

## 混迷するイタリア政治と金融環境

高橋 和也

### 一、はじめに

二〇一八年六月にイタリアで発足した左派のポピュリズム（大衆迎合主義）政党「五つ星運動」および排外主義的な右派「同盟」の連立政権は、八月九日に自らも与党である同盟が内閣不信任案を提出したことで崩壊した。政権内部の軋轢は誰もが知るところではあったが、わずか一年ほどで瓦解し、新たな政権が誕生することとなった。

本稿では、まず近年のイタリア政治情勢を概観

し、後半では同国の政権運営が与えた金融部門への影響を、銀行部門を中心に整理する。

### 二、二〇一八年以降のイタリアの政局

リーマン・ショック時に首相を務めていたシルヴィオ・ベルルスコーニ氏から数えて、六人目の首相に就任したのが民間出身のジュゼッペ・コンテ氏であった。まずは、この右派・左派の連立政権誕生の経緯から振り返ってみよう。

(1) 欧州における「反エスタブリッシュメント」の台頭

この一〇年ほどの間、主要国は世界的な金融緩和の影響もあって長期にわたる景気拡張を享受してきた。そうした潮流に乗りきれなかったイタリアでは低成長が続き、二〇一八年、ついに一人当たりGDPでスペインに抜かれるまでとなった。

ここにさらに追い打ちをかけたのが、アラブの春やシリア内戦から欧州へ逃れてきた大量の難民である。イタリアへも地中海を渡って北アフリカや中東から難民や移民が押し寄せた。難民対策としてEUで合意した「ダブリン規則」では、難民が最初に到着した国が難民申請手続きや保護に義務を負うことになっており、地中海沿岸のEU加盟国に過度な負担がかかっていた。

停滞する経済や国内の治安にまで影響が出始めていた難民問題に対して、この間、交替で政権を

担った中道右派および中道左派の政党は、国際機関や金融市場からも肯定的な評価を受けた様々な改革にも取り組んだものの、「国民の目に見える成果」を示すことができなかった。これらの問題は、多くのEU加盟国でそうであったように「反エスタブリッシュメント（反既得権）」政党への急速な支持の拡大へと繋がった。

(2) 五つ星運動と同盟の躍進

もともと同盟は、国内で優良な工業地域を抱える北部を地盤としており、企業寄りの右派的な財政拡張政策や農業中心の南部への財政移転の縮小を主張していた。対する五つ星運動は、反エスタブリッシュメントを掲げて、金融危機後に縮小された社会保障政策の再拡充を求める左派的な草根運動に端を發しており、現在でも重要な党の政策は党員のインターネット投票で決定するなど南

部や若者の支持が高い。この一見すると水と油のような両党をつないだのが、まさに「反エスタブリッシュメント」という政治的なうねりであり、互いに批判の対象としたのが国内の中道二大政党とEUという体制そのものだったのである。

実際、ともに欧州懐疑主義であった両党は二〇一七年までは、ユーロ離脱の是非を問う国民投票を行うことを公約としていた。ところが、政権獲得が現実的になってくると、こうした過激な主張は表だってしなくなった。結果、二大政党に幻滅したもともとは中道寄りの有権者の受け皿となり、二〇一八年の総選挙では五つ星運動が単独政党として第一党に躍り出た。同盟は「中道右派連合」として他党と協力して総選挙を戦ったものの、やはり既存の中道右派政党を上回る議席を獲得した。その後、総選挙から三カ月近くなった、ようやく両党の連立政権が誕生することとなっ

た。五つ星運動のデイマイオ党首が副首相兼経済発展・労働相、同盟のサルビーニ党首が副首相兼内相に決まり、首相には五つ星運動が推すコンテ氏が就任した。連立を構成する二つの党が揃って欧州懐疑主義である政権がEUで第四位の経済大国で成立したことは衝撃をもって迎えられた。

### (3) 連立政権樹立後

既に述べたように、両党の大きな方針として一致しているのは「反エスタブリッシュメント」および「欧州懐疑主義」、国境管理の厳格化などに限定される。必然的に様々な部分で摩擦が生じてくる。

