

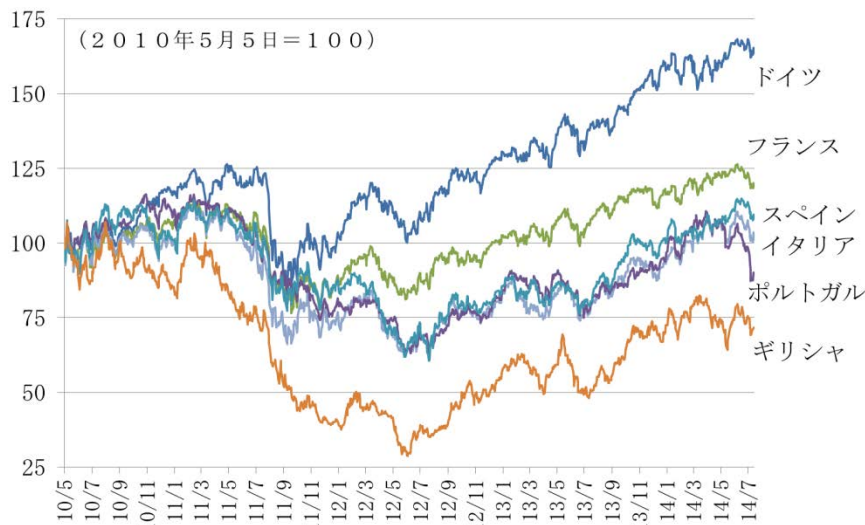
Weekly
エコノミスト・
レター

ポルトガルの銀行問題:「ユーロ危機再燃につながらない」は本当か?

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ポルトガルの大手銀行・BESのグループ企業の経営不安はアイルランドやスペインで銀行の問題が政府の信用への不安とユーロ危機再拡大のきっかけとなったことを思い起こさせた。
2. 今のところ、この問題の伝播リスクは限定的との見方が支配的だが、ポルトガルが銀行と政府の信用不安再燃の引き金となる潜在的なリスクは軽視できない。ポルトガル中銀が、BESが資本不足に陥るリスクを否定しても、ファミリー企業グループ内の資本構成の複雑さなどから、BESへの影響は読みきれない面がある。
3. それでも、伝播のリスクへの警戒の広がりや抑えているのは、ユーロ圏の制度がこの4年間で進化し、銀行の経営問題に対するルールも明確になっているからだろう。
4. ECBが金融緩和の強化を約束していることも支援材料である。ターゲット型長期資金供給(TLTRO)は、必要なデレバレッジを妨げることなく、銀行の資金調達を安定化を図り、民間貸出を下支える枠組みとして機能することが期待される。
5. 南欧を中心に企業の経営破たんやそれに伴う銀行の損失計上、バイルインなどの動きがある程度続くことは避けられない。BESの問題は過度の楽観に対する警鐘である。

株価の調整に拍車をかけたポルトガルの大手銀行のグループ企業の経営不安
～第一次ギリシャ支援決定後の独仏南欧諸国の株価の推移～



(注) ドイツ=DAX30、フランス=CAC40、イタリア=FTSE MIB、スペイン=MAマドリード、
ギリシャ=アテネ総合、ポルトガル=PSI20ECB

(資料) ロイター

(ポルトガルの銀行の経営不安で動揺が広がった欧州市場)

7月10日の欧州市場に動揺が広がった。ポルトガルの銀行市場でおよそ2割のシェアを占める大手銀行エスピリト・サント銀行(BES)のグループ企業であり、かねて経営の問題が指摘されてきたエスピリト・サント・インターナショナル(ESI)が、短期債務(CP)の償還を見送ったことが引き金だった。

10年8月にはアイルランドのアングロ・アイリッシュ銀行、12年5月にはスペインの大手行バンキアに対する公的資金の投入が政府の信用への不安とユーロ危機再拡大のきっかけとなったことを思い起こさせた。

(ポルトガル政府の信用不安、ユーロ圏の債務危機や分裂懸念の再燃には発展しないとの見方)

