

議 題

欧州金融システムの課題

開催日時

2012年07月19日<15時00分~17時00分>

出席者

内田和人 (三菱東京UFJ銀行 執行役員 円貨資金証券部長)
 江川由紀雄 (新生証券 調査部長 チーフストラテジスト)
 翁 百合 (日本総合研究所 理事)
 加藤 出 (東短リサーチ 取締役 チーフエコノミスト)
 北村行伸 (一橋大学経済研究所 教授)
 高田 創 (みずほ総合研究所 常務執行役員 チーフエコノミスト)
 根本直子 (スタンダード・アンド・プアーズ マネジング・ディレクター)
 福田慎一 (東京大学大学院経済学研究科 教授)
 柳川範之 (東京大学大学院経済学研究科 教授) <欠席>
 渡部敏明 (一橋大学経済研究所 教授)
 井上哲也 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部長<オーガナイザー>)

主要論点

1. 銀行預金の偏在とその影響
2. 銀行貸出の活性化と de-leverage

3. ECB による銀行監督
4. 金融危機と Libor 問題

出席者による発言要旨

井上<オーガナイザー>:

・現在の欧州の政策課題のうち、「金融市場パネル」に近い領域として、①ECB の金融政策、②危機対策の展望、③ECB による金融監督という3つの大きな論点がある。

・ECB の金融政策に関しては、景気が春の見通しに比べて急速に悪化したことが重要である。こうした中での7月の利下げ(25bp)には効果を疑問視する向きもあったが、金融緩和で実質金利が低下しても、銀行貸出や銀行以外の社債発行が低迷し、クレジットスプレッドも拡大するなど金融環境がタイト化する下では、一定の意味がある。また、金融環境面で、銀行貸出が増勢を辿り、社債発行も高水準であった米国と対照的であることも注目される。

・現地では、銀行貸出の顕著な減速への懸念が聞かれる。ただ、その状況はユーロ圏の主要4ヶ国でも相当に異なる。ドイツの貸出は安定的であるが、フランスとイタリアはユーロ圏全体の動きに似ており、スペインは「バブル後の調整」という様相を呈している。この点は、ECB による銀行貸出サーベイの結果を見ても同様であるが、中小企業には貸出要因のタイト化による影響が窺われる。

・金融政策の波及経路として銀行貸出の活性化が重要である一方、各国で異なる金融環境を前提とした政策手段の選択が重要な課題であるように見える。一つのオプションは担保政策であり、実際、ECB は本年入り後にも2回見直している。その際には、各NCB が申請する緩和案を ECB が受け入れるという受動的な性格も窺わ

れる。つまり、やや大袈裟に言えば、欧州で最も先に統合した金融政策が de-centralize している面もある。

・銀行貸出の活性化のため、英国財務省とBOE は共同で Funding for Lending と呼ばれる措置を導入する。公表資料によれば、非金融企業や家計向けの銀行貸出が低迷し、かつ銀行の資金調達コストが上昇していることが問題視され、各銀行による本措置の利用上限を貸出実績に紐づけるなど、政策意図が明確に窺われる。ただ、BOE は7月には量的緩和としての国債買入れを増額しており、BOE として金融政策の波及経路をどのように考えているのか、必ずしも明確でない面がある。

・危機対策の展望に関しては、クロスボーダーでの資金の偏在が重要な要素である。例えば、2009 年末からの2年間をみると、各問題国の対外債務比率は顕著に低下してきた。これは、グローバル投資家がこうした国債の保有を圧縮した一方、各国の国内投資家が自国の国債を買わされていることを示唆する。逆に、BIS の年次報告なども指摘した通り、「質への逃避」によって米英日等の国債に資金が流入する結果、これらの国の対外債務比率は緩やかに上昇するという興味深い状況が生じている。

・LTRO は、金融市場のセンチメントを改善したことに加え、Draghi 総裁が強調するように、銀行の資金調達圧力を緩和した面が大きかったとみられる。ただ、ユーロ圏の銀行による債券発行額も、高水準であった第1四半期の後、第2四半期には純減に転じたし、銀行貸出の減速が進むのであれば、銀行の資金調達圧力も当面

は低下すると予想される。この面から見て、LTRO の 3 回目は取り敢えずはその必要性が低下しているとみることできる。

・この間、ECB の「金融安定報告」が指摘したように、銀行によるカバードボンドの発行は高水準で推移し、これまでカバードボンドが活用されなかった国でも、銀行負債に占めるシェアは上昇している。この点は、無担保資金の市場が依然として機能せず、銀行の資金調達に有担保市場に依存する状況に変わりがないことを示唆する。また、主な問題国の銀行全体のバランスシートをみても、スペインやイタリアでは規模が拡大し続けていることに加え、限界的には中央銀行と信に依存する部分が増加していることが、マクロ的にも確認しうる状況にある。

1. 銀行預金の偏在とその影響

高田氏:

・ギリシャやそれに続く国々が危機に陥った段階では、ユーロ圏の中でも個別国の問題という次元であったが、スペインやイタリアといった大国でも問題が顕在化したことで、ユーロ圏全体のマクロ的なバランスシート調整というレベルに入ってきた。同時に、スペインの問題は国内の不動産バブルの崩壊であるので、かつての日本に近い印象も受ける。