同盟は企業減税や大規模なインフラ投資を掲げ、五つ星運動は貧困層へのベーシック・インカムや医療費予算の増額というそれぞれの主張を予算編成に反映させようとした。二〇一八年秋、翌

年の各国予算を審査する欧州委員会に提出されたイタリアの予算案は、財政健全化に向けてEUと同国が合意していた財政赤字の水準の三倍となることが明らかになり、欧州委員会はイタリアへの制裁手続きまで公言してようやく予算案を修正させた。

こうした過程で、社会福祉を重視する五つ星運動は同盟が推進するフランスとの高速鉄道計画（着工済み）を批判するなど、両党の意見対立は先鋭化していった。しかしながら、国境管理の厳格化には両党の共通理解があるため、所管である内相を務めるサルビーニ氏は数百人の移民が乗るNGOの船舶の入国を認めないなど強硬な対応を続けた。結果として、新規の難民・移民流入数の減少という「目に見える成果」をだし、欧州委員や隣国の首相にも物おしせず発言するサルビーニ氏の人気は高まった。

#### (4) 欧州議会選後のイタリア政局

事前の世論調査の通り、二〇一九年五月の欧州議会選挙では、ついに同盟が第一党に躍り出ることとなった。サルビーニ氏としては、この勢いのまま解散総選挙、五つ星運動を抜いて国政でも第一党にと考えたのだろう。八月九日、自身が参加する連立政権への内閣不信任案を提出し総選挙を要求した。そのまま総選挙となれば、実際にサルビーニ氏の目論み通りとなりかねないと考えた他の政党は採決を見送った。二〇日、五つ星運動の推薦で首相となったコンテ氏は同盟を厳しく非難し、首相を辞任した。

議会の解散権を持つマッタレッツァ大統領は、翌年の予算編成が迫っていることなどを考慮し、解散総選挙ではなく新たな連立政権樹立の可能性を議論するよう主要政党に要請し、五つ星運動とかつての二大政党の一角、中道左派の民主党が新た

図表1 イタリア銀行部門の不良債権残高

	引当前貸出残高 (億ユーロ)			引当後貸出残高 (億ユーロ)			不良債権比率 (引当前、%)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
貸出債権	20,170	22,510	21,850	18,294	21,120	20,740	—	—	—
うち不良債権	3,490	2,600	1,890	1,724	1,290	900	17.3	11.5	8.7
破綻債権	2,100	1,540	1,020	811	590	350	10.7	6.8	4.7
その他	1,500	1,060	880	914	710	550	6.6	4.7	4.0

(注) 「不良債権」はEU基準に依り、そのサブ・カテゴリーはイタリア中銀による分類。「破綻債権」は破綻またはそれに極めて近い状況にある貸出先への債権、「その他」は、元利金の支払が90日以上延滞している債権、元利金の一部しか返済されない可能性の高い債権の合計。

〔出所〕 イタリア銀行（中央銀行）統計より筆者作成。

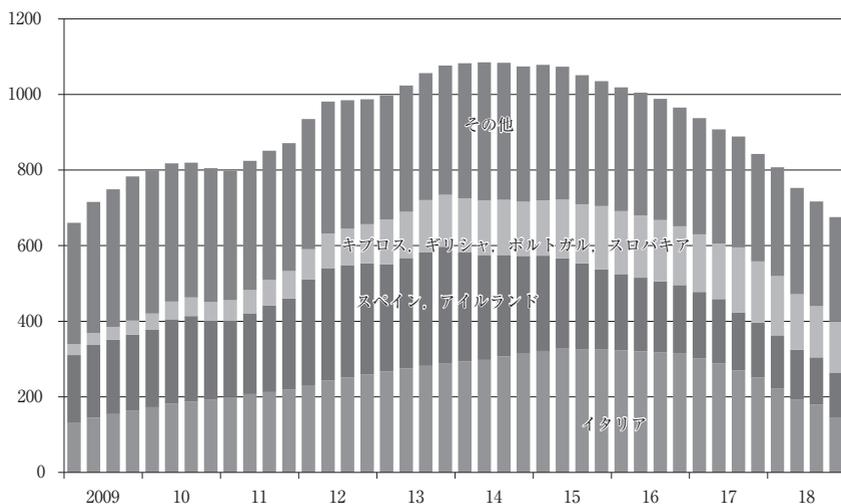
に連立政権を担うことになった（「自由と平等」など小規模政党も参加している）。民主党は難民や移民に対して寛容な対応を主張している点など、五つ星との間に政策の溝はあるものの、同じ左派として五つ星運動により近い立場にある。他方、直近の支持率調査では、一連のサルビーニ氏の対応によって同盟は支持率をわずかに落としているようだ。

