

2016年9月21日 全7頁

イタリア危機のリスクシナリオ

不良債権だけが問題の本質ではない

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 75

ロンドンリサーチセンター
シニアエコノミスト 菅野泰夫

[要約]

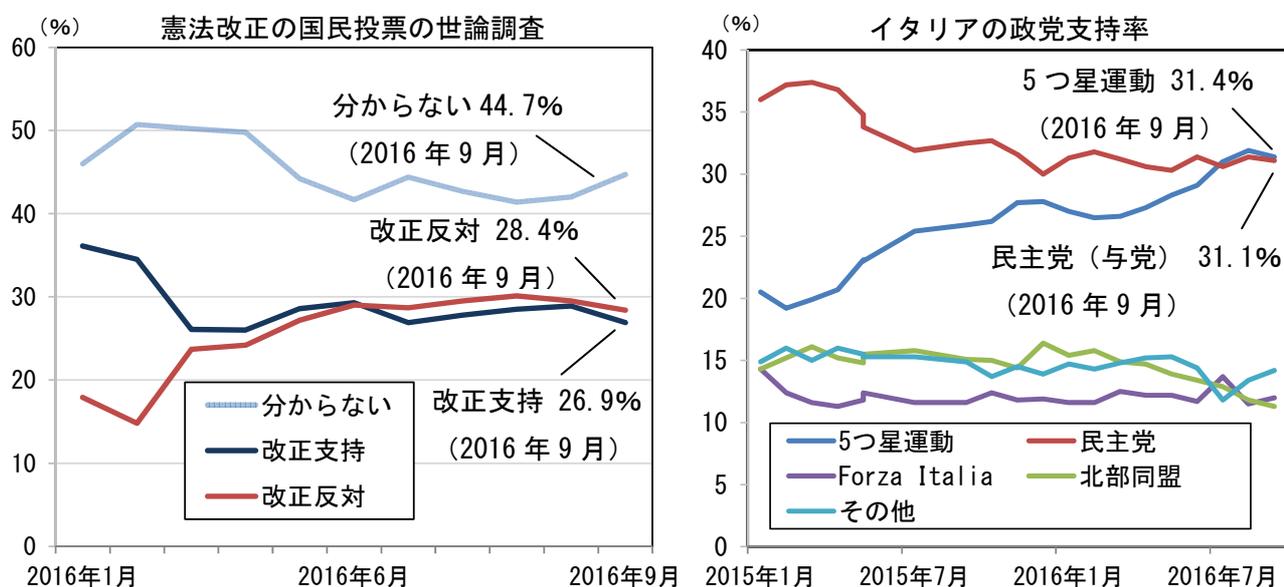
- 欧州では向こう9ヵ月間に、政権の命運を握る国民投票や総選挙が目白押しであり、政治リスクが高い不透明な時期が続くとみられる。特に注目されているのは11月中旬から12月初旬を目途に実施される憲法改正を問う国民投票を控えたイタリアであろう。投票実施が公表された2016年1月から、レンツィ首相率いる民主党の支持率はじりじりと下がり、それとともに憲法改正支持も低下している。
- イタリア政府は（モンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナの救済基金を念頭にした）不良債権買い取り基金第2弾のアトランテ2の資金調達を急いでおり、国内外の投資家から資金拠出を広く募っている。ただ意外にも調達は順調に進み、8月中旬の段階では基金稼働に必要とされる約17億ユーロを確保し、9月末の第一回目のファンドレイズの締め切りまでに25億～30億ユーロを調達する見込みである。
- イタリア銀行の問題の本質は不良債権比率の高さだけではない。マイナス金利が収益を圧迫するなか、長年の課題である業界再編が必要さが改めて高まっている。レンツィ首相が実施した銀行改革は、着手の時期が遅すぎ、効果も少ないとの批判にさらされていた。イタリア全国で銀行支店は3万を超えており、支店の半減と15万人に上る従業員の削減が急務と言われている。

EU 政治リスクの中でも特に注目されているイタリア

欧州では向こう 9 ヶ月間で、政権の命運を握る国民投票や総選挙が目白押しであり、政治リスクが高い不透明な時期が続くとみられる。

特に注目されているのは 11 月中旬から 12 月初旬を目途に実施される憲法改正を問う国民投票を控えたイタリアであろう¹。投票実施が公表された 2016 年 1 月から、レンツィ首相率いる民主党の支持率はじりじりと下がり、それとともに憲法改正支持も低下している。この国民投票は、レンツィ首相が自身の信任投票と位置付けており、改正反対が過半数となった場合は、首相は即辞任することを明言していた²。2016 年 9 月現在の投票意志を問う世論調査では、分からない (44.7%) が最も多いものの、反対 (28.4%) が支持 (26.9%) を既に逆転しており、レンツィ政権にとっては予断を許さない状況が続いている。

