

2014年11月7日 全6頁

# 欧州金融見通し 追加緩和直前のリスク要因

AQR 実施後もフランス、イタリアには追加的的不良債権の不確実性が

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 33

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

## [要約]

- 11月6日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会を開き、政策金利である主要オペ金利を0.05%に据え置く決定をした。また同様に、上限政策金利である限界貸出金利および下限金利である中央銀行預金金利をそれぞれ0.3%、マイナス0.2%と据え置いている。日銀の追加緩和に続き ECB に対しても期待されていた、社債・国債等の買い入れによる量的緩和の導入は先送りとなった。
- 11月4日、ECB は、念願であった銀行同盟の柱のひとつである、単一監督制度（SSM：Single Supervisory Mechanism）をスタートさせた。域内の資産規模が大きい主要120行を直接監督し、その他の域内3,500行を間接的にモニタリングする体制に移行した。来年1月にユーロに加盟するリトアニアが加わると参加は19ヶ国に達する。
- 銀行同盟の実施の先駆けとして ECB では、資産査定（AQR：Asset Quality Review）を実施し、その結果を10月26日に発表している。今回のAQRの査定では、隠れた不良債権である猶予債権（Forbearance）を各行で特定し、総額1,360億ユーロ（18.6兆円）の追加的的不良債権の存在を明らかにしている。
- 国別の結果では、南欧諸国の中でもイタリア、ギリシャ、キプロスの3ヶ国において、相対的に引当金の追加額、資本不足額等が大きいのが特徴であった。一方、前評判が悪かったにもかかわらず相対的に良好な結果であったのがスペインであった。
- 今回のAQRを実施した130行のロシア向け融資エクスポージャーの上位国をみるとフランス（241億ユーロ）に次いでイタリア（181億ユーロ）となっており、ロシア企業等との関係の強さが示されている。対象行全体について、ロシア通貨危機時（1998-1999年）の不良債権比率をあてはめて試算すると234億ユーロ、リーマン・ショック時を想定すれば55億ユーロの追加の不良債権が見込まれる試算となった。

