

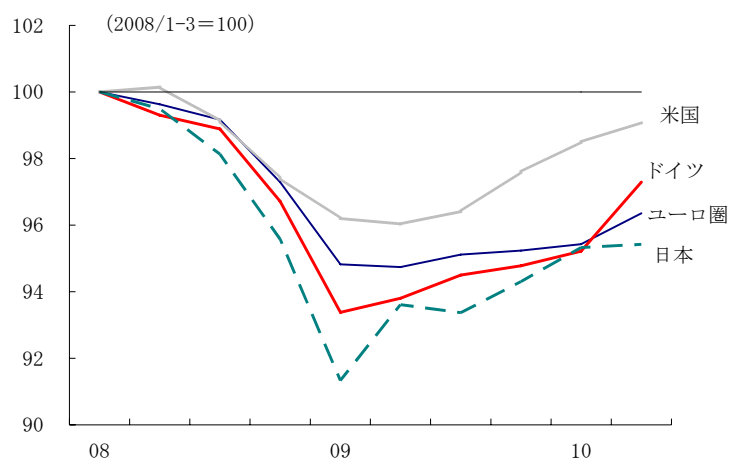
Weekly
エコノミスト・
レター

ストレステスト後の欧州経済と銀行市場

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. 7月23日に公表されたストレステストは「前提の甘さ」が指摘されてはいるが、参加各行の経営に及ぼすソブリン・リスクの影響が把握可能になるなど、前回比では内容が大きく改善した。加えて、欧州ではギリシャの財政再建がそれなりの成果を挙げて、中核国・ドイツの成長がユーロ安を追い風に加速する一方で、米国経済に「二番底」懸念が台頭し、市場の関心がシフトしたことで、不安増大をとりあえず免れている。
2. ストレステスト対象行の開示データによれば、ソブリン・リスクが高いと見られるギリシャなどPIGSの国債は、独仏国籍銀行が各国国籍の銀行に続いて多く保有しているが、独仏銀行が有するリスク加重資産との対比で見れば限定的な規模である。銀行の国籍や個別行のビジネスモデルによる違いはあるが、全体では財政危機の直接的影響よりも、景気を通じた間接的な影響の方が大きいと考えられる。
3. ストレステストの不合格行や予備金は中堅以下に集中しているが、大手にも公的支援下で経営再建中の銀行があり、欧州の金融システムはまだ危機モードから脱してはいない。
4. 国ごと、銀行ごとの体力差からくる不安の火種はあるものの、一連の危機対応によって域内における政策協調が実現しており、先行きを過度に悲観する必要はないだろう。

ユーロ圏経済の意外な底固さはドイツが牽引～日米ユーロ圏、ドイツの実質GDP～

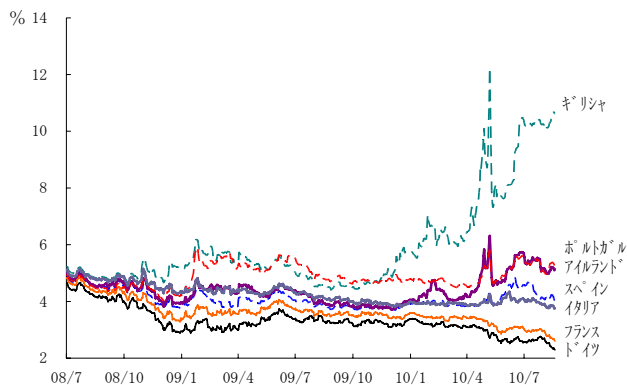


(資料) Eurostat ほか

(ストレストテストを引き金とする市場の不安増大はとりあえず回避)

