

～海外情報～

2011年12月19日 全21頁

## London Economic Eye (Vol. 5)

DIR ロンドンリサーチセンター  
児玉 卓  
鈴木 利光

## [目次]

はじめに 欧州の中の英国.....	1
やはり欧州は変わらないのか.....	3
EBA、欧州銀行のデレバレッジ防止は困難か.....	10

## はじめに 欧州の中の英国

英国における論調の  
変化

12月8日、9日のEU首脳会議に先立つ1週間ほど、英国のメディアでは「欧州の命運を決める最後のチャンス」的な論調が目立った。首脳会議が開催されるたびに、事前の注目度は高まるばかりである。そして開催直後には、合意事項に対する失望が紙面を埋め尽くす。

英国はユーロ圏に加盟していないこともあり、ユーロ圏危機の勃発以降、メディアの論調はどちらかといえば冷ややかなものが多かった。「それ、見たことか」という第三者的な感じである。これが最近変わってきているように見受けられる。ユーロ崩壊を予想するようなコメントも少なくないのだが（というよりも英国が最近のユーロ崩壊説の台頭の主要な震源地だろう）、危機収束に向けた処方箋の提示などが目に付くようになってきている。その処方箋を採用すれば危機が救われる、ないしはそのような処方箋が実際に採用されるとそれら論者が期待しているかは微妙であるが、英国メディア、およびそのコメンテーターが、ユーロ圏危機を身の内の危機として捉え始めているかに見える。

恐らくこうした変化は、ユーロ圏危機の深刻化が欧州景気の底割れ懸念を誘発している結果であろう。英国も、これを対岸の火事として突き放して見ることができなくなりつつあるのだ。

危機によって再認識  
された大陸欧州との  
一体化

英国自身の景気が停滞感を強めていることもあり、主要なトレードパートナーである大陸欧州のリセッション懸念は確かに他人事ではない。しかもユーロ圏危機はポンドの対ユーロ高を誘発している。自国通貨の保持が、短期循環的な側面からは英国に不利に働いてしまっているわけだ。もちろん、金融ネットワークの英国・大陸間の密なつながりが惹起する懸念も、ユーロ圏危機が財政・金融の複合危機に発展した現在、深刻である。

結束よりも国益を優  
先した英国

先首脳会議では、お決まりの不十分な危機対策とともに、EU加盟27カ国のうち英国のみが財政規律強化を謳った「財政安定同盟」への参加を見送ったことが、当地では多くの議論を呼んでいる。

キャメロン英首相の主張をひとことで言えば、「EU の結束よりも国益が大事」ということに尽きる。これは恐らく、多くの国の本音である。ただし、漏らすことが許されない本音なのだ。ギリシャ等の被救済国は、EU の継続的支援を不可欠としているために、またドイツ等の域内大国は統合体の求心力が自らの姿勢にかかっていることを認識しているために、本音は押しえ込むしかない。ユーロ共同債への断固たる反対を表明するなど、ドイツは一見、ユーロ危機収束の切り札をことごとく封じているかに見えるのだが、さすがにメルケル独首相も「ドイツ国民の利益を守るため」とは言わない。その点、金融センター、シティを守るというキャメロン英首相の言葉は、無遠慮な本音であるようにも聞こえる。

英国がユーロ圏に加盟していないことから来る自由度を確保していることは事実だが、その自由度を駆使することが本当に英国の国益に結びつくかは微妙であろう。ひとつには、すでに触れたように、貿易、金融を通じた大陸との一体化という現実が、本来英国を傍観者の位置にとどめることを許さないはずだからである。もうひとつは、今回のキャメロンの姿勢が、EU における英国のリーダーシップの喪失につながる可能性が極めて高いためである。

#### 結果的に、国益を害する可能性も

EU 統合の大きなメリットのひとつは、国際政治における中小国個別のプレゼンスの不十分さを補完することにある。ドイツのような域内大国も例外ではない。メルケル独首相の発言力の大きさは、EU のリーダー国の首相であることによって補完されているのである。英国が EU の傍流とみなされることになれば、そのような効用は減少する。ひいてはシティの存続に死活的な意味を持つ金融制度をめぐる国際的な議論を主導する力も低下する可能性がある。キャメロン英首相は結局のところ、英国の国益を危険にさらしているかもしれないのである。

EU における主導的地位を失えば、英国が EU にとどまることのメリットも半減することになるだろう。2012 年は英国の EU 離脱論が、ひとつの大きなテーマになる可能性がある。

(児玉 卓)

# やはり欧州は変わらないのか

ロンドンリサーチセンター  
児玉 卓

## 2012 年に向けて難題が山積みだが、ユーロ解体はない

### [要約]

- いつものように、12 月の EU 首脳会議はユーロ圏危機の沈静化に失敗した。合意事項の柱の一つである「財政規律の強化」は「財政統合」とは別物であり、財政・金融の複合危機下では何の役にも立たない。危険ですらある。危機が求めているのは金銭的な裏づけを伴うセーフティネットの整備であるが、それはやはり不十分に終わった。
- 2012 年に向けて懸念されるのは、景気停滞が進む中で、各国の政治的求心力が一段と弱まることである。EU、ユーロ圏の失策や無策が危機の深刻化を招いていることは確かだが、リーダー国のリーダーシップの弱さとかポピュリズム云々が問題なのではない。EU が各国政府代表の合議体であるという現行制度が必然的に政策調整を著しく困難にしている。景気悪化は、意味のある政策策定をこれまで以上に困難にするだろうし、結局のところ、危機収束の最終解である財政統合は、政治統合なしには現実化しないと見るべきである。従って、危機が長期化、深刻化する中で、ECB の負担が増大せざるを得ない。
- 一方、ユーロ解体は極端なリスクシナリオにとどまろう。通貨を解体したり、通貨同盟から脱却するのは簡単な作業ではないし、そのような政治決断が可能であるとは思われない。

### 危機封じ込めに再び 失敗

10 月末に発表されたユーロ圏の「包括的対策」が、危機の沈静化に失敗し、11 月にはイタリアの 10 年国債利回りが 7% を超え、同国が市場での資金調達から締め出されるリスクの現実味が高まった。その後、イタリアにおける政権交代、新政権の緊縮策が一定の信認を得たこと、独仏首脳がギリシャ以外の国における民間負担発生の可能性を否定したことなどにより、市場はいったん小康を得た。イタリアの国債利回りも 12 月はじめには 6% 弱まで低下した。

しかし 12 月 8 日に、ECB（欧州中央銀行）がユーロ圏国債の買い入れ積極化を否定したことで危機収束に向けた楽観論は後退し、EU 首脳会議を終えた 12 月 12 日以降、イタリアの国債利回りは再上昇過程に入ったかに見える。EU 首脳会議は再度、危機の沈静化に失敗したのだ。

### 財政規律強化と資金 基盤の拡充

12 月 8 日、9 日に行われた首脳会議の合意事項は、大きく 2 つに分けられる。一つが財政規律の一段の強化、もう一つが財政危機国への資金支援基盤の強化である。前者には財政収支の均衡を加盟国に義務付けるとともに、収支均衡から外れた場合に（歳出削減か歳入増加をもたらす）自動的な調整メカニズムを導入することなどが盛り込まれている。これらによって、強固な財政安定同盟（fiscal stability union）への一步を踏み出すと謳われている。そして後者の柱は ESM（欧州安定メカニズム）の発足前倒し（2013 年 7 月→2012 年 7 月）、2013 年半ばまでの EFSF（欧州金融安定化機構）の存続とこの間の ESM との並存、及びユーロ圏を

中心とした EU 各国による IMF（国際通貨基金）への資金拠出などである。

## 市場が求めていたもの

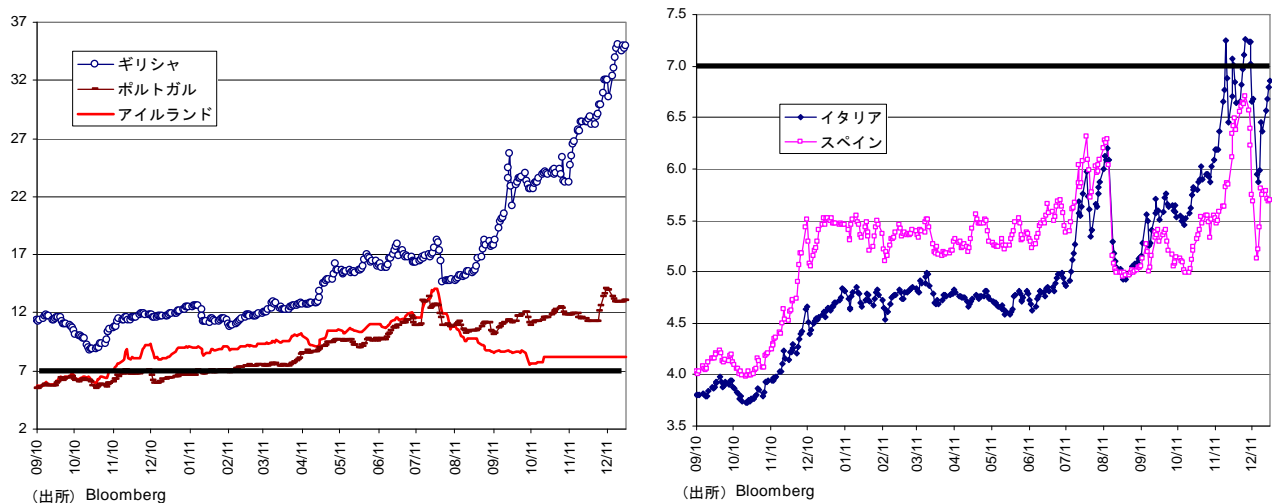
10 月末の「包括策」の欠陥は、救済資金の十分な確保に失敗したことにあつた。同対策では、民間のギリシャ向け債権のヘアカット率の拡大、EFSF の機能拡充と規模拡大、銀行の資本増強などが合意されたが、EFSF というセーフティネットの規模拡大が不十分であったことが危機沈静化に失敗した一番の背景であった。