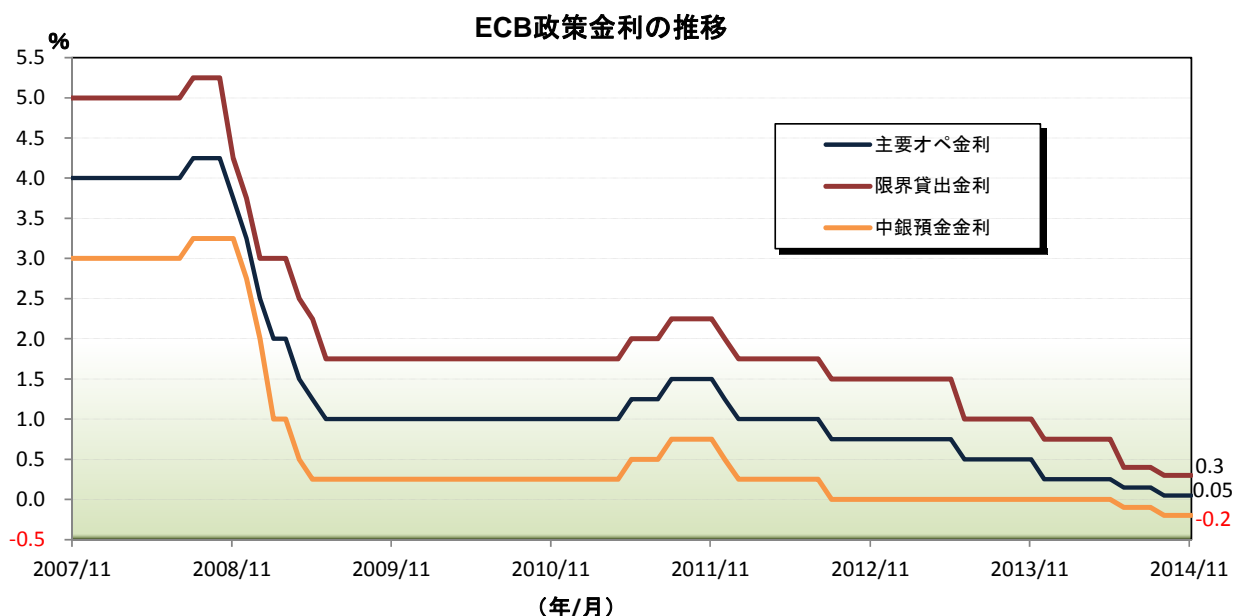
## 政策金利は据え置き

11月6日、欧州中央銀行（ECB）は定例の理事会を開き、政策金利である主要オペ金利（短期買いオペ：売出し条件付き債券買いオペ＝レポ）を0.05%に据え置く決定をした。また同様に、上限政策金利である限界貸出金利および下限金利である中央銀行預金金利をそれぞれ0.3%、マイナス0.2%と据え置いている。（図表1参照）。

意表を突く日銀の追加緩和に続き、ECBに対しても期待されていた、社債・国債等の買い入れによる量的緩和の導入は先送りとなった。ただし、ドラギ総裁が記者会見の場で“追加の非伝統的金融政策は、理事会メンバーが全会で一致している”と量的緩和に意欲を示した発言を受け、次いでは、今回の理事会をポジティブに捉える声が多かったといえる。昨今、追加緩和に積極的なドラギ総裁と、慎重な姿勢を貫くその他の理事会メンバーとの確執が取り沙汰されていたが、市場にとっては追加緩和に向けてのコンセンサスの確認となったといえよう。また、前回（10月2日）の定例理事会で詳細が開示された、資産担保証券（ABS）とカバードボンドの資産買い取りプログラムに関しては、今後2年間継続すると明確な期間も示した。

一方で、ストレステスト実施以降においても、依然ユーロ圏の資金需要が弱いことには変わりはない。9月の第1回の入札（約826億ユーロ）が不調に終わったTLTROs（Targeted Long Term Refinancing Operations）においても、12月11日に予定されている第2回の入札で想定した金額に届かないという見方が根強いのが現実であり、新たな貸出促進案の発表等も次回以降の理事会で期待されている。今回正式に明確化された1兆ユーロに上るバランスシートの拡大を達成するためにも、ECBの早急な決断が待たれるともいえる。

