画したことで同盟国から批判されている。また、FIもベルルスコーニ党首とプーチン大統領との関係の強さが報じられている。以上を踏まえると、共同公約のEU協調方針は、メローニ党首が各党に妥協を促したものと考えるのが自然だろう。

EUとの協調を前面に押し出す主な狙いは、国内の支持基盤強化と、復興基金の獲得にあるとみられる。イタリアにおけるEU支持者は増えている。アンケート調査によると、イタリア国民のうちEUを信頼していると回答した人の割合は、リーマン・ショック後に低下したものの、欧州債務危機以降は緩やかな上昇傾向に転じ、コロナ危機で一段と高まった（図表3）。メローニ氏には、こうした有権者を取り込みたい考えがあると推察される。

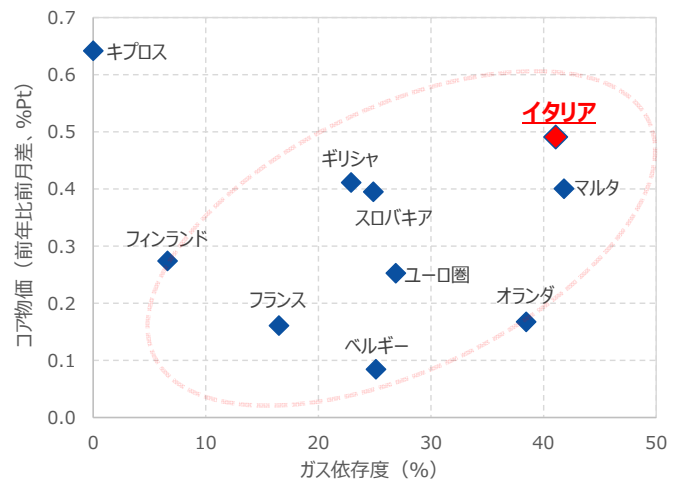
イタリアはEU復興基金の最大の給付・融資予定先である。イタリアに割り当てられている復興基金は約2,000億ユーロ（同国名目GDP比約1割）と巨額だ<sup>2</sup>。巨額の復興基金を公約実現の財源とするべく、中道右派連合は、同基金からの資金交付の可否を判断するEUとの関係を悪化させたくないものと考えられる。

図表3 EUを信頼する人の割合



(注) EUを信頼しているかとの質問に対して、信頼していると答えた人の割合  
(出所) Eurobarometerより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 コア物価とガス依存度の関係



(注) 2022年8月速報時点で公表された国をプロット。ガス依存度は2020年時点の一次エネルギー消費に占める天然ガス・LNG割合  
(出所) BP, Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## （２）復興計画：復興基金の資金用途を修正し、イタリア全土の底上げを図る

共同公約では復興計画の修正について、欧州委員会と交渉・合意するとされている。復興計画は、EUから復興基金を得る前提となるものだが、中道右派連合は計画を修正し、復興基金をエネルギーおよび原材料コスト上昇への対応、インフラ近代化と大規模工事の実現、南イタリアなど経済的に弱い地域への支援などに使う方針を示している。

全エネルギーに占めるガスへの依存割合が高いイタリアにとって、ガス価格高騰は深刻な問題である。直近8月の消費者物価（EU基準の速報値）は、前年比+9.0%と歴史的な高水準に達している。ガス価格高騰によるエネルギー物価の上昇が主因だが、コア物価（エネルギーや食料品等を除いた消費者物価）も伸びが加速している。ユーロ圏諸国の中で、ガス依存度が高い国ほどエネルギー物価が上昇しやすく、それに伴い企業の価格転嫁圧力が高まることで、コア物価も伸びが拡大する傾向にある（図表4）。なかでもイタリアは、資源高の影響が幅広い品目に波及し、コア物価の上昇が顕著になっている。物価高騰対策は、新政権にとって速やかに取り組むことが求められる重要課題である。中道右派連合は、EUに対して強い姿勢で復興計画の修正を迫ると予想される。

