

2016年2月16日 全7頁

マイナス金利と欧銀不安の連鎖

欧州のポートフォリオは貯蓄から投資へシフトしたのか？

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 63

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]

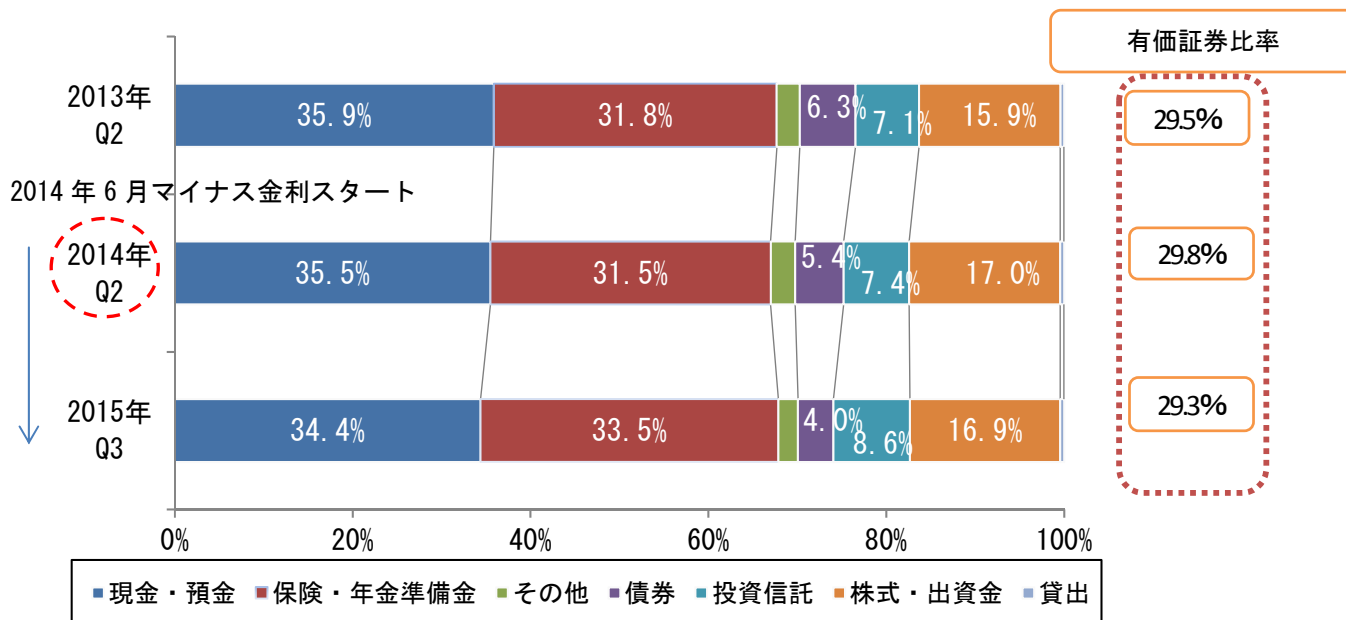
- 日銀が導入したマイナス金利は、事前の予想を覆すイベントであり、その政策効果を見極めるためには当面の時間が必要となる。ただし、マイナス金利を実施してからすでに1年以上が経過する欧州でも、必ずしも中銀の思惑通りの政策効果が現れている訳ではない。欧州では銀行セクターの減益や赤字決算を契機に、マイナス金利が銀行収益を著しく悪化させたという懸念が再び取り沙汰されている。
- スイスの銀行セクターはもともと住宅ローン貸出の占める割合が大きく、マイナス金利は住宅価格をさらに押し上げた要因になったといわれている。デンマークやスウェーデンも住宅ローン貸出が急増しており、特にスウェーデンは深刻な住宅バブルに見舞われ、家計部門の債務残高は過去最大を記録している。
- 2016年2月に入り、原油価格の再下落や世界経済が景気後退に向かうかもしれないという不安に加えて、偶発的転換社債（CoCos）に対する信用不安から欧州銀行を震源とした株式市場の動揺が全世界中に拡大した。欧州では、バーゼルⅢ実施を契機に2014年から2015年にかけて、その他Tier1向けのCoCos（AT1債）の発行が急増している。発行急増の背景のひとつには、英国やドイツ、スイスの大手行がバーゼルⅢのレバレッジ比率規制の強化に伴うTier1資本不足の対応を急いだことが挙げられる。
- 金融危機以降、欧銀は収益性を強化させるために、投資銀行部門のリストラを強化していたが、高額年収のスタッフを多く抱えている点に変わりはなく、想定していた収益を上げられていなかったのが実情である。マイナス金利下での欧銀は不採算部門から撤退した後に続く収益性の高いビジネスモデルを未だ見つけられてはいない。どの銀行もウェルスマネジメントビジネスの拡大を狙っているが、米銀ほどの成功モデルを確立できていないのが実情であろう。