当時、すでにイタリア、スペインの国債利回りが上昇過程に入っており、ギリシャに始まったユーロ圏財政危機は財政・金融の複合危機に転化していた。ユーロ圏諸国の国債利回りの上昇が欧州銀行の資本毀損を招き、その救済の必要性が各国財政を一段と痛めるという構図はかねてより懸念されていたが、イタリア、スペインという域内大国の国債価値の下落によって、そのスパイラルの危険度が大幅に増したのである。その際、さしあたっての処方箋はイタリア等の国債価値の下落を止めることにある。さらに、その価値の下落が今後起こらないという信託を市場から得る必要がある。それによって、銀行のバランスシートの劣化、及びそれに応じた財政負担の止め処ない拡大（懸念）を収束させることが求められていた。それを可能とするのは、市場を納得させるだけの十分な「見せ金」の提示である。

ユーロ圏危機の「本質」が、共通の金融政策と通貨を持ちながら財政はバラバラという中途半端な統合形態にあることは周知の通りであり、それを如何に解消させるかという問題と向き合わない限り、危機が終わることはない。しかし 10 月の対策の失敗は、「今使えるカネ」の用意が、危機沈静化に決定的に重要であることを厳しい教訓として残した。冒頭触れたイタリア国債等のアップダウンも、この延長線上で説明することができる。そしてそれは、12 月の首脳会議の合意事項の有効性に対しても意味のある示唆を与える。

イタリア国債利回りの 7% 超えは、10 月の危機対策が十分な物理的セーフティネットを用意できなかったことの直接的な結果であろう。上で述べたスパイラルが深刻化したことで同国政府の自力での資金調達継続に対する疑問が大きくなった。しかし、EU はイタリアの資金調達を丸抱えで支援するカネを用意していない。そうであれば、イタリアが被支援国の仲間入りをした場合、民間負担を含む広義のデフォルトを迫られるまでの時間的猶予はギリシャよりも短いかもしれない。そのような懸念が、同国国債売りに拍車をかける。

図表 1 PIIGS の 10 年国債利回り (%)

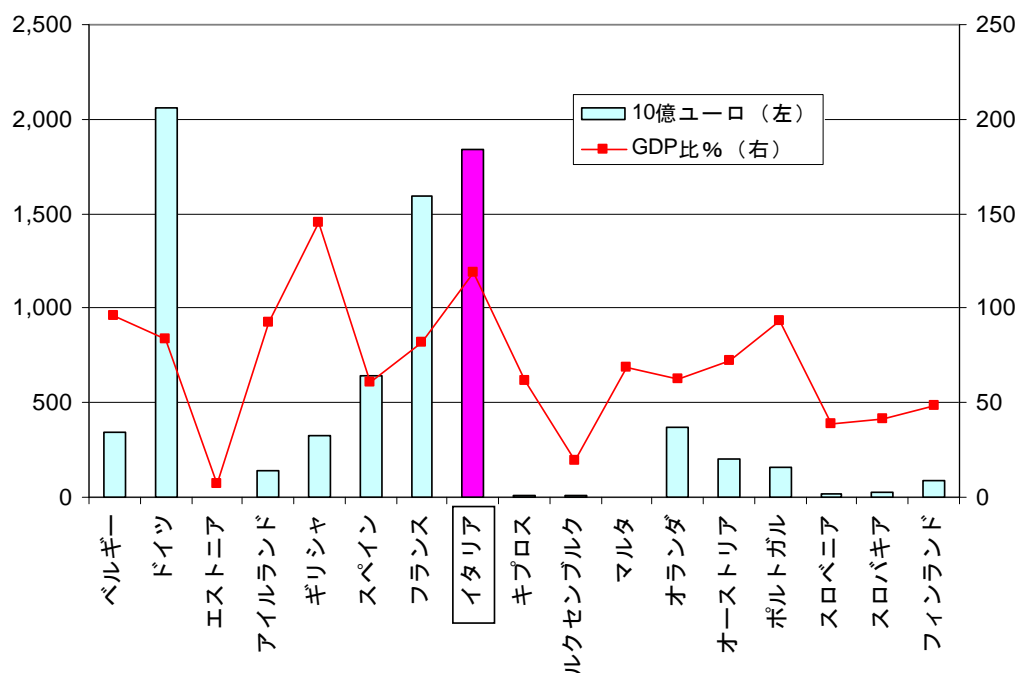


そして12月上旬にかけて市場が小康状態となり、イタリア国債利回りが低下したのは、既述のように、イタリアの政権交代が一定の安堵をもたらしたこともあるが、危機が深刻化する中、ECBの関与を含む「セーフティネットの大幅強化が否応でも動き出す」という期待が高まったことがより重要だったと思われる。例えば11月下旬には欧州委員会がユーロ共同債導入の提案を行った。ドイツの反対が確実視される中では比較的思い切った提案である。また12月はじめの独仏首脳会談ではEU首脳会議の骨格が合意され、中でもギリシャ以外のユーロ圏諸国の国債の民間負担が避けられる見通しとなったことに加え、財政規律の一段の強化が両国で合意されたことが重要であった。財政規律の強化がユーロ圏危機を収束させるわけでは無論ない。市場が期待したのは、首脳会議におけるこれら施策が、ECBの背中を押すという波及効果である。その期待が肩透かしを食ったことで、再び市場の流れは変わってしまった。

### 見せ金の不在

このように見てくると、市場の変動要因の柱にあったのが、見せ金提示への期待であったことが確認されよう。そして今回の首脳会議は、この期待に応えられなかったという点で、10月の首脳会議の合意事項と全く変わりはない。前回はEFSFのレバレッジ策がBRICs諸国による資金供給の同意取り付けに難航するなどして暗礁に乗り上げた。EFSFがユーロ圏諸国の新発国債について一部損失補償を行うというアイデアも、イタリアのみで2兆ユーロ近くに達する「既存」債務の価値劣化を食い止めるに不十分なことは明らかであった。

図表2 ユーロ圏各国の一般政府債務残高：実額とGDP比



(出所) Eurostat より大和総研作成

今回は、既述のようにESMの発足の前倒しなどが合意されたが、ESMの資金量はそもそも5,000億ユーロしかない上に、10月の対策が不発に終わったためにいよいよ選択肢が狭められているという印象を与えてしまっている。ユーロ圏諸国の中央銀行によるIMFへの資金拠出についても最大2,000億ユーロであり、将来的にも大幅な規模拡大は見込めない。構成国の各中央銀行が無制限の流動性創造(バランスシートの拡大)を行うことはできず、IMF向けのクレジットラインの設定は、



他の準備資産の減少を伴う。このような予算制約から免れているのは ECB のみだからである。

100 人の預金者が銀行の店頭に詰めかけたとき、銀行員が自転車で近隣店舗を駆け回り、5,000 円札や 1,000 円札まで引っ張り出して窓口に積み上げれば、預金者の不安は増すばかりだろう。やや極端なたとえではあろうが、そもそも量が足りない上に、辻褃合わせのような見せ金を提示しても、市場鎮静化の効果は期待できないということだ。

期待を裏切ったのは  
ECBではなくメルコジ

このような、意味のある見せ金の不在が、他の政策の効果や発動の可能性を封じてしまっている。ひとつに、いくらユーロ圏国債にかかわる民間負担が今後発生しないと宣言しても、それが信用されるには、イタリアの「ギリシャ化」を避けるための方策が同時に提示されなければならない。それにはやはりカネだが、危機が深化した現在、例えばイタリアの資金調達を EFSF、ないしは ESM が丸ごと面倒見るだけの資金が用意されても、市場は不十分とみなすかもしれない。ひとつに、ギリシャ国債のヘアカットは EU、IMF に丸ごと資金調達を依存しながら実現してしまったのであり、公的な流動性の供与が民間負担回避の担保にならないことは証明済みだからだ。また、イタリアが債券発行市場から締め出されれば、市場は同様の事態をスペインにも想定し始めるだろう。そしてこのような展開の中で、欧州銀行の資本の毀損は継続し、財政負担がより広範な国に拡大する。

となれば、回避されなければならないのは、イタリア国債の利回り上昇である。それによって新規資金調達のコストを抑制し、債務のサステナビリティを維持していくことが不可欠である。危機の拡散を何としてでもイタリアで食い止めるのである。それが可能なのが、ECB による無制限の流通市場への介入、ないしは ECB の全面的な関与を前提とした EFSF、ESM の資金規模の拡大（銀行化等）しかないことは明らかである。

その意味で、ECB が国債買い入れ積極化の姿勢を見せなかったことが、結果的には危機対策の致命的欠陥であったと評する他はない。しかし、元々 ECB による国債市場への介入はいずれ EFSF にバトンタッチする時限措置として位置付けられたのであり、財政政策と金融政策のなし崩し的な混交を嫌う ECB が、バトンタッチを可能とするに足る EFSF 等の資金基盤の拡充なしに介入の度合いを強めると期待すること自体が筋違いであったともみなせよう。非常時に原則論を持ち出すことが妥当かという議論は確かに現在無視しがたいが、一義的には市場の期待を裏切ったのは、ECB ではなく EU 首脳会議（あるいは“メルコジ”＝メルケル独首相＋サルコジ仏大統領）だったのだ。ところが上で述べたように、EU 首脳会議なりメルコジなりが意味のある見せ金を用意するには、ECB の関与が必要であることも一方の事実であり、ここに EU が政策をまとめていく困難の一端が現れている。