・ユーロ圏の不均衡に関しては、これまで経常収支の不均衡に焦点が当たってきたが、この 1 年は銀行預金の不均衡が重要になっている。経営が不安視される銀行から預金が出ている中で、その銀行の資金調達コストが上昇するため、貸出が引き締め気味に運営されることになる。この点はかつての日本の危機と異なる。つまり、日本の場合は早い段階で預金保険を充実させ、預金者による資金の引き出しを防いだわけである。今回の「Bank Union」の構想は、預金保険の標準化という点で有用ではあるが、政府資金によるサポートがないので、実現はなかなか厳しいように見える。

井上<オーガナイザー>:

・ユーロ圏全体としては預金が増えているように見えないとすると、高田さんが指摘された問題は域内諸国での預金の偏在ということを指しているのか。

高田氏:

・ドイツの預金は増えているが、イタリアやスペインの預金は流出している。さらに、個別銀行の段階では預金の流出は自らの存亡に関わる重大な現象であり、だからこそ、スペインの銀行に対して自己資本を注入し、信認の回復を急ぐ必要がある。また、預金がクロスボーダーでシフトするとともに、民間銀行同士の資金取引が極めて低調であれば、そのバランスは TARGET2 に蓄積する。スペインやイタリアに関しては、日本円で既に 20 兆円程度の負債をシステムに対して抱えている。

福田氏:

・スペイン政府が預金を保護すると言っても信認を得ることは難しい。つまり、EU 全体でサポートする体制を整えなければ、スペインからの預金流出を抑えることは難しい。

根本氏:

・スペインの預金が増えているのは、投資家がユーロ離脱の可能性を以前よりも意識していることや、銀行の財務の悪化に加えて、長期金利が上昇し、銀行預金に比べて債券への投資がより魅力的になっていることもある。

加藤氏:

・2 週間前にギリシャのアテネを訪問したが、現地の大手行によれば、金融危機の当初はギリシャの銀行はサブプライム関連資産を抱えておらず安全とされ、例えばスイスからギリシャへと預金シフトが見られたほどであった。しかし、その後にギリシャの財政の問題が明らかになり、ギリシャの銀行もギリシャ国債を大量に保有している故に損失が膨らんだほか、財政緊縮に伴う景気の悪化で民間向けの不良債権も加速的に増加してきた。このような悪いスパイラルに入ると、個別の銀行による努力では如何ともしたいという話であった。

福田氏:

・足許にかけて、ギリシャからの預金流出が相当大きくなっている。

根本氏

・欧州危機の下で銀行が貸出金利を上げようとしていることにも、銀行の資金調達環境が大きく影響しているように思う。つまり、短期金融市場を含めて金融市場が幅広く機能を失った結果、資金調達コストが上昇したことを転嫁しようとしているのではないか。もちろん、借り手の格付が一層低下すれば、銀行の利上げ姿勢は与信リスク管理の面からも強まることになる。

内田氏:

・6 月に欧州へ出張した結果も踏まえると、欧州の銀行の資金調達コストは、根本さんが説明されたように自行の信用状況に依存する面が大きい。ただ、当局の規制や指導によって流動性バウファアを厚めに持たなければならないことによる影響も無視しえない。貸出金利の引き上げの動きがみられるのであれば、こうしたコストの増加を顧客に転嫁していると理解できる。この場合、銀行内での資金レートもその分引き上げられているはずなので、各銀行の収益が増える訳ではないし、銀行が資金調達に係る様々なコストを転嫁できること自体はむしろ健全な動きでもある。

・日本の前回の金融危機の際も、少なくとも当初はこうした事象が起きていたように思う。ただ、1998 年に大手金融機関が破綻した局面では、高田さんが指摘されたように預金保険が既に強化されており、公的部門が金融制度に対するセーフティーネットとして機能したことは、今から考えると重要な意味があった。経済学の議論では、貸出金利を人為的に抑制することは、非効率な企業を温存することで潜在成長率を押し下げることになる。しかし、日本の場合は、貸出金利の上昇を抑えて企業倒産を防止したことも事実ではないか。

江川氏:

・確かに、日本の場合、信用保証制度を活用した貸出による下支え

の効果は大きかったかもしれない。

翁氏:

・1998 年は、緊急保証制度の利用が急速に拡大した訳であり、この影響は大きかった。

内田氏:

・ただ、その後は、景気が悪化する度に、政府の総合経済対策の中に緊急保証制度が盛り込まれるようになり、経済の効率性強化と企業倒産の抑制とのトレードオフが顕在化した。

福田氏:

・しかし、信用保証の直接的な恩恵を受けたのは中堅中小企業である。

根本氏:

・ただ、公的支援として、政策金融ないし制度融資まで含めれば、大企業も恩恵を受けたと言える。

加藤氏:

・日本では、銀行貸出に止まらずコマーシャルペーパーについても、政策投資銀行や日銀が直接買入れを行うことで、可能な限り金利を抑制しようとした訳である。

井上<オーガナイザー>:

・内田さんが指摘された点を緩和するうえでは、各銀行に潤沢な資金を調達させた上で予備的資金をバランスシートに乗せたままにさせるよりも、各銀行が機動的に資金を調達しよう中央銀行が流動性ファシリティを提供することにも意味がある。

