

REPORT I

サブプライム問題で揺れる欧州の金融市場

- 米国発、欧州経由で危機が広がった背景 -

経済調査部門 伊藤 さゆり
ito@nii-research.co.jp

1. はじめに

米国のサブプライム・ローン（信用度の低い個人向け住宅融資）の延滞率上昇（以下、サブプライム問題と表記）の影響は、8月9日の欧州中央銀行（以下、ECB）の大量の流動性供給をきっかけに、世界に広がり、クレジット市場だけでなく、株式市場や為替市場も巻き込んだ世界的なリスク再評価の動きに発展した。

市場の安定化のために、米欧の通貨当局は、一ヶ月以上にわたり厚めの流動性供給を継続したほか、米国では実体経済への波及を食い止めるためのマクロ政策面での対応が進んだことで、市場は混乱状態を脱しつつある。それでも、金融機関の損失の確定・償却という問題を残す段階にあって、市場には、なお強い不透明感が漂っている。

サブプライム問題の收拾に時間を要したのは、米国の住宅市場の調整が現在も進行していることに加え、サブプライム・ローンが証券化され、リスクが国境を超えて広く分散していたため、損失の大きさや範囲を見極めるのに時間がかかったからだ。

本稿は、サブプライム問題が欧州を経由して世界に広がり、欧州市場が相対的に大きな影響

を受けた背景には、単一通貨の導入によってユーロ市場が存在感を増したことと金融面での構造の変化がある、という問題意識から、ユーロ圏を中心に欧州金融市場における注目すべき変化について3つの角度からまとめたものである。結びでは、今後の展望と、そこから得られる日本への示唆についても付言する。

2. ユーロ圏市場の存在感

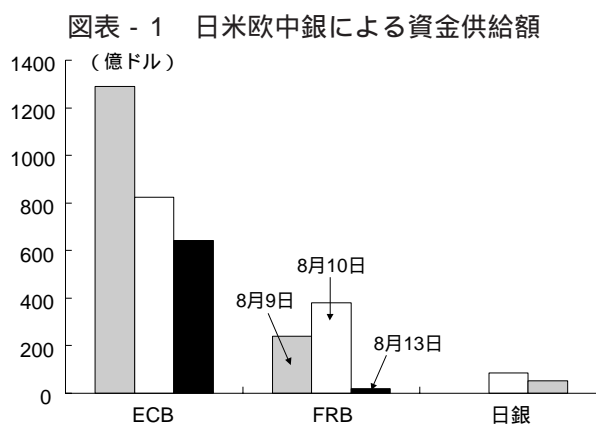
(1) 突出したECBの流動性供給の規模

8月9日のECBの流動性の供給は、フランスの最大手銀行パリバが、米国のサブプライム・ローンを含む資産担保証券化商品で運用していた傘下の3つのファンドの一時凍結を発表^(注1)したことをきっかけに、短期金融市場の取引量が大幅に減少し、短期金利が急上昇したことに対処するためのものであった。

この動きが、世界的な市場の動揺のきっかけとなった理由は2つある。1つは、これに先立つ8月2日に、ドイツの中堅銀行IKBドイツ産業銀行の資金繰りが、傘下に特別目的会社として設立していた投資ピークルがサブプライム投資で損失を出したことによって悪化、中央銀行のドイツ連邦銀行のアレンジによって親銀行

であり政府系のドイツ復興金融公庫（KfW）などから資金支援を受けていたことがある。これに続く形で、ファンドの凍結が報道されたことで、米国内の問題と見られていたサブプライム問題が、欧州金融機関に重大な影響を及ぼすとの懸念が一気に現実味を帯びたことが、短期金融市場の流動性の急速な低下につながったのである。

もう一つは、ECBが行った資金供給の規模が突出して大きく、欧州市場における問題の深刻さを示すものと捉えられたことである。8月9日にECBが臨時オペで供給した流動性の規模は948億ユーロ（1289億ドル）で、当日の米連邦準備制度（以下、FRB）の240億ドルや、翌10日の日本銀行（以下、日銀）の1兆円（85億ドル）を遥かに上回るものであった。その後も、ECBによる資金供給は、FRBや日銀を圧倒的に上回る規模で続けられた（図表 - 1）。



