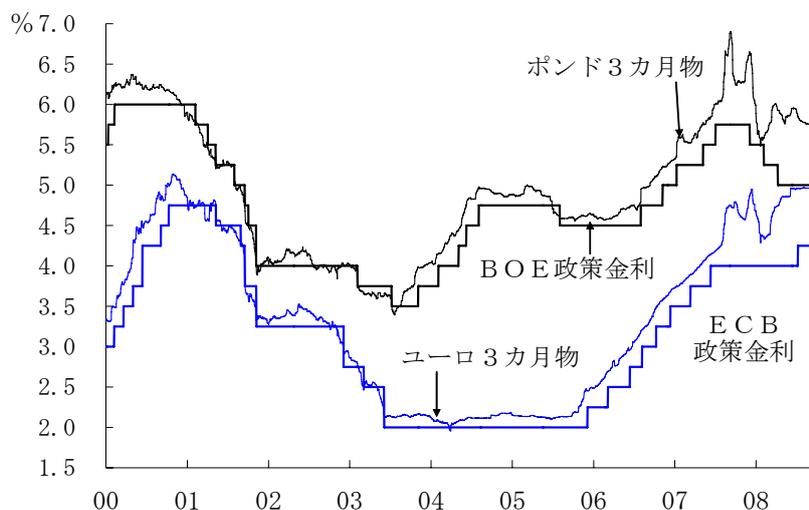


Weekly
エコノミスト・
レター欧州の金融危機～続く拡大阻止
への取り組み

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. リーマン・ブラザーズの破綻後に欧州の金融市場の混乱は深刻化した。個別の金融機関の救済や預金保護の上限の引上げ、協調利下げでも危機の広がりには歯止めが掛からず、各中央銀行は流動性の供給体制を一段と強化し、主要国政府は銀行債務への政府保証と公的な資本注入を柱とする金融安定化策による対応を迫られることになった。
2. 主要国の安定化策の公表で、一旦は反発した株価も再度下落、銀行間市場のスプレッドの縮小も僅かに留まっており、市場の緊張状態は続いている。背景には、金融安定化策が即効性に欠けること、実体経済が急速な悪化の兆候を示していること、危機の地域的な拡大による連鎖への不安がある。
3. 主要国が一連の枠組みを効果的に活用し、自国の金融システムの安定化を図ることは重要だが、地域横断的な取り組みを欠けば、危機の拡大を阻止できない。16日のEU首脳会議で方向性が示された統合の深化と拡大に見合ったアプローチで危機を克服することを期待したい。

金融安定化策にも関わらず銀行間市場の緊張は続く
～ ECB、BOEの政策金利とインターバンク金利～



(資料) ECB、BOE

1. 包括的な政策対応に迫られた欧州

(個別救済、預金保護拡大では歯止めを掛けられなかった危機の広がり)

リーマン・ブラザーズの破綻後、欧州の金融市場の混乱は深刻化し、政策当局は、危機拡大の阻止のための矢継ぎ早の対策を迫られている。

対策は、10日の先進7カ国財務相・中央銀行総裁会議（G7）、続く12日のユーロ圏首脳会議で合意した「行動計画」以前の対策と、その後の対策に大きく分けることができる。うち、「行動計画」以前の対策は、個別の金融機関の救済（図表1）や預金保護の上限の引上げ（図表2）、さらに欧州連合（EU）レベルでは預金保護の最低金額の引上げ（2万ユーロ→5万ユーロ）、安定成長協定の弾力化（GDP比3%を超える財政赤字の容認）などである。中央銀行による対応も、従来からの流動性の潤沢な供給に加えて、8日には、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）など欧州の4中銀と米加の中央銀行による50bp協調利下げに踏み込んだ。