図表 1 イタリアの国民投票の世論調査と政党支持率



(出所) イタリア政府ウェブサイトより大和総研作成

既に、野党に限らず与党民主党議員からも、国民投票が否決された場合、“6月の国民投票で敗北した際、急遽責任をとって辞任した英キャメロン首相を見習うべき”との声が高まりつつある。具体的にレンツィ首相が辞任した時に想定されるシナリオとしては、①暫定内閣樹立、あるいは②解散総選挙などが視野に入る³。①のケースでは、マッタレラ大統領が暫定首相を任

¹ 上院の定数削減 (350 から 100) と下院の権限強化による両院制からの脱却を目指す上院改革案の賛否を問う。9月26日の閣議で日程が決定される予定。

² 有力な後継候補が見当たらないこともあり、本当に辞任するか疑問視する向きもある。

³ イタリアでは解散権は首相になく、大統領にある。大統領は現行首相の辞任を承認後、暫定首相を任命するが、第1党から選ぶ必要はなく政権運営能力で選ばれる (2011年にベルルスコーニ首相が辞任後、下院議員ではなかったモンティ首相が組閣した例などもある)。暫定首相に指名されても信任決議を受けられず組閣できなければ、大統領が解散総選挙を宣言する。

命することとなり、後任はグラッソ元大統領、パドアン財務相、フランチェスキーニ民主党元党首などが候補として挙げられている。大荒れとなることが予想される金融市場を抑え込むためにも、迅速な（大統領による）暫定首相の任命が求められると同時に、2018年春に予定されている総選挙まで持ちこたえられる内閣を樹立する必要がある。また、より警戒すべきは②のシナリオであろう。有力な後継候補がないこともあり、既に与党民主党の支持率は反EUを掲げる5つ星運動の支持率と拮抗する水準にまで低下しており、2016年7月から9月までの世論調査では僅かながらではあるが逆転を許している。6月の統一地方首長選でローマやトリノなど主要都市を含む20都市中19都市で5つ星運動が圧勝しており、解散総選挙になれば5つ星運動が第1党になる可能性もあり、英国に続くEU離脱シナリオが現実味を帯びてくる。

ただし新興政党である5つ星運動は、政治手腕も未熟であり地方議会の運営に手間取っていることも確かだ。特に初の女性ローマ市長として鳴り物入りで就任したビルジニア・ラッジ氏の苦境が連日報道されていることもあり、世論も夏季休暇前の反レンツィの勢いが失われ、急速に5つ星運動を見限る動きが加速し、揺り戻しが起きる可能性も否定できない。

図表2 欧州の政治日程

日程	政治日程
2016年 11月～12月	イタリア国民投票：結果次第で解散総選挙、EU懐疑派政党が政権につく可能性も
2016年 12月	オーストリア大統領選：EU統合に懐疑的な極右・自由党の候補者がどこまで票を伸ばすかが焦点に
2017年 3月15日	オランダ議会選挙（ポピュリスト政党台頭の可能性→国民投票？）
2017年6月	フランス議会選挙（国民戦線躍進→国民投票？）
2017年9月	ドイツ議会選挙（反移民・反モスリムのポピュリスト政党躍進の可能性）
2018年春	イタリア総選挙
2018年秋	スウェーデン総選挙：反移民・難民の極右政党台頭の可能性も
2019年春	フィンランド総選挙：EU加盟継続の是非をめぐる国民投票実施の可能性
2019年央	デンマーク総選挙：反移民を掲げる政党台頭の可能性

（出所）大和総研作成

アトランテ2とモンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ（MPS）銀行のその後

7月末に結果が公表された欧州銀行監督局（EBA）のストレステストでは、イタリアのモンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ（MPS）が普通株式等Tier1比率の最低水準をクリアすることができず、不良債権の削減や自己資本比率の向上が厳しく求められた。責任を取る形で9月14日にヴィオラ CEO が辞任を発表した後も、同行株価が不安定な動きを示すなど混乱が続いている。新CEOには同行出身で米投資銀行イタリア部門の責任者であったモレリ氏が任命されたが、同