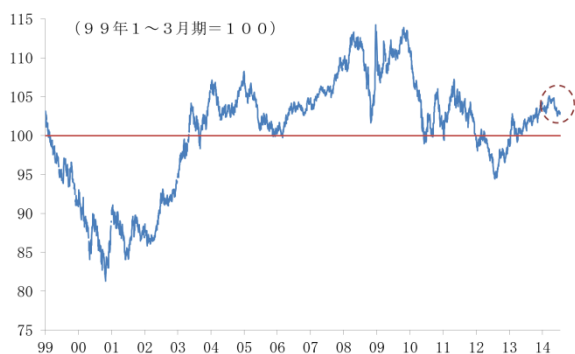
だが、今のところ、ポルトガルの銀行問題の伝播のリスクは限定的という見方が支配的だ。

為替市場ではユーロ危機拡大時のようなユーロ安は進まず、欧州中央銀行(ECB)が6月の追加緩和を織り込んで調整したレベルを保っている(図表1)

国債市場におけるポルトガルの銀行問題の影響は周辺国と中核国で異なるが、概して限られたものだ(図表2)。周辺国の国債利回りは、ポルトガルの問題が表面化する前からじわじわと上昇し始めており、ポルトガルの問題は一層の上昇圧力となった。ただ、ポルトガルでも10年国債利回りも4%を切っており、自力資金調達可否が問われる7%水準からはほど遠い。ECBの6月の追加緩和策の柱である最長4年のターゲット型長期資金供給(TLTRO)は民間貸出促進に狙いがあるが、国債市場に向かうとの期待も強いことが、下支えになっているようだ。

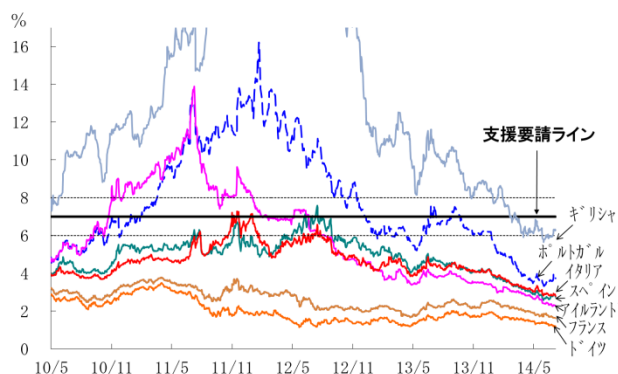
主要国の国債利回りはECBの追加緩和に加え、ポルトガルの銀行問題を受けた「質への逃避」もあって、むしろ低下している。南欧と共に支援要請国となったアイルランドは、ポルトガルの影響を受けていない。

図表1 ユーロの名目実効為替相場



(資料)ロイター

図表2 10年国債利回り



(資料)欧州委員会統計局

株価は、ECBの追加緩和期待を背景とする6月にかけての上昇に歯止めがかかりつつあったところにポルトガルの問題が拍車を掛けた(表紙図表参照)。ポルトガル問題を契機とする下落幅はポルトガルに次いで南欧諸国が大きい。スペインは隣接するポルトガルとの金融・経済面での結びつきが強い。さらに、なお厳しい経済・雇用情勢、過剰債務を背景とする銀行システムの脆弱性への潜在的な不安が強いことが影響しているように思われる。

このようにポルトガルの銀行問題は市場に一定の影響を及ぼしているが、ポルトガル政府の信用不安、あるいはユーロ圏の債務危機や分裂懸念の再燃を織り込むような動きは見られない。こうし

た「ユーロ危機再燃につながらない」という見方は正しいのだろうか？

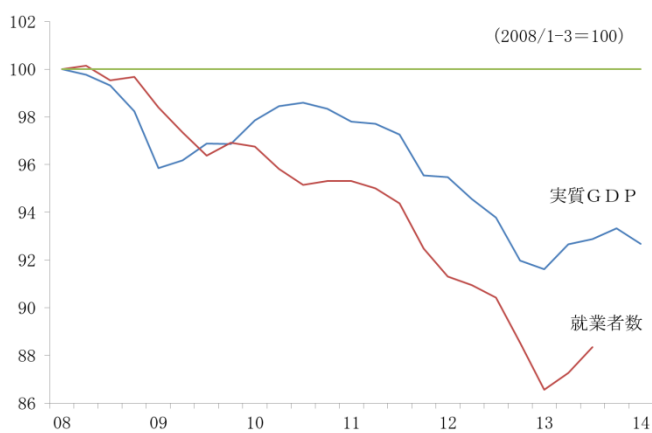
（生産・雇用水準は低く、官民の債務は過剰—潜在的にリスクが高いポルトガル）

ポルトガルが、銀行と政府の信用不安再燃の引き金となる潜在的なリスクは軽視できない。

ポルトガルは今年5月に3年間の欧州連合（EU）・国際通貨基金（IMF）の支援プログラムから「卒業」したばかり。昨年12月に卒業したアイルランドに比べて、市場環境の改善が追い風となった部分大きい。景気は持ち直してはいるが、実質GDPは世界金融危機前のピークをおよそ7%下回る。就業者数は、5年間でピークをおよそ13%下回る水準まで低下したところでようやく回復に転じた（図表3）。債務危機は雇用の面で大きな傷跡を残している。