図表1 サブプライム危機波及後の欧州における金融再編、金融機関救済の動き

区分	国	名称	業態	内容	時期
ユーロ圏	ドイツ	IKB	銀行	親銀行の政府系ドイツ復興金融公庫(KfW)などから資金支援	07年7月
		ザクセンLB	州立銀行	最大手の州立銀行により買収	07年8月
		ドレスナー	銀行	親会社のアリアンツ(2001年に買収)がコムレツに売却	08年8月
		ポストバンク	銀行	ドイツ銀行が29.75%出資(ドイツポストから保有株の一部を取得)	08年9月
		ヒポ・レアルエステート	不動産金融	500億ユーロの救済策	08年9月
	フランス	ケス・デバルニュ、バンク・ポピュレール	銀行	2行が共同出資する投資銀行ナティクシスの信用補完のために経営統合を検討	08年10月
	仏・ベルギー	デクシア	銀行	仏・ベルギーが公的資金投入	08年9月
	ベネルクス3国	フォルティス	銀行	部分国有化後、オランダ部分はオランダ政府が100%出資(168億ユーロ) ベルギーとルクセンブルクの業務はフランスのBNPが経営権を取得 ベルギー政府はBNP株の11.7%を取得	08年9月～ 10月
非ユーロ圏	イギリス	ノーザンロック	銀行	一時国有化	07年9月
		HBOS	銀行	ロイズTSBによる救済合併→170億ポンドの公的資金受け入れへ(08年10月)	08年9月
		ブラッドフォード&ビングリ(B&B)	銀行	部分国有化	08年9月
	デンマーク	ロスキルド銀行	銀行	中銀が救済買収	08年8月
その他	アイスランド	グリニル	銀行	一部国有化	08年9月
		ランズバンク	銀行	国有化	08年10月
		カウプシング銀行	銀行	国有化	08年10月
	スイス	UBS	銀行	60億スイスフランの公的資金を注入、中央銀行が最大600億スイスフランの資金を支援	08年10月

(資料) 新聞報道、欧州委員会資料より作成

図表2 危機の進行に対応しセーフティ・ネットを強化

～ 08年9月以降のEU主要国の預金保険制度見直しの動き ～

国名	内容	期限・対象等
ドイツ	個人向け銀行預金全額保証	
フランス	預金全額保護	2009年末まで
イタリア	限度額10.3万ユーロに引き上げ	
スペイン	限度額を10万ユーロに引き上げ	金融危機終息まで
オランダ	限度額を10万ユーロに引き上げ	
オーストリア	預金全額保護	
ポルトガル	預金全額保護	ポルトガルの銀行に預金している居住者のみ
アイルランド	預金と社債を全額保護	当初は国内6行対象、その後外国銀行子会社にも適用
ギリシャ	預金全額保護	3年
スロベニア	預金全額保護	金融危機終息まで
イギリス	預金保証限度額引上げ(3.5万ポンド→5万ポンド*)	
デンマーク	預金全額保護	2010年9月30日まで
スウェーデン	預金全額保証	
EU	限度額引き上げ(最低2万ユーロ→5万ユーロ)	

* およそ6万4000ユーロ(870万円)

(注) 期限、対象等は明示されている場合のみ。上記以外の国でもEUの最低限度引き上げに対応した見直しを実施されている

(資料) 欧州委員会

(主要国は銀行間取引や銀行の債務への政府保証と公的資本の注入からなる対策を策定)

これらの対策でも危機の広がりには歯止めが掛からなかったことで、G7以降、中央銀行による流動性対策の範囲を拡大すると同時に主要国が揃って包括的な金融安定化策の導入に踏み切った。

16日までに公表されたEU加盟国の対策は大きく分けて、(1)信用不安を背景とする短期の銀行間取引の収縮、中期の資金調達難に対応するための、銀行間取引や銀行債務に対する政府保証、(2)過小資本に陥った銀行に対する公的資本注入などを通じた銀行のバランス・シート改善策からなる(図表3)。

うち(1)の銀行間の取引、ないし銀行債務に対する政府保証は、ドイツ4000億ユーロ、フランス3200億ユーロ、オランダ2000億ユーロ、スペイン1000億ユーロ、オーストリア850億ユーロなどである。イギリスは、ユーロ圏各国に先立って8日に公表した金融安定化対策で、銀行が発行する債券に2500億ポンドの相当(約3200億ユーロ)の保証を行うことを発表している。これらはGDPの1~4割という大規模なものだ。

