
金融市場パネル(Financial Markets Panel)

第11回会合 資料

欧州金融市場と政策動向

2010年7月6日

株式会社野村総合研究所
金融市場研究センター
主席研究員

井上 哲也

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル



1. 欧州金融市場と政策動向

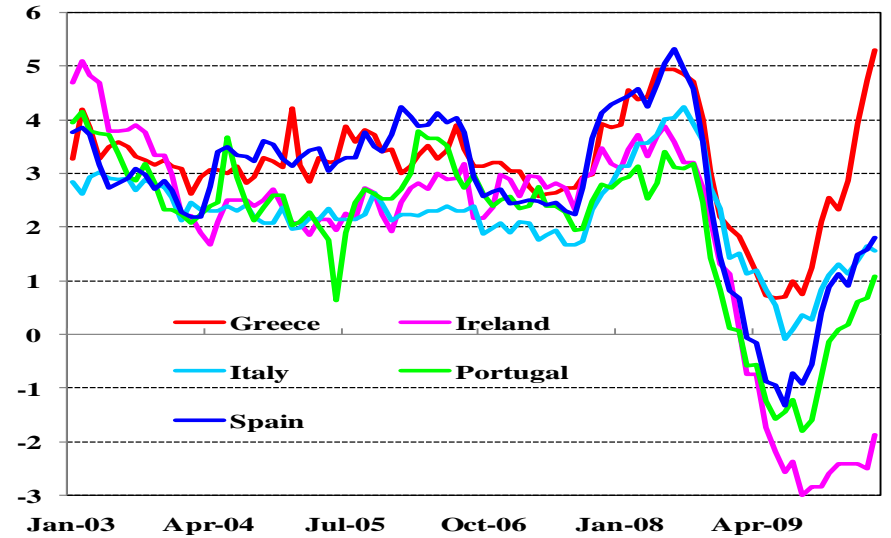
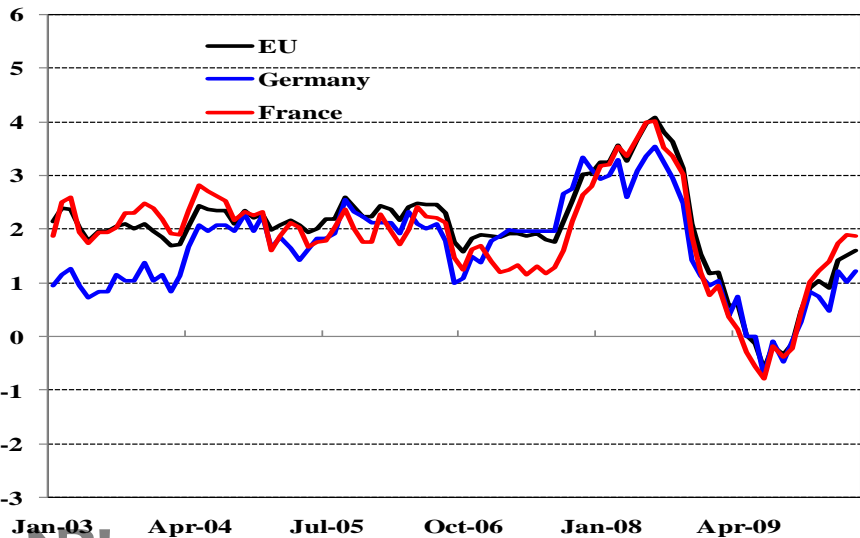
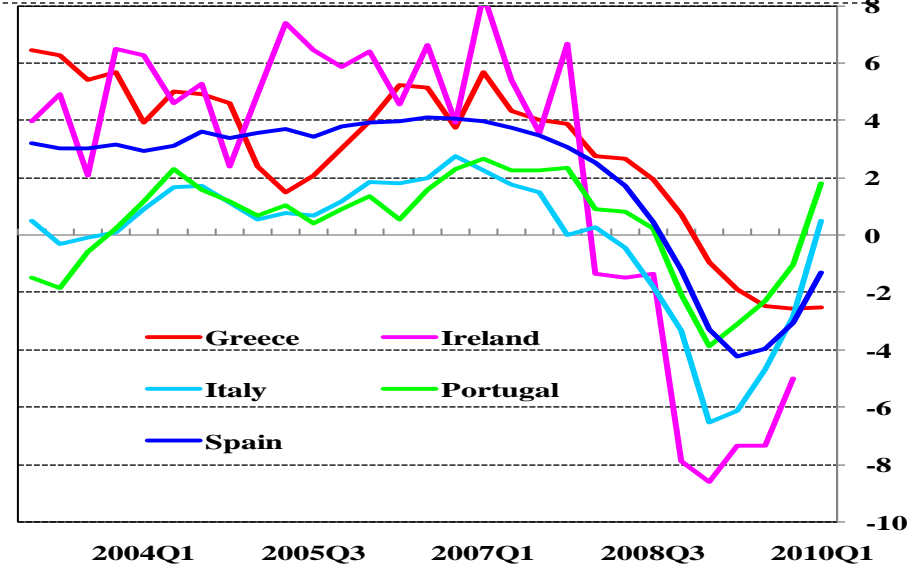
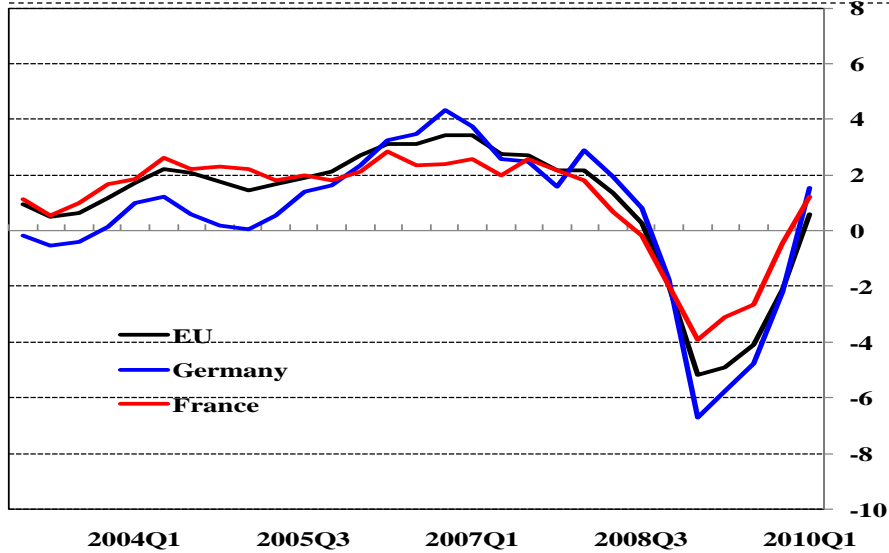
■ 焦点となっている市場の総括評価(市場関係者との面談結果を踏まえて)＜再掲＞

市場	評価	論点
1. 短期	<ul style="list-style-type: none"> 市場指標はやや落ち着いた状況 短期資金を「取り上がる」状況も散発的 ただし、ECBは”market maker of last resort”の役割を継続している模様 	<ul style="list-style-type: none"> 問題国の金融機関、ないし問題国向け与信を抱える金融機関の資金繰り ー決算やストレステスト結果の公表による影響を含む
2. 国債	<ul style="list-style-type: none"> ギリシャ国債のリスクは上昇する一方、スペインの国債入札は総じて順調と評価 ただし、ECBによる国債買入れには不満が多い 主要国では、景気後退や物価下落も長期金利の安定に寄与 	<ul style="list-style-type: none"> ギリシャの経済プログラムにおける不確実性 東欧問題の再燃の懸念 ドイツやスイスに対する資金流入の影響
3. クレジット	<ul style="list-style-type: none"> 欧州系銀行のクレジットは次第に選別色を強める状況 ー当面はスペインの金融システムが焦点 	<ul style="list-style-type: none"> スペインにおける金融システム安定化策 中長期的な資金調達リスク ー危機対策として発行した債券のroll overと、自己資本の増強に伴うequity financeの双方
4. 為替	<ul style="list-style-type: none"> 下落圧力はやや減退(米ドルの軟調も寄与) スイスフランへの上昇圧力は継続 	<ul style="list-style-type: none"> 問題国の今後の経済動向とEU等による対応の効果 ECBとSNBによる金融政策の運営

1. 欧州金融市場と政策動向

資料: Thomson Reuters

■ 主要国と周辺国の経済パフォーマンス

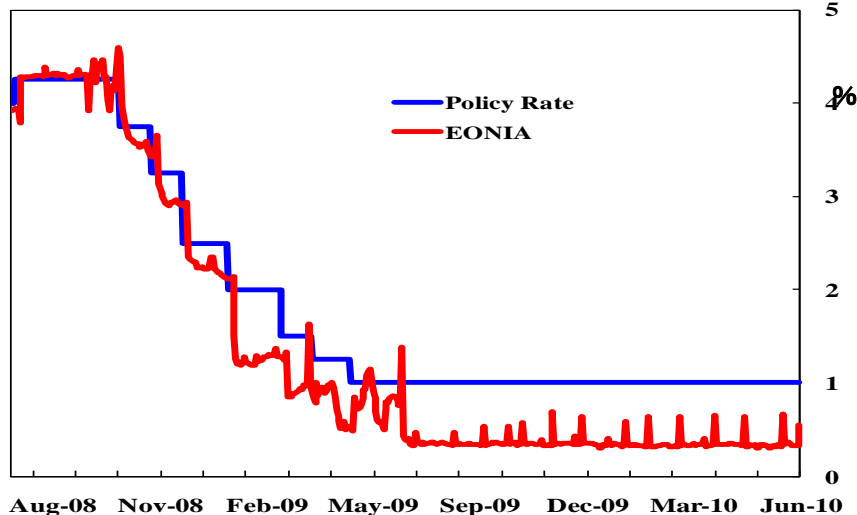


1-1. 欧州金融市場とECBの対応

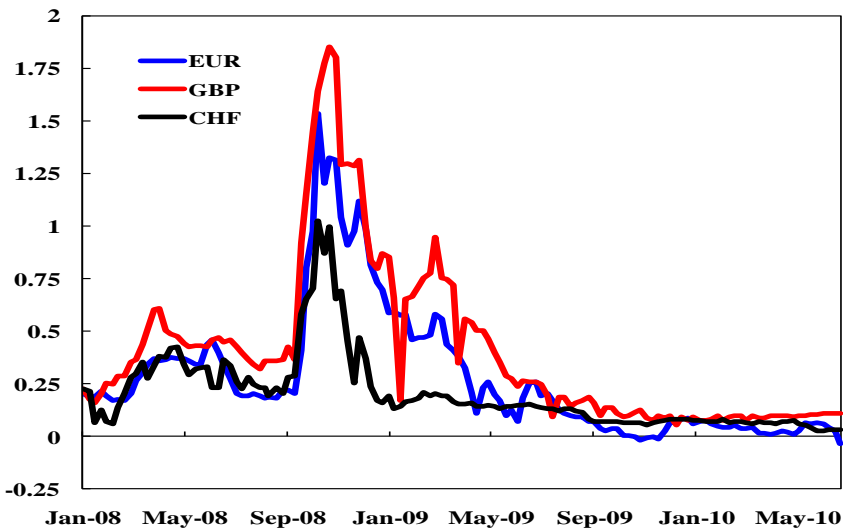
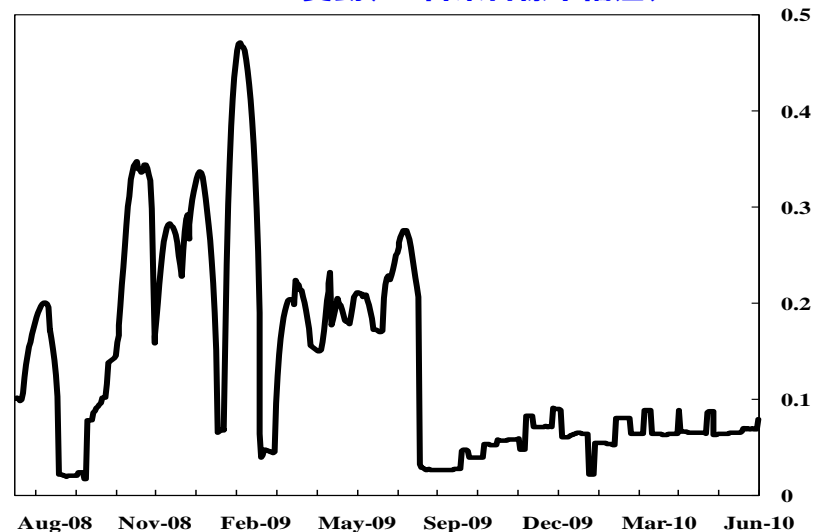
資料: ECB, Thomson Reuters

■ 短期金融市場

政策金利と短期金利(EONIA)

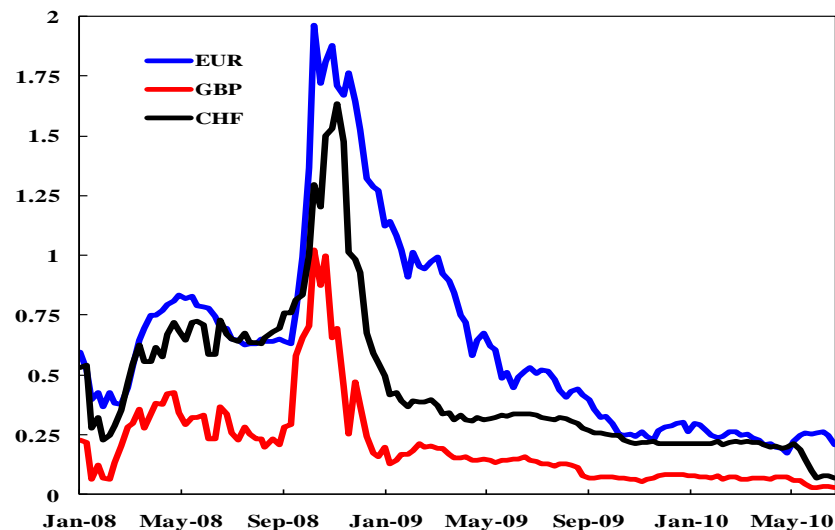


EONIAの変動(25営業日標準偏差)



Libor-OIS
スプレッド
(左:1ヶ月物
右:3ヶ月物)

percent point



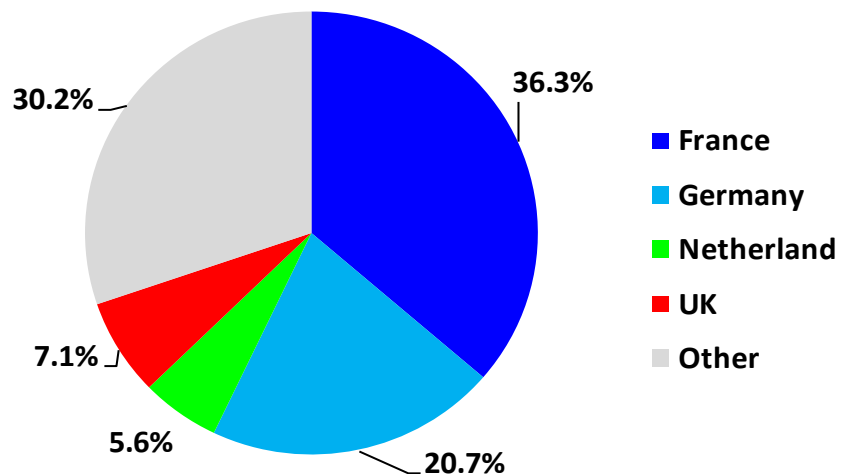
1-1. 欧州金融市場とECBの対応

資料: BIS

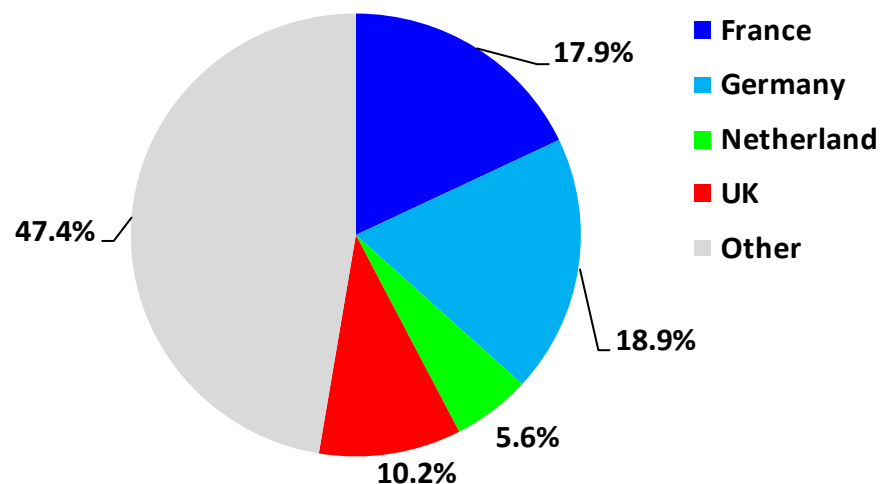
■ 問題国向けの銀行与信(BIS Consolidated Banking Statistics: Dec 2009)

10億USD	Europe									Other	
		Belgium	France	Germany	Italy	Nether-land	Spain	Switzer-land	UK	US	Japan
Developed Europe	10,003	272	2,267	2,059	665	908	722	582	1,076	1,238	735
Greece	193	3	78	45	6	12	1	3	15	16	6
Portugal	240	3	44	47	6	14	84	4	25	4	4
Ireland	550	40	52	183	17	2	14	17	172	57	21
Spain	832	21	211	237	31	119	---	21	109	58	28
Italy	1,021	29	507	189	---	69	47	19	76	53	54

ギリシャ向け与信のシェア



ポルトガル向け与信のシェア



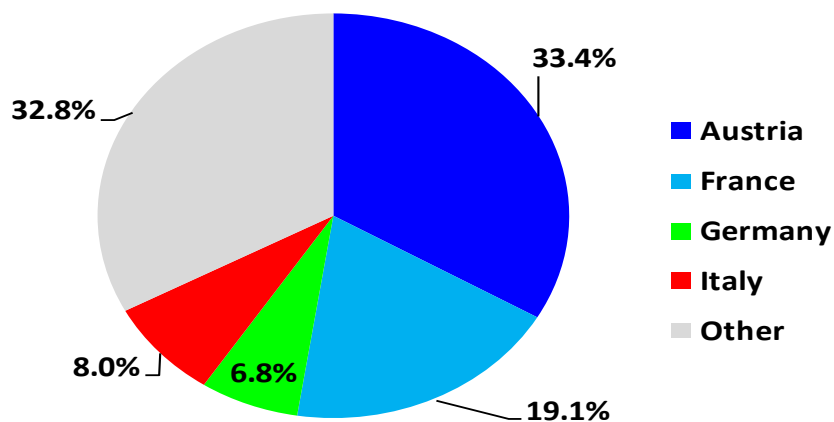
1-1. 欧州金融市場とECBの対応

資料: BIS

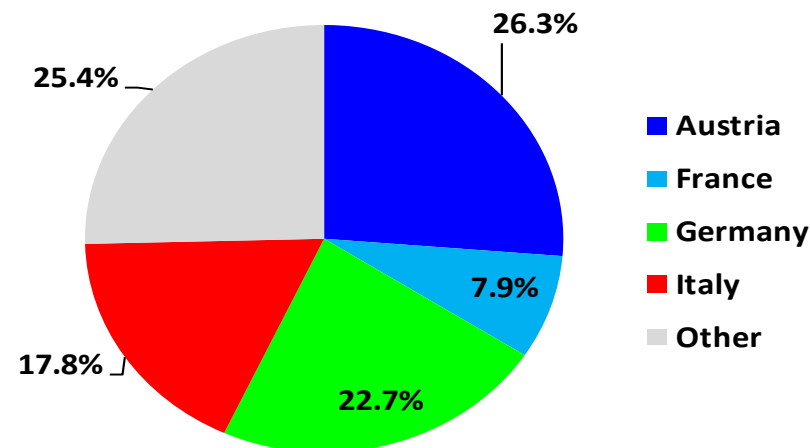
■ 問題国向けの銀行与信(BIS Consolidated Banking Statistics: Dec 2009)

10億USD	Europe									Other	
	Austria	Belgium	France	Germany	Italy	Netherlands	Switzerland	UK	US	Japan	
Developing Europe	1,226	238	90	169	173	174	87	14	32	49	23
Czech	175	59	45	34	12	14	4	0	2	2	0
Hungary	135	36	17	11	31	24	3	0	2	3	1
Latvia	30	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0
Poland	267	13	17	30	61	44	35	0	3	13	4
Romania	108	42	0	14	4	12	8	0	0	1	0

