

Europe Insights

欧州市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社
2018年6月29日



トピックス：イタリアとスペイン、新政権下で何が変わるか？

イタリア：不透明な政治情勢が3ヶ月間続いた後、今年6月にポピュリズム（大衆迎合主義）を掲げる2大政党による連立政権⁽¹⁾が樹立された。

スペイン：中道右派の国民党のマリアノ・ラホイ首相が率いていた少数与党政権に対する不信任案がスペイン下院で可決された。新たに首相に就任した中道左派の社会労働党のペドロ・サンチェス氏が率いる新政権の基盤も前政権と同じように脆弱であり、左派政党ポデモスや北部の主要バスク地方州をはじめとするさまざまな地方主義的政治勢力からの支援に依存せざるを得ない状態にある。

異なる社会情勢：イタリアはユーロ懐疑的、スペインはユーロ支持

イタリア連立政権がEU（欧州連合）と対立する傾向にあるのに対してスペインはEU規則に従うことを約束している。

次ページの図のように「反ユーロ的感情」はここ数年は後退しているものの、スペインやユーロ圏平均と比較するとイタリアには根強く残っている。

2000年から2016年までの間⁽²⁾はイタリアがEU予算に対してGDP比0.2%に相当する額を寄与する貢献を果たしたのに対してスペインは最大で同0.5%の助成を受ける純被支援国だった。

また同期間にイタリアは慎重な財政運営によって基礎的財政収支（プライマリーバランス）を黒字化させたが、統一通貨ユーロが導入されて以降の低調な国内景気が大きな問題となっている。2001年以來のイタリアの1人当たりGDPは実質ベースで年率平均0.2%ずつ減少している。一方のスペインでは同0.9%ずつ増加してきた。⁽³⁾

(1) イタリアの2つのポピュリズム政党から2人の副首相と主要閣僚が選ばれ、同盟（旧北部同盟）のマッテオ・サルビーニ党首は副首相兼内務相、五つ星運動のルイジ・ディ・マイオ党首は副首相と経済発展相、社会政策相を兼務する。その他の主要閣僚には政治家や議員ではなく大学教授が起用され、ジュセッペ・コンテ氏が首相、ジョバンニ・トリア氏が財務相、そして反ユーロ派エコノミストとして知られるパオロ・サボナ氏が欧州問題担当相を務める。

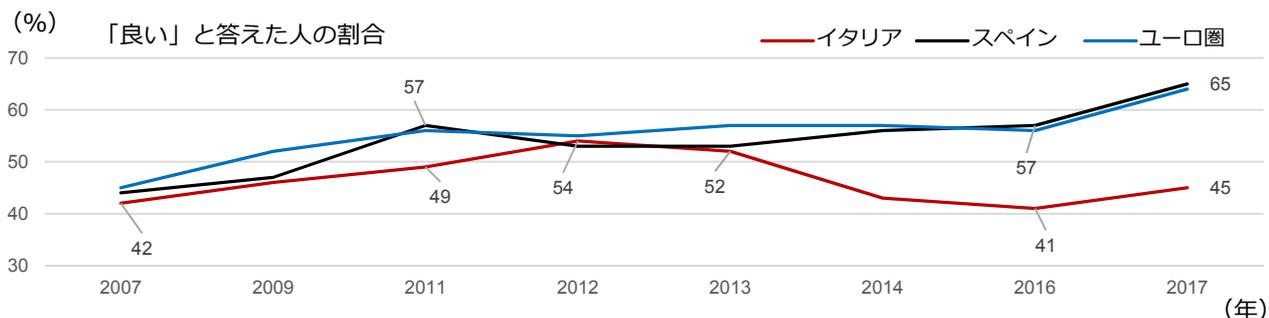
(2) 出所：2016年予算に関するEU財政報告書

(3) 出所：IMF

HSBC 

Global Asset Management

世論調査：統一通貨ユーロの導入は自国にとって良いことか、悪いことか？



出所：欧州連合（EU）、2017年12月

イタリアの財政収支は大幅悪化の可能性、スペインはEU財政規則の順守を約束

イタリアの財政にはある程度の余裕があるものの、新政権が約束した景気刺激策はEUの財政規則に反する内容である。新政権が計画している政策の中には、2元的所得税のフラット化や1ヶ月あたり780ユーロ（約99,500円）の最低生活保障、経営不振の国有企業への関与の拡大などが盛り込まれている。仮にすべてが実施されるとすれば、政策綱領は財政赤字を著しく拡大させるものになりかねず2019年にはGDP比で約6.5%まで赤字幅が拡大する可能性もある。⁽⁴⁾