### 三、イタリア銀行部門の不良債権 処理・資金調達環境

ここ数年に限ってみても、上でみたイタリアの政局の混乱ぶりは、同国の金融部門にも多大な影響を与えてきた。ここからはイタリアの金融市場、特に銀行部門の近年の状況についてみてお

図表2 ユーロ圏銀行部門の不良債権残高

(10億ユーロ)



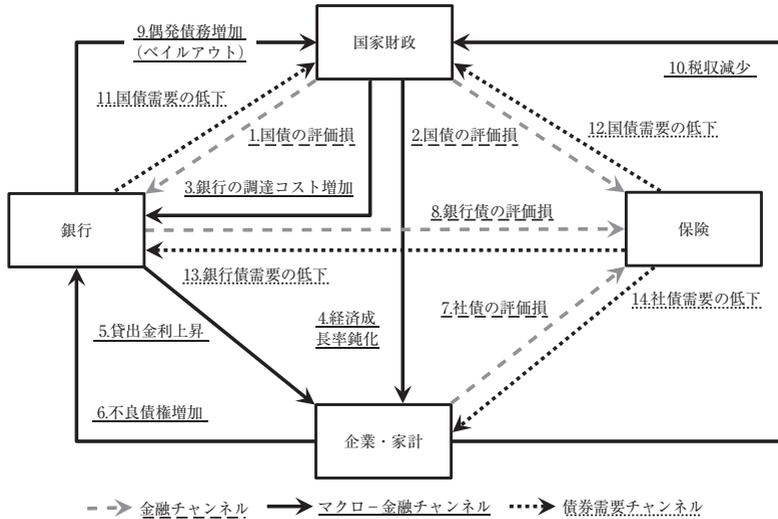
〔出所〕 IMF (2019b), Global Financial Stability Report, p.22.

(1) 不良債権問題

長引く経済停滞が、同国の銀行部門に多額の不良債権としてのしかかっていることは、報道などで知られている通りである。ただし、イタリア銀行部門の資金調達環境の厳しさ（次項で検討）にもかかわらず、近年の不良債権処理については大きな進展がみられる。図表1をみても二〇一六年末の三、四九〇億ユーロからの二年で一、八九〇億ユーロと四割以上減少していることがわかる。二〇一五年に貸出全体に占める不良債権比率が一八・一％と金融危機後最高を記録したが、二〇一八年末には八・七％まで減少した。新規に発生する不良債権も金融危機以前の水準に落ち着いているが、他のEU主要行の不良債権比率の平均は三―四％であり、なお高水準である。

不良債権の規模を他のユーロ圏諸国と比較したものが図表2である。特に、「イタリア」、「スぺ

図表3 国家財政—金融部門の連関がもたらす伝染経路

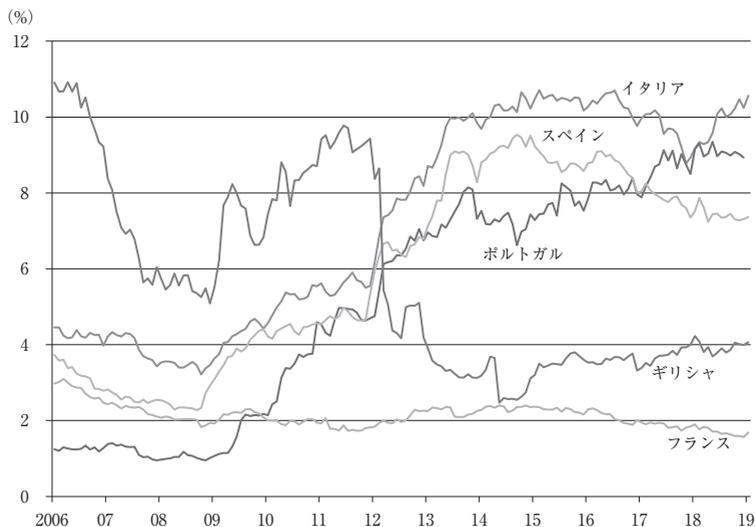


〔出所〕 IMF (2019b), Global Financial Stability Report, April 2019, p.23.