図表1 ECBの政策金利の推移



（出所） ECB より大和総研作成

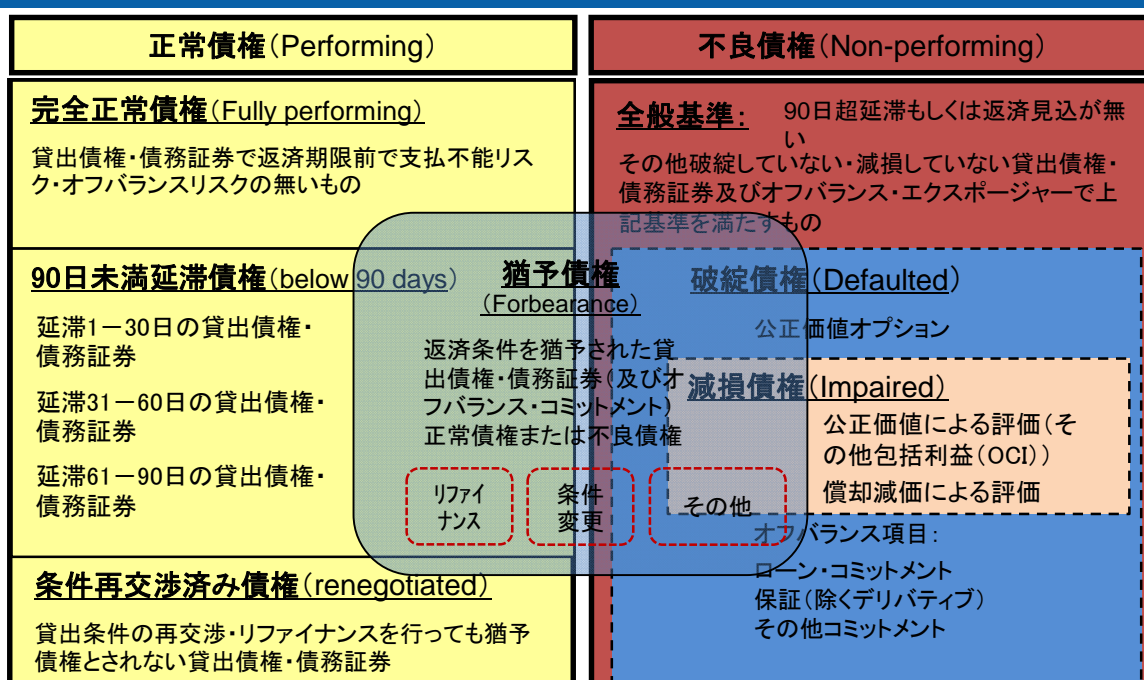
## 銀行同盟が遂にスタート、資産査定時に活用した不良債権基準も導入に

11月4日、ECBは念願であった銀行同盟の柱のひとつである、単一監督制度（SSM：Single Supervisory Mechanism）をスタートさせた。域内の資産規模が大きい主要120行を直接監督し、その他の域内3,500行を間接的にモニタリングする体制に移行した。来年1月にユーロに加盟するリトアニアが加わると参加は19ヶ国に達する予定である。また銀行同盟は2本目の柱として、来年1月に銀行破綻処理一元化（SRM：Single Resolution Mechanism）の導入も予定している（実際の破綻処理手続の始動は2016年）。

銀行同盟の実施の先駆けとしてECBでは、資産査定（AQR：Asset Quality Review）および健全性調査（ストレステスト）を含む包括的審査（Comprehensive Assessment）を実施し、その結果を10月26日に発表している。特にAQRにおいては、ピーク時には6,000名を超える専門家が詳細なレビュー作業に関与し、リスクアセットの57%を占める800を超える特定ポートフォリオについての大規模な資産査定を実施した。今回のAQRでECBが焦点を当てたのが、リスクアセットの統一的評価である。各国でのリスクアセットを同一基準で管理するためにも、ECBは不良債権の定義を標準化して調和（Harmonization）することに力点を置いたとされる。

今回のAQRの査定方法は、簡易版ではあるが欧州銀行監督機構（EBA）が2013年に発表した（自行内基準より厳格な）リスクアセットの標準化基準（EBA-ITS：Implementing Technical Standards）を用いて査定した後、さらにサンプル抽出したポートフォリオを詳細調査するクレジットファイルレビュー（CFR）により個別案件ごとの精査も実施している。隠れた不良債権である猶予債権（Forbearance：図表2参照）を各行で特定し、追加的な不良債権の総額を明らかにしている。

図表2 猶予債権（Forbearance）と不良債権（NPEs）を定義するための包括的アプローチ図



(出所) EBA より大和総研作成

簡易版 EBA-ITS による資産査定の結果、不良債権の総額は 7,431 億ユーロから 546 億ユーロ増加し、7,977 億ユーロに達した。また、その後のクレジットファイルレビューを行うことでさらに 814 億ユーロの不良債権が増加し、総額 1,360 億ユーロの追加的な不良債権が認識されている<sup>1</sup>。また今回導入された EBA-ITS による査定基準は 2014 年 9 月以降、対象行すべてに適用されることが決定しており、2014 年 12 月 31 日には ECB に最初の報告を行う必要がある。よって、今回発生した追加的な不良債権は現実の数値となり、順次、各行の決算にも反映される予定である。