インフラ開発に関しては、海峡に橋を架けることや、イタリア北部から南部にあるシチリア島まで結ぶ高速道路の整備、デジタルインフラの整備などが共同公約に挙げられている。地域別には、イタリア南部がインフラ開発の中心になると考えられる。経済基盤の弱い南イタリア対策は、各党の公約上、個別に章が設けられている重要テーマであり、FdIは「南部の引き上げは、イタリア全体の発展・活性化のジャンプ台」であるとしている。一方、共同公約では、南イタリア対策は個別テーマではなく、復興計画修正の項目に吸収されている。復興基金を活用したインフラ投資を、主に南イタリアに振り向けることが想定されているためであろう。中道右派連合は、イタリア全土をつなぐインフラ投資を通じて物流網を拡充し、イタリアをEUの政治・経済の中心地に据える構想を描いている。FdIの公約では、欧州のエネルギー貿易などにおけるイタリアの地理的重要性に触れ、復興基金を活用したインフラ投資がEU全体に資するとしている。

しかし、EUはイタリア新政権の考えに容易には同調しないであろう。中道右派連合の共同公約は、状況、ニーズ、優先順位に変化が生じたため、復興計画の修正は妥当だと主張している。しかし、実態は、政権交代に伴う計画変更である。また復興計画の内容は、グリーンやデジタルなどEUの方針を反映したものでなければならない。中道右派連合の計画と、EUの方針が合致するかどうかは不透明性であると言わざるをえない。

## （３）財政政策：規模は不明も、イタリアの財政拡張方針は常に大きな不安材料

中道右派連合の共同公約には、各種減税を進め、公共支出を増やすなど、財政拡張的なメニューが多い。家族、企業、自営業者の税負担軽減、付加価値税の優遇（定額化）対象先拡大などを掲げている。また無料託児所など、子供と家族に関する公共支出を欧州平均並みに増やすとしている。

しかしながら、イタリアでは政府債務の累積が深刻度を増している。2021年10～12月期時点の政府債務残高対GDP比は151%と、ユーロ圏の中では同193%のギリシャに次ぐ水準であり、財政基盤の弱さが際立っている（図表5）。欧州債務危機前の2010年1～3月期（同119%）と比べても、コロナ危機を受けて大幅に債務が増加しており、財政状況の悪化へ顕著である。こうした財政基盤の弱さを背景に、とりわけ欧州債務危機以降、イタリア政府の財政運営は、EUや投資家などから常に高い警戒感をもつ

て注視されている。

メローニ党首はロイター通信とのインタビューで、自身は「非常に用心深い」性格であり、国の財政運営は、全体像を把握した上で慎重に行う趣旨の発言をしている。しかし、これまでイタリアは、財政問題でEUとの対立を繰り返してきた実績がある。同盟のサルビーニ党首は、2018年の前回総選挙で連立政権入りした際、財政政策を中心に欧州委員会と衝突した。今回の財政拡張規模は現時点で不明だが、再び財政問題がEUとの不和を生む可能性は否定できない。イタリアの財政拡張方針は、引き続き大きな不安材料である。

#### (4) 小括：イタリアの政治不安は増す見込み

以上の通り中道右派連合の共同公約は、表面的にはEUとの対立を避ける姿勢を示しているものの、EUとの対立の火種を抱えている。そもそもEUとの協調姿勢については、9月に入ってからサルビーニ党首がEUのロシア制裁を否定する発言をするなど、中道右派連合内で一枚岩でないことがうかがえる。

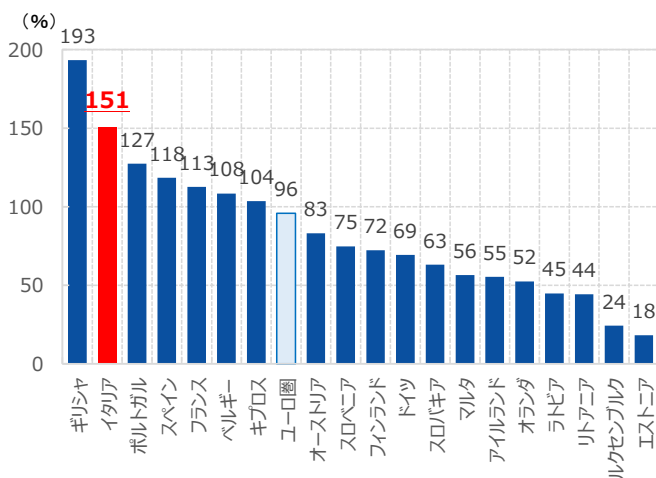
さらに、共同公約では触れられていないが、極端な社会政策が採用された場合は、EU法に違反する恐れがある。メローニ党首は、スペインの極右政党との集会で「LGBT（性的少数者）にノー」と叫ぶ姿が報じられるなど、極端に保守的な思想の持主でもある。EU条約2条は「EUは人間の尊厳の尊重、自由、民主主義、平等、法の支配、および少数民族に属する者の権利を含む人権の尊重という価値観に立脚」していると定めており、イタリアがEUの基本的価値観に反する政策を採用するようなことがあれば、ハンガリーやポーランドでみられるような、EUとの対立に発展するリスクもある。

