

欧州金融危機における銀行資本不足額推計

“Estimates of Banks Capital Shortfall in Euro Crisis”

玉山和夫

要 旨

本稿は2009年10月のギリシャ危機に端を発する欧州金融危機の規模を推計する試みである。ここでは危機の「規模」を、欧州各国政府に対する Exposure を持つ欧州銀行が陥る可能性が高い資本不足額と定義する。対GDP比で見た不足額から言えば、この危機は十分制御可能な範囲にあるというのが結論である。推計は概ね以下の通りである。European Banking Authority (EBA) Bank Recapitalization Plan 8 December 2011 (以下EBA Planと言う)が分析助言対象とした71 Banks (以下EBA Banksと言う場合がある)が、Risk Weighted Assets (RWA) の9%にあたる Core Tier1 を維持できるようにするために必要な資本不足額を求める。その最悪ケースは71 Banks がそのソブリンにたいして Exposure をもつ諸国 (以下EBA Areaと言う: EBA Banks 所在国よりも広域) が、マーストリヒト条約に基づく政府債務残高の対GDP比を、2011年の現状から本来の財政基準である60%にまで圧縮した場合とする。実際にこうなった場合というよりは、こうした最悪ケースにも耐えうる資本を持つあるいはその備えが十分であることが信任されれば、市場および経済は安定に向かうはずである。最悪ケースの資本不足推定額は71銀行計で5250億ユーロであり、EBA Area GDP の4.15%に収まる。また緊急の問題であるPIIGS (Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain) への Exposure は、EBA Area の銀行全体で対当該地域のGDPの8.43%であると思われる。つまりPIIGS Sovereign Debt 全額が踏み倒されても当該地域銀行の被害はGDPの8.73%でしかない。日本の累積不良債権処理に要した金額の対GDP比約19%に比べれば、十分に制御可能な額なのである。ただし、EBA Plan が算出した不足額1147億ユーロがかなり甘い条件に基づく数値であることも、認識しておいた方が良い。重要なことは日本の不良債権処理が危機発生から10年以上も遅れて事態を悪化させてしまったような、「決定の先延ばし・資金の逐次投入」の愚を繰り返さないことに尽きる。

1. 問題意識と結論

本稿は欧州金融危機の原因である Sovereign Risk を鳥瞰的に推計し、危機管理のための冷静な現状認識を得ようとする試みである。その際重要なのは、最悪の場合に不足すると思われる銀行資本額が当該地域の経済規模 (GDP) に対してどのくらいの比率になるかである。銀行支援のスキームは、こうした基本的な数値の理解のもとに考えられるべき技術的な問題である。これはアメリカのサブプライム問題に関わる損失推計を行った、玉山2009と同様のスタンスである。

さらに玉山2009の事後検証から得られた教訓も本稿には反映させたい。それは冷静だったつもりでも市場のセンチメントに流された部分があった、と

いうことである。具体的には2009年3月時点の米住宅価格指数がさしあたりの底値であるとの見通しはほぼ的確だったものの、その価格水準を前提とした損失推計は過大になってしまった。日本では6大都市全用途不動産価格指数がピークから2005年3月までに76.4%下落していた。これが担保価値の毀損率である。そのうち81.8%相当が実際の損失になった、つまり回収不能になった。この回収不能率81.8%を米住宅ローンの損失推計に用いたのは過大であった。アメリカの住宅価格指数は分析当該時期には32.4%しか下落していなかった。日本のように76.4%も下落していたマグニチュードと32.4%の下落にとどまっていたアメリカのマグニチュードを同列に扱ってはいけなかったのである。2010年第4四半期までをブルムバークが集計したアメリカの住

宅バブル崩壊に伴う累積損失は1.997兆ドルである。これは毀損担保の回収不能率が81.2%ではなく62.47%であったことを示している。計算式としては次のようになる。

$9.8658 \text{ 兆ドル (住宅ローン残高)} \times 32.4\% \text{ (価格指数下落率=担保毀損率)} \times 62.47\% \text{ (毀損担保の回収不能率)} = 1.997 \text{ 兆ドル}$

結局玉山2009の推計値2.65兆ドルよりもはるかに小さい額に収まった。IMFも2.7兆ドルの損失推計を発表しており、ここでも過剰な見積もりがあった。IMF見通しもパニック的に売られた証券価格に引きずられなかったとは言えまい。とはいえ、当時極めて厳しい予想値が公表されたことで、危機対応が迅速になされた面があることも否定できない。センセーションリズムに煽られることなく、しかし最悪シナリオを想定した客観的な分析とその開示が冷静な危機管理に資する要諦である。

今回の推計は不動産担保不良債権の処理とは異なるものではあるが、ことの重要さ困難さを強調する一般論に惑わされぬよう、心してかかりたい。しかもその分析に楽観的な思い込みがあってはならない。

結論は、EBA Areaのソブリン債務に関する最悪と思われる場合(71行の資本不足額5250億ユーロ)ですら、関係するEBA AreaのGDPの4.15%でしかない程度のものである。また特に問題となっているPIIGS諸国ソブリン債務へのEBA Area All Banks Exposureは1.069兆ユーロとみられる。これは当該地域のGDP比8.45%である。一方日本の銀行部門の2005年までの不良債権累積処理額の対GDP比は約19%であった。こうしてみると、欧州金融危機、特にPIIGS諸国のソブリン債務問題が手におえないような事態では決してないことが分かる。ちなみに、主要71銀行が陥る資本不足額は、2012年7月にEuropean Stability Mechanism (ESM)が貸出限度額5000億ユーロを持って実際に発足するなら、これプラスIMFの770億ユーロ=5770億ユーロのうちに収まる。

2. 先行研究と本稿のスタンス

本稿は資本不足額を銀行のバランスシート分析から集計しようとしている。同じようにバランスシートからの損失集計を試みているのが、Blundell・Slovik2011である。彼らはソブリン債のデフォルト確率モデルおよびそれをういたドイツ銀行によるギリシャ・ポルトガル・アイルランド・スペインのソブリン債デフォルト確率を紹介しているが、それら

各国の銀行の資本毀損率についてはバランスシートの分析から求めている。ただ、Tier1が何%毀損するかを各行毎に計算しているが、集計値または全体像は示されていない。