(2)の資本注入などの銀行のバランス・シート改善策としては、ドイツが資本注入や不良債権の買い取り、銀行債務の保証による損失補てんのための1000億ユーロの基金を創設したほか、スペインは銀行やその他金融機関の優良資産を買い取るための最大500億ユーロ規模の基金を創設、フランスも原則として支払い能力のある銀行を対象とする400億ユーロの資本注入枠の創設を決めた。イタリアも、銀行が経営難に直面した場合には、資本注入や資産の買い取りによって介入する方針を示しており、緊急融資のための基金として200億ユーロを確保した。

図表3 欧州諸国の金融システム安定化策

(単位:億ユーロ)

	総額		内訳				備考
		GDP比	銀行間取引/債務保証	資本注入	不良債権買取	信用保証による損失補償	
ドイツ	5,000	20.6%	4,000	700	100	200	2009年末までの時限措置 原則として支払い能力のある銀行が対象 必要に応じ資本注入、資産買い取り、債務保証を実施(200億ユーロは緊急融資枠) 健全で支払い能力のある銀行が対象、09年10月までの時限措置 左記のほか流動性支援のために80億ユーロの特別国債を発行 ポルトガルに登録している金融機関が対象 資本注入は8大銀行をカバー、その他も必要に応じて利用可能
フランス	3,600	19.0%	3,200	400			
イタリア	200	1.3%					
スペイン	1,500	14.3%	1,000	500			
オランダ	2,200	39.3%	2,000	200			
オーストリア	1,000	36.9%	850	150			
ギリシャ	280	12.2%	150	50			
ポルトガル	200	12.3%	200				
イギリス	3,840	19.0%	3,200	640			
スイス	39	1.2%		39			
上記計	17,859	17.1%	14,600	2,679	100	200	

(注)上記計の対GDP比はEU27カ国+スイスのGDPに対する比率、1ポンド=1.28ユーロ、1スイスフラン=0.65ユーロで換算
(資料)欧州委員会、Financial Times, October 14th and 15th 2008

2. なぜ市場の緊張は続くのか?

(金融安定化策公表後も続く市場の緊張)

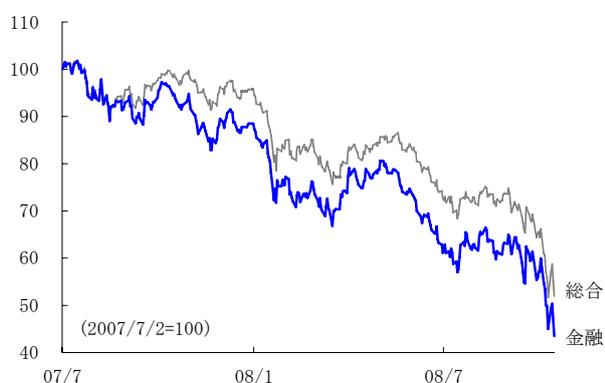
主要国の対策が相次いで公表された13日には欧州でも株価が大きく反発したが、15日~16日は連続で下落し、再度安値を更新した(図表4)。流動性対策と銀行間取引への政府保証の効果が期待される銀行間市場では取引が細った状態は続き、政策金利からの乖離幅も依然大きい。50bpと

いう利下げの効果も打ち消されてしまっている（表紙図表参照）。

ドルの流動性の不足に対しては、13日にFRBが、ECB、BOE、スイス中銀に対するドル供給（通貨スワップ）枠を無制限に拡大、金融機関が差し出す国債など担保の金額の範囲内で必要なだけドルを貸し出す体制に移行した。それでも、ロンドン市場におけるドルのTed スプレッドは、G7前のピーク比では縮小しているが、絶対水準として高い状態が続いている（図表5）。