スペインでは、新政権が2018年のGDP成長率を2.7%と想定した上で、財政赤字をGDP比2.2%に抑える内容の18年予算案を堅持するとみられる。しかし、欧州委員会（EC）は18年の財政赤字はGDP比2.6%に近い規模に達すると推計し、19年も計画から大きく乖離する状態が続くとみている。⁽⁵⁾ 19年予算は9月20日までに国会で議決されると予想されるが、連立政権が一貫した多数議席を得られていないだけに、予算審議は難航する見通しである。ただし、欧州当局とは対立しない陣容で組閣が行われたことは好材料である。

構造改革の今後を注視

イタリアでは前政権がこれまで実施してきた改革政策の見直しが行われ、年金改革は一部撤回され、付加価値税（VAT）が財政悪化の際に自動的に引き上げられる措置が廃止されるとみられる。好材料としては、ポピュリズム政党による連立政権が提示する政策一覧に行政の合理化が盛り込まれている点が挙げられる。大きな鍵となるのは、今回の連立政権が、税逃れや官僚主義、地域ごとに異なる規制、難解な司法システムなどのかねてから問題視されている構造的逆風を一掃できるかどうかである。こうした構造的逆風を受けている潜在的GDP成長率は18年から19年にかけてわずかに前年比0.3%にとどまると現時点で推計され、スペインの同0.8%やユーロ圏全体の平均の同1.3%を下回っている（OECD推計）。

スペインの18年予算に盛り込まれた政策はEC勧告に完全に一致するものではなく、例えば年金支給額を引き上げることになっている。それは、18年1月に遡って支給額の1.6%引き上げを実施するほか、19年もCPI（消費者物価指数）上昇率に連動して引き上げるというものである。これらは、年金支給額を自動的に0.25%の幅で見直すとした年金改革協議の合意内容を超えている。またこの政策は、19年から23年にかけて年金支給額を減少させると予想された「持続可能性要因」の適用を延期している。

さらに18年予算では、最低年金受給者への支給額の2%引き上げや所得税減税、地方への一段の財政移譲、より多くのインフラ投資などが計画されている。今後のスペインが主に問われるのは、国内に反対論も多い改革を実施して成功させられるか否かということであり、それは地域ごとに異なる規制を撤廃して市場を一体化する政策あるいは労働市場を一段と自由化する政策などを推進することである。

(4) 出所：Osservatorio Conti Pubblici

(5) スペインの国別改革プログラムにおける欧州理事会勧告—2018年5月23日

新政権で新たな展開か？

ギリシャが2015年に経験したように⁽⁶⁾、市場の緊張感が高まると、対立的姿勢の社会勢力や政治的潮流は減退する傾向を見せる。

スペインでは安定感があるが、現在は少数与党政権でもあるため、より根本的な構造改革を厳格な財政規律を守りながら進めるのは容易でない状況と考えられる。

イタリアでは、すでに市場は大きなリスクプレミアムを織り込んでいる。反ユーロ的な言辞はこのところ沙汰済みだが⁽⁷⁾、政策綱領を実施する難しさが明らかになれば再び活発化する可能性がある。こうした背景から政策的不確実性は高止まりするだろうが、イタリアがユーロから離脱する可能性は完全には排除できないものの極めて低いと考えられる。

ユーロ圏は、国際的に貿易政策や安全保障、外部境界線、気候変動などの面で一段と厳しい環境に置かれているだけでなく、内部から生じる問題も抱えている。EU首脳同士が歩調を合わせて対応し解決策をさぐる事が賢明と考えられる。新政権で新展開か？と問われたとしても、EUがさらに協力してリスク均衡を調整すれば、必ずしもそうとは限らないだろう。

(6) ギリシャでは欧州中央銀行と欧州委員会から勧告された緊縮財政計画について2015年7月5日に国民投票が行われ、61%が拒否した。しかしその数日後にギリシャ政府はEUに対して3年間の資金援助を正式に申し入れるとともに、行政や年金、税制をはじめとする分野での適切な構造改革の実行を約束した。

(7) イタリアで新たに財務相に就任したジョバンニ・トリア氏は任命数日後の6月10日にEUの財政規則の順守を約束する融和的な姿勢を打ち出した。



留意点

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認頂きご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.78%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.16%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。 「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

※上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

※費用の料率につきましては、H S B C投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

※当資料は、H S B C投信株式会社が情報提供を目的として、H S B Cグローバル・アセット・マネジメント（フランス）が作成した“Europe Insights”を翻訳・編集したものです。

H S B C投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308号

加入協会 一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会/日本証券業協会



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.com/jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、H S B C投信株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。