一方Lahmann・Kaserer2011はクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)と株式リターンの相関に基づくCredit Portfolio modelからシステムック・デフォルトの発生確率とテイル・ロスを求め、これらの積としてExpected Systemic Shortfall (ESS)を算出している。2005年10月から2010年9月までを対象としているこの分析で、ESSは欧州主要38銀行の債務残高に対する比率で見ると2008年9月(リーマン・ショック直後)と2010年5月(ギリシャ問題が当面の大詰めを迎えていた)に、ともに1.4%のピークを迎えていた。これを本稿の分析対象に換算した3939億ユーロは、本稿の2番目に厳しい条件の3350億ユーロより大きいものかなり近い数値である。

本稿は、EBAが2011年12月8日に発表した欧州主要71銀行のストレス・テストのデータを用い、同テストが各国銀行監督当局に求めているCore Tier1のRisk Weighted Assets (RWA)に対する比率9.0%を維持するために必要な追加資本額を求めるものである。ただ、12月8日の分析結果にはギリシャの6行の詳細データが含まれていない。すでに決定済の300億ユーロの支援でこれら6行の資本不足は解消されるとの判断がEBAによってなされているためであろうか。しかし本稿の目的のひとつは今回のEBA Planが十分な資本不足解消額を示しているかどうかを検証するものである。よって、前回2011年7月に公表されたストレス・テストに使用されたギリシャ6行のデータについても、同様の分析を行い、71行全てを分析対象とした資本不足額を推定する。ギリシャ6行の数値は2010年末のものであり、他の65行の数値は2011年9月末のものである。この間にとくにギリシャ国債価格は暴落しているが、本稿の推計はその影響を算入していると言える。

EBAのスタンスは今回ストレス・テストの対象となった71の銀行が、バーゼルIIIによりSystemically Important Financial Institutions (SIFIs)とされる銀行に求められるCore Tier1比率をクリアせようとするものである。SIFIsは2016年までにCore Tier1比率を8.0から9.5%にすることを求められる。今回EBAはこれを前倒しにし、9.5%まではいかなないまでも9.0%の比率を目標としたわけである。2011年9月時点で欧州各国のソブリン債務

の時価を市場価格または割引現在価値により算出し、その評価損を Core Tier1 から差し引く。評価益をプラスすることはしない。そうして求められた新たな Core Tier1 の RWA に対する比率が 9% を超えることを、EBA は要請している。この金額を Overall Capital Shortfall と言い、71 行の総額が 1147 億ユーロ（うち 300 億ユーロはギリシャ支援）である。

EBA Plan が基本的に 2011 年 9 月末の各国国債価格により時価評価された資産に基づき資本不足額を算定しているのに対し、本稿はソブリン債務残高そのものの調整が必要とされる場合を想定して不足額を算出している。

もっとも厳しい条件である①は、マーストリヒト条約で規定された各国債務残高が GDP の 60% にまで圧縮される場合である。もともとこれをクリアしているものは損得とも無しとする。この時不足額は 5250 億ユーロとなる。

② 2 番目に厳しい条件は、同じく債務残高がサブ・プライム危機が本格化する直前の 2007 年水準にまで圧縮される場合とする。もっとも 2007 年水準が 60%/GDP を下回っていた場合は 60% を下限とする。足元の債務残高がすでに 60% をクリアしているものは、プラス・マイナス＝ゼロとした。推計不足額は 3350 億ユーロ。

③ 3 番目は各国債務を 2011 年 12 月 27 日の債券価格水準に基づきその評価損（損のみ）を算出する場合である。推定不足額は 1240 億ユーロ。これには Citi Group Government Bond Index を価格指数の代理変数として用いた。EBA のように各行の詳細な Exposure 情報を持っていないので、デュレーションも含めた集計値として本来は投資収益指数であるこのインデックスが代理となりうるとした。実際 2011 年 9 月末現在で計算して見ると、EBA の算出した不足額 1147 億ユーロとほぼ同等の数値を得ている。要するに、EBA の推計する不足額は、本稿で言えば一番甘い条件に基づいている。

④ 番外として債務の評価益も含めた時価バランス・シートに基づく資本不足額推計も試した。想像通り、2011 年 12 月 27 日現在で、1350 億ユーロの超過資本となる。つまり、時価バランス・シート上システム全体としては、9.0% の Core Tier1 を超える資本が 1350 億ユーロも存在するということである。債務の時価評価にはやはり Citi Group Government Bond Index を用いた。ギリシャ国債を売ってドイツ国債を購入すると言うような Flight to Quality が起こっている訳だから、悪くてもプラス・マイ

ナス＝ゼロであり、結果は当然と言える。

全体としては、金額だけから言えば事態は十分収束可能ということである。本稿は政治的妥協の指針を示すことを目的としている訳ではないが、「最悪」を客観的に推計することで議論が感情ではなく理論と節度に基づくことに資することを目指している。ジャーナリスト的な論者はよく「トンデモナイことになりますよ」というレトリックを使う。この人たちから「トンデモナイ」こととは具体的にどんなことなのかを聞いたことはほとんどない。具体的に「トンデモナイ」ことをイメージしなければ、対策は考えられない。つまり、「トンデモナイこと」と言いつばなしならば、この人は対策を考えることを放棄しているのである。

以上のスタンスに則った不足額推計の詳細を以下に展開する。

3. 資本不足額の推計とその相対規模

3.1 使用データ

EBA Plan のデータからは各行の Core Tier 1, Risk Weighted Assets (RWA), Exposure to European Sovereign Debt (on each country basis), Overall Shortfall, Position of Credit Default Swap (CDS) 等が得られる。

ギリシャの銀行 6 行の分析に使った EBA Stress Test Result July 2011 から Overall Shortfall, CDS 以外のものは得られる。

各国の債務残高対 GDP 比は OECD Economic Outlook May 2011 Annex Table 62. Maastricht definition of general government gross public debt, Table 32 General Government Gross Financial Liabilities より。

各国国債の投資収益率指数は Citi Group Government Bond Index より採った。

ユーロ圏の銀行全体のバランス・シートについては European Central Bank Data から Aggregated Balance Sheet of Monetary Financial Institutions (MFIs) を採った。日本の銀行セクターのバランス・シートは日本銀行資金循環勘定より、同アメリカの銀行については Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB) “Flow of Funds Account” に拠った。