内田氏:

・銀行の流動性管理は過渡期にあるので、流動性準備を積みあげ、結果として過大なコストを被る例も珍しくないし、こうした現象はスペインやイタリアに限らず、ドイツや英国でも生じている。これは、横断的な預金保険や決済システムの担保の集中管理のような、金融システムに対するセーフティーネットが働いていない下で、個別行のリスク管理能力が問われていることでもある。つまり、ストレステストの結果や決算を発表する際には、各銀行は、第三者に対して資本や流動性をアピールする必要があるわけであり、このこと自体がマクロ的にも金融システムに相当な負荷をかけているようだ。

・実際、欧州の金融機関は、中央銀行のファシリティを流動性管理におけるバッファとして活用している。その代表が ECB の預金ファシリティである。加えて、相対的にリスクが低いとされる国の金融資産－欧州ではドイツやイギリスの資産－をバッファとして持つことになる。このことも、相対的に安全とされる国への資金流入と偏在に寄与している。

井上<オーガナイザー>:

・金融システム全体の流動性リスクは、金融機関が協調しながら対応することで効率的に対応しうはずである。従って、内田さんが示唆されたような状況は一種の coordination failure が生じているとも言える。

内田氏:

・その通りであり、欧州全体をカバーするファシリティをつくらないと、こうした偏在化はなかなか解決されないと思う。

加藤氏:

・スペインに関しては、失業率の異常な上昇はここ数年で急速に進行したし、財政再建を厳格化するほど景気が悪化し、予定した税収が入らない状況に陥った。このようなスパイラルから脱却しないと、セーフティーネットをいくら拡大しても追いつかないように感ずる。

江川氏:

・短期のドイツ国債がマイナス利回り取引されるなど、中短期の名目金利が極端に低い水準になったため、ユーロ圏でも MMF の募集を停止するケースが散見されるようになっている。MMF が失われることで、短期金融市場の機能が低下するという弊害をもたらしている。また、MMF の運用は、一般に S&P で A-1、Moody's で P-1 だけに運用対象を限定するといったシンプルな基準に沿ってなされることが多いので、銀行の格付が次々に低下していることも併せて、MMF から銀行への資金の流れが相当に絞り込まれることが心配される。

井上<オーガナイザー>:

・この点に関しては、少なくともマクロ的には、MMF を経由して銀行に流れていた資金が、銀行預金に直接に流れ込んでいる面もあるようだ。実際、Draghi 総裁の 7 月の記者会見の際には、銀行貸出の伸び率がマイナスに転じた一方で、マネーサプライ M1 の伸び率は銀行預金へのシフトインによって高まったと説明した。

内田氏:

・この点はブルーデンスの観点から検討することが必要である。マクロ的には、いわゆる「リスクオフ」も含めて銀行預金が増え、銀行のバランスシートが拡大しているように見える。しかし、例えばイタリアの国内基準行については資産の増加がかなり遍在化しているので、必要な先は ECB からの借入れを急速に増やす状況になっている。つまり、高田さんが先に指摘されたように、金融機関の間での流動性の不均衡が進行しているので、単に M1 が増えたといっても、金融がきちんと機能している状況とはほど遠い。

江川氏:

・欧州の大手金融機関は流動性に細心の注意を払っている。その一つの背景は、先月から流動性比率規制に関する様々な議論が起きていることである。流動性比率規制は、いわゆる「パーゼル III」として 2013 年から観察期間が始まり、2015 年 1 月から正式に導入される予定である。しかし、欧州の大手金融機関の流動性比率は依然として 60~70% 台であり、100% 以上の維持という基準達成が難しくなっている。そこで、正式導入前に基準を変えてはどうかという議論が起こる一方、各金融機関が流動性比率の引き上げを急いでいるのではないか。

・参考資料に、特に今年に入ってから、欧州金融機関の債券発行に占めるカバードボンドの比重が高まっているとの説明があった。

これには良い面と悪い面がある。良い面は、金融危機以降は、銀行の無担保社債が発行し難い時期がある中で、カバードボンドのように信用力を補強した手段であれば資金調達できることである。悪い面としては、カバードボンドの発行に量的な限りがあることである。基本的に、各銀行が持つ適格なカバーアセットの範囲内—例えば、LTV60%以下の住宅ローンとか、地方公共団体向けの貸出債権など—でしか発行しえない。加えて、最近にカバードボンドを法制化した国々では、銀行の総資産ないし総負債の何%までといった発行額の歯止めを導入している。従って、欧州の金融機関が無担保債からカバードボンドへシフトしているとしても、そこにはおのずから限界がある。

福田氏:

・カバードボンドの発行を増やしていけば、カバードボンド以外の資金調達の条件も悪くなるはずである。なぜなら、カバードボンドの発行によって、優良資産をそちらの担保に使われるからである。

江川氏:

・その通りであり、無担保債権や預金債権に対する保全是弱くなる。ドイツのように古くからカバードボンドが存在した国では発行額の上限は設けられていないが、イタリアのように、最近に法制を整備した国では法令上の制約を設けている。

