

みずほマーケット・トピック(2016 年 8 月 4 日)

イタリア問題 Q&A～Italeave まで至るか否か～

本日の日本経済新聞ではイタリア国内銀行に対する懸念が報じられた。これまで、日本語メディアではさほど騒がれてこなかったが、徐々に同問題への関心が高まってくると思われる。現状では、「良く分からないが危ないらしい」程度の認識が支配的と見られるため、改めて簡単な論点整理を行っておきたい。最悪の場合、銀行の不良債権問題と政局が絡み合っただけでイタリアの EU 離脱 (Italeave) まで話が及ぶ可能性があるため、今から頭の整理を行っておく価値はある。なお、目下イタリアに関して注目されるのはレンツィ政権への信任投票を兼ねる 10 月の憲法改正を問う国民投票の行方。可決となればレンツィ政権は当面継続するが、同国における反 EU 政党の勢いを踏まえれば、2018 年 5 月までに行われる総選挙で五つ星運動率いる野党勢力が政権を奪取する懸念はある。まずは欧州委員会の柔軟な政策運営により当座の混乱を乗り切ることを期待。

～良好な雇用統計でも流れ変わらず～

昨日の為替相場はドルが買い戻される展開。昨晚発表された米 7 月 ADP 雇用統計は前月比+17.9 万人となり、市場予想の中心(同+17.0 万人)を上回った。必然的に明日の米 7 月雇用統計への期待も膨らんでおり、ドル買い優勢の地合いとなっている。しかし、昨日の本欄でも述べた通り、重要なことは利上げの「有無」ではなく、それによりもたらされる「結果」である。利上げへ固執することは中央銀行の DNA として致し方ない面があるだろうが、残念ながら、それを持続可能な政策足らしめるだけの国際経済環境はなく、円高・ドル安の流れは当面続かざるを得ないと考えたい。

～イタリア問題 Q&A～

本日の日本経済新聞朝刊 7 面ではイタリア国内銀行に対する懸念が報じられた。これまで、日本語メディアではさほど騒がれてこなかったが、徐々に同問題への関心が高まってくると思われる。現状では、「良く分からないが危ないらしい」程度の認識が支配的と見られるため、改めて簡単な論点整理を行っておきたい。後述するように、最悪の場合、銀行問題と政局が絡み合っただけでイタリアの EU 離脱 (Italeave) まで話が及ぶ可能性があるため、今から頭の整理を行っておく価値はある。

Q1: イタリアの銀行問題とは何か？

非常にラフに言えば、銀行の再生・破綻処理方法を巡って EU とイタリア政府が対立しており、ここに後述する国民投票の話も重なって話が複雑化している。より具体的に言えば、「2016 年 1 月からスタートしたバイルイン(投資家負担)ルールを徹底したい欧州委員会」 vs. 「2016 年 10 月の国民投票を前にバイルアウト(公的支援)を実施したいイタリア政府」の構図であり、現在はこの着地点を探っている状況にある。EU では 2014 年 4 月に成立した銀行再生・破綻処理指令 (BRRD: The Bank Recovery and Resolution Directive) が、2016 年 1 月 1 日から施行されている。これにより EU

及び EEA(欧州経済地域)の金融機関は再生・破綻処理の際に、必ず投資家負担を強いるベイルインが義務付けられている。具体的には、当該銀行の総資産の 8%を目途に株、劣後債、無担保優先債、10 万ユーロ超の預金(付保対象外預金)の所有者が負担を行った上で、銀行の内部から救済を図る手順が定められた(ゆえにベイル「イン」と呼ばれる)。今年はその初年度であり、欧州委員会には原則論を徹底したい意向があると見られ、当然、ドイツもこれを支持している。

