

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「Eurozone Fatigue Grows」(2012年6月18日発表)を基に、プリンシパル・グローバル・インスターズ株式会社が翻訳したものです。

欧州に広がる疲弊感

2012年6月18日

ギリシャの選挙はひとまず前向きな結果

先週末、ギリシャでは、連立政権の設立を目指した再選挙が行われ、緊縮派の勝利によりギリシャは少なくとも当面の間、欧州連合(EU)に残ることになりました。反緊縮財政を掲げる急進左派のSYRIZA(急進左派連合)は、事前に懸念された程の得票率ではありませんでした。その代わり、緊縮財政に賛同する伝統的な中道右派の与党、新民主主義党(ND)と中道左派の全ギリシャ社会主義運動(PASOK)、(そして穏健派左派政党の民主左派)が合わせて議会の過半数を獲得し、(三党)連立政権を設立、EUとともに緊縮財政に努めることになりました。もしこの再投票で急進左派連合が勝利していたとすれば、トロイカ(EU、国際通貨基金(IMF)、欧州中央銀行(ECB))との合意は破棄され、ギリシャは2,400億ユーロに及ぶ緊急支援の内、二度目の援助を受けられなくなっていたことでしょう。(ギリシャは、今年初旬に民間投資家と債務交換を行い、3,500億ユーロの負債のうち1,000億ユーロを削減することに成功し、EUから1,300億ユーロの支援が決定していました。)

ギリシャは今、二つの選択肢に直面しています。すなわち存続可能で安定した政権を樹立し、EUから求められている緊縮財政案の達成に向けて合理的な努力をするか、またはユーロから離脱するかのいずれかです。スペクトラム社では、ギリシャはおそらく前者を選ぶと考えていますが、どれほどの期間に亘って要求された緊縮財政を守り、債務返済を継続できるかには疑問が残ります。

次の焦点はスペイン

スペイン問題の鍵となっているのは、不動産関連の多額の不良債権を抱えた銀行システムであり、政府の中途半端な対応が状況の悪化に拍車をかけました。同国の脆弱な財政は、先頃実施された240億ユーロに及ぶバンクア救済(7つのカハと呼ばれる貯蓄銀行の合併により設立)により一段と悪化しました。その他の銀行のバランスシートの質、さらにはスペイン自体にこれ以上銀行を救済する能力があるかについて、疑念が広がりました。実際、6月上旬に、スペインの銀行に対する1,000億ユーロ相当の支援が発表されても、市場ではスペインの銀行には更なる援助が必要な

ではないかと言う見方が主流のようです。スペインの10年国債利回りは、3月には5%以下だったのに対し2012年6月18日時点で7%台に達したため、銀行支援のための資金調達是一段と困難になっています。スペインの銀行支援に向けた資金は、おそらく欧州金融安定基金(EFSF)または、その後継機関である、欧州安定メカニズム(ESM)のいずれかから供与されることになるでしょう。ESMからの借り入れは、スペイン国債の全ての既存投資家より債務返済順位が上位になります。6月上旬にスペインの格下げを実施したフィッチに続き、ムーディーズがスペインを3ノッチ格下げしてBaa3とし、追加的な格下げも視野に入れて、ウオッチを継続することとしました。ムーディーズは、ギリシャがユーロを離脱した場合、スペインとイタリアもまた救済を必要とする可能性があるため、両国を非投資適格に引き下げる可能性があるとして示唆しています。

英国の銀行改革と経済刺激策

独立銀行委員会(ICB)が2011年9月に発表した提言に基づき、6月14日、英国政府は銀行改革に関する報告書を発表しました。政府の新しい提言は、国内リテール事業の分離、預金者保護、ベイル・イン債や損失吸収資本などに関しては、概ねICBの提言を踏襲するものでした。この報告書の公示期間は9月6日までであり、英国政府はこの報告書で提示した法案を2015年5月までに成立させ、2019年までに完全施行することを目指しています。ICBの提言と異なる点は、リングフェンス・バンク(リテール業務を運営する銀行)、それ以外の銀行共に、バーゼルⅢと同等のレバレッジ・レシオ(3%)を求めている点です。これはICBがリングフェンス・バンクに求めている4.06%よりもさらに低い水準となっています。

イングランド銀行(BOE)と英国財務省は、欧州圏から受ける圧力と、英国経済の悪化に対して、英国の銀行を支援するため二つの対策を発表しました。一つは、イングランド銀行による拡大担保タームレポファシリティー(ECTRF)であり、既存の3,250億ポンドの金融緩和プログラムに加えて、ECBが昨年実施した長期資金供給措置(LTRO)に似た流動性供給措置を行い、英国の銀行に最大1,000億ポンドの資金を低コストで提供しようというものです。イングランド銀行は、借り手となる銀行からの担保の差し入れを条件に、満期6ヶ月の低金利資金の入札を近々開始します。もう一つの施策は、英国財務省によるより長期の新融資制度の導入で、企業や家計への貸出を増やすことを条件に、BOEが銀行により長期の資金(満期3-4年程度の見込み)を市場を下回る水準の金利で供給するというものです。財務省は貸出が5%増えると、800億ポンドの資金が英国経済に注入されることになると述べています。ECTRFは、万が一欧州危機が起きた場合に、銀行が流動性を確保するための予備措置として機能するものであり、欧州の銀行がECBのLTROから低コストの資金を確保しているのと同様の基盤を英国の銀行に提供するものです。