財政規律強化と財政  
統合は異なる

12 月の首脳会議のもう一方の柱である財政規律の強化も、現在の複合危機の沈静化には無力であり、むしろ深刻な副作用をもたらす可能性がある。

財政規律の強化と財政統合は別物である。欧州委員会による各国予算の審査などが、各国の財政主権の統合体への一部委譲という側面を持つことは確かだが、危機収束に必要なのは、財源をプールした上で、統合体が各国に所得再分配を行うことである。このような財政統合への不可欠な過程として規律強化が位置付けられるのであれば、それは相応の合理性を有する方針といえるが、最終解への道筋やスケジュールを市場が納得する形で提示することがなければ、規律強化は目下の危機の沈静化には結びつかない。

また、財政規律の強化はいかにもタイミングが悪い。合意された「均衡財政」は正確には構造的赤字を GDP 比 0.5% 以内に収めるというものだが、構造的赤字と循環的赤字を峻別することは不可能に近く（というより、そもそも推計ができるに過ぎない）、均衡財政主義は景気循環を増幅させる可能性を持つ。さらに、構造的赤字を景気循環による税収や失業給付からなる循環的赤字を除いた財政赤字と見れば、過去に行われた景気対策や銀行支援等からなる赤字も構造的赤字であり、リーマン・ショック後の経済停滞下でとられた財政刺激策がすべて巻き戻される可能性が出てくる。

ギリシャが公的資金の支援を得ても国債利回りの止め処ない上昇に見舞われ、民間債務のヘアカットという広義のデフォルトに追い込まれたことは、流動性供与と財政引き締めを組み合わせた処方箋が、単一通貨で縛られた国の救済策として容易にはワークしないことを示した。アイルランドは国債利回りの持続的上昇を回避しているが、これは上記処方箋の有効性を証明しているわけではない。アイルランドは単位労働コストの大幅下落という厳しい調整に耐えた例外的な事例と見るべきであり、輸出入がそれぞれ GDP の 100% を超える貿易立国であるために、コストの下落が経常収支を改善させ、それが成長見通しの改善につながりやすいというアドバンテージも幸いしたのである。同様の展開を他の多くのユーロ圏諸国に期待するのはほとんど無理であるし、ギリシャとアイルランドの対比は、引き締めが成長見通しを改善させるか、成長の可能性を圧殺するかが債務のサステナビリティを決定的に左右することを示している。欧州全体の景気が停滞感を強めるさなかに決まった財政規律の強化が、深刻な副作用を招くのではないかと懸念されるゆえんである。

#### 難題山積みの2012年

ギリシャ問題は 2009 年末に発覚した。2010 年にギリシャ、アイルランドが自力資金調達を断念し、2011 年にはポルトガルがそれに続くとともに、ギリシャが既存債務の事実上のデフォルトに追い込まれた。さらに、危機は財政・金融の複合危機に転化し、財政のサステナビリティを疑われる国の範囲が広がってしまっている。

財政危機、金融危機に自然治癒は期待できず、放っておけば事態は悪化する一方である。これまでの EU、ユーロ圏の政策対応を前提に考えれば、危機の一段の深刻化を 2012 年の基本シナリオと置かざるを得ないだろう。さしあたっては、年明け早々にもユーロ圏各国、および EFSF が主要格付け機関によって格下げされる可能性が高くなっている。それはセーフティネットの資金基盤を一層脆弱にすることを通じて、イタリアの「ギリシャ化」の可能性を高め、フランスやベルギーの「イタリア化」の可能性を高める。

景気悪化の度合いが強まることも大きな懸念材料であり、それが上で述べたように財政規律強化によって激化するリスクも小さくはない。同時に、景気悪化は財政規律の強化そのものを困難とするだろう。仮に政府に規律遵守の意思があっても、国民にそれを受け入れる用意がなければ絵に描いた餅になる、ないしは社会不安を惹起する可能性が高いのである。欧州全体としてみれば、2011 年は年央まで景気拡大の余熱があった。だからこそ ECB も金利を上げることができた。停滞感が顕著となってきたのは最近であり、早期の回復を期待することは難しい。しかも先進国では異例のことながら、景気後退が広範な国における金利上昇と並存する事態も想定しておく必要がある。

#### 経済と政治の不可分を見せ付けられる？

このような中で、もうひとつ注意を払っておく必要のあるのが政治の流動化である。2011 年に PIIGS5 カ国すべてで政権が交代したことの意味は軽くない。スベ

インの有権者が中道右派政権を選択したように、経済的苦境がそのまま政治のポピュリズムにつながるとは限らないが、財政・金融危機に景気後退が加わることで、あたかも国債利回りの上昇が PIIGS から他の諸国に拡散したように、より多くの国が政治的求心力の低下に悩まされるというのは比較的現実的なリスクと捉えられよう。

すでにその兆候はある。12月14日付けの英紙 Financial Times によれば、ユーロ非加盟国を含む EU の複数国が、先首脳会議で合意された財政規律強化につき、各国議会での承認を取り付けることの困難を表明している。また 2012 年の 4 月にはフランスの大統領選挙が行われるが、その有力候補と目される社会党のオランド氏も、首脳会議合意事項の見直しを、選挙に臨むに当たっての方針の一つとしている。

上述のように、財政規律の強化そのものは危機対策として無力であり、その合意が反故にされることの直接的コストはさほど大きくないかもしれない。経済的にはむしろメリットもある。しかしこれが、EU レベル、ユーロ圏レベルで策定される危機対策がすべて、それこそ画餅になる可能性を高めることを示唆するのであれば、事態は深刻である。

2010 年以来の EU、ユーロ圏の危機対策は常に後手を踏み、かつ、その場しのぎの対症療法に終始してきたという評価が定着している。それは否定されないが、これら失策や無策の背後にあったのは、例えば市場と政策レベルとの認識ギャップなどではない。EU やユーロ圏の政策が、構成国の代表の合議で決められ、これら代表を代表たらしめているのが各国の有権者だという当たり前の事実他にない。例えば巷にはメルケル独首相のリーダーシップの欠如を指摘する声があふれている。だが、メルケルが EU の中心国のリーダーであることは確かである一方、彼女をリーダーに選んだのはドイツの有権者であり、その支持を失えば、メルケルはドイツのリーダーではなくなるのだから、EU のリーダーであり続けることは自動的にできなくなる。選挙での敗退を覚悟してでもリーダーシップを発揮せよなどという叱咤の声も聞こえてくるが、メルケルにせよサルコジにせよ議会や司法を超越した独裁者ではないのである。

#### 財政統合には政治統合が必要

こうした制度矛盾が、景気の悪化に伴ってこれまで以上に統合体レベルでの政策策定、実施の障害として立ちだかることが懸念される。となれば、ユーロ共同債の採用が継続協議案件とされているのがかすかな光明である一方、その実現の可能性は限りなく小さいと見るほかはないだろう。ユーロ共同債は先に決まった（そして実施が危ぶまれている）財政規律の強化とは異なり、意味のある財政統合の第一歩である。しかし、EU、ユーロ圏の政策決定の現実に立ち返れば、その議論が容易にユーロ解体論などを惹起する諸刃の剣であることは明らかである。

これまでのところ、市場やメディアの拠り所は、事態の悪化が進む中で、いずれ政策当局も重い腰を上げるだろうという期待であった。それが裏切られ続けてきた背景には上のような政治の現実があり、おそらく我々は、このような期待をもうするべきではない。結局、危機収束の最終解であり、共同債の発行を端緒とする財政統合には、現在の政策意思決定のあり方の抜本的変革が必要ということだ。言い換えれば、政治統合があって初めて、財政統合が成立する。

#### ECBの負担の増加

従って、神風が吹いて何となくイタリア等の国債利回りが低下し、各国の国債借り換えもスムーズに行くということがなければ、2012 年に予想されるのは、中央集権的な意思決定構造を持つ ECB の負担の増大である。まずはイタリア国債利



回りの上昇を食い止める、望ましくは同国にとっては平時の水準といえる 10 年債 5%程度を目処に無制限買入れを行う。そして、その実績をもって、他の国の国債利回りの上昇期待を払拭させる。ECB ではなく、その関与を前提とした EFSF 等が直接的な買い手になっても実質は変わらない。欧州政治の現実が、このような展開の可能性をかなり高めつつあるといえよう。

もちろん、ECB の力業も典型的な対症療法に違いないが、これまで繰り出されてきた危機対策よりははるかに強力であり、これによってマーケットの不確実性を低め、国債価値の低下に伴う銀行の資本毀損を止めることができれば、財政・金融の複合危機の深刻化にはとどめを止めることができる。EU、ユーロ圏という「合議体」は、大きな進展は期待したいとはいえ、政治統合、財政統合に向けた調整をゆるゆると行う余裕を得ることになるだろう。

