

欧米で注目されるリファイナンス問題

関 雄太、井上 武

■ 要 約 ■

1. 2007年以降、米国のサブプライム・ローンの問題を発端として全世界に拡大した、戦後最悪とも言われた金融危機は、各国政府、金融当局による迅速かつ大胆な対応により、現在までのところ、落ち着きを取り戻しつつある。一方で、2000年代の半ばのクレジット・バブルが残した爪痕は広範囲にわたっており、正常化へ向けた道程で克服しなければならない問題もまだ多く残っている。
2. 米国金融市場においては、CMBS・商業不動産ローンと、バイアウト向けのレバレッジド・ローンにおけるリファイナンス・リスクが注目を集めている。
3. 商業不動産ローンでは、クレジット供給が収縮する中で、担保価値の下落とLTV（担保掛目）引き下げの効果により、潜在的には5,000億ドル規模のファンディング・ギャップが存在していると見られる。CMBSは2010-12年と2015-17年の2回、満期スケジュールの集中が予測されている。
4. レバレッジド・バイアウト（LBO）向けのローンについては、2014年前後にリファイナンスを迎えるものが多いが、財務制限条項（コベナンツ）の軽減されたローンの普及、条件変更や満期延長などの調整、ハイイールド債の発行市場の復活などから、深刻なリファイナンス・リスクを予想しない見方もある。
5. 欧州では、金融危機時に拡大した政府及び中央銀行による金融機関への支援について、エグジットを探る動きが出てきている。そうした中、金融市場では金融機関のリファイナンスに対する警戒が広がっている。
6. 英国及びユーロ圏の銀行が市場から調達した資金は、2015年までに合計で4.2兆ドル、その内約半分の2兆ドルが2011年までに満期を迎える。欧州の銀行は、政府及び中央銀行から、債務への保証も含めて合計で2.2兆ドルの資金支援を受けている。政府の保証を受けた債務の償還は、ピークの2012年までに累積で7,000億ドルに達する。
7. 各国政府は、多額に積み上がった金融市場へのサポートをどのようにしてスムーズに解除していくかという課題に直面している。

I はじめに

2007年以降、米国のサブプライム・ローンの問題を発端として全世界に拡大した、戦後最悪とも言われた金融危機は、各国政府、金融当局による迅速かつ大胆な対応により、現在までのところ、落ち着きを取り戻しつつある。一方で、2000年代の半ばのクレジット・バブルが残した爪痕は広範囲にわたっており、正常化へ向けた道程で克服しなければならない問題もまだ多く残っている。

米国においては、住宅ローン関連の市場と比べて政府の対応が比較的遅れている商業不動産ローンやレバレッジド・ローンの多くが今後満期を迎える。資産価格の下落やクレジット市場の回復が不十分な中で、これらのリファイナンスの問題に対する懸念が広がっている。また、欧州においては、米国以上に拡大した金融機関のバランス・シートのファイナンスを現在、政府や中央銀行が緊急避難的に支えている状況にあり、リファイナンスは金融市場全般に亘った問題として注目されている。以下では、米国と欧州に分けて、それぞれの市場が抱えるリファイナンスの問題について概観したい。

II 米国における商業不動産ローンとLBOのリファイナンス問題

1. リファイナンス・リスクと米国金融市場

リファイナンス・リスク (Refinancing Risk) とは、ローンの満期時に借り換えができないリスクのことで、デフォルトや破綻により銀行あるいは証券化商品の投資家に損失が発生するリスクを指す。資産価値が下落し、クレジット供給が縮小している市場環境の下では、リファイナンス・リスクは単なるプロジェクト・企業を超えて広範囲に混乱をもたらすと考えられており、リーマン・ショック後のグローバル金融市場において最大のリスクのひとつとする見方もあるほどである。

