一生涯のパートナー
第一生命
Dai-ichi Life Group

第一生命
年金通信

第一生命経済研究所レポート selection

No.2016－135

2016 年 12 月 5 日
団 体 年 金 事 業 部

イタリア不安は長期戦
～選挙制度改正の行方に注目～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の田中主席エコノミストによる「イタリア不安は長期戦～選挙制度改正の行方に注目～」をお届けいたします。（別添参照）

12 月 4 日イタリアで行われた議会制度改正の是非を問う国民投票は、大方の予想通り否決が決定的となり、レンツィ首相は辞任の意向を表明しました。本年金通信は、今回の国民投票結果を受けた市場への影響や、今後の政治・経済見通しについて記したレポートとなっておりますので、是非ご一読下さい。

以上

第一生命保険株式会社

DLRI DAI-ICHI LIFE RESEARCH INSTITUTE INC.

EU Trends

イタリア不安は長期戦

発表日：2016年12月5日(月)

～選挙制度改正の行方に注目～

第一生命経済研究所　経済調査部
主席エコノミスト　田中　理
03-5221-4527

◇ 国民投票が否決されたイタリアはレンツィ首相が辞意を表明。投票否決が広く予想されていたことや、首相退陣時も議会の解散・総選挙の前倒しが回避されるとの見方が支配的で、金融市場の混乱や銀行不安への波及は限定的。ただ、議会任期満了を2018年春に控え、そう遠くない将来に総選挙が行なわれる。反体制派のポピュリズム政党・五つ星運動の政権奪取を阻止できるかは、国民投票後に予想される選挙制度の再改正の行方が鍵を握る。また、大手行の自力再建に目処が立った場合も、長期停滞や潜在的な不良債権の大きさに比べて、民間出資の銀行救済基金の規模は見劣りする。追加救済時に問題が再燃する恐れがある。

12月４日に行われた議会制度改正の是非を問う国民投票が否決された模様のイタリアでは、レンツィ首相が辞意を表明した。現地時間の５日（日本時間の５日の夕方以降）に大統領と面会し、辞表を提出する。大統領が慰留する可能性も残るが、出口調査によれば改正に反対する票が賛成票を大幅に上回った模様で、このまま辞任する公算が大きい。ただ、事前の世論調査で反対派の優勢が広く予想されていたことや、首相退陣時も議会の解散・総選挙の前倒しが回避されるとの見方から、金融市場の動揺はそれほど広がっていない。市場参加者が広く予想する通り、議会の解散権を持つマッタレラ大統領が暫定首相を指名し、総選挙の前倒しを回避できるかが次の焦点となる。現在の選挙制度の下で解散・総選挙に臨めば、反体制派のポピュリズム政党「五つ星運動」が政権を採る可能性がある。同大統領は与党・民主党に近い立場の元政治家で、政治安定を重視し、暫定首相に政権の舵取りを任せるとの見方が支配的だ。暫定政権の発足には議会の上下両院の信任投票が必要となるが、民主党を支える中道政党は議席獲得に必要な最低得票率（３％）に満たない恐れがあり、早期の解散・総選挙を望んでいない。ひとまず暫定首相を信任する可能性が高い。大統領が次期首相を指名したり、解散・総選挙を決断するまでの日数は特段決まっていないが、首相に指名された候補は10日以内に上下両院で信任を得る必要がある。クリスマス休暇が近づいていることを考えると、政局安定を重視し、比較的早期に暫定首相が指名される展開を予想する。

国民投票後の金融市場の混乱が広がれば、イタリアの銀行問題への波及も懸念される。７月の欧州大手行のストレステストで資本不足が明らかとなった同国第３位の銀行は、年内の増資と不良債権の売却を計画している。ＥＵの新たな銀行再生破綻処理ルールでは、公的資金を用いて銀行を救済するには、問題行の株主や劣後債保有者などに一定の損失負担（ベイルイン）が求められる。イタリアでは銀行劣後債の半分程度を個人投資家が保有しており、ベイルインが政治的に難しい。市場環境の悪化で自力再建が暗礁に乗り上げれば、欧州の銀行危機が再燃しかねない。ただ、問題となっている同国第３位の銀行は、一部の劣後債保有者が自発的な株式転換に応じたほか（個人投資家のベイルインを避けるために自発的な株式交換の形を採った）、大手投資家が新株発行による増資に応じるとの報道も出ている。また、同国最大手行

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

も資本増強や不良債権の売却に加えて、傘下の資産運用会社の売却計画を近く発表するとの報道もあり、不安払拭に努めている。国民投票後の金融市場の混乱が限定的なこともあり、銀行危機への波及はひとまず食い止められる可能性がある。

ただ、当面の政治リスクと銀行不安が後退したとしても、イタリアを取り巻く不透明感の払拭は難しい。まず、政治リスクについては、現在の議会任期満了は2018年３月で、任期満了から70日以内に総選挙を行なう必要がある。早期の総選挙が回避されたとしても、そう遠くない将来に総選挙が行なわれる。事実上の内閣信任投票と位置づけられた国民投票が否決された訳で、民主党が支える暫定政権への風当たりも強まらざるを得ない。五つ星運動政権誕生とユーロ離脱の是非を問う国民投票への不安は拭えない。国民投票後に予想される選挙制度の再改正の動きが、五つ星運動政権の誕生を阻止できるかの鍵を握ろう。国民投票が否決されたことで、選挙制度改正には上下両院で全く同じ法案を可決しなければならない。総選挙までの限られた時間で各党の利害関係が衝突する選挙制度改正で合意できるかは予断を許さない。仮に五つ星運動に不利な選挙制度に再改正されたとしても、新たな選挙制度に合わせて、これまで連立会派の結成に距離を置いていた五つ星運動が他の反体制派政党との連立を模索する可能性もある。今後の政治展開は読めない。銀行不安については、大手行の自力再建にひとまず目処が立ったとしても、厳しい経営状況にある中小銀行などの追加救済が必要になる恐れがある。公的資金を用いた銀行救済や不良債権の買い取りが難しい現行制度の下では、民間出資の銀行救済基金（アトランテ）、不良債権の証券化を支援する政府保証制度（GACS）、自力増資を組み合わせて救済を進める以外にない。経済の長期停滞や潜在的な不良債権の規模を考えると、民間が出資するアトランテが再び火力不足に直面する可能性がある。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。