#### ユーロ解体はない

最後に付け加えれば、11 月頃から「ユーロ解体」を予想する声が増えているが、その可能性は極めて低いと考える。というのも、ユーロ解体は、例えばギリシャのケースで言えば、新ドラクマを導入し、ユーロとの交換比率（ないしは完全にバラバラになるのであれば 17 通貨それぞれの交換比率）を決定するなどの手続きが必要になる。従って、それを行うための政治的意思決定が伴わなければならない。危機対策に有効な策を打ち出せないユーロ圏政治の現実がユーロ解体論の生みの親であることは事実だが、同じユーロ圏政治がユーロ解体という大決断を下すことが可能であるとはまず考えられない。

であればユーロ圏の協議・合意を待たず、例えばギリシャが単独で脱退を決めるということがあり得るだろうか。これもやはり、突然のデフォルト宣言のように簡単に（？）できることではないだろう。ギリシャはユーロの放棄によって、さしあたり外圧から来る財政緊縮から解放されるかもしれないが、それを除くメリットといえは為替レート調整を通じた競争力の回復くらいでしかない。一方、対外債務の実質的膨張によって、政府と銀行部門のバランスシートは今以上に悲惨な状況に陥る。EU からの資金支援も途絶することになるだろう。競争力を回復する前に、同国経済が壊滅的打撃を受ける可能性が極めて高いのである。さらに、ユーロ圏に踏みとどまることによって将来的には可能になるかもしれない財政の所得分配享受の望みも失う。

ユーロ圏トータルのコストで見れば、ドイツを中心とした北部同盟が新ユーロを結成するシナリオの方がやや現実味がある。どの国が北部同盟に加盟可能かという深刻な問題は付きまとうが、いったんそれが結成されれば、例えばギリシャの離脱がポルトガルの離脱につながり、それがイタリア、スペインと続いていくような負の波及効果を抑えることができる。また、この場合には新ユーロの価値が現行ユーロに対して切り上がるわけだから、ギリシャやイタリアの対外債務の実質的膨張を防ぐことが可能になる。このケースで被害をこうむるのは、ドイツやフランス等の、南欧に対してエクスポージャーを持つ債権者である。現在の痛みの程度を考えれば、ユーロ解体に伴う所得移転の負担を、債権者に求めるのは一応理屈に合った方策であろう。しかし、すでに述べてきたことから明らかなように、このようなことを決定する政治的労力は、財政統合を進めるのに引けを取らないほど甚大となる可能性が高い。

難題山積みのユーロ圏であるが、ユーロ解体は依然極端なリスクシナリオと見てよいだろう。であれば、危機収束の最終解は財政統合しかあり得ない。従って、ユーロ圏危機は長期化せざるを得ないのである。

# EBA、欧州銀行のデレバレッジ防止は困難か

ロンドンリサーチセンター  
鈴木 利光

欧州銀行資本増強プログラム正式版：2012年6月末までにCT1比率9%以上へ

## [要約]

- 2011年12月8日、欧州銀行監督機構（EBA）は、2011年10月26日のEU首脳会議の決定に基づく欧州銀行の資本増強（欧州銀行資本増強プログラム）に関する正式なレコメンデーション（EBAレコメンデーション）を公表している。
- 欧州銀行資本増強プログラムは、昨今のユーロ危機にかんがみ、EU域内の主要銀行に対し、2012年6月末までに、自己資本比率を「一時的に」、ソブリン債のエクスポージャーを2011年9月末時点の時価評価に基づいて織り込んだ上で、普通株等 Tier1（CT1）比率9%まで引き上げることを要求するものである。
- これは、CT1比率を9%に引き上げると同時に、ソブリン債の保有がもたらしうる潜在的な損失を吸収するための資本バッファー（ソブリン資本バッファー）を上乗せすることを要求するものである。そのため、資本不足額は、CT1比率9%を達成するためのCT1不足額とソブリン資本バッファーの合計である（2011年9月末時点の統計に基づき算出）。
- EBAレコメンデーションは、EUストレステストではない。そのため、ここで銀行が提供する数値には、ストレスシナリオが適用されていない。
- 資本不足額は、全体で約1,147億ユーロであった（2011年10月26日に公表された暫定資本不足額は全体で約1,064億ユーロとされていた）。
- 銀行は、資本不足額の解消方法として、（「増資」とは呼べない）リスク・アセットの圧縮も認められる。もっとも、過剰なデレバレッジや信用収縮を防止すべく、銀行は、その方法につき、2012年1月20日までにアクション・プランとして提出し、規制管轄当局の承認（EBAとの協議を要する）を得なければならない。
- このように、EBAはデレバレッジや信用収縮に慎重な姿勢を見せているが、2011年10月26日の暫定資本不足額公表以後、純粋な増資を宣言した銀行は一行のみであり、その他の銀行はリスク・アセットの圧縮による資本不足額の解消を模索しているという。とりわけ、暫定資本不足額に比して資本不足額が大幅に増加したドイツの銀行にとっては、新規の株式発行は困難なオプションとなるであろう。
- こういった状況から、アクション・プランの内容は、リスク・アセットの圧縮にカテゴライズされる方法が多数を占めることが予想される。

## 1. はじめに

### 欧州銀行資本増強プログラムの正式版

2011年12月8日、欧州銀行監督機構（EBA）は、2011年10月26日の欧州連合（EU）首脳会議の決定に基づく欧州銀行の資本増強（欧州銀行資本増強プログラム）に関する正式なレコメンデーション（EBAレコメンデーション）を公表している。

### 自己資本比率の一時的な引き上げ：CT1比率9%（ソブリン債の時価評価後）：達成期限は2012年6月末：配当およびボーナス制限あり

欧州銀行資本増強プログラムは、昨今の欧州におけるソブリン債のデフォルト危機（ユーロ危機）にかんがみ、EU域内の主要銀行に対し、2012年6月末までに、自己資本比率を「一時的に」、ソブリン債のエクスポージャーを2011年9月末時点の時価評価に基づいて織り込んだ上で、普通株等Tier1（CT1：Core Tier 1）比率9%まで引き上げることを要求するものである。自己資本比率の引き上げの方法は、民間による資本増強、公的資金注入（加盟国単位）、欧州金融安定化機構（EFSF）の活用の順に検討することとしている。CT1比率9%に満たない銀行は、これを達成するまでは配当およびボーナスの支給を制限される。

### 10月暫定版では明らかでなかった個別対象行の資本不足額も

EBAレコメンデーションは、EBAが2011年10月26日に公表した欧州銀行資本増強プログラムのガイドライン（10月暫定版）<sup>1</sup>の最終版であり、概ね10月暫定版を踏襲した内容となっているが、対象行ごとの資本不足額を含め、10月暫定版では明らかになっていなかったいくつかの点がクリアになったものといえる。

### EU首脳会議の初日に公表⇒有意義な合意形成へのプレッシャーか

EBAレコメンデーションの公表は、奇しくも、2011年12月8日・9日に開催されたEU首脳会議<sup>2</sup>の初日にバッティングしている。このタイミングについては、EU首脳会議に対して有意義な合意を形成するようにプレッシャーをかける意図があったのではないかと報じられている<sup>3</sup>。

本稿では、EBAレコメンデーションの概要を簡潔に説明するものとする。

## 2. EBAレコメンデーションの概要

### (1) EBAレコメンデーションの位置づけ

### EUストレステストではない

EBAレコメンデーションにより提供される数値は、EBAが実施する欧州銀行のストレステスト（EUストレステスト）とは異なり、ストレスシナリオが適用されていない。

### “capital exercise”

EBAは、EUストレステストとは異なる点を明確にすべく、EBAレコメンデーションのメソッドを“capital exercise”（EBAエクササイズ）と表記している。

### CT1比率9%への引き上げ+ソブリン資本バッファの上乗せ

前述したように、欧州資本増強プログラムは、昨今のユーロ危機にかんがみ、EU域内の主要銀行に対し、2012年6月末までに、自己資本比率を「一時的に」、ソブリン債のエクスポージャーを2011年9月末時点の時価評価に基づいて織り込んだ上で、CT1比率9%まで引き上げることを要求するものである。これは、CT1比率を9%に引き上げると同時に、ソブリン債の保有がもたらしうる潜在的な損失

1 EBAが2011年10月26日に公表した欧州銀行資本増強プログラムの概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「欧州銀行、資本増強でコアTier1比率9%以上へ」（鈴木利光）[2011年10月28日]

2 EU首脳会議（2011年12月8日・9日）の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「やはり欧州は変わらないのか」（児玉卓）[2011年12月16日]

3 FT.com “Watchdog may be digging a hole for banks” [2011年12月9日]参照

を吸収するための資本バッファ（ソブリン資本バッファ）を上乗せすることを要求するものである（後述（6）（7）参照）。

法的な拘束力はないものの、非遵守には理由の説明が必要

なお、EBA レコメンデーションには、法的な拘束力はない。もともと、加盟国の規制管轄当局は、EBA レコメンデーションの公表から2ヶ月以内に、それを遵守するか否かを通知しなければならない。遵守しない場合は、その理由も説明する必要がある。

## (2) 対象行

71行

EBA は、EBA エクササイズの対象となる銀行として、71 行<sup>4</sup>を公表している（図表1）。

EUストレステストから小規模行を除外

この71行は、2011年7月15日に結果が公表されたEU ストレステスト<sup>5</sup>の対象行（90行）から、小規模非クロスボーダー銀行を除外したものである。

“potentially systemic banks”

この71行は、欧州委員会のバローゾ委員長による2011年10月12日のスピーチ（“A Roadmap to Stability and Growth”）における表現を借りれば、“potentially systemic banks”ということになる。