リファイナンス・リスクの顕在化で懸念されているのは、いったんリファイナンスの失敗による大型デフォルトが発生すると、同じような条件・担保を有するローンでもリファイナンスに応じる金融機関・投資家がいなくなり、短期間に連続的なデフォルトが発生するような状況であろう。そもそも、資産価格の大きな変動が起きる時には、ブーム期と調整期でクレジットの供給量に大きな格差がある。そこで、例えばブーム期に発行されたCMBS (商業不動産ローン担保証券) の満期が近づくと、担保価値に比して過大な元本のローンが貸し出されている状態となっている (ネガティブ・エクイティ)。仮にボロワーが毎月の利息を過怠なく支払っていたとしても、レンダーが満期時に担保掛目 (Loan-to-Value) と貸出額を調整しようとするのは確実であり、しかも、ボロワーあるいはサービサーが担保資産を売却しようとしても、確実にローン元本を下回る価格でしか売却できない。さらには、担保評価水準が、格付け機関や金融機関を通じて当該案件以外のローンにも適用されることで、連続的なデフォルトが発生したり、

CMBS 市場全体でセカンダリー価格の下落が起きる可能性もでてくる。

米国金融市場においては、上記の例に挙げた CMBS の担保となる商業不動産ローンと、バイアウト向けのレバレッジド・ローンにおけるリファイナンス・リスクが注目を集めている。

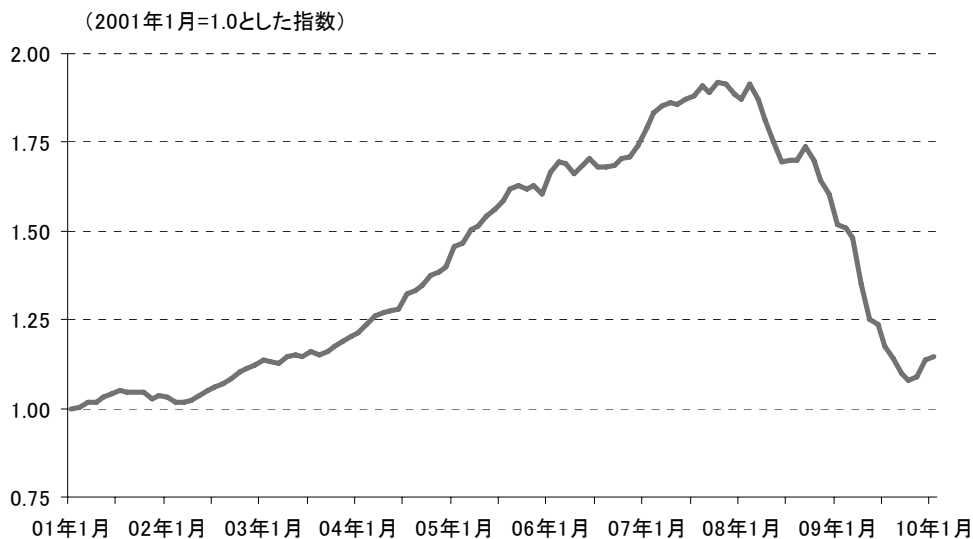
2. 5,000 億ドル規模のファンディング・ギャップ

米国商業不動産ローンのリファイナンス問題について、状況を確認していく。まず、ムーディーズ REAL 指数でみた全米平均の商業不動産価格については、2007 年 10 月のピークから 2009 年 10 月までに 43.7% 下落した後、直近 3 ヶ月は若干の回復を示している（図表 1）。また、ネットでみた商業不動産担保ローン（集合賃貸住宅向けを含む）の貸出は、2003 年以降、特に 2005～07 年の 3 年間にトレンドを大きく上回って増加していることがわかる（図表 2）。

2000 年代半ばのブーム期に貸出された商業不動産ローンが、満期時にリファイナンス問題に直面するとした場合、[当初貸出額] - [リファイナンス時貸出額（貸出可能額）] を、潜在的なクレジット不足額ということで「ファンディング・ギャップ」と表現することができよう。リファイナンス時の貸出可能額は、[リファイナンス時不動産評価額] × [LTV] で推計できるが、調整期には不動産評価額と LTV 水準の双方が下落するため、ファンディング・ギャップは相当に大きくなる。