(資料) 各種報道よりニッセイ基礎研究所作成

(2) ユーロ圏市場の規模と構造

ECBは、他の中央銀行に比べて資金供給が多額にのぼった理由を、制度的な相違によるものとしている^(注2)。短期市場金利を誘導する公開市場操作の規模が平常時でも大きいことや、最低準備率が高めに設定されているため、短期金利に影響を及ぼすために必要な資金はより多いという説明である。

こうした制度的な特徴は、ユーロ圏が現時点では13カ国から構成される統合された市場であり、金融政策の実施主体も参加各国の中央銀行という分権的な体制となっていることと関係するものであろう。ECBの最低準備預金制度は、短期市場金利の安定や、構造的な流動性不足を創出及び拡大することで、金融政策の実効性を高めることを目的とする。統合が不完全であることからくる貨幣需要の不安定性を警戒したドイツの中央銀行の強い意向が働く形で採用されたとされている^(注3)。

ECBの資金供給の規模の大きさは、こうした制度面での相違だけでなく、銀行市場そのものの規模の大きさの反映でもある。

ユーロ圏は、人口では3億1720万人と米国の2億9980万人を上回っており、経済規模（購買力平価換算の名目GDP）も米国の75%に相当する。金融システムは、銀行を中心とする間接金融が主体となっているため、債券市場や株式市場の規模は米国の半分程度だが、貸出市場の規模は米国をおよそ3割上回っている（図表 - 2）。

こうした経済規模を裏づけとして、ユーロは、国際通貨の「交換手段」、「価値尺度」、「価値貯蔵」という3つの機能のうち、調達・投資や準備通貨などの「価値貯蔵」手段としてプレゼンスを高めている（図表 - 3）。

ドイツやフランスを始めとする欧州系の銀行が、国際金融市場において資金の取り手、出し手の両面で、高いプレゼンスを占めている（図表 - 4）ことも、欧州経由で世界に問題が広がった背景と言えよう。

図表 - 2 ユーロ圏市場と日米市場の規模比較

(2006年)	単位	ユーロ圏	米国	日本
人口	百万人	317.2	299.8	127.7
GDP (購買力平価)	兆ユーロ	8.4	11.2	3.5
貸出	"	12.9	9.9	4.9
債券市場残高	"	11.1	20.4	6.5
株式時価総額	"	6.1	12.7	3.6

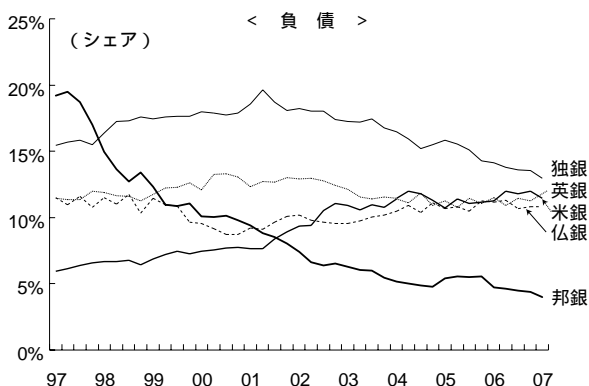
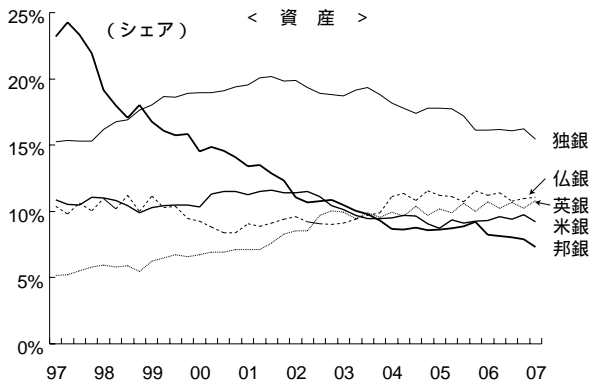
(資料) ECB

