

英国のEU離脱危機とイタリアの銀行危機

～「離脱ドミノ」が結ぶ2つの危機～

経済調査部 主席エコノミスト 田中 理(たなか おさむ)



要旨

- 英国国民投票後の欧州景気の下振れ懸念と一段の金利低下が脆弱なイタリアの銀行部門を直撃している。今年から始まったEUの銀行再生破綻処理ルールでは、銀行救済に公的資金を注入する前に、銀行の債券保有者などに一定の損失負担が求められる。だが、年金生活者などに損失が発生するペイルインの適用は政治的な猛反発に直面する。イタリア政府は一時的な政府支援の特例を求めているが、EU側は難色を示しており、協議は難航している。
- こうした銀行救済を巡る混乱は、10月にイタリアで予定されている上院の立法権限を制限する憲法改正の国民投票の結果を左右しかねない。レンツィ首相は投票が否決されれば退陣する意向を示唆しており、来年にも前倒しで総選挙が行なわれる可能性がある。各種の世論調査では現在、ローマ市長選を制した反体制派の新興政党「五つ星運動」が大きく躍進し、与党・民主党に肉薄している。移民排斥を訴える「北部同盟」と合わせれば、次回選挙で過半数の議席獲得も視野に入る。
- 五つ星運動と北部同盟の両党はイタリアのEU又はユーロ離脱の是非を問う国民投票の実施を求める可能性がある。改選後の獲得議席次第では、国民投票の実施要件を満たすことも考えられ、英国に次ぐ「離脱ドミノ」が意識される。今後は欧州発の政治イベントにこれまで以上に市場が翻弄される展開を想定しておく必要がある。

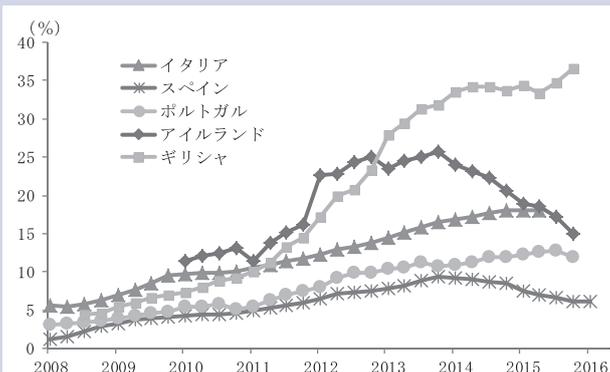
1. イタリアの銀行部門を直撃

英国の欧州連合(EU)離脱危機とイタリアの銀行危機、一見無関係に思える2つの危機は深く結びついている。英国国民投票後にイタリアの銀行株が大幅に下落したのは、市場参加者の身勝手な連想ゲームによるものではない。反対に、英国国民投票直後の混乱から立ち直りつつあった金融市場が、7月初旬にイタリアの銀行危機再燃の報を受け、動揺を隠しきれなかったのも偶然の産物ではない。

イタリアの銀行部門の脆弱性と不良債権処理の遅れは、既に投票以前からしばしば金融市場の話題に上っていたが、英国国民投票後の欧州景気の下振れ懸念と一段の金利低下がこうした不安に拍車を掛けている。経営不安が囁かれる一部の銀行からは預金流出の動きもみられる。伝統的な融資業務の比重が高いイタリアの銀行は、

投資助言業務など手数料ビジネスの収益貢献度が低く、低金利による利ザヤ縮小の影響を受けやすい。そのうえ、景気低迷による企業倒産の増加から、銀行の不良債権はさらに増加することが見込まれている(資料1)。回収不能債権の引き当て不足額は銀行システム全体で400億ユーロに上ると言われている。

資料1 欧州の債務不安国の不良債権比率の推移



(出所) 国際通貨基金資料より第一生命経済研究所が作成



2. 八方塞りの銀行救済

こうしたなか、7月末に欧州中央銀行 (ECB) による銀行資産査定 (ストレステスト) の結果公表を控え、イタリアの大手行の資本不足の可能性が指摘されている。信用力の低下と市場環境の悪化で問題行による自力増資は難しい。イタリア政府は今年4月に民間銀行等が出資する銀行救済基金 (アトランテ) を創設したが、既に複数の小規模銀行の資本増強に用いた結果、大規模行の資本増強に充てる資金的な余力はない。そのうえ、公的支援による銀行救済にはEUのルールが立ちほだかる。