マイナス金利の政策効果 ～先行する欧州は貯蓄から投資へシフトしたのか？

日銀が導入したマイナス金利は、事前の予想を覆すイベントであり、その政策効果を見極めるためには当面の時間が必要となる。ただし、マイナス金利を実施してからすでに1年以上が経過する欧州でも、必ずしも中銀の思惑通りの政策効果が現れている訳ではない。欧州では銀行セクターの減益や赤字決算を契機に、マイナス金利が銀行収益を著しく悪化させたという懸念が再び取り沙汰されている。

ユーロ圏の銀行においてマイナス金利の導入以降、貸出で伸びているのは（家計向け貸出の殆どを占める）住宅ローンであり、法人向けは伸び悩みを見せている。無論、期待していたほど貨幣流通量も伸びず、消費者物価指数上昇を後押しするというシナリオは実現していない。また家計の金融資産に占める有価証券投資比率を確認しても、マイナス金利が導入された2014年6月の前後1年間に大きなポートフォリオバランスは無く、個人が積極的に貯蓄から投資へシフトする様子は確認されていない（2013年第2Q：29.5%、2014年第2Q：29.8%、2015年第3Q：29.3%）。むしろ個人や企業は、マイナス金利導入以降、見通しの不透明さからキャッシュを保持したいインセンティブが強くなり預金が増加した銀行も多いといわれている。さらに、マイナス金利下で最も懸念されていた（マイナス利子の影響を避けるために預金を引き出し手元に置く）タンス預金の増加は想定以下の水準に留まっている。キャッシュレス化が進む欧州では、大量の現金を扱う煩わしさから、預金が銀行に残されたままであるとの見方もある。