図表 - 3 ユーロ、米ドル、日本円のシェア

(シェア、%)	ユーロ	米ドル	日本円
国際債券発行残高(狭義)*1	31.4	44.1	5.3
国際債券発行残高(広義)*2	47.0	36.3	2.7
グローバル債券発行残高*3	27.8	42.2	13.0
外貨準備高(全世界)	25.8	64.7	3.2
外貨準備高(発展途上国)	29.6	59.7	2.9
外国為替市場における取引高	18.7	44.4	10.2

- (* 1) BISの定義する国際債券のうち、非居住者による発行分のみ
- (* 2) BISの定義する国際債券(ユーロ居住者による域内他国の投資家を対象とする発行を含む)
- (* 3) 国内債券市場と国債債券市場の合計
- (注)国際債券発行残高と外貨準備高は2006年末、外国為替取引高は2004年4月
- (資料) BIS、ECB

図表 - 4 国際部門資産・負債残高に占める主要国銀行のシェア



(注)独、仏銀はユーロ圏他国への資産・負債を含む
(資料) BIS

3. 金融機関の収益力向上への取り組み

(1) サブプライム問題の特徴

欧州におけるサブプライム問題の特徴は、銀行などの金融機関が、サブプライム・ローンの延滞率の上昇、格下げによって、資産評価が下落、流動性が大きく低下した資産担保証券(以下、ABS)や債務担保証券(以下、CDO)などに直接投資しているのではなく、傘下の連結対象外の“Structured Investment Vehicle”や“Conduit”(以下、SIVと表記)などが投資を行っており、その資金繰りの悪化が、スポンサーとなっている銀行に跳ね返る流れになっていることにある。

SIVは、資産担保CP(以下、ABCP)などで短期・低利のファイナンスを行い、ABSやCDOなどで長期・高利回りで運用して利ざやを稼ぐ仕組みとなっていた。SIVのABCPの借り換えが困難となったのは、ABSやCDOといった保有資産の裏づけ資産として米国のRMBS(住宅ローン担保証券)が含まれていたため、サブプライム問題による資産価値の低下への懸念が広がったからだ。

こうしたSIVによるABCPの借り換え難が、銀行間市場の金利押し上げ要因となったのは、予め設定されていたバックアップ・ライン(CP償還時に資金不足が発生した際、銀行から短期借入ができる枠)を利用してSIVが親銀行などからの融資を受けるケースが相次いだことによる。

サブプライム問題に端を発する資金繰り難から救済を受けることになったIKBや、同じく資金繰り難から最大手の州立銀行による買収が決まったザクセン州立銀行(州立銀行11行中9位)の場合、バックアップ・ラインの規模が、親銀行の総資産の15.6%、25.4%と極端に大き

く設定されていた（2007年8月22日付け Financial Times 紙）。報道によれば、他行の場合、この比率は高くても3%以下に抑えられていた模様であり、2行は例外的なケースと見られる。それでも、S I Vの損失規模とその親銀行への影響の度合いが、明確にならない限り、金融機関間での相互不信はなかなか払拭されない。

このため、E C Bは、期間3カ月という長めの資金も含めて、流動性を継続的に供給したものの、市場金利には十分な効果を及ぼせない状況が続く結果となったのである。

（2）背景にある経営環境の変化

今回、問題が表面化したS I Vの活用に欧州の金融機関が取り組むようになった背景には、グローバルな競争と2007年3月のバーゼル の導入など、より厳しい自己資本比率に関する国際基準への対応とともに、欧州連合（以下、E U）の金融統合による競争圧力への対応を求められてきたことがある。

例えば、ドイツの銀行システムは、商業銀行、州立銀行、協同組合銀行などのユニバーサルバンクと特殊銀行から構成され、かねてから過当競争が指摘されてきた。州立銀行は、E Uレベルでの競争条件公正化の観点から、2005年7月から公的保証が段階的に削減されており、調達コストの増加に見合う収益源の獲得が必要となっていた。