ユーロ圏を超えた各国銀行の債権・債務関係については Bank for International Settlements (BIS) Quarterly Review December 2011, 銀行だけではなくその他の経済主体にも言及した金融安定化に関

するデータはIMF Global Financial Stability Report (GFSR) September 2011 に拠った。

各国およびユーロ圏のGDPについてはIMF International Financial Statistics (IFS) または World Bank Data の2010年の数値を用いた。

また、欧州金融危機に対するEUまたはユーロ圏の対策についてはEuropean Financial Stability Facility (EFSF) Presentation Material February 2012 を参考にした。

なお、以上のデータはこの3項のみならず、本稿全体で用いられる。

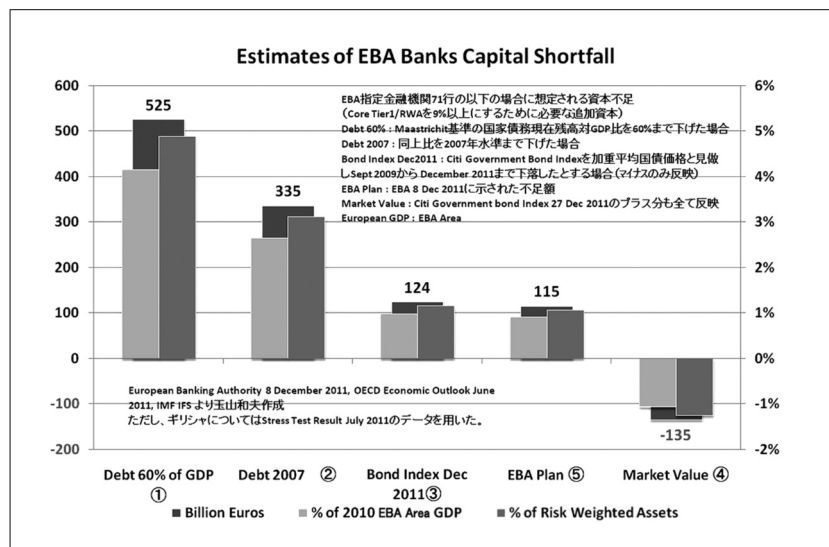
3.2 条件別不足額推計

図表1参照。71行の資本不足額=RWAの9.0%に満たない額と、そのRWAに対する比率およびEBA Areaの2010年GDP合計に対する比率を求めた。

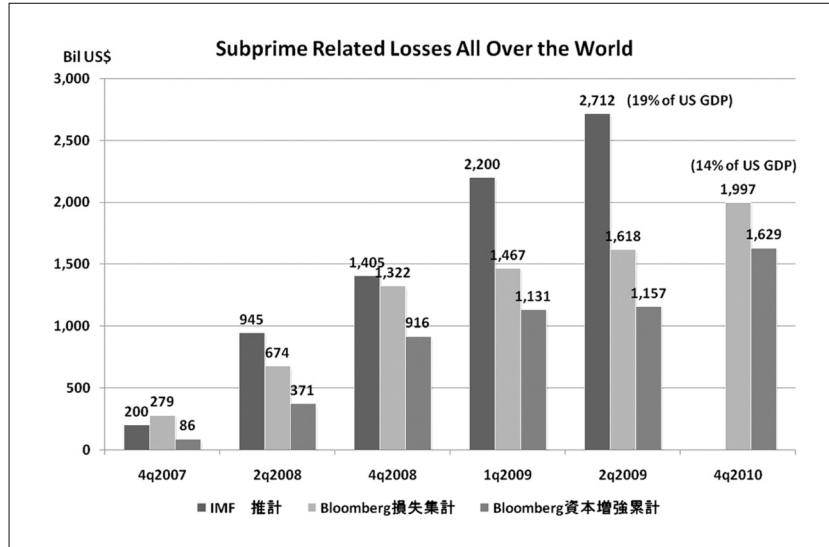
前項2の①がDebt 60% of GDPとして示されている左端の数値5250億ユーロである。ソブリン債務残高をGDPの60%にまで圧縮した場合に不足する額である。この場合もともと60%未満だからと言ってその分をプラス側に持って来てはいない。あくまでも不足の場合のみを集計している。GDPに対する比率は4.15%、RWAに対しては4.87%であった。後で述べる比率によりこれをEBA Area All Banksに換算すると不足額は8768億ユーロ、対GDP比6.93%となる。これをサブ・プライム危機後の損失累計と比較してみよう。Bloombergが集計したサブ・プライム・ローンに起因する世界中の損失の累計は1.997兆ドルであり、2010年のアメリカのGDP 14.526兆ドルの13.75%に当たる。うち資本増

強分は1.629兆ドルでGDP比11.22%である(図表2)。また、日本のバブル崩壊後の不良債権累積処理額は約96兆円で日本のGDP比19%であった(図表3)。これらの損失額の対GDP比から見て、今般の欧州ソブリン危機は特に厳しいものではなく、むしろ金額としては相対的に小さいとさえ言える。