### 3. 政治不安による長期金利上昇がイタリア及びユーロ圏経済に与える影響

#### (1) ECBは保有国債の償還金でイタリア国債等を買支え

2022年に入ってECBの利上げ観測が高まって以来、イタリアやギリシャなど財政基盤が脆弱な南欧諸国の長期金利が急上昇し、ドイツ金利とのスプレッドが拡大している（図表6）。こうした一部の国での長期金利の上昇は、ユーロ圏市場の「分断化」（Fragmentation）と呼ばれ、ユーロ加盟国への金融

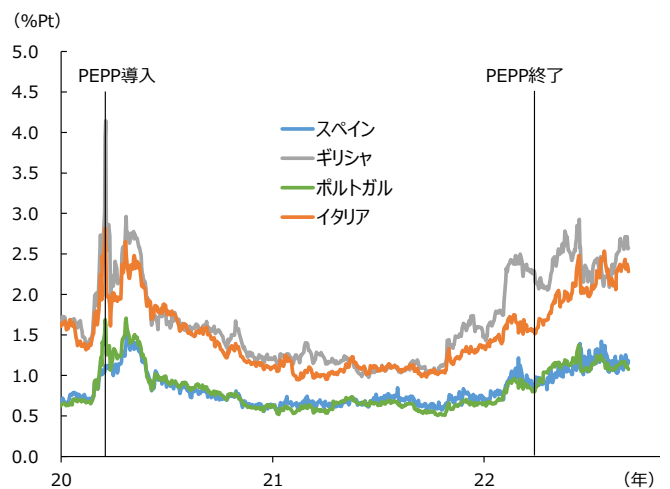
図表5 政府債務残高対GDP比



(注) 2021年10～12月期時点

(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 長期金利の対独スプレッド



(注) 各国の10年国債利回りのドイツ国債利回りとの差

(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

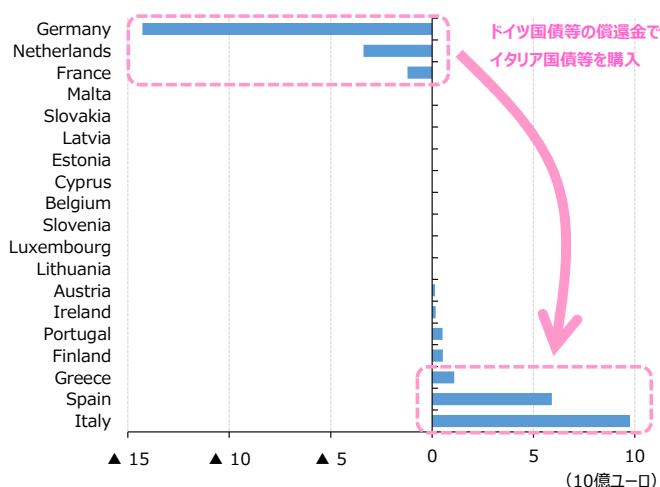
政策効果の均一な波及を阻害する要因として、ECBが問題視してきた。特にイタリアでは今後、上述したような政治不安を背景に、長期金利が一段と上昇するリスクがある。

ECBはこうした「分断化」防止策の一環として、「パンデミック緊急購入プログラム」(PEPP)で買入れた国債の償還金を使って、南欧諸国の国債を買支える措置を講じている。直近(2022年6~7月)のECBの国債購入額を見ると、ドイツやオランダ、フランス国債はネットで計▲190億ユーロ程度のマイナス(つまり償還額>再投資額)となっている一方、イタリアやスペイン、ギリシャ国債は計170億ユーロ程度のプラス(償還額<再投資額)になっており、ドイツ国債等の償還金をイタリア国債等の購入に振り向けていることが伺える(図表7)。