## (3) 「CT1」の定義

EUストレステスト（2011年7月）と同一の定義

EBA は、9%をターゲットとする「CT1」の定義を、バーゼルⅢ（CT1 比率7%）<sup>6</sup>におけるそれではなく、2011年7月のEU ストレステスト（資本不足と判定されるか否かの水準を「CT1 比率5%」と設定）におけるそれと同一のものである。

普通株等+既存の公的資金（優先株等）

具体的には、Tier1 資本から複合（ハイブリッド）金融商品や優先株を控除した、普通株式およびそれに類似する損失吸収力を備えた資本商品をいう。なお、公的資金として注入された既存の優先株等はCT1に含まれる。

## (4) CoCos の取り扱い

ソブリン資本バッファ：CoCosも可

EBA は、ソブリン資本バッファを充当するための資本として、CT1のみならず、一定の要件を満たすCoCos<sup>7</sup>も認めることとしている。

4 10月暫定版で公表された70行に、ポーランドのPKO BANK POLSKIが追加されている。

5 EU ストレステスト（2011年7月）の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和証券キャピタル・マーケットレポート「欧州ストレステストの動向 資本増強を促す効果と透明性は評価できるが、株価の反転には力不足」（瀧文雄）[2011年7月18日]

6 バーゼルⅢの概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研調査季報 2011年 春季号 Vol.2 「バーゼルⅢ最終規則とジョイント・フォーラム報告書『リスク合算モデルの発展』の概要」（菅谷幸一）

◆大和証券キャピタル・マーケットレポート「バーゼル3の詳細ルール公表」（瀧文雄）[2010年12月17日]

◆大和総研レポート「バーゼル新規制、概要固まる<訂正版>」（吉井一洋）[2010年9月14日]

7 CoCos (Contingent Convertible bonds) とは、一定のトリガー事由が発生した場合に、強制的に普通株式に転換されるという条項が付された証券をいう。CoCos の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「英国、最大で17%から20%の自己資本比率要求へ」（鈴木利光）[2011年10月14日]

◆大和総研レポート「EU、バーゼルⅢ導入の法案公表 (CRD IV)」（鈴木利光）[2011年8月2日]

◆大和総研レポート「英国、リテール銀行部門に資本サーチャージ?」（鈴木利光）[2011年4月28日]



トリガー・ポイント＝  
CT1比率7%

EBAは、CoCosをソブリン資本バッファーに充当するための要件として、概ね以下のようなものを挙げている。

- 新規に発行する場合、遅くとも2012年6月末までに発行すること
- 発行済みのCoCosについては、2012年10月末までに普通株転換されること
- 普通株転換へのトリガー・ポイントを、CT1比率7%を下回った場合とすること（新規か発行済みかを問わない）

## (5) バーゼル2.5の適用

EBAエクササイズは、CT1比率の分母となるリスク・アセット(RWA:Risk Weighted Assets)の算出に際して、いわゆる「バーゼル2.5」(2009年7月公表)を適用することを要求している。

トレーディング勘定の自己資本規制強化

バーゼル2.5は、マーケット・リスク規制の枠組みを修正している。その修正の柱の一つとして、従来、バンキング(銀行)勘定よりも相対的に低い所要自己資本が認められていたトレーディング勘定の自己資本規制を大幅に強化することとしている。また、再証券化商品のリスク・ウェイトも引き上げられる<sup>8</sup>。

バーゼル2.5の実施時期は「2011年末まで」

バーゼル銀行監督委員会(バーゼル委)は、2010年6月、バーゼル2.5の実施時期を、当初の「2010年末まで」から「2011年末まで」に延期している。EBAは、EBAエクササイズにより、対象行に、バーゼル2.5の期限内の実施(2011年末まで)を遵守させている。

## (6) ソブリン債のエクスポージャーの全面時価評価

「ソブリン」=EEA  
×中央銀行の預金

EBAエクササイズでいう「ソブリン」は、欧州経済領域(EEA)<sup>9</sup>の政府を指す。ソブリン債のエクスポージャーには、中央銀行の預金は含まれない。

保有目的に関わらず  
時価評価(2011年9月  
30日時点)

EBAは、EBAエクササイズの実施にあたって、ソブリン債の保有目的(売却可能金融資産(AFS: Available For Sale)、満期保有投資(HTM: Held To Maturity)、貸付金及び債権(L&R: Loan and Receivable))に関わらず、そのエクスポージャーを2011年9月末時点の市場価格で時価評価することを要求している。

HTMとL&R(IAS39では  
償却原価)も時価評価

すなわち、EBAエクササイズは、現行の国際会計基準(IAS第39号)が償却原価での測定を許容するHTMとL&Rのソブリン債<sup>10</sup>についても、そのエクスポージャーを時価評価することを要求している。

<sup>8</sup> バーゼル委は、バーゼル2.5によって、国際的に活動する大銀行のマーケット・リスクに係る所要自己資本額は、平均3～4倍増加すると推計している(2010年6月18日付バーゼル委プレスリリース)。バーゼル2.5の概要については、以下の書籍を参照されたい。

◆「<税金読本シリーズ2> 2011年度版 法人投資家のための証券投資の会計・税務」(大和総研)

<sup>9</sup> 欧州経済共同体(EEC)と欧州自由貿易連合(EFTA)にまたがる経済領域をいう。両者は、1972年に自由貿易協定を締結し、さらに1994年1月には、双方にまたがる広範な共同市場を目指す欧州経済領域(EEA)を発足させている。EU27カ国に、ノルウェー、アイスランド、リヒテンシュタインを加えた計30カ国によって構成される。

<sup>10</sup> IAS第39号に基づくソブリン債の分類・測定の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「IFRS第9号導入でギリシャ国債の評価損軽減か?」(鈴木利光)[2011年8月16日]

ソブリン資本バッ  
ファー＝潜在的な損失  
(2011年9月末時点)

したがって、資本不足額（後述（7）参照）の一部を構成するソブリン資本バッ  
ファーの数值は、2011年9月末時点の市場価格で時価評価した場合の、ソブリン  
債の保有がもたらしうる潜在的な損失（未実現損失）といふことができる。

## (7) 資本不足額

EBAは、EBAエクササイズの実施に基づく資本不足額を公表している（図表1）。

資本不足額＝CT1比率  
9%への不足額＋ソブ  
リン資本バッファー

資本不足額は、以下のとおり、CT1比率9%を達成するためのCT1不足額とソブ  
リン資本バッファー（ソブリン債の保有がもたらしうる潜在的な損失を吸収する  
ための資本バッファー）の合計である（2011年9月末時点の統計に基づき算出）。

$$\text{資本不足額}_{\text{Sept2011}} = (0.09 \times \text{RWA}_{\text{Sept2011}} - \text{CT1}_{\text{Sept2011}}) + \text{ソブリン資本バッファー}_{\text{Sept2011}}$$

ソブリン資本バッ  
ファーの数值⇒固定

ソブリン資本バッファーは、2011年9月末時点の数值に固定され、アップデー  
トされることはない（後述（8）参照）。

「300億ユーロ」の資  
本不足額（国別）：  
EU/IMFの第一次ギリ  
シャ支援策に由来か

なお、ギリシャの対象行（6行）については、国単位で300億ユーロの資本不足  
額があるとされている。この「300億ユーロ」は、2010年5月に合意したEU/IMF  
の第一次ギリシャ支援策（3年間で計1,100億ユーロの支援）<sup>11</sup>のうち、IMFの融  
資分を指しているものと思われる。

「300億ユーロ」>EBA  
エクササイズ⇒ギリ  
シャは個別開示なし

EBAいわく、EU/IMFの第一次ギリシャ支援策が定める「300億ユーロ」という支  
援額は、EBAエクササイズによって算出されたギリシャの（実際の）資本不足額を  
上回っていることから、ギリシャについては対象行ごとの資本不足額を開示しな  
いこととしている。

## (8) 対象行のタスク

2012年6月末までに資  
本不足額を0に

EBAは、対象行に対し、以下のとおり、2012年6月末までに、資本不足額を0  
にすることを要求している。

$$\text{資本不足額}_{\text{Jun2012}} = 0 = (0.09 \times \text{RWA}_{\text{Jun2012}} - \text{CT1}_{\text{Jun2012}}) + \text{ソブリン資本バッファー}_{\text{Sept2011}}$$

ソブリン債の売却は  
カウントされない

前述のとおり（（7）参照）、ソブリン資本バッファーは、2011年9月末時点の  
数值に固定され、アップデートされることはない。したがって、2011年10月以降  
のソブリン債の売却は、ソブリン資本バッファーの減少にはつながらない。

ギリシャとノルウェ  
ーの銀行はタスクか  
ら免れる

なお、対象行のうち、ギリシャとノルウェーの銀行は、上記タスクから免れる。  
ギリシャの銀行に対してはEU/IMFによる融資がなされること（前述（7）参照）、  
ノルウェーはEUの加盟国ではないことがその理由である。

11 第一次ギリシャ支援策（2010年5月）の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「ギリシャ危機対応の行方」（山崎加津子）[2011年10月12日]