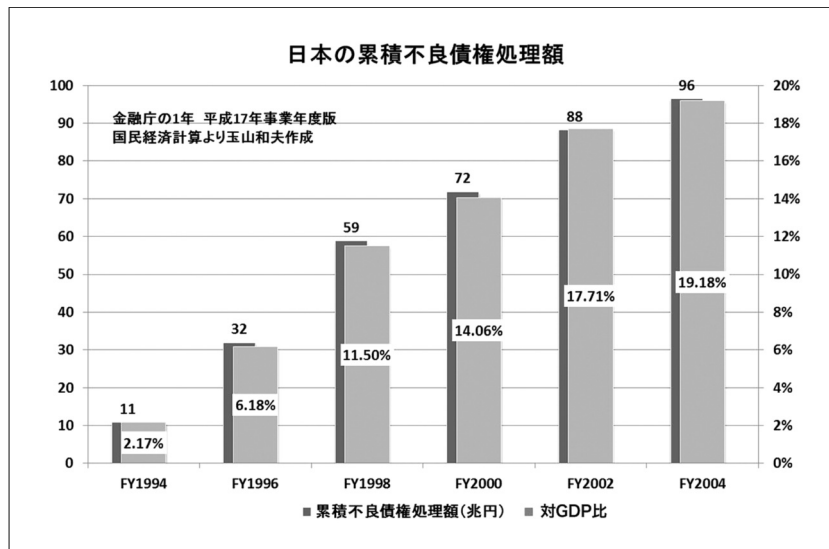
②はDebt2007に示された3350億ユーロである。ソブリン債務残高対GDP比を2007年の水準まで圧縮するとした場合であり、60%までの圧縮が厳格に過ぎるならばこの水準くらいが現実的なところと言える。この場合不足額は対GDP比で2.65%、RWA比で3.11%となる。ところでこの数値は「2. 先行研究と本稿のスタンス」で紹介したLahmann・Kaserer2011分析対象期間で最悪のESS対負債総額比1.4%に比較的近い。対象71銀行の負債総額を以下の近似計算によって求め、これに1.4%をかけることで本稿とLahmann・Kaserer2011との比較を行う。分かっているのはRWAとソブリン債務へのExposureである。71行のうちユーロ圏の銀行のみのExposure to Sovereignと、ユーロ圏の銀行全体(Monetary Financial Institutions: MFIs)のものだけのExposure to Sovereignの比率を求める。前者は1.532兆ユーロ、後者は2.562兆ユーロである。前者の後者への比率0.5979をMFIsの負債総額33.662兆ユーロにかけると71行中のユーロ圏銀行の負債総額20.127兆ユーロが得られる。さらにユーロ圏銀行のRWA7.679兆ユーロに対して71行全てのRWA10.770兆ユーロが1.40倍であることから、71行全体の負債総額28.177兆ユーロ(20.1265×1.40)が得られた。これの1.4%は3944億ユーロであり、Debt2007の不足額3350億ユーロ



図表 1



図表 2



図表 3

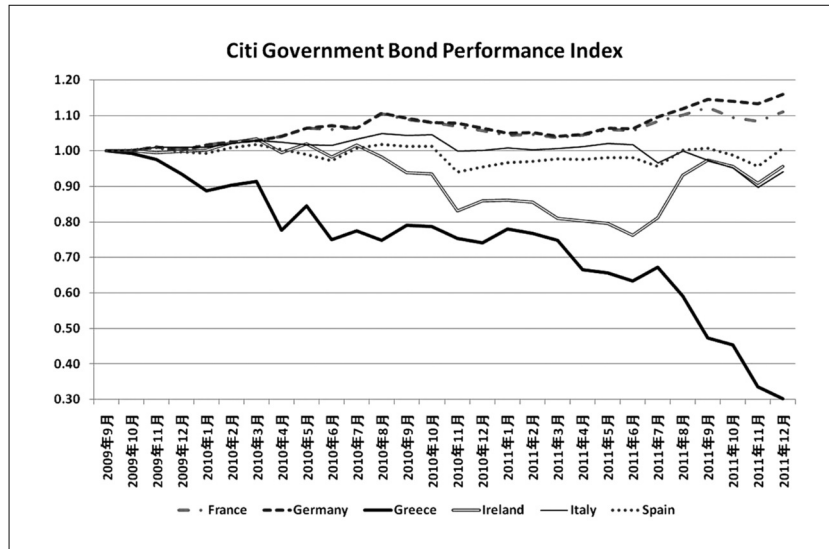
に近い数値となっている。

③は Bond Index Dec 2011 に示されている 1240 億ユーロである。2011年12月27日の価格で評価損に陥っているサブプライム債務が資本を減少させるとしている。不足額は対GDP比で0.90%、RWA比で1.06%となる。すでに述べたように、債務の評価はCiti Group Government Bond Index をデュレーションも考慮した価格指数の代理変数とした。

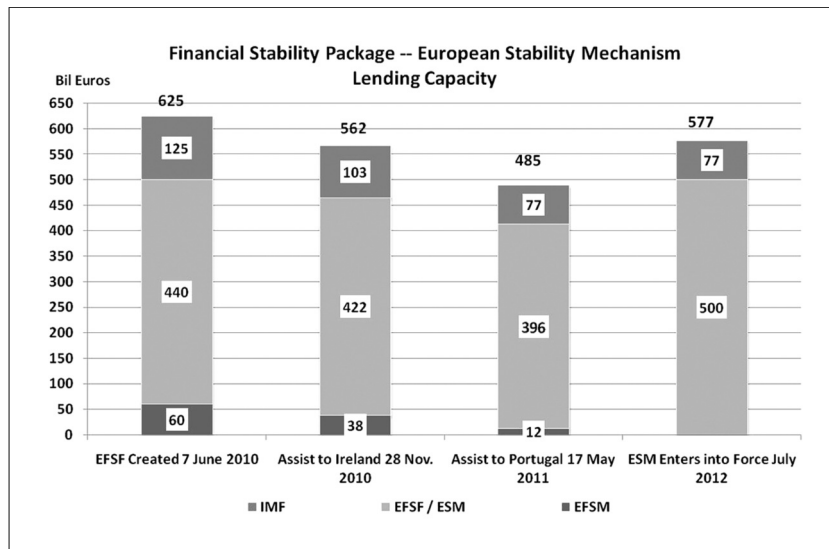
最後の④は Market Value, -1350 億ユーロである。不足額がマイナスと言う事は、資本超過になることを意味する。2011年12月27日の国債価格(Citi Group Government Bond Index で代用)で71行のサブプライム債務を時価評価し、評価益の分もバランス・シートに反映するところなる。実際図表4に見られるように、フランスやドイツの国債パフォーマンス

・インデックスは上昇しており、これらの国債が買われていることを示している。大きく下落しているのはギリシャとアイルランドであるが、アイルランドは既に最悪期を脱したとみられる。ギリシャの下落は激しく2011年12月27日で2009年9月の30%にまで落ち込んだ。この市場を見る限り、ギリシャ国債の債務減免が50%で済むと思う投資家はいないだろう。①の債務残高対GDP比を60%に圧縮する場合でも、債務減免は60%必要である。

図表1の上での順序が④より先にあるのが、EBA Plan に示された不足額が⑤である。2011年9月時点でのサブプライム債務の価格または割引現在価値に基づいている。本稿の最も甘い推計値よりもさらに甘い。