ECBによる国別の国債保有比率は、各国の出資比率(キャピタル・キー)が目安とされているが、当然のことながら現在のような形での再投資を続ければ、ドイツ国債等の保有比率が低下する一方で、イタリア国債等の保有比率は上昇していく。例えば、現状のペースを単純に延長すると、来年半ばにかけてイタリア国債の保有比率がフランス国債のそれを逆転することになる(図表8)。キャピタル・キーはあくまで目安とはいえ、さすがにここまでイタリア国債の保有比率が高まれば、理事会メンバーから買入れに対し異論が出てくる可能性が高い。そうした中で市場では、ECBによる国債買支えの「限界」が意識され、イタリア国債の売りが加速する展開も考えられる。

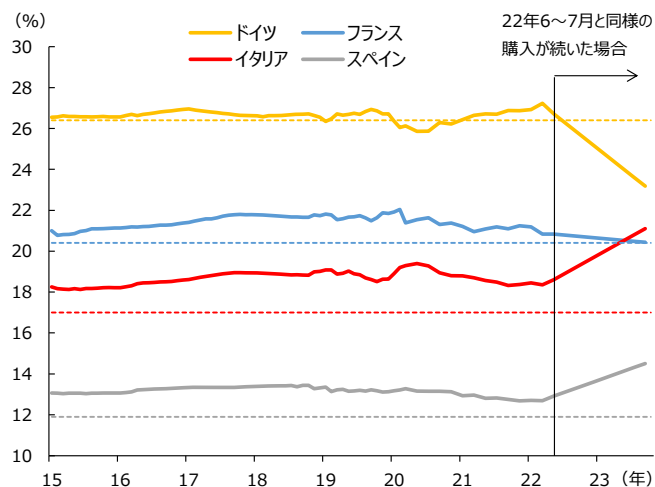
なお、償還金による国債買支えに加え、ECBは今年7月の理事会において「トランスミッション・プロテクション・インスツルメント」(TPI)というツールも導入している。これは、長期金利が市場の投機的な動きによって急騰した場合に、ECBが当該国の国債を買支える措置である。しかし、イタリアのように金利上昇があくまで当該国の財政不安に根差したものであれば、投機的な動きとは判断されず、TPIの適用対象外になる可能性がある。また、TPIによる買支えを受けるには、当該国がEUの財政ルールを順守していることが条件の一つになっているため、イタリアの新政権がEUルールに違反するような財政運営を行う場合は、やはりTPIの適用対象外となる。こうした点を踏まえると、ECB頼みのスプレッド抑制には不確実性があると言えよう。

図表7 国債純購入額(2022年6~7月)



(出所) ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 ECBの国債保有比率



(注) 点線は直近時点のキャピタル・キー

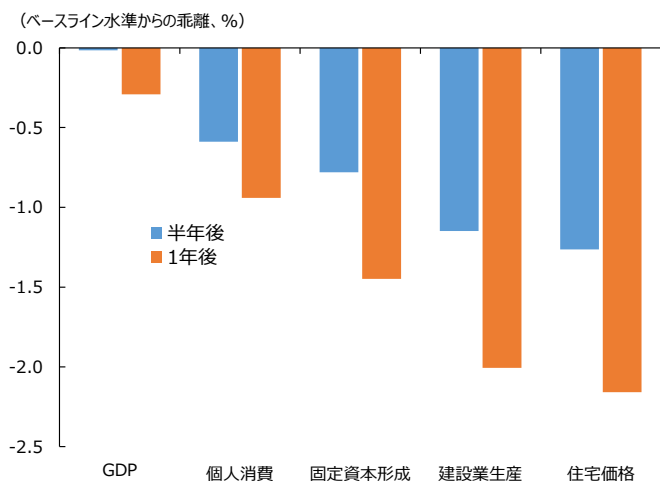
(出所) ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (2) スプレッド拡大のイタリア経済への影響

長期金利の上昇は、主に耐久財消費や設備投資、住宅投資などの抑制を通じて、景気を下押しする。みずほリサーチ&テクノロジーズによる試算では、イタリア長期金利の対独スプレッドが+1%pt拡大した場合、同国の1年後の個人消費が▲1%、固定資本形成が▲1.5%、GDPが▲0.3%程度下押しされる。特に建設セクターでは影響が大きく、建設業生産や住宅価格に対しては▲2%程度の下押し圧力が生じる(図表9)。イタリアではコロナ危機以降、リモートワーク増加などを背景とする住宅需要の増加を受け、銀行の住宅ローン残高が増加している。家計の債務返済負担を表す「デット・サービス・レシオ」(＝ローン返済額/所得)は今のところ低位にあるが、先行きは金利上昇や所得悪化を受け、家計の債務返済能力が急速に悪化するリスクもある。今後、住宅市場や銀行の不良債権の動向に警戒する必要があるだろう。

