

## 経済レポート

## ギリシャ危機に隠れていたイタリアの不良債権問題

～ 欧州金融不安を回避するために求められる柔軟な対応 ～

調査部 研究員 土田 陽介

足元でイタリアの不良債権問題に注目が集まっている。そもそもこの問題は、14年10月にEU(欧州連合)が公表した銀行のストレステスト(健全性検査)の結果の中で、第三位のモンテ・パスキと中堅のバンカ・カリジェの資本不足が指摘された頃から燦ぶり始めていた。その後、ギリシャの経済危機やユーロ圏離脱騒動などを受けてこの問題に対する投資家の関心は薄らいだものの、事態は着実に悪化していた。

不良債権問題がエスカレートした背景には、第一にイタリア景気の悪化がある。イタリアの実質経済成長率は12年から3年間マイナスが続いた。こうした景気悪化を受けて融資先の資金繰りが悪化したことが、多額の不良債権が生じる直接的な要因になった。もっとも景気の悪化だけでは、イタリアの不良債権問題が深刻化した理由を説明することはできない。より構造的な問題として、特有の所有形態に基づく銀行のガバナンスの弱さという論点がある。イタリアの不良債権問題は極めて深刻であり、銀行単位での処理には限界がある。バッドバンクの資金規模を拡充し、銀行からとりあえず不良債権を切り離す必要がある。銀行のガバナンスの改善も当然必要であるが、それは中長期的な課題と言えよう。こうした中で警戒されることは、不良債権処理を巡ってEUからイタリア政府への干渉が強まることで、イタリア国内における政治不安が強まってしまう危険性である。

さらに警戒されることは、イタリアの不良債権問題が本格的な銀行不安に転じて、欧州の金融システム不安につながるリスクである。ドイツ銀行など経営不安が囁かれている銀行を中心に資金繰りが悪化し、金融不安の波がユーロ圏に広がる可能性もある。ECB(欧州中央銀行)による金融緩和の限界が意識される中、公的資金注入など財政による金融安定化政策が弾力的に行われなければ、欧州の金融システムは危機的状態に陥るかもしれない。こうした最悪のシナリオを回避するためには、イタリア政府が不良債権処理や公的資金注入をより弾力的に行えるよう、EUが歩み寄る必要があるだろう。ユーロ圏第3位の大国であるイタリアで銀行不安が生じている事実を勘案し、EUには原理原則にとらわれない柔軟な対応が求められる。

## 1. 14年秋頃から燻ぶり始めたイタリアの不良債権問題

足元でイタリアの不良債権問題に注目が集まっている。そもそもこの問題は、14年10月にEU（欧州連合）が公表した銀行のストレステスト（健全性検査）の結果の中で、第三位のモンテ・パスキと中堅のバンカ・カリジェの資本不足が指摘された頃から燻ぶり始めていた。その後、ギリシャの経済危機やユーロ圏離脱騒動などを受けてこの問題に対する投資家の関心は薄らいだものの、事態は着実に悪化していた。

BOI（イタリア中央銀行）によれば、16年3月時点においてイタリアの銀行とCDP（預託貸付公庫）が抱える不良債権の金額は3,331.6億ユーロに上り、貸付金残高に占める不良債権比率は実に16.4%に達している。さらに不良債権の構成を見ると、その大半（58.8%）が破綻先であり、回収が見込めない債権である。

国際比較の観点から見ても、イタリアの不良債権問題は深刻である。IMF（国際通貨基金）の『国際金融安定性報告書』によれば、15年末のイタリアの不良債権比率（対貸付金残高比率）は18.0%とキプロスとギリシャに次ぐ高水準である（図表1）。経済規模が同程度で同様に不良債権問題が深刻化していたスペインでさえ、最悪期（13年末）の不良債権比率は9.4%である。このことから、イタリアの問題の深刻さがうかがえる。

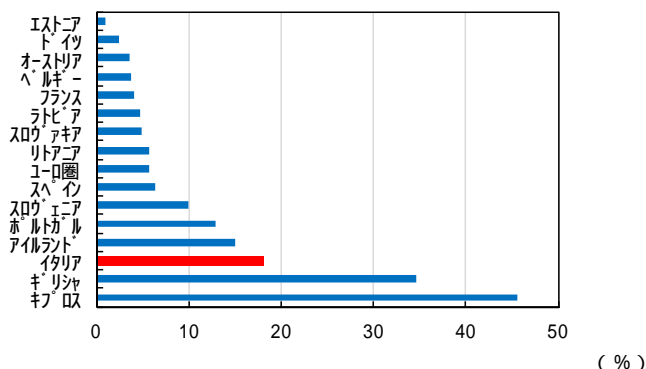
こうした問題の悪化を受けて、16年4月、不良債権の政策的処理を進めるための基金である「アトランテ」が、官民の共同出資によって設立された。もっとも、その資金規模（42.5億ユーロ）では事態の改善には不十分ではないかと、投資家は不信感を徐々に高めていった。こうした中で、英国の国民投票を受けてリスク回避志向を強めた投資家が、次の火種になり得る要因として、イタリアの不良債権問題に再びフォーカスを当てたのである。