・ただ、市場参加者が銀行の無担保債を敬遠するようになった理由としては、シニア債のいわゆる bail-in を巡る議論も大きいように思う。銀行の無担保債は、他の金融機関や保険会社など、大量の資金を運用するニーズがある一方で信用リスクは取りたくないタイプの投資家によって購入されてきた。ここへきて、先に述べた bail-in の議論が投資家の行動に影響しているようだ。欧州の金融機関が無担保で資金調達しうる環境を維持する上では、シニア債務にはペイルインはあり得ないことを明確にすべきであるように思う。

根本氏:

・江川さんが先に挙げた流動性比率規制の中で、カバードボンドは優遇され国債に準ずる扱いになっていることも、カバードボンドの発行環境を支えている。ただ、格付会社としても、カバードボンドの発行額が資産の一定割合を超えた場合は、その銀行のシニア債の格付に低下圧力が強まるという考え方を示している。既に資産対比でみたカバードボンドの発行額が高まっているケースがみられるので、福田さんが指摘されたようにシニア債権や預金債権の信用力に影響が及ぶ可能性を考慮せざるを得ない。

・投資家が銀行の無担保債を敬遠する背景としては、江川さんが指摘されたように、シニア債に関する bail-in による影響も大きい。ある銀行に政府が支援する場合は、シニア債の債権者も何らかのロスを負担すべきというのは、やや教条主義的な印象も受ける。また、投資家としては、そもそも銀行の健全性に対して信認がおけないことも事実であろう。例えば、EBA が実施した今年のストレステストでは各銀行の保有する国債価格の下落は一部しか考慮されなかったが、投資家は当然にこれを考慮した上で、自己資本の状況

を評価している。例えば、スペインやイタリアの銀行の多くは、国債保有が増加しているため、国債価格が 10%程度下落し、評価損が自己資本にそのまま反映されると仮定すれば、自己資本比率は 1%以上下がると試算される。説明資料にあったように、問題国の政府債務の対外依存度が低下してきたということは、それぞれの国内の金融機関が一層多くのリスクを抱えるようになったことでもあり、ソブリンの信用力が低下すると、銀行への信用も低下し、国際機関による援助のコストが上昇するというスパイラルが働きやすくなっている。

・なお、ECB の「金融安定報告」は、欧州の金融機関による資金調達の必要額が来年以降は徐々に低下していく予想を示しているが、この点は弊社の認識と若干違う面がある。すなわち、銀行だけでなく非金融企業を加えた場合、ユーロ圏の債券の償還額は、2012 年が 0.5 兆ユーロであるのに対し、2013 年は 1 兆ユーロ、2014 年は 1.2 兆ユーロと予想している。発行体の状況を考えると、その借り換えには比較的厳しい状況が見込まれる。

井上<オーガナイザー>:

・ご指摘のあったデータは、ユーロ圏の金融機関による債券の償還額のみを対象としているが、確かに今年前半の山を越えても、来年の前半には再び同程度の山を迎えることが示唆されている。

内田氏:

・ECB による SMP が発動し難くなっていることにも、seniority の問題が関係しているようだ。SMP によって ECB が国債を買ってしまったら、その部分は優先債権になるので、結果的に、他の投資家が保有している国債は劣後することになる。欧州金融機関に対するストレステストがソブリンリスクも含めて厳格に運営される下では、ECB による SMP の発動によって、国債利回りがむしろ上昇するという逆効果を生じうる。

井上<オーガナイザー>:

・つまり、ギリシャ国債に対する PSI を実施した際に、民間投資家は損失を負担したのに、ECB は SMP を通じて買入れていたギリシャ国債についての損失の分担を拒否したことがこうした懸念を招いているということか。

内田氏:

・その通りであり、欧州の金融機関のシニア債と欧州問題国のソブリン債は、連続的な格下げプロセスに入っている中で結構厳しい状況にある。こうした中で、英国の Funding for Lending のように、新たに英国政府を金融機関の優先債権者と位置づけるスキームが導入されることも、金融機関のシニア債に対する投資家の回避姿勢を強めることになりかねない。

翁氏:

・シニア債の bail-in に係る不透明性にみられるように、リーマン・ショック後にその反省として行われている様々な規制や監督の強化を巡る議論については、金融危機の現状とどのように両立させるのかという点が早晩問題になるように思う。

井上<オーガナイザー>:

・確かに、長期的な対応が先に次々に決まる一方で、足許の問題が十分に考えられていないという批判は実務家の間で根強いように思う。いわば、病み上がりで体力が弱い人に、次に病気になるまいよといつて体を鍛えさせているようなものだという理解である。

2. 銀行貸出の活性化と de-leverage**加藤氏:**

・BOE と英国財務省によるいわゆる Funding for Lending の基本的な背景として、「量的緩和が思ったほど効いていないのではないか」という問題意識があるように思う。本年 2 月の「Inflation Report」の発表後の記者会見において、BOE のキング総裁は、量的緩和にも拘わらず中小企業への貸出が伸びていないことを記者に批判されたが、キング総裁は中央銀行の仕事ではないと反論していた。その意味では、BOE も本当はやりたくなかった可能性もあるが、英国財務省も関与する中で、量的緩和が効かないという批判に対応せざるを得なかったのではないかと併せて、最近の FOMC 議事要旨にもみられたように、銀行はスプレッドを確保できなければ中小企業に対する貸出を積極化しないとすれば、資金調達コストを政策的に引下げる工夫が必要であるといった議論なのではないか。