イン・アイルランド」で不良債権処理が進んだことがわかるが、比較的単純な不動産バブルが不良債権の原因であった「スペイン・アイルランド」では、早いタイミングで処理が始まるとともに、残高の減少ペースもはやい。これに対し、経済停滞や国家債務残高といった長期にわたる構造的問題が原因であるイタリアでは、不良債権処理が本格化するまでに時間を要してしまっていたことがわかる。これには、同国の政治的混乱も少なからず影響しただろう。

図表3は、IMFが今春発表した「国際金融安定性報告書」<sup>(2)</sup>で特集された、国家債務への信認の低下が金融システム（銀行・保険）にどのような影響を及ぼすのかを图示したものである。具体的にここでは、問題を抱える国の国債の格付け低下や国債の値洗いによる評価損の発生が金融機関や实体经济にどのような悪影響を及ぼすのかを表わ

図表4 銀行部門の自国国債保有規模（総資産比）

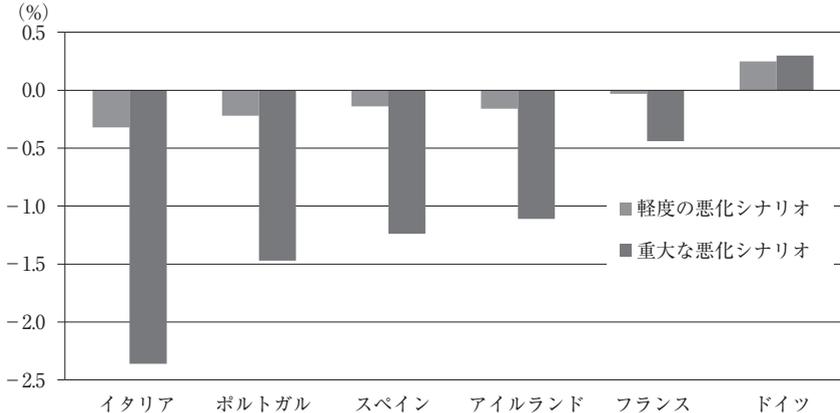


〔出所〕 IMF (2019b), Global Financial Stability Report, p.24.

している。①「金融チャンネル」は、銀行や保険会社の保有する債券に評価損を発生させる経路、②「マクロ金融チャンネル」は、国家債務や銀行に発生したショックが景気減速や金利上昇という形で企業・家計にスピルオーバーする経路、③「債券需要チャンネル」は、債券利回りを急騰（価格は下落）させる経路を表している。こうした国家財政の持続可能性と金融機関のバランス・シートの連関性は、ギリシャの国家債務粉飾問題を発端に二〇一〇年に本格化した欧州債務危機の際に注目されたが、ECBによる大規模な資金供給によって沈静化した経緯がある。

IMFが再びこの問題に触れる理由は図表4をみて明らかのように、南欧諸国の金融機関は、現在も多くの自国国債を保有している状況が続いているためである。特にイタリアはユーロ圏主要国の中でも、銀行部門総資産に占める国債の比率が

図表5 国債を時価評価した際のTire 1資本比率への影響  
(2018年Q2、推計値)

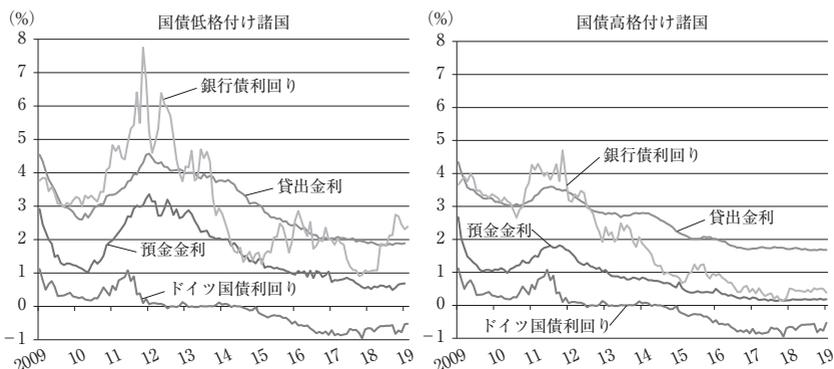


[出所] IMF (2019b), Global Financial Stability Report, p.24.