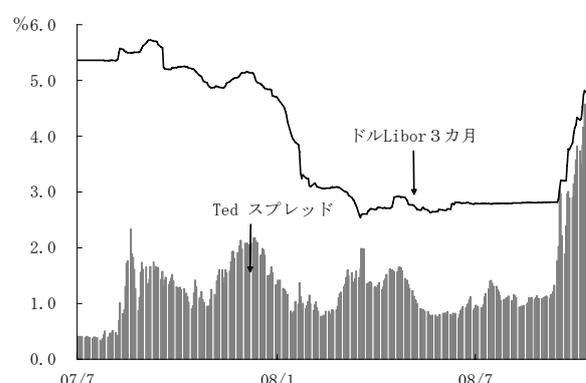
15日にはECBは、受け入れ担保の最低格付けの引き下げ（Aマイナス→BBBマイナス）や外貨建て資産の受入れや、通貨スワップによるドルとスイスフランの供給などの新たな流動性対策に踏み切っている。

図表4 株価は反発後、再度下落
～DJ EURO STOXX～



(資料) ECB、BOE

図表5 ドル市場の緊張も続く
～ドルLIBOR3カ月金利とTedスプレッド～



(注) Ted スプレッド=ドル LIBOR 3 カ月物-Tbill 3 カ月物

(資料) Datastream

(公的資金受け入れへの動きは今のところ低調)

主要国の金融安定化策が出揃っても市場の緊張が続く背景には複数の要因がある。

1つは、対策の効果が表れるまでに時間がかかることだ。安定化策の公表後に、実際に公的資金注入が決まったのはイギリスのRBSの200億ポンド、合併を決めているHBOSとロイズTSBへの170億ポンドである。政府から自己資本の積み増しを要請されているバークレイズ、HSBC、スタンダード・チャータード、アビー・ナショナルなど他の大手行は自力で調達する方針である。フランスの公的資本の注入も詳細の公表までにはまだ時間がかかる見通しであり、ソシエテ・ジェネラル、BNPパリバ、クレディ・アグリコールの大手3行は現時点では公的資金の受入れに慎重な姿勢を示している（Financial Times, October 15 2008）。

ドイツでも公的資本の注入は強制ではないため、大手行は今のところ公的資金の受入れに消極的で、当面はかねて再編が必要とされていた州立銀行が中心になりそうだ。銀行の保護に必要な措置は講じるとの立場から特定の財源を設けなかったイタリアでも66億ユーロの増資計画を公表している最大手のユニクレディトを除いて増資の必要はないとされている（Financial Times, October 14, 2008）。

(本格化する实体经济への影響)

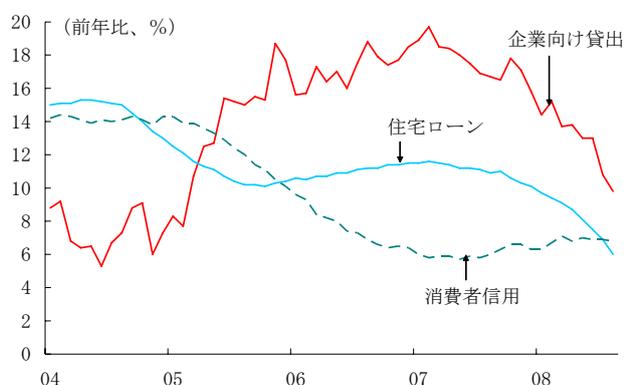
金融市場の緊張が続く2つめの理由は、金融混乱が实体经济にもたらす影響への懸念が強まっていることである。欧州の銀行貸出は、利上げの影響から2006年をピークに鈍化が始まった。昨年夏にサブプライム危機が波及した後は、イギリスでは企業向けの貸出と住宅ローンの鈍化傾向に拍車がかかった(図表6)。一方、ユーロ圏ではスペインやイタリア、アイルランドなどで住宅ローンの伸びが鈍化したものの、企業向けの貸出は08年初にかけて加速、その後も高い伸びを続けたことで、貸出全体としての伸びに目立った影響は見られなかった(図表7)。