その一方、I Tバブル崩壊後、2005年に入るまで、ドイツ経済は、過剰な設備、雇用、債務の圧縮の局面にあり、景気が停滞、政策金利2%という超低金利局面でも資金需要の低迷が続いた。ザクセン州立銀行は、特に、旧東独地域の産業基盤が相対的に脆弱な地域に立地していたこともあって、ハイ・リスク、ハイ・リタ

ーン型の経営に傾斜しやすくなっていたと言えよう。

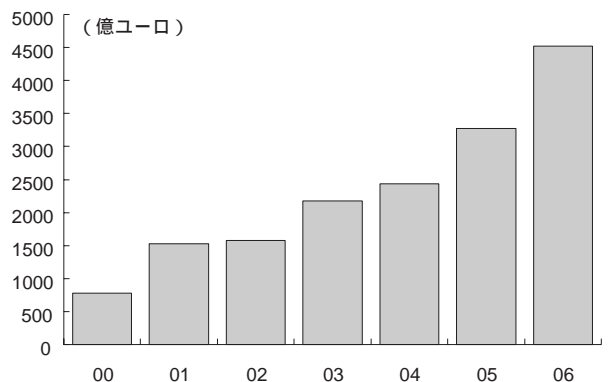
（3）証券化市場と米欧間の証券投資の拡大

証券化商品の受け皿となるS I Vの拡大と表裏一体で、ユーロ圏の銀行は、住宅ローンやL B O（買収相手資産を担保に買収資金を調達し、買収後は被買収企業が借入金の返済を行うスキーム）向けローンに力を入れた。

この結果、欧州のクレジット・デフォルト・スワップ（C D S、特定の企業などの信用リスクをオフバランスで取引する商品）やC D Oなどの信用リスク移転市場は近年急成長を遂げた

（図表 - 5）

図表 - 5 欧州の証券化商品市場



（注）発行額

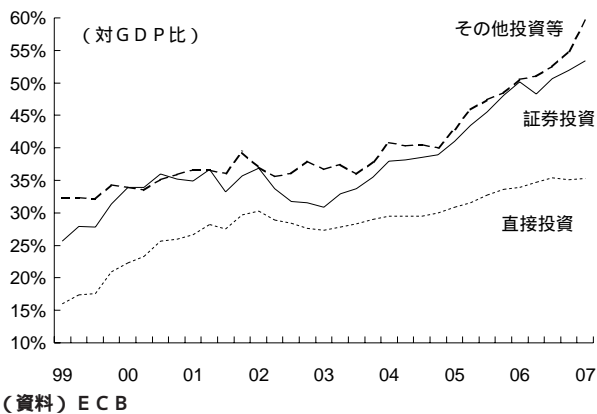
（資料）European Securitization Forum

しかし、サブプライム問題後、L B Oローンが裏づけの証券化商品への需要も冷え込み、L B Oローンは、サブプライム投資と並ぶ収益圧迫要因となることが懸念されている。

欧州のサブプライム投資での損失や、証券化商品全般のリスク再評価の欧米での同時進行は、証券投資を通じて欧米間の結びつきが強まっていたことの反映である。欧州からは、多様で厚みがある米国市場を中心に対外証券投資が拡大（図表 - 6）一方、米国系のファンドは、欧州における証券化商品市場の拡大に大きな役割を果たした。

ECBも、こうした金融機関の行動変化や、米欧間の資金の流れの変化による、市場リスクや流動性リスクの高まりは認識していたものの^(注4)、予防的措置を十分に講じることは出来ていなかったと言えよう。

図表 - 6 ユーロ圏の対外資産 (対GDP比)



4. 完成途上の金融統合

(1) 金融統合の不完全性

市場ごとに見られる統合度の差

欧州連合(以下、EU)域内では、域内のいずれかの国の監督当局から免許や認可を得れば、他国でも金融商品の提供や支店の設立が認められる「シングルパスポート・ルール」、銀行、証券、資産運用など幅広い業務の取扱いを可能とする「ユニバーサルバンク」の原則、免許を交付した母国が監督責任を負う「ホームカントリー・コントロール」などが法制化されている。

