

“欧州クレジット市場の最前線” 欧州クレジット・レター

欧州銀行セクターの振り返りと今後のポイント

ドラギ総裁の欧州議会における証言内容は、最近の欧州銀行セクターの不安定な動向が反映されていたと見られます。そこで改めて、最近の欧州銀行セクターの問題点の整理を試みます。

ドラギ総裁欧州議会証言：欧州銀行セクターを念頭に、ECBは行動の可能性を示唆

欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁は2016年2月15日、欧州議会で証言し、ECBが行動(追加金融緩和)する2つの要因として金融波乱を踏まえたECBの金融政策が金融システム、特に銀行を通じて伝わる状況の分析と、加えてエネルギー価格の下落再開を検証し、これら2つの要素のいずれかが物価安定に下方向のリスクをもたらせば、行動する用意があることを言明しました。ドラギ総裁の議会証言を受け、金融部門の不安を背景に利回りが上昇(価格は下落)傾向であったポルトガルやイタリアの国債利回りは低下(価格は上昇)しました。

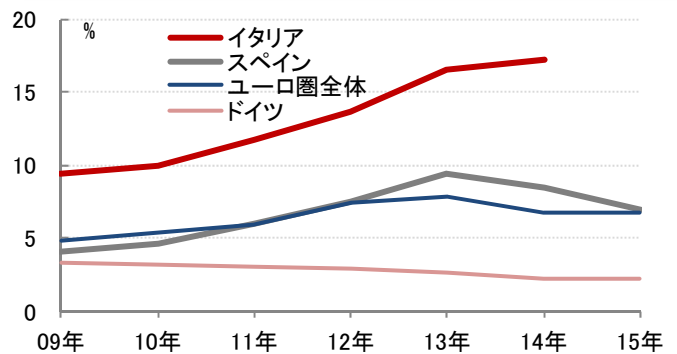
欧州銀行セクター： 何が問題なのか

ドラギ総裁の欧州議会における証言内容は、最近の欧州銀行セクターの不安定な動向が反映されていたと見られます。そこで改めて、最近の欧州銀行セクターの問題点の整理を試みます。最初はイタリアで、問題は不良債権処理が主なトピックです。2点目はポルトガルで、バイルイン適用の公平性、3点目はマイナス金利の銀行収益への影響、最後にドイツ銀行の劣後債で示された問題について言及します。

欧州銀行セクター： イタリア不良債権問題

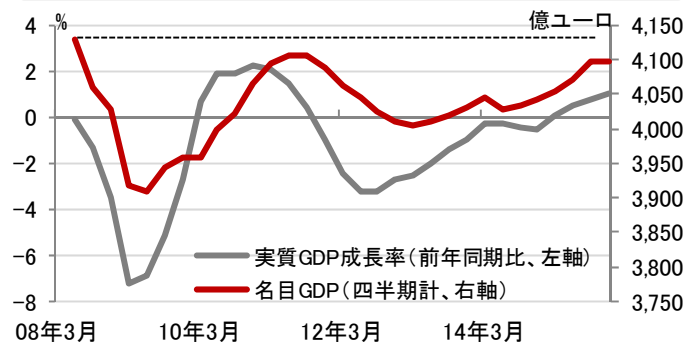
最初のイタリアの不良債権問題ですが、2つの要因に注目しています。1つ目はイタリアの銀行の不良債権の増加(図表1参照)、2つ目は不良債権の処理に関連する問題です。イタリアの実質GDP(国内総生産)成長率は2015年10-12月期で前年同期比1.0%と回復傾向ですが、水準は低く名目GDPは2008年の金融危機の水準に達していません(図表2参照)。したがって、銀行の不良債権比率(貸出全体に対する不良債権の比率)は依然悪化傾向です(最新のデータではイタリアの2015年の不良債権比率は約18%)。イタリア全体で見ると、不良債権比率の低下には景気の一段の回復が必要な状況です。ただしドラギ総裁が議会証言で述べたようにユーロ圏の銀

図表1：ユーロ圏の主な国の不良債権比率の推移
(年次、期間：2009年～2015年、イタリアは2014年まで)



