

イタリア政局が ECB の金融政策に影響

福井県立大学 客員教授 中島 精也
丹羽連絡事務所 チーフエコノミスト

ウクライナ戦争が始まって半年が経過するが、ロシアに隣接する欧州連合 (EU) は資源価格の高騰でインフレが加速、更にロシア産ガスのパイプライン供給停止というエネルギー危機も加わり、日常の経済活動、市民生活にも大きな影響が出始めている。問題は経済に止まらず、政権基盤の安定していない国が政治混乱に見舞われる点だ。イタリアでは政権を支える主要与党が構造改革と反ロシア政策を推進するドラギ首相に反旗を翻した結果、首相は7月21日にマッタレラ大統領に辞表を提出し、大統領は議会を解散、9月25日に総選挙が実施されることになった。ウクライナ戦争が引き金となってEUが経済、政治の両面で危機に直面した結果、欧州中央銀行 (ECB) は利上げと国債買い支えの組み合わせという異例の対応を余儀なくされている。

資源価格はコロナ感染拡大で落ち込んだ後、ワクチン接種で経済活動が正常化に向かうにつれて上昇トレンドに移行したが、2月24日のロシア軍のウクライナ侵攻の結果、資源価格の上昇は一段と加速して、一時的に天然ガス (BTU: 英国熱量単位) はウクライナ戦争前の4ドルから9ドルへ、原油 (バレル) は80ドルから120ドルへ、小麦 (ブッシェル) は8ドルから13.5ドルへと軒並み高値を付けるに至った。この資源価格高騰を受けて、年初5%だったユーロ圏のインフレ率は7月には8.9%と1999年のユーロ誕生以降で最も高い上昇率を記録している。

通貨ユーロの番人である ECB の使命は物価の安定であり、「インフレターゲット」を設定しているが、2003年に“below, but close to 2%”、「2%未満だが2%に近い」インフレを

目標に据えた。そして、2021年からは“2% inflation target over the medium term”、「中期的に2%インフレ」を目指すとしているが、2%の意味は“symmetric”、「対称的」、即ち2%を軸に上下に大きく乖離しないように政策を誘導するとしている。中期的に2%物価目標を掲げる ECB として、現状の9%近いインフレは放置しておけば、落ち着いていた期待インフレ率の上昇につながる恐れがあり、一過性として看過できる水準ではない。

そこで7月の理事会で実に11年ぶりの利上げを決めた。上げ幅は当初0.25%の予定だったが、実際は0.5%の大幅利上げとなった。この結果、預金ファシリティ金利は0.0%、主要レポ金利0.5%、限界貸出ファシリティ金利0.75%となり、2014年に導入したマイナス金利政策も終了した。更に「今後の理事会で金利の正常化を進めることは適切である」と、利上げの継続を示唆している。ECB はこれまで政策金利に関する先行きの方針を示す「フォワードガイダンス」を採用してきたが、金利政策の自由度を高めるために、次回9月の理事会には適用せず、データ重視でその都度、金利を決めていくとしている。

利上げが0.5%となったことはインフレが加速している現状からして、有り得る決定だったが、利上げと同時に TPI (Transmission Protection Instrument)、「伝達保護措置」というユーロ加盟国の国債買い支えプログラムの導入を発表したのは驚いた。ウクライナ戦争が経済ばかりか EU 加盟国の政治情勢にまで影響を及ぼし、それが ECB の政策をも動かすことに繋がったからだ。ECB はユーロ圏で単一の金融政策を担うが、その政策が全て

