

2013年11月15日 全10頁

欧州金融見通し 債務危機からの回復は道半ば

銀行同盟に向け銀行セクターの改善はこれからが正念場

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 13

ロンドンリサーチセンター
シニアエコノミスト 菅野 泰夫
研究員 沼知 聡子

[要約]

- 欧州での各アセットクラス（株式、債券、オルタナティブ）および金融機関の動向をピックアップした。
 - 欧州銀行セクター業績見通しを悲観的にさせる ECB の利下げ
 - 欧州銀行の円建て債券（サムライ債）発行が拡大
 - 日本企業のユーロ・ユーロ債、ユーロ・ポンド債調達の拡大
 - ユーロ圏銀行の資本増強は進んでいるが、レバレッジ比率は未だ低迷
 - 不良債権処理が進んでいる訳ではなく、内部格付手法行でのリスクアセットの低下がデレバレッジの要因
 - リスクベースか名目ベースか？ 資本サーチャージに未来はあるのか？
 - 最近の欧州金融動向（銀行同盟、ECB、BOE 等の政策実施、発言等）

はじめに

欧州銀行セクター業績見通しを悲観的にさせる ECB の利下げ

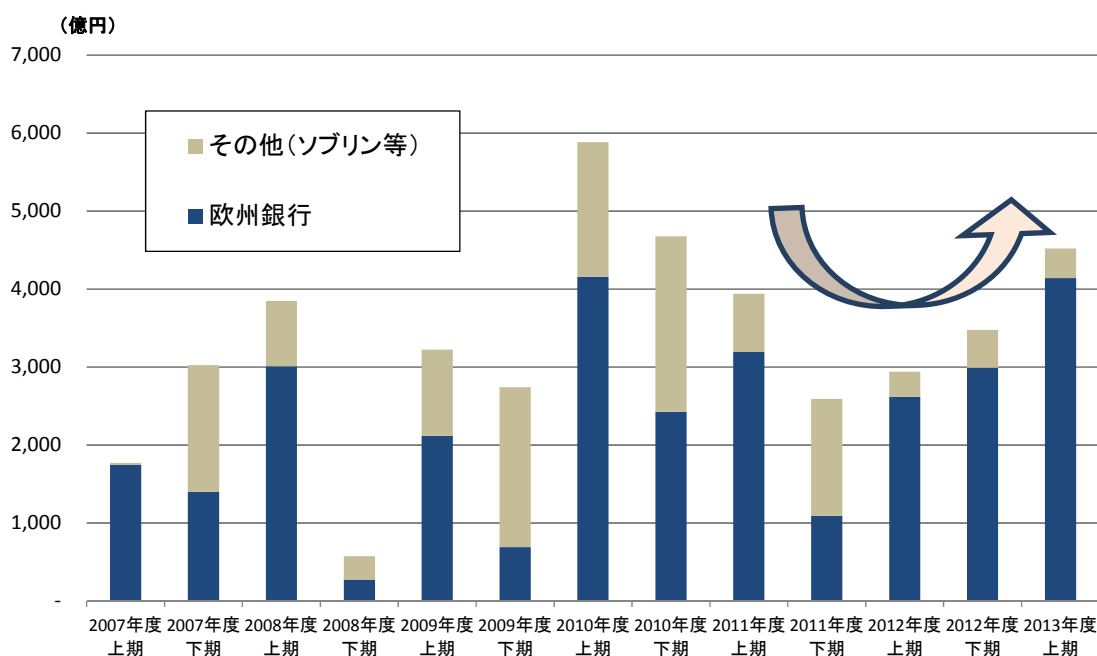
欧州中央銀行（ECB）は、11月7日の政策決定会合で主要政策金利であるリファイナンスオペの最低応札金利を創立以来過去最低の0.25%とした。ECBからは、10月にユーロ圏のインフレ率が予想を下回ったこと（9月の前年同月比1.1%から10月の同0.7%）が利下げに踏み切った直接的な要因の一つとして発表されている。市場では、（早くても12月以降と）一旦は利下げ観測が弱まっていた中での、突然の決定であっただけに動揺は隠し切れなかったといえよう。また今回の決定は、欧州の銀行セクター業績見通しを悲観的にさせたといえる。銀行は利下げ

