

信用不安を繰り返す

欧州金融システムの問題点

金融危機後の収益モデルを確立できていないことが騒動の根底に

大和総研 ロンドンリサーチセンター長
シニアエコノミスト 菅野 泰夫

ドイツ銀行の経営危機報道を発端に、欧銀セクター不安が再燃している。ドイツ銀行が経営破綻するリスクが小さいことは明らかだが、それにもかかわらず欧銀セクターへの不安が募る背景には、さらなる訴訟リスクや不正行為に対する懸念、金融規制強化への不安などがあげられるほか、ドイツ銀行を含む欧銀が金融危機後に有効なビジネスモデルを確立できていないことがある。この本質的な問題解決が先延ばしにされている限り、欧銀セクターを巡る信用不安は今後も繰り返されるだろう。



ドイツ銀行の危機報道で 欧銀セクター不安が再燃

9月15日にドイツ銀行が米国司法省からの140億ドルもの巨額和解金提案に関するプレスリリースを発表すると、同行の支払能力を巡る不安から株価が大きく下落した。ドイツGDPの半分に匹敵する資産をもつ同行の経営不安は欧銀セクターへの不安再燃に直結し、さまざま

報道が流れるたびにドイツ政府や同行幹部が火消しに追われるなど混乱した状況が発表以来続いている。

その後、和解金が54億ドル程度に減額されるとの観測記事が報道されたことで市場はいったん沈静化した。欧銀セクターの根本的な構造改革には時間がかかるため、危機再来の不安は依然くすぶっている。9月29日には、ドイツの大手コメルツ銀行

が96000人削減、配当金支払いの一時停止を発表。10月3日には、オランダのING銀行も支店網の大幅削減を打ち出し、ABNアムログループやバンク・ポピュラー・エスパニョールなどの欧銀も続々と大型リストラ策を発表している。各行が再建に向けて具体的なメッセージを示しているにもかかわらず、市場は欧銀への懐疑的な見方を継続させている。

ドイツの銀行セクターは金融危機以降、有効なビジネスモデルを確立できないまま、超低金利と自己資本に対する厳格な規制を受け、収益性の低さがたびたび懸念、指摘されていた。ドイツでは、地域金融機関である公的貯蓄銀行や州立銀行（ラントスバンク）、協同組合などが乱立し、大手5銀行の市場シェアは3割程度にすぎない。国内での競争が激しく、自国のリテ

欧州金融システムの問題点

ール市場で収益をあげることが構造的にむずかしい。このためドイツの大手行は、ドイツ企業の海外進出パートナーとして国外で市場を拡大せざるをえなかった経緯があり、1980年代からロンドン・シテイを拠点として海外事業の比重を高めていた。米系銀行からスタートレジャーやアナリスト、デリバティブ担当者を引き抜くことで急成長を遂げたものの、金融危機以降は新しいビジネスモデルを構築できずに苦しんでいる。

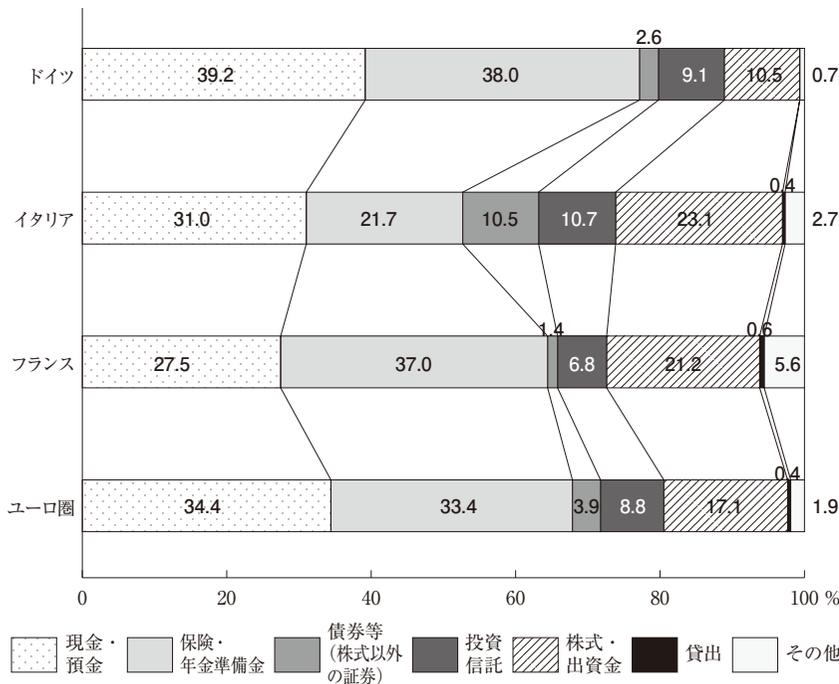
大手行は機関投資家や大企業顧客の預金にマイナス金利を付与、貸出金利の引上げや、これまで無料であったサービスに手数料を賦課するなどの収益性の低下を補う措置を講じていた。しかし、そもそも収益をあげる余地は限られており、国内回帰も容易ではなく、急務とされるコスト削減によって大規模なリストラを余儀なくされているのが実情である。そのようななか、ドラギ総裁は、ドイツ連邦議会の公聴会に出席し、ユーロ圏の銀行問題は、ECBの金融政策の失敗によるものではなく、欧