図表 3 簡易版 EBA-ITS およびクレジットファイルレビューでの不良債権の増加

アセット・クラス	自行内定義に基づく不良債権 (億ユーロ)	簡易版EBA-ITS査定後の不良債権 (億ユーロ)	増加比率 (%)	クレジットファイルレビュー (CFR) 後の不良債権 (億ユーロ)	増加比率 (%)	合計増加率 (%)
居住用不動産	1,185	1,279	8.0%	1,346	5.2%	13.6%
中小企業向けリテール貸出債権	798	831	4.2%	831	0.0%	4.2%
その他リテール貸出債権	556	562	1.1%	563	0.1%	1.2%
大規模中小企業向け貸出債権	1,463	1,556	6.4%	1,739	11.7%	18.8%
大規模法人向け貸出債権	1,016	1,168	14.9%	1,354	15.9%	33.3%
不動産関連	1,998	2,101	5.1%	2,365	12.6%	18.4%
SHIPPING 債権	260	279	7.3%	354	26.6%	35.8%
プロジェクト・ファイナンス	60	64	5.5%	79	24.3%	31.2%
その他非リテール貸出債権	95	137	44.2%	160	17.3%	69.1%
<b>全体 (SSM)</b>	<b>7,431</b>	<b>7,977</b>	<b>7.3%</b>	<b>8,791</b>	<b>10.2%</b>	<b>18.3%</b>

(出所) ECB より大和総研作成

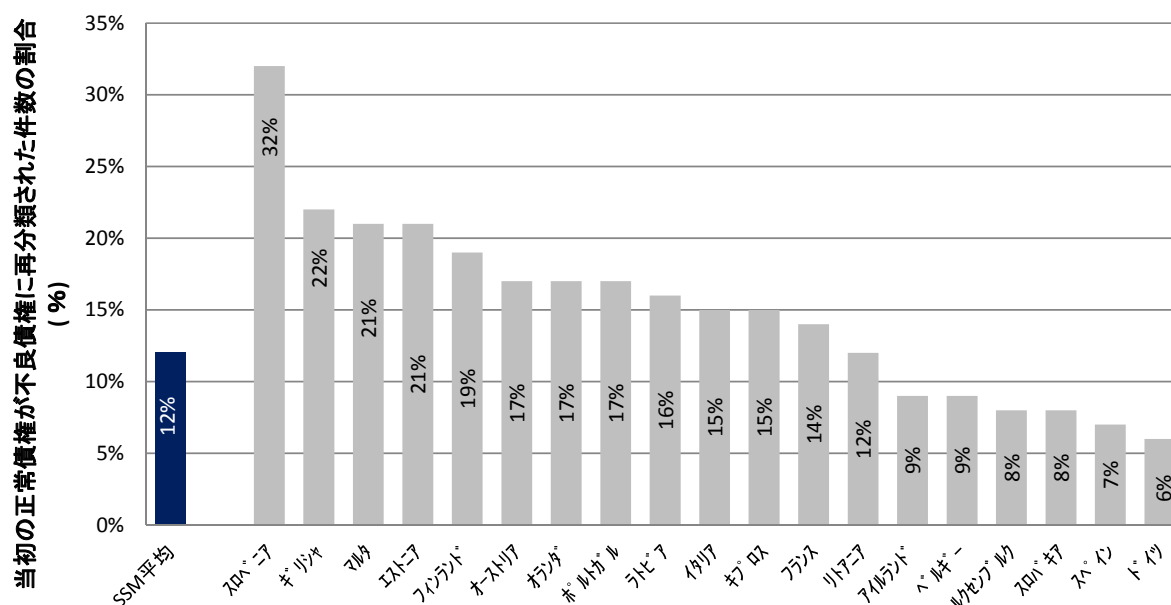
### 相対的に良好なスペイン、隠れた不良債権が懸念されるフランス、イタリア

AQR の国別の結果では、南欧諸国の中でもイタリア、ギリシャ、キプロスの 3 ヶ国が、相対的に引当金の追加額、資本不足額等が大きいことが特徴であった。一方で、前評判が悪かったにもかかわらず相対的に良好な結果であったのがスペインであろう。