により既存の貸出先の資金利鞘が低下することもさることながら、6月に改正強化案が出されたレバレッジ比率規制により、薄い利鞘の貸出の増加により安易にバランスシートを拡大させられない事情があるからだ。また穿った見方をすれば、今回の突然のECBの対応は、資産審査(AQR: Asset Quality Review)の過程で発見される可能性が高い不良債権への警戒から利下げに踏み切った可能性も否定できない。AQRの結果、もし幾つかの銀行から多くの不良債権が顕在化した場合には、来年から実施予定の銀行同盟においてもスタートの目途が立たなくなるからだ。ただし、もしその理由で利下げに踏み切ったのであれば、ECBに銀行監督と金融政策の両方の役割があることで懸念されていた利益相反に関する問題が顕在化することとなるであろう。

欧州銀行の円建て債券（サムライ債）発行が拡大

欧州の低金利政策が継続する中、調達先の分散を急ぐ欧州銀行による円建て債券（サムライ債）の発行が増加傾向にある。欧州におけるサムライ債の新規発行額は、債務危機が本格的に顕在化する前の水準にまで戻りつつある。ECBにより3年長期資金供給オペ（LTRO: Long Term Refinancing Operation）が実施された2011年度下期（10月～3月）には、債務危機の深刻な影響により発行体の信用力が低下したことも加わり、欧州からの発行額が3000億円を下回っていた。その後、特に欧州銀行による発行額が徐々に増加し、2013年度上期（4月～9月期）は既にピーク時（2010年度上期）の水準に迫りつつあることが分かる（図表1）。

図表1 欧州発行体によるサムライ債の新規発行額



(出所) Bloomberg データにより大和総研作成

急激に発行額が増加している背景として、来年度に迫る3年長期LTROの定期償還が控えていることが挙げられる。欧州銀行は流動性の安定確保に備えて調達の分散が急務となっている事

情がある。異次元緩和により超低金利政策を継続する日本でのサムライ債による調達、ゼロ金利政策を維持する円の調達コストが安価であるという経済的な側面と、欧州以外の地域からの分散調達というメリットが合致し発行に踏み切った先も多いといえる。また、特に2013年の夏以降、邦銀や生保における円建て債券投資への回帰が追い風となっている影響も大きい。一時的に異次元緩和に対する歪みが発生し、金利が乱高下した4月～5月には日本国債のボラティリティが急激に上昇し、円債が最もリスクが高い資産と位置付けられていた。ただし最近では、円債は再びボラティリティが低下しリスクが減少する中で需要が回復する一方、10年指標国債金利は11月7日現在で0.595%まで低下しており国内投資家の中にはリターン不足に喘いでいる先も多い。そのような投資家にとって、少しでもスプレッドが獲得でき、円建てで投資できるサムライ債への魅力が高まるのも、自然な流れであるといえるだろう。

日本企業のユーロ・ユーロ債、ユーロ・ポンド債調達の拡大

一方で、日本企業による欧州金融市場での資金調達も増加傾向にある。特に2013年に入り、シティを經由したユーロ建て、ポンド建て起債（所謂ユーロ市場）の発行は、数年振りに増加傾向にある¹。欧州債務危機以降、リスクが大きいユーロ圏での債券発行を回避する動きが健在化し、日本企業による欧州でのユーロ市場への参入は大きく減少していた。しかし昨今、ユーロ、ポンド高/円安が徐々に定着しつつある市場環境の影響もあり、ユーロ、ポンド調達は追い風となっているといえよう。日本企業にとってユーロ、ポンドを調達するメリットは、欧州企業のM&Aを行う買収資金としての側面以上に、調達して円に換金（スワップ）した方が、日本での円調達よりも安いコストが実現できることである。特に最近、ユーロ/円ベーススワップのマイナス幅は拡大基調にあり、ユーロ建て債券を発行するメリットが高いと判断する日本企業も増加傾向にあると考えられる（図表2）。

また、投資家の裾野が拡大している背景も少なからずあるだろう。特に日系の現地（欧州地域）金融機関等では、駐在員も少なく限られた人員のため、クレジット調査をする余力がないケースも多い。そこで、馴染みがあり理解し易い日本企業の発行体であれば、ユーロやポンド建てといえども欧州企業の調査に比べてそこまでマンパワーを必要とせず投資できるという訳だ。さらに、投資の分散を図りたい欧州での年金基金の存在も注目に値する。とりわけ、2012年10月より段階的に全事業主に対し自動加入の企業年金の設置が義務付けられた英国では、年金資産が増加していることに加えて、母国建てでの投資が行えるメリットがあるユーロ債市場への投資が活発化している。さらに英国の年金基金では、閉鎖するケース（閉鎖年金）が増加しているため、株式投資から債券投資への傾斜が鮮明となっており、長期ユーロ債の主力投資家としての存在感が増しているといえよう。

