

2016年12月28日 全5頁

イタリア銀行問題が公的資金注入で決着に

モンテ・パスキの問題を政治リスクに波及させない方針

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 79

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]

- 2016年12月22日、イタリア政府は緊急閣議を開き、モンテ・デイ・パスキ・デイ・シエナ（モンテ・パスキ）などへの公的救済を承認する政令を成立させた。モンテ・パスキはECBから課されていた12月31日を期限とする民間セクターによる50億ユーロの増資を目指していた。ただ個人等からの債務の株式化（デット・エクイティ・スワップ）や、中核的投資家からの調達を合計しても25億ユーロしか集まらなかったといわれており、増資は失敗に終わり政府に公的救済を求めることとなった。
- 今回、イタリア政府が承認した公的救済はEUの銀行再建・破綻処理指令（BRRD）の予備的資本増強といわれている。この予備的資本増強を活用すればシニア債はペイルイン無しで公的資金注入を認めることができる。さらに今回重要であるのは、この予備的資本増強を使用すると同時に、同行の（ペイルイン対象の）劣後債の投資家に対しても、イタリア政府が補償を与えることである。
- 欧州委員会がこのイタリア政府の公的救済を承認するとなると、2016年のBRRD発効以来、初めて例外条項を認めることを意味する。ジェンティローニ内閣が、EUから国民の痛みを伴わない公的救済の承認を取ることができれば、政治リスクが高まることはない。逆に国民が損失負担ということになれば、庶民の怒りは、再度、反EU政党支持拡大につながる恐れがある。

イタリア政府が民間銀行への公的救済を承認

2016年12月22日、イタリア政府は緊急閣議を開き、モンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ（以下、モンテ・パスキ）などへの公的救済を承認する政令を成立させた。モンテ・パスキはECBから課されていた12月31日を期限とする民間セクターによる50億ユーロの増資を目指していた。しかし、増資の雲行きが怪しくなってきたことを受け、イタリア政府はこの政令により、銀行セクターに対して増資や緊急流動性支援など200億ユーロの救済パッケージ¹を用意し、公的債務上限引き上げについて議会承認を受けた。

当初からモンテ・パスキの増資計画は順調とはいえなかったが、大手投資銀行が中核的投資家となり、資本注入を検討していると報じられてもいた。カタールの政府系ファンドによる10億ユーロの投資や、中国の投資家なども参加を検討しているといわれ、増資成功の期待が高まったが、これら投資家は直前になり二の足を踏んだとされる。個人等からの債務の株式化（デット・エクイティ・スワップ）による調達も30億ユーロの目標に対して未達に留まり、中核的投資家からの調達を合計しても25億ユーロしか集まらなかったといわれている。結果的に民間からの資金は集まらず、増資は失敗に終わり政府に公的救済を求めることとなった。また当初は資金が枯渇しても流動性規制を下回る水準まで11ヶ月間は耐えられるという見通しであったが、2016年12月21日に実際は4ヶ月間（2017年4月まで）しか流動性規制要件を満たすことができないというモンテ・パスキの発表も影響が大きかった（この発表を受けて同日に、モンテ・パスキの株価は大きく下落）。

イタリアの政治リスク懸念する外国人投資家

モンテ・パスキは過去3年間で2度の大型の増資を成功させたものの、それ以上の損失を出しており²、3度目の増資を行うことに投資家からの理解を得られなかったことも納得できる。特に2016年7月末にヴィオラ CEO（当時）が発表した事業戦略の中では、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）で証券化して売却を想定していたが、実際にはその金額で売却が可能であるかも疑問視されていた。当初から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）、50億ユーロの増資では不足するともみられていただけに、投資家側も資金提供に躊躇したとされる。