99年の単一通貨ユーロの導入は、EUの金融統合を大きく前進させた。債券市場やデリバティブ市場の拡大などは、ユーロの導入でクロスボーダーな取引が拡大、「規模の経済性」が働くようになったことが貢献していると考えられよう。

しかし、ユーロ導入から8年余りが経過した現在でも、金融統合は完成までになお多くの課

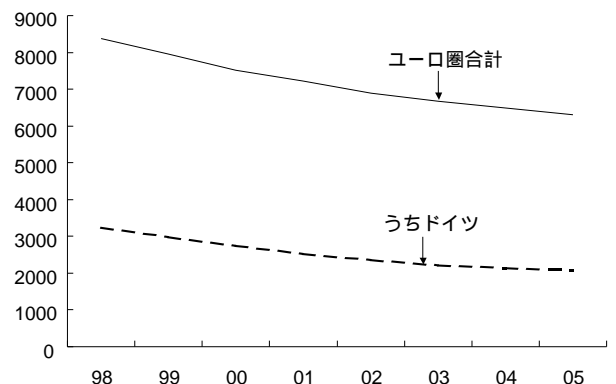
題を残している。2004年のEU拡大以前からの加盟国でありながら、イギリス、デンマーク、スウェーデンの3カ国は、ユーロの導入を見送っている。単一通貨を導入しているユーロ圏内でも市場ごとに統合度には差がある、というのが直近時点でのECBの評価である^(注5)。

各種市場の中で、最も高度に統合されているのは金融調節を行う場となる短期金融市場やデリバティブ市場である。債券市場についても統合が進展しつつある。一方、株式市場は、パリ、アムステルダム、ブリュッセルの証券取引所が合併し誕生したユーロ・ネクストへのリスボン証券取引所、ロンドン・デリバティブ取引所の参加など再編の動きはあるものの、各国の規制や市場慣行、税制や法体系などの影響をより受けることもあり、なお独自色を残している。

なお残る金融再編の余地

単一通貨ユーロの導入は、ユーロ参加国間の通貨の障壁を撤廃することになるため、クロスボーダーな競争が促進され、金融再編や、相互参入が活発化すると想定されていた。実際、大企業を顧客とするホール・セール分野ではクロスボーダーな競争が激化しているが、中小企業や個人を対象とするリテール業務では、国境を越えたビジネス展開の障害が除去されていない

図表 - 7 ユーロ圏の金融機関数



ことや、預金のホーム・バイアス（海外資産と比較した国内資産への投資選好）から、国ごとに市場が分断されており、統合のベネフィットがフルに享受できる状況とはなっていない。

ユーロ圏の金融機関の再編は、かつてユーロ導入を控えて、件数が増加、規模の大型化傾向が顕著になったが、ユーロ導入後も、ユーロ圏全体の金融機関数の減少、すなわち再編の流れは続いている（図表 - 7）。

最近でも、相対的に規模の大きいクロスボーダーな再編の一方で、各国内での再編も着実に進展している。しかし、リテール分野で統合を阻む障壁が残っていることにより、非効率な金融機関もなお多く温存されてきたと考えられる。

金融管理・監督体制の分散

ユーロ圏内では、金融政策はECBに一本化されているが、金融管理・監督の権限は各国に委ねられており、その体制や中央銀行との連携のあり方は、歴史的な経緯や政治体制、伝統などを反映して多様である（図表 - 8）。

監督体制としては、「金融のコングロマリット化」などにより、業態が不明瞭化していることに対応して、EU27カ国全体では、業態別の体制から一元化への流れが目立つが、ユーロ圏13カ国に限れば、業態別・目的別、あるいはその両方で監督権限を分担している国が9カ国を占める。