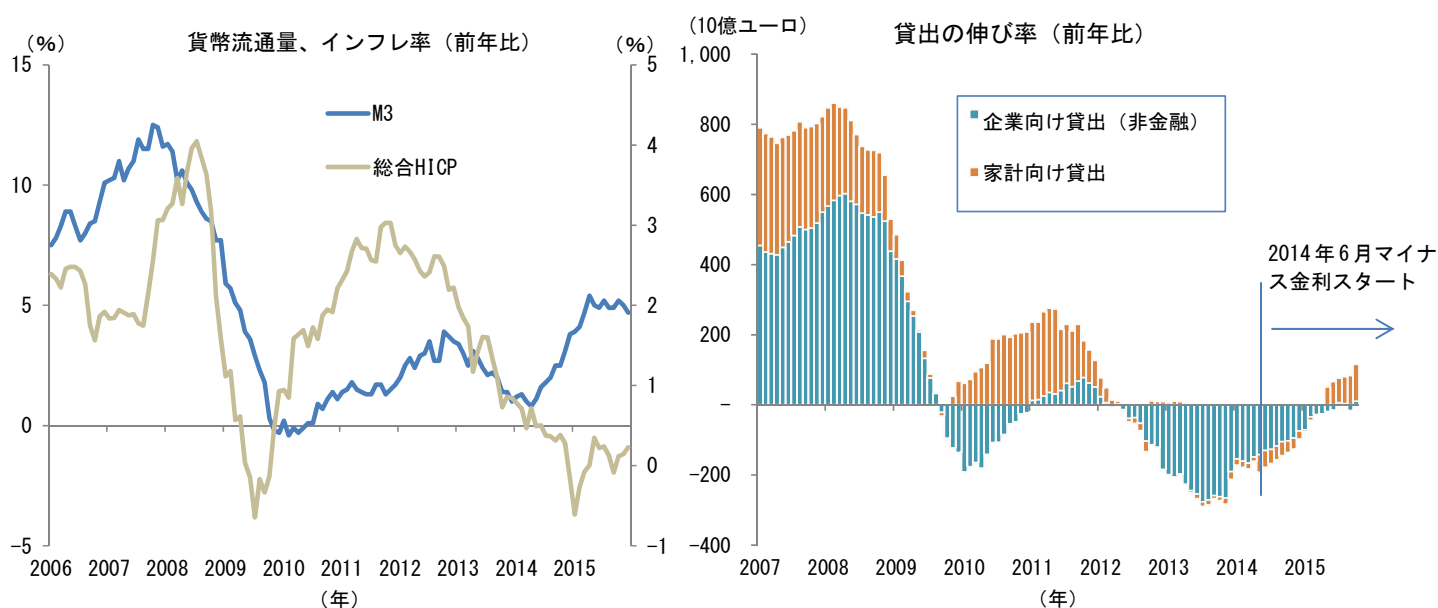
図表1 ユーロ圏の家計金融資産の推移



(注) 有価証券比率は債券、投資信託、株式・出資金の総額

(出所) ECB より大和総研作成

図表2 ユーロ圏の貨幣流通量、インフレ率、貸出の推移



(出所) ECBより大和総研作成

マイナス金利先進国のスイス（リテール顧客からの預金は増加傾向に）

欧州の他のマイナス金利導入国であるスウェーデン、デンマーク、スイスでは、公式に認めてはいないが自国通貨防衛の目的で（ユーロ圏のマイナス金利幅の拡大により受身的に）マイナス金利幅を拡大した。象徴的であったのが、2015年1月15日にスイス国立銀行が2011年9月に設定した1ユーロ=1.2フランの上限を撤廃し、スイスフランの上昇を抑えるために導入していた外国為替市場での無制限介入の終了を発表したことだろう¹。これ以降、スイスでは政策金利のマイナス金利幅が大きく拡大したことで、2015年4月に世界で初めて10年国債利回り（長期金利）がマイナスに転じている。スイスと同様ユーロペッグ制を導入しているデンマークも自国通貨（クローネ）高をけん制する狙いでマイナス金利幅の拡大を急いだとみられている。また2016年2月11日には、スウェーデン中銀はマイナス金利をさらに15bps引き下げマイナス0.5%までマイナス金利を拡大し、他国を追随している。

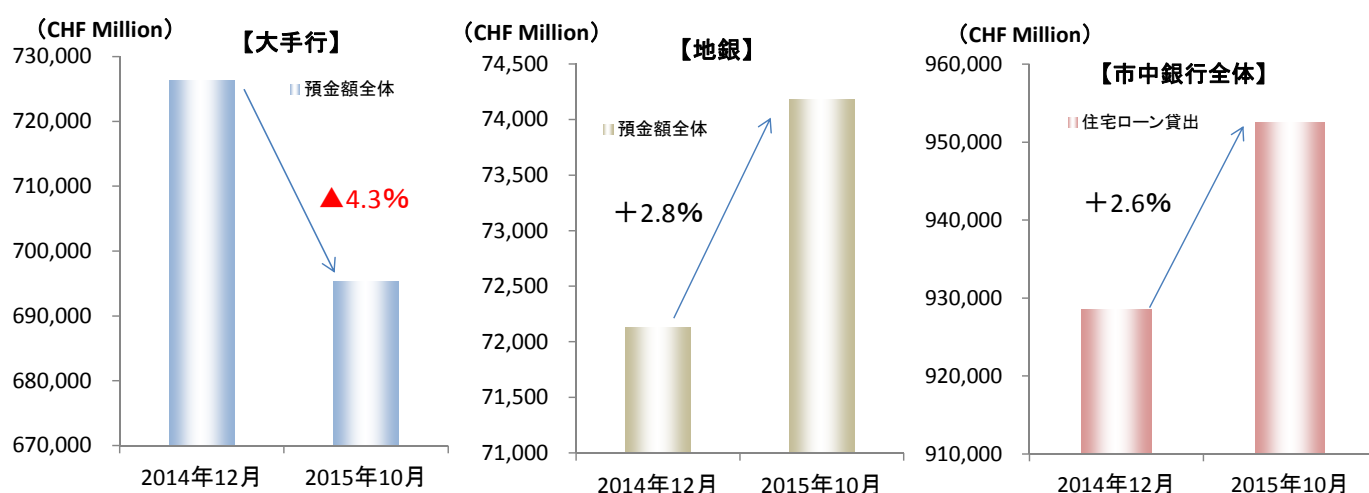
ただし、マイナス金利が実体経済に与える影響は現在のところ、顕著な形では確認できない。スイスでは銀行の資金利鞘低下に何とか対応するため、大手行を中心に法人預金・富裕層向け預金の利子徴収を開始するケースも散見される。一方、中小規模の銀行は苦しくても他行よりも有利な預金金利を設定し、預金獲得競争を実施せざるを得ない状況である。コストを強いられる分、経営体力が低下していることには違いないが、マイナス金利導入以降も（大手行の預金量は減少傾向にある一方）地域金融機関の預金量は増加しているなどの状況も確認されている²。

1 欧州債務危機以降のユーロ安・スイスフラン高に対応する上限設定であったが、スイス中銀は、スイスフランの過大評価は上限設定以降に弱まった（スイスフラン高を一定程度抑制できた）ため役割を終えた、と発表している。またスイスが自国通貨高に舵を切る背景として対外債務残高の高止まりも指摘されていた（特に銀行債務の規模が大きいことが特徴）。

2 ただし、これ以上の経営体力の低下を避けるために利子徴収を開始した中小規模の銀行も存在する。

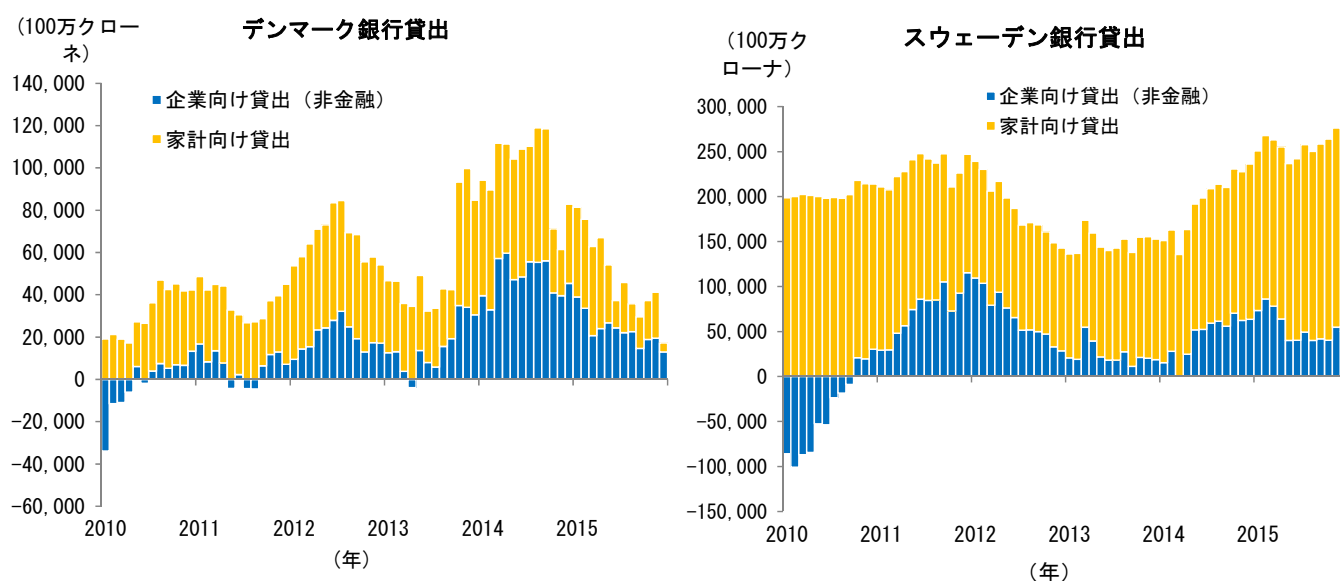
またスイスの銀行セクターはもともと住宅ローン貸出の占める割合が大きく、マイナス金利は住宅価格をさらに押し上げた要因になったといわれている。かつては、低金利・ユーロペッグを背景に、スイスフラン建ての住宅ローンが東欧諸国（ハンガリー、ポーランド等）などにおいても広く利用されていたなど、その認知度は自国に留まらない。さらに、スイスと同様にデンマークやスウェーデンも住宅ローン貸出が急増しており、マイナス金利継続が住宅価格の過熱化につながる恐れもある。特にスウェーデンでは深刻な住宅バブルに見舞われており、家計部門の債務残高は過去最大を記録している。このためスウェーデン中銀が家計部門の過剰債務問題に警告を発している。さらにデンマークでも同様に家計の過剰債務問題に直面しており、マイナス金利の住宅ローン³なども出現し住宅価格高騰に歯止めが掛からない状態が指摘されている。

