

2017年1月10日

三井住友アセットマネジメント
シニアエコノミスト 西垣 秀樹

エコノミスト便り (ロンドン)

【欧州経済】イタリアの不安はなぜ消えないのか ～経済、銀行、財政の3つの悪循環～

- イタリア政府は国内銀行3位のモンテパスキ等への公的支援を決定したが、イタリアに対する金融市場の不安が消えない背景には、銀行だけでなく、経済や財政の脆弱性が残っているためである。イタリアでは潜在成長率の低迷、銀行のバランスシート修復（不良債権処理）の遅れ、政府債務の増大という、経済、銀行、財政の3つの問題が相互に関連しつつ、問題解決を複雑にしている側面がある。
- 過去数年でユーロ圏の危機対応スキームが頑強になった点を踏まえると、イタリアの問題が欧州全体の金融システム不安に発展する可能性は小さい。イタリアの不安を払しょくするには新政権が投資環境を抜本的に改善させ、経済構造を強くする取り組み強化が必要であるが、同時に EU がイタリアの問題に対して現実的かつ柔軟に対応することも重要であろう。

欧州経済の不安材料としてのイタリア

昨年末、イタリア政府は多額の不良債権を抱えた同国銀行3位のモンテパスキ等への予防的な資本注入に対応するために200億ユーロの公的支援を決定した。イタリアはユーロ圏では3番目に経済規模が大きく、ユーロ圏全体のGDPの約16%を占めているが、金融の面だけでなく、経済や財政の面でも脆弱さが目立っている国である。このため欧州経済の不安材料としてイタリアが最も注目されている。

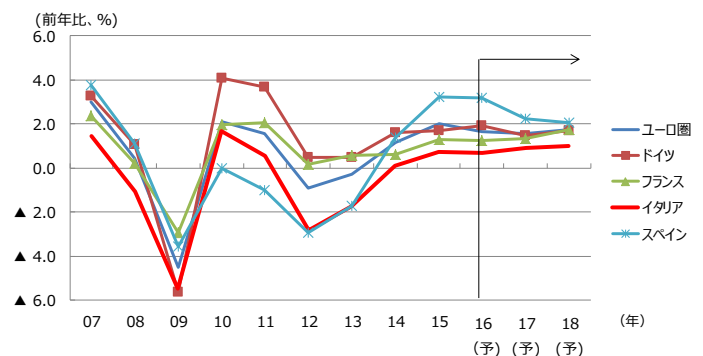
イタリアの再生がなければ欧州に対する不安を払しょくすることは難しいだろう。

今回のレポートではイタリアの不安が消えない理由について経済、銀行、財政の3つの面からデータをみながら議論する。

まず、ユーロ圏経済については、金融政策が超緩和的であり、財政政策もやや拡張的なスタンスで運営されているなかで2016年は1%台半ばの成長率を維持した見込みである（図表1）。17年、18年もドイツやスペインを中心に雇用の

（図表1）

ユーロ圏の主要国の実質GDP成長率



（注）2007年～2018年。2016～2018年は欧州委員会予測値。
（出所）欧州委員会、Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

回復が見込まれるなか内需主導で16年並みの成長が予想される。しかし主要国の推移をみると、依然としてばらつきがみられ、特にイタリアの低成長が目立っている。欧州委員会の16年秋の見通しによれば、16年の成長率はユーロ圏が1.7%であるが、主要国をみるとドイツが1.9%、フランスが1.3%、スペインが3.2%であるのに対してイタリアは0.7%にとどまる。18年にかけてもイタリアは低成長が予想されている。

低成長、低インフレが続くイタリア経済

次にイタリアの経済をより詳しくみておきたい(図表2)。まず、GDPの6割を占める個人消費をみると、15年以降は原油価格の下落や政府による雇用支援(企業が新規に終身雇用を増やせば労働コストが軽減される措置)の影響などから増加傾向で推移しているが、16年半ばから鈍化している。失業率をみると10月は11.6%とユーロ圏平均の9.8%を上回っており、14年末のピークの12.8%から大きく改善している訳ではない。一方、固定投資も四半期をならして見ると回復ペースは鈍い。他のユーロ圏主要国と比較した場合、イタリアは投資の弱さが目立っている。輸出や在庫の動きもあまり安定していない。

