

2016年10月12日 全6頁

# ドイツの銀行危機報道で再燃した欧銀不安

複雑すぎる金融規制が信用不安の閾値を下げる

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 76

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]

- ドイツ銀行の経営危機報道を発端に欧州銀行セクターの行方が改めて注目されている。ドイツ GDP の半分に匹敵する資産を持つ同行の経営不安が欧銀セクターの不安再燃に直結し、様々な報道が流れるたびに、ドイツ政府や銀行幹部が火消しに追われるなど混乱した状況が9月半ばより続いている。9月には他の欧銀もリストラ策を発表しており、再建に向け具体的なメッセージを示したにもかかわらず、市場は欧銀への懐疑的な見方を継続させている。
- ドイツでは、地域金融機関である公的貯蓄銀行や州立銀行（ランデスバンク）、協同組合などが乱立し、大手5大銀行の市場シェアは3割程度に過ぎない。大手銀行は、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得なかった経緯があり、1980年代からシティを拠点として海外事業の比重を高めていった。米系銀行からスタートレーダーやアナリスト、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たといっても過言ではない。
- 金融機関救済に公的資金を二度と使わないように、金融規制の厳格化も含め、様々な銀行改革が行われてきた。しかし、金融規制における資本要件の複雑さは無用な信用不安を煽る可能性が高いことも確かだ。規制強化されたがゆえに明らかな流動性不足や資本不足に陥る前に、パニックが起きる可能性がある。複雑すぎる金融規制が信用不安の閾値を引き下げているだけでなく、公的資金を使えないことにより、民間救済策の一環として銀行同士の持ち合いが再度強まる可能性も高い。

## ドイツの銀行危機報道が発端で欧銀不安が再燃

ドイツ銀行の経営危機報道を発端に欧州銀行セクターの行方が注目されている。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。さらにメルケル首相が、ドイツ銀行に対し公的救済する意図がないことを明らかにしたとの記事が、火に油を注ぐ格好となった。ドイツGDPの半分に匹敵する資産を持つ同行の経営不安が欧銀セクターへの不安再燃に直結し、様々な報道が流れるたびに、ドイツ政府や銀行幹部が火消しに追われるなど混乱した状況が続いている<sup>1</sup>。

その後、米国司法省との和解金が54億ドル程度に減額されるとの報道が出てから市場は一旦沈静化しているが、欧銀経営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9,600人削減、配当金支払いの一時停止を発表した。10月3日にはオランダのING銀行の支店網大幅削減など、大型リストラ策の発表が続いた。その他の欧銀もリストラ策を続々と発表し、各々再建に向け具体的なメッセージを示したにもかかわらず、市場は欧銀への懐疑的な見方を継続させている。

図表1 9月以降のドイツの銀行危機と欧銀のリストラ報道

9月	12日	ABN アムログループは、2億ユーロのコスト削減プログラム開始にあたり、2020年末までに最大で1,375人を削減すると社内メモで発表。全社員（6月末時点21,939人）の約6%にあたる。
	15日	ドイツ銀行はRMBS（モーゲージ担保証券）に関する米司法省との交渉進捗に関するプレスリリースを発表。140億ドルの和解提案への対案提出を要請されているとの事実を認めた。
	20日	スペインのバンコ・ポピュラー・エスパニョールは、300支店の閉鎖などにより約20%もの人員削減（最大3,000人）計画を発表。
	26日	メルケル首相はドイツ銀行のクライアンCEOと面会し、「ドイツ銀行に対し、公的救済の可能性を否定」したと現地誌FOCUSが報じる。
		ドイツ銀行広報官がテレビに出演して、上記FOCUS誌の報道を否定。増資の検討もしておらず、規制要件をすべて満たしているとした。
	27日	ドイツ銀行に対し公的救済を検討しているかとの記者からの問いに対し、メルケル首相は「全てのドイツ企業が一時的な問題に直面しても正しい方向に進めるよう望む」と回答。
	28日	ドイツ紙Bildにおけるインタビューで、ドイツ銀行のクライアンCEOが政府への救済要請を「問題外」として強く否定。
ドイツ銀行は英国の保険事業である「Abbey Life Assurance」を9億3500万ポンドでPhoenix Group Holdingsへの売却を発表。		

<sup>1</sup> ドイツ週刊紙Die Zeitが、米国司法省が和解金削減に応じず、同行が支払に困るといった最悪のシナリオの場合、同行株式を政府が最大25%取得し、（政府が15%所有する）コメルツ銀行との合併を促進させるなどの具体的な政府支援のフレームワークをドイツ政府が検討中との観測記事を報道した際に特に顕著となった（ドイツ政府は即座にこの報道を否定した）。