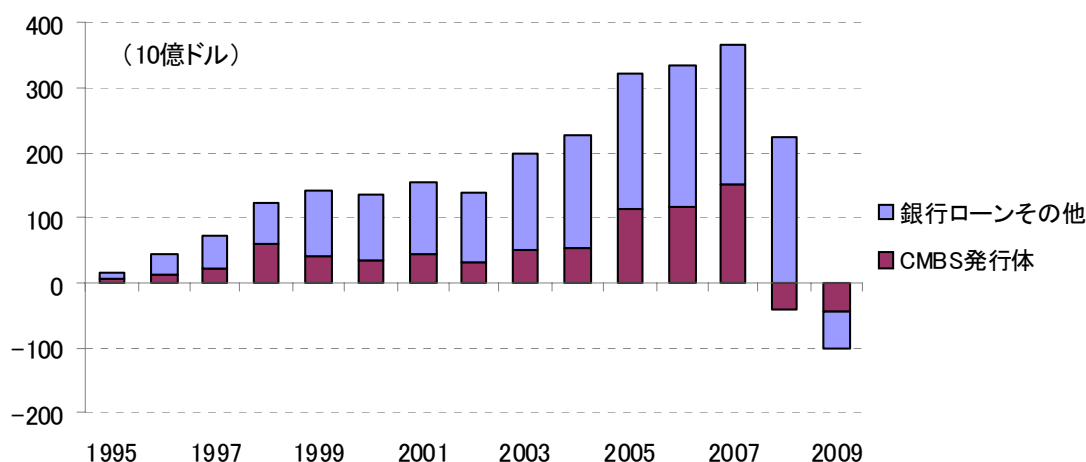
ここでは、便宜的に不動産評価額の下落率を 30% と 40% の 2 ケース、LTV についても 75% から 65% に低下するケースと 75% から 60% に低下するケースの 2 通りを想定する。図表 3 のように、米国の商業不動産ローンのブーム期を 2005～07 年の 3 年間と見た場合

図表 1 ムーディーズ/REAL 商業不動産価格指数の推移



(出所) ムーディーズ資料より野村資本市場研究所作成

図表 2 米国商業不動産担保ローンの貸出（ネット）の推移



(出所) FRB 資料より野村資本市場研究所作成

図表 3 米国商業不動産担保ローンにおけるファンディング・ギャップ推計

(単位: 10億ドル)

	2005-07年		2004-07年	
	合計	合計		
商業不動産担保ローン貸出額(ネット)	1,022.6	1,247.9	(a)	
貸出時LTV 75%				
担保不動産評価額合計	1,363.5	1,663.9	(b) = (a)/75%	
リファイナンス時合計 価格低下 30%	954.4	1,164.7	(c1) = (b)*0.7	
担保不動産評価額 40%	818.1	998.3	(c2) = (b)*0.6	
【標準シナリオ】				
リファイナンス時 LTV 65%	620.4	757.1	(d1) = (c1)*65%	
貸出可能額	531.8	648.9	(d2) = (c2)*65%	
ファンディング・ギャップ 価格低下30%	402.2	490.8	(a)-(d1)	
価格低下40%	490.8	599.0	(a)-(d2)	
【悲観シナリオ】				
リファイナンス時 LTV 60%	572.7	698.8	(d3) = (c1)*60%	
貸出可能額	490.8	599.0	(d4) = (c2)*60%	
ファンディング・ギャップ 価格低下30%	449.9	549.1	(a)-(d3)	
価格低下40%	531.8	648.9	(a)-(d4)	

(注) 「商業不動産担保ローン貸出額（ネット）」は Commercial Mortgage と Multifamily Residential Mortgage の合計。LTV は Loan-to-Value (担保掛目) の意。