銀の高コスト構造による収益性の低下が要因であるとの見解を再度示した。ドイツの銀行の収益性悪化の原因について、「すべてをマイナス金利の責任にはできない」としたドラギ総裁の発言には一理ある。

**公的救済の障壁となる
ベイルイン問題**

ドイツ政府が公的救済に安易に踏み出せない理由として、2016年1月から導入されているEUの銀行再建・破綻処理指令（BRRD）があげられる。同指令により、債権者の負担共有（ベイルイン制度）がEU域内行の公的救済の前提条件となり、大きな障壁となっている。BRRDのルールでは、銀行に公的資金を注入する場合は、シニア債も含めた債権者の負担共有が前提条件となる。厳密には公的資金を注入する前に、まずは総負債の8%までを株主および債権者が負担する必要がある（株式と劣後債の保有者がまずは負担し、その合計が8%に満たなければ、次にシニア債投資家が負担する）。最近で

〔図表1〕 欧州の家計資産の構成（2015年12月末時点）



(出所) 各国中銀から大和総研作成。

は、15年末にイタリアで、ベイルインより前に出された国家補助規定の銀行通達に基づいて地銀4行に対してベイルイン制度が適用され、個人投資家が損失負担の憂き目にあい、一部の年金受給者が自殺するなどセンセーショナルな報道もされた。この経緯もあって、12月4日に憲法改正の是非を問う国民投票に進退をかけたレンツィ首相は今後、国民からの支持を得る

ためにも、銀行救済ルールとして個人投資家に負担を強いるべイルインを避けたいという思惑があろう。

同様に4選の可能性に陰りが見えてきたメルケル首相も、ドイツ国内のリテール投資家に配慮する必要がある、安易にべイルインを選ぶわけにはいかない。ただし、ドイツでは銀行債保有者の主体は機関投資家であり、べイルインが発生した際、広範囲のリテール投資家に損失が生じる可能性はイタリアよりは低いといわれている（ユーロ圏各国の家計の資産構成をみても、イタリアの債券投資比率の大きさが際立つ、図表1）。よって、公的資金による救済への賛否はあるものの、ドイツの銀行で救済が必要になった場合には、ドイツ政府は躊躇なく、べイルインを伴うかたちで公的資金を注入することを予想する向きが多い。

実はさほど危機的ではないドイツの銀行セクター

バーゼル規制では、銀行が自己資本バッファ（資本保全バ

ッファア、カウンターシクリカルバッファ、G-SIBs（最低所要水準を下回った場合、株式配当やその他Core債（AT1債）のクーポン等に対して社外流出制限が設定されている（図表2）。ただし、自己資本バッファ自体、16年から19年までの段階的な実施で、かつドイツの銀行を含む多くの欧銀がバーゼルIII規制資本対応として資本増強を行っていたため、社外流出制限が発生するほどの資本不足ではないことは2月の危機報道時にも確認されていた。また2月の時点で、分配可能額ADIが不足し、AT1債のクーポン支払い停止、債務不履行ではないという金融規制の内容もある程度理解された。ドイツ銀行は流動性カバレッジ比率（LCR）も十分な水準を確保していたため、今回の和解金がたとえ54億ドルを上回ったとしても、すぐに経営破綻するリスクが小さいことは明らかであったはずだ。