行の資本増強計画の発表が2017年に先送りされたことや、3年間で3度目の増資⁴に嫌気が差した投資家がネガティブに反応したともいえる。さらに277億ユーロにもものぼるバランスシート上の不良債権の処理は依然不透明な部分が多い。7月末にヴィオラ CEO（当時）が発表した事業戦略計画の中では、対象となる不良債権を92億ユーロの価格（額面277億ユーロの33%に相当）で証券化して売却することを想定しているものの、実際にそれが可能かどうか推測することは難しい。バルクで処分されるポートフォリオにしても、現実的に277億ユーロのうちどの程度回収できるかは未知数ともいえる。当然、証券化する価格が下がれば（買い取り価格の%が低下すれば）、年末までに50億ユーロを予定していた増資額はさらに増やす必要がある。

その様な中、イタリア政府は（MPSの救済基金を念頭にした）不良債権買い取り基金第2弾のアトランテ2の資金調達を急いでおり、国内外の投資家から資金拠出を広く募っている。夏季休暇中にもかかわらず、アトランテ2は積極的にシティにある投資銀行やPE、年金基金などにも資金拠出の打診をしていた模様だ。ただ意外にも調達は順調に進み、8月中旬の段階では基金稼働に必要とされる約17億ユーロを確保し、9月末の第一回目のファンドレイズの締め切りまでに25億～30億ユーロを調達する見込みである⁵。

これには、イタリアへの投資熱が、昨今シティで高まっていたことなどにも起因している⁶。以前のシティでは、イタリアへの投資に興味を示す機関投資家は少なかったといえる。ただ、長引く超低金利政策や英国のEU残留の是非を問う国民投票により、多くの年限がマイナス圏に突入したドイツ、フランスの国債利回りを横目に、少しでも収益率が高められるイタリア国債に人気が集まっていたことなどからもその変化が窺える。アジアや米国でも、先進国債券としては高いインカム収益が望めるイタリアをマנדートに組み込むことを検討していた投資家も多かった。超低金利に加えて、Brexit後の高まるボラティリティを低下させるため、投資分散を画策する機関投資家からは積極的なイタリアへの投資コミットがあったといっても過言ではない。アトランテ2の運営母体であるクエスティオ・アセット・マネジメントによれば、9月末以降も資金調達を続け、2017年7月末までに35億ユーロの調達を目指すとしている。2017年7月末以降は、アトランテ1基金に残った資金（ビチェンツァ庶民銀行とベネト銀行の資本増強後に残った17.5億ユーロ）を自由に投資できる。この17.5億ユーロのうち、およそ5億ユーロがアトランテ2（すなわちMPS）救済資金への利用が想定されている。

好転していたイタリアの不良債権問題

さらにMPSを除けば、イタリア銀行の不良債権比率は低下傾向にあり、セクター全体の安定性は今回のストレステストでも証明されている。2016年4月のイタリア中銀の発表によれば、2015年12月末では与信の内、新規（フローを年率換算）の不良債権比率は3.3%まで低下し（2014

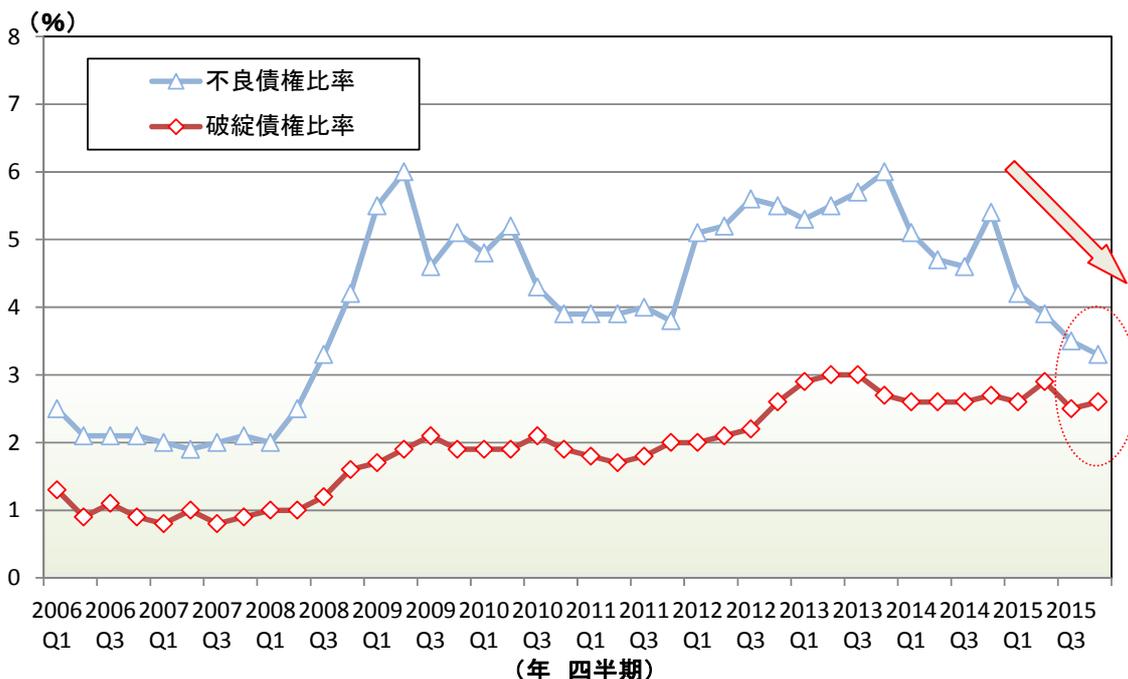
⁴ 2014年、2015年にイタリア政府が公的資金を注入（80億ユーロ）。今回は92億ユーロの不良債権の証券化と民間銀行のシンジケート団で最大50億ユーロの増資を年内に想定。