・その意味では、日銀が実施してきた様々な貸出制度、なかでも成長基盤オベの模倣という面もある。日銀の場合は、資金供給オベの金利が全て 0.1% で、TB の買取りに至っては 0.1% を割ることを容認するといった状況の下で、成長基盤オベの金利も 0.1% ということでは、金利面でこれを活用するインセンティブが乏しい。BOE による Funding for Lending の場合も、担保交換の手数料が 25bp で、その上に BOE から政策金利で借りるということになれば金利面では苦しいが、銀行にとっては安定的な資金調達ができればメリットがあるということであろうか。

内田氏:

・ただ、欧州の場合、様々な政策措置で銀行貸出の供給側を刺激しても、そもそも資金需要が乏しいという問題がある。

井上<オーガナイザー>:

・ご指摘の通り、いわゆる「ひもを押す」議論になる。ただ、マクロ的にはそうであるとしても、少しでも効果のある部分が残されているのであれば対応するという考え方もあろうし、加藤さんが指摘された中小企業の領域については、政治的な要請も強いということかもしれない。

北村氏:

・銀行貸出サーベイをみると、スペインでは銀行の与信姿勢が厳格化している一方、イタリアは相対的にそこまで引き締めていない印象を受ける。こうした違いの背景は何か。また、欧州の中小企業の資金需要が満たされないといつても、現在の景気動向では長期資金の需要が大きいとは思えず、いわば短期の流動性が足りないということではないか。

井上<オーガナイザー>:

・両国の金融システムの違いとして少なくとも指摘しうるのは、イタリアの場合には国内で資産価格バブルが生じていた訳ではなく、この点で銀行のバランスシートが毀損している訳ではないという点である。イタリアの銀行にとっての主たるリスクは、保有している国債の価格が下落することによる影響であるとされる。

福田氏:

・スペインもギリシャも事態が深刻化したのはこの数年であったとしても、その前に資産価格バブルがあった。だから、危機前の状況に戻せばよいということではない。特に、スペインでは、銀行貸出を下支えすれば良い訳ではなく、かつての日本と同じように、むしろ追い貸しのような問題に構造的に対応しないと、問題はなかなか解決しないように思う。

翁氏:

・説明資料を見ても、スペインは、今回の危機に至る以前に恐ろしいほど信用膨張が生じていたので、その調整は相当時間がかかるように思う。しかも、銀行部門の問題解決に苦戦しているうちに、失業の深刻化にみられるようにマクロ経済の問題が大きくなっている。ユーロ圏の今後にとって、スペインの問題が重要な鍵を握るように思う。

福田氏:

・スペインでは不動産向け貸出が大きく増加したことが、日本のかつての状況と共通している。しかも、貯蓄金融機関に対しては地方の政治家が介入するなど、不透明な貸出しが極めて多いとされ、それらが悉く破綻しているようだ。問題の本質的な解決には、こうした状況を一扫することが必要なのであろう。その一方で、若年層の失業率が 50% を超えるのも尋常ではなく、マクロ経済の下支えも必要である。厳しい緊縮策を通じて「創造的破壊」をすれば良いという次元でもないように見える。

北村氏:

・スペインの金融機関にはどのような対応が採られてきたのか。

井上<オーガナイザー>:

・スペイン銀行の公表資料によれば、以前 45 先あった貯蓄金融機関を、現在は 10 先程度の商業銀行へと再編している。ただし、liquidation のような対応は限定的であった。

内田氏:

・基本的には統合を進めてきた訳であるが、最も大きな統合先が公的資本の注入を要請した。

福田氏:

・統合だけでは問題は解決しない。

井上<オーガナイザー>:

・その通りであるが、先に議論になったように貯蓄金融機関にガバナンスの問題があったとすれば、商業銀行に転換することもその面では意味がある。

根本氏:

・アジア危機の際には、韓国などの金融機関に外資ファンドが資金を投入したこともバナンスの改善に寄与したが、スペインではこうした動きがあまりみられない。

内田氏:

・貯蓄金融機関の再編の途上では FROB による資本注入も実際に行われた。スペイン政府も、こうした仕組みで十分対応しようと説明していたのが、今年の 5 月になって最大手の統合先の危機が表面化したので、対策に対する信頼感が一気に低下した。

・スペインとイタリアの金融システムを比較した場合、前者は大手 4 先はグローバル・プレーヤーであり、自己資本も厚く、資産も十分に分散化されていて問題が少ない一方、国内では貯蓄金融機関を中心とした中小金融機関がベースである。これに対し、イタリアはいわば通常の銀行システムである。しかも、前者は、銀行貸出の約半分が不動産関係という特殊な構造にあり、欧州で最大の住宅バブルを生じただけに、その調整には大変長期間を要することになる。つまり、スペインに対する処方箋は、相当に大規模な de-leverage を徐々に進めていくか、IMF や EU の経済プログラムに沿ってアイルランドやハンガリーのようなデフレ政策をするか、のいずれかであろう。しかし、ユーロ圏におけるスペインの経済的プレゼンスを考えると前者が現実的であり、結果として、調整には時間を要することになる。

