

本資料は、スペクトラム・アセット・マネジメント社が発表したレポート(「Hybrid Market Update-What are the French Banks Thinking?」(2011年11月18日発表)、及び「Core Capital of French Banks - Is There a Health Concern?」(2011年11月23日発表)の翻訳です。

優先証券市場アップデート

2011年11月18日

仏銀は何を考えているか

2011年第3四半期の市場アップデート報告で、弊社はこう書きました。「老練な政治家同様、銀行は良い危機を決して無駄にするべきではありません。弊社は欧州中央銀行(ECB)の最近の非伝統的手法を大いに評価します。すなわち 1)2012年7月まで銀行への短期貸し出しを無制限に実施、2)カバード債の購入の再開の二つです。既発の銀行の債券がせいぜい「不況」レベルの価格である一方、株価は「恐慌」レベルまで下落しているように見えるため、銀行(たとえばフランスとイタリアの銀行)にとっては、優先証券による負債管理を目的とした取引を行う大きなチャンスだと言えます。2009年の米国の銀行システム危機の時にも、現金による優先証券の買入消却や優先証券と株式の交換によるコア自己資本の増強が極めてうまく機能しました。『投機的な売り手』に対する最良の防衛策は、ECBによる十分な資金の後ろ盾を得て、銀行が利益を得られるようにする一方で、政策当局が時間的な余裕を持って管理を行える環境を作ることです。」

以上を背景に、仏銀はすでに行動を起こしています。最初に動いたのは BPCE で、10月には優先証券の公開買付を実施しました。同行は買付前の市場価格に約20%のプレミアムを付けたため、多くの投資家(全体の65%)がこれに応じました。今週には、フランスの2大銀行である BNP パリバ(資産規模で世界1位)とソシエテ・ジェネラル(同19位)がともに、同様のアクションを行いました。興味深いのは、両行が提示したプレミアム水準が、市場価格にわずか5%を乗せただけであったことです。これは、2行による今回の買付の最大のテーマが「価格防衛」にあることを意味しています。プレミアム水準は一見したところたいしたものはありません。ところが弊社はこうした仏銀の動きを、価格下落圧力が増大する条件下での巧みな動きと見えています。すなわち、仏銀は優先証券に継続的に価格下落プレッシャーがかかるのを防ぐためのバリエード(実質的な底値)を設置したのです。これは、同時に仏銀が優先市場の健全性を重視していることを示したことにもなります。仏銀のこうした動きは、私募市場で通常的手段により、コア Tier-1 自己資本を9%水準まで引き上げることができると暗に示唆しています。弊社は仏銀によるこれらの入札が価格下落圧力の抑制に寄与するだけでなく、「投機的な売り手」がボラティリティにかける期待に水を差すものと考えています。

優先証券市場アップデート

2011年11月23日

仏銀の自己資本-健全性に対する懸念はあるか

欧州金融安定ファシリティ(EFSF)の業務開始と活動範囲は、ソブリン債務のバリュエーションと欧州の銀行資本に大きな影響を及ぼすとみられます。当レポートは、フランスの銀行セクターを分析し、ソブリン債務の資本エクスポージャー(投融資残高)という観点から投資メリットに関する意見を述べるものです。EFSF のユーロ圏政府による保証総額は 7,260 億ユーロで、ムーディーズ、S&P、フィッチの各社からトリプル A の格付けを得るのに十分な額です。また融資可能額は 4,400 億ユーロです。ムーディーズによると、EFSF はギリシャ、アイルランド、ポルトガルに対して、既に約 1,740 億ユーロの融資を実施しました。これにより、融資可能額は 2,660 億ユーロまで減少しています。欧州周縁国のソブリン債務危機は、今やイタリアにまで及ぼうとしています。イタリアのソブリン債市場は世界第 3 位(1 兆 2,000 億ユーロ)の規模ですが、市場の拡大を下支えしているのは不安定な経済事情です。イタリアは(欧州通貨連合加盟国として)EFSF の保障総額の 19%に責任を負っており、その金額は約 1,400 億ユーロに上ります。つまり、イタリアが(救済を受けることになり)自国分の債務保証を履行できなくなると、現在 2,660 億ユーロある EFSF の未使用融資可能額は 1,260 億ユーロにまで減少します。弊社は EFSF の与信能力にとって最悪のケースは、「真のサポート力」が、この 1,260 億ユーロに減少してしまうことだと見ています。