		ドイツ紙Die Zeitが「ドイツ銀行が増資の必要に迫られ、市場から資金調達できなかった場合に向け、ドイツ政府と金融規制当局がドイツ銀行に対する救済策（最悪の場合は一部国有化）の策定準備に入った」と報じる。しかし金融規制当局および財務省ともにこれを否定。
		ドイツ連邦議会の公聴会でドラギ ECB 総裁は ECB の金融政策がユーロ圏経済回復に貢献していると発言。また、ユーロ圏銀行の問題は ECB の金融政策によるものではなく、過密化やそれに伴う高コストが低収益の背景にあると指摘。
	29日	Bloomberg は、ドイツ銀行のヘッジファンド向け事業で、上場デリバティブの一部をドイツ銀行から他の金融機関に移したヘッジファンドが約 10 社あると報道。ドイツ銀行広報官は圧倒的多数のトレーディング顧客は同行の安定した財政状況を理解していると発言。
		コメルツ銀行は 2020 年までの戦略的・財務的目標案として、事業部門の再編、従業員 9,600 人の削減、配当金支払いの一時停止などを発表。
	30日	ドイツ銀行のクライアント CEO は社員宛てのメールにて、同行が憶測の対象になり、風聞が株価低下を引き起こしていることを認めたとうえで、同行の財務健全性は過去 20 年来で最も高いとした
10月	3日	AFP 通信による「ドイツ銀行と米国司法省が 54 億ドルの和解金で合意に近い」との報道に対し、関係筋の話として和解交渉は続いているものの、双方の意思決定者に和解案が提示される段階には至ってないとこれを否定する旨をウォール・ストリート・ジャーナル (WSJ) 紙が報じる。
		ING グループは、向こう 5 年間にベルギーとオランダの支店網を大幅に削減（フルタイム相当で約 5,800 人削減）する。業務のデジタル化を進め、2021 年までに 9 億ユーロのコスト削減を目指す。全世界の従業員 52,000 人のうち 7,000 人以上削減予定。

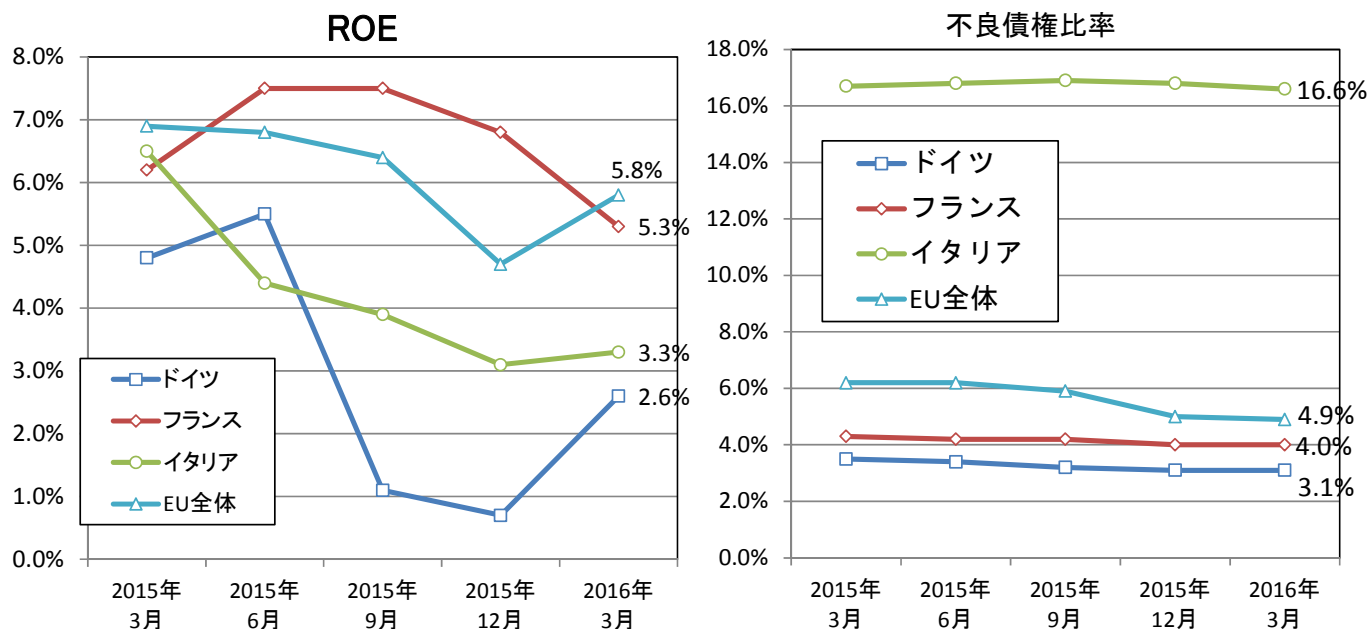
(出所) Bild 紙、Bloomberg、FOCUS 紙、Die Zeit 紙、WSJ 紙および各種報道より大和総研作成