・ただ、時間をかけて調整したとしても、財政に関する「ドーマー定理」の問題が残る。つまり、経済成長率よりはるかに高い水準の長期金利によって財政資金を調達し続けると、政府債務の残高は発散する。同時に、スペインとイタリアの銀行の総資産はまだ拡大を続けている。財政債務の発散を防止しつつ、实体经济を何とか回るようにするという、非常に難しい状況にある。日本のかつての危機の場合は、財政支出を拡大して自国で資金循環を回せば経済の底割れを何とか防ぐことができたが、欧州の場合はそれが難しい。

福田氏:

・スペイン経済は、各地域の経済的な独立性が強いだけに、国内金融機関もそれぞれの地域に根ざしているということであろう。

根本氏:

・スペインの方々と話をしても、自力回復は無理であり、ドイツを頼るしかないという考えも窺われる。もともと、輸出競争力のある製造業なども乏しいし、金融危機前の成長は住宅、不動産投資と消費に支えられていた。アイルランドのように厳しい構造調整によって回復の道を探ることも難しい印象があるので、例えば、銀行の不良資産を大規模に償却して、市場の信認を取り戻した上で、海外からの支援を行うといった処方箋しかないように思える。

・スペインの大手金融機関も決して盤石という訳ではない面もある。これらの資産の 6~7 割は海外での貸出資産等であるが、格付が BBB ないしそれ以下になれば外貨調達がいよいよ難しくなるという意味で、ビジネスモデルが維持しうるかという問題になり得る。

福田氏:

・スペインの金融機関の格付が、スペイン国債より良くなることはありうるのか。

根本氏:

・スペインの大手金融機関については、多くの国にビジネスが分散しているという理由で、かつては福田さんが指摘された状況もあった。しかし、最近ではこれらの先もスペイン国債を相当に保有しているので、格付の連動性が高まっている。

井上<オーガナイザー>:

・スペインの金融機関に対する公的資金の注入に関しては、日本の住専問題と共通する面があるという議論も聞かれた。つまり、スペインで最初に問題になったのが最大手といっても元の貯蓄金融機関であっただけに、ユーロ圏の他国では、スペインの中小金融機関を助けるために、なぜ自国の税金を使わなければならないのかという反論が生じやすい。これは、かつての日本の場合も、最初に問題になったのが銀行でなく住専であったために、公的資金の投入に対する国民の支持を得ることが難しかったのと似ているというのである。スペインの場合も、例えば、金融システム上で重要な金融機関の問題であれば、資金支援に対する他国の理解を取り付けることがより容易であったという面があるかもしれない。

福田氏:

・ただ、スペインで問題になっている先が中小金融機関であるとしても、域内諸国からの支援がなく、スペイン政府が資本注入しようとすれば、財政状況が一段と悪化し、スペイン国債を持っている欧州全体の金融機関に影響を与えるはずである。

井上<オーガナイザー>:

・その通りであり、仮にスペインで問題になっている金融機関が金融システム上重要でなかったとしても、スペインの金融システムそのものは、欧州の金融システムにとって重要である。

内田氏:

・金融危機後には世界的に量的緩和を評価する流れになっているだけに、それが金利形成を歪めている面がある。欧州の主要国の短期国債の利回りがマイナスになるなど、日本も含めて異常な低金利状態が生じていることは、量的緩和政策の限界を示すものであるようにも思う。

福田氏:

・欧州は日本と違ってデフレではないので、国債の実質利回りもマイナスになる。その意味で、量的緩和は、日本よりさらに強烈な現象をもたらしているが、実際にはなかなかリフレ的な政策効果も出てこない。

井上<オーガナイザー>:

・銀行貸出の活性化には限界があるとしても、経済に残されている貸出需要が満たされない状況を改善すべきではないか、という議論がなされるようになったことは、金融政策の波及効果の面から量

的緩和の意味を考え直す視点が現れている証左であると思える。その上で、日本のかつての経験に照らして欠落しているように見える論点は、内田さんが示唆されたように、銀行がフェアリターンを確保できるような金融環境を作らないと、銀行貸出の復活は難しいという点である。

3. ECB による銀行監督

井上<オーガナイザー>:

・ECB による銀行監督に関しては、まず、その背景として域内の 2 大問題国の状況を整理しておきたい。

・スペインでは、国債利回りの高騰によって財政の sustainability に懸念が生ずる中、政府は強力な財政緊縮策を採ろうとしたが、実体経済の負担が過大になる懸念から、むしろ EU 委員会が現実的な対応を求めている。国内の金融システムでは、FROB を活用して貯蓄金融機関の統合を進めてきたが、今年に入ってその統合先が危機に陥り、しかも、スペイン政府が公的資本注入のための支援要請を逡巡する事態に陥った。

・イタリアでは、先に議論があったように、国内でパブルが生じていた訳ではない。しかし、政府債務がもともと大きいだけに、スペインに連れて国債の金利が高騰すると財政収支を深刻に毀損する。イタリアも、政府は国債市場の信認回復を目指して強力な財政再建策を提示しており、実現すると 2014 年のプライマリーバランス対 GDP 比率は+4.5%にも達する。しかし、これが実体経済に及ぼす副作用に根強い懸念がある。

