

今月の焦点

海外経済金融

改めて問われる欧州の銀行の経営体力

～ 貸出削減が経済成長鈍化を助長する可能性も～

山口 勝義

要旨

欧州では、銀行の経営体力に対する懸念が改めて浮上し、ユーロ圏が抱える問題をより困難化させる可能性が市場の波乱要因となっている。さらに、予想される貸出の削減が、ユーロ圏で既に現れ始めている経済成長の鈍化を助長することにもなりかねない。

はじめに

8 月、ユーロ圏の金融市場は想定外の波乱に見舞われた。

想定外というのは、米国の債務上限をめぐる交渉等の外部要因を除けば、次のとおり、当面、ユーロ圏では差し迫った材料は見当たらなかったためである。

- ギリシャでは、6 月 29・30 日、中期財政計画とその関連法案が国会で承認された。これにより国際通貨基金（IMF）および欧州連合（EU）による当初金融支援が継続されることとなり、同国の 7 月中の債務不履行は回避された。
- また、同国に対する追加支援についても、紆余曲折はあったものの、7 月 21 日のユーロ圏首脳会議においてその大枠が合意された。
- 一方、欧州横断的な銀行のストレステストの結果が 7 月 15 日に公表されたが、シナリオの保守性等について批判的な見方はあったが、市場は総じて公表結果を冷静に受け止めた^(注1)。
- 今後、ギリシャに対する追加支援のユーロ圏各国による承認手続や当初金融支援での次回融資実行が控えているが、夏休み期間中にはこれらに具体的な進展は見込めず、当面市場を動かす材料にはならないと考えられた。

しかし現実には、一層高まった不安感で市場は乱高下を繰り返しつつ、世界的に安全資産へのシフトが進行することとなった。

8 月の市場波乱の主要要因

欧州での波乱の大きさは、例えば、1 ヶ月間の下落幅がリーマンショック時並みの約 20% となった株価指数の値動きや、スペインに続きイタリア 10 年国債利回りの 6% 台乗せ、ドイツやフランスを含むクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の保証料率の急上昇に現れている。この結果、8 月には、フランス等での株式の空売り規制の導入、欧州中央銀行（ECB）による新たにスペイン、イタリア両国債を対象に加えたうえでの国債買取りの再開、独仏首脳会談の実施等の対応が迫られることとなった。

この市場波乱の要因については、以下の諸点が考えられる。

これらの要因が複合することで、ユーロ圏が抱える問題の不透明感が増幅するとともに、米国の政府債務上限の引上げ交渉の迷走や、それを背景にした 8 月 5 日の S&P による米国格付けの引下げ等も加わり、市場のボラティリティが拡大することとなったものと考えられる。

1. 複数要因の複合による市場波乱

政治的な調整能力への疑念、政策の手詰まり感

対ギリシャ追加支援策は、ユーロ圏財務省会合（7/11）では合意できず、同首脳会議（7/21）に先延ばしされた。また、8月半ばにはフィンランドがギリシャに対し担保提供を求めるなど支援国の足並みの乱れが表面化し、追加支援の破綻も懸念された。

加えて、問題解決の有効策と期待されるユーロ圏共同債にはドイツ等の反対が強く、具体化の可能性は乏しい。また、財政危機拡大の懸念を受け、8月に約5ヶ月ぶりに再開されたECBによる国債買取りについても、これに反対する見解や国債の市場規模を考慮すれば、その効力の限界を意識せざるを得ないものとなっている。

財政危機のスペイン、イタリアへの波及懸念とAAA国の財政悪化懸念

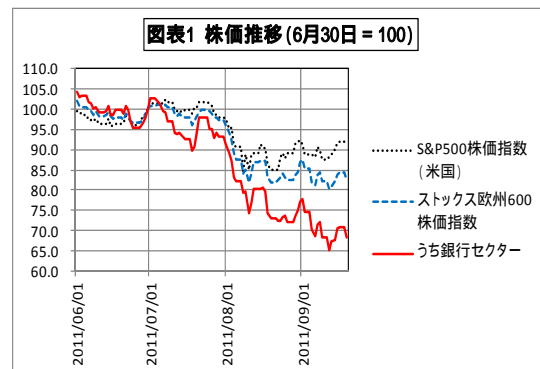
両国に対する金融支援のためには欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の増額が不可避となるが、これに伴うAAA国の債務増大の可能性が米国に続くフランス格下げの思惑を呼ぶ一方、増額への反対意見も強く、EFSFが機能不全に陥る懸念も生じた。