チェコ向け与信のシェア



ハンガリー向け与信のシェア

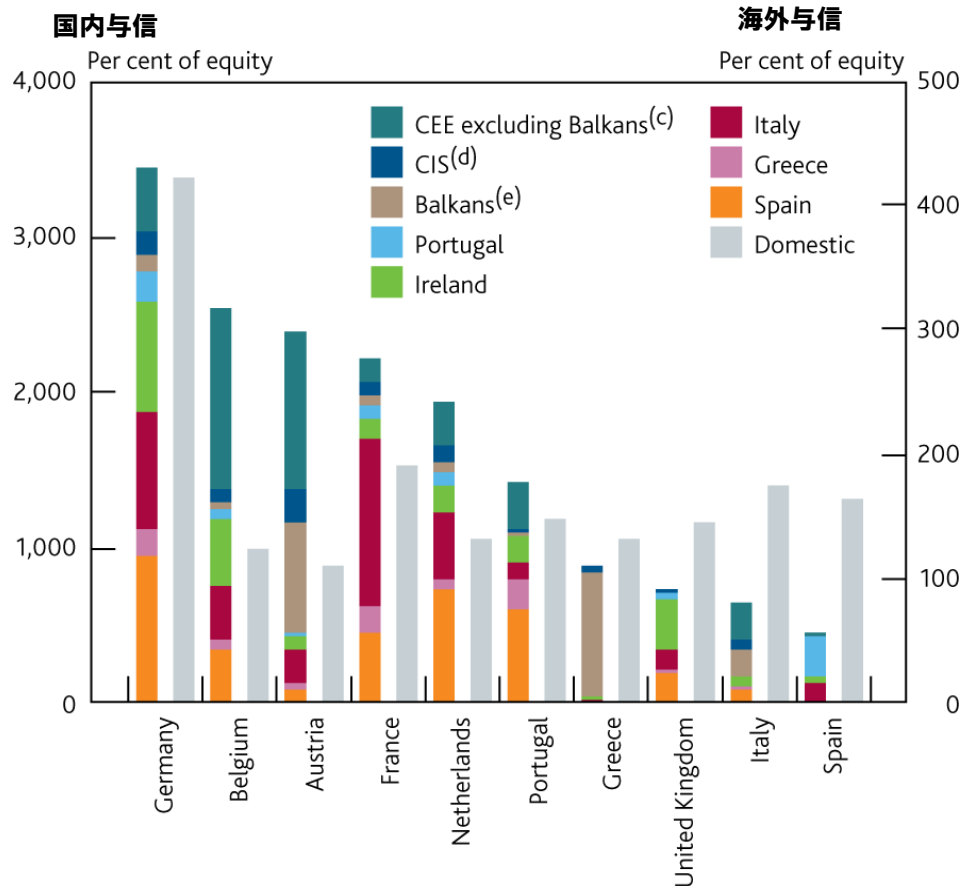


1-1. 欧州金融市場とECBの対応

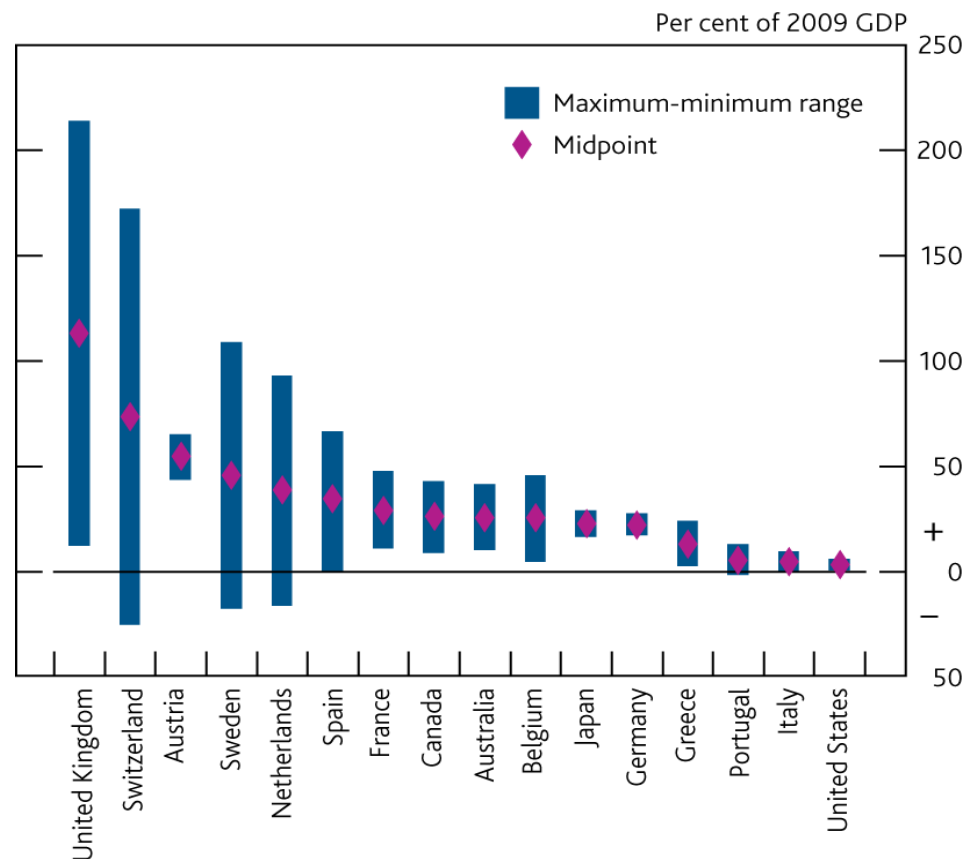
資料: BOE

■ 問題国向けの銀行与信

欧米金融機関の特定国向け与信
(BOE Financial Stability Report<10/06月>)



主要国金融機関の為替ポジションの推計
(BOE Financial Stability Report<10/06月>)



- CEE: チェコ、エストニア、ハンガリー、ラトビア、リトアニア、ポーランド
- CIS: カザフスタン、ロシア、ウクライナ
- Balkans: ブルガリア、クロアチア、セルビア、ルーマニア

- 非金融機関向け与信は長期、金融機関向け与信は短期と仮定
- 下限は非金融機関向け受信を長期、上限は非金融機関向け受信を短期と仮定

1-1. 欧州金融市場とECBの対応

■ ECBの抱える2つの「構造的課題」<再掲>

ポイント	事実関係	金融政策との関連
1. 金融危機の拡大の防止	<ul style="list-style-type: none"> ・金融危機の深刻化に応じて、危機対策の充実が必要 －欧州委は問題国への対策を示した一方で、市場は、問題国向け債権を保有する金融機関への対応が進捗しないことを懸念 	<ul style="list-style-type: none"> ・問題国向け債権を保有する金融機関の資金繰りを支えることが最大の課題 －オペや適格担保の運営がポイント －金融危機を経て、オプションが整備済であるのは良い点 ・国債買入れの運営は問題を抱えている状況 －ECB内にも異論が多く、今後、問題が拡大した場合の対応には懸念が残る －この点は、欧州での金融監督見直しにも影響する重要な問題
2. 財政再建とのpolicy mix	<ul style="list-style-type: none"> ・財政再建に伴うfiscal dragをオフセットすることが求められる状況 －問題国だけでなく、中心国でも財政健全化が図られる可能性が高い 	<ul style="list-style-type: none"> ・日米と共通する問題 －もちろん、欧州の場合は金融危機の進行という厳しい環境での取り組み ・緊縮財政の長期化に伴う低金利政策の長期化のコストをどう評価するか －少なくとも当面は、資産価格インフレのリスクは大きくないか

1-1. 欧州金融市場とECBの対応

資料: ECB

■ 今回のECBによる危機対策

	内容	その他
Supplementary Longer-Term Refinancing Operation <SLTRO>	<ul style="list-style-type: none"> ・3ヶ月物について、固定レート(政策金利)で全額を割当て ・6ヶ月物について、固定レート(期間中のMROの最低落札レートの平均)で全額を割り当て 	<ul style="list-style-type: none"> ・ギリシャ国債の適格担保の維持(10/4月) — 格下げにより、適格条件を満たさなくなったギリシャ国債を特例的に適格担保として維持 ・外貨資金オペの復活(10/5月) — 米ドル建てオペを復活 — 7日物および84日物の2種類
Security Markets Program	<ul style="list-style-type: none"> ・EMU域内の公共債および社債を買入れ — 市場流動性の改善と金融政策の波及メカニズムの確保が目的 — 買入れ資金は資金吸収オペにより「不胎化」 	

(参考) 2007年以降の危機対策

	オペ期間の長期化	流動性供給の強化	その他
Main Refinancing Operation <MRO>	<ul style="list-style-type: none"> ・07年末以降、ストレス時(期末越えなど)には2週間に期間を延長 	<ul style="list-style-type: none"> ・08/10月以降は入札で全額を割当て — 政策金利での固定レート方式 	<ul style="list-style-type: none"> ・外貨資金オペの導入(07/12月) — 米ドル建ておよびスイスフラン建てのオペを実施 — 7日物、28日物、84日物の3種類 ・適格担保の拡充(08/10月) — 外貨建債券(米英日)の追加 — CD(一部)の追加 — 最低格付をBBB-へ引下げ(ABSを除く)
Supplementary Longer-Term Refinancing Operation <SLTRO>	<ul style="list-style-type: none"> ・3ヶ月物として導入(07/8月) ・08/3月に6ヶ月物を追加 	<ul style="list-style-type: none"> ・08/11月以降は入札で全額を割当て — 政策金利での固定レート方式 	
One-Year Long-Term Refinancing Operation <One-year LRO>	<ul style="list-style-type: none"> ・1年物として導入(09/6月) 	<ul style="list-style-type: none"> ・入札で全額を割り当て 	

1-1. 欧州金融市場とECBの対応

■ LTROの実績 (2009年12月以降実施分)

資料: ECB

LTRO(期間3ヶ月以下)

実行日	期間	実行金額(百万ユーロ)	落札先数
2009/12/8	43	2655	8
2010/1/20	21	5739	7
2010/2/10	28	2757	14
2010/3/10	35	9314	11
2010/4/14	28	15729	12
2010/5/12	35	20479	18
2010/6/16	28	31603	23

LTRO(期間6ヶ月超)

実行日	期間	実行金額(百万ユーロ)	落札先数
2009/12/10	182	1727	21
2009/12/17	105	2557	21
2009/12/17	371	96937	224
2010/4/1	182	17875	62
2010/5/13	182	35667	56

LTRO(期間3ヶ月超6ヶ月以下)

実行日	期間	実行金額(百万ユーロ)	落札先数
2009/12/10	91	2933	9
2010/1/28	91	3268	22
2010/2/25	91	10205	23
2010/4/1	91	2015	11
2010/4/29	91	4845	24
2010/5/27	91	12163	35
2010/7/1	91	131933	171

<参考>現時点で残存している1年物LTRO

実行日	期間	実行金額(百万ユーロ)	落札先数
2009/10/1	364	75241	589
2009/12/17	371	96937	224

<参考>米ドル資金オペ

実行日	期間	実行金額(百万ユーロ)
2009/12/3	7	11583
2009/12/10	7	957
2009/12/17	6	750
2010/1/7	7	535
2010/1/14	7	115
2010/1/21	7	7
2010/1/28	7	0
2010/5/12	8	9205
2010/5/20	7	0
2010/5/20	84	1032
2010/5/27	7	5400
2010/6/3	7	0

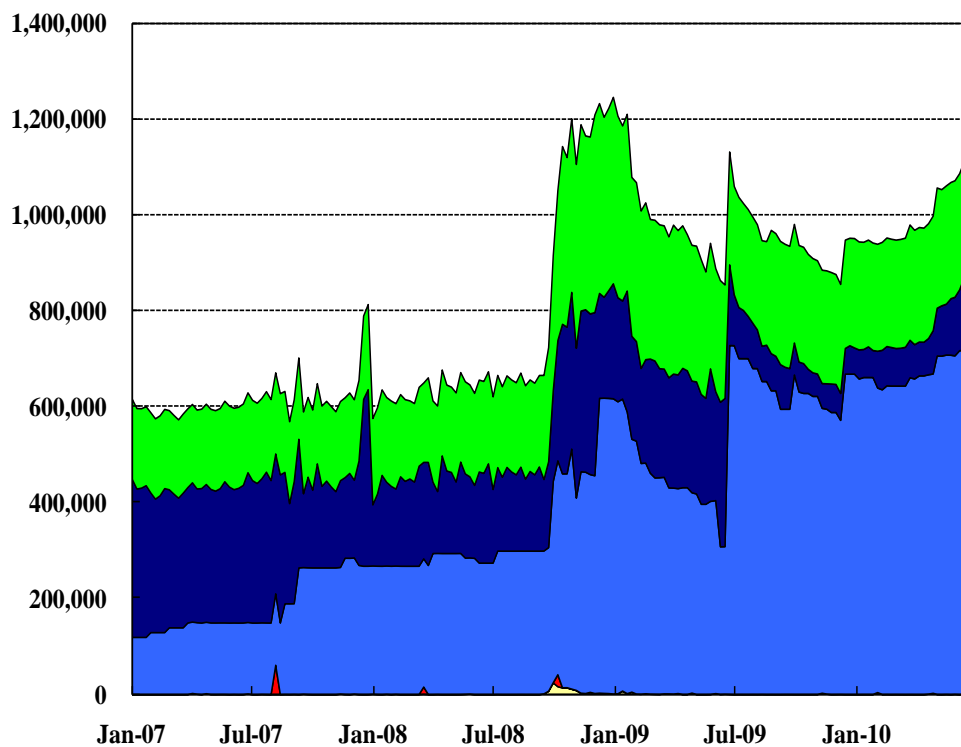
* なお、これ以降の米ドル資金オペの応札は全てゼロ

1-1. 欧州金融市場とECBの対応

資料: ECB

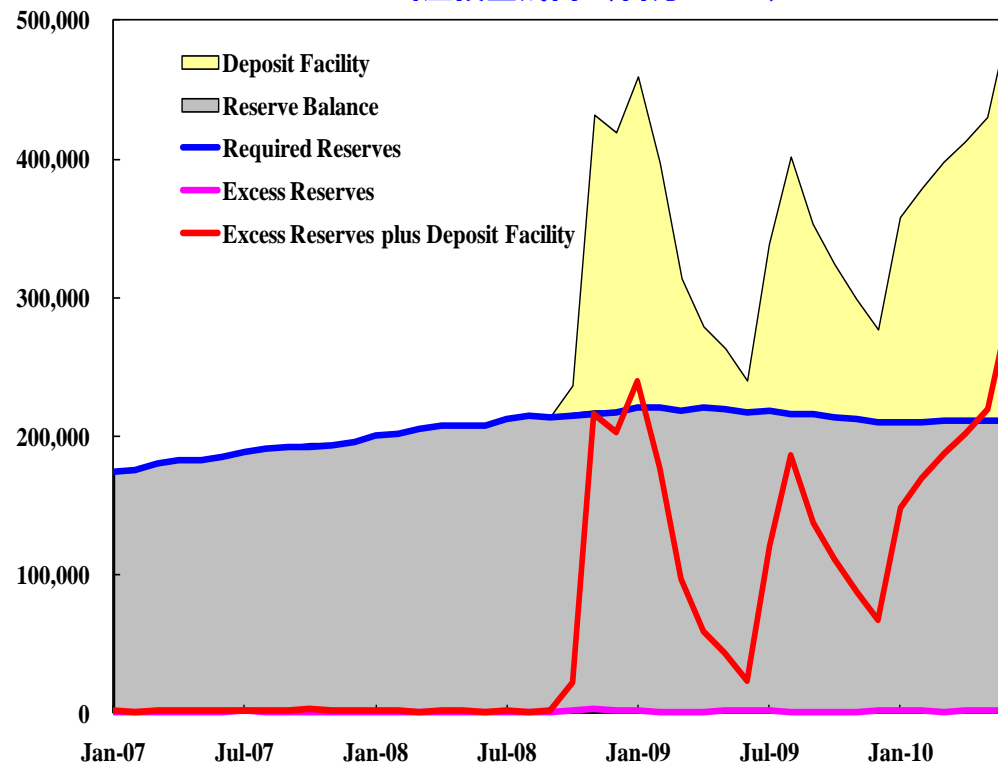
■ ECBの金融調節

オペの種類別残高 (百万ユーロ)



- Marginal Lending Facility
- Long-Term Refinancing Operations
- Foreign Exchange
- Fine-Tuning Operations
- Main Refinancing Operations

当座預金残高 (百万ユーロ)

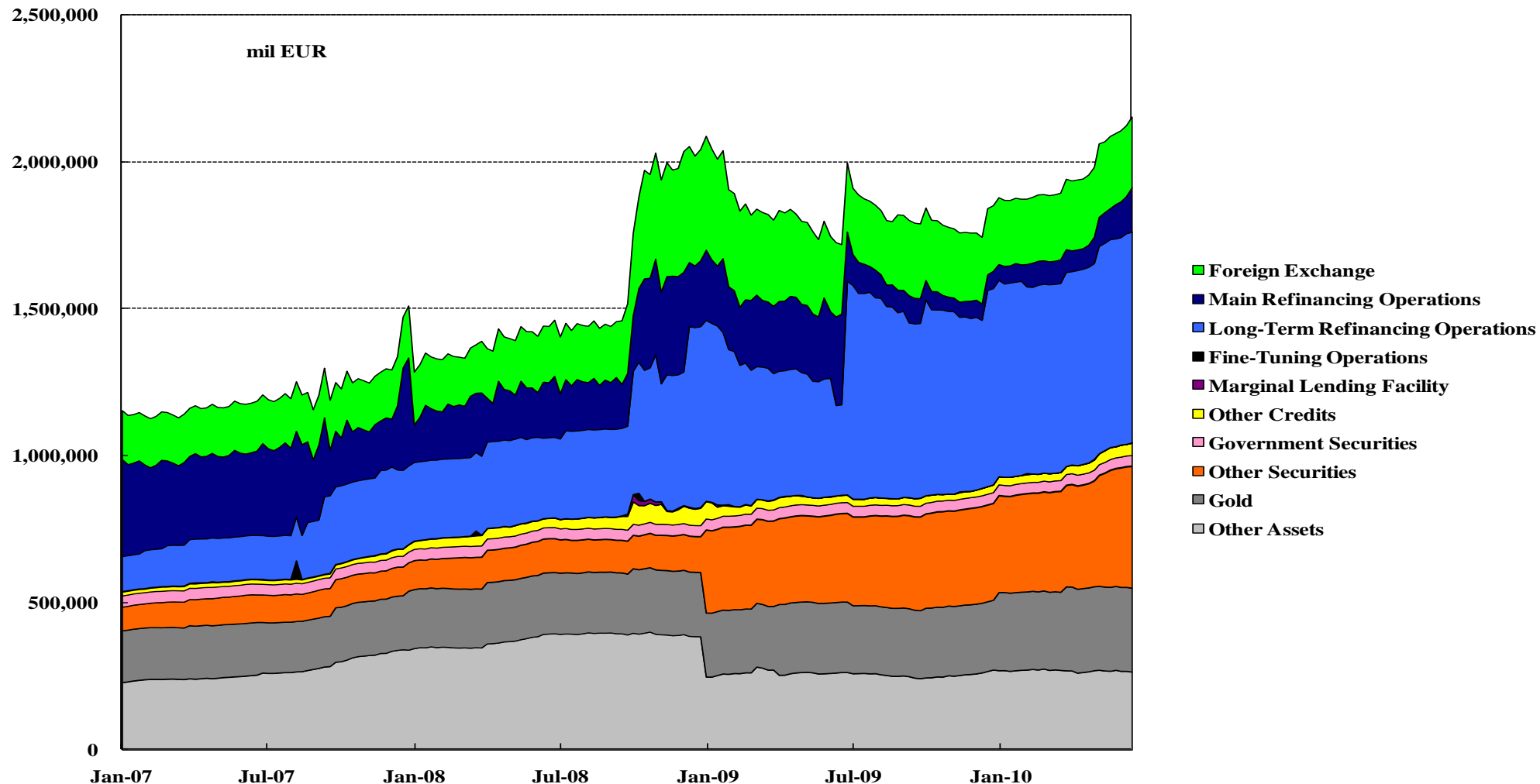


- Deposit Facility
- Reserve Balance
- Required Reserves
- Excess Reserves
- Excess Reserves plus Deposit Facility