出所：ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表2：イタリアの名目GDPと実質GDP成長率の推移
(四半期、期間：2008年1-3月期～2015年10-12月期)



出所：ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

行は2014年のECBの資産査定等により不良債権の実態は把握され適切に貸倒引当金が充当されているとされています。しかし、イタリアの銀行の不良債権に対する貸倒引当金のカバー比率は5割以下が多くやや少ない印象です。またテキサス比率(グロスの不良債権を資本金と引当金の合計で序した比率、高いほどリスクが高い)で見ると、欧州の銀行全体の平均が50%程度であるのに対し、イタリアの銀行の多くのテキサス比率は、経験上、危険の目安とされる100%前後であることを懸念する声も市場の一部で聞かれます。

“欧州クレジット市場の最前線” 欧州クレジット・レター

(続き) 欧州銀行セクター： イタリア不良債権問題

より深刻なのはイタリアの不良債権の処理の問題です。イタリアの銀行の不良債権の多さは今に始まったことではありませんが、今後対応が複雑化する懸念があるからです。イタリアの不良債権問題は2015年11月に4つの小規模の銀行(Banca Marche, CariFerrari, CariChieti and Banca Etruria)への処理に始まります。欧州では2016年より銀行の破綻処理に(納税者でなく)株主、債権者に一定の負担を求めるペイルインが本格化します。イタリアでは2015年終わりにペイルイン条項を避けるため先の4行の救済に着手しました。その際、損失負担を劣後債にまで広げた結果、劣後債の投資家に個人も含まれており、そのうちの一人が自殺したことで社会問題となり、この4銀行の件で、損失負担の範囲に焦点が当たることとなりました。

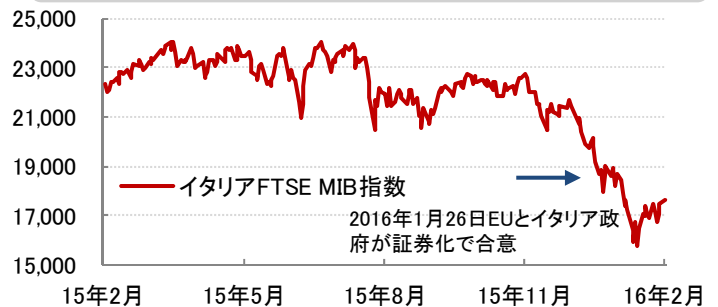
次に、別の不良債権処理を進める上でも問題が発覚しました。イタリアの不良債権規模は2,000億ユーロ程度(イタリア中央銀行データ)と見られますが、欧州債務危機時などには銀行の不良資産の受け皿として「バッドバンク」を設立して公的資金を注入、救済していました。今後は別の対応が求められます。欧州委員会(EC)は政府など公的機関による民間企業(銀行)の救済を認めない方針だからです。ただし、2016年1月26日にイタリア政府と欧州連合(EU)は代替案として証券化による不良債権処理での合意を公表しましたが、この方式に対する市場の反応は鈍いものとなりました(図表3参照)。そこで図表4で証券化による不良債権処理の仕組みを見ると、不良債権を持つ各銀行が特別目的会社(SPV)を設立、不良債権をSPVに売却して資産担保証券(ABS)を組成し、市場で販売する流れとなっています。このスキームのキーポイントはイタリア政府が不良債権の売却価格と販売価格の差を保証することです。ただ、明確でないのは、証券化が可能な質の良い債権だけが証券化された場合など、不良債権がどの程度切り離せるか不透明です。

また、証券市場でABSが消化されるかという問題があります。ヘッジファンドなどによるABSの購入が想定されますが不安定です。やはりECBなど公的機関の直接購入が望ましく、今後市場が安定化するかを見る上で、一つのポイントになると見えています。なお、現時点において、ECB内でイタリアの不良債権を証券化したABSを資産購入プログラムで購入すると合意に達していないと見られます。