それにもかかわらず、今回の危機報道が起きた背景には、さらなる訴訟リスクや不正行為に

EUにおける銀行規制の適用状況

規制内容		導入メド	状況
リスクベース資本	資本の定義（普通株式等Tier 1比率等）	2014年1月	導入開始
	資本保全バッファ	16年1月	導入開始
	カウンターシクリカルバッファ	16年1月	導入開始
	ファンド向けエクイティ出資に係る資本賦課	17年1月	EU規則案未公表
	SA-CCR	17年1月	EU規則案未公表
	証券化枠組み	18年1月	EU規則案は15年9月に欧州委員会が採択
	CCPの資本要件	17年1月	EU規則案未公表
流動性水準	流動性カバレッジ（LCR）比率	15年1月	導入開始
	LCR開示要件	15年1月	導入プロセス中（EBAが指針策定しており、公表は16年末予定）
	安全調達比率（NSFR）	18年1月	EU規則案未公表
	NSFR開示要件	18年1月	EU規則案未公表
	レバレッジ比率	18年1月	EU規則15年1月に発効
レバレッジ比率開示要件	15年1月	導入開始	
G-SIB要件	16年1月	導入開始	
D-SIB要件	16年1月	導入開始	
第3の柱開示要件	16年12月	改定された第3の柱枠組み導入に関する指針をEBAが策定中	
大口エクスポージャー	19年1月	EU規則案未公表	

（出所）バーゼル委員会から大和総研作成。

対する懸念、流動性が乏しいオルタナティブ資産（レベル3資産）の保有やその評価、さらなる金融規制強化への不安などがあげられる。さらに、たんなる

資本不足への懸念以上に、ドイツ銀行を含む欧銀が有効なビジネスモデルの確立など本質的な問題解決を先延ばしにしていることに対する市場からの不満が

高まっていたことも推察される。また欧銀は、配当金やボーナスなどの社外流出が資本不足の主要因とみなされているにもかかわらず、抑制する意識が乏しいことにも留意する必要がある。米銀であれば、規制によりすでに配当停止を余儀なくされる水準であったも、欧銀はリスク資産の売却を優先し自己資本比率改善を優先している。規制当局の顔色をみながらの小手先の対応であり、自主的に社外流出を停止する欧銀はまだ少数派といえよう。

欧銀はビジネスモデルの転換を急げ

普通株式等(Tier 1)比率(CET1)やベイルインといった用語は金融専門家には浸透しているが、その本質的な意味が完全に理解されているかどうかは心もとない。規制当局は、公的資金を二度と使わないことを目指し、金融規制の厳格化も含め、さまざまな銀行改革を行ってきた。しかし、金融規制における資本要件の厳しさおよび複雑さは無用な信用不安をあおる可能

性が高いことも確かだ。金融市場にストレスがかかると、投資家はベイルインが実施されることを意識する。そうなると銀行の社債離れが進み、自助努力で資本調達することもむずかしくなり、明らかな流動性不足や資本不足に陥る前に、金融市場がパニックに陥る可能性がある。

また、引き続き行われているバーゼルⅢの規制改革を懸念する向きも強い。フランス財務省が、バーゼル銀行監督委員会に資本規制強化に対して反対声明を出すなど、EU加盟国において否定的な意見が先行している。当然ながら過度な規制強化となれば、欧銀はさらなる増資が求められるなど苦しい状況に転じることが予想される。内部モデル手法の採用が主流の欧銀では、「過度な規制は逆効果」として新たな規制に懐疑的であり、バーゼル委員会とEU加盟国との確執も取り沙汰されている。ドイツ経済は、輸出も好調、失業率はEUの最低水準を示しているなど、リーマンショック以降、順調な回復をみせたことに疑いはない。好調な経済にも

かわならず、ドイツ最大手の銀行危機報道というコントラストに直面した投資家は、いつ再燃するかもしれない欧銀セクター不安の連鎖に神経をとがらせている。今回リストラ策を発表した他の欧銀でも、一連の規制強化に反対する一方、不況期でも安定的に収益が出せる強固なりテールビジネス基盤への回帰はまだ実を結んでいない。ビジネスモデルの改革は一朝一夕ではむずかしく、膨張したバランスシートを銀行業として適正規模に戻すことができれば、結局同じ問題が繰り返されるだけである。金融危機以降の収益モデル再構築の必要性や規制環境の変化に対応できていない欧銀はもう一度、そのスタンスを問い直す時期がきているのではないだろうか。

すげの やすお

99年大和総研入社。年金運用コンサルティング部、企業財務戦略部、金融・公共コンサルティング部、資本市場調査部を経て13年6月から現職。日本証券アナリスト協会検定会員。