しかし、リーマン・ショックを境に、量的にもコスト的にも資金調達環境は厳しさを増したことから、ユーロ圏でも銀行市場の機能低下による实体经济への影響が広がることが避けられないだろう。

信用収縮と住宅価格下落が進んでいたイギリスでは、雇用の伸びが消費を支えることで景気が持ちこたえてきた。しかし、金融危機の広がりによる雇用調整の結果、直近の6～8月の失業率は5.7%と前期から0.5ポイントと上昇した。これは90年代初頭の景気後退期以来の大幅な上昇であり、景気底割れの可能性は高まっている。

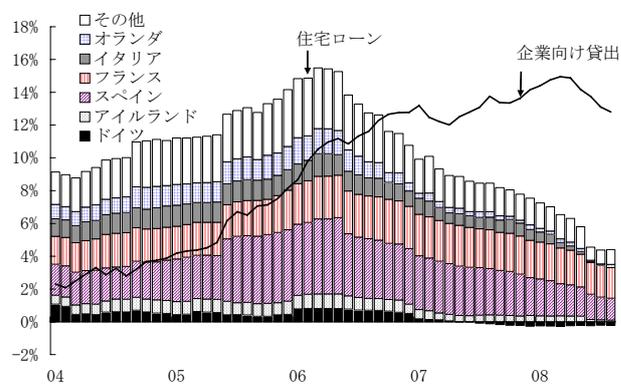
ユーロ圏、イギリスともに、实体经济の急速な悪化が新たな債権の不良化へとつながり、金融機関のバランス・シートの改善が進まないリスクに直面しているのである。

図表6 イギリスでは住宅ローン、
企業向け貸出ともに鈍化
～イギリスの貸出動向～



(資料) BOE

図表7 ユーロ圏では住宅ローンは鈍化するも
企業向け貸出は伸びを保ってきた
～ユーロ圏の貸出動向～



(資料) ECB

(危機の地域的拡大のリスク)

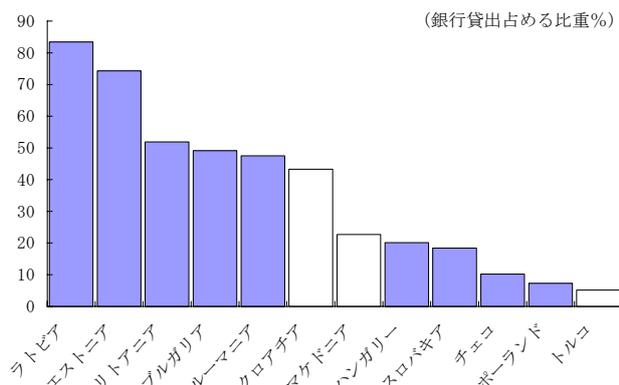
危機の地域的拡大による連鎖への不安もある。既述のとおりドイツ、イギリス、フランスなどEUの主要国では大規模な対策がまとまった。しかし、単一市場を形成するEUの加盟国は27あり、対応力の限られる中小国には不安が残る。また、EU内では、金融統合が進む半面で、ユーロ圏15カ国と非ユーロ圏の間には通貨変動のリスクがある点にも警戒が必要だ。

2004年5月以降にEUに加盟した中東欧などの市場では、EU旧加盟国の金融機関が銀行総資産の7割という高シェアを占めており^(注)、EUの金融機関の貸出スタンスの変化が实体经济に及

ばす潜在的な影響は大きい。また、自国通貨制度を維持しているにも関わらず、国内でのユーロ建て預金・貸出も定着しているため（図表8）、資本の流出が加速して、対ユーロの為替相場が大きく下落することになれば、自国通貨建てで見た債務の返済負担が増大、経済・金融危機に発展しかねないのである。