⁵ ファーストレイズ後、証券化したMPSの不良債権（16億ユーロ）の買い取りが実施される予定である。

⁶ ただしディストレス投資を行う大手PEの一部からは、アトランテ2のリターンの高さ（6%程度）からあまり乗り気ではないと、現地メディアからの報道も出ている。

年12月末は5.4%)、破綻債権比率⁷も2.6% (同2.7%) に留まるなど低下基調にあった。不良債権残高も2015年9月でピーク(3,630億ユーロ)となり、徐々に減少していたことは重要な事実として認識すべきであろう。銀行の貸出基準は未だ慎重であるものの、債務不履行となる与信は継続して減少している。さらに、不良債権に対する保全率⁸(カバー率)は2015年12月時点で45.4%と主要欧州銀行の平均(同43.8%)にほぼ沿った数値となっていたことも留意すべき事項である。

図表3 イタリア銀行の新規(フローを年率換算)の不良債権比率と破綻債権比率



(出所) イタリア中銀の資料より大和総研作成

ただユーロ圏全体では依然として根強い低インフレを示す経済指標が発表され、景気回復の脆弱さが改めて強調されている。8月のユーロ圏の消費者物価指数も市場予想を下回り、9月の定例理事会にて量的緩和策(QE)の半年間の延長(2017年3月→2017年9月)や、他の資産(銀行債、外債、株)の買入追加など追加緩和を期待する声も多かったといえよう⁹。一方、ドラギ総裁は、現在のQEは非常に効果的であり、変更(期間の延長、株や外債などの買入等)に関して議論に進展がないことを強調している。現在のインフレ率が下降局面であることは否めないが、何かしらのアクションを正当化するほどの変化は見られず、現行の金融政策は十分な効果を上げているとタカ派的な反論に終始したといえよう。

ただ、市場ではいつもよりも強気なドラギ総裁のスタンスを見て、「むしろQEの延長は確実」と指摘する声が増したことも確かだ。特にECBは、内部委員会を設置し、資産購入プログラム