今年1月に始まったEUの銀行再生破綻処理指令 (BRRD) では、国民の血税を銀行救済に用いることへの批判や、「銀行危機」と「財政危機」の負の連鎖を断ち切る目的もあり、公的資金を注入する前に、銀行の株主や債券保有者などが銀行負債の8%相当の損失負担 (ベイルイン) が求められる。だが、イタリアの銀行債は機関投資家だけでなく、多くの個人投資家が保有している。昨年末にイタリアの地銀の破綻処理を行った際には、新たな破綻処理ルールの開始に先駆けてベイルイン原則を適用したところ、巨額の損失を被った年金生活者が自ら命を絶つ悲劇を招いた。個人投資家にベイルインを適用することは政治的に極めて困難な状況にある。そのため、イタリア政府はEUに対して資本不足行への一時的な政府支援を認めるベイルイン規則の例外適用を求めているが、新指令の開始直後に特例を認めることにはドイツなどから反発の声が多く、協議が難航している。このようにイタリア政府は八方塞がりの状況で、問題行の資本増強と不良債権処理の加速、さらには銀行部門の信頼回復に取り組む必要がある。

3. 秋の国民投票が不安視

こうした銀行問題への対応の巧拙は、10月にイタリアで

予定される憲法改正の国民投票の結果を左右する可能性がある。今回の国民投票はレンツィ政権の信任投票という意味合いを持ち、その結果は英国に次ぐEU離脱国が現れるか、つまり「離脱ドミノ」を占う試金石ともなる。EUのルールに従い、個人投資家にベイルインを求めれば国民の怒りを買ひ、憲法改正への反対票が一段と増加する恐れがある。EUとイタリア政府との対決姿勢が深まれば、難民危機対応やユーロ導入後の低成長への不満で高まっているイタリア国民の反EU感情をさらに刺激しかねない。

上下両院による立法権限がほぼ同等 (法案成立には全く同じ法案を両院で可決する必要がある) のイタリアでは、選挙制度の違いもあり、しばしば両院で多数派が食い違う“ねじれ”が発生し、政権発足の難航や政権運営の停滞を招いてきた。既に上下両院を通過した憲法改正案は、上院を地方議会の代表と位置づけ、定数を大幅に削減するとともに (315→100)、立法権限を制限する。レンツィ首相は今回の国民投票に進退をかけることを明言しており、否決されれば退陣する可能性を示唆している。最近の世論調査の多くは、憲法改正への反対票が賛成票を上回っている。投票否決で首相が辞任すれば、議会を解散し、2018年5月の任期満了を待たず、来年にも前倒しで総選挙が行われる可能性が浮上する。但し、議会の解散権は大統領が有し、解散をせずに暫定政権を組織することも可能だ。

4. 「離脱ドミノ」を占う試金石

イタリアでは、①憲法改正の議決が上下両院で一定数に満たない場合に行われる国民投票 (10月の投票がこれに該当する) と、②既に制定された法律の全部または一部を廃止するかを問う国民投票が憲法で認められており、何れも法的拘束力を持つ。これとは別に、③法的拘束力のない諮問的な国民投票が認められている。国際条約の



批准に関する法律は②から除外されているため、EU離脱の是非を問う国民投票は法的拘束力のない③の形式を採る可能性が高い。1989年に欧州議会に欧州憲法の制定権限を付与するかを巡って諮問的な国民投票が行われたが、その際には特別な法律が制定された。今回も同様の手続きを踏むならば、投票実施には上下両院の過半数の議決が必要となる。

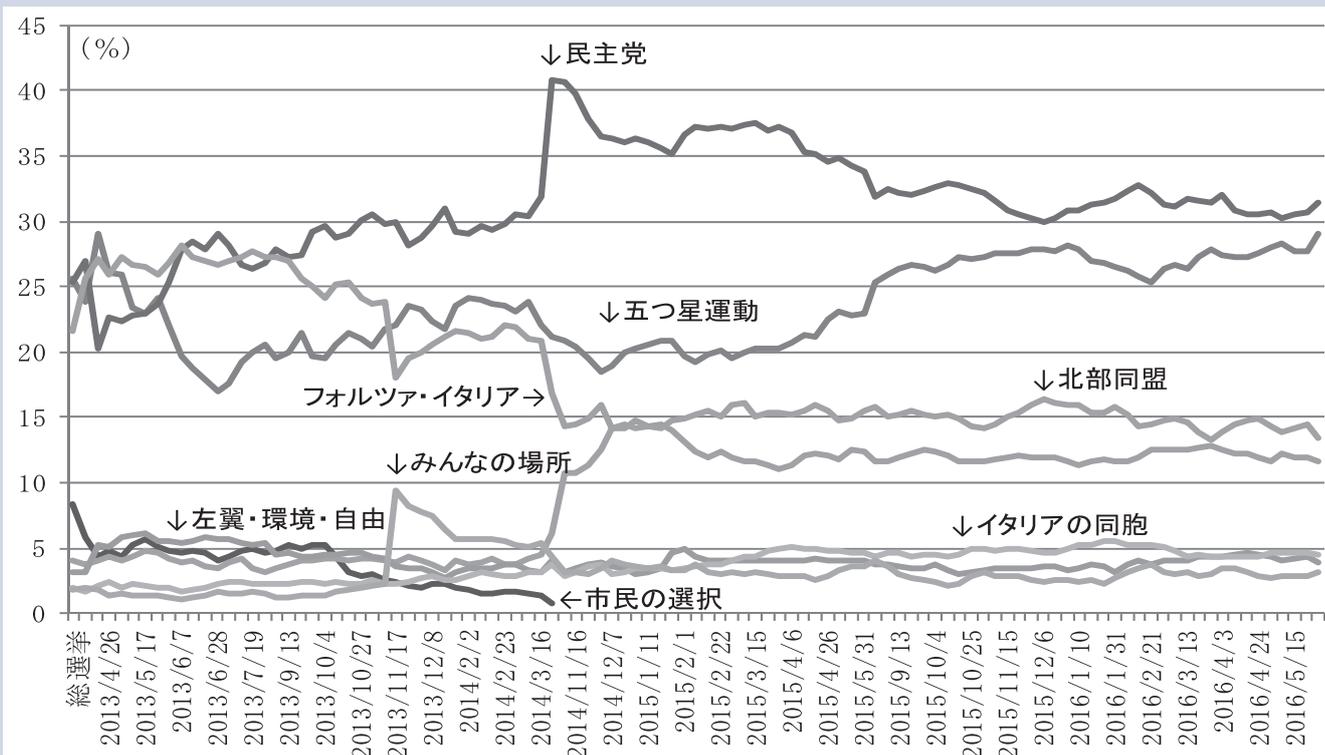
イタリアの主要政党でEU離脱の是非を問う国民投票の実施を求める可能性があるのは、①反体制派の新興政治勢力で、最近のローマやトリノの市長選で勝利した「五つ星運動」と、②北部地域の独立や移民排斥を訴える「北部同盟」の2党が挙げられよう(両党は過去にEU離脱ではなく、ユーロ離脱の是非を問う国民投票の実施を示唆したことがある)。両党の現有議席は下院(定数630人)で