中央銀行の監督責任が明確な国はドイツなど7カ国であるが、残りの6カ国もルクセンブルグを除くと、中央銀行との協調や、情報の共有についての取り決めを行っている。

金融安定の責任を担うECBと、管理監督権限を有する各国の中央銀行、金融監督当局との情報交換と政策協調の場としては、銀行監督委

員会（BSC；Banking Supervision Committee）が設けられている。

図表 - 8 ユーロ圏各国の金融監督体制

	監督体制			当局数	中銀の役割・責任
	業態別	目的別	一元化		
ベルギー				1	
ドイツ				1	
ギリシャ				3	
スペイン				3	
フランス				4	
アイランド				1	
イタリア				4	
ルクセンブルグ				2	
オランダ				2	
オーストリア				1	
ポルトガル				3	
スロベニア				3	
フィンランド				2	

（注） は2000年以降に現体制に変更されたことを示す。
業態別は、銀行、証券、保険等の業態毎に監督機関が存在する仕組み。

目的別は、ブルーデンス・ルールに係わる監督と営業規制など目的別の監督機関が存在する仕組み。

（資料） ECB, "Recent Developments in Supervisory in EU and Accessing Countries", October 2006

（2）金融統合の深化・拡大への動き 制度面での対応

金融統合の妨げとなっている障害については、今後も段階的な除去が進む見通しだ。

2007年11月からは、資金決済システムが、各国中央銀行の即時グロス決済（RTGS；Real Time Gross Settlement）システムを結んだTARGETから、単一の共有プラットフォーム（SSP；Single Shared Platform）による単一の共有プラットフォームへの移行が始まり、流動性管理の機能の向上が見込まれる。

証券決済に関しても、クロスボーダー取引に関わるコストの割高さが問題となってきたが、証券の引渡しと代金の支払いを同時に行う決済（DVP；Delivery versus Payment）のために、各国の証券決済機関が担っている決済業務をまとめる「TARGET2 - Securitiesプロジェクト」

が2013年の稼働を目処に進められている。

リテール・ビジネスの統合を阻む障壁の削減もさらに進もうとしている。2008年1月には、クレジットカードやデビットカード、送金、自動引き落としなど電子決済システムを利用したすべてのリテール決済について、技術的、法的、商慣行による障壁を取り除き、国内決済と同じ利便性とコストで行えるよう基盤整備を進める「単一ユーロ決済圏（SEPA；Single Euro Payment Area）」が、2010年の完成を目指して動き出す。

サブプライム問題をきっかけに、金融機関間の体力差が明確になると予想される一方、制度環境の改善が進むことで、金融機関の再編は一層加速する可能性がある。特に、障壁に守られてきたリテール分野における動きは注目されよう。

金融管理・監督体制の面でも、サブプライム問題による市場の混乱が、その再考を促すことになるだろう。ドイツの場合、中央銀行のドイツ連銀と監督機関の連邦金融サービス監督庁（以下、Bafin）の双方が監督権限を持っているが、Bafinのサブプライム問題への対応が不適切であったとの批判から、専門的な人材が豊富なドイツ連銀に集約化させるべき（8月29日、ドイツのグロス経済技術相）との意見が出ている。

ECBと各国の金融管理・監督機構との連携も、市場を覆う不透明感の払拭に時間を要したという反省に立つと、今後、一段の強化が求められるて行くことになる。

地域的な拡大

EU新規加盟国（2005年6月以降に加盟した12カ国）のユーロ導入は段階的に進展している。2007年のスロベニアの参加に続いて、2008年初

にはキプロス、マルタが参加、その他の国も条件が整い次第、ユーロを導入することになっており、2010年代前半にかけてユーロ圏の地域的な拡大が続く見通しだ。

しかし、ユーロの国際的なプレゼンスという点で大きな意味を持つイギリスの参加は、近い将来に実現しそうにはない。国民の間でもユーロ懐疑論が根強いこと、ロンドンの国際金融センター機能は、ユーロ発足による地位低下という一部の懸念をよそに、近年むしろ地位を高める結果となったこと、政権がユーロ導入に意欲的であったブレア首相から、慎重派のブラウン首相に引き継がれたことなどが、ユーロ参加の議論が盛り上がらない背景にある。