消費者物価上昇率は12月が前年比0.5%と、ユーロ圏平均1.1%に比べて低い(図表3)。賃金上昇率は16年になって大きく鈍化した。これはイタリアの場合、集団的交渉によって物価予想に基づいて3年ごとに賃金を決定するケースがあり、13年から14年にかけての物価上昇率の低下がタイムラグを伴って反映された部分があるとみられる。

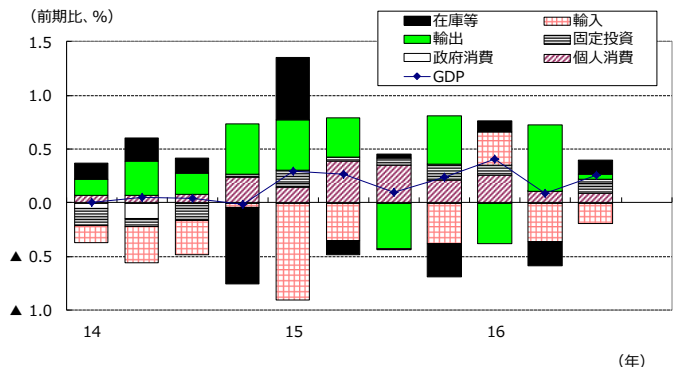
イタリアのコア(エネルギーや食品を除く)の消費者物価上昇率は同0.7%にとどまっている。これは需要が弱く、経済の資源(リソース)が余剰であることを反映したものである。実際、イタリアのアウトプットギャップ(欧州委員会の推計値)は16年が▲1.6%とユーロ圏平均の▲1.0%よりも大きい(図表4)。

イタリア経済の構造問題

イタリアの低成長は足元の循環的な要因というよりも、構造的

(図表2)

イタリアの実質GDP成長率



(注) データ期間は2014年1-3月期~2016年7-9月期。
(出所) イタリア統計局、Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表3)

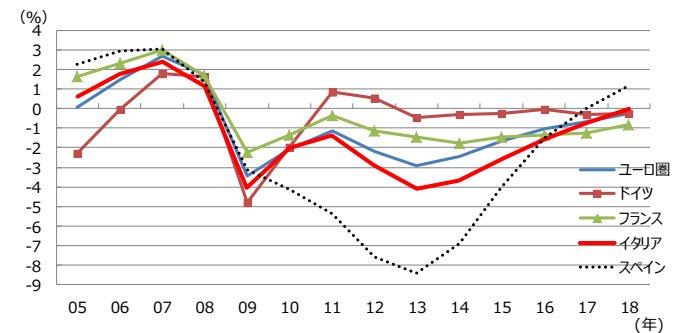
イタリアの消費者物価と賃金の上昇率



(注) データ期間は消費者物価が2007年1月~2016年12月。時間あたり賃金が2007年1月~2016年10月。
(出所) イタリア統計局、Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表4)

ユーロ圏主要国のアウトプットギャップ



(注) データ期間は2005年~2018年。欧州委員会の推計値。
(出所) 欧州委員会、Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

な要因によるものところが大きいと考えられる。

構造的要因とは、具体的には、①潜在成長率の低迷、②銀行のバランスシートの修復の遅れ、③政府債務の水準の高さなどである。

以下では、これらの3つの問題点についてみておきたい。

潜在成長率の低迷

第1の問題点は潜在成長率の低迷である。欧州委員会によればユーロ圏の潜在成長率は16年で1.0%と推計されている。これを国別にみるとドイツが1.7%、フランスが1.2%、スペインが0.6%であるが、イタリアは▲0.3%とマイナスである。イタリアの潜在成長率が低迷している背景には経済構造の硬直性が指摘できる。