図表 1 EBA エクササイズ：対象行および資本不足額（2011年9月末時点の統計に基づき算出）

国	銀行	CT1比率	資本不足額			国別	暫定資本不足額(※)	
			銀行別					
			(a)CT1比率9%への不足額	(b)ソブリン資本バッファ	(c)計			
1	Erste Group Bank AG (EGB)	8.40%	743	0	743	3,923	2,938	
2	Raiffeisen Zentralbank (österreich AG (RZB)	7.04%	2,127	0	2,127			
3	österreichische Volksbanken AG (ÖVAG)	5.48%	942	112	1,053			
4	ベルギー	DEXIA	7.77%	1,539	4,774	6,313	6,313	4,143
5	KBC BANK	10.08%	0	0	0			
6	キプロス	MARFIN POPULAR BANK PUBLIC CO LTD	8.15%	238	1,733	1,971	3,531	3,587
7	BANK OF CYPRUS PUBLIC CO LTD	5.82%	837	724	1,560			
8	デンマーク	DANSKE BANK	13.84%	0	0	0	0	47
9	Jyske Bank	12.49%	0	22	0			
10	Sydbank	12.78%	0	0	0			
11	Nykredit	14.04%	0	0	0			
12	フィンランド	OP-Pohjola Group	11.11%	0	0	0	7,324	8,844
13	フランス	BNP PARIBAS	9.16%	0	2,478	1,476		
14	CREDIT AGRICOLE	9.23%	0	67	0			
15	BPCE	8.34%	2,750	967	3,717	2,131	30,000	
16	SOCIETE GENERALE	8.42%	2,131	0	2,131			
17	ギリシャ	EFG EUROBANK ERGASIAS S.A.	-	-	-	-	30,000	30,000
18	NATIONAL BANK OF GREECE	-	-	-	-			
19	ALPHA BANK	-	-	-	-			
20	PIRAEUS BANK GROUP	-	-	-	-			
21	AGRICULTURAL BANK OF GREECE S.A. (ATEbank)	-	-	-	-			
22	TT HELLENIC POSTBANK S.A.	-	-	-	-			
23	ドイツ	DEUTSCHE BANK AG	8.32%	2,851	388	3,239	13,107	5,184
24	COMMERZBANK AG	8.85%	393	4,911	5,305			
25	Landesbank Baden-Württemberg	9.11%	0	0	0			
26	DZ BANK AG Dt. Zentral-Genossenschaftsbank	9.21%	0	557	353			
27	Bayerische Landesbank	10.00%	0	0	0			
28	Norddeutsche Landesbank -GZ	6.01%	2,489	0	2,489			
29	Hypo Real Estate Holding AG, München	27.86%	0	1,616	0			
30	WestLB AG, Düsseldorf	8.54%	224	0	224			
31	HSH Nordbank AG, Hamburg	9.56%	0	0	0			
32	Landesbank Hessen-Thüringen GZ, Frankfurt	6.33%	1,473	24	1,497			
33	Landesbank Berlin AG	13.78%	0	0	0			
34	DekaBank Deutsche Girozentrale, Frankfurt	9.59%	0	0	0			
35	WGZ BANK AG Westdt. Geno. Zentralbk. Ddf	10.24%	0	0	0			
36	ハンガリー	OTP BANK NYRT.	13.86%	0	33	0	0	0
37	アイルランド	ALLIED IRISH BANKS PLC	20.11%	0	713	0		
38	BANK OF IRELAND	12.85%	0	93	0			
39	IRISH LIFE AND PERMANENT	23.87%	0	9	0	15,366	14,771	
40	イタリア	INTESA SANPAOLO S.p.A	10.03%	0	2,712			0
41	UNICREDIT S.p.A	7.78%	5,741	2,233	7,974			
42	BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.p.A	9.20%	0	3,487	3,267			
43	BANCO POPOLARE - S.C.	6.47%	2,357	374	2,731			
44	UNIONE DI BANCHE ITALIANE SCPA (UBI BANCA)	8.44%	526	868	1,393			
45	ルクセンブルク	BANQUE ET CAISSE D'EPARGNE DE L'ETAT	13.76%	0	0	0	0	0
46	マルタ	BANK OF VALLETTA (BOV)	10.54%	0	1	0		
47	オランダ	ING BANK NV	9.21%	0	0	0	159	0
48	RABOBANK NEDERLAND	12.32%	0	0	0			
49	ABN AMRO BANK NV	10.59%	0	0	0			
50	SNS BANK NV	9.12%	0	183	159			
51	ノルウェー	DnB NOR Bank ASA	7.82%	1,520	0	1,520	1,520	1,312
52	ポーランド(New!)	POWSZECHNA KASA OSZCZĘDNOŚCI BANK POLSKI S.A. (PKO BANK POLSKI)	11.16%	0	0	0	6,950	7,804
53	ポルトガル	CAIXA GERAL DE DEPÓSITOS, SA	8.02%	762	1,073	1,834		
54	BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, SA (BCP OR MILLENNIUM BCP)	7.33%	965	1,165	2,130			
55	ESPIRITO SANTO FINANCIAL GROUP, SA (ESFG)	6.84%	1,476	121	1,597			
56	Banco BPI, SA	8.88%	30	1,359	1,389			
57	スロベニア	NOVA LJUBLJANSKA BANKA D.D. (NLB d.d.)	6.78%	320	1	320	320	297
58	NOVA KREDITNA BANKA MARIBOR D.D. (NKBM d.d.)	9.39%	0	3	0	26,170	26,161	
59	スペイン	BANCO SANTANDER S.A.	6.77%	12,878	2,424			15,302
60	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA S.A. (BBVA)	7.79%	4,016	2,313	6,329			
61	BFA BANKIA	8.61%	763	566	1,329			
62	CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA	8.83%	272	358	630			
63	BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	7.13%	1,681	900	2,581			
64	スウェーデン	Nordea Bank AB (publ)	10.87%	0	2	0	0	1,359
65	Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) (SEB)	13.59%	0	0	0			
66	Svenska Handelsbanken AB (publ)	14.74%	0	0	0			
67	Swedbank AB (publ)	13.35%	0	0	0			
68	英国	ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP plc	10.54%	0	0	0	0	0
69	HSBC HOLDINGS plc	10.03%	0	0	0			
70	BARCLAYS plc	9.76%	0	0	0			
71	LLOYDS BANKING GROUP plc	10.09%	0	0	0			
計						114,685	106,447	

(単位) 百万ユーロ

(※) 2011年6月末時点の統計に基づき算出(10月暫定版にて公表)

(c) = (a) + (b) ; 数値が (a) + (b) を下回る場合は、0表記の (a) が実際はマイナスのケース (CT1 比率が9%を上回るケース)

(出所) EBA 資料

## (9) ネクストステップ

**アクション・プランの提出：2012年1月20日までに** (ギリシャとノルウェーの銀行を除く) 対象行は、2012年1月20日までに、規制管轄当局宛に、タスク達成の方法に関するアクション・プランを提出し、その承認を得なければならない。

**EBAとの協議** 規制管轄当局は、アクション・プランへの承認を付与するにあたって、EBA と協議してレビューすることされている。

## (10) タスク達成の方法：過剰なデレバレッジや信用収縮の防止

**資産売却も可** EBA は、タスク達成の方法については、対象行の裁量に委ねることとしている。そのため、対象行は、普通株式や一定の要件を満たす CoCos (前述 (4) 参照) の新規発行、(配当やボーナス等の) 社外流出の制限、ハイブリッド債の資本転換はもちろんのこと、(「増資」とは呼べない) RWA の圧縮 (CT1 比率の算出における分母の縮小)、すなわちデレバレッジによることも可能である。

**過剰なデレバレッジや信用収縮は不可** もっとも、EBA 議長のアンドレア・エンリア氏は、独紙 SPIEGEL のインタビューに対し、「現在問題となっているのは、銀行が過度にリスク回避的になりつつあることだ」と述べている<sup>12</sup>。そこで、EBA は、RWA の圧縮が「過剰な」デレバレッジや信用収縮を招くことは防止しなければならないとしている。

**アクション・プランの承認手続きで防止** 前述したアクション・プランの承認手続き (前述 (9) 参照) は、規制管轄当局による承認を要するとすることで、この過剰なデレバレッジや信用収縮を防止するためのステップという位置づけである。

**○ 契約や事業部門の第三者移転** EBA は、タスク達成を意図した RWA の圧縮は、信用収縮につながらない、一定の資産売却に限定されるべきであるとしている。「一定の資産売却」とは、契約や事業部門を第三者に移転するに過ぎないものをいう。このような行為は、金融システム全体にとっては資産の圧縮とならないため、過剰なデレバレッジや信用収縮につながらないとしている。具体例として、アンドレア・エンリア EBA 議長は、同インタビューにて、ヘッジファンドに信用ポートフォリオを売却する行為を挙げている<sup>13</sup>。

**× 内部モデルの検証によるRWAの圧縮** これに対し、RWA を計測する内部モデルを「検証」(変更)することによる RWA の圧縮は、(その変更が既に計画されたものであり、規制管轄当局の検討対象となっているものでない限り、) タスク達成の方法としては認められないとしている。

**× SMEへの貸出削減** また、EBA は、中小企業 (SME) への貸出を含む信用供給の削減は、タスク達成の方法としては認められないとしている。

<sup>12</sup> SPIEGEL “Europe’s Top Bank Regulator ‘The Crisis Has Reached a Systemic Level’” [2011年12月12日]参照

<sup>13</sup> SPIEGEL “Europe’s Top Bank Regulator ‘The Crisis Has Reached a Systemic Level’” [2011年12月12日]参照



まずは民間による資本増強

対象行が民間による資本増強をもってタスクを達成できない場合、公的資金注入や EFSF の活用が検討されることになる。

### 3. おわりに

以上が、EBA レコメンデーションの概要である。

資本不足額は全体で約1,147億ユーロ

10月暫定版にて公表された暫定資本不足額が全体で約1,064億ユーロであったのに対し、EBA エクササイズの前資本不足額は全体で約1,147億ユーロとされている(図表1)。