1-1. 欧州金融市場とECBの対応

資料: ECB

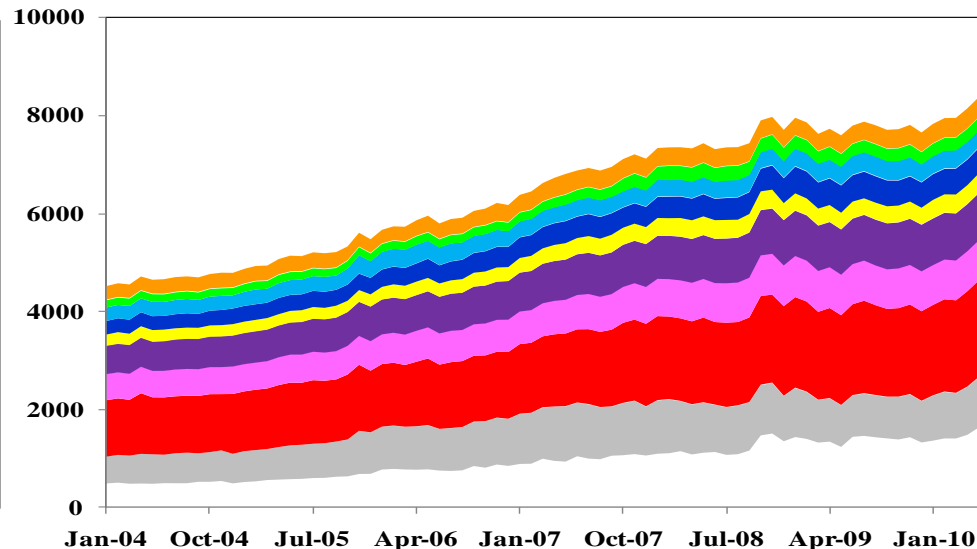
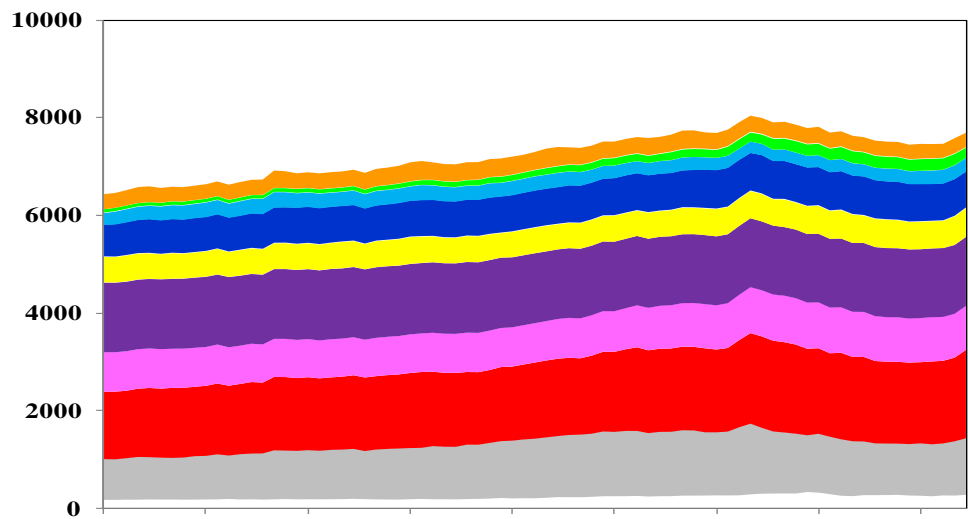
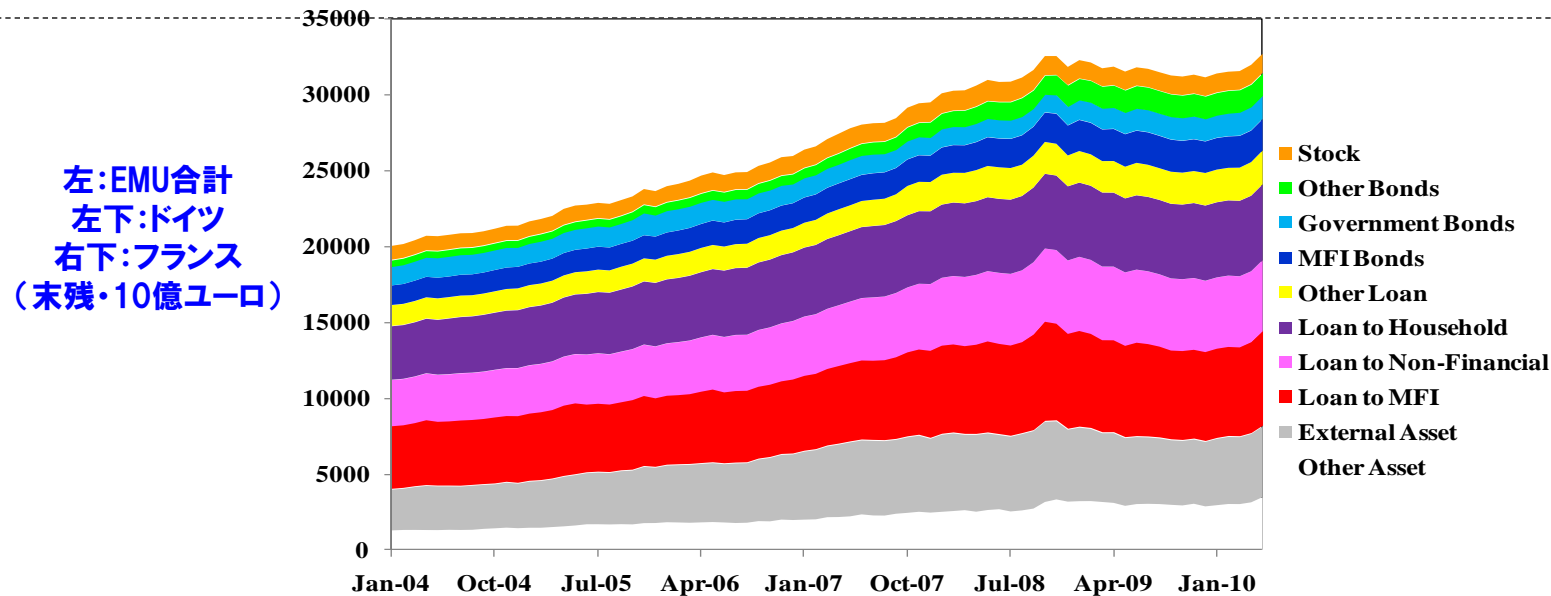
■ ECBのバランスシート (百万ユーロ)



1-1. 欧州金融市場とECBの対応

■ 欧州金融機関のバランスシート

資料: ECB

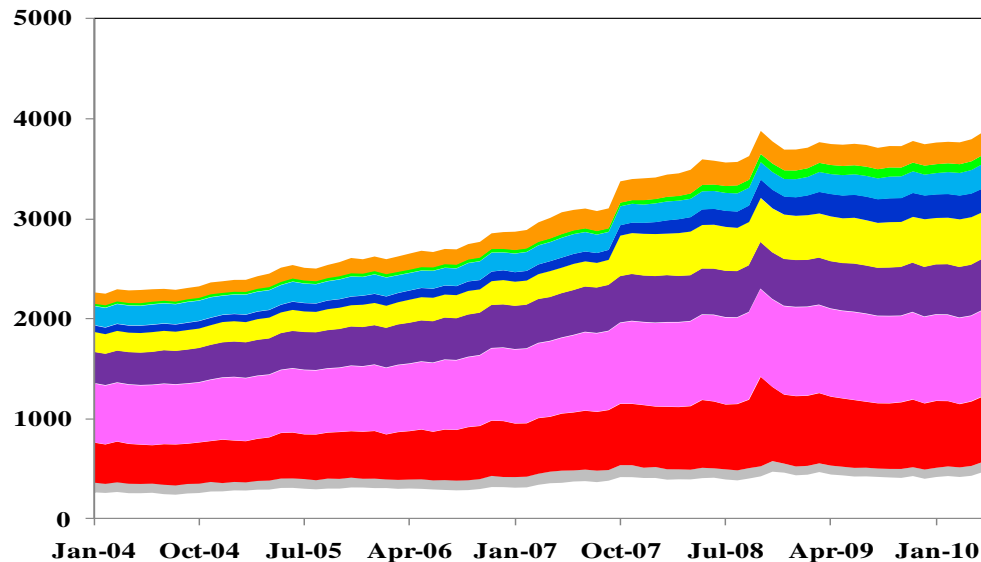
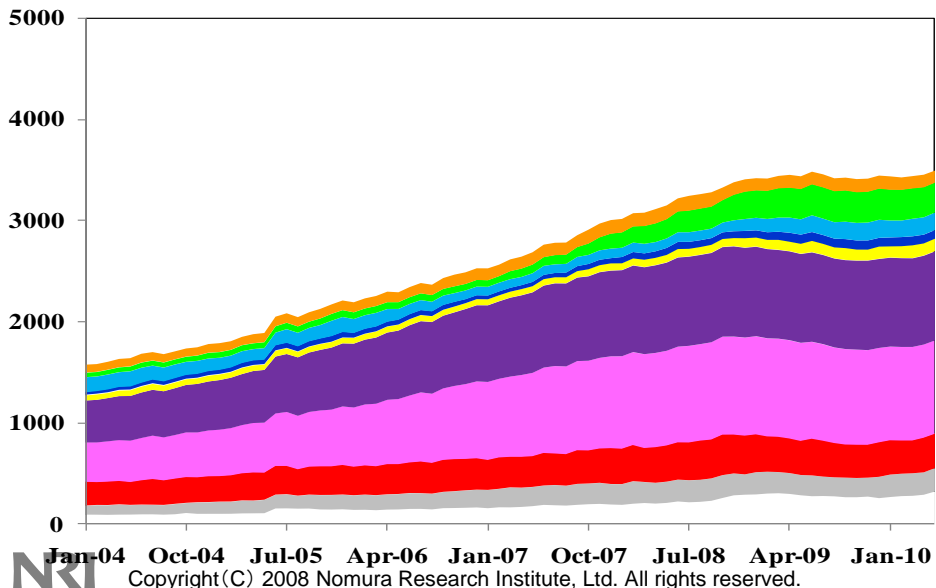
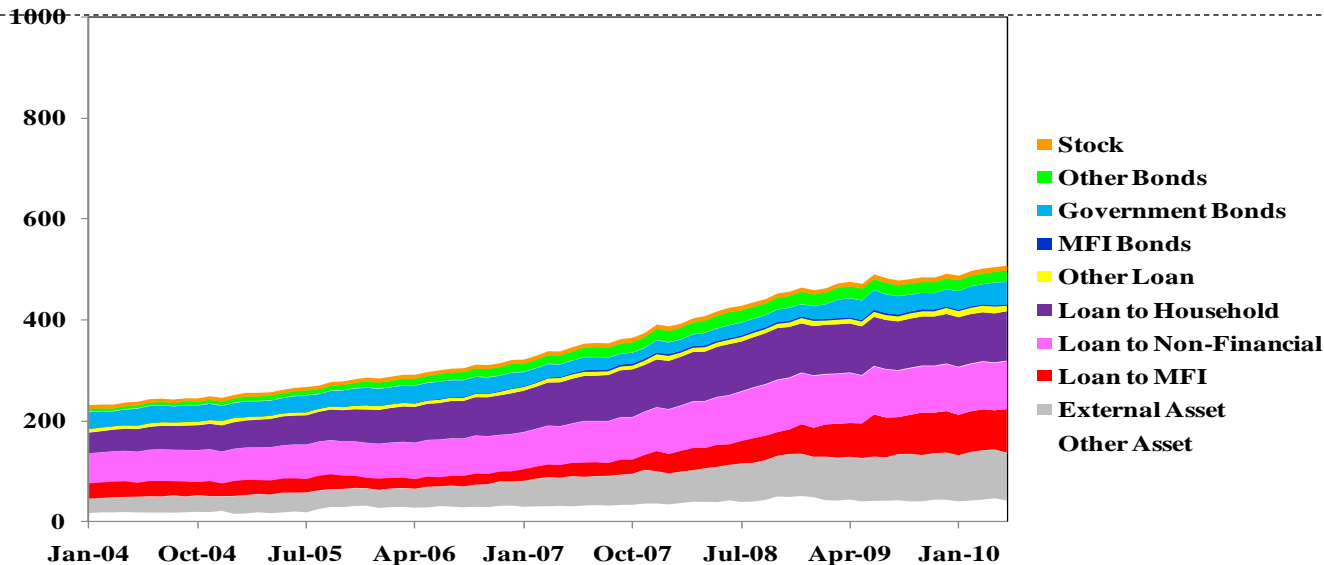


1-1. 欧州金融市場とECBの対応

■ 欧州金融機関のバランスシート

資料: ECB

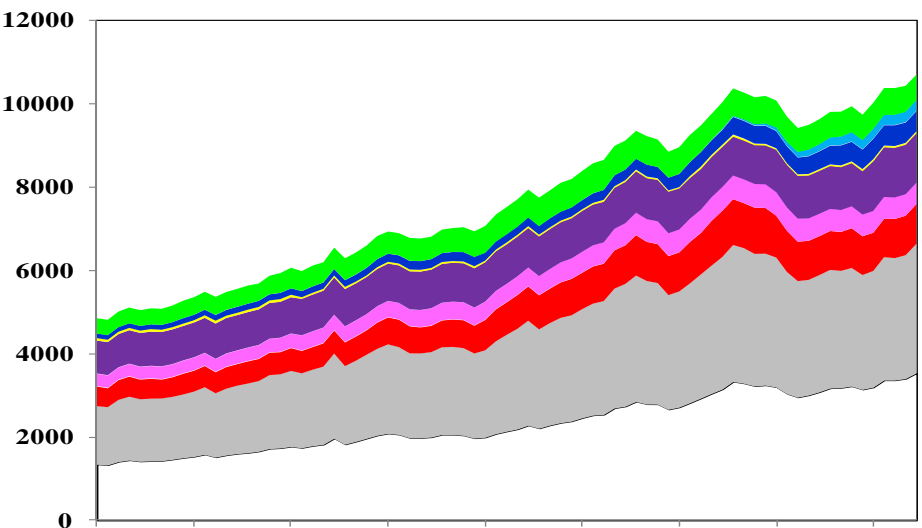
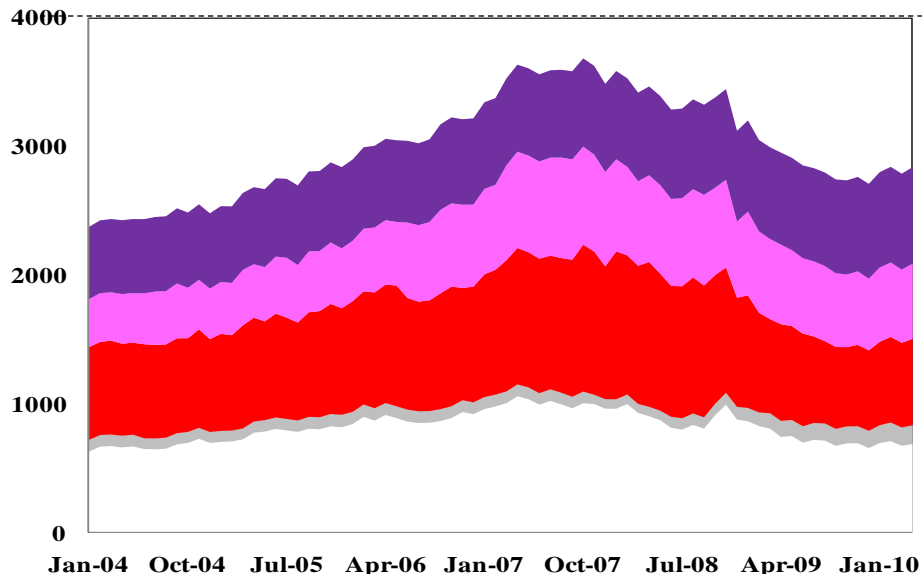
左:ギリシャ
左下:スペイン
右下:イタリア
(末残・10億ユーロ)



1-1. 欧州金融市場とECBの対応

■ 欧州金融機関のバランスシート

資料: SNB, BOE, ECB



大手金融機関における資産圧縮の動き

	実績
スイス	・2大銀行の総資産: 2.34兆フラン(07年末)→ 1.50兆フラン(10/3月末) <約36%減少>
英国	・主要金融機関*の総資産: 9.28兆ポンド(08年末)→ 7.40兆ポンド(09年末) <約20%減少>

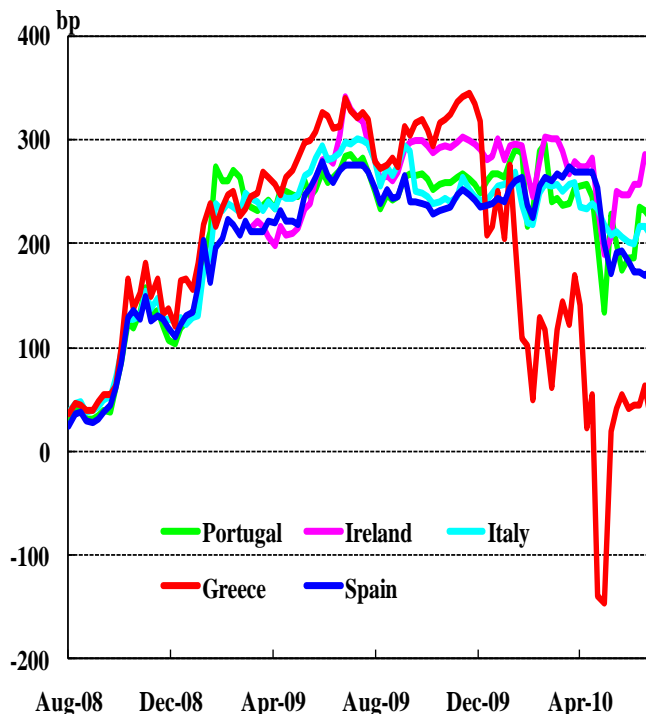
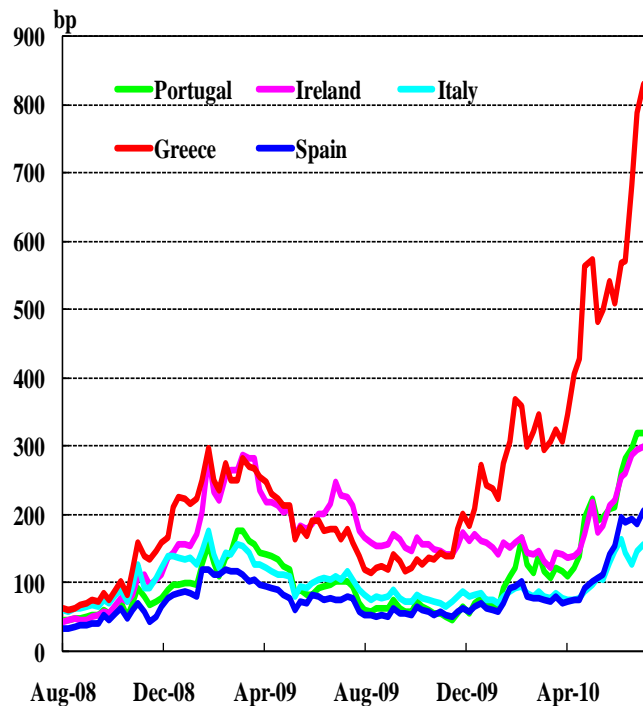
* Santander, Bank of Ireland, Barclays, CFS, HSBC, Lloyds, NAB, Nationwide, Northern Rock, RBSの英国内資産計。

1-2. 欧州国債市場と政策対応

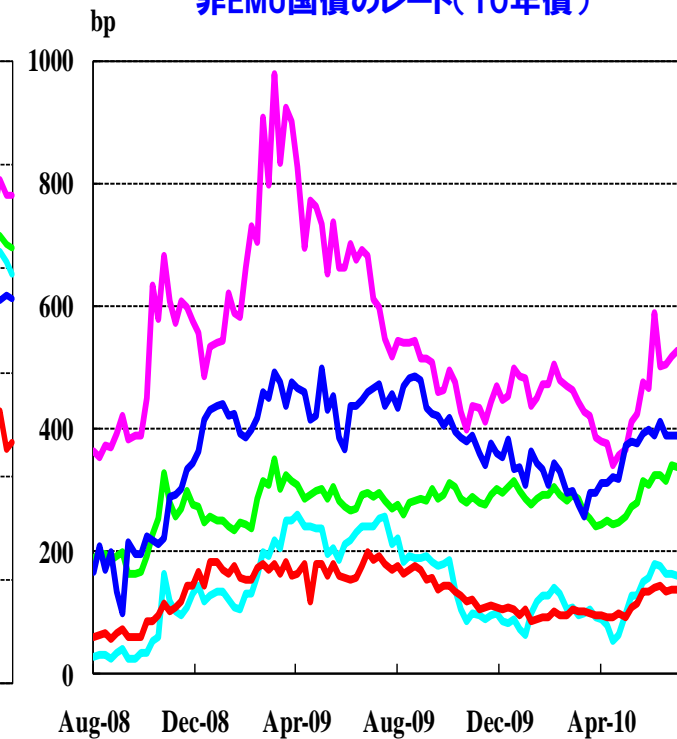
資料: Thomson Reuters

■ 欧州周辺国の国債市場

EMU周辺国債のレート(10年債・および10年-2年のスプレッド)