## ドイツの銀行経営不振はマイナス金利の責任だけではなく収益性に問題が

報道は過熱したが、欧州銀行セクターの脆弱さは目新しいトピックではない。イタリアの銀行問題に対する懸念がバランスシート上の不良債権である一方、ドイツの場合、収益性の低下にある。欧州銀行監督機構 (EBA) によれば 2016 年 3 月末の基準で同国銀行の平均 ROE は 2.6% に留まる。EU 加盟国では、ポルトガル (同-2.5%)、ギリシャ (同+1.3%) といった債務危機に喘ぐ南欧諸国に次ぐ低さとなっている。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、収益性の低さが度々指摘されていた。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 大銀行の市場シェアは 3 割程度に過ぎない。市場シェア争いは激しく、国内リテール市場で収益を上げることが構造的に難しい。このため大手銀行は、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得なかった経緯があり、1980 年代からシティ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ーダーやアナリスト、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たといっても過言ではない。国内回帰も容易ではなく、大規模なリストラを余儀なくされている。そのような中、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一因であるとの見解を再度示した。ド

ドイツの銀行の収益性悪化の原因を「全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。

図表2 欧州各国の銀行のROEと不良債権比率の比較（平均値）



(出所) EBA より大和総研作成

## ドイツの大手行は、最後にドイツ政府に救済されると予想する向きも

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）が挙げられる。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<sup>2</sup>。最近では2015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合い、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。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には、国民からの支持を得るためにも、銀行救済ルールとして有権者に負担を強いるベ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は、ドイツ国内の個人投資家に配慮する必要がある安易なベイルインを選ぶわけにはいかない。

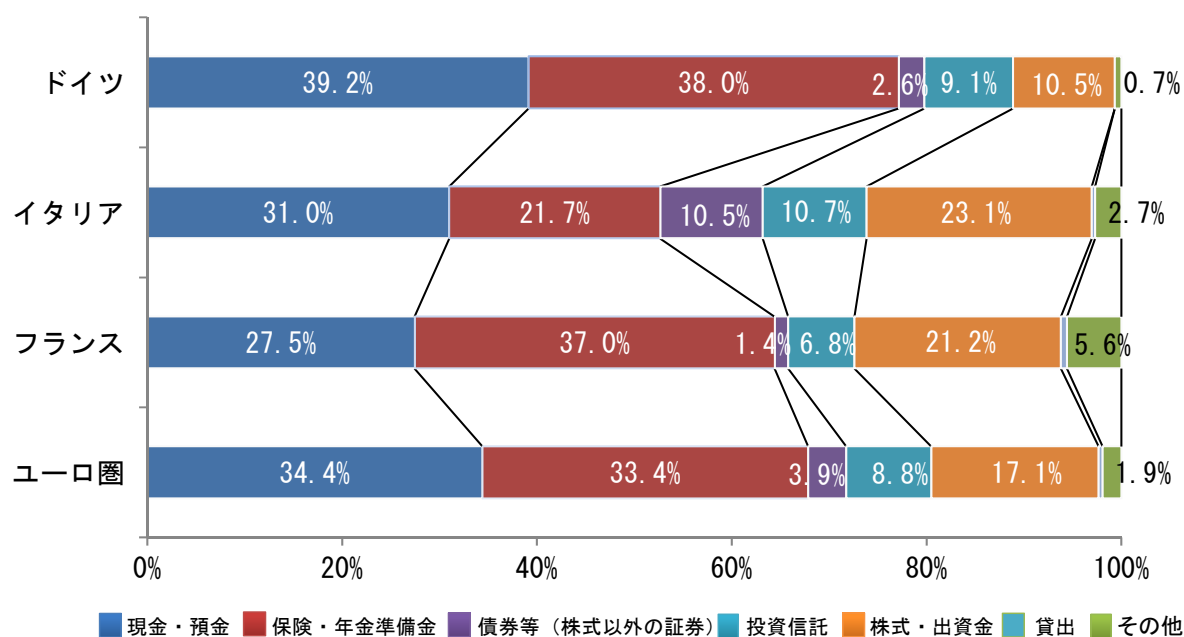
ただ、イタリアとドイツでは個人投資家の銀行債の保有比率には大きく差があり、リスクを一概に語ることは難しいといえる。イタリアではシニア銀行債は貯蓄代替策として幅広く投資