ストレスシナリオなし⇒EBAエクササイズの信用性を損なう

EBA レコメンデーションに対しては、様々な批判が寄せられている。まず、EBA エクササイズにストレスシナリオが適用されていない点について、提供される数値の信用性を損なうものであるという批判がされている<sup>14</sup>。

ソブリン債の時価評価⇒支払能力を看過

また、イタリア銀行協会は、ソブリン債のエクスポージャーの全面時価評価について、発行体の支払能力を看過するものであるという批判をしていると報じられている<sup>15</sup>。

EUストレステストとは異なるメソッド⇒信用性に欠ける

そして、ドイツ銀行協会は、EBA エクササイズが EU ストレステストとは異なるメソッドに基づいている点について、「恣意的であり、信用性に欠ける」という趣旨の批判をしている<sup>16</sup>。

ドイツの対象行：資本不足額(国別)が6週間でおよそ2.5倍に

そのドイツの対象行であるが、10月暫定版にて公表された国別の暫定資本不足額が約52億ユーロであったのに対し、その6週間後のEBAエクササイズでは約131億ユーロとされており、およそ2.5倍も膨れ上がっている(図表1)。

暫定資本不足額からの増加幅がこれほど大きいのはドイツのみ

10月暫定版の暫定資本不足額が2011年6月末時点の統計に基づいているのに対し、EBA エクササイズの前資本不足額が2011年9月末時点の統計に基づいているという違いはあるものの、他国の資本不足額が暫定資本不足額と大きく異なることから、およそ2.5倍もの増加はひととき目立つ結果となっている。

バーゼル2.5の誤用が原因か

この点について、報道では、ドイツの対象行が、10月暫定版では、バーゼル2.5の適用を誤っていたことが原因と指摘されている<sup>17</sup>。EBAは、10月暫定版においても、対象行に対してバーゼル2.5の適用を求めていたが、ドイツの対象行はこれを厳格に適用しきれなかったということであろう。

純粋な増資を宣言したのは一行のみ?

EBA はデレバレッジや信用収縮に慎重な姿勢を見せているが、10月暫定版の公表以後、純粋な増資を宣言したのはイタリアの銀行(UNICREDIT)一行のみであり、その他の銀行は、(規制管轄当局の承認を得られるかという問題が別に残るものの)RWAの圧縮、すなわちデレバレッジによるタスク達成を模索しているという<sup>18</sup>。

ドイツの対象行にとっては、新規の株式発行は困難か

とりわけ、暫定資本不足額に比して資本不足額が大幅に増加したドイツの対象行にとっては、新規の株式発行は困難なオプションとなるであろう。EBA レコメンデーションが公表された2011年12月8日の株式市場では、ドイツのCOMMERZBANK

14 FT.com “Watchdogs may be digging a hole for banks” [2011年12月9日]参照

15 THE WALL STREET JOURNAL “Italy Banks To Consider Appealing EBA Rules; Seeks Rethink” [2011年12月9日]参照

16 Association of German Banks “Results of the stress test are arbitrary” [2011年12月8日]参照

17 FT.com “Exercise catches German banks off guard” [2011年12月8日]参照

18 FT.com “Long-term solvency not priority for banks” [2011年12月8日]参照

と DEUTSCHE BANK の株価がそれぞれ、9.5%と 4.3%下落している (Bloomberg 調べ)。

アクション・プランは RWAの圧縮 (デレバレッジ) が多数を占めるのでは

こういった状況から、2012年1月20日までに提出されるアクション・プランの内容は、RWAの圧縮にカテゴライズされる方法が数多く含まれることが予想される。規制管轄当局と EBA は、こうしたアクション・プランの内容が過剰なデレバレッジや信用収縮につながるか否かをレビューすることになるが、一定の資産売却を認めるとしている以上 (前述 2 (10) 参照)、デレバレッジそれ自体を防止することは困難となろう。

あくまでも一時的な緊急措置

なお、CT1 比率 9%への自己資本比率の引き上げという今回の EBA レコメンデーションは、あくまでも現在のユーロ危機を乗り切るための一時的な緊急措置であり、バーゼル委や EU の自己資本規制や会計基準に変更を及ぼすものではない。

以上

## 最近の欧州政治・経済動向

10月	2日	ギリシャ	ギリシャは 80 億ユーロの次回融資を確保するため一段の緊縮財政政策を閣議で承認 議会で提出された 2012 年の予算案は、年内に 3 万人の公共部門労働者を削減などの措置による 66 億ユーロの支出削減と増収により、来年の財政赤字を 150 億ユーロ未満に削減する計画 ユーロ圏財務相会合にも提出される	
	3日	デンマーク	社会民主党、社会人民党、社会自由党の中道左派 3 党による新政権が発足 社民党党首ヘレ・トーニング・シュミット氏が同国初の女性首相に就任	
	3日	ユーロ圏・欧州	ユーロ圏財務相会合&EU 経済・財務相 (ECOFIN) 理事会がルクセンブルクで開催され、欧州金融安定化機構 (EFSF) にレバレッジを持たせる方法について議論 ギリシャに対して合意済みの構造改革を進めるよう圧力をかける予定 ギリシャに対する第 6 弾の融資は 11 月になる見通し シュタルク氏の後任としてアスムセン独財務次官を ECB のチーフエコノミストに指名	
	5~6日	英国	金融政策委員会では国債などの買取枠を 750 億ポンド拡大し 2,750 億ポンドにすると発表 政策金利を 0.5%に据え置き	
	6日	EFSF	オランダで EFSF 機能拡充案を可決	
	6日	ECB	政策理事会で、トリシェ総裁は銀行の資金繰りを支援するため長期資金供給オペを 2 回実施すると発表 さらに、カバード債購入プログラムの再開も発表し、向こう 12 カ月間に最大 400 億ユーロのカバード債の買い入れを行うことを決定 政策金利は 1.5%に据え置き	
	9日	独・仏	メルケル独首相とサルコジ仏大統領が会談し拡充後の EFSF の運用方法についてより包括的な方針と、欧州系銀行の資本を増強する意向を再表明するが具体策は出さず ファンロンパイ EU 大統領は、来週のユーロ圏首脳会議を 10 月 23 日に延期すると発表	
	9日	ポーランド	ポーランドの下院総選挙は、トウスク首相率いる市民プラットフォーム (PO) が大差で勝利し、トウスク首相の続投が確実 政権継続は 1989 年の民主化後で初	
	10日	EFSF	マルタで EFSF 機能拡充案を可決	
	10日	仏・ベルギー	フランス・ベルギー系金融大手でデクシアが経営破たん	
	11日	ギリシャ	トロイカはギリシャに対する第 5 次査察を終了 ギリシャに対する第一次金融支援のうちの第 6 弾融資 (80 億ユーロ) は 11 月初旬に実施される予定	
	13日	EFSF	2 回目の採決でスロバキアで EFSF 機能拡充案を可決 17 カ国すべての承認が得られ、ギリシャ支援第 2 弾が発効	
	15~16日	G20	G20 財務大臣・中央銀行総裁会議がパリで開催 欧州問題では全てのユーロ圏加盟国が EFSF 機能拡充案を承認したことに歓迎し、23 日の EU 首脳会議で EFSF の影響力を最大化するための対策をまとめるよう求めた	
	11月	23、26日	欧州	23、26 日の 2 日間にわたり EU・ユーロ圏首脳会議がブリュッセルで開催され、包括戦略として、1) ギリシャ債務を 5 割削減する、2) 1,060 億ユーロ規模の銀行資本増強策を実施する、3) EFSF を 1 兆ユーロ規模に強化するという三つの柱で合意
		27日	アイルランド	アイルランド大統領選挙が実施され、与野労働党のマイケル・ヒギンズ元芸術文化相が当選 ヒギンズ氏は 9 代目の大統領となり任期は 7 年
30日		ブルガリア	任期満了に伴う大統領選挙の決選投票が実施され、中道右派与党の「欧州発展のためのブルガリア市民 (GERB)」のロセン・プレブネリエフ前地域開発・公共事業相が得票率 55%で首位に立ち、中道左派野党の社会党イバイロ・カルフィン元外相に大差をつけ勝利 任期は 5 年	
31日		ギリシャ	パパンドレウ首相は、ユーロ圏首脳会議で対ギリシャ支援がまとまったことを受け、議会での信任投票と国民投票を実施する考えを表明	
1日		英国	11 年 7~9 月期のイギリスの GDP 成長率 (速報値) は前期比+0.5%と予想を上回り、昨年第 3 四半期以来の高水準	
2日		ギリシャ	仏・独・ギリシャ・EU・IMF は、ギリシャ問題に関する緊急首脳会合をカンヌで開き、先月のユーロ圏首脳会議でまとめたギリシャ支援の包括策を同国が受け入れない限り、80 億ユーロの融資の実行はないと表明	
3日		ギリシャ	パパンドレウ首相は金融支援受け入れの是非を問う国民投票を実施する方針を撤回すると表明	
3日		ECB	ECB は政策金利を 1.25%に引き下げ	
3~4日	G20	G20 首脳会議がカンヌで開催され、欧州債務・金融危機の連鎖を食い止めるため各国が協調して行動する決意を表明 EU・ユーロ圏諸国が先月末に首脳会議で決定した危機対応策の「包括戦略」を歓迎するとともに、迅速に実行するよう求めた		
6日	ギリシャ	与野党協議で両者は与野党大連立による新政権樹立で合意 パパンドレウ首相は新政権樹立を機に辞任		
7日	フランス	フランス政府は、2012 年に 70 億ユーロの財政赤字を削減する追加対策を発表		
7~8日	ユーロ圏・欧州	ユーロ圏財務相会合&EU 経済・財務相 (ECOFIN) 理事会がブリュッセルで開催 「包括戦略」に盛り込んだ EFSF 強化策の制度設計を月内に終え、財政危機のギリシャや、政府債務危機が波及したイタリアへの支援を強めることで合意		