図表3 マイナス金利導入後のスイスの市中銀行の預金と住宅ローン貸出の推移



(出所) スイス中銀より大和総研作成

図表4 デンマークおよびスウェーデンの銀行貸出（前年同月比）



(出所) デンマーク中銀、スウェーデン中銀より大和総研作成

3 名目の金利の一部がマイナス、手数料を入れると実質的にはプラスの手数料を支払う。

漠然とした欧銀と CoCos (AT1 債) の信用不安

2016 年 2 月に入り、原油価格の再下落や世界経済が景気後退に向かうかもしれないという不安に加えて、偶発的転換社債 (CoCos) に対する信用不安から欧州銀行を震源とした株式市場の動揺が全世界に広まった。

欧州では、バーゼルⅢ実施を契機に 2014 年から 2015 年にかけて、その他 Tier1 向けの CoCos (AT1 債) の発行が急増している。発行急増の背景のひとつには、英国やドイツ、スイスの大手行がバーゼルⅢのレバレッジ比率規制の強化に伴う Tier1 資本不足の対応を急いだことが挙げられる。当初は銀行の資本調達手法としてはその資本設計思想やリスク評価の難しさから、投資に慎重な姿勢も見られていた。ただしユーロ圏やその周辺国がマイナス金利や量的緩和を導入してから、債券の利回り不足に悩む機関投資家からの投資が相次いでいたといえる。また 2016 年 1 月からスタートした EU の銀行再建・破綻処理指令 (BRRD) や 2015 年 11 月に金融安定理事会 (FSB) がその詳細を発表した総損失吸収能力 (TLAC) により無担保シニア債も損失吸収債券となることへの不満も投資を促したとされる⁴。

ただし、AT1 債は、元本削減や株式転換といったリスクプレミアムに加えて、商品特性を浸透させることを目的に、従来発行された同等の返済順位の資本性証券より高い利率が付いており、本当にこの高利率を支払い続けられるのかという懐疑的な意見が多いのは事実だ。同様に普通株式等 Tier1 比率のフロアーである 4.5% の前にトリガーが引かれると、発行体が存続するために、エクイティ投資家より先に、デットの投資家の利払いが停止する形になり、返済順位が崩れることも懸念材料として認識されている。バーゼルⅢ規制上の (その他 Tier1 である) AT1 債の設計では、まず初めに発行銀行がクーポンの任意停止を判断、その後、普通株 Tier1 比率が 5.125% を下回った場合に元本削減もしくは強制株式転換される仕組みとなっている。発行銀行はクーポンの支払い停止判断に関して完全な裁量を保持している一方、支払停止が発行銀行の債務不履行を意味するわけではない。ここで、AT1 債のクーポン支払い停止≒債務不履行という誤解が、今回の欧銀株式急落による市場混乱の大きな要因の大部分を占める。またこれを理解している投資家でも、次のステップでは株式に転換され希薄化することへの不安心理が増幅し、欧銀の株式は大きく売られることとなった (特にドイツ、英国、スイス)。AT1 債は投資家に損失を負わせることとなるため、複雑な仕組みでは適合性原則が守れない点から、英国では個人向け販売が禁止されている。結果的に欧州の AT1 債の主力の投資家は、ロンドンの金融街 (シティ) のヘッジファンド等が中心となっている。