・スペインに関して、金融システムと実体経済と財政の悪循環を断つ意味では、金融システム安定のために「外部の」資金を活用することには意味がある。その上で、どこの銀行にどの程度の資金を投入すべきかに関しては、スペイン当局の申請を受けるとしても、EU として責任を持って判断する主体が必要である。このような議論の流れからは、欧州の銀行監督を統合しようという bank union の考え方自体は自然ではある。

・もっとも、ここには時間的な視野のずれもある。スペインの金融機関に対する資本注入は緊急性の高い案件とされる一方、銀行監督の統合は調整に相応の時間を要する次元の課題である。欧州の統合を進める立場からは、スペインの問題を契機として銀行監督の統合を加速する考えがあるのかもしれないが、このような時間的視野の違いをどのように乗り越えるのかという課題を抱えているし、その間にスペインの状況が悪化した場合、EFSF や ESM の資金をどのように活用するのかという問題もある。

・もう一つの重要な論点は、ECB による銀行監督のあり方である。報道によれば、ECB は 6 月末の EU summit に向けて、自ら「手を挙げた」とされる。ECB は、ESRB を設置した時点で金融システム安定に責務を負うようになったし、Draghi 総裁が 7 月の記者会見で示唆したように、ECB も金融システム上で重要な金融機関だけを念頭に置いている以上、これは自然な流れと考えることもできる。

・一方で、ECB に統合的な銀行監督の役割を付与すること自体にも課題がある。第一に、EU の中には、他に候補となりうる組織は存在する。既に、college of supervisors は、金融システム上で重要な金融機関に対する監督で連携しているし、正式な機関として EBA もある。さらに、システミックリスクの防止を目指して設置した ESRB もある。いずれにしても、これらとの役割の整理が必要である。第二に、ECB を構成する NCB には、各国で果たす銀行監督の違いだけでなく、中央銀行の果たすべき役割に関する考え方にも違いがあり、この点も整理が必要な問題である。

福田氏:

・ECB は、FRB や日銀とは異なり、現在、銀行監督の機能を殆ど有していない。その意味では、両国の中央銀行並み、あるいはそれより小さくても機能を持つことは大事であるし、少なくともその機能を果たしうる立場にある。確かに、ECB が銀行監督の機能を全面的に抱えることに無理があるとしても、中央銀行は日々の資金の流れを最も良く把握しうる立場にあるので、銀行監督の機能を幾分か持つこと自体はマクロブルーデンスの観点から自然である。

井上<オーガナイザー>:

・やや技術的になるが、ユーロ圏の ESCB (European System of Central Banks) においては、個別銀行の日々の資金繰りは NCB が見るという構造になっている。

福田氏:

・それでも、ECB はクロスボーダーの資金の流れを見ることができるところにある。

北村氏

・一般的には、ローカルな銀行は、ローカルな当局が見たほうが良いこともあるかもしれないが、ローカルな当局がモニターできなかったからこそ、欧州全体の銀行危機になったことも事実である。また、ローカルな金融機関のために、国際機関が資金を供給することになれば、ローカルな当局と中央の当局とのバランスを考え直すことがどうしても必要になる。地方の情報収集能力や監督能力を維持せず、ECB が全ての銀行監督を担うのは無理かもしれないが、福田さんが指摘されたように、ECB がある程度の権限をシステムとして持つことは必要である。そうでなく、ECB は資金は供給するが口は出せないのも、どうもしっくり来ない。

翁氏:

・説明資料にあったように、もともと、ESRB は ECB のマクロブルーデンスのノウハウや視点をうまく活用するという問題意識に基づいて設置された。

井上<オーガナイザー>:

・翁さんが指摘された通りであるが、今回の ECB による銀行監督との関係では課題があるように見える。第一に、ESRB は金融システム全体の指標を監視し、トップダウンのアプローチをとっているだけに、北村さんが指摘された「ローカルな情報」をどう活用していく

かという点がオープンである。第二に、ESRB によるこれまでの政策提言をみる限り、現在の危機に対応するというより、将来の危機の防止の方に焦点を当てているように見える。

翁氏：

・ESRB については、現在の危機に対してもマクロブルーデンス的な監督や政策対応を実施しうる方向に仕立てておけば良かった。そうすればと、現在の ECB による金融政策のミッションとの間で、やや離れているがお互いに協力する形で、マクロブルーデンス政策が実施できるはずである。さらに、福田さんが指摘されたように、最も重要な金融機関の資金繰りモニターを EU レベルで実施しうる体制が採れればベストなのかなと思っていた。

内田氏：

・欧州に関しては、井上さんが説明されたようにトップダウンの仕組みとして ESRB が存在し、それが各国当局に政策提言を通じて指示する仕組みは既に導入されている。その上で、いわゆる「Bank Union」として銀行監督を統合するのは難しい議論である。そのためには、税制や慣習、制度等を各国間で全て統一しなければならず、いずれはそういう方向に行くとしても、やはり時間がかかる問題である。例えば、マクロブルーデンスに関しては、BCBS のレバレッジ比率規制のように、域内の金融機関に一定の範囲をクリアさせるといったことは可能であろう。しかし、個別の金融機関の検査に関して、統一基準を設け、透明性を高めながら同じ目線で全てをチェックするのは、各国の主権にも関わる問題なので、そう簡単ではないように見える。