## 2. 問題をエスカレートさせたガバナンスの弱さ

不良債権問題がエスカレートした背景には、第一にイタリア景気の悪化がある。イタリアの実質経済成長率は12年から3年間マイナスが続いた。こうした景気悪化を受けて融資先の資金繰りが悪化したことが、多額の不良債権が生じる直接的な要因になった。

もっとも景気の悪化だけでは、イタリアの不良債権問題が深刻化した理由を説明することはできない。より構造的な問題として、特有の所有形態に基づく銀行のガバナンスの弱さという論点がある。不良債権問題の象徴的存在であるモンテ・パスキなど大手行の多くは、90年代初めに民营化が進められた旧国営銀行にその源流がある。

図表1 ユーロ圏各国の不良債権比率



（注）ドイツは2014年末のデータ

（出所）IMF, *Global Financial Stability Report*

図表2. イタリアの有力な「財団」

財団名	出資先	資産規模 10億EUR
Fond. Cariplo	Intesa	6.6
Compagnia di San Paolo	Intesa	5.6
Fond. Cariverona	Unicredit	2.7
Fond. Caritorino (CRT)	Unicredit	1.9
Fond. Cariparo	Intesa	1.7
Fond. Roma		1.4
Fond. CRC	UBI	1.3
Cassa di Risparmio di Firenze	Intesa	1.3
Fond. Carilucca	Banca Popolare	1.2
Fond. Carige	Carige	1.0

（注）12年12月時点。

（出所）Jassaud (2014) Table 1. を転載。原出所はACRI（基金・貯蓄銀行協会）。

この民営化に際して、当時のイタリア政府は「財団 (Fondazioni)」と呼ばれる非営利団体の設立し、それを完全民営化までの株式の時限的な受け皿として機能させようとした。その後の法改正 (94 年銀行法、98 年シアンピ法) で財団の機能縮小が図られたりしたものの、実態としては特定の有力財団が複数の銀行の有力株主として今でも機能している (図表 2)。

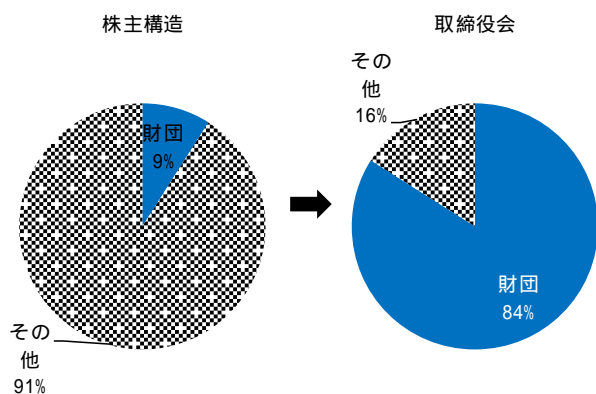
こうした財団は、銀行による出資要請に応じる等して銀行財務の安定化に貢献した。反面で、銀行の取締役会や監査役会に多くの役員を送り込み、銀行経営に強い影響を与えてきた。Jassaud (2014) によると、イタリア最大の金融機関であるユニクレディットの場合、13年5月時点において、財団形式を採る投資家が保有する同行の株式は9%に過ぎなかった。にもかかわらず、財団形式を採る投資家からは取締役会の役員の84%が選出されていた (図表 3)。なお財団は、単一の銀行のみならず複数の銀行に対して出資をするとともに、出資先の銀行間でも株を持ち合うなどして複雑な所有関係も構築していた。そしてこうした財団は、地方の政治勢力とも近く、ゆえに縁故に基づく融資も横行していたとされる。債権の回収可能性よりも融資先との地縁や血縁を優先する銀行の経営体質をもたらしたガバナンスの弱さが、不良債権問題をエスカレートさせたと考えられる。

加えて、イタリアの不良債権問題の難しさは、こうしたガバナンスの弱さを反映するように、企業向けローンで事態が深刻化しているということにある (図表 4)。問題が最も深刻なモンテ・パスキの『年次報告書』によると、15年時点における企業向けローンの不良債権比率は実に31.0%にも上っている。図表 5 は、産業部門ごとの不良債権比率を足元のイタリア (16年3月) と最悪期のスペイン (13年12月) とで比較したものである。スペインと比較した場合、イタリアでは製造業や建設業の不良債権比率が高いという特徴がある。