財政悪化国向け債権を多量に保有する銀行の経営体力への懸念

改めて財政悪化国向け債権を多く有する銀行の経営体力が注目され、資金繰り難を通じて、広く金融システム問題への拡大の可能性も懸念された。

経済成長鈍化と財政改善頓挫の懸念

8月16日発表の2011年第2四半期実質GDP成長率では、いわゆるコア国をも含めた経済成長の鈍化が明らか



(資料) 6月30日の終値を100として表示したもの。Bloombergのデータから農中総研作成。

となり、今後の財政改善の進捗に懸念が生じた。

2. 株価下落を主導した銀行株

上記のうち、銀行の経営体力に対する懸念は、決して目新しい材料ではない。しかし、既に7月から銀行セクターの株価下落が鮮明になっており、下げ幅も大きい点が注目される（図表1）。

これは、ギリシャ財政の持続可能性に対する疑念が高まるなか、7月に合意されたギリシャへの追加支援でのヘアカット（債権額削減）の導入等によって、改めて銀行を取り巻く問題の根深さが認識され、政府の財政問題と銀行の経営問題が相互に作用しつつユーロ圏の問題をさらに困難化させる可能性が懸念された結果と考えられる。このように、株価指数の中で構成比が10%強と最大の同セクターが、今回の株価下落を主導した点是否定できない。

また、この銀行を巡る問題については、ラガルドIMF専務理事が、8月27日、米カンザスシティ連銀主催の年次経済会議の講演で、欧州の銀行は早急な資本注入が必要であるとし、ユーロ圏で銀行に直接資本注入できる新たな仕組みの整備が重要とする発言を行ったことで、一層問題の深刻さを意識させる結果となった。

銀行の課題の二面性: 資本と資金繰り

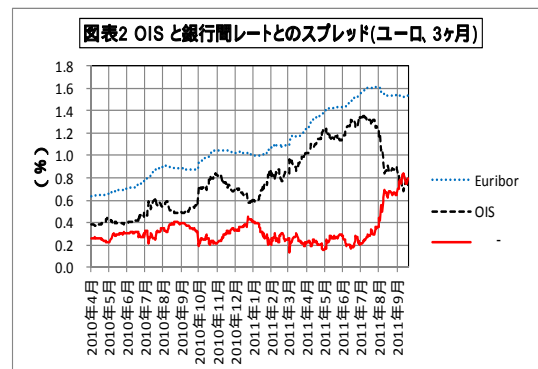
1. 資本の十分性

しかし、このラガルド発言に対しては、欧州の当局者からは現実を踏まえない過度な内容として反発があるとされている^(注2)。さらにその後、CDSの保証料率に基づく財政悪化国の国債価格を根拠として欧州の銀行の多額の資本不足を指摘したIMFの「国際金融安定性報告 (Global Financial Stability Report、GFSR)」(ドラフト)を巡って、IMFとこれを非現実的な分析とするECBや各国政府の当局者等との間で激しい論争が生じていると報道された。また同報道は、この分析を、最近の銀行株急落の背景とする見解があるとも伝えている^(注3)。

確かに、銀行の資本については、昨年のストレステストで資本不足とされた合計 35 億ユーロ (約 3,600 億円) に対し、その後、2011 年前期のみでも欧州の銀行全体で合計 600 億ユーロ (約 6 兆 3 千億円) に達する増資が実施されている^(注4)。また、今回の市場波乱の中で株式売却の標的とされたフランスのソシエテ・ジェネラルやイタリアのユニ・クレディトについても、狭義の中核的自己資本比率は2010 年末時点の実績値で各 8.1%、7.8% にまで改善しており、2011 年ストレステストでも 2012 年末時点で各 6.6%、6.7% を維持すると見込まれている^(注5)。

しかしながら、銀行資本はそもそもどれだけ増強すれば十分という基準を置き難いものであるが、現在、特に銀行勘定における財政悪化国向け債権の評価に甘さが残る可能性を否定できないなか、市場の納得感を得ることは容易ではない。

なお、上記の論争の末、IMF は、その後公表した GFSR の最終版では、銀行の資



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。

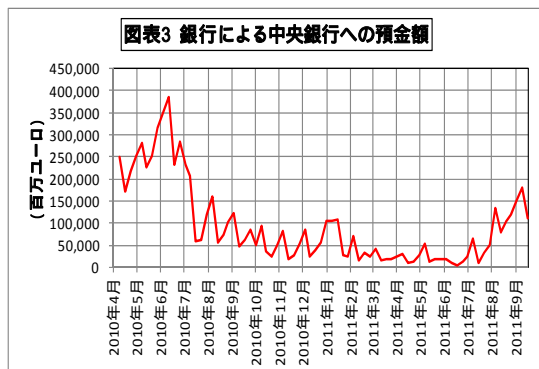
本不足額ではなく損失額の観点から、銀行の課題を指摘するに止めている。

2. 資金繰り (流動性) の確保

一方、こうした銀行の資本の十分性を巡る不透明感の高まりを受け、銀行間の資金市場での貸渋りや、MMF の運用先として銀行ネームの回避等を通じ、銀行の資金繰り懸念が表面化してきている。

