情勢判断

海外経済金融

ユーロ圏の焦点はソブリンリスクからバンクリスクへ

～景気低迷要因であるとともに市場波乱要因にも～

山口　勝義

要旨

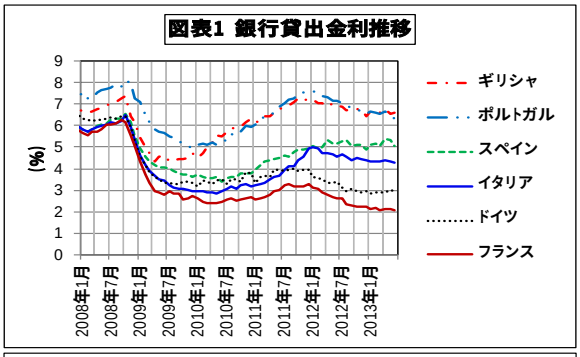
ユーロ圏では景気の低迷が長く継続している。その要因のひとつは金融機能の低下にあるが、今後の情勢によってはこれが市場の波乱要因に拡大する可能性もある。また、銀行を巡る不透明な材料も多い。このためバンクリスクの動向には一層の注意が必要となっている。

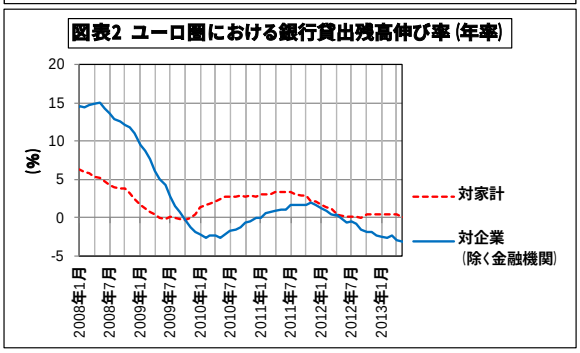
はじめに

ユーロ圏の国債市場では、概して落ち着いた動きが続いている。この市場の安定には、昨年以降の欧州安定メカニズム（ESM）の構築、欧州中央銀行（ECB）による無制限の国債購入策（OMT）の導入、財政ガバナンスの改革、銀行同盟に向けた取組みの具体化に加え、財政悪化国の経常収支の改善などの様々な要因が複合して働いているものと考えられる。

しかし一方で経済情勢に目を転じれば、ユーロ圏では景気の低迷が長く継続している。市場の圧力が低下するなか、5月には欧州委員会はフランスやスペインを含む6ヶ国に対し財政赤字目標達成期限の1～2年間の延長を認める措置をとったが、この期間中にも緊縮財政は継続し引続き内需を抑制する要因となる。また、経済の構造改革の効果発現までには時間を要するほか、脆弱な金融機能も障害となるため、実体経済は当面は底打ちを探る弱い展開が続くものと考えられる。

このうち金融機能について見れば、加盟国間での貸出金利の格差拡大（図表1）や銀行の貸出残高の減少傾向（図表2）に示されているように、ユーロ圏ではECBによる緩和政策の伝達経路が十全に機能しているとは言えず、その効果浸透が妨げられている状況にある。





（資料）図表1、2は、いずれもECBのデータから農中総研作成。
（注）図表1は、期間1年以内、金額1百万ユーロ以内の企業向け新規の貸出に適用される金利を示している。

こうした金融機能の低下は経済回復への大きな重石になるばかりか、今後の情勢によっては市場の波乱要因に拡大する可能性もある。このため、ユーロ圏では、これまで様々な対策が進められてきた国家財政に関するリスク（ソブリンリスク）以上に、今では銀行を取り巻くリスク（バンクリスク）を巡る動向に一層の注意が必要となっている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

景気低迷要因としての金融機能の低下

以上の金融機能の低下の主要な要因としては、次の点が考えられる。

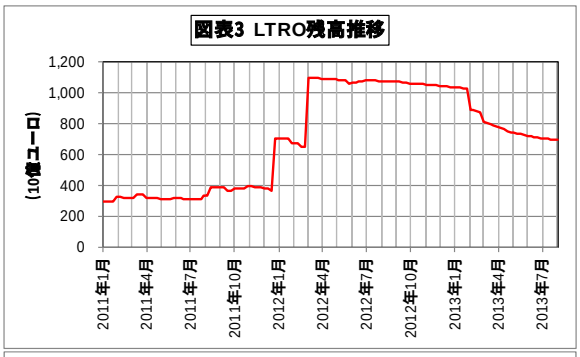
第 1 点としては、いわゆる周辺国の銀行を中心としたファンディング難の継続である。これは、銀行の貸出金利を高止まりさせる要因として働いているものと考えられる。