・ESRB の仕組みは 3 年前に導入されていたし、本来は現在の危機にも対応しうる考え方であるが、やはりトップダウン的なアプローチだけでは十分機能しなかったということでもあるので、ここからの対応には現実にはハードルが高い。例えば、ストレステストについても、EBA は、各国当局が自国の金融機関を対象に実施した結果が一定の要件を満たしていることをチェックする役割を担う。しかし、ストレステストの実施というマイクロブルーデンスについては、EBA は各国当局に委ねている訳である。

根本氏：

・ストレステストについては、自己資本の Core Tier 1 の定義自体が、域内各国で微妙に違っているので、それらに規律を持たせる点を考えるだけでも、課題の解決には結構時間がかかるように思う。

井上<オーガナイザー>：

・内田さんが示唆されたように、いわゆる「Bank Union」には時間的視野に関する課題も大きいように見える。つまり、6 月末の EU サミットの際には、2012 年中に実現することを目指すとしたが、金融機関の破綻処理基金を共通化するという難問がそう簡単に解決するようには見えない。おそらく実際は、「Bank Union」を構成する要素が時間を追って各々に実現していくのであろう。他方で、スペインの金融機関に対する資本注入には、2012 年中に実現すればよいといった時間的猶予はないかもしれない。この時間的な

ギャップをどのように埋めるか、例えば、EFSF に残された資金供給能力をなし崩し的に使うのか、という点が今後の焦点の一つになるように思う。

4. 金融危機と Libor 問題

根本氏：

・LIBOR 問題は、欧州の金融機関にどのような影響を与えるか。特に、欧州の中でも英国の大手金融機関は自己資本も比較的厚いなど大きな問題もなく来たが、これらの先に打撃を与えるのか。

井上<モデレーター>：

・現時点では誰も正確な答えを持っていないのではないかと。確かに、メディアは英国の金融機関が顧客から訴訟を起こされるリスクを指摘しているが、何を基準に金利を「不当」に引き上げたと判断するのは実務的に難しい面もあろう。ただ、仮にそのように認定された場合、顧客は「不当」に高い金利で資金を借りたことになる。英国では、Libor を参照する変動金利型の住宅貸付が多いとされるだけに、理屈の上では、銀行が多くの訴訟を受ける可能性が生ずる。

江川氏：

・Libor については、各銀行が実勢よりも低い金利を報告していたという問題もある。

井上<モデレーター>：

・局面によって異なるということであろう。実際、既に米英当局と合意した英国の大手銀行の場合も、問題とされた取引は金融危機前まで遡るようだ。このうち、江川さんが指摘された危機後の議論に関しては、Libor パネルの銀行による報告金利の定義と銀行間市場の変質とが関係しているように見える。つまり、BBA による定義は今日的には驚くほど曖昧に見えるが、金融危機前の銀行間市場の主要なプレーヤーつまり Libor パネルの銀行は一様にクレジットも良好であったので、このような定義でも報告金利は適切に収斂したのだと思う。しかし、危機後は各銀行の格付も分散したし、流動性制約もあって、調達額のロットによって金利が左右されることも珍しくないとみられる。つまり、今やこの定義による実勢金利がどこにあるかを示すことは難しくなったのではないかと。

福田氏：

・そうであれば、Libor 自体がカウンターパーティー・リスクに対するプレミアムを含んでいることになる。それを、顧客取引に対する基準金利として引続き活用すること自体、もはや問題であるということができる。

北村氏：

・BOE は英国の大手銀行に何をさせたかったのか。

井上<オーガナイザー>：

・英国議会での関係者による証言に関する報道を見る限り、BOE は、英国の大手銀行が高い金利を報告し続けていることに懸念を持っている向きがある旨を伝えたとされている。

内田氏:

・Libor に関して、基準金利をどう考えるかについてはこれから議論されていくことになる。金融危機が起きた後でも、実体取引のある金利を前提とするのであれば、担保付き資金取引の金利がベースとなる。しかし、実際は、無担保取引によるリスクマネーの供給が銀行の本来的役割であり、個人的にはやはり基準金利は無担保の資金取引を前提とした金利体系を主体に検討すべきだと思っている。その場合、担保付き資金取引の金利を基準に、クレジットリスクや流動性リスクに対するプレミアムを定量的に計測し、上乘せしていくことで、無担保取引に対する基準を作る考え方がある。ただ、市場メカニズムの点で望ましいかどうか議論の分かれるところである。

渡部氏:

・OIS レートやレポ金利を使えば、より透明性が高まるという議論もある。

内田氏:

・OIS には市場流動性の問題があると思う。また、OIS はあくまでもオーバーナイトの金利なので、そこからターム物のイールドカーブを引こうとすれば、様々なプレミアムを考慮することが必要となる。

5. 終わりに**井上<オーガナイザー>:**

・欧州情勢については、今後も展開を踏まえて取り上げてゆきたい。いつものように長時間にわたってご議論いただき、大変ありがとうございました。