また、金利の上昇は、財政の悪化にもつながる。前述の通り、イタリアは政府債務残高対GDP比が151%と、ユーロ圏ではギリシャに次いで高く、財政基盤が特に脆弱である。低金利を背景に国債の利払い費は今のところ低位(GDP比3.5%)にあるが、今後は金利の上昇を受け利払い費も増加していく可能性が高い。図表10は、イタリアの国債利払い費を政府債務残高と長期金利で説明するモデルを推定した上で、先行きの利払い費をシミュレーションしたものである。これによると、長期金利が足元の市場の織り込みに沿って推移した場合(シナリオ①)、利払い費対GDP比は2023年にかけて4.0%まで上昇する。一方、揚原・宮寄(2022)は、過去のリスクプレミアムの最大値をベースにすると、イタリアの長期金利は6%程度まで上昇する余地があると指摘している。これを踏まえ、長期金利の前提を

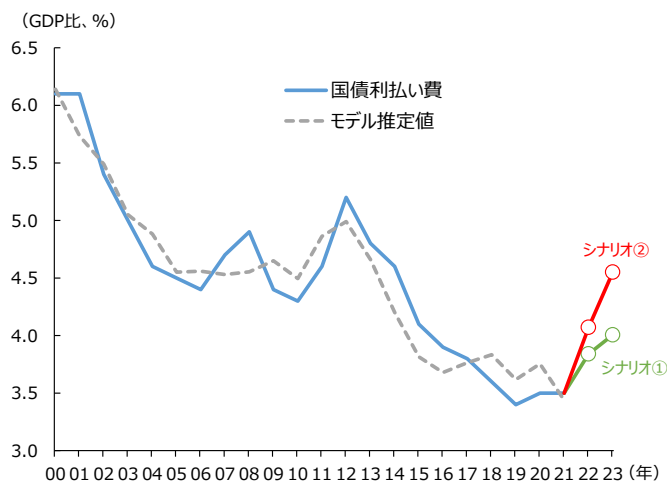
図表9 対独スプレッド拡大の伊経済への影響



(注) 約100個のマクロ変数・金融変数を含む時系列(FAVAR)モデルを用いて試算。モデル上でイタリア10年国債利回りの対独スプレッドに+1%ptのショックを与えた場合の、各変数のインパルス応答

(出所) Eurostat、ECB、Refinitiv、イタリア国家統計局などより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表10 国債利払い費のシミュレーション



(注1) モデル推定値は、国債利払い費を被説明変数、政府債務残高と長期金利を説明変数とする重回帰分析による

(注2) 長期金利の前提は、シナリオ①はインプライド・フォワード・レート(22年3.2%、23年4.1%)。シナリオ②は22年4.0%、23年6.0%

(注3) 2022・23年の政府債務残高は欧州委員会見通し(22年春時点)で外挿。名目GDPは、実質GDP成長率とCPI上昇率の市場コンセンサスをもとに外挿した

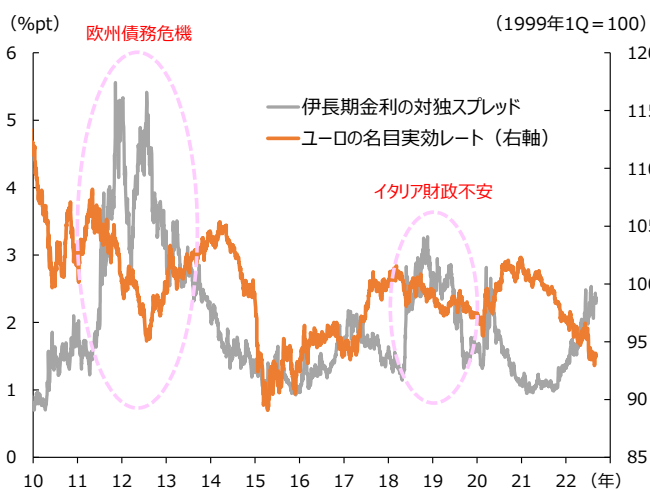
(出所) Eurostat、欧州委員会、Refinitiv、Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2022年：4%、23年：6%と置くと（シナリオ②）、2023年の利払い費対GDP比は4.6%と、欧州債務危機下の2011年と同水準まで上昇する計算になる。