図表 4



図表 5

3.3 欧州金融安定化基金 (EFSF)

2010年5月10日7500億ユーロの貸出能力を持つとされる Financial Stability Package (FSP) が EU と IMF によって発表された。この一環としてユーロ圏の国々の合意のもとルクセンブルグに拠点を置く「会社」EFSF が同年7月7日に発足した。それから2012年7月発足予定の European Stability Mechanism (ESM) に至る貸出可能額の推移を図表5に示した。7500億ユーロと言われるFSPの内訳は以下のようになっている。なお同時にEU諸国27カ国により European Financial Stabilization Mechanism (EFSM) も設立された。

EFSF 17 Euro States : 440 Billion Euros

EFSM 27 EU States : 60 Billion Euros

IMF : 250 Billion Euros

(Up to half the amount Drawn from EFSF and EFSM)

IMF の実際の負担は2500億ユーロの半分である1250億ユーロでしかないことが分かる。FSP は当初から全体で6250億ユーロの貸出能力しか持っていないのである。この金額がアイルランドやポルトガルへの支援で減額されていく。2010年11月28日のアイルランドへの支援850億ユーロの内訳は、IMF が225億ユーロ、EFSM が225億ユーロ、EFSF が177億ユーロ、イギリス38億ユーロ、デンマーク4億ユーロ、スウェーデン6億ユーロ、残り175億ユーロがアイルランド政府と公的年金である。アイルランドは自腹も切っている。2011年5月17日のポルトガル支援は、IMF・EFSM・EFSF が

各々260億ユーロを負担した。

これらへの支援の結果2011年5月17日時点での貸出能力はIMF 770億ユーロ EFSF 3963億ユーロ EFSM 120億ユーロで、合計4853億ユーロとなっている。この額では本稿が想定する最悪ケースには足りない。2012年7月までに5000億ユーロの貸出能力を持ち恒常的な存在となるESM (EFSFを継承とされるが、EFSMも含む可能性大) が誕生することで、IMFとの合計で5770億ユーロの貸出能力を得ることができる。

ただ、困ったことに2012年1月13日、Standard & Poor's (S&P) がフランス・オーストリアなどユーロ圏の有力国家のソブリン格付けをAAAから一段格下げしAA+とした。このため市場ではEFSFの保証能力が1800億ユーロ(格下げされた国々の保証分)相当減少したと見ている。となると残っている貸出余力はEFSFが2163億ユーロになってしまい、IMF 770億ユーロおよびEFSM 120億ユーロと合わせて3053億ユーロとなる。こうした事情も加わってESMの設立が急がれるのだが、政治的な決着への見通しには楽観・悲観が交差している。

もっとも、本稿のスタンスは、不安定要因を制御するスキームを考えることではなく、想定される負担が経済力に比して耐えられない水準であるかどうかを日本の失われた20年やリーマン・ショック後のアメリカとの対比で考察しようとするものである。

なおEFSF・EFSM・ESMは銀行の資本不足への支援も行うことができるが、あくまでもその銀行を監督する主権国家への貸出を通しての支援となる。

ところで、2012年1月23日IMFのラガルド専務理事はベルリンで重要なスピーチを行った。IMFの

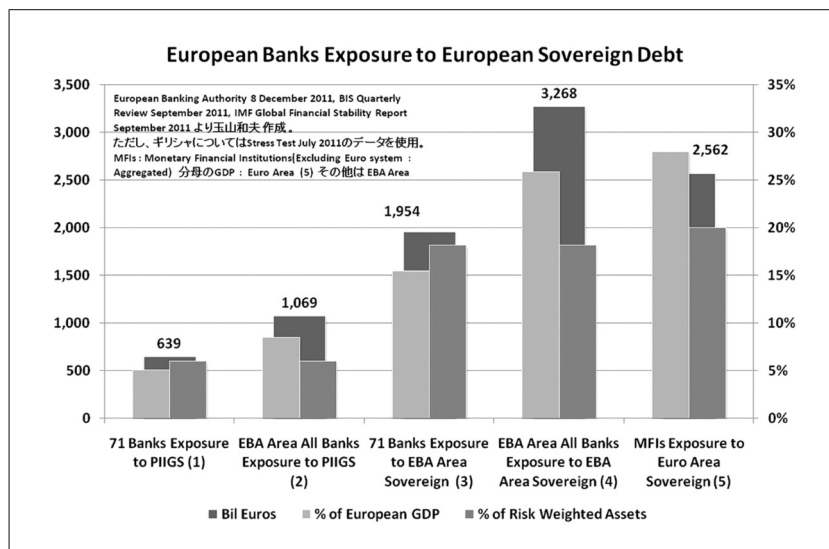
公式サイトに載ったスピーチを読むと、世界の金融安定化のためには総額1兆ドル規模の資金が必要であるとIMFは認識している。そのためにIMF自体その貸出能力を5000億ドルにまで高めたいということである。金融市場の虫のいいところは、これが全て現在の欧州金融危機のための対策資金となる、と思いたがるところではなからうか。現に幾つかの報道では以前から本スピーチの内容に近いものが憶測として流布していたが、いかにも全て今般のユーロ危機への対応であるかのように書かれていた。そもそも、ラガルド・スピーチは推測と希望を述べたにすぎない。確かに現在、世界の金融安定化にとって欧州が最大の問題であることは事実だが、希望的観測を分析の基礎とはしないのが本稿の姿勢である。従って、欧州金融危機に直接コミット可能な額のみを、本稿では支援可能資金額とした。

4. 欧州金融危機の鳥瞰図

この項では欧州金融危機の全体像を改めてとらえたい。基本的には南欧を中心とした国々のソブリン債務のSolvencyまたは流動性の問題である。図表6にこのソブリン債務に関する規模を示した。

(1) EBA Planが対象とする71行のPIIGSソブリン債務向け債権は6390億ユーロあり、EBA Area GDPの5.05%、RWAの5.94%である。

(2) これをEBA Areaの銀行全体としてとらえ直したのがEBA Area All Banks Exposure to PIIGSである。この近似値を求めるには3.2項でESSを71行ベースに転換した算出法を援用する。71行のうちユーロ圏銀行のソブリンへのExposure ÷ MFIsのソブリンへのExposureは、0.5979(逆数