さて、重要なことは、EFSF 単体の融資可能額(4,400 億ユーロ)に加え、欧州通貨連合には使用可能なセーフティーネットがさらに二つあり、これにより、別途 3,100 億ユーロが調達可能なことです。1) 欧州金融安定メカニズム(EFSM)から 600 億ユーロ、2) 国際通貨基金(IMF)から 2,500 億ユーロです。これらを加えた支援能力総額は 7,500 億ユーロとなり、このうち現時点で未使用の支援能力は 4,490 億ユーロです。イタリアがデフォルトになれば、EFSF の支援能力は 1,400 億ユーロ減少しますから、イタリアに支援が必要となった場合を想定した調整済みの未使用支援能力は 3,090 億ユーロとなります。

上記の調整済みの未使用支援能力額 3,090 億ユーロが、イタリアのソブリン債務を救済する必要が発生した時の欧州の銀行資本支援額に相当することになります。イタリア経済がそこまで弱体化するのか、するとすればいつなのかを正確に予想することはできませんが、保守的なシナリオを想定して、弊社の独断的な改善策を考えてみます。欧州の 2 大国(ドイツとフランス)の公的債務の対 GDP 比率(GPD/GDP)が 83%ですから、同様に想定して、イタリアのソブリン債務を同じ比率まで引き下げるよう調整します。世界銀行によると、2010 年のイタリアの GDP は 1 兆 5,000 億ユーロでした。EU 統計局の報告では、イタリアの 2010 年の GPD/GDP 比率は 118%ですから、同国の 2010 年の公的債務は 1 兆 8,000 億ユーロと推計されます。(この公的債務に対するイタリアのソブリン債市場の割合は 67%です(1 兆 2,000 億ユーロ/1 兆 8,000 億ユーロ。))そこで 1 兆 5,000 億ユーロの GDP に対し、債務目標を 83%としてみると、イタリアの公的債務の目標額は 1 兆 2,500 億ユーロとなります。この調整のためには 5,500 億ユーロ(1 兆 8,000 億ユーロ-1 兆 2,500 億ユーロ)のヘアカット(債務カット)が必要になりますが、これは(特に)イタリアの総額 1 兆 2,000 億ユーロのソブリン債市場で(デフォルトではなく)任意で実施されることとなります。これでイタリアのソブリン債務の 46%(5,500 億ユーロ/1 兆 2,000 億ユーロ)が放棄されたことになり、返済や伝統的な財政手段(たとえば財

政・政治改革)を通じた リファイナンスが必要な同国のソブリン債務は 6,500 億ユーロとなります。どのようなヘアカットであれ銀行の中核的自己資本(Tier-1)の減少となります。ユーロ圏の株式市場や優先証券市場が下落圧力にさらされている理由の大半は、ここから来ています。ヘアカットが損失になるとして、それでは 3,090 億ユーロの未使用支援可能額は通貨連合を救済するのに十分なのでしょうか。現在の銀行のバランスシートの健全性(自己資本の充実ぶり)を考慮すれば、弊社は十分な額であると考えています。ただし、欧州中央銀行(ECB)が域内システムに流動性をこれまで通り供給し続け、各国経済が改革を実施することが前提となります。

一方で、そもそもイタリアとギリシャを比較するのは、酢に油を混ぜるようなものです。イタリア経済は機能しており、生産的で徴収可能な税基盤を利用することができますが、ギリシャの税基盤は機能喪失しています。ここから弊社が導く結論は、イタリアが当座の資金を確保するために、ギリシャと同等のヘアカットは必要ではないということです。

さて、弊社は、もし仮にすべての欧州周縁国のソブリン債務がまとめて 46%のヘアカットを受けることが現実の事態になったとして、それでも大手仏銀は生き残れると主張します。資本は資金があるところのみ流入することを忘れてはいけません。資金が資本を生み、資本が資金を生む継続企業(ゴーイング・コンサーン)にはこの資本(心臓)と流動性(血液)の組み合わせが必要なのです。後者について言えば、ECB は引き続き、心臓が血液を送り出せるようショック(と畏怖の念)を与える除細動器の役割を求められます。

前者について言えば、バーゼル 3 は銀行の心臓部に当たる Tier-1(中核的自己資本)とコア Tier-1 自己資本(CT1E、狭義の中核的自己資本)の基準を決定しました。2015 年までに Tier-1 を 6%、CT1E を 4.5%とするよう求めています。ただ市場は、CT1E についてバーゼル 3 基準の 2 倍の 9%とするよう求め、政策当局に揺さぶりをかけ、それが今すぐに行われること(外科手術)を要求しているのです。(尚、現在の大手仏銀の CT1E は 9.1%の水準にあります。)