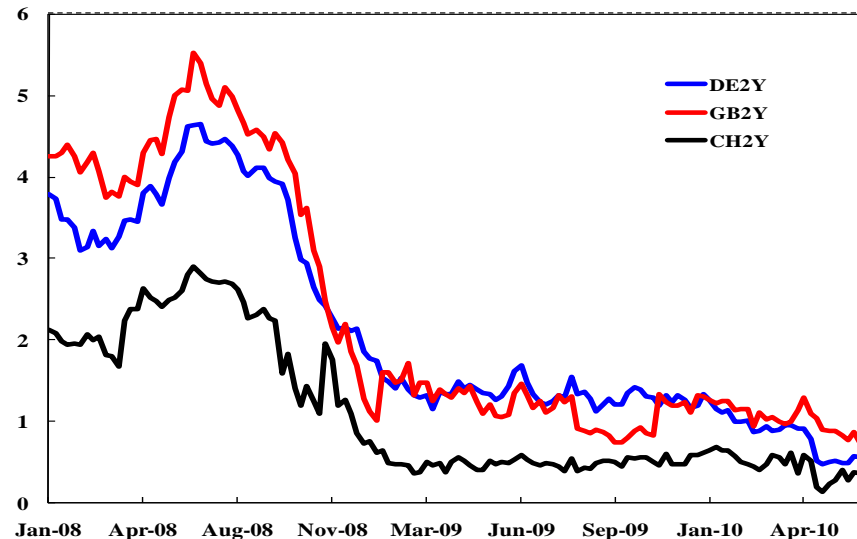
非EMU国債のレート(10年債)



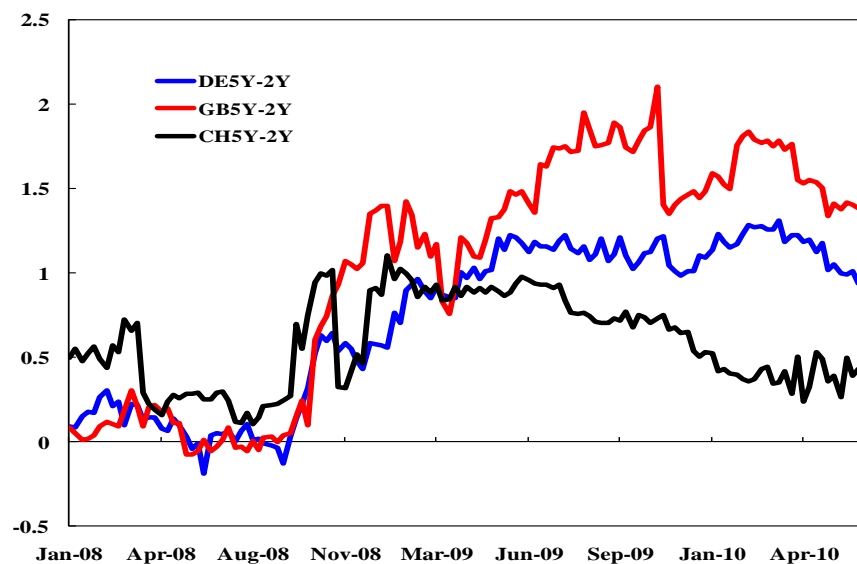
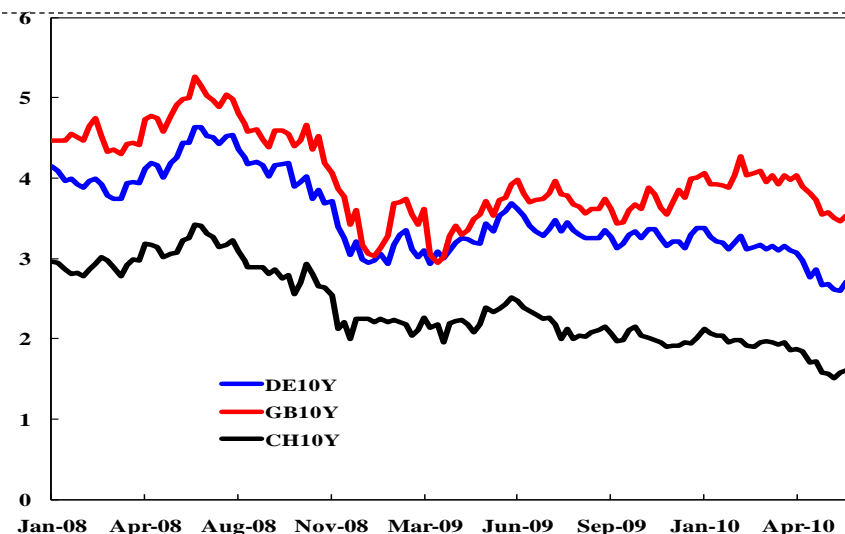
Poland Hungary Czech Slovakia Bulgaria

1-2. 欧州国債市場と政策対応

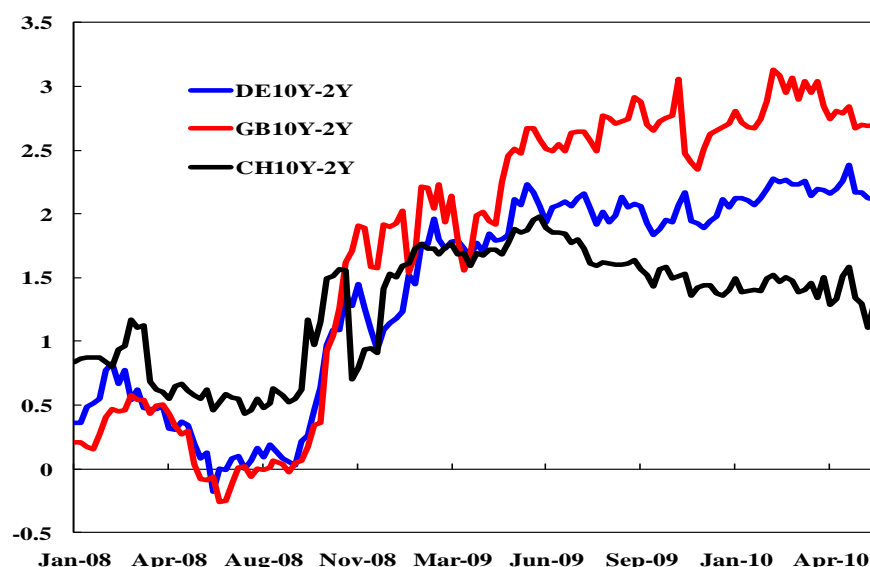
■ 欧州主要国の国債市場



主要国の国債
利回り(%)
(左:2年債)
(右:10年債)



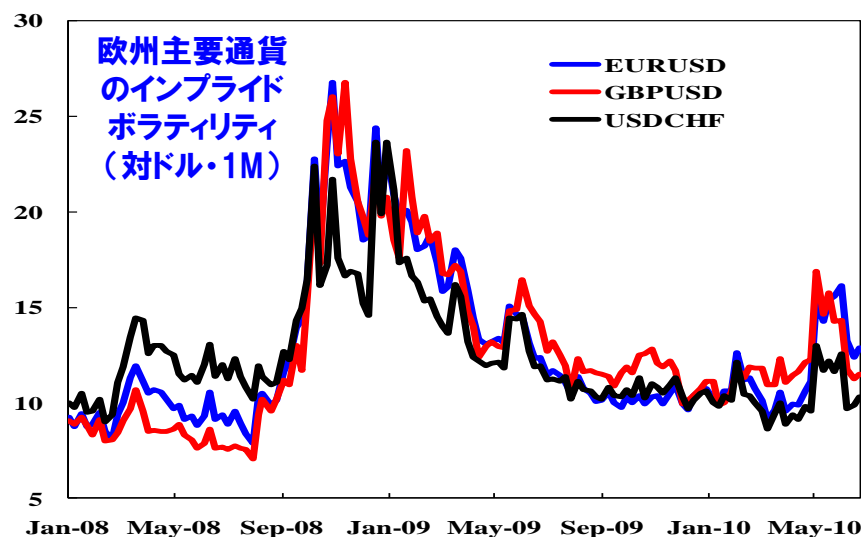
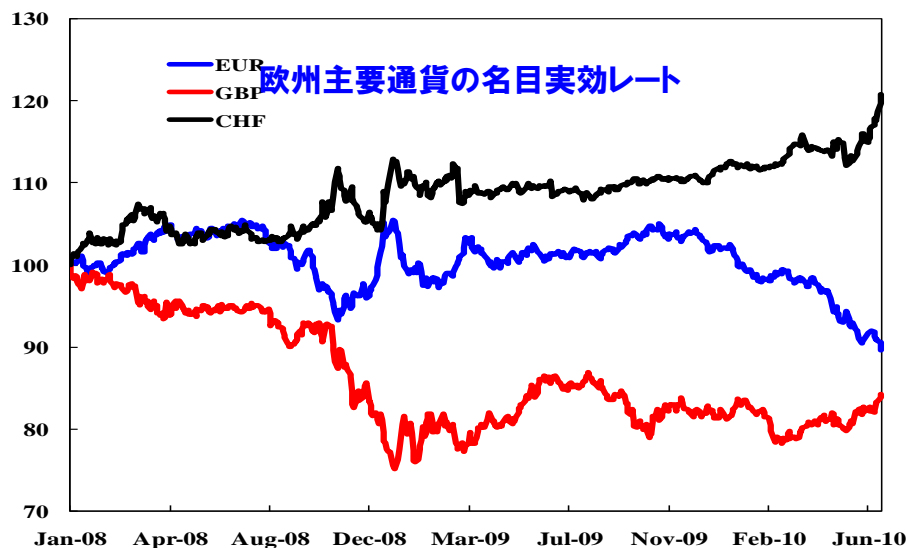
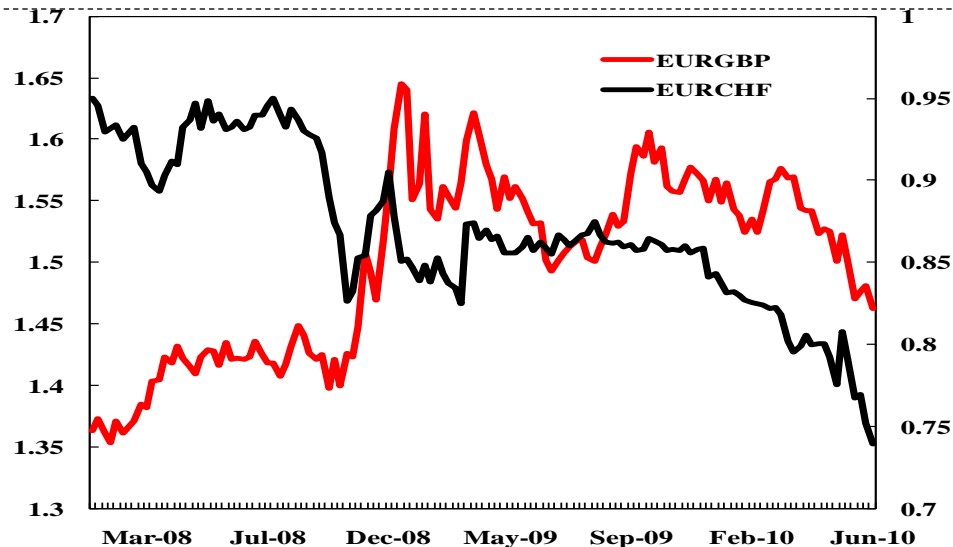
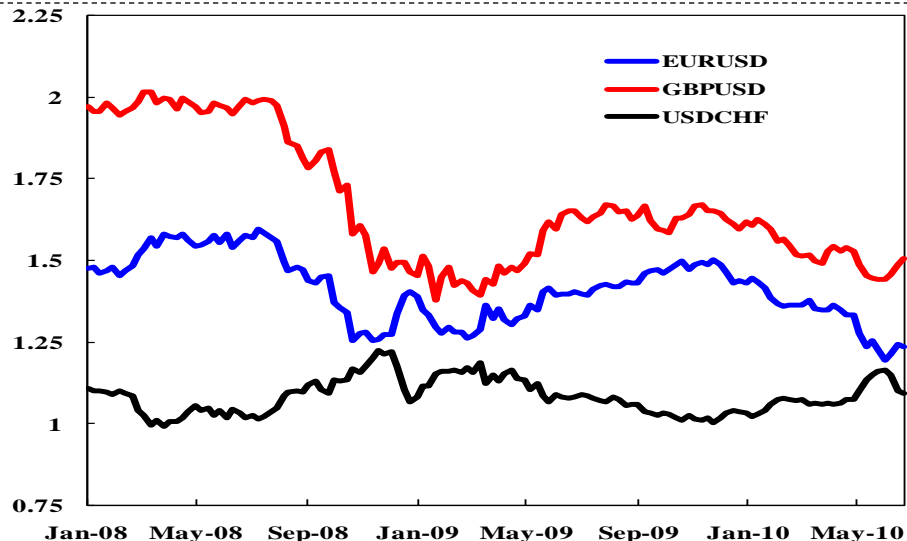
主要国の国債
のスペード
(%ポイント)
(左:5年-2年)
(右:10年-2年)



1-2. 欧州国債市場と政策対応

資料: Thomson Reuters, BOE

■ 欧州通貨市場

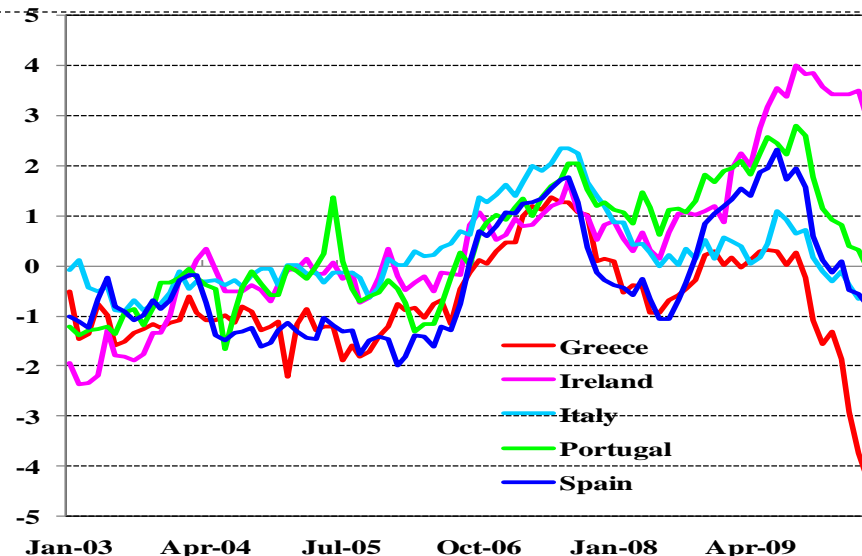


1-2. 欧州国債市場と政策対応

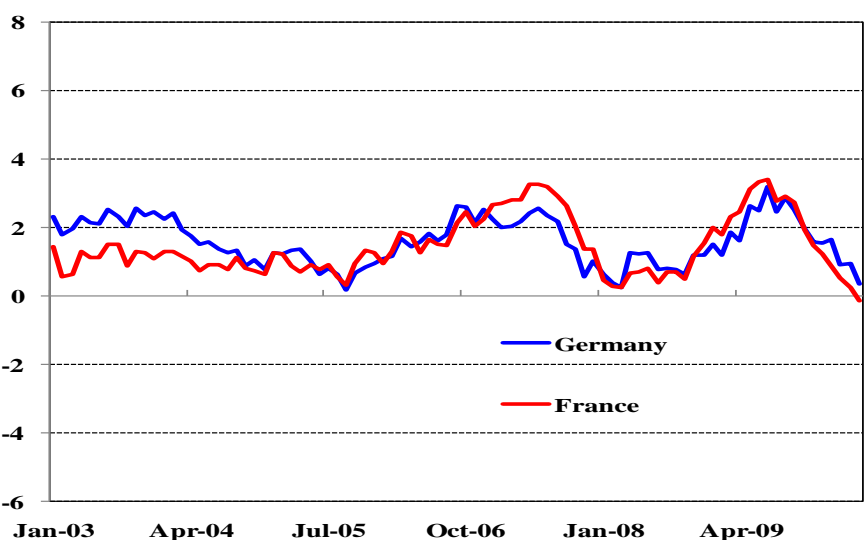
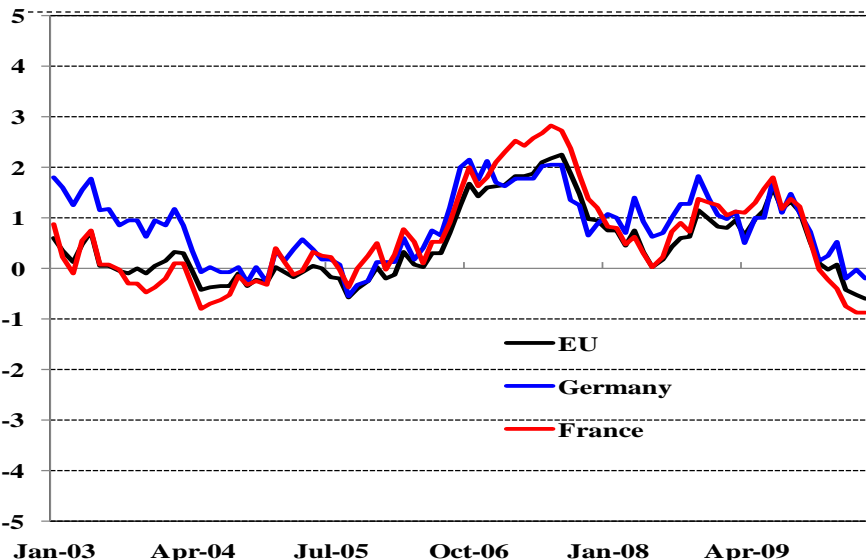
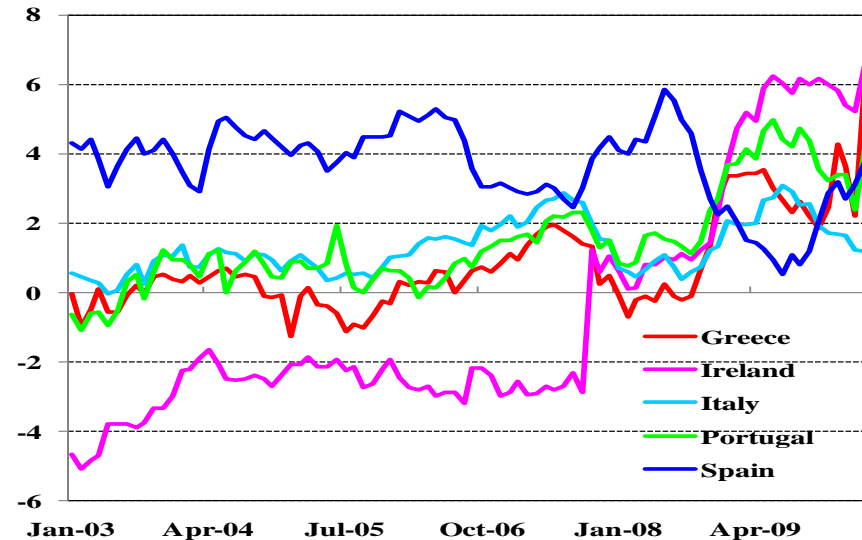
資料: Thomson Reuters

■ 主要国と周辺国の経済パフォーマンス

実質政策金利 (%)



実質国債金利 5年 (%)

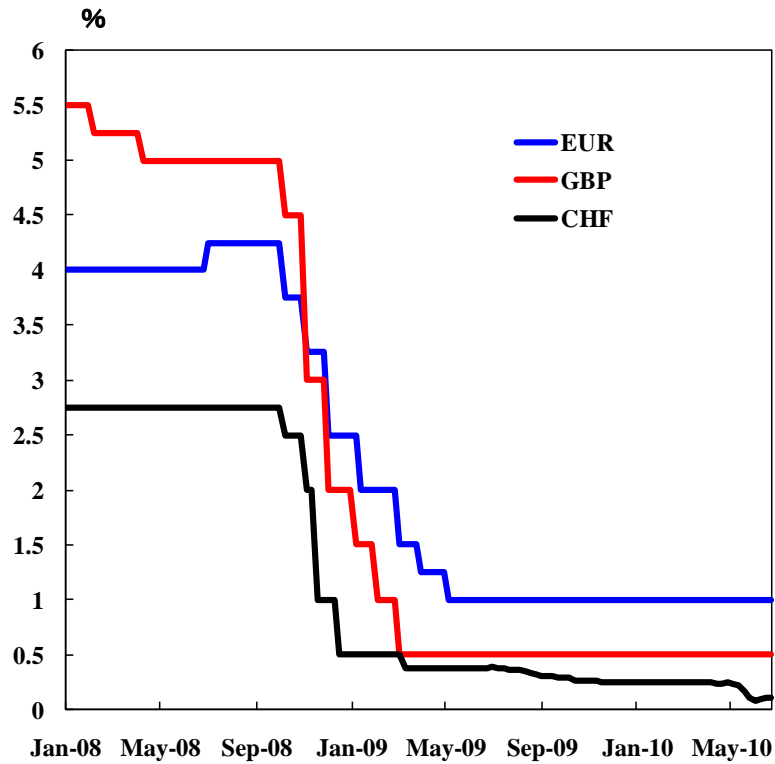


1-2. 欧州国債市場と政策対応

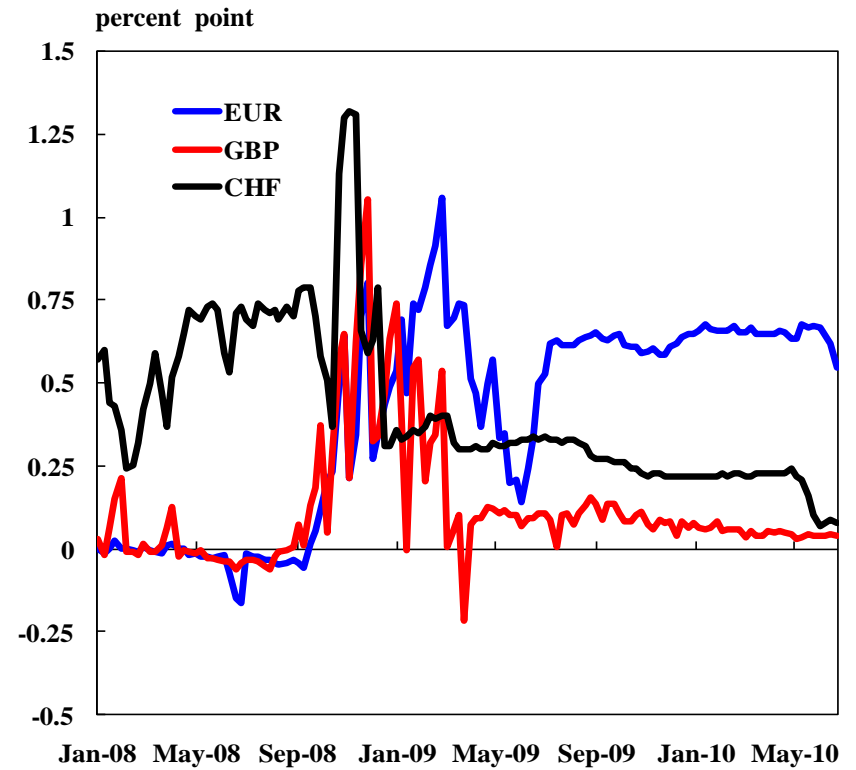
資料: ECB, BOE, SNB, Thomson Reuters

■ 政策金利

主要国の政策金利



政策金利の予想(政策金利 - OISレート1M)