図表 6

は1.67倍)であった。この比率が71行とEBA Area All Banksの比率に等しいと仮定して、1.069兆ユーロを得る。これはEBA Area GDPの8.43%である。これが懸案のPIIGSソブリンの全てがデフォルトした場合の域内銀行の損失規模である。

(3) 71行のEBA Areaのソブリン債務へのExposure全体は1.954兆ユーロ、EBA Area GDP比15.44%、RWA比18.14%である。

(4) 同じように71行の数値からEBA Areaの全銀行の同地域ソブリン向けExposureを算出すると、3.285兆ユーロとなる。これは同地域のGDP比25.83%にあたる。

(5) ユーロ圏に限った銀行全体MFIsのExposure to Euro Area Sovereign Debtは2.562兆ユーロ、ユーロ圏GDP比27.96%、RWA比19.95%となる。これはユーロ圏の全てのソブリン債務が全額返済されないという破滅シナリオの事態になると、GDP比28%の損失がユーロ圏銀行全体に発生することを意味する。その時は銀行のみならず全ての経済主体が損失を蒙るわけで、その額はユーロ圏GDP比約85%となる。

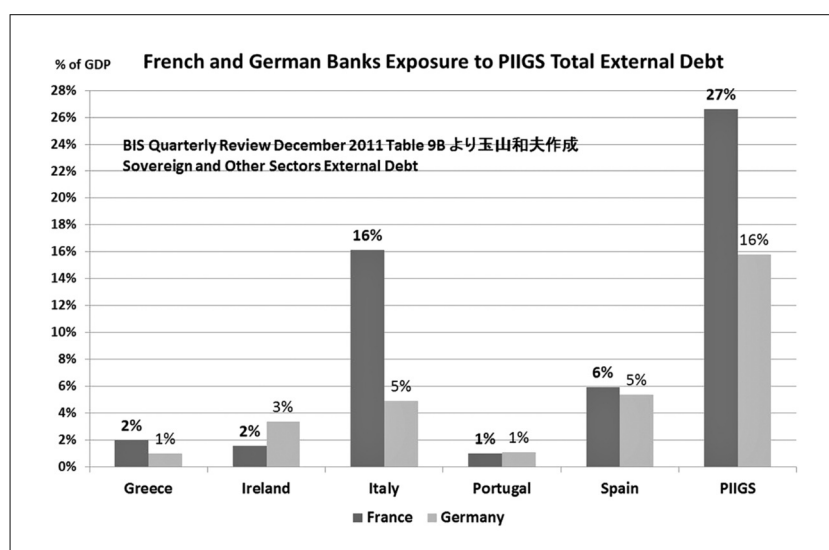
問題になっているPIIGSソブリンの対外債務に限ると1.406兆ユーロ存在する。これのEBA ex PIIGS AreaのGDPに対する比率は14.86%である。PIIGSソブリンの対外債務は世界中で保有されているので、EBA ex PIIGS AreaのGDPに対する比率がそのままデフォルトの際のこの地域の損失になるわけではないが、相対規模の参照値として知っておきたい。同じくPIIGSソブリン債務総額は3.153兆ユーロ、対EBA Area GDP比28.92%である。

ところで、ソブリン債務だけでなく他のセクターの債務のリスクについても考えてみたい。図表7は欧州危機のカギを握る2大国ドイツとフランスにとって、PIIGS諸国のソブリン以外も含めた全ての経済主体が対外債務を100%踏み倒した場合の両国の銀行の被害規模を推計している。これによれば、ドイツはGDPの16%、フランスは27%を失う。日本のバブル崩壊後の累積不良債権処理額対GDP比約19%と比較すると、ドイツは十分耐えられる。フランスがいささか心配だが、このシナリオ自体の蓋然性は相対的に低いと思われる。

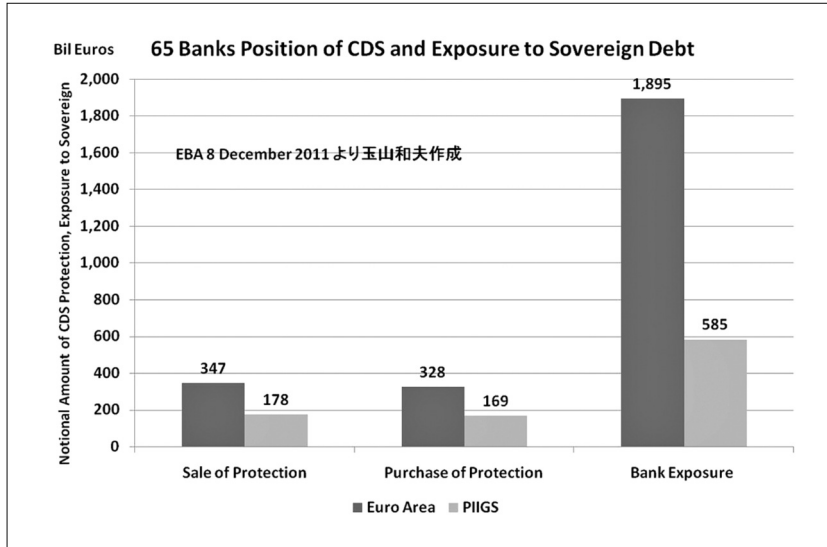
5. クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)

図表8にEBA Planが分析対象とした65行のEBA Areaのソブリン債務に対するCDS想定元本を、Protectionの売り・買い別に表した。ギリシャの6行についてはデータが取れなかったが、Exposure全体に対する相対的な関係はあまり変わらないと思われる。PIIGSに対するExposure 5850億ユーロに対して、Protectionの売りが1780億ユーロ、買いが1690億ユーロである。EBA Areaのソブリン債務全体へのExposureは1895億ユーロで、Protectionの売りが3470億ユーロ、買いが3280億ユーロある。いずれの場合もProtectionの想定元本はExposure自体に対してわずかな金額でしかない。また若干ではあるが売りの方が多いのも聊か違和感がある。いずれにしてもCDSが金融不安をさらに煽る要因になるほど大きなポジションではないと思われる。