スペインの不良債権問題は、基本的には住宅・建設バブルの崩壊に伴うものであった。そのため、市況が回復すれば不良債権が処理しやすい構造であった。また住宅ローンや建設ローンの担い手が貯蓄銀行 (カハ) に限定されており、一般の商業銀行は財務体質の悪化は軽かった。他方でイタリアでは、製造業の不良債権比率の高さが物語るように、不良債権問題が産業全体に拡散している。

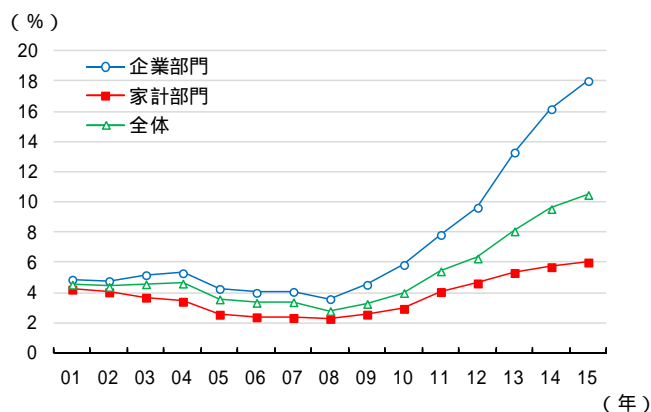
さらにイタリアの場合、その産業構造を考慮に入れれば、企業向けローンは中小企業向けが圧倒的な割合を占めていると推察される。1件当たりの融資金額が小さいことや、利害関係者の数が多く調整が難航することから、不良債権の回収はスペイン以上に困難であると考えられる。事実、B O I の調査 (Carpinelli *et al*, 2016) によれば、2011年から14年の間に銀行が行った不良債権処理26万件のうち、清算が91.9% (金額ベースでは74.0%) に上り、再建は8.1% (同26.0%) にとどまっている。

図表 3 . 財団と銀行の関係 (ユニクレディット、13年5月時点)



(出所) Jassaud(2014) Fig 3.を転載。

図表 4 企業向けを中心に悪化する不良債権問題



(注) 狭義 (破綻先) の不良債権ベース  
(出所) イタリア中央銀行

### 3. 政治問題化する不良債権問題

イタリアの不良債権問題は極めて深刻であり、銀行単位での処理には限界がある。アトランテなどバッドバンクの資金規模を拡充し、銀行からとりあえず不良債権を切り離す必要がある。銀行のガバナンスの改善も当然必要であるが、それは中長期的な課題と言えよう。

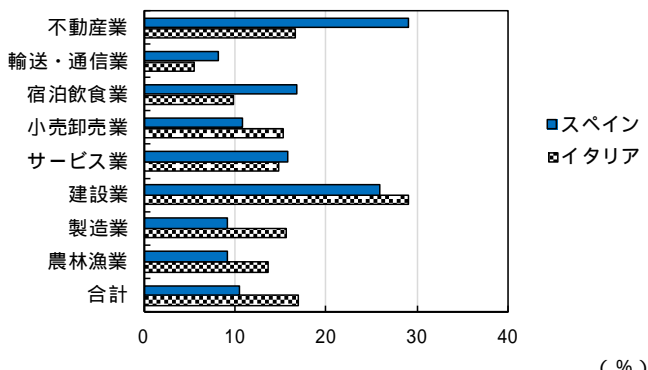
バッドバンクの資金を積み増すためには、イタリア政府による追加的な財政出動が必要になる。ただ健全財政路線を堅持したいEUにしてみれば、追加的な財政出動は容易には受け入れ難い。他方で政府としては、IMFからの指摘を受けたこともあり、銀行の資本体力を強化するために公的資金注入（バイルアウト）を実施したいところである。もっとも、徒なバイルアウトはEUのBRRD（銀行再生・破たん処理指令）で定められたバイルイン（預金者や投資家、銀行自身が経営再建のために損失を負担すること）の原則に反する。仮に例外規定（32条4項）が認められてバイルアウトが可能になっても、今後の財政運営へ対するEUの干渉は強まるだろう。

こうした中で警戒されることは、不良債権処理を巡りEUからイタリア政府への干渉が強まることで、イタリア国内における政治不安が強まってしまう危険性である。EU各国では反EU反緊縮の流れの中で民族政党が勢力を増しているが、イタリアでもそれは同様であり、極右の「五つ星運動」が台頭している。五つ星運動の支持率はレンツィ首相が率いる与党民主党的支持率に拮抗しており、また16年6月にはローマ市長選で五つ星運動の候補が勝利した。

イタリアでは16年10月、上院の権限を縮小することの是非を問う国民投票が行われる。レンツィ首相は下院に優先権を与えることで政権が安定すると主張している。もっとも、この国民投票が首相への信認投票という性格を強めている。こうした中で、不良債権処理を巡るイタリアとEUとのやり取りは国民投票に大きな影響を与えよう。首相がEUに対して弱腰の対応を取れば、支持率はさらに低下し、国民投票で提案が否決されるかもしれない。提案が否決された場合、首相は辞職する方針を示している。そうなれば政局が一気に不安定化する。

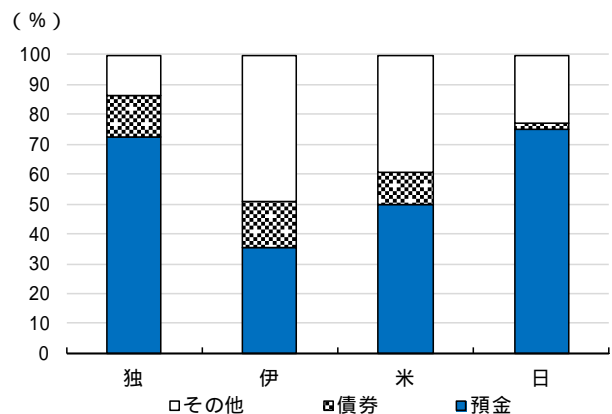
なおバイルインが適用された場合も、政治不安が深刻化してしまう恐れがある点にも留意しなければならない。日米独と比較すると明らかなように、イタリアの銀行は債券による資金調達の高比率だが、これは一般の預金者が銀行債を購入しているからでもある（図表6）。したがって、バイルインに伴い銀行債を保有している一般の預金者にも損失負担を迫られることになる。そのため、レンツィ政権やEUに対する有権者の不満が高まり、それがさらに民族政党の台頭を許すことになりかねない。

図表5 産業別にみた不良債権比率の比較



(注) 資料上の制約から、スペインは広義（破綻懸念先、実質破綻先、破綻先）の、イタリアは狭義（破綻先）の不良債権で作成。  
 (出所) スペイン中央銀行、イタリア中央銀行

図表6 銀行の総負債の構成比率の国際比較



(注) 資金循環統計ベース、なおイタリアのその他は対外債務等。  
 (出所) 各国中央銀行

#### 4. 欧州金融不安につながるリスクも

さらに警戒されることは、イタリアの不良債権問題が本格的な銀行不安に転じて、欧州の金融システム不安につながるリスクである。ドイツ銀行など経営不安がささやかれている銀行を中心に資金繰りが悪化し、金融不安の波がユーロ圏に広がる可能性もある。ECB（欧州中央銀行）による金融緩和の限界が意識される中で、公的資金注入など財政による金融システム安定化政策が弾力的に行われなければ、欧州の金融システムは危機的状態に陥るかもしれない。

さらにイタリアの不良債権問題が中東欧の金融システム不安につながり、それがさらにユーロ圏の金融システムを動揺させるという経路も懸念される。イタリア首位のユニクレディットは、傘下のHVB、バンク・オーストリアを通じて中東欧向けに多額のエクスポージャーを抱えている。第二位のインテザ・サンパオロも、ユニクレディット程ではないにせよ、中東欧向け事業を営んでいる。イタリア本国で資金繰りが悪化した場合、ユニクレディットやインテザ・サンパオロの中東欧向け事業に悪影響が及ぶ可能性が高い。なお中東欧には、イタリア以外にもドイツやオーストリア、フランスの大手銀行も進出し、事業を営んでいる。そのため、中東欧で金融システム不安が生じれば、自ずとユーロ圏の金融システムの安定性が脅かされる構造になっている。

こうした最悪のシナリオを回避するためには、イタリア政府が不良債権処理や公的資金注入をより弾力的に行えるよう、EUが歩み寄る必要があるだろう。ユーロ圏第三位の大国であるイタリアで銀行不安が生じている事実を勘案し、EUには原理原則にとらわれない柔軟な対応が求められる。

#### 参考文献

- Jassaud, N. (2014) "Reforming the Corporate Governance of Italian Banks," *IMF Working Paper*, 14/181.
- Carpinelli *et al*,. (2016) "The Management of Non-Performing Loans: A Survey among the Main Italian Banks," *Bank of Italy Occasional Papers*, Number 311.

#### - ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。