過剰債務の問題は、生産活動・雇用の水準が著しく低く、回復のペースが上がらない中で、一層悪化するおそれもある。政府債務残高のGDP比は2013年末時点で129%とユーロ圏ではギリシャの175.1%に次いで高く、EUが財政の健全性の目安とする60%を大きく超える。民間の過剰債務問題の深刻さはポルトガルの際立った特徴だ。民間債務の対GDP比は12年末時点で223.7%。ユーロ危機を教訓にEUが導入した「マクロ不均衡是正手続き」の基準値133%を大きく超える（図表4）。ギリシャとイタリアは、政府債務残高ではポルトガルを上回るが、民間債務の水準は過剰ではない。スペインはバブル崩壊前の2007年には200.1%で202.9%のポルトガルとほぼ同じ水準であったが、2010年の213.3%をピークに低下に転じており、2012年は194.4%であった。これに対して、ポルトガルはここ4年間、ほぼ横這いで推移しており、デレバレッジが進んでいない。

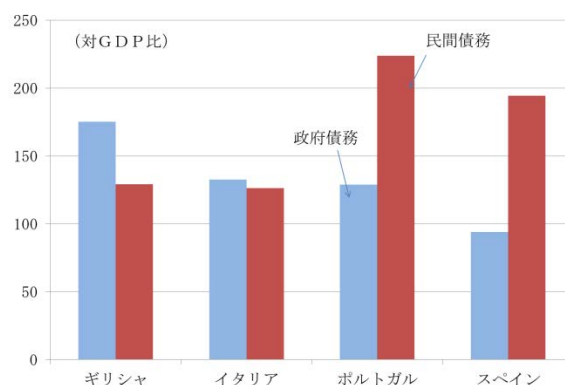
図表3 実質GDPと雇用



(注) 2008年1～3月期を100として指数化

(資料) 欧州委員会統計局

図表4 南欧諸国の政府債務残高、民間債務残高対GDP比



(資料) 欧州委員会統計局

（ポルトガル中銀の安全宣言でもBESへの懸念は続く）

問題の発端となったBESはリスボン証券取引所に上場している大手銀行だが、エスピリト・サント家が支配するエスピリト・サント・グループ（GES）の企業・ESFGが筆頭株主であり、CEOはサント一族のリカルド・エスピリト・サント・サルガド氏が務め、複数の一族のメンバーが経営陣に加わっていた。BESの問題はファミリー企業の問題としての性格が強い。

銀行監督の権限を有するポルトガル中央銀行は、11日にBESについて「グループの非金融子会社向けのエクスポージャー（約12億ユーロ）から派生すると想定される損失を吸収するだけの十分な資本を有しており、自己資本比率を下回るリスクはない」との声明を出し、経営不安への火消しに当たった。BESの資料によれば、同行の12年3月時点のバーゼルⅢ基準のコアTier 1

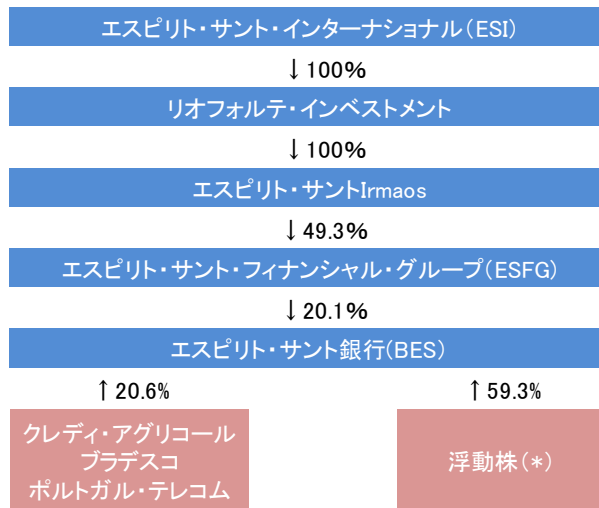
自己資本比率は9.8%と最低要件の8%を上回っており、6月に実施した10億ユーロの株主割当増資分を加味すると11.4%に達する。