1-2. 欧州国債市場と政策対応

■ Flight-to-qualityの副作用の可能性

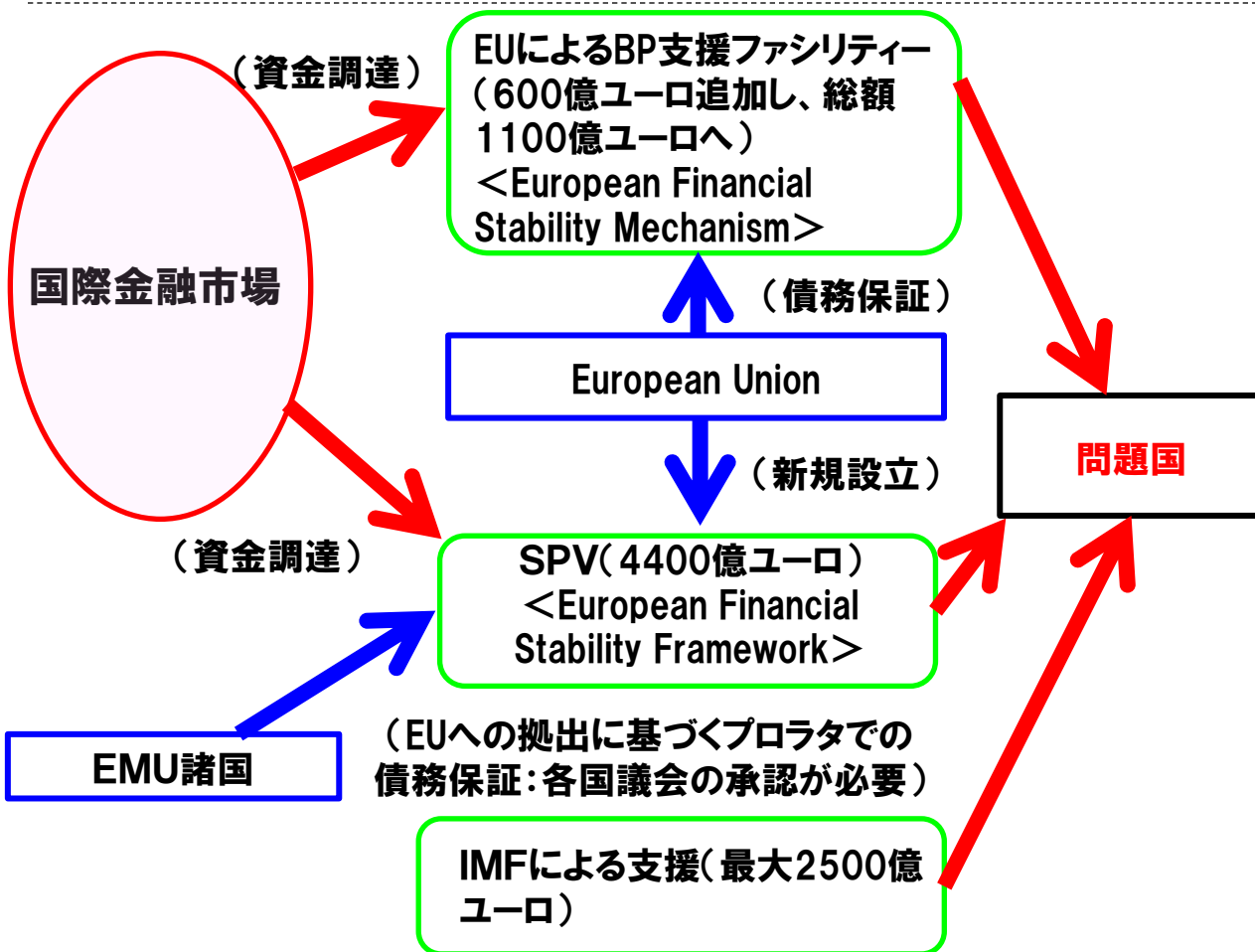
- ドイツやスイスでは、問題国のソブリンリスクの裏返しとしての資金流入が、必要以上に金融緩和的な状況を作ることのリスクを指摘する向きも存在
 - －実際、スイスでは大都市部を中心に住宅価格の上昇が徐々に加速しているとみられ、SNBによるFinancial Stability Report(2010年6月)はこの問題を警告
- まだ深刻な状況にはないものの、この点是对応の難しい問題と言える
 - －スイスの場合、金融政策の自由度はあるが、利上げすると資金流入を加速する招くリスクが存在。また、ドイツの場合はEMUの下で金融政策の自由度はない。
 - －SNBは当面の対応として、金融機関に対する与信管理の厳格化指導(LTVや担保評価などの面)を示唆

(参考) SNBによるFinancial Stability Report(2010年6月・抜粋)

•...evidence based on a comprehensive analysis of the Swiss real estate and mortgage market reveals initial signs of a build-up of risks. First, growth rates for residential real estate prices and for mortgage loan volumes are relatively high. Second, various indicators point to an increase in competition in this market. Third, quantitative and qualitative data collected by the SNB through a survey during the first quarter of 2010 suggest that high risk-taking in this market is not uncommon. Even though most banks reported no relaxation of their internal lending standards between 2005 and 2009, banks with a significant market share have internal lending standards that stand out in terms of their lack of conservatism.

1-2. 欧州国債市場と政策対応

■ 5/10日に発表された対応策の概要



- 本スキームの総額(7500億ユーロ)が資金調達問題を概ね2年間先送りしうる規模である点は、概ねポジティブに評価されている。
- 当初懸念されていたEMU各国議会の承認も、6月末時点で、一部国の未承認を残すのみとなっていた(ギリシャ、ベルギー、スロバキア、マルタとみられる)
- もっとも、本スキーム自体がリスボン条約の精神に反するとの批判も根強い
 - 法技術的には、ファシリティは融資であり所得移転を伴わない、SPVは間接的かつ「災害支援」に準ずるとの解釈

• なお、市場関係者からは、本スキームが将来の「ユーロ国債」の統一発行に向けたモデルケースとなることに期待する向きもみられる。

1-2. 欧州国債市場と政策対応

■ ECBによるSecurity Markets Program

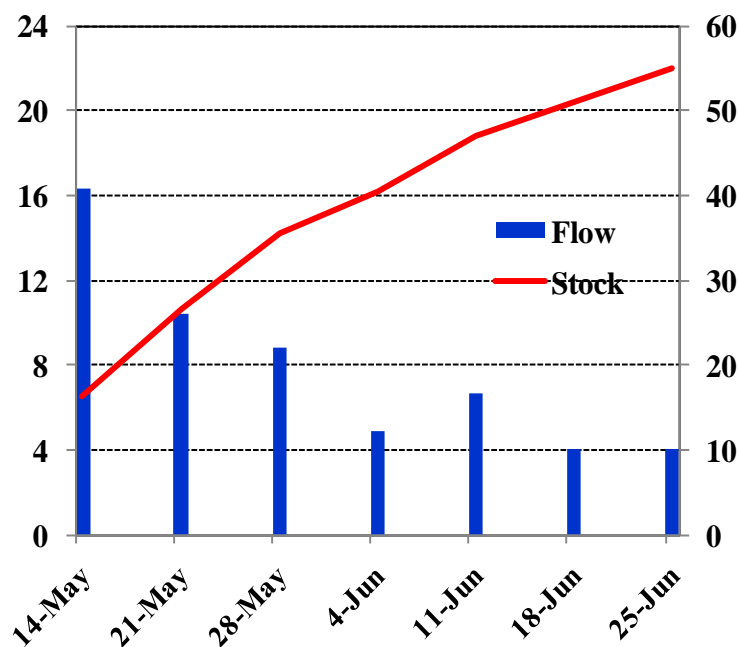
- ECBは、域内市場での債券買入れ(公共債と社債の双方)を理事会の決定により開始することを発表(5/10日)
 - －債券市場の機能不全(mal-functioning)に対応するとともに、金融政策の波及メカニズム(monetary policy transmission mechanism)を回復することが目的と説明
 - －金融政策スタンス自体への影響を回避するため、供給した資金の「不胎化(吸収)」を行うことを併せて表明
- このように、本措置はFRBによる「信用緩和」と少なくとも目的の面では共通
 - －ただし、FRBによる「信用緩和」は資金供給の役割も担っていたのに対し、ECBはこの面を「不胎化」によって排除
- この間、市場関係者は、政策判断におけるaccountabilityを問題視
 - －5/6日の定例理事会後の記者会見で「国債買入れは議論せず」と発言したのは明らかに事実と反しているとして、ECBの信認を毀損するものと批判
 - －さらに、本措置の実施後も一部のNCBから不協和音が聞かれることは、本措置自体への信認も損なうと批判

1-2. 欧州国債市場と政策対応

資料: ECB

■ Securities Market Programの実績と課題

買入れ実績(10億ユーロ)



総資産との対比(億ユーロ・%)

Amounts purchased	551
Total Asset	21542.5
Share	2.6

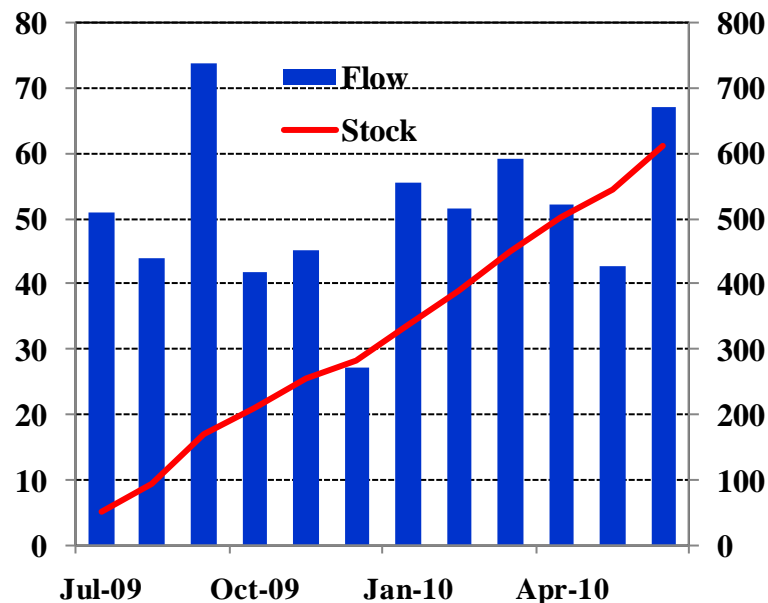
- 実践面で指摘されている主な課題は以下の通り
 - 1) 政策の透明性
 - スキームの詳細(期間、総額、対象銘柄など)や実績の開示を進めるべき(同じく「信用緩和」を実施したFRBのケースと対照的と言える)
 - この点は、今後、国債買入れの対象が拡大した場合には一層大きな問題
 - 2) 取引条件
 - ECBによるビッドが市場実勢から乖離しているため、金融機関が応札しにくい点を問題視する向きも多い

1-3. 欧州クレジット市場

資料: ECB

■ ECBはCovered Bond Purchase Programの事実上の終了を発表(6/30日)

買入れ実績(億ユーロ)



総資産との対比(億ユーロ・%)

Amounts purchased	611.1
Total Asset	21542.5
Share	2.83

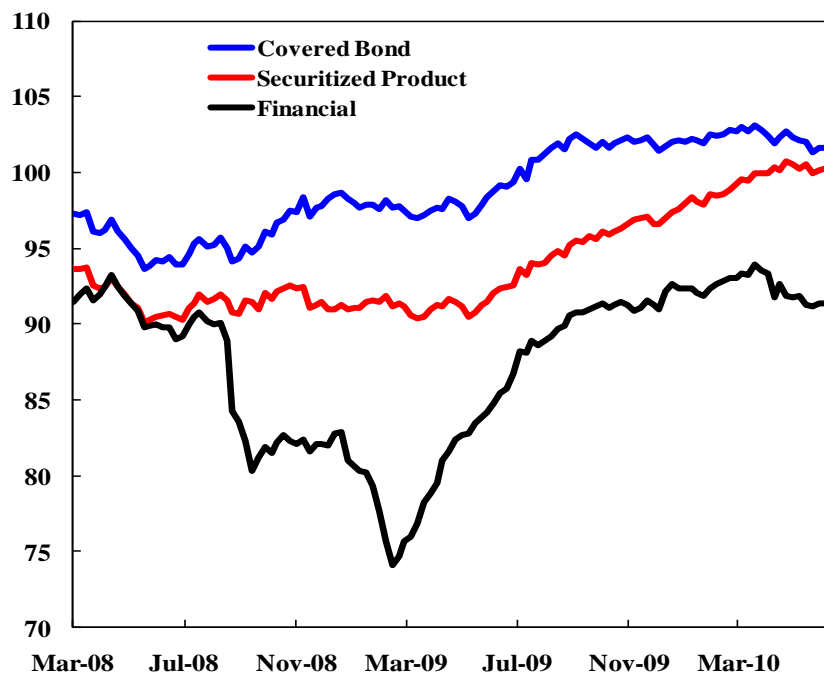
- 2009年6月に公表された買入れ予定額(600億ユーロ)に達した点を発表
- ECBは7月の月報で詳細を報告するとしているが、①買入れ額は、同期間の発行総額の数%に止まったとみられる、②買入れ期間は相場が改善していく局面と一致していた、といった点を指摘できる
- また、実際に買い入れを行ったNCBはCovered Bondを償還まで保有することを明示的に宣言したことも注目される
 —この点は、FRBによるMBS買入れなどと比べて、バランスシートに対する影響が相対的に小さい点が影響しているか

1-3. 欧州クレジット市場

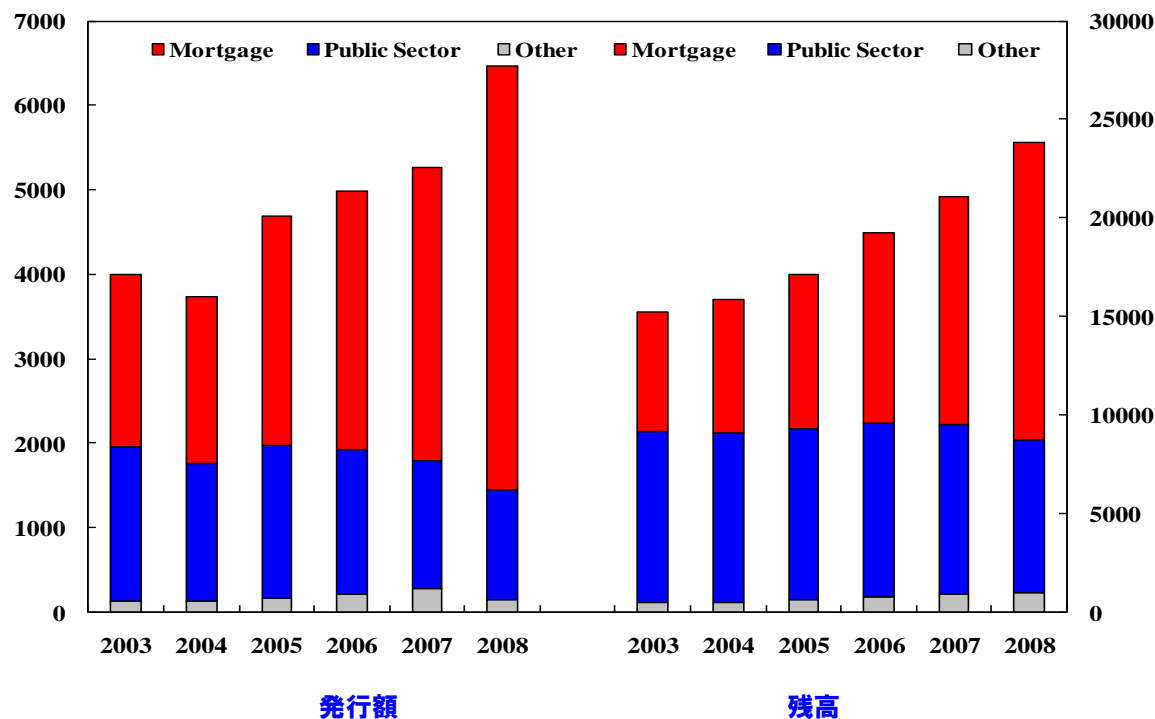
資料: ECBC, Thomson Reuters

■ Covered Bond市場

i Boxx Index



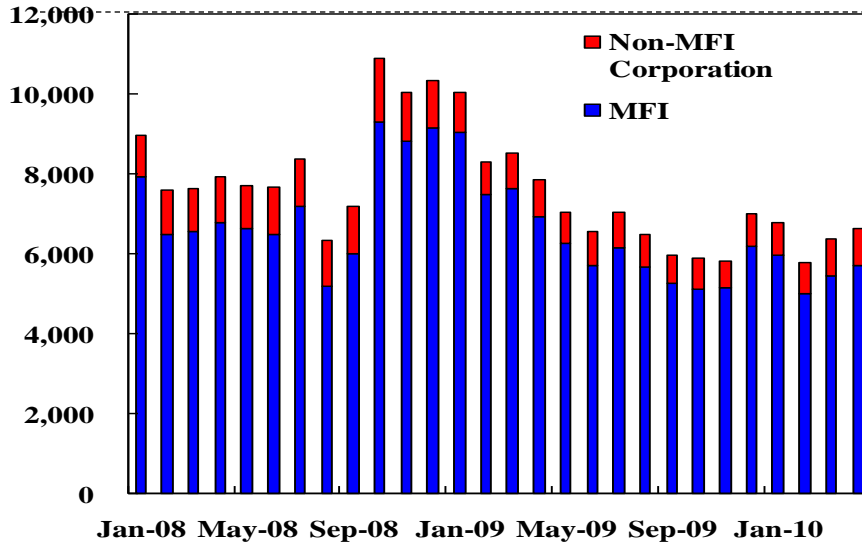
カバードボンドの発行状況(億ユーロ)