今後のポイントは、証券化のスキームを明確化することと、ABS消化の目処をつけることと見えています。

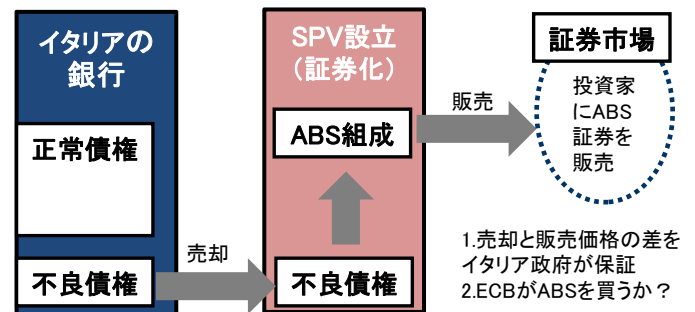
図表3: イタリア株式市場の推移

(日次、期間: 2015年2月28日~2016年2月29日、FTSE MIB指数)



出所: ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表4: イタリアの銀行の不良債権証券化イメージ



出所: 各種報道等を参考にピクテ投信投資顧問作成

欧州銀行セクター： ポルトガル

ドラギ総裁はEU議会証言でユーロ圏の銀行規制における運用の公平性について言及していますが、ポルトガルのケースが念頭にあった可能性が想定されます。

ポルトガル中央銀行は2014年のエスピリト・サント銀行の破綻処理で不良資産を引き継ぐ受け皿銀行(バッドバンク)と健全資産を引き継ぐノボバンコ(グッドバンク)を設立しました。2015年12月29日、ポルトガル中銀はノボバンコの一部優先債のバッドバンクへの移管を声明で命じました。バッドバンクは清算されることになっているため、移管される(5銘柄の)債券の持ち主には損失が発生することになります。ポルトガル中

記載された銘柄はあくまでも参考として紹介したものであり、その銘柄・企業の売買を推奨するものではありません。

“欧州クレジット市場の最前線” 欧州クレジット・レター

(続き) 欧州銀行セクター: ポルトガル

銀はエスピリト・サント銀行の損失を株主と債権者が吸収し、金融システムや納税者が負わないことを確実にする上で必要な措置と説明しています。

何が問題なのか？

ポルトガルの問題はこの5銘柄の債券の選び方が公平でないとの懸念があることです。2014年8月のエスピリト・サント銀行解体直後、優先債と預金はノボバンク(グッドバンク)に移されていました。一方、不良債権の処理は破綻処理基金からの資金注入、株主や劣後債保有者が負担していましたが、公的支援に関する欧州の規則に基づき、同基金のこれ以上の利用は不可能となったことから、5銘柄の優先債が処理に「選ばれ」ました。選考方法は公表注1)されていますが、結局は最低取引単位が10万ユーロ(約1,250万円)の銘柄が選ばれた格好で、個人でなく機関投資家が保有する債券が処理の対象となりました。これら5銘柄の債券を保有していた大手運用会社は、報道によると、法的措置を準備している模様です。

市場の反応は？

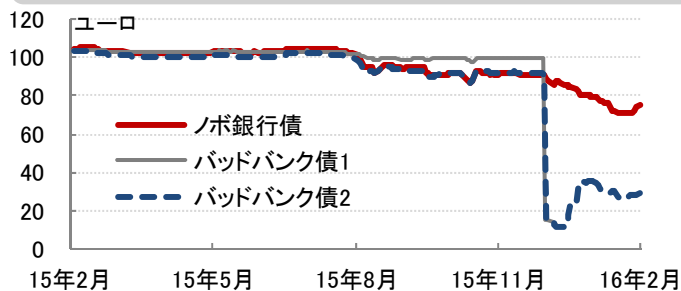
まず、破綻処理に使われる5銘柄の値動きを見ると、一気に価格は5分の1程度にまで急落しています(図表5参照)。また、ノボバンクに残った債券(ノボバンク債)の値段も相対的には緩やかながら、債券価格としては大きな値下がりとなっています。清算されるバッドバンクに移された債券の価格が急落するのは、ある意味当然として、継続企業であるノボ銀行債の価格が下落しているのは、次に選ばれるかもしれないという懸念と、今回の銘柄選択に対する法的措置の行方が不透明なためと思われます。