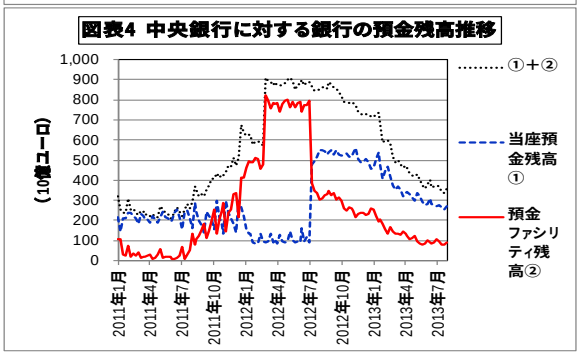
ECB は 2011 年 12 月および 12 年 2 月の 2 回に渡り上限を定めない期間約 3 年の長期リファイナンスオペ（LTRO）を実施し、銀行に潤沢な資金を供給した。しかし、LTRO の残高はその後減少したものの、依然としてファンディングを中央銀行の資金に依存する銀行が多数存在することを窺わせる水準に留まっている（図表 3）。

なお、ECB は 12 年 7 月、預金ファシリティ金利をゼロ％に引き下げた。これに伴い、預金ファシリティ残高にもともと付利のない当座預金残高を加えた額は徐々に減少しつつあるが（図表 4）、この際、中央銀行預金の減少額が LTRO 残高の減少額を上回っているため、両者の差額の一部は銀行間を含む与信に振り向けられている可能性もある。しかしながら、後に見るように国境を越えた周辺国に対する銀行与信残高の減少が現れているため（図表 5）、現実には厳格な与信先の選別が行われているものと考えられる。

第 2 点としては、銀行の資本不足に伴うリスクテークの抑制の可能性である。特に周辺国においては、景気低迷の継続に伴い銀行の収益環境は悪化するとともに不良債権比率が上昇傾向にあり[注1]、また先行きの規制強化への対策から、銀行が資産の売却を含めリスクテークの抑制姿勢を強めていることが考えられる。

一方、こうした金融機能の低下への対策としては、ユーロ圏ではこれを重大な課題とは認識しながらも、有効な具体策を打ち出すには至っていない。





（資料） 図表 3、4 は、いずれも ECB のデータから農中総研作成。

ECBは 7 月に資金供給オペの担保として受け入れる資産担保証券（ABS）の基準の緩和を発表したが、通貨価値の安定を主要なミッションとするECBが、さらに中小企業向け融資を束ねたABSの買取りや、英国銀行（中銀、BOE）と同財務省とによる貸出原資の調達支援スキーム（FLS）に類する仕組みの導入にまで踏み込むことは困難と考えられる。こうしたなか、ユーロ圏では、別途、欧州開発銀行（EIB）や ドイツ復興金融公庫（KfW）等を通じた周辺国の企業への資金供給の拡充に取り組むに止まっている。また他方で、銀行同盟への取組みも依然途上にある。

このように、その改善は困難な課題であるため、脆弱な金融機能が今後ともユーロ圏の経済回復の主要な阻害要因となる可能性が高いものと考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

国債投資の増加と市場波乱のリスク

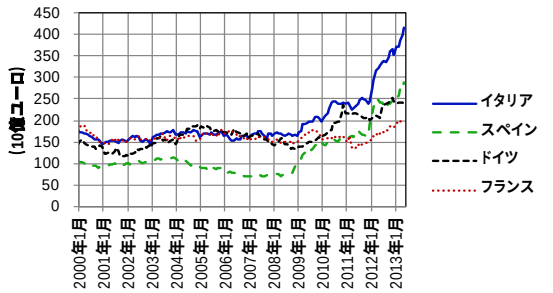
以上に見たように、ユーロ圏では銀行による対企業や対家計、あるいは銀行間での与信活動の停滞が生じているが、このほか、銀行による投融資の最近の特徴としては次の点を指摘することができる。