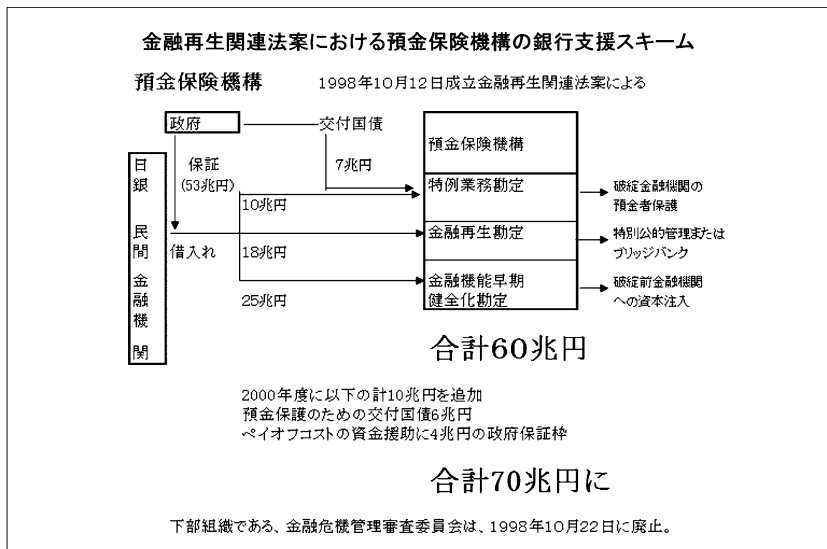
そもそもデリバティブを經由した投資はゼロサム・ゲームである。多くは損失を抱えた主体の悲劇



図表7



図表 8



図表 9

のみが伝えられるが、その相対には必ず利益をあげた主体が存在する。損失を出した主体が破綻して利益主体がその利益を実現できないことも考えられるが、その場合は損失主体の損失が（全額は）実現しないことになり、合計としての損益はやはりゼロである。EBA Plan では明らかにされないオフ・バランス CDS の存在可能性も含めてデリバティブの契約関係は複雑なので、債権・債務関係の清算にも長い時間がかかる。その間に破綻する金融機関が出てくるという指摘もある。しかしそれはあくまでも技術的な問題である。にも拘わらず、こうした技術的な不安が事の本質を見失わせることは多い。あくまでも最終的な損失は債務がどれだけ返済不能になるか、だけにかかってくる。

6. 対銀行資金援助 日本の経験から

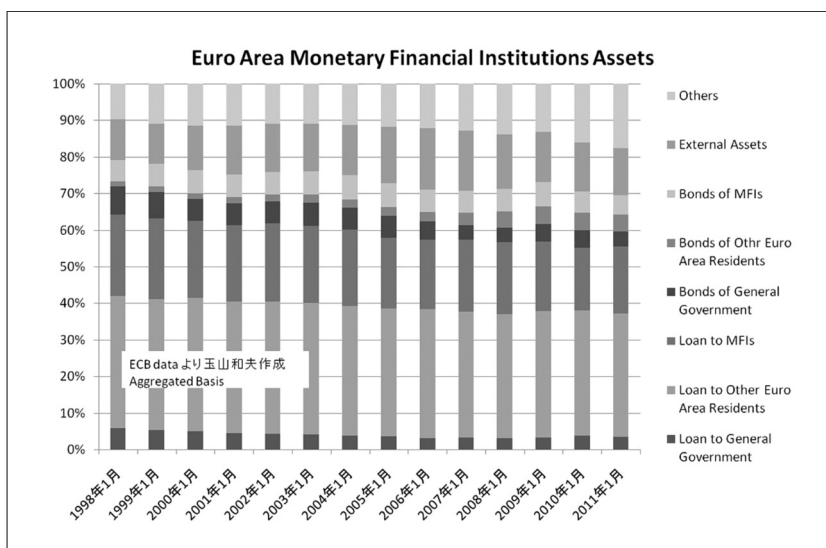
図表 9 は、1998 年 10 月 12 日に成立した金融再生関連法案によって示された預金保険機構による銀行への資金援助のスキームである。要は政府の保証により調達した資金および交付国債によって 60 兆円（2 年後に 70 兆円）の言わば「見せ金」を創り、あとは肅々と事に当たった。しかも図表 10 に示すように、投下された約 48 兆円のうち贈与された約 19 兆円以外はほとんど回収されたのである。中には買取った資産のように、結果としてプラスになったものさえある。この銀行資本増強・資産買取等がはじめて、日本の銀行セクターは 96 兆円もの累積損失に耐えられたのである。今欧州の政府および金融当局に求められているのは市場が納得するだけの

預金保険機構年報 平成22年度 資金援助等

○資金援助等の実施及び回収等の状況（平成23年3月末現在） （単位：億円）

資金援助等項目	資金援助等実施額	回収等累計額
		(注1) (注2)
①【金銭贈与】 (注3)	188,648	—
うち 特別公的管理銀行に対する金銭贈与	63,764	—
うち 特別危機管理銀行に対する金銭贈与	2,563	—
②【資産の買取り】 (注4) (注5)	97,775	98,565
破綻金融機関等からの資産の買取り	64,821	74,563
うち 特別公的管理銀行からの不適資産の買取り	11,798	16,566
うち 特別危機管理銀行からの資産の買取り	999	1,089
特別公的管理銀行からの適資産の買取り (注6)	29,421	17,218
うち 特別公的管理銀行からの保有株式の買取り	29,397	17,132
健全金融機関等からの資産の買取り	3,533	6,784
③【資本増強】 (注5) (注7)	127,364	122,656
旧安定化法に基づく資本増強	18,156	16,526
早期健全化法に基づく資本増強	86,053	91,883
預保法に基づく資本増強	19,600	14,188
組織再編法に基づく資本増強	60	60
金融機能強化法に基づく資本増強	3,495	—
④【その他】	63,599	48,774
瑕疵担保条項に基づく資産の引取り	12,226	6,655
損失補てん (注8)	5,766	—
うち 特別公的管理銀行に係る損失補てん	4,945	—
債務引受（救済金融機関に対する債務の引受け）	40	38
貸付け (注9)	45,567	42,080