今回発表されたクレジットファイルレビューの結果では、正常債権に分類されていた債務者の 12.2%にあたる 6,094 件が不良債権として認定され、66 億ユーロの追加の引当金が発生したとされている。国別に確認すると、正常債権が新たに不良債権として再分類された件数の割合が多い国はスロベニア (32%) やギリシャ (22%) であったが、スペイン(7%)は、ドイツ(6%)に続いて割合がもっとも低い国の部類となっている (図表 4 参照)。リスク管理能力が疑われていた南欧諸国の銀行の中でも、スペインでは想定されていた以上に信頼できる検査体制となっていた可能性が高いといえる。

<sup>1</sup> また、レベル 3 資産の再評価と貸倒引当金の増加により、資産価格の引き下げ総額は 475 億ユーロに達し、税効果等の部分を控除すると 338 億ユーロの資本が減少すると示されている。

図表4 不良債権（NPEs）に再分類された件数の割合のAQR参加国別ランキング



(出所) ECB より大和総研作成

さらに、今回対象となったバランスシートは2013年12月末時点であるため、2014年以降に発生したウクライナ問題などの地政学的リスクによる影響が織り込まれていない。特にロシア向け与信残高が多いフランス、イタリア、中欧・東欧地域の銀行ではさらなるリスクアセットの毀損が生じることは容易に想像できる。図表5は、今回のAQRを実施した130行のロシア向け融資エクスポージャーの各国別の合計額を示している。上位を見るとフランス（241億ユーロ）に次いでイタリア（181億ユーロ）が続いており、ロシア企業等との関係の強さが融資額の大きさを示されていることがわかる。

図表5 AQR対象行のロシア向け債権の総額と推計不良債権額

(単位: 百万ユーロ)	ロシア向け融資エクスポージャー合計 (AQR実施行)	ロシア通貨危機時 (1998-1999年) の不良債権比率 (40%) による推計	リーマン・ショック時の不良債権比率 (9.5%) による推計
フランス	24,161	9,395	2,231
イタリア	18,162	7,178	1,705
オーストリア	15,380	6,015	1,429
キプロス	2,034	702	167
ラトビア	318	127	30
ギリシャ (ウクライナ向け融資)	640	221	52
合計 (除くウクライナ向け融資)	60,055	23,417	5,561
内企業融資	29,100	11,640	2,765
内リテール (住宅ローン等)	16,895	6,758	1,605
合計推計額	105,360	41,082	9,757

(注) 各国のそれぞれの値は、先進的・基礎的内部格付手法または標準的手法計測額の合算

(出所) ECB 発表数値より大和総研試算

さらにここでは、ロシアにおける追加的な不良債権の影響を試算している。仮にロシア通貨危機時の水準まで不良債権比率が上昇することを想定（1998-1999年で平均40%）すると234億ユーロの追加的な不良債権が発生することが試算できる。また、リーマン・ショック時の不良債権比率で留まれば（9.5%）、55億ユーロの追加的な不良債権が見込まれる。フランス、イタリアの両国でもロシア通貨危機時の想定で93億ユーロ、71億ユーロ、リーマン・ショック時で22億ユーロ、17億ユーロの不良債権がそれぞれ追加で発生することとなる。さらに、今回の調査対象がリスクアセットの57%であることから、100%と想定した形で試算した合計推計額ではさらに拡大し、ロシア通貨危機時のレベルを想定した場合410億ユーロもの不良債権が追加されると結果となった。

現状、ロシア経済のファンダメンタルズがそこまでは悪化していないことを考慮すると、現在の状況から急速に不良債権が増加するかは未知数といえる。ただしロシア向け融資残高の多さは、財政規律が優先され、厳しい経済環境にあるフランス、イタリアのさらなる不確実性（リスク）要因となることは十分想定される。1年がかりの包括的審査が終了し、悲願であった銀行同盟がいきなり頓挫することがないよう、ECBには追加的な不良債権発生への警戒が求められるといえるだろう。

（了）