格付の動向

スペクトラム社では、議会(例:ドット・フランク法)や、規制当局(バーゼルⅢ)、「全国的に認知されている統計的格付機関制度(NRSRO)」に定められた格付機関の一連の動きは、前回の金融危機の教訓から、ある合意形成に基づくものであると以前に述べたことがあります。それは、米国の銀行とその他の金融機関は、もはや政府支援を受けることはないということ、そして米国外の銀行及び金融機関に投資する全ての投資家は、政府が介入する前に、金融機関が機能不全に陥った場合の負担を分かち合わなければならないということです。NRSROが、長い慣習を破り、銀行が発行する優先証券を評価する際の格付手法に、政府による救済がないこと、及びそれにより、利払い遅延もしくは停止の発生確率が高くなる可能性があることを(格付の)前提として導入したことは革新的です。現在、ムーディーズは、これに加え、事業環境、資金調達能力、規制による負荷などの要因も考慮した上で、100以上のグローバル金融機関の格付を見直しています。現時点では、同社はスペイン、スウェーデン、ノルウェー、ドイツ、フランス、オランダ及びベルギーの発行体による債券と優先証券の格付を引き下げました。一連の格付手法の見直し等による優先証券市場への影響度としては、フィッチのインパクトが最も大きく、同社は優先証券の格付を平均BBB-としています。フィッチとS&Pが既に完了した格下げと、ムーディーズが現在行っている格下げを前提とすると、優先証券全体の格付は、BBBからBBB-の範囲となることが予想されます。

尚、スペクトラム社で保有している優先証券の発行体のシニア債の平均格付は「A」格と高い水準です。そして、NRSROの格下げアクションに関わらず、グローバルな銀行セクターのファンダメンタルズは堅調であると考えています。

スペクトラム社の見解

ギリシャは序章に過ぎず、本当に重要なのはスペインとイタリアです。弊社がこのレポートを発行するのと時を同じくして、メキシコではG20が開催されており、いかに欧州危機を回避するか、そして万が一回避できなかった場合、自国経済をいかにして守るかについて議論がなされています。また各国の指導者は、IMFが4月に設定した4,300億ドルのファイアーウォールの増強についても議論する予定になっています。一方で、スペインは長らく同国の銀行システムには問題がないと言い続けてきたにも関わらず、同国とその銀行システムを保護すべくファイアーウォールがこんなにも早く組成された背景には、明らかにギリシャとドイツの綱引きの影響があると言えるでしょう。スペイン政府がイベリア半島の銀行の生き残り策を誤ってしまったことは、バンキアの株式公開の例を見れば明らかです。合併により出来た同行は、一年も経たない内に国有化されるのですから。

恐らく各格付機関は、ギリシャの動向を受けて、ユーロ圏のクレジット・リスクの再評価を行うでしょう。このことが、スペインのような多額の債務と高失業率、行き詰まった銀行を抱える国や、同じく多額の債務を抱えながら経済が停滞したイタリアにとって意味するところは明らかです。その他の国と、その銀行システムにとってのリスクは、おそらく資産評価が切り下げられるであろうギリシャへのエクスポージャー、閉鎖的な資本市場への危機の伝播、銀行預金の引き出し、金融市場全体に

おける投資意欲の後退などが考えられます。欧州の政策担当者の取り組みにも関わらず、市場の信頼を回復するための具体的な対応策を欠いたままでは、ユーロを取り巻く不透明感は拭えないでしょう。財政及びマクロ経済上の不均衡を是正し、国の競争力と経済を回復することは困難なことです。これ以上問題を先延ばしすることは建設的ではありません。

ただし、スペクトラム社では、欧州の首脳陣がユーロとEUのためにより強固な防衛策の設置を推し進めようとしていることは、前向きな材料であると考えています。G20サミットに加えて、6月末にブリュッセルで開催される27のEU加盟国によるサミットに先立ち、「ビッグ4」（スペイン、イタリア、フランス及びドイツ）が6月22日にローマで会談を開き、ユーロ危機について話し合う予定になっています。さらに、ECBのドラギ総裁とその他のユーロ圏首脳陣はユーロの欠陥について話し合い、ECBの権限を拡大して欧州銀行監督機構(EBA)を凌ぐ欧州の銀行の最高監督機関に設定すること、預金保険について各国の施策を補完するスキームの導入を検討する見込みです。英国、スイスなどは、不測の事態に備えて、一段の銀行システム強化策を追加しようとしています。

スペクトラム社では、ポルトガル、アイルランド、イタリア、またはギリシャの銘柄の直接保有はありません。5つめの欧州周辺国であるスペインは若干保有していますが、保有比率を継続的に引き下げています。これは、スペインの先行き不透明感が増大する中、同国の二大銀行であるサンタンデル銀行とBBVAは相当量のスペイン国債を保有しているため、ポートフォリオ防衛の一環として行うものです。とはいえ、スペクトラム社では、前述の二行は、強固なバランスシートと、国外に多様な収益源を持っていることから、ファンダメンタルズは問題ないと考えております。スペクトラム社の米国以外の銀行に対する投資状況は、発行体別、国別に高度に分散されています。特に欧州では、欧州周辺国へのエクスポージャーが低くファンダメンタルズが相対的に魅力的な、英国の銀行への投資比率を高めています。一方で、ドイツ、フランス、オランダ、スイス、オーストラリア等への投資は適切な水準に調整しています。スペクトラム社では、警戒は要するものの、欧州の首脳陣がEUの強化に向けて努力を続けていくものと考えています。また、弊社の投資先となっている銀行のファンダメンタルズが、金融危機以前と比べて格段に強化されていることは、心強い材料であると言えます。

以上

■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、特定なニーズ、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

14537