しかし、レンツィ首相は今年 10 月、憲法改正の是非を問う国民投票を実施する。後述するように、この投票が否決された場合、レンツィ首相は辞任の意向を示しており、事実上の信任投票という位置付けとなっている。斯かる状況下、国民に直接的な負担を強いることになるベイルインを 10 月以前に行うことは避けたいというのがレンツィ首相の本意であり、是が非でもベイルアウト(公的支援)を実施したい情勢である。レンツィ首相の後に続く有力な改革派の政治家がいらない以上、ここで政局が流動化し、反 EU 政党が勢力を伸ばすような展開だけは EU としても避けなければならないという事情がある。なお、ドラギ ECB 総裁は 7 月 21 日の理事会後記者会見において、最終的には欧州委員会が決めると前置きをしながらも、ベイルアウトを支持する発言を行っている。

以上のような状況を総合すると、イタリア国内銀行に対するベイルインの可否について「欧州委員会&ドイツ vs. ECB&イタリア」の対立構図が出来上がっているのが現状である。

Q2: 憲法改正を賭けた国民投票とは具体的に何を問うのか？

憲法改革法案は上院の権限を大幅に縮小することを企図している。イタリアは多くの国同様、二院制を敷くが上院と下院が完全に対等の権利を持つという特徴がある。両院の信任がなければ首相は決まらず、内閣不信任を決議する権利は上院にも認められている。権力の集中を避ける政治制度は戦前にファシズムの台頭を許したことからの教訓と言われるが、議会の「ねじれ」が改革の進捗を阻止するケースが見られており、決められない政治の元凶とも指摘される。なお、政権が短命で終わる原因とも言われており、2013 年 2 月末の総選挙ではその後 2 か月間、首相が決まらないという政治空白があったことも記憶に新しい(その末に誕生したのがレッタ前首相であり、その 1 年後に史上最年少で現在のレンツィ首相が就任した)。今回の憲法改正はイタリアに必要な各種構造改革を首尾よく進め、ひいては経済・金融情勢を安定化させるための重要な一歩と見なされる。

Q3: 国民投票で否決された場合、何が起きるのか？

最悪の場合、イタリアの EU 離脱(Italeave)まで視野に入ることになる。直近の世論調査では賛否拮抗しており、予断を許さない情勢である。英国の事例を踏まえれば、否決に備える必要はある。

改革派であるレンツィ首相はこの憲法改正に政治生命を賭けており、「否決なら政界引退」と明言している。つまり、この憲法改正を賭けた国民投票は、実質的にはレンツィ首相への信任投票も兼ねている。否決の場合はレンツィ首相の辞任が避けられない見通しだが、その場合、与党である民主党は新しい党首を選出し、これを大統領が任命するとみられる。この際、大統領は 2018 年 5 月の議会任期まで解散総選挙を行わずに、引き延ばす戦略を取る公算が大きい。これは仮に、前倒しで解散総選挙を行っても民主党を含めた現在の連立与党勢力は反 EU 政党である五つ星運動を含めた野党勢力に敗北する恐れがあるためである。ここまでが否決後のメインシナリオとなる。

しかし、否決後のリスクシナリオもある。新首相が選出され、議会の前倒し解散を避けたとしても、

新内閣の発足には上下両院による信任投票が必要となる。一部では、連立与党の一角を形成する「新中道右派」が上院の協力を拒む可能性も囁かれており、そうなれば内閣が発足できず、結局は解散総選挙に至るしかなくなるとの見方もある。既に直近の世論調査では五つ星運動が民主党の支持率を上回っており、解散総選挙となった場合は既存の野党勢力を結集すれば、政権奪取も不可能ではないとの評価もある。本当にそうなれば Italeave 懸念も冗談では済まなくなる。

Q4: 可決された場合は何が起きるか？

可決された場合、当面はレンツィ政権が継続することになる。しかし、2018 年 5 月までに行われる総選挙において民主党率いる連立政権が勝利する保証はない。これは 2015 年の法改正を経て、総選挙を巡るルールが大幅変更となっていることの影響である。新ルールでは 40%以上の議席を獲得し、最も多くの票を得た政党がいれば、その政党にはボーナス議席が配分され、自動的に過半数の議席を獲得できる。仮に、40%以上の議席を獲得する政党が現れなかった場合はそのボーナス議席を巡って上位 2 党による決選投票が行われる。五つ星運動だけでは 40%に届かないと見られるものの、決選投票に持ち込めば野党勢力の票を結集して 40%を獲得する芽はある。結果として、反 EU 政党への政権交代が実現する可能性はある。

Q5: 欧州安定メカニズム (ESM) を使えば良いのでは？

「あれほど苦労して設立した恒久基金である ESM は使わないのか」といった声は当然出てくるだろう。ESM から銀行への直接資本注入を行えば、不毛な内輪揉めを市場に騒がれずに済む。本来、当該基金はそういった用途のためにあるはずである。しかし、ESM へのアクセスにあたっては厳格な条件が設けられている。具体的には、ESM が銀行の増資に直接参加する条件としては、2 つ挙げられている。まずは、当該銀行の普通株式等 Tier 1 (CET 1) 比率が 4.5%未満である場合、その比率まで自己資本を高めなければならない。その後、ESM が増資(直接資本注入)に参加することになるが、当該銀行が所在する国の政府はその総額の 20%相当額を増資後の 2 年間で負担し、その後は 10%相当額を負担している必要がある。つまり、ESM の増資参加にはベイルアウトが伴うという建付けになっている。

しかし、上述したように、2016 年 1 月以降、ベイルアウトを実施する前提条件としてベイルインが必要になっている。また、ベイルアウト(公的資金)や ESM を活用する前段階としては、単一破綻処理メカニズム(SRM)の下での単一破綻処理基金(SRF)からの負担を行うというステップもある(なお、SRF はまだ小規模であるため、これでカバーできない部分は各国の破綻処理基金にも食い込んで使用する必要がある。だが、単純化のためにここでは捨象する)。要するに、現在の EU 制度では①ベイルイン(株、劣後債、無担保優先債、付保対象外預金の負担)を行い、②SRF の負担を経た上で、③各国政府による公的資金の負担を検討するという順番になる。その上で検討されるのが ESM の資金という話になる。上述したように①を巡ってイタリアと欧州委員会の鏖迫り合いが起きている中では、到底、ESM の利用という話までは及びそうにない。

Q6: 落とし所は？

最終的には、欧州委員会が折れて、ベイルアウトにより事態収拾を図るという可能性は高い。今週

の本欄¹でも見たように、ストレステストに合わせ、問題となっているイタリアの国内銀行は①イタリア政府による不良債権保証スキーム(GACS)で92億ユーロ売却、②50億ユーロの増資という2本柱の再建計画を発表した。だが、これを現実的と見る向きは多くない。

この再建計画だけで当該銀行の問題が収束することがないのだとすれば、やはりベイルアウトへの思惑は消えない。不十分とは言え、身を切る計画を提出したことによって、欧州委員会が妥協しやすい舞台は整ったと見ることもできる。「先般のストレステストで露呈した一時的な資本不足について、システミックリスクを防止する観点から公的資金の注入を例外的に認める」というのが現実的な落とし所ではないか。また、上述したように、そもそもレンツィ政権が倒れた場合、イタリアが安定的な中道政権を築ける見通しは立っていない。英国のEU離脱(Brexit)問題を受けてEU瓦解を囁き立てるムードが生じやすくなっている以上、イタリアの中道勢力まで陥落する状況は不味いことこの上ない。そこまで見越せば最終的に欧州委員会が例外措置として妥協する可能性はある。

新ルール導入の初年度からこれを反故にすることについて抵抗を覚えるのは分かる。だが、目の前の原理原則に拘るあまりに、屋台骨であるEU本体が倒れてしまえば元も子もない。ただでさえ、ユンケル欧州委員長にはBrexitを防げなかったことを理由に引責辞任論が燻っている状況である。欧州委員会は、これ以上傷口を拡げないために、今は柔軟な政策対応を心掛け、事態の收拾を図った方が良いでしょう。それが結果的にはEUを守ることになるはずである。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

¹ 2016年8月2日号『欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～』をご参照下さい。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかにになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ論議が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は……
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデスティンフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆えず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか?～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版プラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?