(出所) FRB 資料などより野村資本市場研究所作成

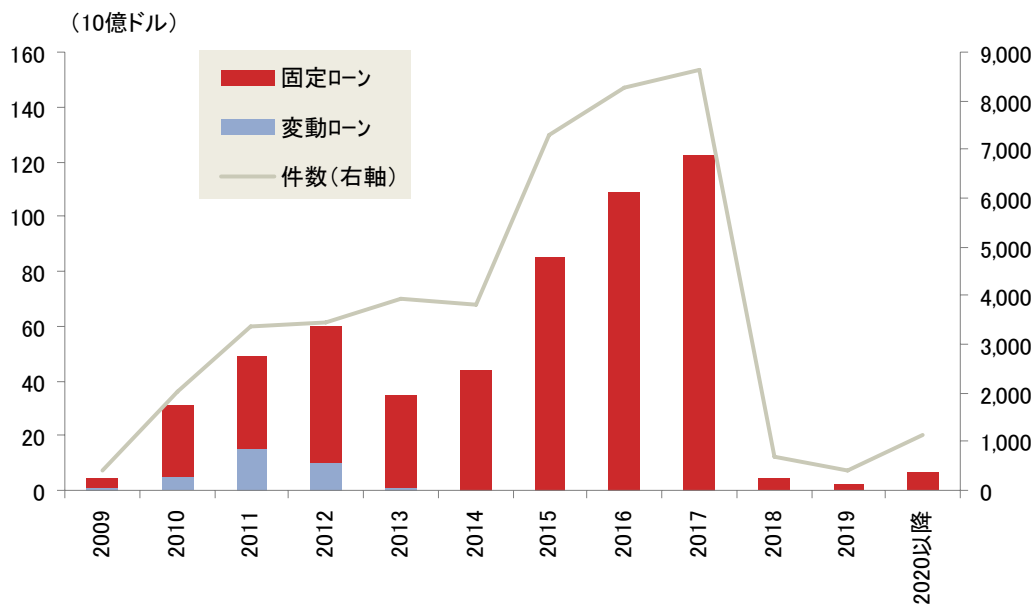
には約 4,022～5,318 億ドル、2004 年以降の 4 年間と見ると約 4,908～6,489 億ドルものファンディング・ギャップが推計される¹。

3. CMBS の満期スケジュール

商業不動産ローンのリファイナンス問題は、CMBS の満期集中に伴って顕在化するとの見方が多い。①ローンの条件や担保・不動産評価に関する情報が比較的広く開示されているため、連鎖反応が起きやすいこと、②CMBS の担保となっているローンの金額ロットが、銀行がバランス・シートに抱えている商業不動産担保ローンに比べて大きく、保険会社などの機関投資家にも影響があることなどが懸念の背景といえる。

満期スケジュールでみると、米国の CMBS の場合、10 年債を中心に長期の債券が多いため、CMBS ローンの借り換え需要はピークの 2007 年の 10 年後にあたる 2017 年にピークがやってくる（図表 4）。当面の懸念は 2010 年から 2012 年にかけて（3 年間で 1,398 億ドルが償還予定）であり、その後 2015～17 年には、さらに大きなピーク（3 年間で 3,158 億ドルが償還予定）が出現する。一方、米国における CMBS の発行市場は、2008 年第 2 四半期以降、事実上機能停止状態にあり、FRB による TALF（ターム物 ABS 貸出ファシリティ）など支援策の導入もあったものの、需給ギャップは深刻と考えられる（図表 5）。