一族支配によるガバナンスの問題にも手が打たれつつある。サントCEOがすでに退任を発表、7月31日にも緊急取締役会を開催、銀行監督当局であるポルトガル中銀の要請に応じて、外部の人材からなる新たな経営体制とガバナンスについて決議する見通しである。

ポルトガル中銀が安全宣言をし、現段階では自己資本比率の問題もないとは言え、GESグループ内の資本構成(図表5)は複雑で、BESがグループ企業のCPを顧客に販売していたこともあり、グループ企業の経営問題がBESに及ぼす影響は見極め切れない(注1)。11日には大手格付け会社2社がBESの格付けを引き下げている。BESの株価は、グループ企業の経営不安が広がってから、下落し始めていたが、足もとまで不安定な推移が続いている。破綻の場合、株主とともに劣後債の保有者には損失負担を求められる確率が高いため、劣後債の価格も下落している。

(注1) BESの筆頭株主ESFGの資本の49.3%を所有する「エスピリト・サント Irmaos」は、ESIの子会社でエスピリト・サント家の持ち株会社「リオフォルテ・インベストメンツ(本拠地:ルクセンブルク)」が所有している。リオフォルテは15日期限のポルトガル・テレコムに対する8億4700万ユーロのCPを償還しておらず、ルクセンブルクで債権者保護手続きの申請を準備していると伝えられている。ESFGは今年14日、6月に実施したBESの株主割当発行に際して受けた融資で追証が発生したことに対応してBESの株式の4.99%を売却した。これによりESFGの出資比率は20.1%に低下した。

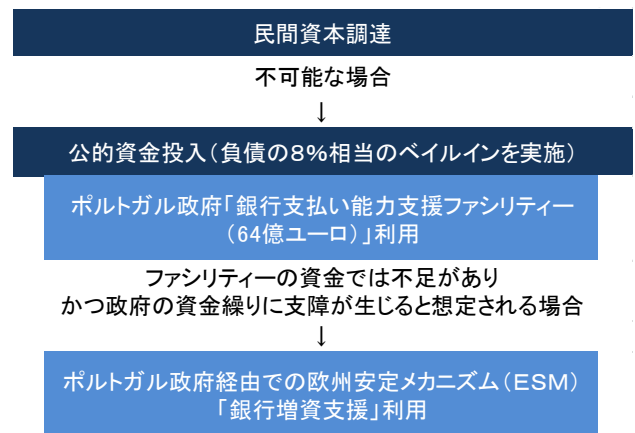
図表5 エスピリト・サント・グループ(GES)の資本関係



(*) 英米系ファンド等による大口の所有が15.8%

(資料)BSFG、BESプレス・リリース等から作成

図表6 銀行の資本不足対応の順序



(資料)欧州委員会資料などを基にニッセイ基礎研究所が作成

(伝播のリスクを抑えるユーロ圏の制度とルール)

それでも伝播のリスクへの警戒の広がりや抑えられているのは、ユーロ圏の制度がこの4年間で進化、銀行の経営問題に対するルールが明確になっているからだろう。

ユーロ圏では今年11月にECBによる一元的な銀行監督体制(SSM)が稼働、銀行同盟への移行が始まる(注2)。その前段階として、現在、圏内のおよそ130行を対象とする「包括査定」が実施されている。ESFGも「包括査定」の対象であり、SSMではECBが各国当局と連携しつつ、直接監督する銀行となる。EU共通の原則に従って経営の健全性が保たれるようになることが期待

される。

仮に、B E Sに増資が必要になったものの自力調達できない場合にも、ポルトガル政府の信用不安に発展することは考え難い。銀行同盟がフル稼働していない現時点では、母国政府が支援責任を負わねばならないが、公的支援ではバイルインが原則となるため^(注4)、必要な金額は抑えられる。しかも、E U・I M Fからの支援金を原資とする「銀行支払い能力支援ファシリティー」から 64 億ユーロが利用可能である(図表 6)^(注5)。