### （3）イタリアの政治不安は、ユーロ安を通じてユーロ圏経済にも影響

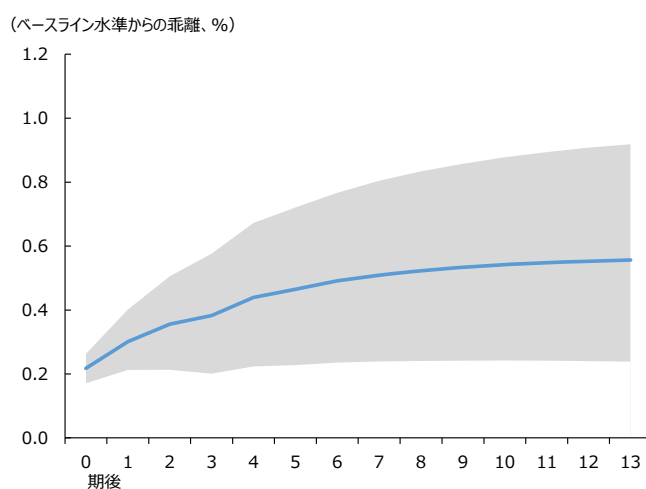
イタリアの政治不安は、同国経済を下押しするだけでなく、ユーロ安を通じてユーロ圏経済にも影響を及ぼしうる。2018年に当時の予算案を巡って伊コンテ政権と欧州委員会の対立が表面化した際も、ユーロは下落傾向で推移していた（図表11）。ユーロ安は、輸出を押し上げる効果がある一方で、輸入物価の上昇を通じてインフレを増幅する。ユーロ相場のインフレ率への影響については、ドラギ前ECB総裁が2014年に、「実効ベース10%のユーロ高は、ユーロ圏のインフレ率を▲0.4～▲0.5%押し下げる」との認識を示している。逆に言えば、10%のユーロ安は、インフレ率を+0.4～+0.5%押し上げることになる。VARモデルを用いたわれわれの試算でも、実効ベース10%のユーロ安は1年後のHICP（消費者物価）を+0.4%程度押し上げることが示され、ドラギ氏の発言と整合的な結果が得られた（図表12）。先行きの景気後退懸念からユーロ実効レートは足元で年初来▲3%程度の下落となっているが、今後イタリアの政治不安が高まれば、ユーロ安が一段と進み、ユーロ圏のインフレ率を押し上げる恐れがある。インフレ抑制に腐心するECBにとって、こうしたユーロ安が新たな悩みの種となりかねない。イタリアの政治動向は、ユーロ圏のインフレや景気、及びECBの金融政策を占う上でも注視しておく必要がある。

図表11 伊長期金利とユーロ実効レート



（出所）ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表12 ユーロ安のインフレ押し上げ効果



（注）ユーロ名目実効レート、失業率、HICPを内生変数、原油価格を外生変数とするVARモデルにより推計。▲10%のユーロ安ショックが生じた場合の、ユーロ圏HICPのインパルス応答。シャドローは1標準偏差バンド。ラグは3期、ショックの識別は上記の順のコレスキー分解による

（出所）Eurostat、ECB、EIAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



## [参考文献]

揚原由子・宮寄浩（2022）「長期金利の上振れ余地にG7内で格差～米国長期金利の上振れ余地は限定的」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2022年6月30日

<sup>1</sup> ロイター通信, “Italy will keep supporting Ukraine if right wins vote, says Meloni” (2022年7月)

<sup>2</sup> 欧州議会, “Italy’s National Recovery and Resilience Plan: Latest state of play” (2022年7月)

### [共同執筆者]

調査部付みずほ銀行産業調査部欧州調査チーム 参事役	<b>山本武人</b>	takehito.yamamoto@mhcb.co.uk
経済調査チーム 上席主任エコノミスト	<b>江頭勇太</b>	yuta.egashira@mizuho-rt.co.jp
経済調査チーム エコノミスト	<b>川畑大地</b>	daichi.kawabata@mizuho-rt.co.jp

## 【PR】YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)

お問い合わせ：調査本部メールマガジン事務局（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。