109議席、上院(国民投票が否決されれば定数315)で47議席にとどまるが、最近の世論調査での政党別支持率は五つ星運動が30%近くで与党の「民主党」に肉薄しているほか、北部同盟も難民危機を契機に党勢を拡大しており、15%弱の支持を獲得している(資料2)。

五つ星運動は他党との連立を否定しており、今のところ政権発足の可能性は低い。ただ、両党合わせて過半数の議席獲得も視野に入る状況で、改選後は国民投票の実施要件を満たす可能性がある。現行の法制度の下で実施可能な国民投票は諮問的なものに過ぎないが、英国民投票が物語る通り、投票に法的拘束力がなくても議会が投票結果を無視することは難しい。

10月の憲法改正の国民投票が可決されても安心はできない。その場合、選挙の実施期限は2018年春まで先

資料2 イタリアの政党別 支持率推移



(出所) EMG資料より第一生命経済研究所が作成
 (注) みんなの場所 (AP) はキリスト教民主同盟 (UdC) と新中道右派 (NCD) の統一会派



送りされるが、次の選挙では上院の立法権限が制限されるため、下院の過半数を確保した政党が政権を担うことになる。イタリアでは2015年に選挙制度改革が行われた結果、最多票を獲得した政党に過半数の議席が配分されるプレミアム議席制度が導入された。五つ星運動の政権奪取の可能性はむしろ高まる。

向こう数年を見渡しても、イタリア以外にもEU懐疑政党や反主流派政党の躍進が予想される選挙や投票が欧

州各地で予定されている(資料3)。各国の国民投票の実施要件とEU懐疑政党の獲得議席や支持率から判断して、すぐに投票実施に至る国やEUを離脱する国が現れる訳ではなさそうだ。だが、「離脱のタブー」が破られたことで、離脱ドミノに対する市場のリスク許容度は低下している。今後は欧州発の政治イベントにこれまで以上に市場が翻弄される展開を想定しておく必要がある。

資料3 欧州の主要政治日程

2016年	7月5日	英保守党党首選 (初回議員投票)
	7月7日	英保守党党首選 (第2回議員投票)
	9月4日	ドイツ・メクレンブルク＝フォアポンメルン州議会選挙
	9月8日	英保守党党首選 (党員郵送投票期限)
	9月9日	英保守党・新党首選出
	9月11日	ドイツ・ニーダーザクセン州議会選挙
	9月18日	ドイツ・ベルリン特別市議会選挙
	10月2日	オーストリアやり直し大統領選挙
	10月2日	ハンガリー国民投票 (難民受け入れ)
	10月2～5日	英保守党党大会・新首相就任
10月中	イタリア国民投票 (憲法改正)	
12月頃	ドイツCDU党大会	
2017年	春	オランダ総選挙
	年央	フランス大統領選・議会選
	秋	ドイツ総選挙
2018年	春	イタリア総選挙
	秋	スウェーデン総選挙
	年内	オーストリア総選挙
2019年	春	フィンランド総選挙
	年央	欧州議会選挙
	年央	デンマーク総選挙
	秋	ギリシャ総選挙
2020年	5月	英国総選挙

(出所)各種報道より第一生命経済研究所が作成