B E Sは、中南米、アフリカなど国際展開にも積極的であり、E S F Gのほか、フランスの金融大手クレディ・アグリコールから 14.6%、ブラジルの 4 大銀行の 1 つで、ブラジルでの合弁パートナーであるブラデスコから 3.9%、ポルトガル・テレコム^(注6)から 2.1%の出資を受けている。さらに、B E Sの資料に、その他主要な株主として掲載されているのが英国に本拠地を置き長期的視点から株式投資を行う投資顧問会社シルチェスター(4.7%)、米国の資産運用大手・キャピタル・リサーチ(4.2%)、ブラックロック(4.65%)、ヘッジファンドのバウポスト(2.27%)など英米系のファンドである。今後、グループ向けのエクスポージャーの問題で、仮に資本不足となっても、緩和的な金融環境で、「安値拾い」の買い圧力もあるため、自力での資本調達が可能という見方もある。

仮にB E Sにファシリティーの残額である 64 億ユーロが必要になったり、政府の信用不安が再燃する状況に発展したり、関係の深いスペインなどに飛び火する場合には、欧州安定メカニズム(E S M)に加えて、E C Bの国債買い入れプログラム・O M Tが防波堤としての役割を果たすことになる。

こうした枠組みの存在は、アイルランドやスペインの銀行問題が政府の信用との悪循環や域内伝播を引起した当時との大きな違いである。

(注2) 詳細は、基礎研レポート 2014-5-30「[動き出すユーロ圏の銀行同盟—制度の脆弱性克服の決め手となるか?](#)」をご参照下さい。

(注3) ポルトガルの場合はポルトガル中央銀行

(注4) バイルインを原則とするE Uの銀行再生破綻処理指令(B R R D)の発効は 16 年 1 月だが、13 年 8 月以降は E U の政府援助のルールでバイルインが原則化されており、「包括査定」で資本増強の必要性が指摘された銀行が公的支援を受ける場合もバイルインが実施される。

(注5) 総額 780 億ユーロの支援のうち、120 億ユーロが銀行再編のための資金として割り当てられた。ここからポルトガル貯蓄銀行(C G D)、バンコB P I、ミレニウム(B C P)の 3 行に支援が実施された。

(注6) B E Sはポルトガル・テレコム株の 10%を所有する筆頭株主

(E C Bの追加緩和も支援材料に)

米国で本格的な金融緩和の縮小が始まっておらず、E C Bが 6 月に追加緩和を決め、長期にわたる緩和的な金融政策の継続を約束していることも支援材料である。

E C Bが 6 月に決めた追加緩和パッケージの柱はターゲット型長期資金供給(T L T R O)である。T L T R Oでは、14 年 9 月から 16 年 6 月まで四半期ごとに合計 8 回、いずれも償還期限を 18 年 9 月として実施される。

T L T R Oが 11 年 12 月と 12 年 3 月の 2 回に分けて実施された 3 年物 L T R Oと違う点は、①銀行ごとに利用可能額に制限があることと、②銀行ごとに設けられたベンチマーク対比での民間貸出(家計向けの住宅ローンを除く)の純増を継続利用の条件としていることだ。

8 回の T L T R Oのうち、14 年 9 月と 12 月に実施される第 1 段階と、15 年 3 月から 16 年 6 月

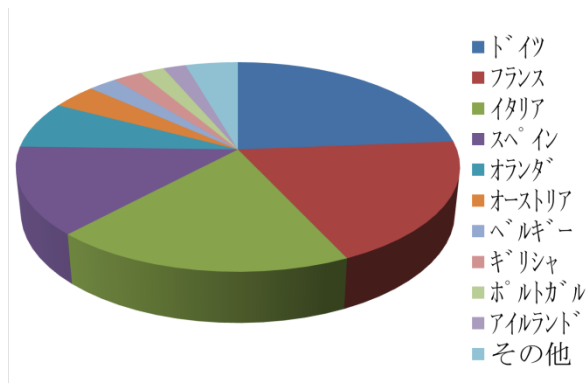
までの第2段階では調達可能額の決め方が異なる。第1段階は14年4月時点の民間貸出（家計向けの住宅ローンを除く、以下）残高の7%が上限となる。第1段階の利用額についての「4000億ユーロ」というECBの見積もりは、圏内の銀行が利用可能枠をフル活用すると想定したものだ。民間貸出の残高は、ドイツ、フランス等の大国が大きく（図表7）、利用金額に占める割合も大きくなると思われるが、利用可能な枠に対する調達額はポルトガルなど低格付け国ほど高くなるだろう。