こうしたことから、市場は(再び)動悸息切れの様相を見せていますが、ユーロ圏の疲労消耗という文脈の中では正常化しつつあります。弊社は、他の向きが短期的な健全性について神経質になっているのに乗じ、特に仏銀などの健全な優先証券を長期的に購入するための機会が生じているとみています。弊社は、現行の金融支援の範囲や通貨連合を維持したいという政治的意思を考慮すると、周縁国のソブリン債務に対する 46%の一括ヘアカットは、ユーロ圏周縁国にとってきわめて不利となると予想します。しかし、それでも 4 大フランス銀行(BNP パリバ、ソシエテ・ジェネラル、クレディ・アグリコル、BPCE)が、たとえばギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペインに対するエクスポージャーを 46%減免するとしたら、4 行のコア Tier-1 自己資本(CT1E)は(直ちに)合計 390 億ユーロ減少することになります。これにより、CT1E は 9.1%から 5.0%に低下しますが、それでもバーゼル 3 が定めた 4.5%の最低水準を上回ります。さらに、4 大銀行には、最低水準の 4.5%をすでに上回っている資本をさらに増強し、2019 年に CTE1 の 7%(普通株で構成する資本保全バッファーを含む=バーゼル 3 の最終目標)達成までの期間が丸 4 年残されます。

仏大手銀グループがこの目標を達成するには、上記の減免後の資本額を 1.4 倍(つまり 7%/5%)にすればよいのです。7%の CT1E 達成のために 8 年間の猶予期間があり、これを 1 年ごとの株主資本利益率(ROE)との関係で見ると、仏銀が必要とするのは、事業から得られる(そして留保する)株主資本を 2 倍

にするのに必要な時間の(わずか)40%にすぎません。以下の表は想定可能な ROE の例をいくつか掲げ、それぞれについて仏銀グループが減免後にバーゼル 3 の CT1E 目標を達成する想定時期を示しています。

	CT1E 倍増に必要な ROE の組み合わせ			
年間 ROE (%)	5.00	6.00	7.00	8.00
CT1E を 2 倍にするのに要する年数 (DT)	14.00	11.67	10.00	8.75
仏銀にとって必要な年数 : DT の 0.4 倍	5.60	4.67	4.00	3.50
7%の CT1E 達成の予想年	2017	2016	2016	2015
2019 年に 7%の CT1E 目標に先行 (遅行) する年数	2	3	3	4

弊社の結論としては、バーゼル 3 計画のコア Tier-1 自己資本目標を、資本が健全な仏銀は十分に達成可能だということです。また、上の表が示すように、弊社のストレステストの結果、仏銀はすべての場合において、目標年より前に基準を達成するとみられることから、フランス政府が同国の銀行の資本は適正であると言明している理由がさらに明確になります。重要なことは、4 大フランス銀行 (BNP パリバ、ソシエテ・ジェネラル、クレディ・アグリコル、BPCE) の資本基盤が、ソブリンリスクを柔軟かつ巧妙に管理するのに十分であるということです。この柔軟性は、中核資本の増強に公共の市場を使えることだけでなく、(すでに実施している) 戦術的な負債管理 (前記の 11 月 18 日レポート参照) から得ることができます。内部資本が生み出されることを支持する予想は、合理的で実現可能であり、そうした予想が仏銀に関する弊社の建設的な長期健全性評価の基盤をなしています。全般的な市場の構造は引き続きボラティリティを助長するものとなりそうですが、弊社は引き続き、厳選した仏銀、すなわち BNP パリバ、ソシエテ・ジェネラル、クレディ・アグリコル、BPCE を「BUY」に格付けします。弊社による総合的な収益率見通しは、長期資本に関しては安定的です。

2011 年 11 月

スペクトラム・アセット・マネジメント CIO

フィル・ジャコビー

■スペクトラム・アセット・マネジメント社について

スペクトラム・アセット・マネジメント社は、機関投資家および個人投資家向けに優先証券ポートフォリオを運用する米国を代表する資産運用会社です。2001 年以来プリンシパル・ファイナンシャル・グループの一員として、年金基金、個人、また企業や保険会社などの国内外のクライアントのために各種ポートフォリオを運用しています。プリンシパル・ファンズ・ディストリビュータ社が販売する投資信託やプリンシパル・グローバル・インベスターズが提供する優先証券の個別口座についても弊社が運用しています。

■重要な情報

当資料は情報の提供のみを目的として作成されたものです。特定の有価証券の売買を勧誘・推奨するものではありません。当資料に掲載の情報は、弊社において信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、適用法令にて規定されるものを除き、弊社およびプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社は当資料中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。また、当資料中の意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。なお、投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定のニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討いただくと同時に、弊社が提供します契約締結前書面等の内容をよくお読みいただき、お客様ご自身の判断と責任においてご決定していただく必要があります。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

東京都千代田区内幸町一丁目1番1号 帝国ホテルタワー

お問合せ先:営業部 03-3519-7880(代表)/pgij.marketing@principal.com

ホームページ:<http://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第462号

(社) 日本証券投資顧問業協会会員