⁷ 不良債権の内、破綻もしくは破綻に最も近い貸出債権の比率。

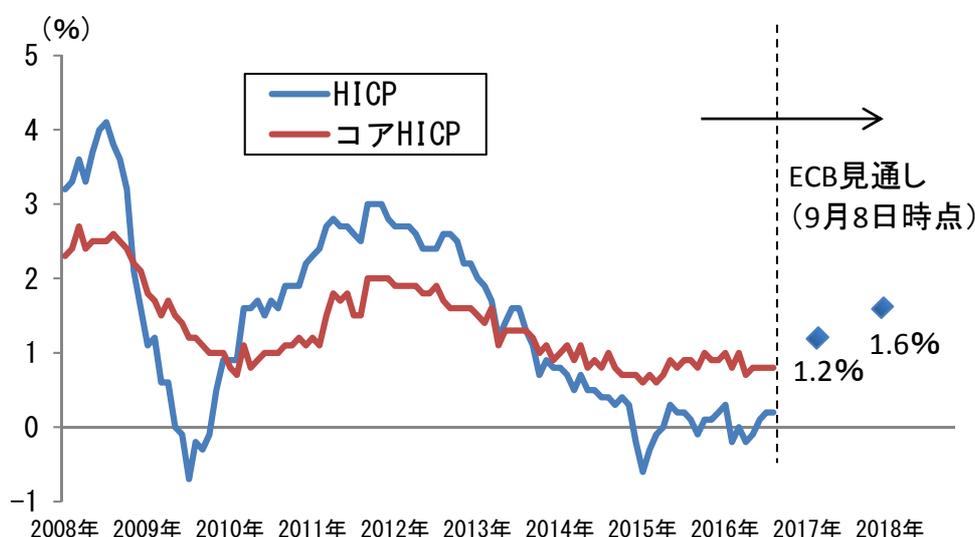
⁸ 不良債権の内、担保で保全されている貸出債権と引当金でカバーされている比率。

⁹ また9月のECBの定例理事会では、四半期毎のインフレ率の見通しをどの様に変更するかなどが注目されていた。結果的に、2017年を小幅に引き下げる(1.3%→1.2%)に留まり、大きな変更はなかった。同様に2017年、2018年の実質GDP成長率の見通しも引き下げられたが小幅に留めている。

のスムーズな実施を保証するための施策を協議すると発表している。QE で買い入れ対象の債券が少なくなりつつあることから（期限が延長されると、購入対象債券の不足が懸念されている）、ECBにはこれまでよりも柔軟な対応が求められるといえるだろう¹⁰。

特にドラギ総裁がキャピタルキー変更の可能性を否定しなかったことはイタリアにとってポジティブな側面が多いといわれる。イタリアはユーロ圏の中でも高い国債発行額を誇るが、購入対象となる債券が少なく、キャピタルキーの見直しがあれば、現状からの改善が期待できる。また財政余地があるドイツなどは、財政出動するべきだとドラギ総裁が促したこともイタリアにとってはメリットが大きいともいえる。元々は政治リスクが他のユーロ圏より小さい国と判断されていたイタリアにとっては、今後の ECB の金融政策の変更には期待が集まる。

図表4 ユーロ圏のインフレ率と ECB の実質 GDP とインフレ率の見通し（2016年9月8日発表）



実質GDP成長率予想(%)				CPIインフレ率予想(%)			
項目	2016年	2017年	2018年	項目	2016年	2017年	2018年
ECB予想(旧:2016年6月2日)	1.6	1.7	1.7	ECB予想(旧:2016年6月2日)	0.2	1.3	1.6
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
ECB予想(新:2016年9月8日)	1.7	1.6	1.6	ECB予想(新:2016年9月8日)	0.2	1.2	1.6

(出所) ECBより大和総研作成

不良債権だけが問題の本質ではない

イタリアの銀行の多くは、リーマン・ショック時に（デリバティブなど）大きな打撃が避けられたがゆえに、痛みを伴う銀行改革が遅れているといわれている。欧州債務危機も重なり、実質所得や生産性が低下し失業率が高止まりするなど、イタリアでは（保守的な定義によりもともと比率の高かった）不良債権の増加に歯止めがかからなかった。

ただしイタリア銀行の問題の本質は不良債権比率の高さだけではない。マイナス金利が収益

¹⁰ ただBOEが否定したヘリコプターマネーの検討状況に関しては、全く理事会内で議論したことがないと、これまでのスタンスを維持した。

を圧迫するなか、長年の課題である業界再編の必要性が改めて高まっている。レンツィ首相が実施した銀行改革は、着手の時期が遅すぎ、効果も少ないとの批判にさらされていた。イタリア全国で銀行支店は3万を超えており、支店の半減と15万人に上る従業員削減が急務と言われている。イタリアでは左派政権が台頭した時代が長く、雇用整理には莫大なコストが掛かることが予想される。硬直した労使関係が再編の足かせとなっており、レンツィ首相がまず行うべきは、銀行と労組の協議への介入であろう。

無論、バランスシート調整（不良債権問題）の遅れなどを理由にイタリア経済は依然としてダウンサイドリスクにさらされていることは確かである。Brexit以降の欧州景気の下振れ懸念と、一段の金利低下からイタリア銀行セクターの脆弱性が注目され、イタリアへの投資を回避する傾向があったことは否めない。ただイタリア銀行の新規の不良債権比率は低下しており、本来であればMPSの問題がここまで市場の疑心暗鬼を招く必要はなかったともいえる。イタリアの事情を誰よりも理解しているのは、イタリア人であるドラギ総裁に他ならず、タカ派的な姿勢がイタリア情勢にどのように影響するのか、今後の金融政策の舵取りも含めて改めて注目されるだろう。ただもちろんその前に、イタリアの銀行が収益性を改善する抜本的な構造改革が必要となることは言うまでもない。

(了)