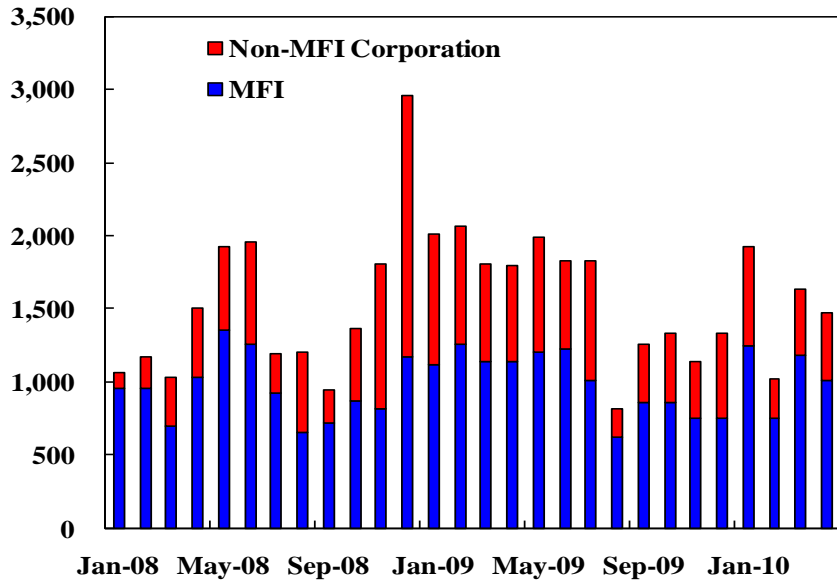
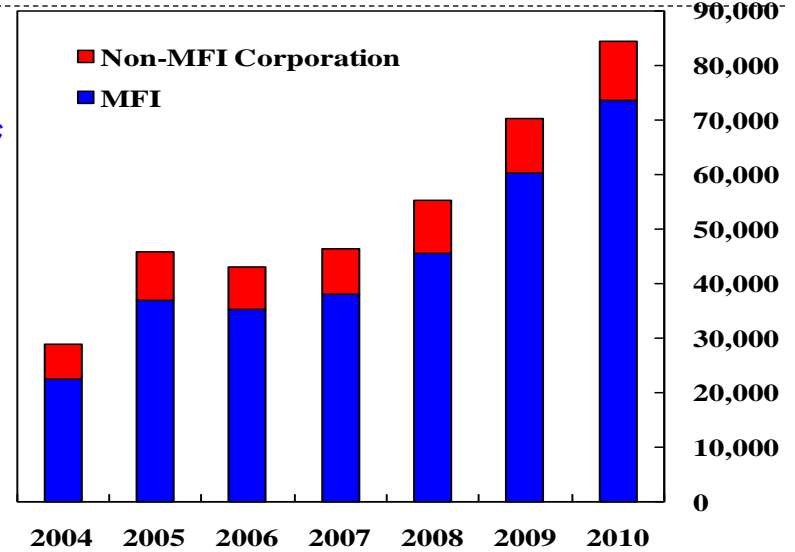
1-3. 欧州クレジット市場

資料: ECB

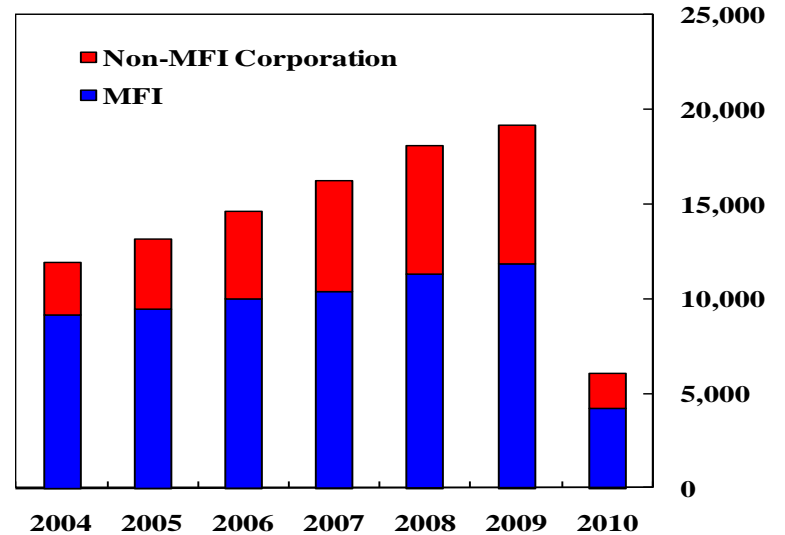
■ 社債発行



短期債発行額(銀行および非銀行法人)
(いずれも単位は億ユーロ)



社債発行額(銀行および非銀行法人)
(いずれも単位は億ユーロ)

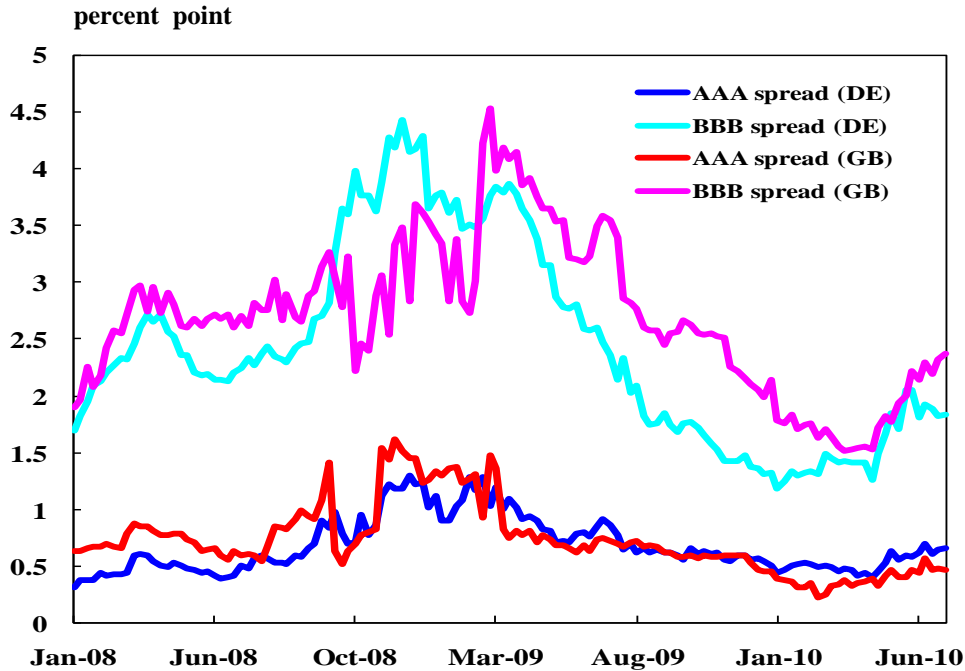


1-3. 欧州クレジット市場

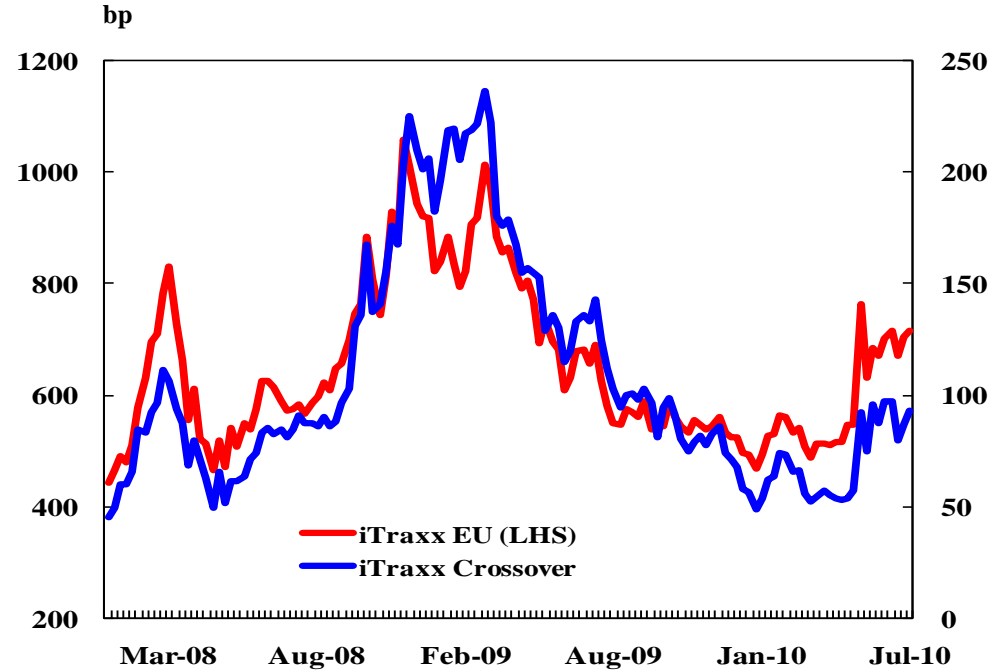
資料: Thomson Reuters

■ クレジットスプレッド

社債レートの対国債スプレッド(AAA格およびBBB格)



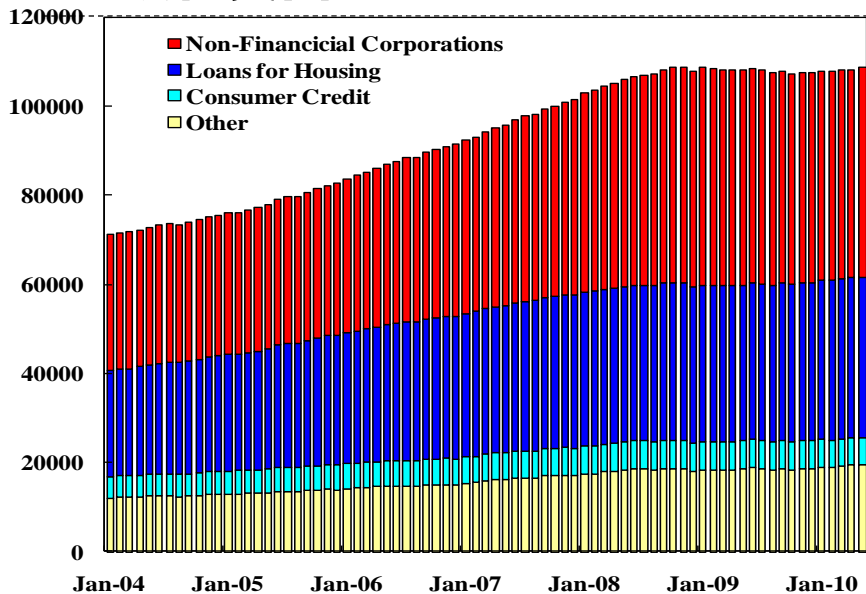
CDSスプレッド(iTraxx CDX)



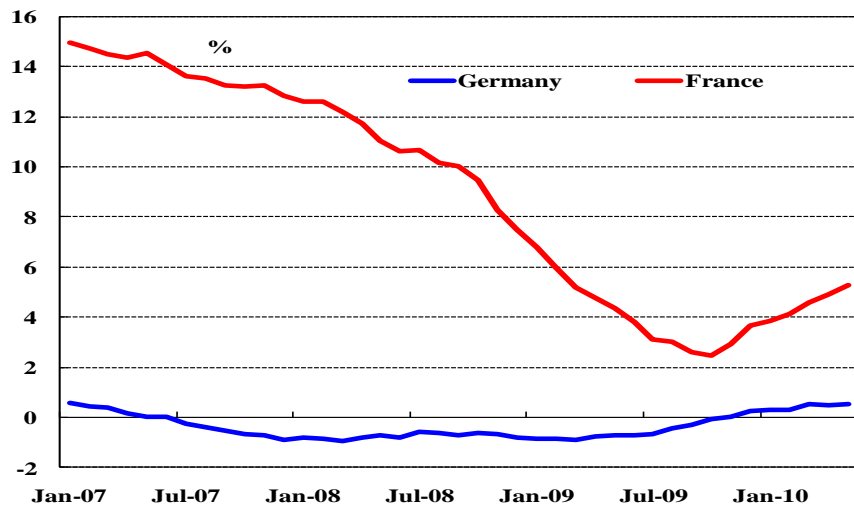
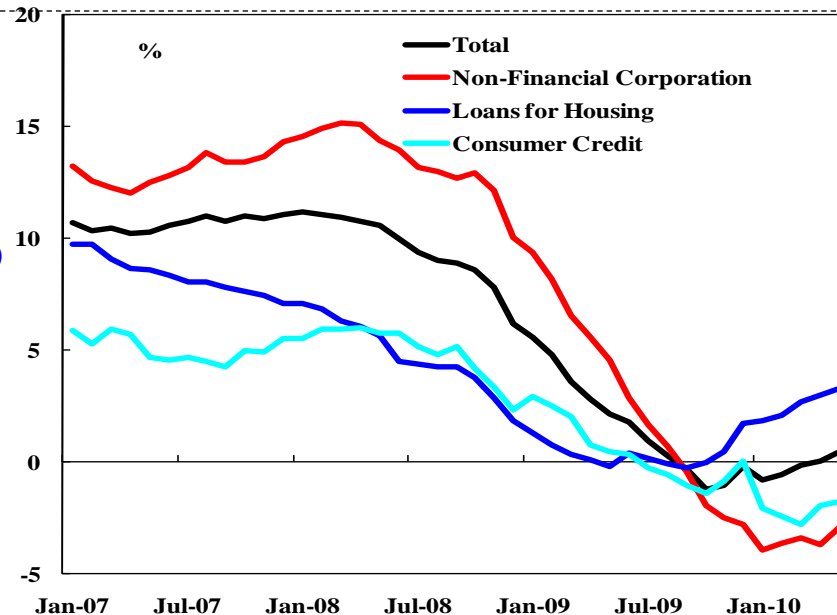
1-3. 欧州クレジット市場

資料: ECB

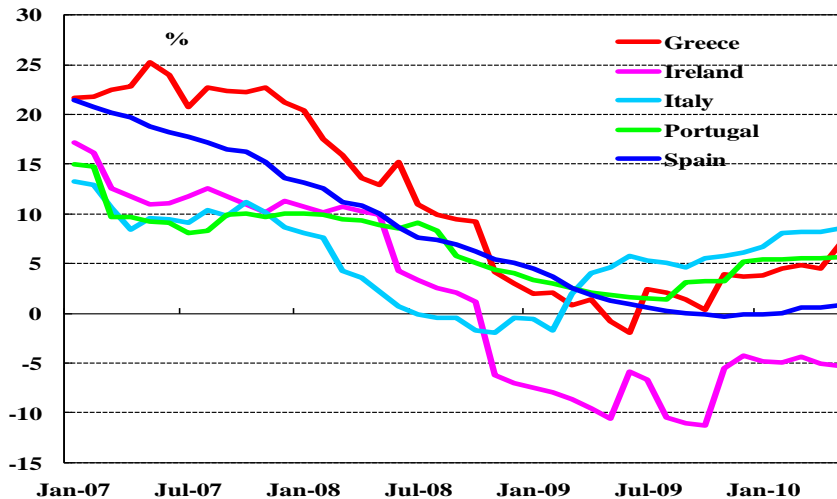
■ 銀行貸出



種別別銀行貸出
(左:残高:億ユーロ)
(右:前年比:%)



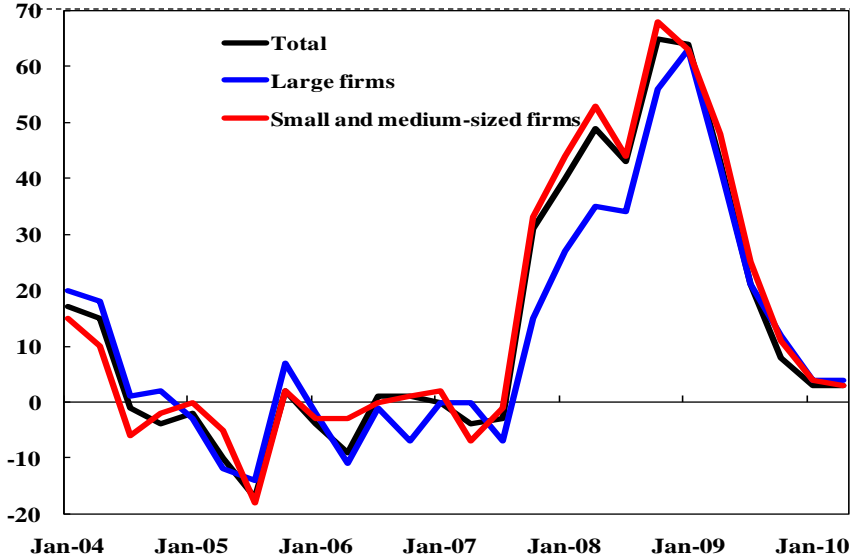
住宅貸出
(前年比:%)



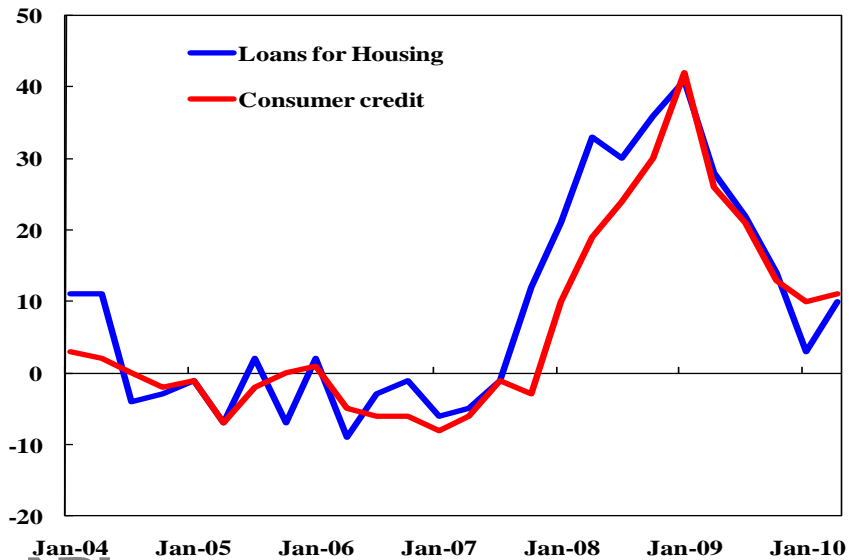
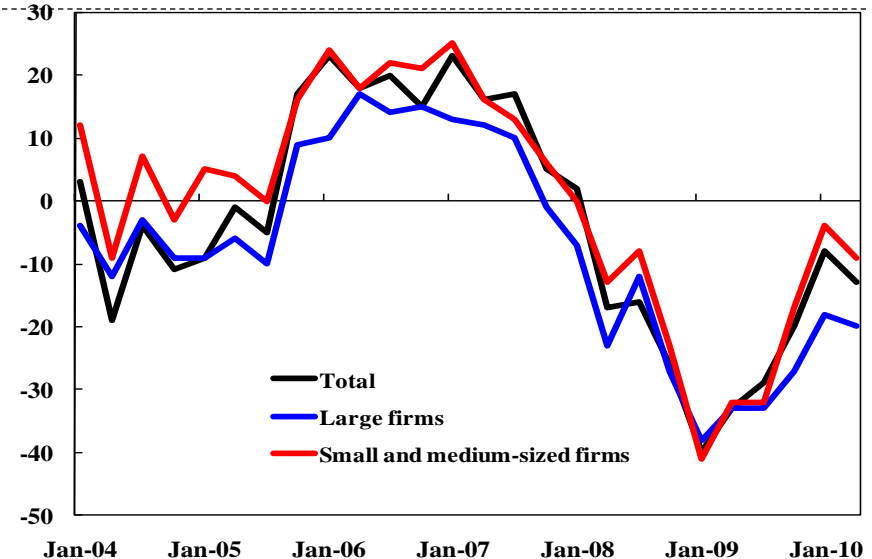
1-3. 欧州クレジット市場

資料: ECB

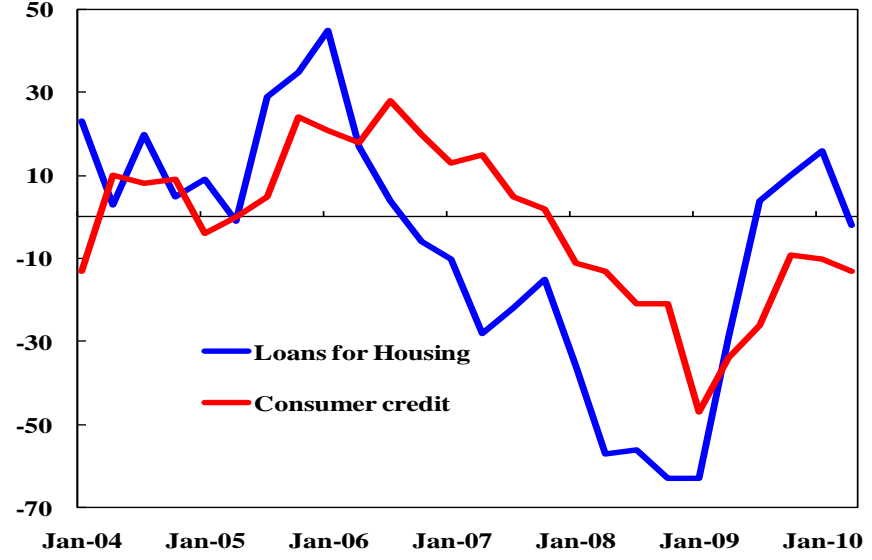
■ 銀行貸出の需要と供給



企業規模別貸出DI
(左:供給)
(右:需要)