こうした状況は、銀行間の貸渋りの程度を示す、OIS (Overnight Indexed Swap) と銀行間レート (Euribor) とのスプレッドの拡大 (図表 2) から窺うことができる^(注6)。またユーロ圏では、米ドル調達困難性を示す、調達の際の上乗せ金利である Euro Basis Swap も、最近急速に拡大している。一方、銀行による中央銀行への短期預金の積上がり傾向も現れており、これは銀行間取引回避の動きが反映した結果と考えられる (図表 3)。

2008 年のリーマンショックの際には、銀行の資金繰り難 (流動性の枯渇) が表面化し、銀行業界が抱える重大なリスクの源泉として注目されることとなった。現在のところは ECB の資金供給オペレーションには著変は認められないものの、資金繰り難は個別行から容易に金融システム問題に拡大するため、特に注意が必要となっている。



(資料) 規制上の最低準備金や、ターム物預金を除く。ECBによる週次の“Consolidated financial statement of the Eurosystem”から農中総研作成。

おわりに：経済成長に及ぼす影響

ユーロ圏では預貸率(貸出金/預金(含む銀行間預金))は平均 107%程度と、100%超で推移している(注7)。このため、銀行の資金繰り難は、優良資産を含めた貸出の削減に結び付き、経済成長の鈍化を助長することにもなりかねない。

一方、8月に発表されたユーロ圏の2011年第2四半期実質GDP成長率では、コア国をも含めた経済成長の鈍化が明らかとなっている。さらにその後も、9月には、2011年、2012年の実質GDP成長率予測を、ECBが各1.9%から1.6%、1.7%から1.3%に、また、IMFが各2.0%から1.6%、1.7%から1.1%に、それぞれ大幅に下方修正した。

今後も欧州の銀行の資金繰り懸念が継続し、貸出削減により経済成長が更に鈍化した場合には、政府債務残高削減のために調達コストを上回る経済成長率の維持が期待されるなか、財政改善を一層困難なものにすることとなる。

足元のギリシャ等の情勢に加え、このような銀行を取り巻く問題がユーロ圏の混迷を深める可能性は高く、市場は神経質な展開を続けるものとみられる。

(2011年9月22日現在)

(注1) 欧州横断的な銀行のストレステストの概要は下表のとおり。2011年のテストでは、他行比較の拡充を通じたより厳密なテスト結果の妥当性検証や情報開示の充実など、昨年のテストに比べ改善点はあるものの、引き続きヘアカットはトレーディング勘定に限定されるなど課題が残った。また、事前には最大で15行程度が資本不足と判定される可能性があると見込まれていた。なお、「狭義の中核的自己資本比率」は、優先株や優先出資証券で調達した資金は含まず、普通株や内部留保により構成されている。

	2011年	2010年
結果公表日	7月15日	7月23日
判断基準	狭義の中核的自己資本比率が5%以上	中核的自己資本比率が6%以上
対象行数	欧州の全90行 (結果発表を拒否したドイツの1行を除く)	欧州の全91行
資本不足行数	8行(スペイン5行、ギリシャ2行、オーストリア1行)	7行(スペイン5行、ギリシャ1行、ドイツ1行)
資本不足額	合計25億ユーロ	合計35億ユーロ

(資料) それぞれ、European Banking Authority および Committee of European Banking Supervisors によるプレスリリース資料(各2011/7/15、2010/7/23)から、農中総研作成。

(注2) 例えば、Financial Times (2011/8/29)

“European officials round on Lagarde”, “Lagarde opts for straight talking”による。

(注3) Financial Times (2011/9/1) “IMF staff clash with eurozone authorities”による。CDSの保証料率に基づく財政悪化国の国債価格を根拠としたIMFの分析結果では、欧州の銀行の有形株主資本が総額で約2,000億ユーロ、率にして10~12%減少する、

また、銀行の資産持ち合いによる波及効果を考慮すると、影響はその2倍に達する可能性もあるとしていると報道されている。

(注4) Financial Times (2011/8/29) “Recapitalisation call catches bankers off guard”による。

(注5) European Banking Authority (2011/7/15)

“Results of the 2011 EU-wide stress test”の銀行別個表による。

(注6) 3ヶ月OISは、オーバーナイト金利を3ヶ月変動金利に変換した金利。これと銀行間の金利である3ヶ月Euriborとのスプレッドは、銀行間の資金調達の困難の程度を示している。

(注7) ECB (2011/8) “Monthly Bulletin”のデータによる。