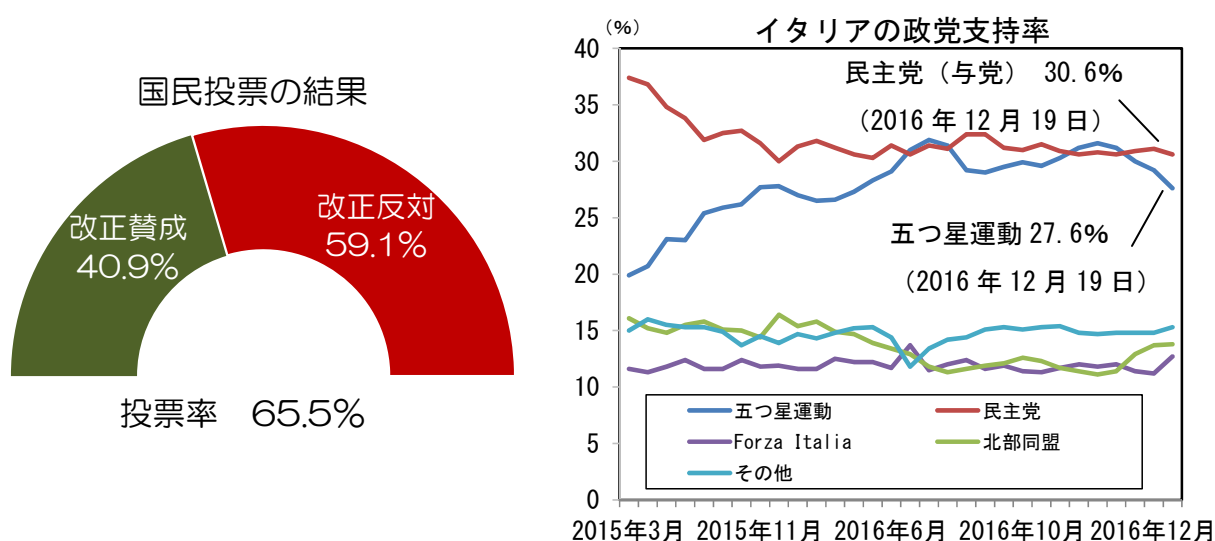
さらに昨今の政治リスクの高まりに、イタリアへの投資を躊躇する投資家が多いことも挙げられよう。特に2016年12月4日の国民投票の結果を受けたレンツィ首相の辞任は大方の予想どおりではあるものの、イタリアが必要とする改革を断行するリーダーシップを備えた首相の辞任に外国人投資家は大きく失望したといってもいいだろう。暫定政権が議会の信任を失い早期解散に追い込まれる可能性が燻るなど、2018年春の総選挙までイタリアは高いリスクが残る市場であるという、外国人投資家の警戒心も強まっている。ただ、現状では民主党連立政権をすぐに脅かすような存在の政党が存在しないのも事実である。2016年初から国民投票までの間に、大きく支持率を伸ばした反EUを掲げる五つ星運動も昨今では失速気味である。例えば、同

¹ 対象はモンテ・パスキだけでなく他の公的救済を必要とする銀行も含むとされている。

² 2014年、2015年に80億ユーロの資金調達後、150億ユーロの損失を計上。

党のビルジニア・ラッジ氏は、初の女性ローマ市長として鳴り物入りで就任したものの政治経験の浅さから苦境が連日報道されているうえ、清廉さをアピールしていたにもかかわらず、側近が汚職で逮捕されている。特に国民投票以降、五つ星運動の支持率下落は顕著であり、当面はジェンティローニ首相の暫定政権でも、イタリアの政治リスクは低くなると予想できる。とはいいながらも、モンテ・パスキの増資失敗はイタリアに対する外国人投資家の不信任決議ともいえ、イタリア政府はこれを深く受けとめる必要がある。

図表1 イタリアの国民投票結果と政党支持率



(出所) イタリア政府ウェブサイトより大和総研作成

公的救済の詳細、BRRDの特例条項

今回、モンテ・パスキが要請し、イタリア政府が承認した公的救済は、EUの銀行再建・破綻処理指令 (BRRD) の予備的資本増強 (precautionary recapitalization) といわれている。2016年1月から発効されているBRRDは、債権者の負担共有 (ベイルイン制度) が公的救済の前提条件となり、救済の大きな障壁となっていた。ただしこの予備的資本増強を活用すれば国家補助規定 (State aid rules) の枠組みで、BRRDの例外条項³を活用でき、シニア債はベイルイン無しで公的資金注入を認めることができる。加盟国の経済における重大な混乱など金融安定性を損なうシステミックリスクが高い場合には、欧州委員会からの承認があればBRRDの適用除外が認められており、予備的資本増強を活用できる。

モンテ・パスキおよびイタリア政府が国家補助規定の枠組みを利用した理由は、同国ではシニア銀行債は貯蓄代替として幅広く投資されており、モンテ・パスキも含め銀行債の保有者には個人投資家が多いためとされる。さらに、(ユーロ圏でのマイナス金利導入以降) 長く続く低金利を受け、少しでも高い利回りを求める個人投資家が積極的に銀行債を購入した経緯もある⁴ (シニア債が中心だが劣後債も多い)。現行のBRRDの規則どおりに、モンテ・パスキに対し

³ 32条の第4項、具体的な指針は“2013年銀行通達 (Banking Communication)”のバーデン・シェアリング。

⁴ ただ2012年1月の銀行債の利子にかかる税率変更 (12.5%→20.0%、2014年7月からはさらに26.0%に引き上げ) により、投資は年々減少に転じている側面もあることも確かだ。それでも個人投資家の間では現時点で

てペイルインを実行するとなれば、株式と劣後債の保有者がまずは損失を負担し、その合計が総負債の8%に満たなければ、次に銀行債の保有者も損失を負担することとなる。またペイオフが適用され、10万ユーロ以上の預金についてはヘアカットの対象となる可能性もある⁵。今回、国民投票を受けてレンツィ首相が辞任したということ「特別事態」などとして例外が認められたならば、少なくとも銀行債の保有者の損失は回避されることとなる。