<sup>2</sup> 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。

され、銀行債の保有者には個人投資家が多い。ユーロ圏でのマイナス金利導入以降、長く続く低金利を受け、少しでも高い利回りを求め個人投資家が積極的に銀行債を購入した経緯がある。両国の資金循環統計を比較しても、イタリアの家計の債券投資比率が大きいことが分かる<sup>3</sup>（ユーロ圏各国と比べてもイタリアの債券投資比率の大きさが際立つ）。一方、ドイツでは銀行債保有者の主体は機関投資家であり、公的救済にてバイルインが発生した際、広範囲の個人投資家に損出が生じる可能性はイタリアよりは低いといわれている。よってシティでは、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公的資金を注入することを予想する向きも多かった。

ただ銀行のトップが、政府との公的救済に関する協議を認めることは、取付け騒ぎにつながる恐れがあるうえ、自らの失敗を認めることとなるため、実際に破綻となるまで正式な発表になることはない。さらに、公的救済に限らず、バイルアウトの結果、厳しいペナルティを受けてきた（示唆された）、スロベニアやイタリアなどの他の EU 加盟国からは、非難の声が高まることも予想される。よって大手行の破綻が危機の伝播によりドミノ的な破綻連鎖を呼ぶまでは、ドイツ政府の動きは鈍いことが想定されている。

図表 3 欧州の家計の資産構成（2015 年 12 月末時点）



（出所）各国中銀より大和総研作成

また、この 2 月に（同様の）ドイツ銀行の経営危機観測に見舞われた時との大きな違いとして、欧州の政治リスクの高まりが意識されたことが挙げられる。欧州では向こう 9 ヶ月間で、政権の命運を握る国民投票や総選挙が目白押しであり、政治リスクが高い不透明な時期が続く。

<sup>3</sup> さらにイタリアでは投信が 2014 年から好調な売れ行きを見せており、その背景には、マイナス金利を受け、よりリターンを生む金融商品へとシフトするアクティブな個人投資家の存在がある。特に個人投資家は従来、国債や（定期償還型の）債券ファンドを中心に投資をしていたが、金利の劇的な低下を受け、より洗練されたマルチアセットやターゲットリターンファンドなどに傾倒し、新たな投資機会を模索している。

その中でも大きな問題は、欧州政治の右傾化・ポピュリズムの台頭であろう。ドイツ隣国のオーストリアでは、12月4日にやり直し大統領選挙が予定されており、自由党のホーファー下院第3議長が勝利すれば、第二次世界大戦後初めて、欧州に極右の国家元首が誕生する。オーストリアと同日に行われるイタリアの国民投票で、レンツィ首相が退陣を余儀なくされる事態ともなれば、新興政党である極右勢力の5つ星運動に政権が代わるリスクがつきまとう。

国粹主義が長く抑制されてきたドイツでも、2017年の総選挙に際して反移民を掲げる「AfD（ドイツのための選択肢）」が連邦議会での議席獲得をほぼ確実なものにしていることも注意が必要となる。ポピュリズムの台頭などにより、EUの求心力が弱まる中、テロや難民といった難問を抱え、EUを主導していくにあたり加盟国の支持をこれまで以上に必要とするメルケル首相にとっては、救済を巡り厳しい判断を迫られることにもなる。

## 複雑すぎる金融規制が信用不安の閾値を下げる

2月の危機で、ドイツ銀行は社外流出制限が発生するほど（MDAのトリガー・ポイントには抵触するほど）の資本不足でないことや、（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、金融規制もある程度理解されていたはずだ。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挙げられる。さらに、単なる資本不足への懸念以上に、欧銀が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。

また普通株式等Tier1比率やベイルインといった用語は金融専門家には広く浸透しているが、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許ない。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、様々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複雑さは無用な信用不安を煽る可能性が高いことも確かだ。規制強化されたがゆえに、明らかな流動性不足や資本不足に陥る前に、パニックが起きる可能性がある。複雑すぎる金融規制は信用不安の閾値を引き下げているだけでなく、公的資金を使えないことにより、民間救済策の一環として銀行同士の持ち合いが再度強まる可能性も高い。

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、順調な回復を見せたことに疑いはない。好調な経済にもかかわらず、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欧銀でも、不況期でも安定的に収益が出せる強固なリテール地盤への回帰はまだ実を結んでいない。大きなビジネスモデルの改革は一朝一夕では難しく、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なければ、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来ているのではないだろうか。

(了)