の加盟国にスムーズに伝達することが重要であり、仮に加盟国間で国債利回りに大きな開きが生じれば、伝達メカニズムに支障が生じ、政策効果にばらつきが出る恐れがある。

よって、正当な理由なく市場が無秩序な状態に陥れば、TPIに基づき沈静化を図ることは物価安定という ECB の使命からして当然であり、金融政策の正常化を続ける上でも極めて重要な措置であるとしている。TPI の購入規模はリスクの大きさに応じて決定され、事前に購入上限を設定しない。購入する資産は基本的に残存期間 1～10 年の公共債（国債、地方債、エージェンシー債）であり、もし適切と判断されれば民間セクターの債券の購入も考慮される。購入債券の適格性の判断基準は①当該加盟国が「過剰財政赤字手続き」の対象でないなど EU の財政規律を遵守している、②過度の経常収支赤字などマクロ経済不均衡に陥っていない、③政府債務の持続性が保たれている、④健全かつ持続的なマクロ経済政策がとられている、などである。

今回の TPI 導入はイタリア政局の混乱に対応したものであるが、国債買い支えプログラムは今回が初めてではなく、ユーロ発足以降、幾度か導入されている。最初は証券市場プログラム（SMP：Security Markets Programme）という名称で、2010 年 5 月、債務危機に陥ったギリシャへの EU 支援（第一次）が決まった際に ECB が導入を決めた。国債買い入れ残高はピーク時には 2200 億ユーロに達したが、2012 年 2 月の第 2 次ギリシャ支援で思わぬ問題点が浮かび上がった。EU はギリシャへ 1300 億ユーロの追加支援を決めたが、民間投資家に債務交換を通じて約半分の債権放棄を強要する一方で、ECB が SMP で購入した国債については返済優先権が与えられたのである。

この結果、民間投資が劣後扱いとなったことで、民間の投資意欲が削がれることになった。そこで官民の投資に優劣をつけるという SMP の欠陥に鑑み、2012 年 9 月に OMT（Outright Monetary Transaction）という新た

な国債買い取りプログラムの導入が決まった。OMT は発動条件が曖昧だった SMP と比べて、EFSF（欧州金融安定基金）、ないしその機能を引き継いだ ESM（欧州安定メカニズム）が義務づけた財政再建プログラムが適用されている国の国債に限ること、また ECB は優先返済権を持たず、他の民間投資家と同じ条件で扱われることになった。その後、債務問題が起きていないので OMT は「抜かすの宝刀」のままである。

OMT が現存するのに今回 TPI が導入されたのは TPI が従来の債務危機に対処するプログラムではなく、政治危機に起因する国債市場の混乱を沈静化することを目的としているからである。さて、それでは次に ECB に TPI 導入を決断させたイタリアの政治情勢について考えてみたい。イタリアは戦後、中道のキリスト教民主党が永らく政権を維持し、第二党の共産党が野党としての対立軸を形成していた。この基本構造が崩れるきっかけとなったのはソ連崩壊、東欧の民主化であり、東西のイデオロギー対立が消滅したことで、既存政党の存在理由が薄らいた。また、政治家と産業界の癒着、反社会的勢力との関わり、構造的汚職などが明るみに出て、90 年代にキリスト教民主党は分裂してイタリア人民党に、共産党は左翼民主党という名で再出発した。

既存政党の分裂、動揺を受けて新党が続々と誕生するが、中道右派の中心となるのがミラノの実業家でメディア王のベルルスコーニが創設した「フォルツァ・イタリア（頑張れイタリア）」であり、その対立軸である中道左派は左翼民主党、イタリア人民党、イタリア社会党など 10 を超える政党連合の「オリーブの木」で、その中心人物はボローニャ大学教授のプロディだった。この中道左派の流れは新生「民主党」に引き継がれ、中道右派ベルルスコーニと中道左派プロディの間で政権が交代する時代が暫く続くことになる。