まず、ユーロ圏における GDP 規模上位 4 ヶ国について海外与信残高の動向を確認すれば、フランスの銀行による対イタリア与信の増加等の一部の例外を除けば、周辺国に対する与信残高は減少していることがわかる（図表 5）。この残高減少はユーロ圏の財政危機への対処の過程での周辺国リスクの削減の結果とみられるが、これは金融市場の分断化（fragmentation）を生じ、資金の流れを滞らせることで、ユーロ圏における金融機能低下の第 3 の要因ともなっている。

この反面、特徴的な動向として、銀行による自国国債投資残高の着実な増加が一部に現れている（図表 6）。同じ 4 ヶ国について見れば、特にイタリアとスペインにおいてその傾向が顕著となっている。

これは前述の金融機能の低下のひとつの結果の現れと考えられるが、こうした実態はかつてのギリシャ国債の利回り上昇を原因とするギリシャやキプロスの銀行の財務の大幅毀損と同様のリスクの高まりを意味している。

図表6 銀行の自国国債投資残高推移



(資料) ECB のデータから農中総研作成。

現実に、現在のところ小康を保っているユーロ圏の国債市場が今後も安定を維持するとは限らない。例えば銀行同盟への取組みについては、統一した破綻処理基金の導入等について今後の調整は難航が予想される。個別国のレベルでも、社会不安の発生や政治情勢の不安定化、また、これに伴う諸改革遅延の可能性は小さくはない。これらはいずれもユーロ圏で長期金利を上昇させ、銀行財務を悪化させる要因となり得るものである。

加えて、6 月にはESMによる銀行への直接的な資本注入の枠組みが合意されたが、必ずしも万全な態勢とは言えない[注2]。イタリアやスペインなどGDP規模上位国において銀行財務の悪化が進んだ場合には、これらのリスク対処のための仕組みの実効性に対する市場の疑念を強めることにもなりかねず、ユーロ圏横断的な市場波乱につながる可能性も否定はできない。

図表5 銀行の海外に対する与信残高

(単位：10億米ドル)

↓与信先	ドイツの銀行			フランスの銀行			イタリアの銀行			スペインの銀行		
	12年3月末	13年3月末	差異	12年3月末	13年3月末	差異	12年3月末	13年3月末	差異	12年3月末	13年3月末	差異
ドイツ	-	-	-	213.1	198.7	▲ 14.5	249.5	239.0	▲ 10.5	56.0	56.6	0.6
フランス	191.3	192.3	1.0	-	-	-	35.2	42.2	7.0	38.9	36.6	▲ 2.3
イタリア	128.6	125.9	▲ 2.7	321.7	341.5	19.8	-	-	-	32.4	28.8	▲ 3.6
スペイン	134.8	124.5	▲ 10.3	111.0	101.7	▲ 9.3	25.4	20.7	▲ 4.7	-	-	-
ギリシャ	6.1	5.2	▲ 0.9	38.5	3.3	▲ 35.2	1.7	0.7	▲ 1.0	0.9	0.7	▲ 0.2
アイルランド	90.3	78.1	▲ 12.2	23.6	38.2	14.6	14.3	9.6	▲ 4.7	7.8	5.5	▲ 2.3
ポルトガル	26.2	21.2	▲ 5.0	19.7	15.9	▲ 3.8	3.0	1.7	▲ 1.3	74.5	67.9	▲ 6.6
小計	577.3	547.3	▲ 30.0	727.7	699.3	▲ 28.4	329.0	313.9	▲ 15.1	210.4	196.0	▲ 14.4
欧州その他	1,015.1	1,020.3	5.2	793.2	845.9	52.7	243.0	236.8	▲ 6.1	459.8	446.1	▲ 13.7
欧州合計	1,592.4	1,567.6	▲ 24.8	1,520.9	1,545.2	24.3	571.9	550.7	▲ 21.2	670.2	642.0	▲ 28.2

(資料) BIS (July 2012, July 2013) "Detailed tables on preliminary locational and consolidated banking statistics"から農中総研作成。
(注) 13年3月末時点での米ドル・ユーロの換算レート (市場実勢値) を基準に、12年3月時点での米ドル建て残高を補正した。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