世界銀行の「ビジネス環境の総合ランキング（Doing Business 指標）」をみると、イタリアのランクは世界の50位であり、ドイツ（17位）、フランス（29位）、スペイン（32位）に比べてかなり低い（図表5）。イタリアのビジネス環境は資金調達（債権者、債務者の法的権利の保護の度合など）、納税（手続きにかかる時間や税率など）、契約執行（訴訟に関する時間やコストなど）の項目で他国に比べて不利な面が多い。これでは海外から新規の投資を呼び込むことは難しい。たとえば対内直接投資残高のGDP比をみるとイタリアは20%台にとどまっており、スペイン(60%)やドイツ、フランス（40%）などに比べてかなり水準が低いことがうかがえる（図表6）。特にイタリアとスペインには大きな乖離があるが、この背景にはイタリアはスペインに比べて経済成長率が低だけでなく、法人所得税率が高く、教育水準の高い人材を獲得しにくいことなどがあるとみられる。

またイタリアの労働生産性をみると、2000年代に入ってから、ほとんど改善しておらず、他の欧州諸国に比べて劣勢にある（図表7）。イタリアの労働生産性が低迷している理由についてはビジネス環境の悪さを背景に投資の水準が長期的に低迷していることや、労働市場における問題、たとえば失業者全体に占める長期失業者の割合が6割に及ぶこと、若年層の失

(図表5)

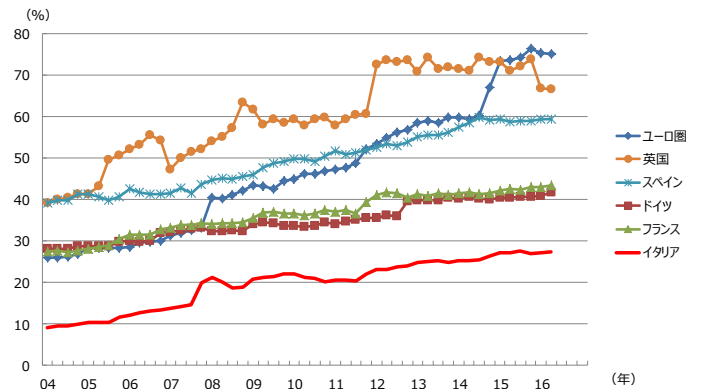
世界のビジネス環境のランキング

	英国	ドイツ	フランス	スペイン	イタリア	日本
ビジネスのしやすさ(総合)	7	17	29	32	50	34
開業	16	114	27	85	63	89
建設許可	17	12	20	113	86	60
電力の得やすさ	17	5	25	78	51	15
知的財産の登録	47	79	100	50	24	49
資金調達	20	32	82	62	101	82
少数投資家の保護	6	53	32	32	42	53
納税	10	48	63	37	126	70
国境を越えた取引	28	38	1	1	1	49
契約執行	31	17	18	29	108	48
破綻処理	13	3	24	18	25	2

(出所) 世界銀行の『Doing Business 2017』のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表6)

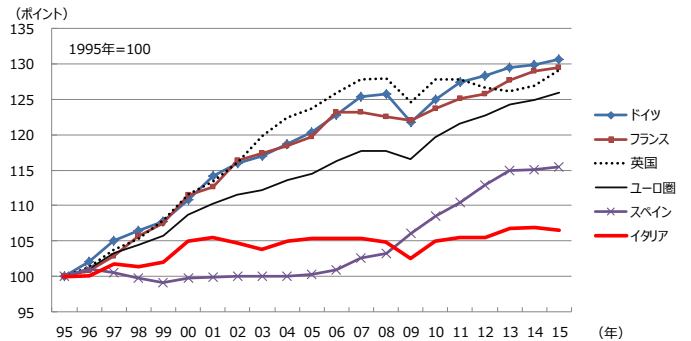
欧州主要国の対内直接投資残高のGDP比



(注) データ期間は2004年1-3月期から2016年4-6月期。
(出所) IMF, Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表7)

欧州主要国の労働生産性の推移



(注) データ期間は1995年～2015年。労働時間あたりの付加価値。
(出所) OECDのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

業率が依然として 35%を超えていること、女性の労働参加率が特に低いことなどが影響しているとみられる。

イタリアの労働生産性の低迷については EIB（欧州投資銀行）の分析が参考になる。EIB は 2000-13 年までの EU 諸国の労働生産性の伸びを要因分解しているが、この分析によると EU 平均が 1.0% に対して、ドイツが 1.1%、フランスが 1.2%、英国が 1.2%、スペインが 0.8%、イタリアが▲0.1% である。主要国ではイタリアだけがマイナスである。イタリアがマイナスなのは、無形固定資産の蓄積が遅れていることに加えて、技術や労働構成の問題が生産性を低下させていることが大きな要因となっている（図表 8）。

また、技術革新を生み出す上で重要な研究開発投資の動向をみると、イタリアは長期にわたって低水準が続いていることが確認できる（図表 9）。このように潜在成長率の低迷は中期的な成長率の低下を示唆している。

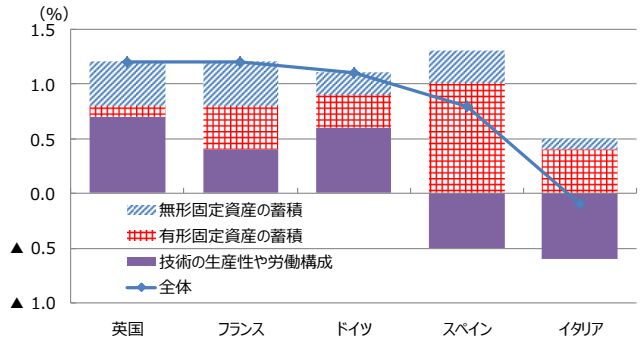
余談であるが、筆者が 2016 年 9 月にローマに出張した際、財務省のあるエコノミストはイタリアの低成長に関してスペインとの財政政策の違いを指摘していた。16 年の財政赤字の GDP 比はイタリアが 2.4%、スペインが 4.6% である（欧州委員会の予測ベース）。そのエコノミストはイタリアもスペインのように財政赤字を容認してもらえらば、スペインのような高成長（3% 成長）は可能だと笑みを浮かべながら語った。確かにアウトプットギャップの大きさからすれば、財政拡張によって短期的な需要を拡大させる余地はある。ただし経済の長期低迷の主因が供給力の弱さにあるならば、投資の拡大につながる財政拡張でなければ高い成長率を持続させることは難しい。

銀行のバランスシートの修復の遅れ

第 2 の問題点は銀行のバランスシートの修復の遅れである。具体的には不良債権が高水準であり、不良債権比率がなかなか低下しないという問題である。不良債権問題によって中小企業向け貸出が抑制されやすくなったり、不良債権処理のための財政負担が増えるという問題が出てくる。

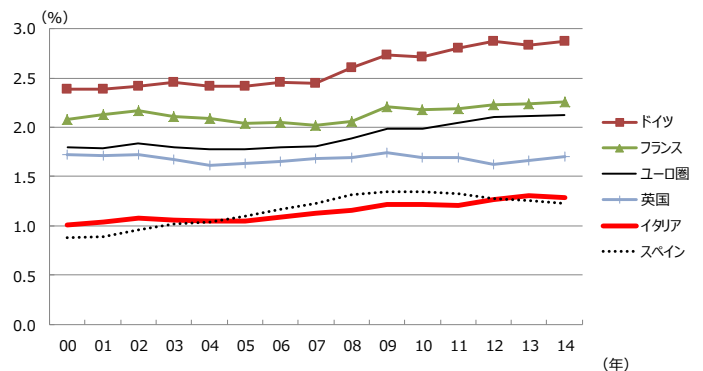
ユーロ圏の不良債権残高は ECB 統計によると、16 年 6 月末時点で 1 兆 189 億ユーロあり、ユーロ圏全体で不良債権比

(図表 8) 欧州主要国の労働生産性の伸びの要因分解 (2000年～2013年平均)



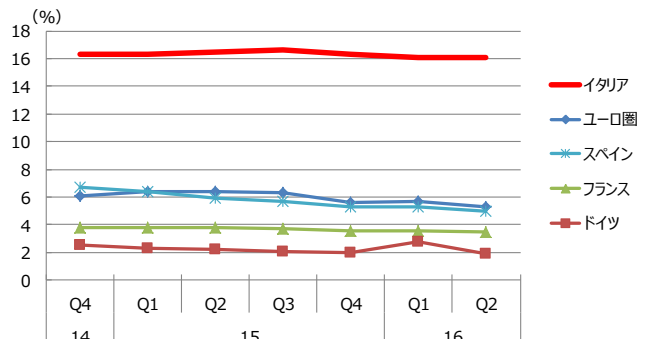
(出所) EIBの資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表 9) 欧州主要国の研究開発支出のGDP比



(注) データ期間は2000年～2014年。
(出所) World Bank, Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表 10) ユーロ圏の主要国の不良債権比率



(注) データ期間は2014年10-12月期～2016年4-6月期。
(出所) ECB, Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

率は 5.3%である。このうちイタリアの不良債権残高は 3,549 億ユーロと、ユーロ圏全体の 35%を占める。イタリアの不良債権比率は 16.1%と特に高い（図表 10）。不良債権を業種別にみると中小企業やサービス産業で多い。イタリアの不良債権比率が特に高い背景としては、イタリアでは株式市場の発展が遅れて、企業部門の資金調達における銀行依存度が高く、企業（特に中小企業）の信用リスクが銀行部門に集中しやすい構造にあったことや、ガバナンスの面で政治の影響力が大きく、リーマンショック後の対応が遅れたことなども影響しているとみられる。

次にイタリア中銀の統計から不良債権をもう少し詳しくみる。イタリア全体の不良債権残高は 2015 年末で 3,600 億ユーロある（図表 11）。これはイタリアの GDP 比で 22%に相当する。このうち、特に回収不能の状態にあるバッドローンは 2,100 億ユーロである。なおバッドローンに対して引き当てが 1,230 億ユーロ計上されているため、ネットの不良債権残高は 870 億ユーロ（貸出全体の 4.8%）である。

不良債権問題の焦点となっているのはモンテパスキである。モンテパスキの不良債権比率は 35.5%と他の大手銀行と比較して極端に高い（図表 12）。バッドローンを 280 億ユーロ抱えるモンテパスキに対して、昨年末に ECB は 88 億ユーロの資本増強が必要とした。このうち 66 億ユーロは公的支援によってカバーされるが、残りの 22 億ユーロは投資家が損失を被る見通しである。特に政治的、社会的に問題なのは、モンテパスキの劣後債の約 65%を個人投資家が保有していることである。こうしたなか政府は個人投資家の損失を実質的に補てんすることを検討していると報道されている。

イタリアの銀行部門の問題は経済の成長力が弱いために十分な利益を計上できず不良債権処理を進めることができないことである。不良債権処理については 16 年春に経営難の銀行を支援するための救済基金（アトランテ）が創設され、アトランテが債券を発行して資金を集めることで、不良債権を買い取る仕組みが作られた。しかし、アトランテは財政面の負担の限界もあって民間銀行から資金を集める形となったため支援規模が十分ではないという問題があった。さらに主として銀行部門

（図表 11）

イタリアの不良債権残高（2015年末）

（単位：10億ユーロ）

	不良債権全体	うちバッドローン
不良債権残高	360	210
引当金残高	163	123
ネットの不良債権残高	197	87
（参考）不動産担保	-	85
（参考）その他担保	-	37

（出所）イタリア中央銀行のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

（図表 12）

イタリアの銀行部門の不良債権（2016年9月末）

		ウエ クレジット	インデサ サンパオロ	モンテ パスキ	UBI	バンコ・ ポボラーレ	BPM	6行合計
貸出残高	10億ユーロ	481	395	128	87	86	34	1,212
不良債権（グロス）	10億ユーロ	77	60	46	13	21	4	219
バッドローン	10億ユーロ	51	38	28	7	11	2	138
不良債権比率（グロス）	%	16.0	15.1	35.5	15.1	23.9	10.5	18.1
バッドローン比率	%	10.7	9.6	22.0	8.2	13.1	4.7	11.3

（出所）Bruegelの資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

から資金を集める仕組みであるため、長期的にみるとシステムックリスクが残るという問題もあった。

政府債務 GDP 比の高さ

第3の問題点は、イタリアの政府債務の規模が大きいことである。イタリアの政府債務残高は16年6月末時点で2兆2,504億ユーロあり、ユーロ圏全体の23%を占める。GDP比は135.5%であり、ギリシャの179.2%に次いでユーロ圏では2番目に高い水準となっている。

イタリアの財政収支のGDP比は景気の弱さを背景に改善ペースが非常に鈍いという特徴がある(図表13)。最近の財政収支のGDP比は改善しているものの、金利低下による利払い費の減少の影響が主因であり、利払い費を除くプライマリー収支はむしろ悪化している点に注意する必要がある。たとえば2013年と2016年(見込み)を比較すると、財政収支GDP比は▲2.7%から▲2.4%へ0.3%ポイント改善したが、内訳をみると利払い費のGDP比が▲4.8%から▲4.0%へ0.8%ポイントも改善した一方、プライマリー収支のGDP比は2.1%から1.6%へ0.5%ポイント悪化した。最近では歳出面で政府投資や公務員の給与を削減する一方で、歳入面では低所得層への減税や新規に雇用を増やした企業に対する支援、不動産に関する減税などを実施してきた。事後的にみれば、ECBの金融緩和による金利低下が間接的にイタリアの財政再建を支えている側面は無視できないといえる。

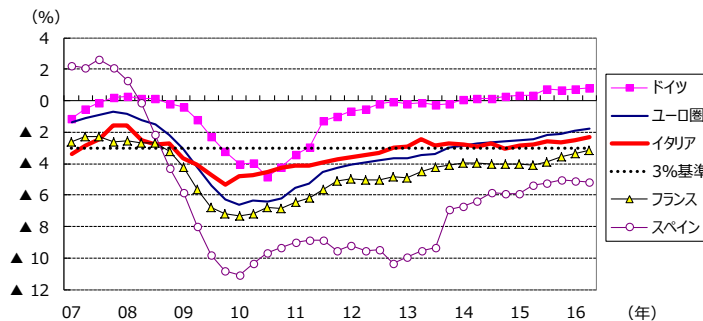
低成長が続く中では税収の伸びが期待できないため、財政収支GDP比を大きく改善させることは難しく、政府債務残高のGDP比を低下させることも困難である。イタリアのストックの政府債務残高のGDP比は容易に低下しない(図表14)。政府債務残高のGDP比が高いということは、それだけ財政によって景気を刺激する余地が小さく、銀行の不良債権問題に対して思い切った対応ができないことを意味する。

経済、銀行、財政の3つの弱さの相互連関

以上みたように、イタリアの経済、銀行、財政は数年前に比べると一部に改善の動きがみられるものの、基調としてみれば、いずれも脆弱な面が残っており、金融市場のイタリアに対する不

(図表13)

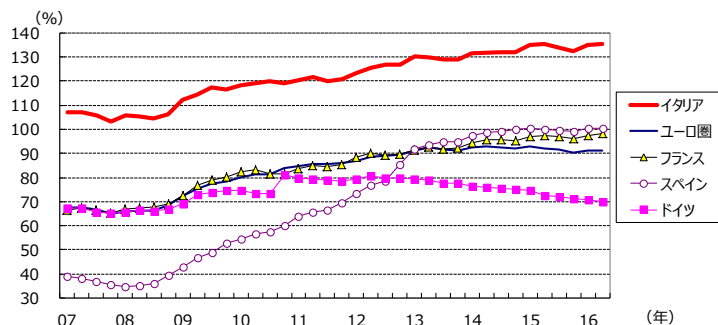
欧州主要国の財政収支/GDP比



(注) データ期間は2007年1-3月期～2016年4-6月期。
(出所) 欧州委員会、Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表14)

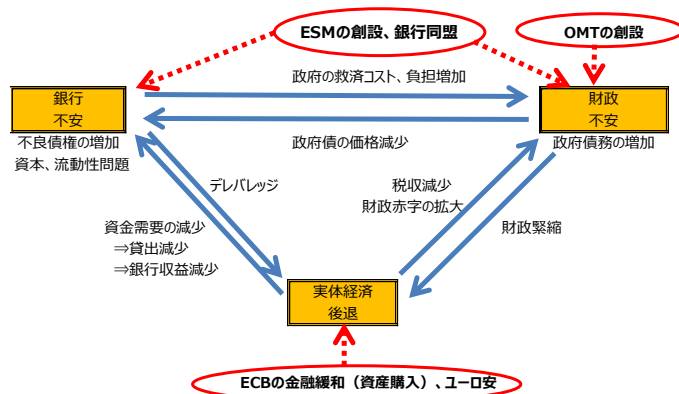
欧州主要国の政府債務残高/GDP比



(注) データ期間は2007年1-3月期～2016年4-6月期。
(出所) 欧州委員会、Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

(図表15)

2012年のユーロ危機の基本構造
ユーロ圏の経済、銀行、財政の3つの連関



(出所) 三井住友アセットマネジメント作成

安は早期に解決することが難しいと考えられる。

経済、銀行、財政の3つの弱さの相互連関は 2012 年のユーロ危機の基本構造でもある（図表 15）。2012 年のユーロ危機ではこの3つの負の連関を断ち切るためにユーロ圏がESM（欧州安定メカニズム）、銀行同盟、OMT（ECBによる国債買い入れ措置）などを相次いで打ち出し、公的部門による危機対応のための体制が強化された。このためユーロ圏の金融システムは従来よりも頑強になった。したがって足元のイタリアの問題が欧州全体の金融システム不安に発展する可能性は小さいと考えられる。しかし、イタリア単体で見れば、経済の弱さが銀行や財政に対する不安につながり、ユーロ圏に対する不透明感をもたらしていると言わざるをえない（図表 16）。

イタリア不安の払しょくには新政権の取組強化が必要

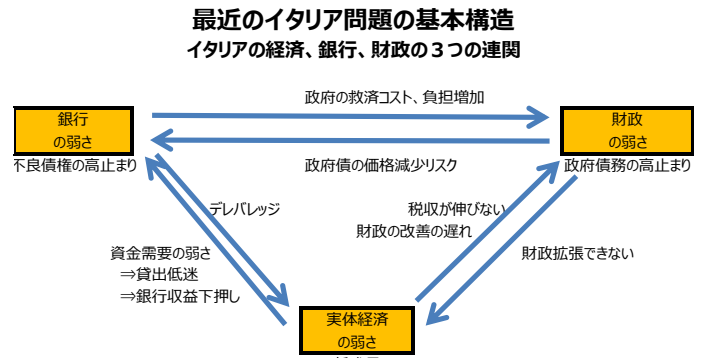
イタリアの不安を払しょくするためには新政権が投資環境を抜本的に改善させ、経済構造を強くすることが重要であるが、残念ながらそれにはなお時間がかかる見通しである。

2016年12月4日の国民投票ではレンツィ内閣が提案した憲法改正（上院の権限を弱めて統治機構を効率化することを狙った上院改革）法案が反対多数で否決されたことでイタリアの構造改革にはブレーキがかかってしまった。否決を受けてレンツィ首相が辞任に追い込まれたことでイタリアやユーロ圏の先行き不透明感が高まった。ジェンティローニ暫定政権のもとでは構造改革を加速させることは難しいとみられるが、EU 懐疑派でユーロ離脱の国民投票の実施を志向する五つ星運動の勢いが強まれば問題はさらに複雑になる。

EU の現実的で柔軟な対応も重要

ところで、イタリアの低成長や政府債務の高水準といった問題は99年にユーロを導入する以前からみられた構造的な問題でもある。ユーロ圏は生産性上昇率の低い国や、政府債務残高のGDP比の基準を満たしていない国を含めて通貨統合を進めた経緯があり、その矛盾がリーマンショック危機後の不況と銀行のバランスシートの劣化の中で明確化したという側面がある。イタリアの足元の政治状況なども考慮すると、イタリアに対するEUの対応としては、過度な財政緊縮を求めて政治不安

（図表16）



（出所）三井住友アセットマネジメント作成

やユーロ離脱リスクを高めるよりも、経済成長を優先させた上で投資環境や労働市場の改善といった長期の問題に取り組むことを促すような現実的で柔軟なアプローチが求められるだろう。

以 上

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 399 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会