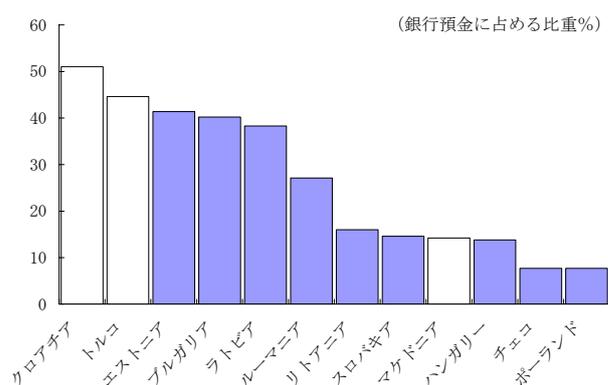
(注)ECB, “EU Banking Structure 2008”, p.11

図表8 ユーロ未導入国ではユーロ相場下落が債務返済負担増大につながるリスクがある
～ユーロ建て貸出の比率～



(注) 色付きはEU加盟国、白抜きはEU加盟候補国
(資料) ECB

図表9 自国通貨の信認が弱い国では価値貯蔵手段としてユーロの利用割合が高い
～ユーロ建て預金の比率～



(注) 及び (資料) 図表8と同じ

また、EU加盟国ではないものの、EU経済と結びつきの強いスイスや北欧、欧州の金融機関が資金の出し手として役割を拡大してきた新興国（図表10）などで、欧州の金融機関の体力低下に起因する経済・金融情勢の悪化が進み、EUやユーロ圏の経済・金融情勢に跳ね返る負のスパイラルに陥るリスクもある。

リーマン・ショック後、新興国の株価も大きく調整しており、リスク・プレミアムを示す対米国債でのスプレッドも大きく開いた状態が続いている（図表11）。すでにウクライナが外貨繰り難に陥り、IMFへの支援を申し入れたと伝えられているが（Financial Times, October 16 2008）、欧州金融機関のリスク回避志向の強まりや、リストラによる国際業務の見直しが進むことで、危機の範囲はさらに広がるおそれがある。

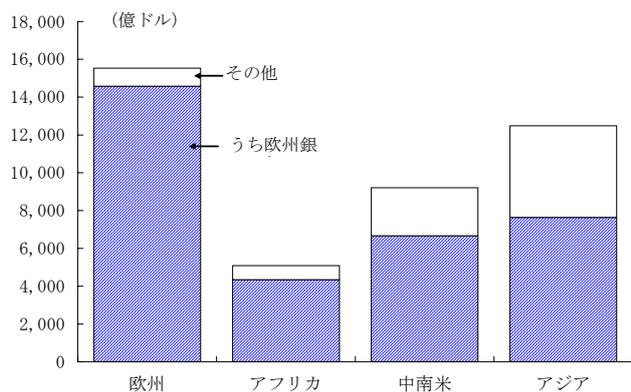
(危機拡大の阻止には地域横断的な取り組みが不可欠)

EUが拡大し、ユーロが浸透した現在では、各国レベルの金融安定化対策の効果には限界がある。主要国が一連の枠組みを効果的に活用し、自国の金融システムの安定化を図ることは重要だが、地域横断的な取り組みを欠けば、危機の拡大を阻止することはできず、欧州は一段と不安定な状態に陥るだろう。

16日にECBは、外貨不足による信用不安の様相を呈したハンガリーの中央銀行に最大50億ユーロの緊急融資決め、EU首脳会議では、EU全体での政策を総動員し協調体制による金融システ

ム安定化を図る方向とともにアイスランドなど周辺の危機国を支援する姿勢を打ち出した。EUの金融機関が公的資本の注入で経営再建を進める場合にも、中東欧など強い影響力を発揮している地域の経済に重大な影響を及ぼさないような配慮も必要だろう。統合の深化と拡大に見合ったアプローチによって、欧州が危機を克服することを期待したい。

図表 10 欧州は銀行経由での新興国への
資金の主たる出し手
～B I S 報告銀行の新興国向け与信残高の
国籍別内訳（2008年3月末現在）～



(資料) B I S

図表 11 リーマン・ショック後
新興国の資金調達環境は大きく悪化
～新興国の株価指数と新興国債の
対米国債スプレッド～



(資料) モルガン・スタンレー、J Pモルガン

(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。