ポルトガル中銀の対応について

今回のポルトガル中銀の選択に対する法的な判断は今後専門家に委ねられることとなります。ただ、市場の反応からも明らかなように、参加者は公平な取り扱いを求めています。今回の件でも2016年前に処理を進める意向であったポルトガル中銀の意向が引き起こした悲劇という面もあり、新制度導入の難しさと、公平性の問題が課題として残っています。

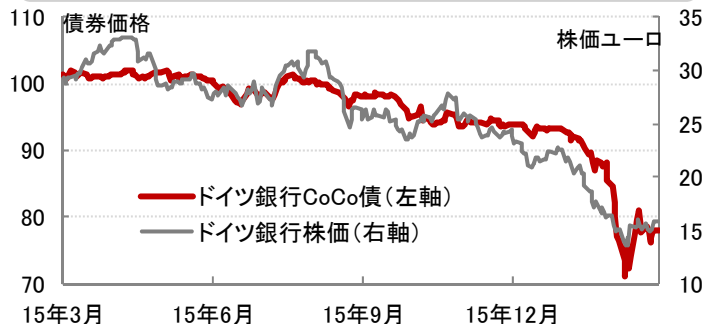
注1)ポルトガル中銀:public interest and aimed to safeguard financial stabilityを参照

図表5:ノボバンクとバッドバンク債の価格推移
(日次、期間:2015年3月3日~2016年2月29日)



※今回影響を受けるのは16年7月、17年5月、18年1月、19年1月、24年6月にそれぞれ期限を迎える債券
※バッドバンク債1:エスピリトサント銀行債 6.875% 2016年7月償還
※バッドバンク債2:エスピリトサント銀行債 4% 2019年1月償還
※ノボバンク債:ノボバンク債 5% 2019年4月償還
出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表6:ドイツ銀行株価とCoCo債価格の推移
(日次、期間:2015年3月2日~2016年2月29日)



CoCo債:ドイツ銀行CoCo債 6% 永久債
出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

欧州銀行セクター:ドイツ銀行は流動性懸念 かそれとも収益懸念か

ドラギ総裁はEU議会で新たな金融資本規制は自己資本比率の改善などを通じて金融システムの安全性を高めるとの期待を述べる一方、新しい規制への対応が変動を増幅させた可能性を指摘しています。ドイツ銀行の発行した「その他Tier1債」(AT1債)の債券(CoCo債)の返済に疑問を呈したレポートと業績悪化を背景に同行の株価、CoCo債の値段が急落(図表4参照)したことも欧州銀行セクターの不安要因となりました。

記載された銘柄はあくまでも参考として紹介したものであり、その銘柄・企業の売買を推奨するものではありません。

“欧州クレジット市場の最前線” 欧州クレジット・レター

続き) 欧州銀行セクター: ドイツ銀行は流動性懸念かそれとも収益懸念か

ドイツ銀行は市場の不安を前に、資金調達のために発行した計約6千億円の債券を買い戻すと発表するなど対応に追われました。

ドイツ銀行の対応で、ドイツ銀行の株価やCoCo債の価格動向を見ると、一時のパニック状態は脱したものの、株価水準は低いなど、市場の警戒感は続いている模様です。

何が変動の背景であったのか？

流動性懸念と収益懸念の2つの面を切り口に問題を捉えると、ドイツ銀行が短期的な資金ぐりに問題があると見る流動性懸念には過剰反応の面も見られたものの、収益懸念は当面根強く、足かせになると思われます。

流動性懸念はドイツ銀行の対応もあり、目先の懸念は遠のいたと思われます。主な対応は2つで、1つ目はドイツ銀行による6,000億円規模の既発債(シニア債:無担保社債、30億ユーロと20億ドル)の買い戻し、2つ目は支払可能原資(ADI)の積極的な公表です。