しかし、その後、ユーロ危機や難民移民問題がイタリア政治に大きな動揺をもたらすこ

とになる。ポピュリズムの台頭である。その二大勢力が「五つ星運動」と「同盟」であり、「五つ星運動」は南部を支持基盤として、コメディアンのパeppe・グリッポなどが市民運動として創設した左派ポピュリスト政党である。五つ星とは「水、環境、開発、エネルギー、交通」を意味している。反既成政党、インターネット使った直接民主主義、反EUを唱えると共にロシアシンパでもある。一方、「同盟」は北部を地盤としており、豊かな北部の税金が貧しい南部のために使われることに反対し、独立を唱えていた「北部同盟」が名称変更した右派ポピュリスト政党である。

「五つ星運動」はディマイオ党首の指導のもと、ユーロ危機でEUから緊縮財政を強いられたイタリア経済の救済を旗印に緊縮財政プログラムを白紙撤回、ベーシックインカムなど最低所得保障、年金増額といった文字通り大衆迎合主義の政策を掲げて2018年の総選挙では第1党にまで躍進した。一方、「同盟」はサルヴィーニ書記長が同じく反EU、反ユーロの過激発言を繰り返していたが、移民の受け入れを拒否する強硬策をとり、大衆の支持を広げた。EUレベルでも移民問題で悩むハンガリーやオーストリアの支持を得ることでEUの分断をリードすることになる。

この左右ポピュリスト政党の「五つ星運動」と「同盟」の連立合意で生まれたのがフィレンツェ大学教授のコンテ政権である。しかし、実権は2人の副首相「五つ星運動」のディマイオと「同盟」のサルヴィーニに握られていた。連立合意の政策協定は両党の公約をミックスした内容であるが、特に興味を引くのは「ロシアに対する（クリミア併合後の）制裁解除を求める」とロシアシンパの「五つ星運動」の要求が入っている点であり、今回のドラギ辞任の布石が既にこの時点で打たれていたことが分かる。いずれにせよ、左右のポピュリスト政権は所詮、同床異夢であり、サルヴィーニ「同盟」は意見対立で程なく連立から離脱、その穴を中道左派の

民主党とリベラルの「イタリア・ヴィヴァ」が埋めた。

しかし、2021年に「イタリア・ヴィヴァ」のレンツィ元首相がEUコロナ復興基金の用途についてコンテ首相と意見が対立してコンテ内閣は崩壊し、ECB前総裁で国際的知名度の高いドラギがほぼ全政党の支持で首相に選出された。ドラギはEUコロナ復興基金を活用して懸案の構造改革、即ち税制改革、司法改革、DXを推進しようとしたが、ドラギ政権を支える「五つ星運動」（現党首はコンテ）が最低賃金他の所得政策を要求して不信任を突きつけ、「同盟」、「フォルツァ・イタリア」もドラギを信任せず、辞任のやむなきに至った。この裏にはロシアの内政干渉があったという憶測も飛び交っている。

このようにイタリア経済はコロナ禍とウクライナ戦争によるインフレ加速という厳しい事態に直面しており、最も必要とされる構造改革は先延ばしされ、国民の支持を得るための大衆迎合的な政策が優先される方向にある。しかし、それはEUとの衝突のリスクを高め、難民移民危機の時以来のEUの分断、亀裂を深めるリスクが高い。EUがユーロ加盟国に求める財政規律は財政赤字のGDP比が3%、政府債務のGDP比が60%であるが、イタリアの財政赤字比率は7%、政府債務比率は150%といずれも大幅に上回っている。厳しい経済情勢から9月の総選挙では右派ないしポピュリスト政党が勝利すると予想され、財政再建は当面望み薄である。

政局対応とはいえ、ECBのTPIによる伊国債の買い支えはファンダメンタルズに逆行しており、伊国債と独国債との利回り格差拡大を阻止するのは無理な注文かと思われる。もう、20年前の話だが、ユーロ誕生直前に独連銀を訪問した際、知人の局長が「歴史上、政治統合なき通貨統合は成功した試しがない」と力説していたのを思い出す。政治統合なき欧州通貨同盟（EMU）の矛盾が伊政局の混乱で再び露呈しているのは確かなようだ。