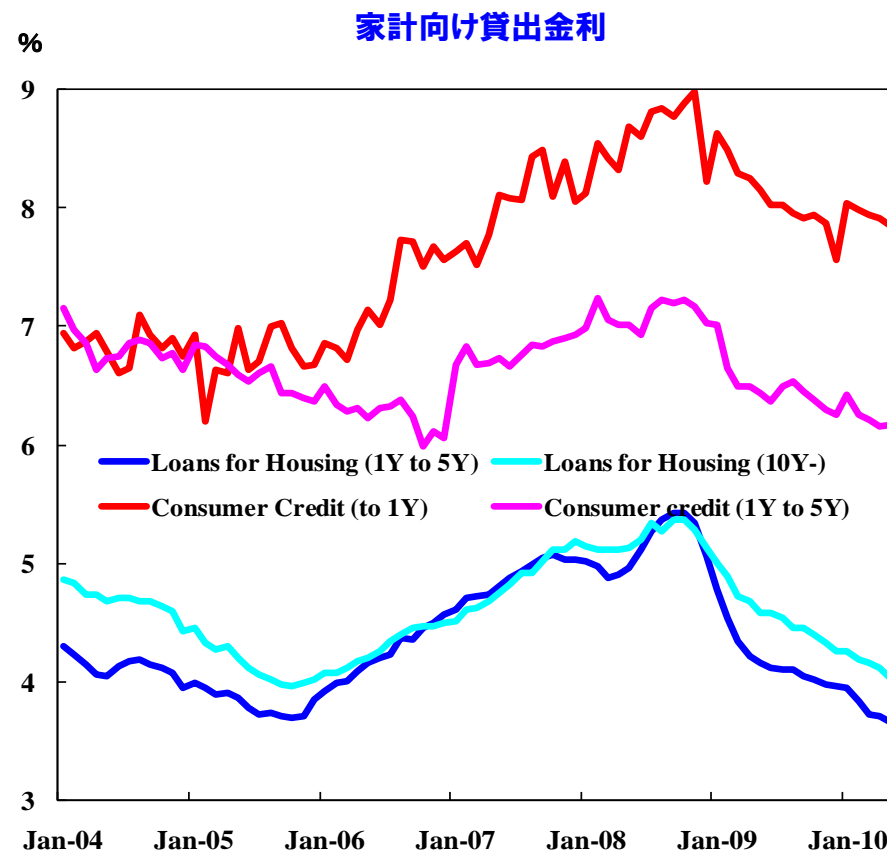
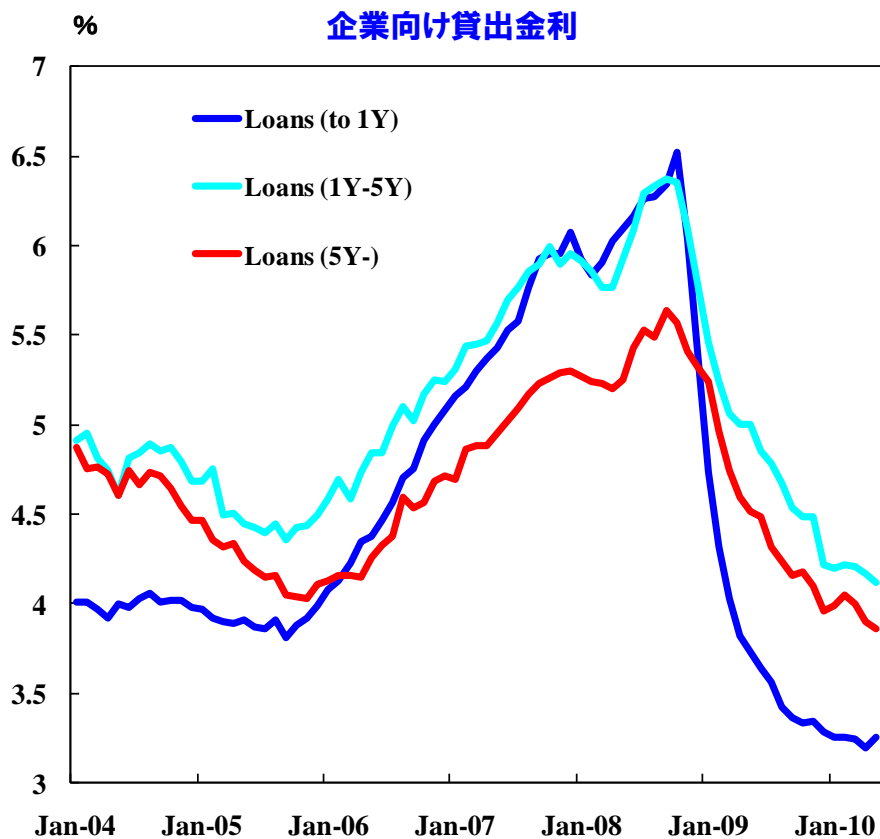
家計向け貸出DI
(左:供給)
(右:需要)



1-3. 欧州クレジット市場

資料:ECB

■ 貸出金利



1-4. BOEによる国債買入れ

■ BOEは、資産買入れ(Asset Purchase Facility)の実行を事実上停止

資料:BOE

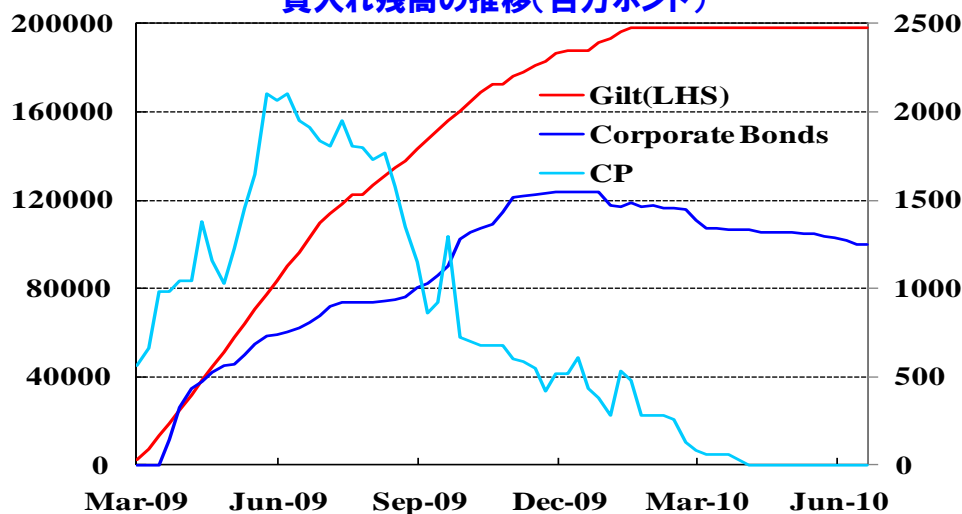
買入れ金額	買入れ期間	対象資産	買入れ方式
<ul style="list-style-type: none"> ・09/1月の公表時には750億ポンド ・その後、 ①09/5月に500億ポンド ②09/8月に500億ポンド ③09/11月に250億ポンド が各々追加され、合計2000億ポンド ・10/2月に買入れ総額がほぼ2000億ポンドに達した後、金額の引上げがなされず、国債買入れは停止している状況(社債はその後も継続)	<ul style="list-style-type: none"> ・導入時には決められていなかった — 金融市場が安定するまで継続するとされた 	<ul style="list-style-type: none"> ・09/1月の公表時には民間債務(CP)を主として想定 — 500億ポンドを民間債務の買入れに充当すると表明 ・09/3月より国債(ギルト債)と社債を追加 — 特に、09/5月に増額した500億ポンド分は、大半を国債に充当すると表明 ・CPは3ヶ月以内、A3格以上 ・社債はBBB格以上 — ただし、政府保証付きの銀行社債は条件なし 	<ul style="list-style-type: none"> ・BOEのオペ先から購入 — 新規発行分と既発行分の双方が対象(社債は既発行分のみ) ・価格は、市場金利をベースにBOEが決定

■ 本ファシリティは、その名称に拘わらず、少なくとも結果的には国債買入れとなった

買入れ残高(2010年6月末現在)

合計: 1995.25億ポンド
Gilt: 1982.75億ポンド
Corporate Bond: 12.50億ポンド
CP: 0.00億ポンド

買入れ残高の推移(百万ポンド)



1-4. BOEによる国債買入れ

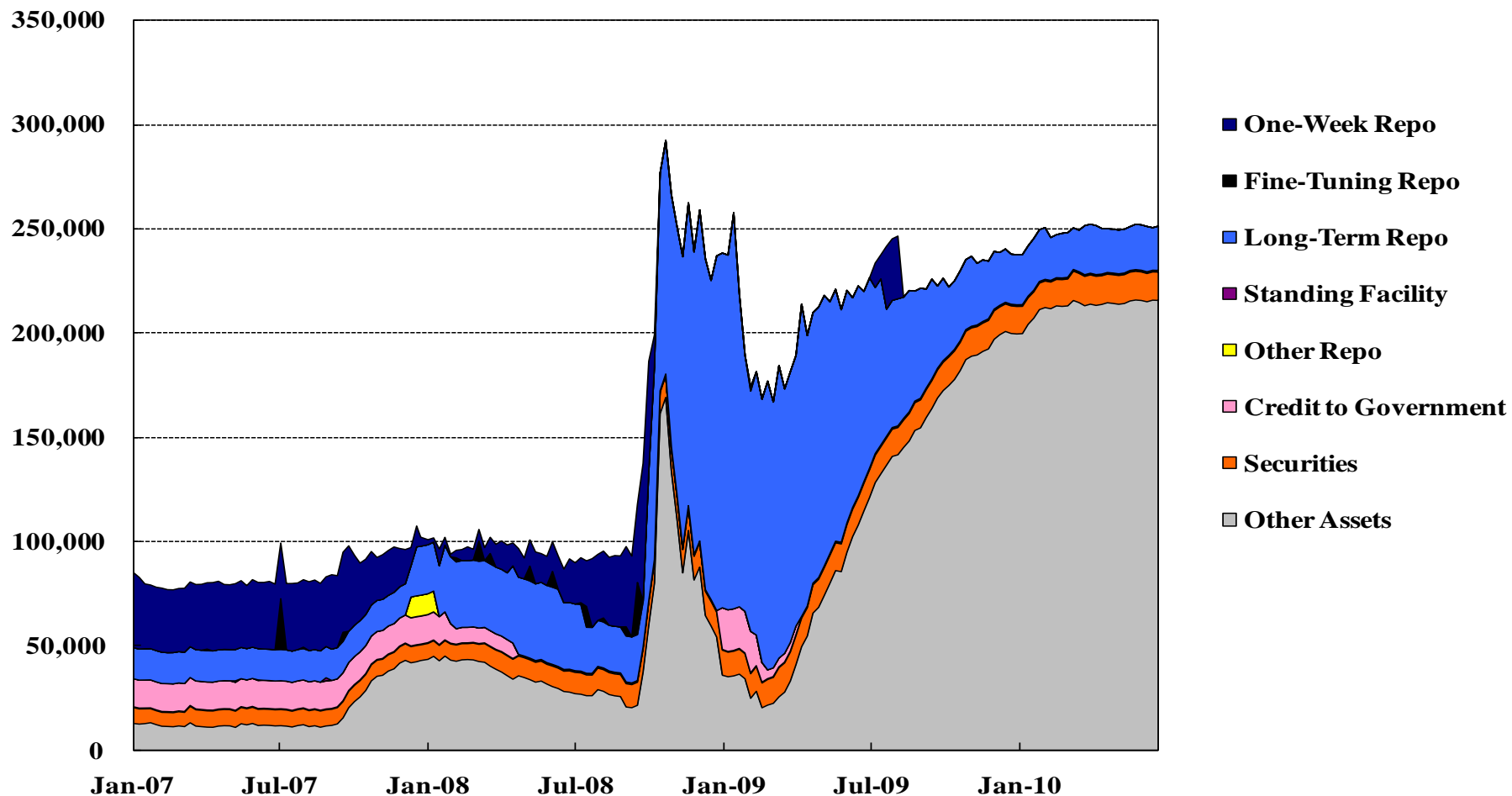
- **少なくとも現時点では、米国に比べて批判は少なかった印象**
 - ・ BOEが「量的緩和」の手段としての性格を強調した点や、BOEが財務省との事前合意に沿って実施した点などが懸念を抑制した可能性
 - ・ また、インフレ率が上昇する中で、事実上停止されたことも評価されている可能性
- **もともと、米国と同じく、保有している国債の扱いが難しい課題として残った**
 - ・ グローバルにソブリンリスクが意識される中で、英国の財政赤字も焦点の一つとなっているだけに、BOEによる国債の「売戻し」が大きな影響を持つリスクが存在
 - ・ また、実体経済の状況はともかく、インフレ率だけ見れば、BOEはG4で最も早く利上げ期待が生ずる可能性も存在
 - －BOEは、金融危機を脱し、金融機関による合理的なリスクテイクが可能な状況にあれば、利上げを進めることによって準備需要は減退するはずであるため、大きな支障にはならないとの考えを示唆。つまり、国債を保有したまま利上げを行うことは、可能かつ問題ないと主張している。

1-4. BOEによる国債買入れ

資料:BOE

■ BOEのバランスシート

(mil GBP)



1-5. SNBによる為替介入

■ SNBは2009年3月以降、スイスフラン売りの為替介入を実施

－スイスフラン(CHF)は、日本円とともに「逃避通貨」として位置づけられ、金融危機の期間を通じて、ストレスが高まるたびに上昇(レートの推移は17ページを参照)。

－金融危機が本格化した2008年初から、スイスフランの上昇が本格化。この間、スイスにとって経済的な重要度の高いユーロ圏との関係でもスイスフランが顕著に増価。

－これに対し、SNBは通貨安定の確保を図るために為替介入を実施すると宣言、2008年3月以降、スイスフラン売り介入に踏み切ったもの。

■ しかし、介入の効果は総じて限定的

－特に介入開始当初は、市場でのサプライズもあって、スイスフランは一時的に反落したが、その後はスイスフランのじり高傾向が復活。

－さらに、昨年末からはユーロの全面安によって、スイスフランの実効レートは再び加速的な上昇に転じている(足許の名目実効レートは、2008年初対比で約2割高い水準)。

1-5. SNBによる為替介入

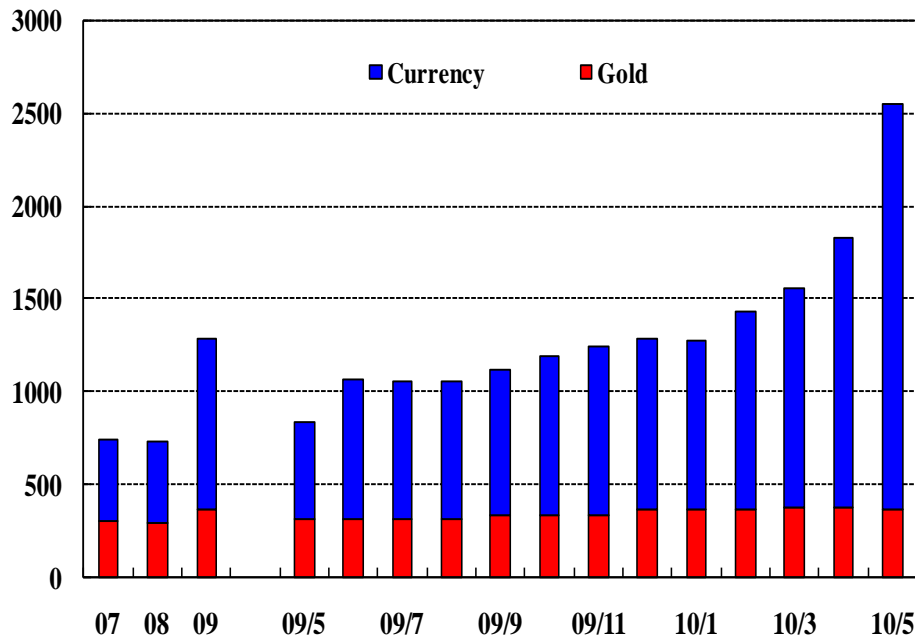
資料:BOE, SNB

■ SNBは、本年春以降に急速に介入額を増やした後、介入の中止を表明

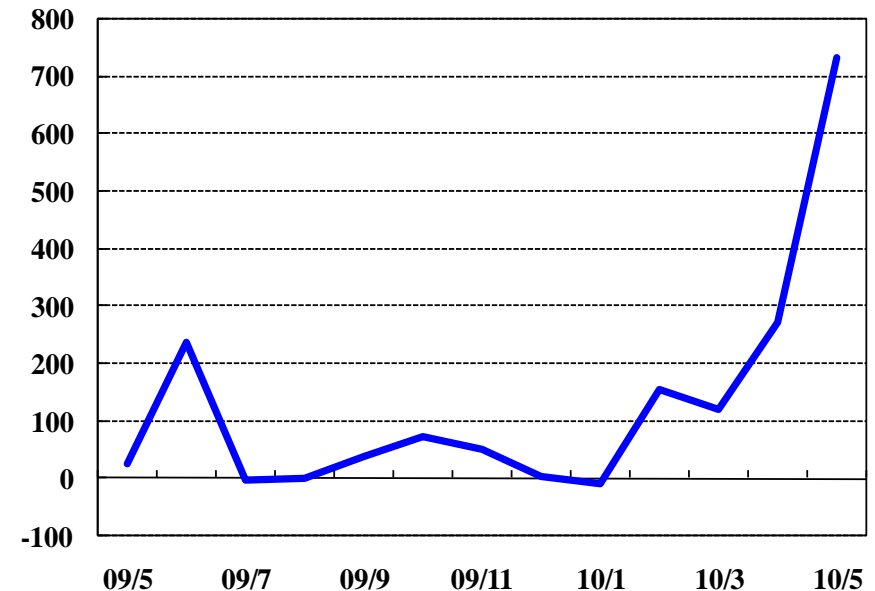
—外貨準備の増減から見る限り、特に本年5月はかなり大きな介入を実施したことが推測される。この結果、外貨準備残高も2500億ドルを超え、(日中両国を除く)アジアの主要な外準保有国に近い水準にまで達した。

—SNBによれば、スイスフラン相場への上昇圧力が続く中で介入を中止するのは、スイスの経済見通しの好転に伴って、中期的なインフレリスクが徐々に高まってきたことによるもの(次頁参照)

外貨準備残高の推移(億ドル)



外貨準備の月中増減(億ドル)

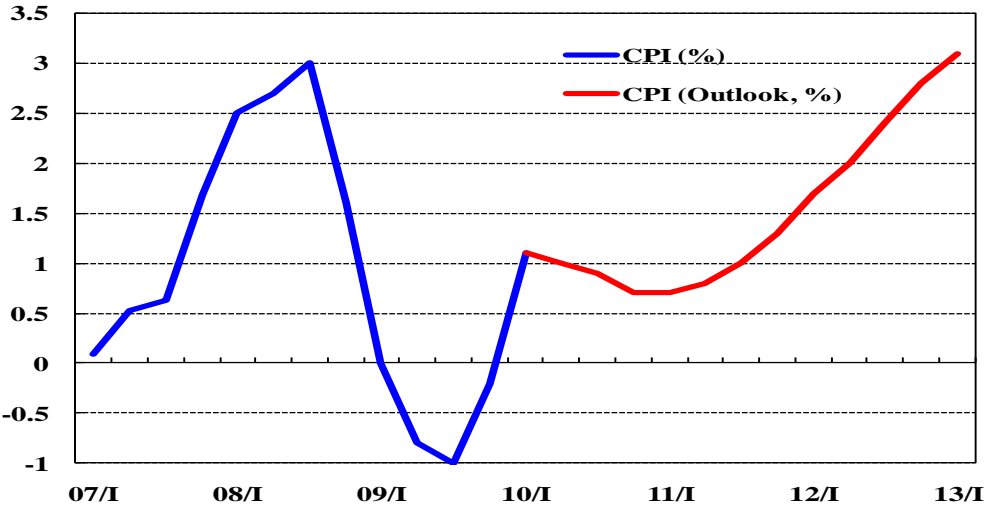


1-5. SNBによる為替介入

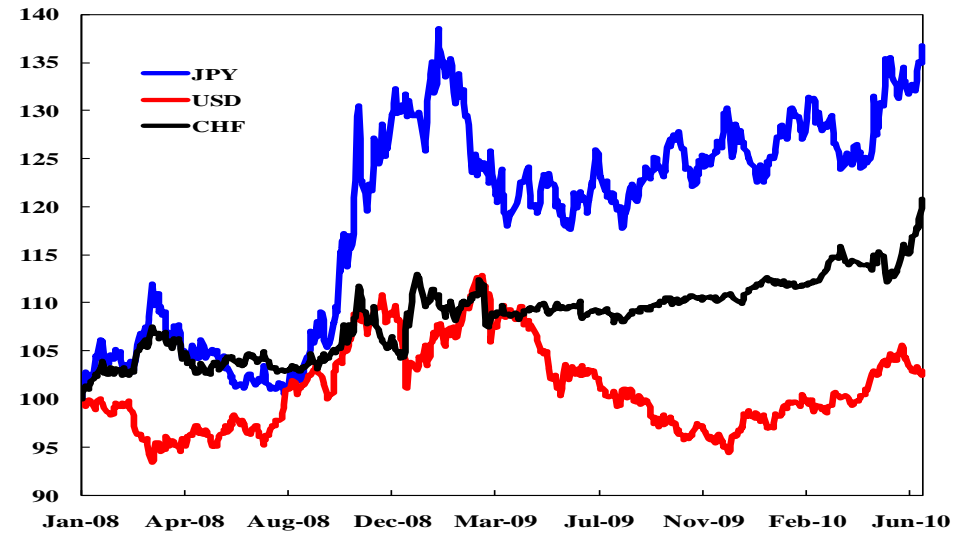
■ 実体経済とスイスフラン相場

資料:BOE, SNB

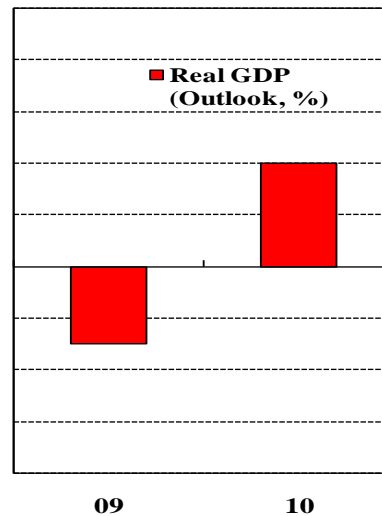
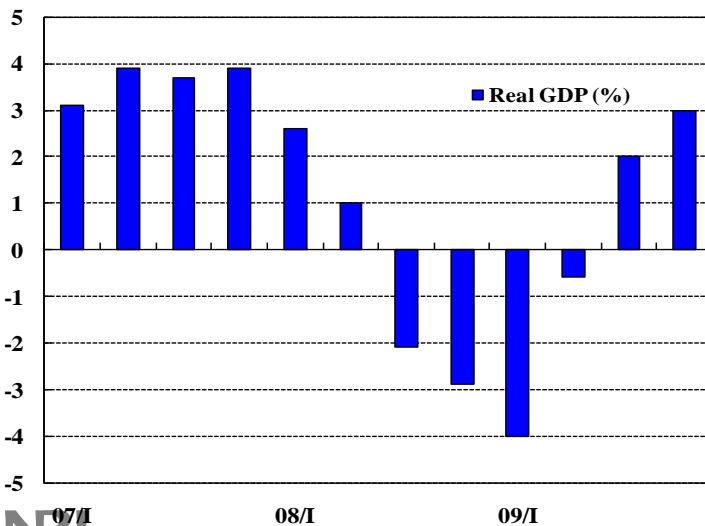
インフレ率 (年率)



スイスと米国、日本の名目実効レート



実質経済成長率 (年率)



1-5. SNBによる為替介入

■ SNBによる為替介入の課題

資料:SNB

1) 介入目的に関する説明の整合性

- 当初は、金融危機が進行する中で為替市場の安定化を企図したものの、「(ゼロ金利制約の下にある)金融政策の代替」との説明に力点を置くようになり、デフレ懸念の払拭を期に介入を中止
- もともと、市場では、実際の介入が相場水準を意識したものであったとの見方も強い
- ユーロ安(またはドル安)によるスイスフランの上昇圧力が続いた場合の対応が注目される

2) 外貨準備運用への課題

- SNBの総資産の75%以上を外貨準備が占める状況となったため、運用のあり方が極めて重要
- SNBは比較的透明性の高い運用を行ってきたことから、他国のスタンスへの影響も注目される

(参考) 介入に関するSNBの説明

(Monetary Policy Report: March 2010)

・Should more external shocks occur, the danger of deflation cannot be entirely ruled out...It will act decisively to prevent an excessive appreciation of the Swiss franc against the euro.