1 2013年での日本企業のユーロ・ポンド債市場は、2007年以来となる4件の起債があった。またユーロ・ユーロ債市場は、2011年以来5件の起債となっている（注※Bloombergデータより大和総研調べ）。またそれぞれ公募案件のみであるため私募での発行は更に追加されることを考慮すると、市場のさらなる拡大が推察される。

図表2 ユーロ/円ベーススワップ



(出所) Bloomberg データにより大和総研作成

ユーロ圏銀行セクターに関する構造報告書² (11月4日) より

ユーロ圏銀行の資本増強は進んでいるが、レバレッジ比率は未だ低迷

2013年11月4日、ECBは、2008年～2012年のユーロ圏銀行セクターにおける構造変化に関する報告書を発表した。同報告書は、欧州銀行のバランスシート上の構造的な変化（信用供与、資本、コスト構造、レバレッジ等）を経年的に分析しており定期的にECBから発表されている。同報告書によると、債務危機で大きなダメージを被った欧州銀行は現在、合理化やコスト削減の効果が表れており、徐々に回復の兆しがみられるとのことだ。特に資本比率は改善に向かっており、Tier1比率の中央値は2008年の8.7%から2012年には12.7%にまで回復している。また2011年、2012年に飛躍的に改善した要因として、欧州銀行監督機構（EBA）のストレステストに端を発した資本増強の影響が大きいことを挙げている³。

一方で、2012年末の欧州銀行セクターの総資産は（連結ベースで）2008年より約12%減の29.5兆ユーロとなった。それに伴い、会計上のレバレッジについても、2012年以降、大半のユーロ圏の銀行は低下しており、資産に対する資本比率（バーゼルⅢのレバレッジ比率等に相当）の中央値は7.1%と、前年の6.7%から上昇した。ただし、ユーロ圏の銀行セクター全体で見ると、キプロスで3%、エストニアでは13.3%と域内でのばらつきが依然として大きいことが指摘されている。他のレバレッジ比率が低い国（ベルギーやキプロス、ドイツ）でも改善が求められている事情がある。

² ECB、“Banking structures report”、2013年11月4日。

³ しかし、資本の構成要素をみると、近年（2012年以降）の増資分や公的資本（特にギリシャやスペイン）等が、資本に占める割合が多く、他国での一般的な銀行の資本構成からはかけ離れていると指摘している。

不良債権処理が進んでいる訳ではなく、内部格付手法行でのリスクアセットの低下がデレバレッジの要因

さらに、ユーロ圏銀行の資本比率が改善に向かっているもう一つの要因として、リスクアセットの減少が挙げられる。ただしこれは、不良債権処理等のデレバレッジを進めたことよって減少したものではなく、銀行が内部格付手法であることを活用して、リスクアセットの最適化を図ることによって実現されたとのことだ。ユーロ圏および米国の大手行の2009年～2011年に生じた普通株式等 Tier1 比率の改善は、双方とも世界中で行った銀行の資本増強の結果によるものが大きい。しかし、2012年にはこの改善要因において両者に違いが生じている。すなわち、ユーロ圏の銀行はリスクアセットが減少した結果、バランスシートを改善させたこととなり、資本比率の上昇が実現したとのことだ。

例えば、最近のバーゼル銀行監督委員会（BCBS）の発表によれば、信用リスクに対するリスクアセットの大半は、適正な銀行資産のデフォルト率等から弾きだされるリスク量の見積もり（上場株式 100%～300%等）に左右される。一方で、幾つかのリスクアセットの変動は、実務要因（practice based）の影響が大きいと指摘している。実務要因における差異とは、国内レベルでの監督上の定性的な判断、あるいは、内部格付手法採用行が自主的な判断を行った際に生じるとされている⁴。さらに、BCBSの報告書によれば、大手投資銀行間での市場リスク計測（金利リスク等）のばらつきは、銀行のビジネスモデルやリスク選好度によってすべて説明できるものではないとされている。誰が当局検査を行うか等の監督実務の違いや、各行の内部モデル⁵の差異によるテクニカルな理由が、リスクアセット減少の要因として指摘がある。ただし、これらの要因は、今年に入りレバレッジ比率が注目され、銀行のリスクアセット算出に対するアナリストや投資家の関心が高まったことで注目されたが、そもそもバーゼルⅡ実施当初からあった問題ともいえるのではないであろうか。