証明されたバーゼルⅢ規制の設計

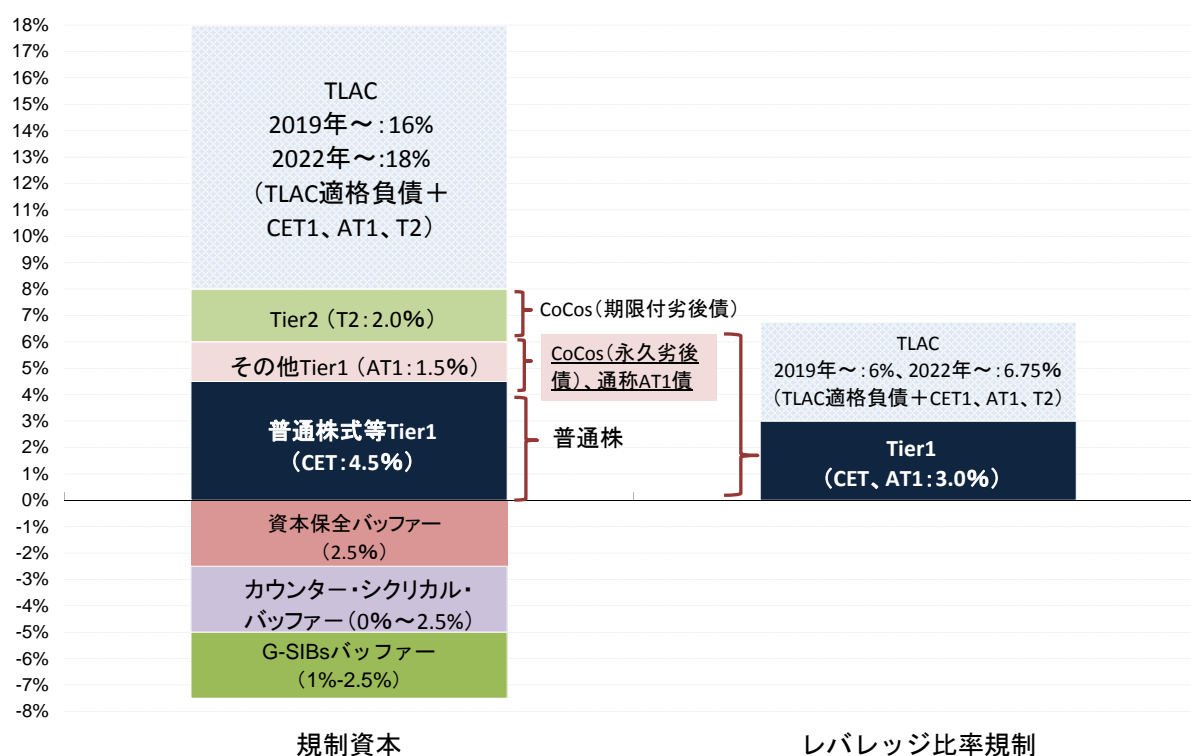
各行が定めたバーゼル規制資本のバッファー (資本保全バッファー、カウンター・シクリカル・バッファー) においても、普通株式等 Tier1 比率の求められる最低所要水準を下回った場合、AT1 債のクーポン等に対して社外流出制限⁵が設定されている。ただしバッファー自体、2016

4 損失リスクがあるにもかかわらず、AT1 債と比較すると無担保シニア債の利回り水準が低すぎるため AT1 債の投資が優先された。

5 求められるバッファーの水準 (普通株式等 Tier1 比率) を下回った場合は、AT1 債の配当、株式配当、変動役員報酬等の支払いが制限される。

年から2019年までの段階的な実施でかつ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、投資家はこの資本不足を懸念した訳ではない。真の懸念は、AT1債のクーポンが（欧州各国別の会計基準で用意されている）各行の分配可能額の範囲内から支払わねばならないことであり⁶、利益が一定水準を下回ることでクーポンが停止されることを問題視したことだ。この一定水準の利益（分配可能額）は公表されておらず、兼ねてから透明性の欠如がAT1債の発行に関して指摘されていた。利益水準の多寡によりAT1債がいつクーポン停止になるかが不明であったため、減益、赤字決算を発表した欧銀に対する信用不安が加速することとなった。