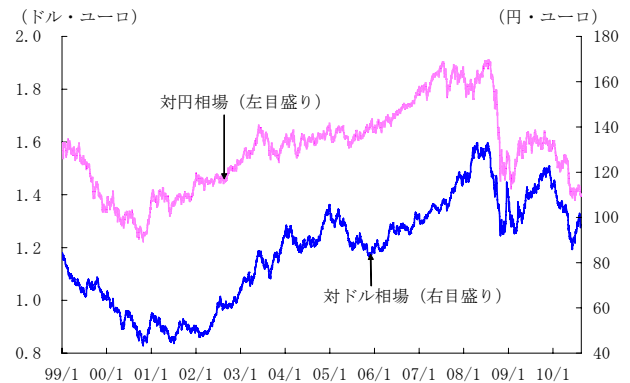
7月23日のストレステスト結果公表後の欧州市場では、ギリシャ危機の進行過程で繰り返されてきたような「政策対応に対する失望や憶測の広がり」が、財政不安のくすぶる国々の国債利回りの高値更新、ユーロ相場が安値更新につながる悪循環に陥ることが回避されている(図表1、図表2)。

図表1 独仏伊、PIGSの
10年国債利回り



(資料) Datastream

図表2 ユーロの対ドル、対円相場



(資料) Datastream

これまでのところ、欧州に対する不安の増大が抑えられた理由は、大きく3つに分けることができるだろう。

1つは、ストレステストそのものに関するもので、ストレス・シナリオにおける前提の甘さや、国債のデフォルト・リスクを想定外としたことなどへの批判はあるものの^(注1)、2009年10月の第1回目との比較では、対象行の拡大(22行→91行、図表3)、個別行の結果の開示、さらに可否の判断を「景気の二番底(図表4)+国債市場ショック」の想定に基づいて行うなど、内容が改善したことは確かである。

中央政府と地方政府、政府機関など政府部門(ソブリン)向けのエクスポージャー(市場の価格変動リスクがある資産残高、以下では国債保有額として表記)は、一斉開示の対象項目からは除外されたため、スペインのように各国の監督機関のレベルで一斉開示する国がある一方、ドイツのように個別行の判断に委ねる国に分かれ、開示のタイミングもばらつきがあった。しかし、最終的には、今回のテストの対象となった91行全行の短期売買目的の「トレーディング勘定」と償還まで保有する「銀行勘定」の国債保有額が明らかになっており、ソブリン・リスクが各行の経営に及ぼす影響も把握できるようになったことは積極的に評価できよう。これにより、実際のストレステストでは、国債のデフォルト・リスクは想定外、つまり「銀行勘定」における国債保有額のヘアカット(担保価値の低下)は想定されなかったものの、ストレステストで採用された国別のヘアカット率(図表4)、あるいはより厳しい想定をおいて独自のストレステストを行なうことができるようになっている。

図表3 EUのストレステストの対象行と不合格行の国籍別内訳

ユーロ圏			ユーロ未導入国		
国名	対象行	不合格行	国名	対象行	不合格行
スペイン	27	5	スウェーデン	4	0
ドイツ	14	1	イギリス	4	0
ギリシャ	6	1	デンマーク	3	0
イタリア	5	0	ハンガリー	2	0
フランス	4	0	ポーランド	1	0
オランダ	4	0			
ポルトガル	4	0			
オーストリア	2	0			
ベルギー	2	0			
キプロス	2	0			
アイルランド	2	0			
ルクセンブルク	2	0			
フィンランド	1	0			
マルタ	1	0			
スロベニア	1	0			