リスクベースか名目ベースか？ 資本サーチャージに未来はあるのか？

またユーロ圏と米国における銀行資本の比較の中でも、リスクベースの資本比率に基づくものか、バランスシート上のレバレッジ比率に基づくものかで大きく異なるといわれている。普通株式等 Tier1 比率で計測すれば、ユーロ圏の銀行は米国と同様かそれ以上自己資本が充実していることになる。一方、バランスシート上のレバレッジ比率で見れば大きな差が生じており、ユーロ圏の銀行が劣後する。

さらに国際間のリスクベースでの資本積み増しとなる、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）が11月11日に金融安定理事会（FSB）により発表された⁶。FSBは2016年1月より実施される資本サーチャージ規制への布石として、毎年11月にリストを公開することとしている。今回、邦銀は、メガバンク3行の比率は変わらず、新規に加わった邦銀は存在しなかった。一

4 たとえばこの資産は証券化商品のエクイティであるか私募ファンドであるかとの線引きに曖昧さが残されているような時に保守的に見積もるか、リスクアセットを低く見積もるかには銀行に任せられている。ただしあくまでもトラッキングエラーをなくす形での見積もりが最適であることはいうまでもない。

5 ボラティリティが発生しない期間が長く継続すると自動的にリスクが減少していくというテクニカルな要因がある。

6 FSB、"2013 update of group of global systemically important banks"、2013年11月11日。

方、昨年のリストで最大2.5%の上乗せであったドイツ銀行、シティバンクは順位を落とし2.0%で済むこととなった。また前回28行であったところに中国工商銀行(Industrial and Commercial Bank of China Limited) が加わり29行体制となった(図表3)。

図表3 グローバルなシステム上重要な銀行(G-SIBs)の最新リスト(2013年11月11日発表)

国	No.	銀行(G-SIBs)	Bucket (サーチャージ)	Basel III	
EU	フランス	1	BNP Paribas	2.0%	延期 (2014/1開始予定)
		2	Group Credit Agricole	1.5%	
		3	Groupe BPCE	1.0%	
		4	Societe Generale	1.0%	
	ドイツ	1	Deutsche Bank	2.0%	
	イタリア	1	Unicredit Group	1.0%	
	オランダ	1	ING Bank	1.0%	
	スペイン	1	Santander	1.0%	
		2	BBVA	1.0%	
	スウェーデン	1	Nordea	1.0%	
	英国	1	HSBC	2.5%	
		2	Barclays	2.0%	
		3	Royal Bank of Scotland	1.5%	
4		Standard Chartered	1.0%		
スイス	1	Credit Suisse	1.5%	実施 (2013/1)	
	2	UBS	1.5%		
米国	1	Citigroup	2.0%	延期 (2014/1開始予定)	
	2	JP Morgan Chase	2.5%		
	3	Bank of America	1.5%		
	4	Bank of New York Mellon	1.0%		
	5	Goldman Sachs	1.5%		
	6	Morgan Stanley	1.5%		
	7	State Street	1.0%		
	8	Wells Fargo	1.0%		
日本	1	三菱UFJ FG	1.5%	実施 (2013/3)	
	2	みずほ FG	1.0%		
	3	三井住友 FG	1.0%		
中国・香港	1	Bank of China	1.0%	実施 (2013/1)	
	2	Industrial and Commercial Bank of China Limited	1.0%		

(注) 赤字が新規および変更

(出所) FSB 資料により大和総研作成

資本サーチャージはあくまでもリスクベースにおける資本の話であり、大手行の多くがグラントファザリングの期間中に、十分、所要資本を達成できるとの予測が多い。その一方で、前述したようなリスクアセット計測に対する懐疑とレバレッジ比率への回帰が取りざたされる今となっては、未だ実施されていない規制ではあるが、既にサーチャージの議論は時代遅れの印象すら受ける。今回の ECB の報告書からは確かに欧州各国の銀行は、各国特有の構造や景気循

環による周期的要因はあるものの、よりよいコンディションに向かっていることは確かであろう。ただしこれは、あくまでのリスクベースの資本を前提とした話である。今後の欧州銀行セクターにおいては、銀行同盟に向けてこれから実施される資産査定(AQR)においても、更なる不良債権への懸念が顕在化する可能性も否定できず、当面予断を許さない状況が継続すると思われる。奇しくも、今回の ECB が利下げに踏み切ったユーロ高、低インフレといった市場環境は、日本の不良債権処理が長期化し量的緩和に踏み切った時代背景（円高、デフレ突入）と重なるのは偶然ではないのかもしれない。欧州は、いまだ債務危機からの回復が道半ばであり、銀行同盟に向け銀行セクターの改善はこれからの正念場といえるであろう。

最近の欧州金融動向（銀行同盟、ECB、BOE 等の政策実施、発言等）

9月	2日	ECB	クーレ ECB 理事はベルリンでの講演で、ECB によるユーロ圏諸国の国債購入（OMT）表明がユーロ圏崩壊への懸念を取り除いたとして評価、マネタリーファイナンスを禁じる EU 規則に抵触しないとの見方を表明。
	3日	欧州安定機構（ESM）	債券入札で、3 ヶ月債 25 億ユーロを発行
	4日	ECB	アスムセン ECB 理事がフランクフルトの講演で、「従来のストレステストは欧州銀行セクターの信頼回復に寄与しなかった。（次のテストが）最後の機会となる。銀行同盟は真の欧州金融市場統合の前提条件となっている。（これを実現してのみ中銀は）金融政策の方向性をユーロ圏に伝えられる」と述べた。
	5日	英国	英中銀の金融政策委員会は政策金利を 0.5% で据え置き、3750 億ポンドの資産購入枠も現状維持を決定。追加緩和は不要と判断し、現状の政策維持。
		ECB	定例理事会で、主要政策金利 0.5% の据え置きを決定。ドラギ総裁は「景気回復は始まったばかり」と慎重な見方を示し、7 月のガイダンスどおり ECB の金融政策が必要な限り緩和的にとどまり、現状以下の水準に長期間留まると従来の方針を強調。
	11日	欧州	バローゾ欧州委員長は、教書演説の場でユーロ圏に対し銀行同盟実現へ取り組みを加速させるよう強調した。
	12日	英国	カーニー英中銀総裁は英国議会財務委員会で、フォワード・ガイダンスの導入など中銀の透明性向上が景気への刺激を強め回復を促進したと英中銀の戦略を評価。ただし回復はまだ初期段階との見方を示した。
		欧州	欧州議会が銀行監督一元化法案を承認、2014 年 10 月にも銀行監督権限を ECB に付与。バローゾ欧州委員会委員長は、銀行同盟の早期実現に向け、「次は銀行破たん処理策の議論」と指摘。
	13日	ECB	現行の EU 条約下での単一破綻処理メカニズム（SRM）の実現可能性について EU 法務当局は懸念しているが、アスムセン ECB 理事は欧州委員会提案による SRM への ECB の支持を明らかにし、14 年からの開始に意欲を示した。
	16日	ECB	メルシュ ECB 理事がドバイでの講演で、銀行同盟は喫緊の懸案事項との認識を示した。
		ECB	ドラギ ECB 総裁はベルリンでの講演で、経営難銀行の処理について EU が中央集権的な強い権限を持つべきとの見解を示し、SRM の必要性を指摘。
	23日	英国	英中銀金融政策委員会のブロードベント委員はロンドンで講演し、市場で懐疑的な見方の強いフォワード・ガイダンスを擁護。ただしガイダンスが一定期間、政策金利の据え置きを約束するものではないと強調した。
		ECB	ドラギ総裁は欧州議会での証言で「市中銀行による中銀への資金返済は正常化の兆候だが、結果として起こる余剰流動性の減少が短期市場金利への上昇圧力を強める可能性がある。短期金融市場を妥当な状態に保つために必要ならば、新たな LTRO を含めあらゆる手段を取る」と述べた。
24日	ECB	ECB のメルシュ理事がウィーンで講演し、14 年実施の銀行ストレステストでさらなる資金不足が明らかとなった場合、当該国政府が安全網の役割を果たすべきと主張した。	
	ECB	クーレ ECB 理事は NY での講演で「期間 3 年の LTRO 再開に喫緊の必要はない。LTRO は市場への流動性注入のための手段だが、流動性が意味することや、対応すべきかどうか問題となる。何かしらの行動が必要な場合、ECB には様々な選択肢がある」と発言。	

9月	26日	ECB	アスムセン ECB 理事がベルリンで講演し、現在の緩和政策を必要な限り継続すると述べ、出口政策の開始には早すぎるとの認識を示した。
	27日	英国	カーニー英中銀総裁は英紙とのインタビューで、量的緩和拡大の必要性を否定。また経済が真の成長をするまでは利上げしないと強調。
10月	1日	英国	英中銀がストレステストに関する討議資料を公表。テストの結果、ガバナンスや資本計画の甘さが露呈した銀行に対し経営陣更迭など具体的な措置要求の可能性を示唆。
	2日	ECB	定例理事会で主要政策金利の据え置きを決定。ドラギ総裁は「短期金融市場の状況、特に金融政策に影響を与えるような展開を継続して注視し、あらゆる政策手段を検討する。資金調達面における域内の分断は大幅に改善されたが、与信の流れは依然として弱い」とした。
	3日	ECB	クーレ ECB 理事はトゥールーズでの講演で「必要に応じ銀行システムに流動性を供給すべきだが、資本不足の穴埋めを行う手段の代替策とすべきではない。物価安定という主要責務の遂行を妨げかねない」と懸念を示した。
	7日	ECB	プラート ECB 理事はブリュッセルでの講演で、日本の金融危機における対応を教訓とし「時宜になかった不良債権処理は重要であり、それを担う強力な機関を持つべきである。」としユーロ圏での銀行同盟実現の必要性を強調。
	9日	欧州	バルニエ欧州委員は、独紙とのインタビューで「EU 条約改正後、ESM に銀行の破たん処理機能を担わせることが可能」との認識を示す。
	10日	英国	英中銀の金融政策委員会の協議発表で、政策金利および資産買い取り枠の据え置きが決定。
	13日	ECB	クーレ ECB 理事は、ECB が実施する銀行バランスシート査定は各国監督当局、ECB さらに独立機関による 3 段階で行い、これにより高信頼性を確保するとした。
	14日	ECB	メルシュ ECB 理事は独紙とのインタビューで、ユーロ圏銀行のストレステストについて、バーセル III よりも厳格な資本基準を適用する方針を表明。
	15日	欧州・ドイツ	EU 財務理事会の場でショイブレ独財務相は、銀行救済にあたり ESM による資本直接注入に関し、ドイツ国内での法改正が必要であり、それが非常に困難との見方を示した。
		ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合では、今後数年間において経営難に陥った銀行のバランスシート強化の実施枠組みについて合意形成に至らなかった。ただし、単一監督制度について正式承認され、監督権を持つ ECB の具体的な任務を協議。
23日	ECB	監督上のリスク評価、審査査定およびストレステストの 3 本柱からなる包括的審査の詳細を発表。ユーロ圏の主要約 130 行が対象となり、銀行の資産に対する資本比率の最低基準を 8% に設定している。ドラギ総裁は審査の信頼性を保証する意味でも、(審査で定められた水準)に達しない銀行が発生するとの見通しを強調した。	
24日	英国	カーニー英中銀総裁は、ロンドンでの講演でマネー市場オペの見直しを発表。適格担保の拡大や、より多くの金融機関をオペの対象とするなど、資金供給オペへのアクセスを促進する意向を示した。	
11月	4日	ECB	銀行構造に関するレポートを発表。ベルギー、キプロスおよびドイツの銀行は資産に占める借入れの割合が高く、資本の割合を引き上げる必要があると指摘。ユーロ圏銀行の健全性への信頼復活に向けたドラギ総裁の本気度がさらに強調された。
	7日	英国	英中銀の金融政策委員会は政策金利を 0.5% で据え置き、3750 億ポンドの資産購入枠も現状維持を決定した。

11月	7日	ECB	定例理事会で主要政策金利を 25bp 引き下げ、0.25%にすることが決定された。
	11日	FSB	2016年から段階的導入されるキャピタルサーチャージ規則に備え、FSBが「グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）」年次リストの最新版公開。昨年より1行増加し全29行が対象となった。

(出所) Bloomberg および各種報道より大和総研作成