(Monetary Policy Assessment: June 2010)

・...Should these downside risks materialize and, via an appreciation of the Swiss franc, lead to a renewed threat of deflation, the SNB would take all the measures necessary to ensure price stability.

外貨準備の構成(%)

	2010年3月	2009年12月
米ドル	22%	30%
ユーロ	64%	58%
ポンド	4%	5%
日本円	7%	5%
カナダドル	3%	2%

短期資産	1%	0%
政府債	84%	84%
その他債	9%	9%
株式	6%	7%

1-6. 欧州金融機関へのストレステスト

資料: CEBS

■ ストレステストを巡る動き

・European Councilは、欧州系金融機関のresiliencyに対する不安の抑制を主眼に、本年分のストレステスト(3月から実施)について個別金融機関の結果を公表することを決定

ーストレステストは、財務相会合(ECOFIN)の決議に基づき、Commission of European Banking Supervisors(CEBS)が主体となって、EU委員会およびECBと協力して実施

・初回のストレステスト(2009年5月から実施し、10月に結果を公表)では、欧州の主要な国際金融機関22先(コンソリベースの資産シェアは60%超)を対象に行い、以下の結果を報告

- ① ベースラインシナリオでは、合計のTier1比率は9%を大きく超過
- ② ストレスシナリオでは、2010年までに合計で4000億ユーロの損失が発生
- ③ ストレスシナリオでも、合計のTier1比率は8%を超えるほか、6%を下回る先は皆無

	ベースライン		ストレス	
	2009	2010	2009	2010
EU全体(27カ国)				
GDP成長率	-4.0%	-0.1%	-5.2%	-2.7%
失業率	9.4%	10.9%	9.6%	12.0%
EMU全体(16カ国)				
GDP成長率	-4.0%	-0.1%	-5.2%	-2.7%
失業率	9.9%	11.5%	10.0%	12.5%
米国				
GDP成長率	-2.9%	0.9%	-3.7%	-0.3%
失業率	8.9%	10.2%	9.2%	11.2%

	ベースライン		ストレス	
	2009	2010	2009	2010
欧州全体				
商業不動産価格	-13%	-6%	-17%	-13%
住宅価格	-8%	-5%	-14%	-15%
米国				
商業不動産価格	-15%	-10%	-25%	-20%
住宅価格	-15%	-10%	-25%	-20%

シナリオの内容

1-6. 欧州金融機関へのストレステスト

■ ストレステストに関する議論

・市場では、結果公表を歓迎する向きが多かった一方、以下のような課題が指摘されていた。

- ① 今回の金融危機を振り返ると、中規模の金融機関が不良資産を抱えるケースが少なくなかったが、昨年 of 枠組みではこれらが対象とならない
- ② 今回のソブリンリスクが明示的に考慮されていない

・このうち①に関しては、CEBSから対外公表について協議を受けている各国の監督当局等からは、対象範囲の拡大(ドイツ:Landes Bank, スペイン:貯蓄銀行)を示唆する発言が個別にみられた一方、シナリオが標準化されていれば、対象範囲は各国の判断に委ねるべきとの意見も聞かれた

ースペインについては、2009年に導入された貯蓄銀行のリストラ策の存在が背景となっている可能性(後述)

・また、②に関する合理的な対応は市場実勢を反映したヘアカットの適用であるが、一部の市場の機能には問題があるとみられるほか、EUとして問題国の対策を実施していることとの整合的な説明が困難になるというジレンマも存在する

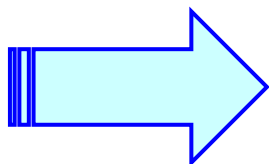
1-6. 欧州金融機関へのストレステスト

資料: CEBS

■ CEBSによる改訂案

・これに対しCEBSは、各国当局と協議し、以下の内容からなる改定案を示すとともに、7/23日に全体及び個別金融機関の結果を対外公表することを発表

	2010年分	(参考)2009年分
対象金融機関	<ul style="list-style-type: none"> ・対象は91先 －主要な国際金融機関に加えて、各国の資産規模で概ね50%をカバーする先を対象 －結果的にはEU内の資産シェアは65% 	<ul style="list-style-type: none"> ・対象は22先 －主要な国際金融機関 －結果的にはEU内の資産シェアは60%
シナリオ	<ul style="list-style-type: none"> ・マクロ指標に関するベースラインとストレス －GDP成長率、失業率、CPI上昇率 －EU, EMU, 米国の3地域について設定 (GDP成長率のストレスシナリオは、EU委見通しに対して2年間で3%下振れ) ・金融指標に関するベースラインとストレス －EU国債に関するリスクプレミアム(5月初の状況と対比) 	<ul style="list-style-type: none"> ・マクロ指標に関するベースラインとストレス －GDP成長率、失業率 －EU, EMU, 米国の3地域について設定 ・金融指標に関するベースラインとストレス －商業不動産価格、住宅価格 －EU, 米国の2地域について設定



・中規模先を加えた点は市場の懸念(前頁①)に対応している一方、本テストの焦点が欧州金融システムの安定性維持から、少なくとも結果的には、個別国の金融システム安定へとシフトした面も伺われる
 ・ソブリンリスクを加えた点も市場の懸念(前頁②)に対応しているが、現時点では依然として方法が明らかになっていない

1-6. 欧州金融機関へのストレステスト

資料: CEBS

(参考) 対象金融機関

Austria	ERSTE GROUP BANK AG RAIFFEISEN ZENTRALBANK OESTERRREICH AG (RZB)	Germany [cont.]	DEKABANK DEUTSCHE GIROZENTRALE WGZ BANK AG WESTDT. GENO. ZENTRALBK
Belgium	KBC GROUP DEXIA	Greece	NATIONAL BANK OF GREECE EFG EUROBANK ERGASIAS S.A. ALPHA BANK PIRAEUS BANK GROUP AGRICULTURAL BANK OF GREECE S.A. (ATEbank) TT HELLENIC POSTBANK S.A.
Cyprus	MARFIN POPULAR BANK PUBLIC CO LTD BANK OF CYPRUS PUBLIC CO LTD	Hungary	OTP BANK NYRT. JELZÁLOGBANK NYILVÁNOSAN MŰKÖDŐ RT.
Denmark	DANSKE BANK JYSKE BANK A/S SYDBANK A/S	Ireland	BANK OF IRELAND ALLIED IRISH BANKS PLC
Finland	OP-POHJOLA GROUP	Italy	UNICREDIT INTESA SANPAOLO MONTE DEI PASCHI DI SIENA BANCO POPOLARE - S.C. UNIONE DI BANCHE ITALIANE SCPA (UBI BANCA)
France	BNP PARIBAS CREDIT AGRICOLE BPCE SOCIETE GENERALE	Luxembourg	BANQUE ET CAISSE D'EPARGNE DE L'ETAT BANQUE RAIFFEISEN
Germany	DEUTSCHE BANK AG COMMERZBANK AG HYPO REAL ESTATE HOLDING AG LANDESBANK BADEN-WÜRTTEMBERG BAYERISCHE LANDESBANK DZ BANK AG DT. ZENTRAL-GENOSSENSCHAFTSBANK NORDDEUTSCHE LANDESBANK -GZ- DEUTSCHE POSTBANK AG WESTLB AG HSH NORDBANK AG LANDESBANK HESSEN-THÜRINGEN GZ LANDESBANK BERLIN AG	Malta	BANK OF VALLETTA (BOV)

1-6. 欧州金融機関へのストレステスト

資料: CEBS

(参考) 対象金融機関(続き)

Netherlands	ING Bank RABOBANK GROUP ABN/ FORTIS BANK NEDERLAND (HOLDING) N.V SNS BANK	Spain [cont.]	MARE NOSTRUM BANKINTER, S.A. ESPIGA BANCA CIVICA, S.A. ANTEQUERA Y JAEN (UNICAJA) BANCO PASTOR, S.A. CAJA SOL BILBAO BIZKAIA KUTXA,AURREZKI KUTXA ETA BAHITETXEA UNNIM CAJA DE AHORROS Y M.P. DE GIPUZKOA Y SAN SEBASTIAN CAI CAJA DE AHORROS Y M.P. DE CORDOBA BANCA MARCH, S.A. BANCO GUIPUZCOANO, S.A. CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ALAVA CAJA DE AHORROS Y M.P. DE ONTINYENT COLONYA - CAIXA D'ESTALVIS DE POLLENÇA
Poland	POWSZECHNA KASA OSZCZĘDNOŚCI BANK POLSKI S.A. (PKO BANK POLSKI)		
Portugal	CAIXA GERAL DE DEPÓSITOS BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS S.A. (BCP OR MILLENNIUM BCP) ESPÍRITO SANTO FINANCIAL GROUP S.A. (ESFG) BANCO BPI		
Slovenia	NOVA LJUBLJANSKA BANKA (NLB)		
Spain	BANCO SANTANDER S.A. BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA S.A. (BBVA) JUPITER CAIXA CAM BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A. BANCO DE SABADELL, S.A. DIADA BREOGAN	Sweden	NORDEA BANK SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB (SEB) SVENSKA HANDELSBANKEN SWEDBANK
		UK	ROYAL BANK OF SCOTLAND (RBS) HSBC HOLDINGS PLC BARCLAYS LLOYDS BANKING GROUP

1-6. 欧州金融機関へのストレステスト

■ 資本不足対策のあり方

・CEBSによる改善策に拘わらず本テストに残された最も重要な課題は、結果を踏まえた公的資金の投入が不透明である点

－米国のストレステスト(2009年5月)の場合は、結果的には大手金融機関の大半は市場から資本調達を実施したものの、TARP資金の存在が少なくともback stopとしての役割を果たしたことは疑いない

－これに対し、今回の欧州中心国は銀行税の導入を議論するような状況にあるだけに、ストレステストの結果を踏まえた公的資本の注入の可能性には悲観的な見方が多い。実際、各国当局やEU委からは「資本不足があれば、金融機関は市場から調達すべき」との「公式見解」が聞かれる(なお、危機対策として実施した債務保証の未利用分の活用を示唆する声もある)

－市場調達に関しては、大手金融機関による金融危機対策としての調達資金も償還が集中する期間に入るだけに、一段とストレスが大きくなるリスクを指摘する声もみられる。実際、BOEはFinancial Stability Report(2010/6月)の中で、欧州の大手金融機関による資金調達のrolloverに係るリスクを取り上げている

1-6. 欧州金融機関へのストレステスト

資料:スペイン銀行

(参考) スペインの貯蓄銀行のリストラ策

- ・スペインでは、金融危機の発生に伴う国内貯蓄銀行の「オーバーバンキング」と不良資産の増加に対応するため、経営統合を支援するスキーム(Fund for the Orderly Restructuring of the Banking Sector<FROB>)を2009年に創設
 - －資本調達手段が議決権ない出資持分に限定されていたという問題が存在していた
 - －既存の預金保険(Deposit Guarantee Funds)と一体で運営
- ・具体的には、スペイン中銀による承認を条件に、FROBが以下の役割を果たす
 - ① 合併の場合は、優先株(期間5年以内、利払7.75%以上)を取得
 - ② 資産譲渡の場合は、自らadministratorとなって、リストラを実施
- ・資金規模や実際の発動状況は以下の通りで、スペイン中銀は、2010年6月末に発表した文書の中で、経営基盤の強化が殆ど完了したとの評価を公表

FROBの資金規模と使用実績

	資金枠 (法律上)	使用分 (10/6月末)
FROB計	990億ユーロ	120億ユーロ
資本	90億ユーロ	90億ユーロ
負債	900億ユーロ	30億ユーロ
DSG分	50億ユーロ	50億ユーロ

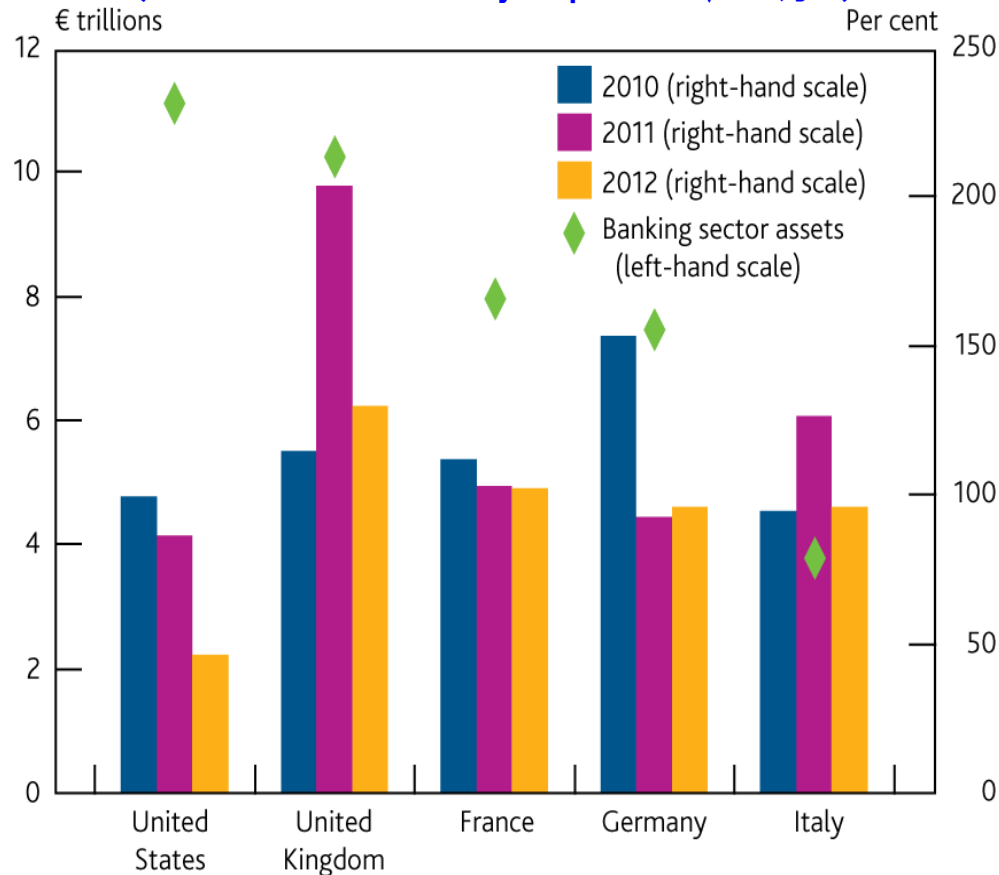
貯蓄銀行のリストラ実績

	対応済 銀行数	対応中 銀行数	総資産 (全体に占めるシェア%)
リストラ先	39	12	1.18兆ユーロ (92.1)
FROB支援先	26	7	7682億ユーロ (60.1)
FROB非支援先	12	5	3937億ユーロ (30.7)
資産譲渡先	2		436億ユーロ (3.4)
自立先	6		1026億ユーロ (8.0)
合計	45		1.28兆ユーロ (100.0)

1-6. 欧州金融機関へのストレステスト

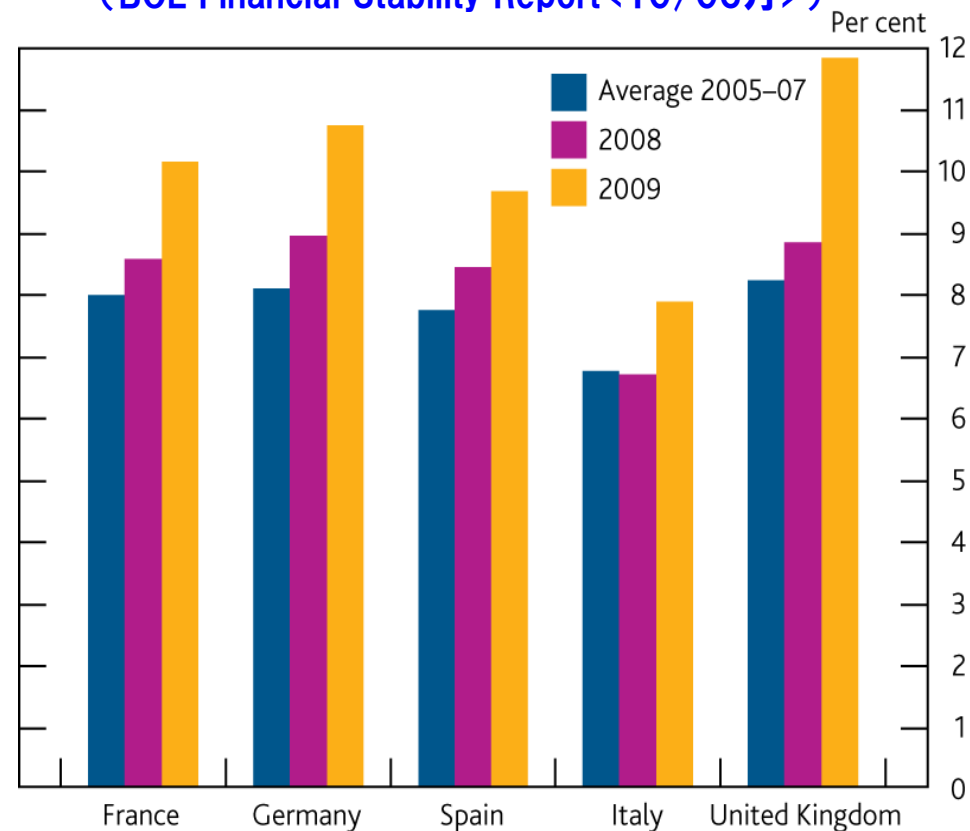
資料: BOE

欧米金融機関の所要リファイナンス金額
(BOE Financial Stability Report<10/06月>)



右軸は、05~07年の平均調達額(無担保普通社債、劣後債、RMBS、政府保証債、Covered Bondの合計)に対する比率

欧州主要金融機関のTier 1 ratio
(BOE Financial Stability Report<10/06月>)



総資産1000億ドル以上の金融機関について、総資産による加重平均として算出

以 上

2010年7月6日

株式会社野村総合研究所
金融市場研究センター
主席研究員

井上 哲也

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