イギリスでは、ユーロ導入の是非を問う国民投票を行うために満たすべき条件を設けているが、ユーロ圏との間には構造的な乖離が大きく、単一通貨の導入によって政策の機動力や選択肢が狭まることに対応するだけの構造的な柔軟性を備えていない、というのが最新の結論である^(注6)。

ECBとイギリスの中央銀行イングランド銀行（以下、BOE）の間に機能や政策運営のスタイルという面でも大きな違いがあることも、イギリスのユーロ参加の大きなハードルと言えよう。例えば、ECBが採用している最低準備制度をBOEは「金融機関への課税に等しい」との立場から廃止している。ECBの政策は常に「全員一致」で決定されるが、BOEは「多数決制」を採用、総裁の意見が否定されることもある。

ECBとBOEの違いは、サブプライム問題をきっかけとする市場の動揺への対応の面でも際立った。ECB、FRBを始めとする多くの中央銀行が資金供給で市場の安定化に動いた8月中、BOEは、目立った措置を講じてこなか

った。これは、FRBが行った公定歩合貸出における適格担保要件の緩和や、ECBが行ってきた長めの資金供給は、「過剰なリスク・テイクを奨励し、将来の金融危機の種をまくことになる」という考えに基づくものであった^(注7)。しかし、9月に入り、BOEから緊急融資を受けた中堅銀行のノーザンロック（97年に住宅ローン金融専門ビルディングソサエティから銀行に転換）に取り付け騒ぎが発生、他行への波及も懸念される事態になったことで、一転して、預金の全額保護を表明するとともに、担保として住宅ローン債権を認めることを決めた。

イギリスでも、サブプライム問題による混乱は、中央銀行による危機対応や、BOE、金融サービス機構（FSA）、財務省という3機関の連携による管理・監督体制の再考を促すことになるだろう。ECBとの距離感が縮む方向に展開するのか、むしろ拡大するのか、今後の展開が注目されよう。

5. おわりに

サブプライム問題をきっかけに、欧州の金融機関は、証券化や、短期資金調達への依存を高めることによる市場リスク、流動性リスクに直面した。個別の金融機関のリスク管理体制の見直しとともに、金融管理・監督体制の再考が促されている。EUにおける金融統合の深化と拡大の流れが続く中、今回の問題は、金融機関の一層の再編への契機ともなるだろう。

ひるがえって日本の場合は、サブプライム投資への直接的な関与が低く、金融機関の痛手は小さかったものの、損失を負った欧米の投資家による円キャリー・トレードの巻き戻しという間接的な影響で、急激な円高と株価の下落に悩まされた。こうした波及のパターンは、日本の

金融機関の国際金融市場におけるプレゼンスの低下、ドルやユーロに比べた円市場の小ささを反映しているとも見ることができよう。

サブプライム危機は、国際協調体制によって市場の混乱に歯止めを掛ける段階から、金融機関の損失処理と再発防止のための枠組み作りの段階に入ろうとしている。危機を教訓とする国際金融の枠組み作りに対する欧米との問題意識の差が、日本の影響力の一層の低下につながるおそれもあるのではないだろうか。

(注1) 凍結の理由は、証券化商品市場の流動性が大幅に低下し、公正な価格算出が困難になったというものであった。凍結は8月28日、30日に解除された。

(注2) 9月6日の記者会見でのトリシェ総裁コメント及びECB “Monthly Bulletin”, September 2007 p.31より。ECBの最低準備率は2%。

(注3) 羽森直子(2002)「欧州中央銀行の金融政策」(中央経済社) p.143より。

(注4) ECB, “Financial Stability Report”, June 2007

(注5) ECB, “Financial Integration in Europe”, March 2007

(注6) UK Treasury, “UK Membership of Single Currency Assessment of the Five Economic tests”, June 2003 (2003)

(注7) BOEのキング総裁による下院財務委員会への報告書間に9月12日に提出した。