

2016年9月8日 全5頁

イタリアの不良債権問題

解決を阻んでいる主因は？

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- 欧州の銀行の株価が冴えず、とりわけイタリアの銀行株が年初来で大幅安となっている。原因はイタリアの銀行部門の不良債権処理が進んでいないことにある。EBA（欧州銀行監督機構）のデータによると、2016年3月末のイタリアの不良債権比率（NPL Ratio）は16.6%で、英国の2.3%、ドイツの3.1%、フランスの4.0%はもとより、スペインの6.3%と比較しても高水準である。
- イタリアの不良債権比率が高いのは、もともと銀行数が多く競争が激しいことを背景に甘い審査での貸出が多い、収益性が低いという問題があったところに、景気停滞の長期化が加わったことが原因と考えられる。景気停滞は企業業績や家計所得の悪化を招き、銀行への返済を滞らせて、不良債権を増加させる要因である。一方、不良債権の増大が銀行の融資余力を低下させ、投資の抑制要因となって景気停滞を長期化させる作用もある。すなわち、不良債権処理が遅れるほど景気低迷も長期化する悪循環のリスクがあるが、イタリアはこの悪循環から抜け出せていないと見受けられる。
- 焦点となっているイタリア3位のモンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ銀行（MPS）の不良債権処理に関して、EUルールとイタリアの政治日程が障壁となっている。イタリア政府は公的資本の注入を検討してきたが、EUルールで公的支援に先立って当該銀行の株主や債券保有者の負担共有（ベイルイン）が必要とされていることが問題となり、実現していない。イタリアではこの秋に憲法改正の是非を問う国民投票が予定されているが、レンツィ首相は否決された場合は退陣する方針を表明してしまっている。憲法改正の中身ではなく、現政権に対する不満表明の場として国民投票が機能してしまう懸念が否定できない中で、ベイルインは政府にとってリスクの高い選択肢なのである。

際立って高いイタリアの不良債権比率

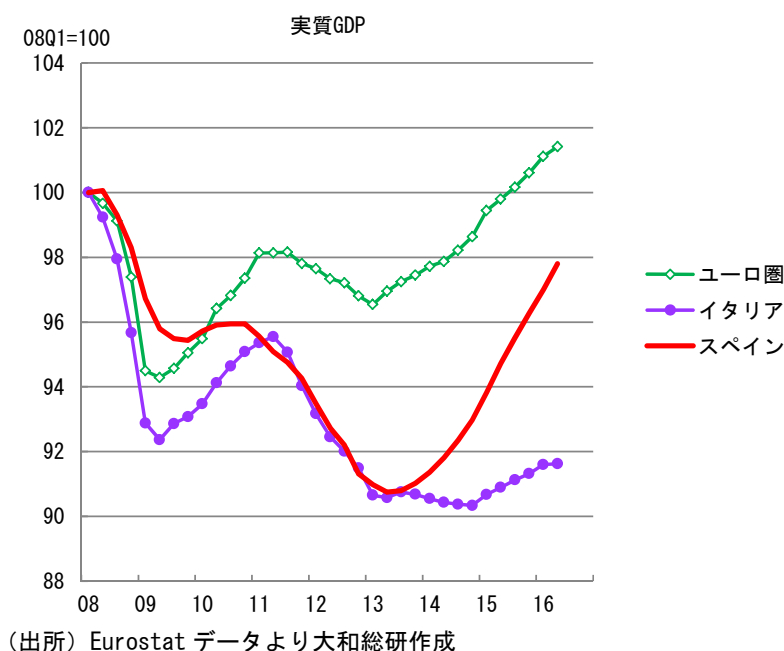
英国の EU 離脱 (Brexit) が決定された直後、世界の主要株価指数が急落したが、1 カ月後にはそのほとんどが国民投票前の株価水準を回復した。Brexit がいつどのように実現するのか、判断する手がかりがほとんどなく、また、当面は経済への影響もさほど大きくないとの見通しが優勢になったためである。震源地である英国の FTSE100 指数は 8 月に年初来高値を更新した。これに比べるとドイツの DAX30 指数やフランスの CAC40 指数など他の欧州諸国の株価指数の上昇は見劣りする。足を引っ張っているのは銀行株で、中でもイタリアの銀行株は軒並み年初来で大幅安となっている。

イタリアの銀行株が冴えない原因は、不良債権処理が遅れていることにある。EBA (欧州銀行監督機構) のデータによると、2016 年 3 月末のイタリアの不良債権比率 (NPL Ratio) は 16.6% で、英国の 2.3%、ドイツの 3.1%、フランスの 4.0% はもとより、スペインの 6.3% と比較しても高水準にある。不良債権比率だけに注目すれば、ギリシャの 46.6%、ポルトガルの 19.2% とイタリアを上回る国も存在するが、イタリアの銀行資産の規模は EU で 4 位の大きさであるため、不良債権の金額で言えばイタリアが EU 最大となる。

なぜイタリアの不良債権比率は高いのか

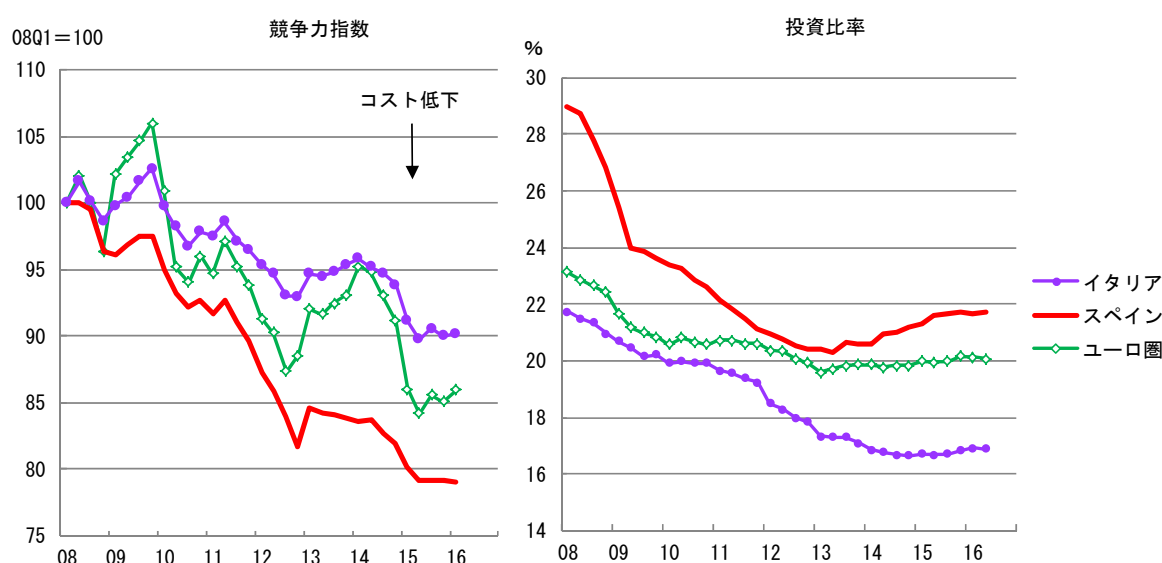
イタリアの不良債権比率が高いのは、もともと銀行数が多く競争が激しいことを背景に甘い審査での貸出が多い、収益性が低いという問題があったところに、景気停滞の長期化が加わったことが原因と考えられる。イタリア経済は 2008 年以降、金融危機とユーロ圏債務危機により大きく落ち込んだが、その後の景気回復は、同様に財政健全化を最優先課題とせざるを得なかったスペインと比較しても鈍さが目立つ。

図表 1 景気回復の遅れが際立つイタリア



イタリアとスペインの景気回復に差が出た原因の一つとして、雇用コストが指摘される。ECBがユニット・レーバー・コストをもとに算出している競争力指数に注目すると、スペインでは2010年以降のコスト低下が顕著であるのに対し、イタリアのコスト低下はかなり限定され、ようやく2015年になって少し加速した。明暗が分かれた原因は、スペインがコスト低減を目的に雇用関連の規制緩和などに早めに取り組んだ一方、イタリアでは同種の改革が遅れたことにある。スペインは雇用コスト削減を追い風に、欧州における自動車生産の拠点としての地位を強化し、輸出と生産の拡大を実現させた。そして、スペインの投資比率（GDPに占める固定資本形成の割合）は2013年半ばに底打ちし、ここ3年は緩やかながら上昇傾向にある。一方、イタリアの投資比率はほぼ8年続いた低下傾向によりやく歯止めがかかったところである。

図表2 イタリアとスペインの景気回復に格差



(注) 競争力指数はユニット・レーバー・コストをもとにECBが算出したユーロ圏各国の相対的な競争力
(出所) Eurostat、ECB データより大和総研作

景気停滞は企業業績や家計所得の悪化を招き、銀行への返済を滞らせて、不良債権を増加させる要因である。一方、不良債権の増大が銀行の融資余力を低下させ、投資の抑制要因となって景気停滞を長期化させる作用もある。すなわち、不良債権処理が遅れるほど景気低迷も長期化する悪循環のリスクがあるが、イタリアはこの悪循環から抜け出せていないように見受けられる。

Brexitによって増幅された銀行の収益悪化懸念

ところで、イタリアの銀行の不良債権は金融危機、ユーロ圏債務危機とそれに続く景気低迷で増大してきており、その解決の必要性は長らく指摘されてきた。それがこのところ改めて注目されているのは、Brexit 決定により欧州の銀行の収益環境が一段と悪化すると懸念されたため、中でも不良債権比率の高いイタリアの銀行が焦点になっているという事情がある。Brexit

は決まったものの、先行きの見通しは非常に不透明であり、それが景気減速要因となることが懸念され、欧州各国の長期金利が軒並み低下している。10年国債利回りの低下幅の大きさが目立つのは英国債だが、ドイツ債は利回りがマイナス圏で推移するのが常態となっている。このような長期金利の低下は銀行の収益源の一つである利ザヤの縮小につながる。

モンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ銀行（MPS）の問題

イタリアの銀行の中で不良債権処理が喫緊の課題となっているのが、イタリア3位のモンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ銀行（MPS）である。同行の2016年3月末の不良債権率は34.4%と飛び抜けて高く、7月29日に公表されたEBAによるストレステストでは対象となった51銀行の中で、ただ1行リスクシナリオが実現した場合は2018年に資本不足に陥ると判断された。

MPSは7月初めにECBから2018年の不良債権比率を当初計画の28%から20%まで削減するよう求められており、ストレステストの公表直前に新たな再建計画を発表した。それによるとMPSは277億ユーロの不良債権を証券化により92億ユーロで売却し、自己資本不足を補うために最大50億ユーロの増資を年末までに実施する計画となっている。ただし、MPSの株価は年初から大幅に下落しており、同行がこのような大規模の増資を実現できるかは疑問視されている。

MPSの不良債権処理に関しては、民間からの支援だけでは限界があり、公的資本の投入が望まれている。実際、イタリア政府も公的資本の投入を検討していると報じられてきたが、2016年1月から適用となっているEUの銀行再建・破綻処理指令（BRRD）とイタリアの政治日程との兼ね合いが障壁となり、公的資本の投入は実現していない。BRRDでは銀行に対する公的救済の前提条件として、当該銀行の株主や債券保有者による総負債の8%相当の負担共有（ベイルイン）が原則となっている。ところが、イタリアの銀行債券は過去に政府が税制優遇などで促進した経緯もあって個人投資家の保有が少なくないため、ベイルインが実施された場合は多くの個人投資家に損失を求めることになる。

これはレンツィ首相の進退をかけた国民投票をこの秋¹に控えるイタリア政府にとり、リスクの高い選択肢である。国民投票で問われるのは上院の権限縮小を主眼とする憲法改正の是非である。イタリアでは上院と下院が同等の権限を有し、これが「決められない政治」の原因となってきたことから、政策決定の迅速化と政権安定を目指した上院改革が準備されている。ところが、レンツィ首相が、国民投票が否決された場合は退陣する方針を表明してしまっているため、今回の国民投票はレンツィ政権に対する不満表明の場として機能してしまう可能性が高い。世論調査では与党の支持率が低下傾向にあり、左派のポピュリスト政党である五つ星運動に抜かれている。イタリア政府はBRRDの例外規定を活用して、ベイルインなしでMPSに公的資本を注入する道を探ったとされるが、BRRDが導入されてからまだ日が浅い中で例外規定を適用することに欧州委員会が難色を示した模様である。このため、民間の資金を活用した再建計画の発表となっているのである。

¹ 当初10月に実施とされてきたが、9月初めにレンツィ首相は11月15日から12月5日の間での実施と言及。

皮肉な巡り合わせ

MPS の不良債権処理が計画通り進まない場合、それがイタリアの金融システム不安の引き金を引き、ユーロ圏の金融システムまでも揺るがす問題となるのだろうか。MPS の再建計画には他の金融機関や年金基金などからの支援が見込まれており、MPS が再建に失敗した場合にはマイナスの影響を受けることになる。ただし、7月29日のEBAのストレステストでは、欧州の主要銀行の資本増強が進展していることが確認されている。また、MPS の不良資産問題は以前から広く認識されているリスクであるため、金融システム全体を揺るがす問題となる可能性は低いと考えられる。さらに、万一 MPS の不良債権問題がユーロ圏全体の金融システムを揺るがすような問題となった場合には、BRRD の例外規定で認められているペイルインなしの公的資本注入に道が開かれる可能性が高い。

逆に言えば、現在は緊急時ではなく平時であるために、イタリアの不良債権処理がなかなか進展していないという見方も可能である。実はスペインでは金融危機とユーロ圏債務危機の最中に銀行の不良債権が問題となった。当時のスペインは10年以上続いた不動産バブルが崩壊した直後で、多くの銀行が不良債権の増大に直面していた。スペイン政府はEUからの支援も仰ぎつつ、積極的な公的資本注入などで問題解決をせざるを得なかったが、その後、不良債権比率は低下傾向にある。イタリアでも銀行債務の問題がくすぶってはいたものの、スペインほど問題が緊迫しておらず、加えて政権が安定せず、大胆な政策をとりづらかったことも対応が遅れた一因と考えられる。その政策決定の遅れを解消する目的で上院改革をしようとしていることが、MPS の不良債権処理に公的資金を活用しようとしていることの足かせとなっているのは皮肉な巡り合わせといえる。

もっとも、イタリアに比べて銀行の不良債権処理も、景気回復もうまくいっているスペインで、2015年12月の総選挙以降、4政党による連立政権交渉がまとまらず、3度目の総選挙の可能性が高まっていることはこれまた皮肉である。危機の時代には挙国一致で問題解決にあたるのが優先されるが、平時にもどればさまざまな対立が表面化するようになる。欧州各国で政府やEUという既存の権力に反発する政党が台頭してきているのも、現在が緊急時ではなく、平時であることを示唆しているといえよう。