高いだけでなく、すでに高水準の国家債務残高や、二〇一八年のポピュリスト政権発足によるさらなる財政赤字の拡大など、イタリア国債の価格急落や格下げの可能性が他のユーロ圏諸国に比べて高かった。国債の値洗いや格下げを発端に、図表3の「金融チャンネル」を通じた経済全体への負のスピルオーバーはリスクとして警戒する必要がある。銀行単体への影響に限っても、国債の時価評価によってTier 1自己資本比率が最大で二・三六%低下するとの試算(図表5)もある。

このように、イタリア銀行部門では不良債権処理の進展にもかかわらず、国家債務と金融機関の連環に起因する金融システムへの懸念が残存している。こうした状況が、次に見る金融機関の資金調達環境にも悪影響を及ぼしている。

図表6 ユーロ圏諸国の新規貸出・資金調達金利



(注) 低格付け諸国：原典執筆時点で国債の格付けがBBB ないしそれ以下の国（キプロス、ギリシャ、イタリア、ポルトガル）。

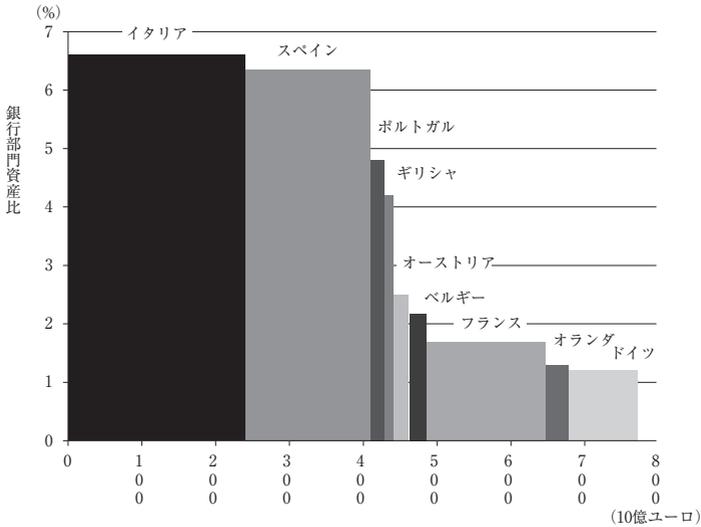
〔出所〕 IMF (2019b), Global Financial Stability Report, p.28.

(2) 資金調達と民間向け貸出の状況

IMFが二〇一九年二月に公表した四条協議の資料によると、イタリア銀行部門の資金調達環境は、同国の財政状況の影響もあって厳しい状況が続いていることがわかる。国債のCDSスプレッドが100bp 上昇した時にその国の銀行の銀行債に与える影響をみると、他のユーロ圏の銀行部門に比べて15-20bp 高くなっている。新発債ではさらに影響が大きく国債100bp の上昇に対して銀行の新発債も80-100bp 上昇してしまう状況がここ数年続いている（図表3の矢印3「銀行の調達コスト増加」）。

例えば、本国大手行のUniCreditが二〇一八年一月に発行した期間五年のドル建て債のクーポンは七・八%と、同年一月に一%で発行したユーロ建て債に比べて大幅に高くなり、ホールセール市場へのアクセスが厳しさを増している。これに

図表7 銀行部門への中央銀行による流動性支援額



〔出所〕 IMF (2019b), Global Financial Stability Report, p.28.