(資料) CEBS

図表4 ストレス・シナリオの成長率の想定

ユーロ圏			ユーロ未導入EU加盟国		
国名	2010	2011	国名	2010	2011
ギリシャ	-4.6	-4.3	ラトビア	-4.2	2.5
ポルトガル	-0.3	-2.3	イギリス	-0.2	0.1
スペイン	-1.4	-1.2	ルーマニア	-1.8	2.1
マルタ	-0.8	-1.2	デンマーク	0.8	0.2
オーストリア	-0.1	-1.2	ハンガリー	-0.2	1.6
アイルランド	-2.1	1.0	チェコ	0.9	0.6
オランダ	0.0	-1.0	リトアニア	-0.9	2.4
ルクセンブルク	-0.1	-0.8	スウェーデン	0.9	0.9
ベルギー	-0.3	-0.6	ブルガリア	-0.7	2.8
キプロス	-0.7	-0.1	ポーランド	2.1	0.5
フィンランド	-0.1	-0.6	エストニア	-0.1	3.0
イタリア	-0.3	-0.3			
ドイツ	0.2	-0.6			
スロバキア	0.8	-0.6			
フランス	0.7	-0.1			
スロベニア	0.7	0.6			
ユーロ圏	-0.2	-0.6			
EU27	0.0	-0.4			

(資料) CEBC

図表5 各国ソブリン債務のヘアカット率

(単位:%)

ユーロ圏		ユーロ未導入EU加盟国	
国名	ヘアカット率	国名	ヘアカット率
ギリシャ	23.1	ポーランド	12.3
ポルトガル	14.1	その他中東欧	11.8
アイルランド	12.8	チェコ	11.4
スペイン	12.0	イギリス	10.2
イタリア	7.4	スウェーデン	6.7
ルクセンブルク	6.9	デンマーク	5.2
ベルギー	6.9		
キプロス	6.7		
マルタ	6.4		
フィンランド	6.1		
フランス	6.0		
オーストリア	5.6		
オランダ	5.2		
スロバキア	5.0		
ドイツ	4.7		
スロベニア	4.2		

(資料) CEBC

不安の増大が抑えられた2つめの理由は、欧州経済の先行きに対する過度の悲観論の修正に資するような材料が出てきたことである。8月5日には財政不安の震源地となったギリシャが、EU、IMF（国際通貨基金）からの支援の実行に先立って四半期に1度行なわれる経済構造調整プログラムの履行状況に関する審査をパスしたことが公表され、第2弾の融資が予定どおり9月に実行される見通しとなった。また、ギリシャ危機が拡大した4～6月期のGDP成長率（暫定速報値）は、前期比年率でユーロ圏16カ国は3.9%、EU27カ国は4.0%（前期比ではともに1.0%）に加速、日本の0.4%、米国が2.4%を上回った（表紙図表参照）。特に、前期比2.2%成長となった中核国・ドイツ経済のユーロ安の恩恵を受けた好調が目立っている。

直近の動きだけを見れば、ソブリンショックに起因する「欧州経済の立ち遅れ」という構図はあてはまらなくなっている。米国経済の「二番底」懸念に市場の関心がシフトしたことも、欧州が不安の増大を免れた3つめの理由と考えられよう。

(注1) EUのストレステストの結果公表直後の評価については[経済金融フラッシュNo10-062「EUのストレステスト：想定甘いとの批判はあるが、前回比では透明性が格段に向上」](#)をご参照下さい。

（PIGS国債は各国籍銀行に次いで独仏国籍銀行が保有）

既述のとおり、全参加行の国債保有総額が開示されたことで、国債保有総額のおよそ8割を占める「銀行勘定」保有分も含めたストレステストを個々の判断で行なうことが可能になった。しかし、ここではヘアカット率の想定によって大きく変わる試算には立ち入らず、国債保有額、リスク加重資産（銀行の資産を信用リスクによってウェイトづけし、各資産の額にリスク・ウェイトを乗じたものを合計した金額）、「景気の二番底+国債市場ショック」を想定した場合の中核的自己資本（Tier 1）比率など、今回開示されたデータからEUの銀行セクターの現状について整理しておきたい。

まず、銀行の国債保有総額のうち、安全資産としての性格が強いドイツ国債が24.9%を占め、イ

イタリア 16.7%、スペイン 13.1%、フランス 9.6%が続く（図表 6）。今回のストレステストで最も高いヘアカット率が想定されたギリシャ国債は 5.5%に留まる。この他、10%以上のヘアカット率が設定されたのはイギリス、ポルトガル、アイルランド、ユーロ未導入の中東欧諸国などであるが、イギリス国債以外の保有比率は限定的である。ソブリン不安の表面化以降、欧州の国債市場では P I G S の国債価格の下落（利回りの上昇）の一方、保有額が多いイタリアの国債価格は安定、ドイツやフランスの国債価格は上昇している。全体としては、周辺国のリスクの高まりによる価格変動の影響は相殺される構造と見ることもできよう。