	8~9日	イタリア	ベルルスコーニ首相が辞任を表明 翌日にはナポリターノ大統領がマリオ・モンティ元欧州委員を新首相として任命
	10日	ギリシャ	ギリシャ大統領府はルーカス・パパデモス前 ECB 副総裁を新暫定政権の首相に指名
	10日	英国	イングランド銀行は政策金利を 0.5% に据え置き
	11~15日	欧州各国	2011年7~9月期 GDP (暫定値) 前期比発表 ポルトガルは▲0.4%と4四半期連続マイナス(14日)、スペイン±0.0%(11日)、フランス+0.4%、ドイツ+0.5%と予想通り、ギリシャは▲5.2%と6四半期連続マイナス(15日)
	15日	ユーロ圏	11年7~9月期のユーロ圏 GDP 成長率(速報値)は前期比+0.2%と予想通り
	20日	スペイン	スペインで総選挙が実施され、与党の社会労働党が大敗を喫し、中道右派の国民党が政権を奪回 サパテロ首相は退陣し、国民党のマリアノ・ラホイ党首が新首相に就任する予定
	23日	欧州	欧州委員会は、ユーロ共同債の発行に向けたグリーンペーパー、経済ガバナンスの更なる強化のための法案を発表
	24日	ドイツ・英国	2011年7~9月期 GDP 発表 ドイツは+0.5%(確報値)、英国は+0.5%(改定値)と速報値と変わらず
	29~30日	ユーロ圏・欧州	ユーロ圏財務相会合&EU 経済・財務相(ECOFIN)理事会がブリュッセルで開催され、延期されていたギリシャに対する80億ユーロ(第一次支援の融資第6弾)の融資実行を最終的に承認 12月に開催されるIMF理事会で決定される予定 また、EFSFによる保証案の詳細の合意が成立
	30日	英国	英国全土で公務員の労働組合が政府の年金改革案に抗議するストライキを実施
12月	1日	フランス	サルコジ大統領は、南東部トゥーロンで演説し、欧州債務・財政危機の克服のため、欧州連合(EU)加盟国の経済統合の深化に向け新たな条約制定を目指す考えで仏独両国が一致したことを表明
	1日	英国	イングランド銀行の金融行政委員会(FPC)は金融安定報告書を発表 ユーロ圏の債務危機で引き起こされるさまざまなリスクに備えて各行が資本を増強する必要性を指摘
	4日	イタリア	モンティ新政権は向こう3年間で300億ユーロに上る追加の緊縮財政政策を閣議決定 また、来年のGDPの伸び率は0.4~0.5%のマイナスに落ち込み、2013年はゼロ成長になるとの見通しを示した
	5日	ユーロ圏・欧州	米信用格付け会社スタンダード&プアーズ(S&P)(注)は5日夜、ドイツやフランスを含めたユーロ圏15カ国の長期国債格付けを引き下げる方向で見直していることを表明
	5日	ベルギー	国王アルベール2世は社会党のエリオ・ディルボ党首(60)を首相とする6党連立内閣を正式に任命 590日にわたった政治空白期間が終了
	6~9日	欧州各国	2011年7~9月期 GDP 前期比発表 ユーロ圏は+0.2%(暫定値)と予想通り(6日)、ポルトガルは▲0.6%(確報値)(9日)
	8日	フランス	2011年10~12月期 GDP は前期比+0.4%と予想通り
	8日	ECB	ECBは政策金利を史上最低の1.00%に引き下げ
	8日	英国	イングランド銀行は政策金利を33ヶ月連続で過去最低の0.5%に据え置き また、金融資産買い取りによる量的金融緩和策の規模も現行の2,750億ポンドに維持
	8日	ECB	ECBは政策金利を1.00%に引き下げ 利下げは2ヶ月連続
	8日	欧州	欧州銀行監督機構(EBA)、10月26日のEU首脳会議の決定に基づく欧州銀行の資本増強に関するレコメンデーションを正式に公表 欧州の主要銀行は、2012年6月末までに、自己資本比率を一時的に、ソブリン債のエクスポージャーを2011年9月末時点の時価評価に基づいて織り込んだ上で、普通株等Tier1比率9%まで引き上げることが必要に
	9日	欧州	EU首脳会議にてユーロ圏の財政規律強化に基本合意 しかし、基本条約改正に英国が反対 ユーロ圏17カ国と参加を希望する国のみで来年3月までに新条約に調印することを目指す
	9日	英国	対内外国直接投資(FDI)純流入額は328億2,200万ポンドと、2004年以降で最低の数値 前年比でも33%減と大幅に落ち込んだ これまで最大の投資元だった欧州企業による対英投資が2009年の320億7,500万ポンドから17億5,100万ポンドへと激減
	9日	クロアチア	欧州委員会は、クロアチアが欧州連合(EU)加盟条約に署名したと発表 2013年7月1日に正式加盟し、28カ国目の加盟国となることに
	13日	WEF	世界60カ国・地域の資本市場を対象とした2011年の金融競争力ランキングを発表 1位香港 2位米国 3位英国 4位シンガポール 5位オーストラリア 6位カナダ 7位オランダ 8位日本 9位スイス 10位ノルウェー
14日	アイルランド	IMFはアイルランドに金融支援パッケージの一環でEUと共同で39億ユーロの融資の実行を承認	
15日	ECB	ドラギ総裁は中小銀行を中心に金融システムの一部で担保不足が顕在化し始めているとの認識を示した	

注：S&Pは金融商品取引法上の無登録格付機関

出所：各種報道より大和総研作成



## 今後の欧州政治・経済日程

12月 21～23日	欧州各国	2011年7～9月期GDP(確報値)発表 イタリア(21日)、英国(22日)、フランス(23日)
1月 12日	欧州	欧州中央銀行(ECB)政策理事会(フランクフルト) & 政策金利発表
12日	英国	金融政策委員会 & 政策金利発表
22日	フィンランド	フィンランド大統領選挙 一次
23日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合(ブリュッセル)
24日	欧州	EU経済・財務相(ECOFIN)理事会(ブリュッセル)
25日	英国	2011年10～12月期GDP(速報値)発表
2月 5日	フィンランド	フィンランド大統領選挙 二次
9日	欧州	欧州中央銀行(ECB)政策理事会(フランクフルト) & 政策金利発表
9日	英国	金融政策委員会 & 政策金利発表
9日	G8	8か国財務大臣 ドービル パートナーシップについての経済トラック会議
14～24日	欧州各国	2011年10～12月期GDP(暫定値)発表 ギリシャ(14日)、フランス(15日)、英国(24日)
16～18日	G20	20か国財務大臣・中央銀行総裁会議
20日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合(ブリュッセル)
21日	欧州	EU経済・財務相(ECOFIN)理事会(ブリュッセル)
3月 1～2日	欧州	EU首脳会議(ブリュッセル)
8日	英国	金融政策委員会 & 政策金利発表
8日	欧州	欧州中央銀行(ECB)政策理事会(フランクフルト) & 政策金利発表
9日～27日	欧州各国	2011年10～12月期GDP(確定値)発表 ギリシャ(9日)、フランス(23日)、英国(27日)
12日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合(ブリュッセル)
13日	欧州	EU経済・財務相(ECOFIN)理事会(ブリュッセル)
21～30日	アイルランド	2011年10～12月期GDP発表
30日～31日	欧州	EU経済・財務相(ECOFIN)理事会ミーティング(ブリュッセル) ※非公式

注：日程は変更されることがあります。

出所：各種報道より大和総研作成

## 過去の London Economic Eye

日付	レポート	タイトル	著者名
6月3日	London Economic Eye(Vol. 1)	欧州債務危機における「時間稼ぎ」戦略の行方	児玉 卓
		英国、国民投票で単純小選挙区制の維持へ	鈴木 利光
		英国、インフレ目標採用下での金利据え置き判断	増川 智咲
7月12日	London Economic Eye(Vol. 2)	欧州新興国の人口構成と所得水準、成長力	児玉 卓
		英国、銀行と政府の平和協定(Project Merlin)	鈴木 利光
		欧州の財政協調、道のりは長い	増川 智咲
8月16日	London Economic Eye(Vol. 3)	ユーロ圏の危機対策の評価	児玉 卓
		IFRS 第9号導入でギリシャ国債の評価損軽減か?	鈴木 利光
		二極化する欧州の労働市場と財政負担	増川 智咲
9月21日	London Economic Eye(Vol. 4)	スイスとブラジルが世界を救う?	児玉 卓
		英国、「リビング・ウィル」の実施へ	鈴木 利光
		欧州：財政再建による景気減速への影響	増川 智咲

## 無登録格付に関する説明書 (スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ用)

当書面は、金融商品取引法の改正により格付会社に対する規制が導入されたことを受けて、ご案内するものです。

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### ○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### ○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称：スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

### ○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

### ○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、利息や元本が予定通り支払われることを保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、品質および量により信頼しうると判断した情報を利用して格付分析を行っております。しかしながら、S&P は、提供された情報について、監査・デュー・デリジュエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付および格付付与に利用した情報の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。

以 上

---

この情報は、平成 23 年 8 月 1 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。