まず債券の買戻し、買い取り実施の頃にはドイツ銀行の(短期的な)懸念は後退していたこと、(デフォルトがなければ)継続保有の方が有利という判断もあり買い戻し提案に応じる投資家は少数に止まりました。

一方、CoCo債について、ドイツ銀行はAT1債の可能利払い原資(ADI)を公表、2015年末時点で10億ユーロ、2016年末では43億ユーロが見込まれています。ドイツ銀行のCoCo債の利払い見込みは2016年、(新規発行が無ければ2017年も)4億ユーロを下回る(図表7、8参照)と見られることから支払原資は十分と思われます。

収益懸念が株価回復の足かせ

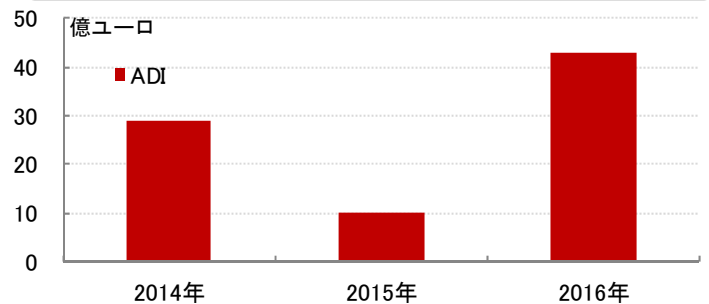
次に収益動向を占うと、問題は山積みと見られます。1つ目の問題は(ドイツ銀行に限らず)、ドラギ総裁も議会で指摘しているように低金利下における銀行の戦略(特にインベストメントバンク)がいまだに定まっていないことです。2つ目はドイツ銀行がどの程度資源セクターや新興国にエクスポージャーを持っているか不透明なことです。3つ目は訴訟リスクの全容が明らかでないことも収益の変動要因となる可能性があります。ドイツ銀行は少なくとも2件(米国のモーゲージ債、ロシアの株式)の問題に対応が必要です。期間収益の低下は利子の支払原資(ADI)減少につながる可能性があるだけに注意が必要です。相対的に低い自己資本比率にもやや懸念があります。会社発表によると、ドイツ銀行の中核的自己資本(CET1)比率は11.1%です。ただし、小口金融部門のポストバンクの非連結化など資産圧縮による自己資本の増強を目論んでおり、短期的には増資の必要が無いとも考えられます。

図表7: ドイツ銀行の発行したCoCo債(2016年2月現在)

利率 (%)	初回コール日	通貨	次回利払日	残高 (億)	支払 (億ユーロ)
6.000	2022年4月30日	EUR	2016年4月30日	23.8	1.4
7.500	2025年4月30日	USD	2016年4月30日	15.0	1.0
6.250	2020年4月30日	USD	2016年4月30日	12.5	0.7
7.125	2026年4月30日	GBP	2016年4月30日	10.9	0.6
合計					3.8

出所: ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表8: ドイツ銀行AT1債利払い可能原資



出所: 会社資料、各種報道を参考にピクテ投信投資顧問作成

欧州銀行セクター: 今後のポイント

今回の欧州銀行セクターの混乱にはイタリアやポルトガルのように新規制前の駆け込み的な対応という面はさておき、新資本規制導入の不安や認識不足が振幅を大きくした面が見られます。CoCo債投資家の中には急激な将来キャッシュフローの変化(初回コールまでの利払い受け取りから永久割引債への変化)を内包する証券だと改めて認識したのかもしれない。また、マイナス金利の銀行収益に対する漠然とした不安感も不安を増幅した可能性があります。投資家間の不公平な取り扱い(法的判断はともかく)この種の証券を引き受ける投資家が不在となるリスクを伴うだけに今後も注目が重要です。

一方、今回の件で示されたのは、欧州の銀行は数年前の債務危機時に比べ確実に市場ストレスに対し抵抗力を高めたことです。投資戦略を策定するうえで考慮すべき大切なポイントと思われます。

記載された銘柄はあくまでも参考として紹介したものであり、その銘柄・企業の売買を推奨するものではありません。

当資料をご利用にあたっての注意事項等 ●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。