銀行国籍別に国債の保有額の内訳を見ると、自国の国債を中心に保有する傾向が強い。特に、ポーランド国籍の 100%、ギリシャ国籍の 92.3%、マルタ国籍の 91.9%、ハンガリー国籍の 89.6%などが目立つが、主要国の場合も、自国の国債の保有比率が最も高い。同時に、統合の進展に連れて、地理的・歴史的に結びつきが強い国々を中心に M & A などを通じた金融機関経営のクロスボーダー化が進んできたことを反映した国債保有額の多寡が見られる。

ソブリン・リスクが警戒されている国の国債の保有状況を銀行国籍別に見ると（図表 7）、「債務再編は不可避」との観測が根強いギリシャ国債は 51.2%をギリシャ国籍の 6 行が保有しており、これにドイツ国籍、フランス国籍の銀行が続く。ギリシャとともに「ユーロ参加による政策の選択肢の狭さ」から財政再建が危ぶまれているポルトガル、スペインも自国籍銀行による保有が最多だが、ドイツ国籍がこれに続く。アイルランド国債の場合は、ドイツ国籍の銀行が 42.5%と最多である。ドイツでは商業銀行大手のほか、州立銀行など合計 14 行がストレステストの対象となり、商業不動産金融大手で公的管理下にあるヒポ・リアルエステートが唯一不合格行となった。同行は 14 行の中でリスク加重資産ベースでは中堅に位置するが、ドイツ国籍銀行が保有する P I G S 国債のうち、アイルランド国債についてはおよそ 8 割、その他の 3～4 割を保有しており、ドイツ国籍銀行の中で突出してソブリン・リスクに弱い構造と言えよう。

但し、独仏国籍銀行の P I G S 国債保有額が多いとは言っても、リスク加重資産に対する規模で見た場合、ドイツ国籍銀行で 5.6%、フランス国籍銀行では 1.3%に過ぎない。ドイツの場合も、最もリスクが高いギリシャに限れば 1.3%に過ぎず、先に触れたとおりヒポ・リアルエステートへの集中度が高い。

図表 6 ストレステスト対象 91 行の国債保有額の内訳

国名	シェア
ドイツ	24.9%
イタリア	16.7%
スペイン	13.1%
フランス	9.6%
ギリシャ	5.5%
イギリス	4.6%
ベルギー	4.2%
オランダ	3.8%
ポーランド	2.5%
ポルトガル	2.3%
オーストリア	2.2%
スウェーデン	1.6%
アイルランド	1.5%
ハンガリー	1.4%
チェコ	1.3%
デンマーク	0.9%
ノルウェー	0.7%
スロバキア	0.7%
フィンランド	0.7%
ルーマニア	0.6%
ルクセンブルク	0.4%
スロベニア	0.2%
リトアニア	0.1%
ブルガリア	0.1%
キプロス	0.1%
ラトビア	0.1%
マルタ	0.1%
アイスランド	0.0%
エストニア	0.0%