図表5 規制資本比率とレバレッジ比率のAT1債の位置



(出所) バーゼル委員会、FSBより大和総研作成

ただし、結果的に良くわからないから売却するという不安の連鎖は、サブプライム問題の二の舞⁷ともいえ、AT1債の問題が引き金となる無用な信用不安の連鎖には当面注視が必要といえる。さらに、（欧銀の危機が伝えられた2016年2月10日時点で）当面は経過措置により規制資本に算入できる従来型バーゼルⅡ規制資本とAT1債との間に大きな価格差が発生していることは重要な事実として認識すべきであろう。これは金融規制当局のバーゼルⅢ設計の意図にまさしく合致しており、当局が目指していたAT1債の設計思想が反映された賜物ともいえる。当局が目指していたのは公的資金を2度と金融機関に使わない仕組み作りであり、従来は公的資金注人行にもかかわらず（バーゼルⅡ対応の）従来型優先出資証券や劣後債等の規制資本の価

6 ドイツの会計基準では、単体利益から算出される配当可能アイテム（ADI: available distributable items）の金額を上回ることでAT1債のクーポン支払いが可能となる。これは国際会計基準で算出される金額より保守的な金額となる。

7 サブプライムローンが全く含まれていない証券化商品の流動性スプレッドが大幅に拡大したことが問題となった。

格は、ほぼ毀損せずに済んでいたという矛盾を解消することとなっている⁸。ただし欧銀株式の売却が加速したのは2度と銀行が公的資金で救済されないのではという不安も一因といえる。公的インフラである銀行を救わないという判断は、金融安定化という意味ではマイナスの側面が強いという意見もシティでは未だ優勢である。

結局はビジネスモデルが変化しきれていない欧銀

無論、欧州のマイナス金利が銀行の資金利鞘を低下させ、銀行経営を苦しくさせたことには異論は少ない。金融危機以降、欧銀は収益性を強化させるために、投資銀行部門のリストラを強化していたが、高額年収のスタッフを多く抱えている点に変わりはなく、想定していた収益を上げられていなかったのが実情である。現在の欧銀は、ビジネスモデルの改革を図るというよりは、利上げの時期をひたすら待っていたというのが適切な表現であり、FEDの利上げにECBやBOEが追随しないことが明らかになると、収益性についての疑問が再度浮上しつつある状態だ。シティでは2015年には再度大規模なリストラが実施されていたが、欧銀は不採算部門から撤退した後に続く収益性の高いビジネスモデルを見つけられてはいない。どの銀行もウェルスマネジメントビジネスの拡大を狙っているが、米銀ほどの成功モデルを確立できていないのが実情であろう。

今回の欧州銀行株急落の原因は、様々な要素が絡みあった結果といえる。マイナス金利による収益悪化、規制強化による銀行経営の行き詰まり、過去の不正に対する訴訟費用などが重なりAT1債への信用不安が引き起こされたといっても過言ではない。決してCoCosへの理解度不足や偏った報道だけが、その理由とはいえないことに留意する必要があるだろう。また今回の反応により、金融危機後に資本増強や規制強化を図り金融機関をより堅牢なものにしていたにもかかわらず、欧州銀行セクターは未だ脆弱であるとの懸念が改めて認識された。リーマン・ショック後に初めて銀行システムの健全性に対する不安が浮上し、金融危機の新たな局面に入ったとの見方までも議論されているのは興味深い事実であろう。ECBの次回会合（3月10日開催予定）でドラギ総裁は、マイナス金利幅の拡大を含む追加緩和を検討することを示唆している。さらなるマイナス金利幅拡大に伴い、欧銀が新しいビジネスモデルを見つけ危機の連鎖を断ち切れるかに市場は注目している。

(了)

⁸ 金融危機と取り沙汰された欧銀のAT1債（バーゼルⅢ対応）と優先出資証券（バーゼルⅡ対応だが経過措置で段階算入）の価格差は大きく離れており、AT1債の価格が30%近く下落する一方、同等返済順位の（経過措置中の）バーゼルⅡ対応資本は5%弱程度の下落に留まっていた。