TLTRO利用行が民間貸出をベンチマーク対比で増やしていない場合は16年9月段階での全額前倒し返済を求められる。第二段階のTLTROの利用額はベンチマーク対比での貸出純増額の3倍となるため、ベンチマーク対比の純増を実現していない銀行には追加調達も制限される。

民間貸出の純増という条件は一見厳しく思えるが、14年4月までの1年間の貸出が増加していた銀行（純増行）と減少していた銀行（純減行）に異なったベンチマークを適用することで、デレバレッジを進めている銀行も利用できるよう工夫されている。純増行のベンチマークは14年4月末の残高。これに対し、純減行には「14年4月までの1年間と同じペースでの削減が続いたと想定した場合の15年4月時点の残高」がベンチマークとなるので、従来とほぼ同じ程度のデレバレッジを続けることは可能だ。

純減行と純増行の割合は、個別行ないしTLTROのために組成するグループ毎のデータを確認する必要があるが、割合は純減行の方が高いと推察される。ユーロ圏18カ国全体で14年4月末までの1年間で民間貸出残高は3.2%減少している。18カ国で純増となっている国はベルギー、エストニア、スロバキア、フィンランドのみで大半の国が純減である。スペインは13年4月末比で11.2%、アイルランドは8.5%、ポルトガルは7.9%と減少幅が大きい（図表8）。

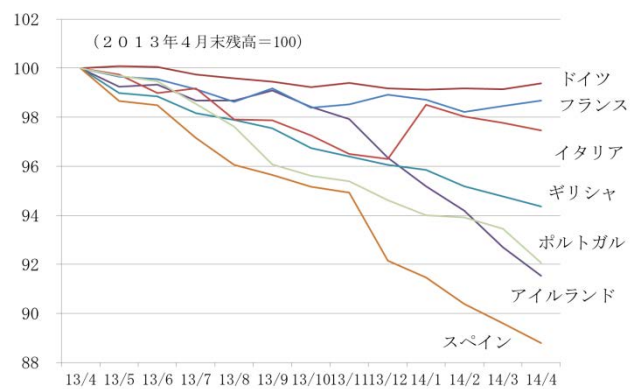
図表7 ユーロ圏の民間銀行貸出
（除く住宅ローン）残高の国別内訳



(*) 14年内に実施する第一段階のTLTROの利用可能額の算出基準となる14年4月末時点の残高

(資料) ECB

図表8 独仏、南欧、アイルランドの
民間銀行貸出残高の推移（除く住宅ローン）



(資料) ECB

TLTROについては、「緩和の度合いはバランス・シートの規模によって決まる」との考えから、「総額で最大1兆ユーロ」というECBの利用額の見通しは甘すぎるという批判がある。米国や日本に比べて経済実体が悪いユーロ圏は、ユーロ高に歯止めをかけるためにも、バランス・シートを拡大させる政策が必要という立場からの批判もある。

他方で、「ユーロ圏が必要としているのは民間貸出の縮小に歯止めをかけること」という観点からは、キャリートレードによる国債市場への資金流入を制限できないため、民間貸出を促進する効果

は限られるという見方も強い。

いずれにせよ、現在のユーロ圏にとってTLTROの導入は不可欠であった。必要なデレバレッジを妨げることなく、銀行の資金調達安定化を図り、民間貸出を下支える枠組みとして機能することが期待される。

（民間過剰債務問題の表面化はこれからも続く）

ユーロ圏内に危機の伝播を阻止する制度や政策の役割が期待されるとは言っても、ポルトガル当局が、エスピリト・サント・グループに生じた資金繰りの問題を、銀行システムの安定を損なうことのないよう解決に動くことは必要だ。ユーロ圏ではTLTROの実施で16年にかけて緩和が強化されるが、英国では14年内にも、米国でも15年中には利上げが始まる。この先も、現在のように「安値拾い」の買い圧力が強いままということはないだろう。

銀行経営の健全化をプロセスでは、ポルトガルに限らず、危機の後遺症が大きい南欧を中心に企業の経営破たんとそれに伴う銀行の損失計上、バイルインなどの動きがある程度続くことは避けられない。

BESの問題は「ユーロ危機再燃につながらない」という見方はおそらく正しい。同時に、極めて緩和的な金融環境が続くとの見通しから、過度の楽観に傾くことへの警鐘として捉えるべきだろう。

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。