（注）トレーディング勘定と銀行勘定の合計
網掛けはストレステストで10%以上のヘアカット率が想定されたことを示す

（資料）CEBC

図表7 P I G S 国債の銀行国籍別保有比率

【ギリシャ国債】		【ポルトガル国債】		【スペイン国債】		【アイルランド国債】	
銀行国籍	シェア	銀行国籍	シェア	銀行国籍	シェア	銀行国籍	シェア
ギリシャ	51.2%	ポルトガル	29.4%	スペイン	77.5%	ドイツ	42.5%
ドイツ	17.1%	ドイツ	25.9%	ドイツ	13.9%	イギリス	19.8%
フランス	10.6%	スペイン	14.6%	フランス	2.5%	アイルランド	17.5%
キプロス	4.4%	フランス	10.4%	イギリス	2.4%	フランス	8.1%
ベルギー	4.2%	ベルギー	6.4%	ベルギー	1.3%	ポルトガル	2.8%
イギリス	4.0%	イギリス	5.9%	オランダ	1.1%	デンマーク	2.2%
オランダ	2.9%	オランダ	4.9%	イタリア	0.5%	ベルギー	2.0%
イタリア	1.6%	イタリア	0.7%	アイルランド	0.1%	オランダ	1.8%
ポルトガル	1.6%	オーストリア	0.6%	ポルトガル	0.1%	キプロス	1.4%
スペイン	0.9%	アイルランド	0.6%	オーストリア	0.1%	イタリア	0.8%
オーストリア	0.7%	ルクセンブルク	0.4%	ルクセンブルク	0.1%	スペイン	0.4%
スウェーデン	0.4%	スウェーデン	0.2%	スウェーデン	0.1%	オーストリア	0.3%
ルクセンブルク	0.1%	スロベニア	0.1%	スロベニア	0.1%	フィンランド	0.1%
デンマーク	0.1%	キプロス	0.0%	デンマーク	0.0%	スロベニア	0.1%
アイルランド	0.0%	マルタ	0.0%	キプロス	0.0%	ルクセンブルク	0.0%
スロベニア	0.0%	ポーランド	0.0%	フィンランド	0.0%	マルタ	0.0%
フィンランド	0.0%	ハンガリー	0.0%	ギリシャ	0.0%	ギリシャ	0.0%
マルタ	0.0%	ギリシャ	0.0%	ハンガリー	0.0%	ハンガリー	0.0%
ポーランド	0.0%	フィンランド	0.0%	マルタ	0.0%	ポーランド	0.0%
ハンガリー	0.0%	デンマーク	0.0%	ポーランド	0.0%	スウェーデン	0.0%
上記計	100.0%	上記計	100.0%	上記計	100.0%	総計	100.0%

(資料) 各国監督当局、各行開示データ

なお、オーストリアの2行（エルステ、RAB）やベルギーのKBC、イタリアのユニクレディト、スウェーデンの3行（SEB、ノルダ、スウェドバンク）など中東欧ビジネスを積極展開している銀行の場合は、ユーロに参加しているPIGS国債よりもユーロ未導入の中東欧諸国の国債保有高の方が遥かに多い。これらの銀行の中東欧国債保有高のリスク加重資産に対する規模にはばらつきがあり、スウェーデン国籍銀行の場合は0.5%、大手のユニクレディトの場合も2.5%に抑えられているが、オーストリアの2行平均では7.3%、ベルギーのKBCでは11.7%に達しており、相対的に中東欧情勢からの影響を受けやすい構造と言えよう。

このように国債価格の下落、あるいは債務再編や不履行のリスクが欧州の銀行経営に及ぼす影響は、銀行の国籍や個別行のビジネスモデルにより大きく異なるが、全体で見ると直接的な影響よりも、景気を通じた間接的な影響の方が大きいと考えられる。

(不合格行、合格ラインぎりぎりの銀行は中堅以下ながら、未だ危機モードを脱した訳ではない)

今回のストレステストの可否は、「景気の二番底+国債市場ショック」を想定した場合、中核的自己資本(Tier 1)が6%を上回るかで判断された。「不合格行」はヒポ・リアルエステートの他、ギリシャの1行、スペインの貯蓄銀行5行の合計7行であった。不合格の7行のほか、辛うじて6%を上回る水準でパスした銀行も少なくない。これらは、より厳しい前提を置けば不合格となりうる予備軍と言えるが、いずれも中堅以下であり、大手行はある程度の余裕を残している(図表8)。