図表 10



図表 11

規模の資金と決然たる姿勢である。結果的にその多くは「見せ金」だし、実際の投下資金も、かなりが回収可能なのだから。

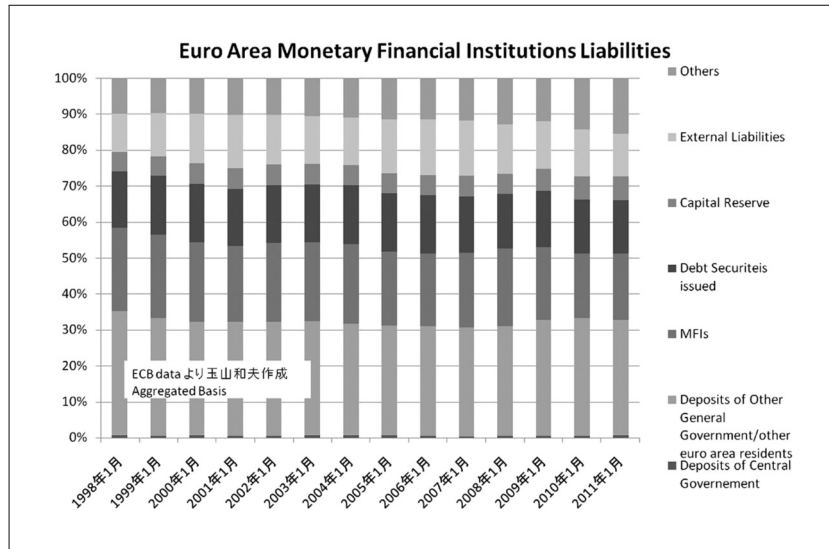
7. 欧州銀行バランス・シートの特徴

図表 11・12 に MFIs (Aggregated) の資産構成と負債構成を示す。邦銀や米銀に比べて負債側の預金が30%強と極めて少ない。日本ではこれが70%近い。アメリカにおいても60%を超えている。また資産側・負債側ともに MFIs への貸付・借入が20%ほどあり、銀行間市場への依存が高い。ユーロ圏外への対外資産・負債も10%ほどありこれも日米に比べて高い。要は資産・負債とも流動性が高いのが特徴と言える。また資産総額の対 GDP 比は3.5倍もあり、日本の1.85倍アメリカの0.69倍との対比で際

立っている。この過大な資産・負債とその流動性の高さが、銀行セクターの経営を不安定なものにしている懸念がある。

8. まとめ

欧州金融危機は最悪のケースを想定した場合でも金額的には十分制御可能な規模と言える。リーマン・ショック時のように CDS 等のデリバティブが市場を混乱させる懸念もほとんどない。もっとも、アメリカの金融機関やヘッジ・ファンド等が PIIGS を対象とする CDS の Protection を大量に保有しているとの情報もある。しかし、これは統計的には確認できないことである。先ほども述べたように、デリバティブはゼロサム・ゲームである。振り回されてはいけない。



図表 12

現在起こっていることは金融・経済問題というよりは政治に突き付けられた危機管理能力の問題である。このことはバブル崩壊後の日本においてそうであったのと全く同じである（玉山 1992 参照）。危機管理は最悪を想定した現状認識から始まる。その意味で EBA Plan の情報開示には一定の評価があつてしかるべきである。しかし資本不足額の算定基準が 2011 年 9 月の国債価格という実際の足元にあるというのはいかにも甘い。これではストレス・テストとは言い難い。Core Tier1 比率 9% を達成することを条件にしているとは言え、これはすでにバーゼルⅢがいずれ SIFIs に求めることが決まっているものである。この条件をクリアすることがストレスであるとするのは自己満足と言われても仕方がない。

危機感を煽る必要はないが、最悪とは言い難いリスク分析・開示は事態への対応を先延ばしにさせ、結果として事態を悪化させていくことは日本の失われた 20 年で嫌というほど見せつけられたことである。

メルケル首相の姿勢は、結局 Too little, Too late ということになる危険をはらんでいる。

彼女には、祖国の偉大な現実主義政治家ビスマルクの言葉を思い出していただきたい。「愚者は自らの経験に学び、賢者は歴史に学ぶ」

参考文献

Bank for International Settlements (BIS) “Quarterly Review” December 2011
 Bank for International Settlements (BIS) “The impact of sovereign credit risk on bank fund-

ing conditions” Committee on the Global Financial System Papers, July 2011
 Blundell, Adrian. Slovik, Wignalland Patrick, “A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis” OECD Journal: Financial Market Trend. February 2011
 Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB) “Flow of Funds Account”
 European Banking Authority (EBA) “EBA Recommendation on the creation and supervisory oversight of temporary capital buffers to restore market confidence” and other related explanations 8 December 2011
 European Banking Authority (EBA) “Stress Test Result Data” 8 December 2011
 European Central Bank (ECB) “Monthly Bulletin - Euro Area Statistics Online • Data last updated on 15-12-2011-043014” December 2011
 European Financial Stability Facility (EFSF) “Presentation Material” February 2012
 Feldstein, Martin “The Failure of the Euro” Foreign Affairs January/February 2012
 Huang, X.; Zhou, H.; Zhu, H. (2009): Lahmann, Wolfgang. Kaserer, Christoph, Journal of Banking & Finance, Vol.33, pp.2036-2049.
 IMF Global Financial Stability Report (GFSR) September 2011
 IMF International Financial Statistics (IFS) December 2011
 Lahmann, Wolfgang. Kaserer, Christoph. “ESS-INDICATOR: A NEW MEASURE OF SYS-

TEMIC RISK APPLIED TO THE EUROPEAN FINANCIAL SECTOR” Technische Universitaet München Working Paper April 2011

Organization of Economic Cooperation and Development (OECD) “Economic Outlook” May 2011

World Bank Open Data Website

金融庁「金融庁の1年 平成17年事業年度版」

国民経済計算年報 平成22年度確報

玉山和夫「アメリカの住宅バブル崩壊に伴う損失処理額の推計」札幌学院大学 経営論集 2009年8月

玉山和夫「的確なディスクロージャーが経済危機防ぐ」日経ビジネス 1992年6月22日

日本銀行「時系列統計データ検索サイト」「資金循環」

預金保険機構年報 平成22年度「資金援助等」

(たまやま かずお ファイナンス理論専攻)