は二〇一八年三月の総選挙後にポピュリズム政権が誕生したことが影響している。同政権がバラマキ型の財政政策を掲げたことで、イタリア国債のспレッドが高止まりし、同国銀行の大きなコスト圧力となっているのである。

こうした状況はなにもイタリアだけでなく、国債格付けの低いユーロ圏諸国の銀行は同様の環境に置かれている。図表6は、銀行部門の銀行債利回り、預貸金利（参考にドイツ国債利回り）をユーロ圏の国債格付けの低い国々と高い国々に分けて図示したものである。銀行債の利回りは低格付け国で二〇一八年以降に急騰しており、高格付け国の銀行に比べて約二%高い。過去にECBがTLTRO（貸出条件付き長期資金供給オペ）で供給した資金七二四〇億ドルのうち五六%をイタリアとスペインの銀行が保有しており（図表7）、この時に当面の流動性は確保したとされるが、こ

の資金は二〇二〇年から二一年の間に一斉に償還期限を迎える。このため、ECBは第三弾となるTLTRO実施を二〇一九年六月の政策理事会で決定している。

預金残高の水準自体は南欧債務危機の頃に比べると安定している。またTLTROによって低コストで調達した資金もあって、低格付け国でも民間向けの貸出金利は抑制されており、高格付け国と低格付け国に大きな差はない(図表6)。ただし、これには高格付け国の銀行との競争環境の厳しさも影響している可能性がある。預貸金利差は、高格付け国の約一・五%に対して、低格付け国では約一・二%となっており、低格付け国は、資金調達面だけでなく収益面でも一層厳しい環境に置かれている。

#### 四、おわりに

今年に入り、米中の貿易紛争や英国のEU離脱問題などに起因する世界経済の減速懸念にともなう、各国中銀による金融政策も先行き緩和スタンスが強まるとの観測が強まっている。六月半ば以降、金利低下予想からイタリア国債価格は政局の混乱を余所に、むしろ上昇しており、それを多く保有する同国銀行の株価も上昇するという現象もみられる。また、世界的な低利回り環境の下で、国債を中心とする多くの安全資産がマイナス利回りとなっているため、相対的に高利回りであったイタリア国債に資金が流入しているとの指摘もある。

八月の政権崩壊後になると、五つ星運動と民主党の連立交渉が進展したとの報道が流れると、同

国債利回りは過去最低となる1%を割る水準まで低下した。これは秋のEUへの予算案提出を前に親欧州路線の民主党が政権入りすることで、財政規律に一定の歯止めがかかるとの市場の見通しも含まれている。

ただ、こうした見方はやや楽観的に過ぎるよう思われる。そもそも、五つ星運動はまさに「反エスタブリッシュメント」の対象として民主党を批判してきた経緯がある。先に述べたように同党は、重要な党の方針に関して党員のインターネット投票にかけることになっており、今後、民主党との間で政策路線の相違が目立つようになれば、連立継続が否決される可能性もある。仮にこうした状況で連立政権維持を強行したとなれば、当初からの支持者の一部が離反することは確実であり、第一党である五つ星運動の支持基盤が揺らぐことは避けられない。「ポピュリズム政党」と批

判される同党が、どこまでそうした支持者離れに耐えられるだろうか。また、野党として自由になつた同盟が（実現可能性はともかく）国民受けの良い政策を掲げ、再び支持を伸ばすこともあり得る。市場の楽観的見通しによって、同国金融市場が一息つけたことは好材料と言えるだろうが、近い将来、イタリア政局が再び流動化する可能性もあり慎重な目線も必要のように思われる。

(注)

- (1) 他のEU加盟国と同様に、イタリアでも銀証保が一つの金融グループを成す、ユニバーサル・バンク制が採用されている。
- (2) IMF (2019b).
- (3) IMF (2019a).

参考文献

Bank of Italy, *Financial Stability Report*, various issues.  
IMF (2019a), *2018 Article IV Consultation - Press Release*.

*Staff Report, and Statement by the Executive Director for Italy*, Country Report No. 19/40.

IMF (2019b). *Global Financial Stability Report*, April 2019.

John Fell, Claudiu Moldovan and Edward O'Brien (2017),

“Resolving non-performing loans: a role for securitization and other financial structures?”, *Financial Stability Review*, May 2017, European Central Bank.

John Fell, Maciej Grodzicki, Dejan Krusić, Reiner Martin and Edward O'Brien (2017), “Overcoming non-performing loan market failures with transaction platforms”, *Financial Stability Review*, November 2017, European Central Bank.

(たかはし かずや・当研究所研究員)