但し、この結果は、91行中38行が公的資本の受入れなどの支援を受けていることによるもので、その中にはイギリスやオランダなどの大手も含まれる。欧州の金融システムがまだ「危機モード」から脱していない点には留意が必要であろう。

(不安の火種は残るが、先行きを過度に悲観する必要はない)

銀行システムの安定にとって重要なマクロ経済の動きは、国ごとのばらつきの強い展開が続きそうだ。

足もとの成長は、ユーロ安を追い風に需要旺盛な新興国向け輸出が伸びているドイツなど輸出競争力を有する国が主導する構図が鮮明で、財政危機に見舞われたギリシャは前期比 1.5%というマイナス成長、スペイン、ポルトガルなど財政健全化、競争力向上を課題とする国々の回復力も弱い。財政再建過程にある国々の経済は当面停滞が続き、銀行の収益環境は、資産と負債の両面から、厳しいものとなる見通しだ。

輸出を牽引力とするドイツなどの成長も、為替相場の変動や新興国の需要動向の影響を受けやすい面があり、先行きは4～6月期のような伸びが続くことは期待しづらい。2011年には、ドイツなど主要国も財政の健全化に着手することになり、財政面からの下支え効果が剥落する。ただ、基調としてはユーロ安が持続すると見られるし、中核国・ドイツにおける景況感の強さや稼働率、雇用の回復ぶりを見る限り、しばらくは欧州経済の下支え役を果たすことが期待できそうだ。

欧州の情勢は、国ごと、銀行ごとの体力差が目立ってきており、不安の火種はあるものの、一連の危機対応によって域内における政策協調が実現してきた経緯を踏まえれば、先行きを過度に悲観する必要はないだろう。

図表8 ストレステスト対象91行の結果

銀行名	国籍	リスク資産 (2009年末)	中核的自己資本 (2009年末)	景気の二番底＋国 債市場ショックを想 定した場合の中核 的自己資本
HSBC HOLDINGS PLC	イギリス	881,182	94,990	10.2%
BNP PARIBAS	フランス	620,714	62,910	9.6%
LLOYDS BANKING GROUP	イギリス	599,401	57,752	9.2%
GRUPO SANTANDER	スペイン	562,616	56,005	10.0%
CREDIT AGRICOLE GROUP	フランス	538,903	52,405	9.0%
ROYAL BANK OF SCOTLAND (RBS)	イギリス	532,442	76,425	11.2%
BARCLAYS	イギリス	464,944	60,312	13.7%
UNICREDIT	イタリア	452,388	39,034	7.8%
BPCE GROUP	フランス	411,135	37,574	8.5%
INTESA SANPAOLO	イタリア	361,750	30,205	8.2%
ING Bank	オランダ	332,375	34,015	8.8%
SOCIETE GENERALE	フランス	324,080	34,693	10.0%
GRUPO BBVA	スペイン	290,062	27,255	9.3%
COMMERZBANK AG	ドイツ	280,133	29,521	9.1%
DEUTSCHE BANK AG	ドイツ	273,477	34,406	9.7%
RABOBANK GROUP	オランダ	236,320	33,226	12.5%
JUPITER	スペイン	223,066	19,244	6.3%
NORDEA BANK	スウェーデン	191,858	19,577	10.1%
CAIXA	フランス	162,979	16,800	7.7%
DEXIA	ベルギー	143,170	17,573	10.9%
LANDESBANK BADEN-WÜRTTEMBERG	ドイツ	142,525	13,914	8.1%
BAYERISCHE LANDESBANK	ドイツ	135,787	14,788	8.8%
DANSKE BANK	デンマーク	135,510	15,847	10.0%
ERSTE GROUP BANK AG	オーストリア	125,486	11,486	8.0%
KBC BANK NV	ベルギー	123,225	13,440	9.4%
ALLIED IRISH BANKS PLC	アイルランド	121,605	8,542	6.5%
MONTE DEI PASCHI DI SIENA	イタリア	120,899	9,093	6.2%
ABN/ FORTIS BANK NEDERLAND (HOLDING) N.V	オランダ	118,703	15,481	9.9%
BANK OF IRELAND	アイルランド	104,639	9,575	7.1%
DZ BANK AG DT. ZENTRAL-GENOSSENSCHAFTSBANK	ドイツ	95,024	9,408	8.7%
SVENSKA HANDELSBANKEN	スウェーデン	94,617	8,604	8.9%
RAIFFEISEN ZENTRALBANK OESTERRREICH AG (RZB)	オーストリア	94,451	8,822	7.8%
BANCO POPOLARE - S.C.	イタリア	92,623	7,125	7.0%
NORDDEUTSCHE LANDESBANK -GZ-	ドイツ	92,576	6,931	6.2%
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	スペイン	92,571	8,457	7.0%
BASE	スペイン	86,534	8,087	7.8%
UNIONE DI BANCHE ITALIANE SCPA (UBI BANCA)	イタリア	85,677	6,817	6.8%
HYPO REAL ESTATE HOLDING AG	ドイツ	80,966	7,613	4.7%
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB (SEB)	スウェーデン	80,585	10,025	10.3%
SWEDBANK	スウェーデン	76,518	7,968	9.9%
HSH NORDBANK AG	ドイツ	71,391	7,491	9.7%
CAIXA GERAL DE DEPÓSITOS	ポルトガル	71,041	5,983	8.2%
DEUTSCHE POSTBANK AG	ドイツ	68,701	4,906	6.6%
ESPIRITO SANTO FINANCIAL GROUP S.A. (ESFG)	ポルトガル	67,899	5,199	6.9%
NATIONAL BANK OF GREECE	ギリシャ	67,407	7,590	7.4%
BCP OR MILLENNIUM BCP	ポルトガル	65,623	6,102	8.4%
LANDESBANK HESSEN-THÜRINGEN GZ	ドイツ	61,272	5,416	7.3%
BREOGAN	スペイン	58,516	5,035	7.2%
BANCO DE SABADELL, S.A.	スペイン	57,958	5,211	7.2%
DIADA	スペイン	52,861	3,470	3.9%
ALPHA BANK	ギリシャ	51,084	5,920	8.2%
EFG EUROBANK ERGASIAS S.A.	ギリシャ	47,827	5,349	8.2%
MARE NOSTRUM	スペイン	45,858	4,129	7.0%
LANDESBANK BERLIN AG	ドイツ	42,363	5,642	11.2%
OP-POHJOLA GROUP	フィンランド	41,480	5,227	12.3%
PIRAEUS BANK GROUP	ギリシャ	37,394	3,401	6.0%
WESTLB AG	ドイツ	35,651	5,148	7.1%
BANKINTER, S.A.	スペイン	30,659	2,291	6.8%
BANCA CIVICA	スペイン	30,055	2,900	4.7%
PKO BANK POLSK	ポーランド	29,691	3,960	15.4%
ESPIGA	スペイン	28,881	2,475	5.6%
DEKABANK DEUTSCHE GIROZENTRALE	ドイツ	28,815	2,821	8.4%
BANCO BPI	ポルトガル	26,060	2,210	10.2%
SNS BANK	オランダ	25,885	2,766	10.5%
MARFIN POPULAR BANK PUBLIC CO LTD	キプロス	25,622	2,411	7.1%
OTP BANK NYRT.	ハンガリー	25,463	3,521	16.2%
IBERCAJA	スペイン	25,291	2,369	6.7%
BANK OF CYPRUS PUBLIC CO LTD	キプロス	24,065	2,533	8.0%
UNICAJA	スペイン	21,909	2,584	9.0%
CAJA SOL	スペイン	21,237	2,197	6.0%

(注) イギリスの銀行のリスク資産、中核的自己資本額はポンド建て、ドル建て表記を1ユーロ=0.823ポンド、1ユーロ=1.286ドルのレートでユーロ換算した

(資料) CEBS

(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はありません。