さらに今回重要であるのは、イタリア政府はこの予備的資本増強を行うと同時に、同行の（ペイルイン対象の）劣後債の投資家に対しても、補償を与えることだ。このイタリア政府が通達した補償の条件は、個人投資家であれば劣後債の損失の全額、機関投資家であればその損失の75%を自動的に政府が補償するものである⁶。これは2015年末にイタリアの小規模地銀4行を救済する際に行ったスキーム⁷をモデルにしているとも考えられる。この時にも、劣後債がペイルインされても、投資家には事後的に損失補てんに応じた事例がある。ただこれはBRRDが発効されたにもかかわらず、相変わらず銀行の投資家（特に個人）に損失を負担させずに、間接的に政府補償が行えることを意味する。民間投資家の保護という概念で、欧州委員会もこのイタリア政府の対応を容認するということになる⁸。

リーマン・ショック以降目指してきた金融規制の概念は既に骨抜きか？

ただ欧州委員会がこのイタリア政府の公的救済を承認するとなると、2016年のBRRD発効以来、初めて例外条項を認めることを意味する。これはリーマン・ショック以降、推し進められてきた金融規制を骨抜きにする可能性も秘めている。どんなに大きな銀行でもまずは銀行負債の保有者から損失負担をさせ、公的資金（政府補償も含む）を極力使わずに破綻させるというバーゼルⅢ等の銀行規制の概念は、所詮、絵に描いた餅ともいえよう。

また、2017年1月に就任予定の米国のトランプ次期大統領が、ドッド・フランク法の廃止や新たな金融規制導入の凍結など、大幅な規制緩和を進める姿勢を打ち出していることなども、EU側の対応に影響する可能性がある。昨今、欧州でも、規制要件を満たすために銀行経営の自由度が狭められるなど、金融規制の厳格化はむしろマイナスの影響を及ぼしているとの見方がある。現状の規制強化の方向性が続けば、欧州銀行はトランプ次期大統領の規制緩和により自由度が広がった米国の金融機関と厳しい競争を強いられるとの懸念も出ている。

特にバーゼル規制などの銀行規制の強化は、今まで米国の金融当局からの意向が強く働いていた。もし米国金融当局からの声が弱まれば、欧州銀行にとって有利な方向で規制策定が進む可能性も指摘される⁹。

も国債の保有金額を上回る投資がされているのが実情である。

⁵ イタリア中銀の発表では、家計が保有する銀行債が1,730億ユーロ、劣後債が290億ユーロ、預金保険対象外の預金（10万ユーロ以上）が2,250億ユーロとなっており、いかに個人が銀行債を多く保有しているか分かる（2015年第3Q時点）。

⁶ 劣後債を同等の価値のシニア債と交換するなどして補償する。

⁷ 4つの地方銀行（Banca Marche, CariFerrari, CariChieti および Banca Etruria）に対して、低所得層であることや、あるいは資産が僅かしかないことなどを証明できれば、劣後債の損失を政府が補償した。

⁸ 2013年銀行通達の中の、劣後債の損失に対する例外処理などを活用していると想定される。

⁹ 特にバーゼルⅣと呼ばれている内部格付手法採用行の（住宅ローン等）リスクアセットの増大による必要資本

欧州では EU 統合深化に向けた求心力が弱まりつつあるかのように、2016 年 6 月には英国でブレグジットが選ばれたのを筆頭に加盟国の多くで EU 懐疑派、右派の台頭が顕著になっている。EU 統合が弱まることへの焦りが、イタリア政府の公的資金注入容認の方向に動いたとなれば、問題はイタリアの一銀行の救済というレベルには留まらない。イタリアの政治リスクを抑え込もうという意図が EU にあるならば、BRRD の例外条項を容認することも想像に難くない。

そうなれば、現行の金融規制は緩和する方向にあるということのみならず、加盟国の事情を加味したより柔軟な対応もできるということ、EU が示したこととなる。また今回、イタリア政府が抛出する 200 億ユーロは、対 GDP 比で 1.2% の規模となり、同国の EU 財政規律目標の達成はまた振り出しに戻ることもなる¹⁰。ただ当面は、政治リスクの高まりを抑えるためにも、イタリアのみならず財政規律遵守目標を期限内に達成できない他の加盟国に対しても、欧州委員会が寛容な処置を取ることが予想できる。

ジェンティローニ内閣が、EU から国民の痛みを伴わない公的救済の承認を取ることができれば、政治リスクが高まることはない。逆に国民の損失負担ということになれば、庶民の怒りは、再度、反 EU 政党支持拡大につながる恐れがある。今回のケースで EU は（世界が内向き志向となる今）、統合深化のためにも、より柔軟性のある対応を選択するのかもしれない。ただこれが繰り返される状況にあるならば、欧州統合という大プロジェクトはまた一步、崩壊へと歩み出ととっても過言ではない。

(了)

の積み増しなどの規制の方向性が弱まれば、米国に比べて大手行の内部格付手法採用行が多い欧州や日本では、トランプ政権下では規制遵守コストが削減されることから、業績の回復が見込まれる。

¹⁰ ただ欧州委員会は、今回の公的資金を構造的な財政赤字に影響しない一時費用として扱う可能性が高いことを示唆している。