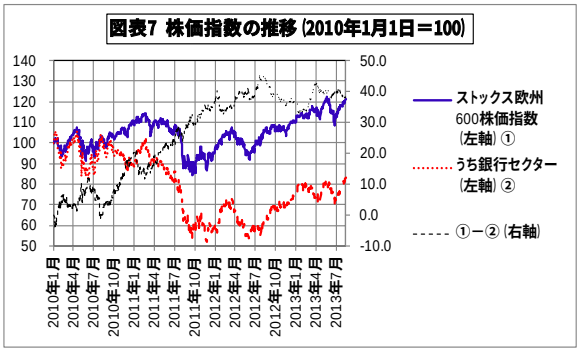
ユーロ圏では、主として①国家財政の問題、②銀行の問題、③経済の問題が相互に連関し合い、全体として危機からの脱却への道筋を見えにくくしているが、このうち特に②に関連するリスクの実態は把握し難く、不透明な要素が多い。このため、この点からも銀行を取り巻くリスクの動向には注意が必要と考えられる。

なかでも、当該銀行の経営者や監督当局などの当事者を除いてはその実態把握が困難であるため、リスク評価モデルの適切性を含め銀行財務の真の健全性については不透明感が強い。

また、金融危機後の規制強化の動きも銀行にかかる不透明感を高める要因となっている。これは資本や流動性にかかる規制の他にもトレーディング業務の分離、報酬規制や金融取引に対する課税など広範囲に及ぶものであるが、ユーロ圏の危機対策とは異なる論理に基づく管理強化である。この結果、銀行業務は制限されコストが増加することで経営の負担となる可能性が高いが、新たな規制の内容自体に不確定な要素が多く残されている。

欧州では銀行の株価は長く低迷が続いている（図表 7）。これは、金融危機後、銀行や家計のバランスシートの改善を優先させた米国に対し、強い市場の圧力の下でまず国家財政の改革に注力せざるを得なかったユーロ圏の事情を反映した結果でもある。このため、先に見た貸出金利の格差拡大等（図表 1・2）の背後に潜む銀行の様々な問題点が、これからあぶり出されることになる可能性は高い。

国際通貨基金（IMF）も、7 月に発表した年次コンサルテーションの報告書において、現時点ではユーロ圏では銀行が健全なバランスシートを取り戻すことが第一の優先事項であるとし、銀行の損失の完全把握を踏まえ、存続可能な銀行の資本増強と存続不可能な銀行の閉鎖・整理を行うべきであると指摘した[注3]。



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成。

ユーロ圏では銀行同盟への取組みの一環として、まず 14 年半ばを目途に銀行監督の一元化を実施し、合わせて新たな統一ストレステストの導入を予定している。これらを通じてバンクリスクへの実効的な対処が行われるのかどうかが、市場の主要な注目点になるものと考えられる。

（2013 年 8 月 21 日現在）

（注 1） 例えば、スペイン中銀のデータでは、同国の銀行の不良債権比率は、13 年 6 月末時点で 11.6%。一方、13 年 7 月 29 日に公表されたイタリア中銀による以下の文書では、07 年末に 4.5%であったイタリアの銀行の不良債権比率は 12 年 6 月末には 12.3%に達しているとしている。また、13 年 7 月 30 日付けの Wall Street Journal の記事、“Italy Inspects Lenders” では、13 年 3 月末の同比率を 14.2%と報じている。
・Bank of Italy （July 2013） “The recent asset quality review on non-performing loans conducted by the Bank of Italy: Main features and results”

（注 2） 13 年 6 月のユーロ圏財務相会合で、ESM（最大 5,000 億ユーロの資金規模）による銀行への直接的な資本注入の上限は 600 億ユーロに設定された。一方、12 年 12 月にスペインが銀行改革のため EU に要請した支援額は 395 億ユーロであり、支援規模の十分性等については議論の余地があるとみられる。

（注 3） 以下による。
① IMF （July 11, 2013） “Euro Area Policies, 2013 Article IV Consultation” （IMF Country Report No. 13/231）
② IMF （July 12, 2013） “Euro Area Policies - Selected Issues, 2013 Article IV Consultation” （IMF Country Report No. 13/232）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます