

ストレスフリーなストレステスト

発表日：2010年7月26日（月）

～ソブリンショックは個別銀行の開示項目から読み解く必要～

第一生命経済研究所 経済調査部

主任エコノミスト 田中 理

03-5221-4527

- ◇ 欧州銀のストレステストに不合格と認定されたのはギリシャ、スペイン、ドイツの7行。全体の資本不足額は35億ユーロにとどまり、数百億ユーロに上るとの事前予想を大きく下回った。だが、今回の資産査定では、①国債のデフォルトリスクを想定せず、②国債の価格下落リスクは短期売買目的のトレーディング勘定のみを対象とし、③各国の国債のヘアカット率も必ずしも十分でなく、④景気悪化とソブリンショックの相互作用を十分に反映していないなど、前提が甘すぎるとの批判は免れない。スペインやイタリアを中心に資本不足の予備軍も20行程度存在し、今回の結果公表が金融システム不安解消の起爆剤となることは望めない。
- ◇ とは言え、甘めの査定となる可能性は金融市場に織り込まれていた。また、欧州銀行の資産状況やソブリン債の保有状況が個別に開示された点は評価できる。注目イベントを乗り越えたことで、目先は材料出尽くし感からユーロ相場も下値を探る動きが広がる可能性が高い。財政不安を抱える国の大型国債償還が当面ないことや、先週発表の経済指標で欧州景気のパターン改善が確認されたことも、為替市場にユーロの買い安心感を提供しよう。
- ◇ 各国の財政問題の解決には乗り越えるべきハードルも多い。来年に入ると、①ドイツやフランスなど中核国でも財政引き締めが本格化する、②米景気の減速懸念でユーロ安に歯止めが掛かれれば、欧州景気を支えるユーロ安と世界景気回復シナリオに不透明感が漂う、③厳しい財政引き締めにより周辺国景気の減速感が強まり、財政再建や構造改革に対する不満が国民の間でさらに高まる、④スペインやポルトガルなどで大量の国債償還が予定されている。ユーロドル相場の本格反転は望み難く、今後も折に触れて金融市場が不安定化する展開を予想する。

■ 甘すぎる資産査定を積極評価することは出来ないが、材料出尽くしから目先の相場は底堅く推移

注目の欧州銀行のストレステスト（資産査定）は、想定以上の景気悪化による資産焦げ付きと保有国債の価格下落が生じた場合、91の対象銀行のうち7行で中核的自己資本比率が6%を割り込み、資本不足になると認定された。7行全体の資本不足額は35.3億ユーロにとどまり、民間金融機関の多くが事前に試算した数百億ユーロを大幅に下回った。資本不足と認定されたのはギリシャ、スペイン、ドイツの銀行で、これらの国には公的資金の注入スキームが準備されており（図表1）、自力増資が出来ない場合にも、資本基盤の強化に問題はない。もともと欧州の銀行は自己資本比率が全般に高く、2008-09年の金融危機時に公的資金注入や増資で資本を強化していたことも、今回の資産査定で資本不足額が少なく済んだ一因だ。だが、以下で言及する通り、査定的前提が甘すぎるとの批判は免れない。

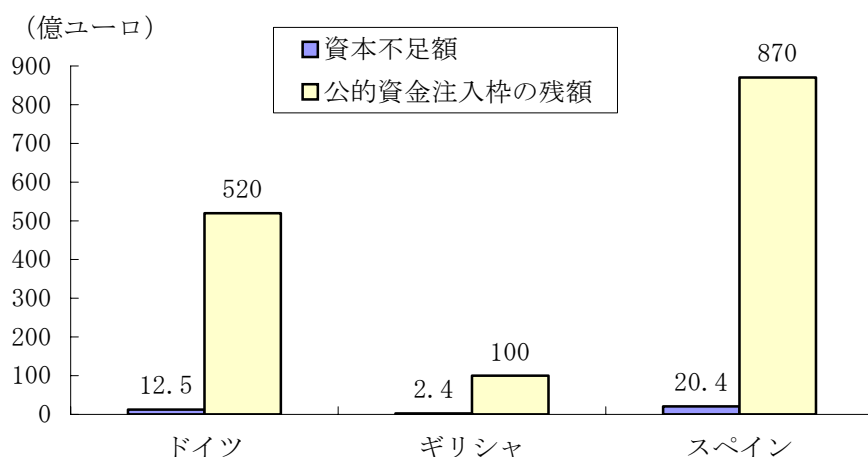
最大の関心事であるソブリンショックの計測方法に関しては、①国債のデフォルトは一切想定しない、②国債の価格下落は現行の会計原則に従い、短期売買目的のトレーディング勘定に保有する国債のみを対象とし、満期保有を目的とした銀行勘定内の国債には適用しない、③国債のヘアカット率は市場参加者の多くが将来的な債務不履行の可能性があると考えるギリシャでも2009年末対比で23.1%にとどまるなど、市場が求めている基準との隔たりは大きい。マクロ環境の想定も、ソブリンショックと景気悪化が相互に作用した場合に、果たしてこの程度の景気減速でとどまるか疑念が残る。また、例えば自己資本比率の要件をやや厳しく7%以上とただけで、スペインが11行、イタリアが3行、ドイツが2行、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スロベニアが各1行、合わせて20行が資本不足の予備軍となる。したがって、今回のストレステストの結果公表が直ちに欧州の金融システム不安解消の起爆剤となることは望めない。

ただ、甘めの査定となる可能性があることは、金融市場もある程度は織り込んでいた。注目イベントを乗り越えたことで、目先は材料出尽くし感からユーロ相場も下値を探る動きが広がる可能性が高い。ユーロ圏のPMI指数やドイツのIFO企業景況感など、先週発表された経済指標の多くは、欧州景気が予想以上のモメンタムで改善を続けていることを示唆しており、為替市場にユーロの買い安心感を提供しよう。

さらに、欧州銀行の資産状況やソブリン債の保有状況が個別に開示された点は評価できる。個別銀行の査定結果の多くには、トレーディング勘定・銀行勘定毎の国債保有額の一覧も含まれており、今後銀行アナリスト等による分析が進むにつれ、今回資本不足と認定されなかった銀行についても、潜在的なソブリンリスクへの耐性が明らかとなろう。

各国の財政問題の解決には乗り越えるべきハードルも多く、材料出尽くしによるユーロドル相場の反転に力強さは期待できない。とりわけ、来年に入ると、①ドイツやフランスなど中核国でも財政引き締めが本格化する、②米景気の減速懸念でユーロ安に歯止めが掛かれば、欧州景気を支えるユーロ安と世界景気回復シナリオに不透明感が漂う、③厳しい財政引き締めにより周辺国景気の減速感が強まり、財政再建や構造改革に対する不満が国民の間で高まる、④スペインやポルトガルなどで大量の国債償還が予定されている。こうした悪材料に再び意識が集まれば、今回のストレステストで判断が保留となった欧州の金融システム不安が再燃する可能性も否定できない。金融市場は今後も折に触れて不安定化すると考えられよう。

(図表1) 資本不足と認定された銀行の資本不足額と公的資金注入枠



出所：CEBS、各銀行、各国財務省

■ 現実問題として国債のデフォルトを資産査定的前提にするのは難しい

国債のデフォルトリスクを想定しなかったことで、今回のストレステストは金融市場の懸念に明確な回答を提供することは出来なかった。当局としてデフォルトリスクを前提に盛り込むことが難しかったのも事実である。突き詰めて考えれば、ストレステストで国債のデフォルトを想定するのは、自己資本比率の計算時に本来リスクフリー資産とされる一定格付け以上の国債にリスクウェイトを付するようなものだ。既にジャンク債級に格下げされたギリシャを除いて、こうした想定が妥当であるかは議論の余地が残ろう。

当局がギリシャなど財政不安国がデフォルトする可能性を認めれば、仮にその確率が低かったとしても、ギリシャ支援策や欧州金融安定化メカニズムといった金融安定化の枠組みが機能不全に陥る可能性があることを自ら公言することになる。その場合、金融安定化策のセーフティネット機能を弱めかねない。

また、デフォルトする国、しない国の線引きも難しい。ストレステストはあくまでリスクシナリオであると言っても、デフォルトの可能性を当局が認めれば、自己実現的なソブリンデフォルトの発生を後押しすることになりかねない。さらには、ソブリンのデフォルトをシナリオに盛り込むにしても、債務の減免率の想定をどうするかと言った問題も残る。

1つの解決方法として、国債利回りやCDSスプレッドなどの市場指標から、各国のデフォルト確率を計算し、その確率に応じた潜在的な資本不足額（つまり、資本不足額の期待値）を計算することが考えられる。だが、政策当局の公式見解では、財政不安国の国債市場は足元で機能不全に陥っており（ECBが国債市場に介入する根拠）、CDS市場は投機的な取引によって価格形成が歪められている（EUがCDSの規制方針を打ち出した根拠）。したがって、国債の利回りやCDSスプレッドを用いて、デフォルト確率を計算すること自体が当局の公式見解を自己否定することにつながる。

このように、財政不安を抱える国のデフォルトを前提にストレステストを実施するのは現実問題として難しい。ただ、金融市場が不安視するギリシャやスペインの銀行の多くは、トレーディング勘定・銀行勘定毎の国債保有額を自発的に公開している。投資家としては、個別銀行の情報開示を仔細に追うことで、デフォルトリスクを含めた金融システムの頑健性を判断することが可能となろう。

■ 国債の価格下落リスクをトレーディング勘定の保有国債に限定

国債の価格下落が銀行資産に与える影響を、トレーディング勘定に保有する国債に限定していることも、ストレステストの前提が甘いと批判される一因となっている。例えば、今回査定対象となったギリシャの6銀行のうち保有国債の内訳を公表している5行では、ギリシャ国債の93.3%を銀行勘定で管理している。全体でみても、トレーディング勘定内の国債の価格下落が自己資本比率に与える影響は僅か▲0.2%ポイントに過ぎない（図表2）。

銀行勘定が満期保有を前提としている以上、国債の価格下落を評価損に計上しないのは、現行の会計原則にも合致している。一定の制約があるとは言え、トレーディング勘定と銀行勘定との間の資産の入れ替えは可能だ。そのため、銀行には国債を銀行勘定に移すことで自己資本比率を高めに維持する誘因が働く。

問題は国債のデフォルトが現実味を帯びれば、銀行も国債を売り抜けようとトレーディング勘定への組み入れ比率を高めると考えられることだ。結局のところ、国債のデフォルトを想定していないことが、足元のトレーディング勘定への組み入れ比率を所与に影響を試算することにつながっている。

そもそもストレステストでソブリンショックを扱うことになった趣旨に照らせば、銀行勘定の保有国債に対しても一律の価格下落を想定する方法も考えられる。ただ、これは銀行の保有資産を時価評価すべきか否かにも関わってくる問題で、価格変動リスクが銀行資本の過度な変動を引き起こす弊害もあり、むやみに厳しくすれば良いものでもない。

(図表 2) 自己資本比率の変化の要因分解 (%)

2009年の自己資本比率	10.3
資本の増加	4.5
その他要因	-0.1
リスクアセットの変化	-0.7
資産の劣化	-4.5
国債価格の下落	-0.2
2011年の自己資本比率	9.2

注：資産査定の対象91行の合計。景気下振れとソブリンショック時。
出所：CEBS

■ 国債のヘアカット率の想定も市場とやや隔たりがある

国債のヘアカット率の想定（5年債、2011年末、2009年末対比）は、ギリシャで23.1%、ポルトガルで14.1%、アイルランドで12.8%、スペインで12.0%、イタリアで7.4%、ドイツで4.7%とされる（図表3）。プレスリリースの説明によれば、マクロ環境の下振れに伴う財政悪化リスク、各国に共通して見られる利回りの上昇、5月初旬に見られた各国固有の国債利回りの上昇に匹敵するソブリンショックの3つの要因がヘアカット率を決定付ける。価格を5年物国債利回りに引き直せば、ギリシャが2009年末：4.96%→2010年末：11.03%→2011年末：13.87%、ポルトガルが3.08%→5.83%→7.40%、スペインが2.96%→4.74%→5.78%、アイルランドが2.91%→4.50%→5.62%への上昇に相当する。

今年の春以降の5年債利回りのピークは、ギリシャで14%台半ば、ポルトガルで6%台、スペインで4%近くであった。上記の想定利回りは、ギリシャがピーク時に迫る水準の一方、ポルトガルやスペインはピーク時を上回る水準に上昇する。こうした想定は、ポルトガルやスペインにまで財政危機が広がった場合、銀行の保有資産がどれほど毀損するかと言った金融市場の疑問に合致する。但し、ギリシャの利回りはショックシナリオの下でもピーク時を下回っており、十分なストレスを掛けたテストであるか疑問も残る。

(図表 3) ストレステストの前提：ソブリン債のヘアカット率

国	ヘアカット率 (%、5年債、2009年末対比、2011年末)			
		ベンチマーク マクロシナリオ	各国共通の 利回り上昇	各国固有の ソブリンショック
オーストリア	5.6	2.8	2.1	0.7
ベルギー	6.9	3.1	2.3	1.5
キプロス	6.7	3.2	2.2	1.4
フィンランド	6.1	3.3	2.1	0.7
フランス	6.0	3.0	2.4	0.7
ドイツ	4.7	2.5	2.2	0.0
ギリシャ	23.1	4.3	2.1	16.8
アイルランド	12.8	4.2	2.9	5.8
イタリア	7.4	2.9	2.1	2.4
ルクセンブルク	6.9	3.1	2.3	1.5
マルタ	6.4	3.6	2.0	0.8
オランダ	5.2	2.5	2.1	0.5
ポルトガル	14.1	3.7	2.4	7.9
スロバキア	5.0	2.4	2.2	0.3
スペイン	12.0	4.1	2.4	5.5
スロベニア	4.2	1.1	2.4	0.7

出所：CEBS

■ 景気の悪化とソブリンショックは相互に影響しあうと考えるべき

ソブリンショックが財政不安国のデフォルトを想定せず、トレーディング勘定内の保有国債の価格下落リスクのみを考慮したことで、資本不足額の大半は景気悪化による資産焦げ付きに起因したものである。ただ、マクロ環境の想定が十分に厳しいものであるかは疑念が残る。景気下振れシナリオでは、緩やかな回復が続くとのベースラインシナリオ対比、2010-11年の2年間で合わせて3%成長率が下振れすると想定する（図表4）。その結果、ユーロ圏の実質GDP成長率は2010年に▲0.2%、2011年に▲0.6%と再びマイナス成長に落ち込むことになる（ベースラインでは回復が緩やかに加速）。マクロ環境の想定をどの程度に置くかはあくまでも決め事に過ぎない。だが、ソブリンショックとマクロ環境の悪化は金融市場を媒体に相互に影響しあうと考えるのが自然だ。単なる外生的なショックによる景気減速であれば上記の想定で十分と考えられるが、ソブリンショックが同時に発生すると考える場合には、景気シナリオをより慎重に見る必要が出てこよう。

（図表4）ストレステストの前提：マクロ環境の下振れ

			2008 実績	2009 実績	2010 前提	2011 前提
ユーロ圏	実質GDP成長率 (前年比、%)	ベースライン	0.6	-4.1	0.7	1.5
		下振れ	-	-	-0.2	-0.6
	失業率 (暦年平均、%)	ベースライン	7.5	9.4	10.7	10.9
		下振れ	-	-	10.8	11.5
米国	実質GDP成長率 (前年比、%)	ベースライン	0.4	-2.4	2.2	2.0
		下振れ	-	-	1.5	0.6
	失業率 (前年比、%)	ベースライン	5.8	9.3	10.0	10.2
		下振れ	-	-	10.2	11.1

出所：CEBS

以上