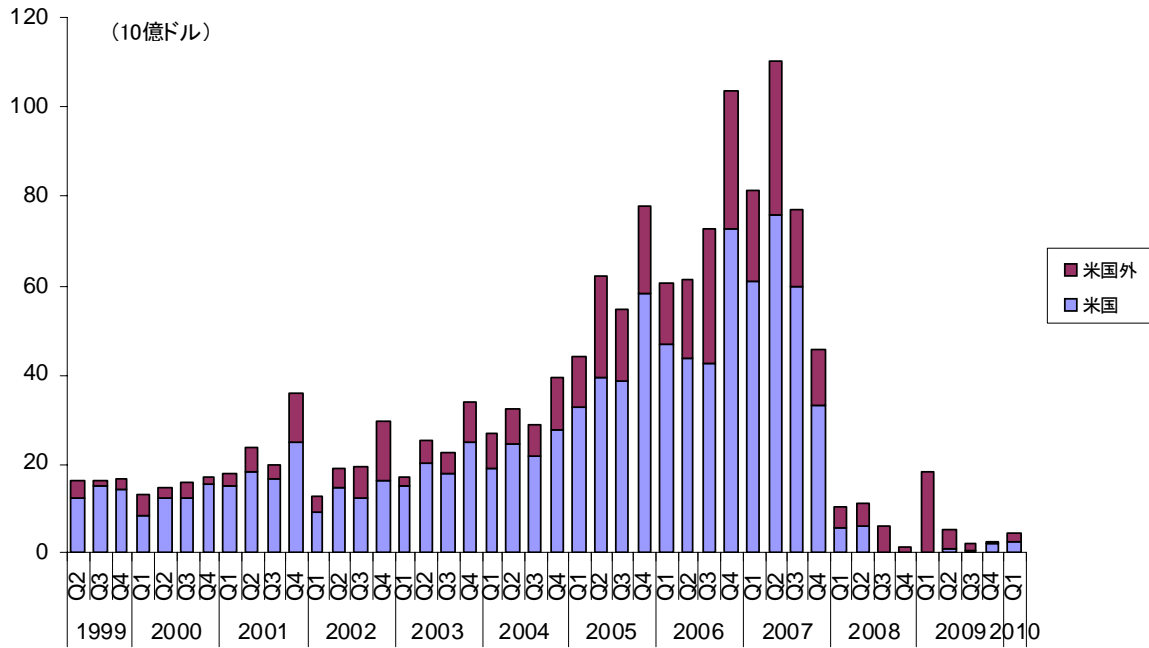
図表 4 米国 CMBS ローンの満期スケジュール



(出所) S&P 資料より野村証券金融市場調査部作成

¹ “Life After Debt: Coming to Grips with the Funding Gap”, Prudential Real Estate Investors Research, September 2009 は、商業不動産ローン・CMBS のファンディング・ギャップは建設・開発ローンの分も含めると 6,100～8,250 億ドルに達すると推計している。

図表 5 グローバル CMBS 発行額の推移



(注) 2010年第1四半期データは2月まで。

(出所) Commercial Mortgage Alert, CRE Finance Council 資料より野村資本市場研究所作成

このように、目前の借り換えすら困難が予想される事態にも関わらず、CMBS 市場が現実に金融市場の混乱のトリガーになっているという状況は観察されていない。これは、CMBS を保有する投資家・投資銀行が、セカンダリー価格を参照する形で、すでに保有・在庫 CMBS の減損 (Write-down) を相当規模で進めてしまったことによるものと思われる。CMBS のセカンダリー価格の主な参考指標のひとつであるスワップ・スプレッド (スワップ金利と同年限の国債利回りとの格差) の推移を見ると、2009 年 7 月以降はかなり安定化しており、CMBS の評価損を大量に計上しなければならなくなった大手金融機関もあまりないようである。今後も安心できる状況とは言えないものの、CMBS のセカンダリー市場での評価が、2008 年夏からの 1 年弱の短期間に、キャッシュフローから算出できる理論上の評価額を大きく下回る水準まで下落してしまったことで、危機の発生のタイミングが変わってしまったと言えるのかも知れない (図表 6) ²。

² CMBS 市場のセカンダリー価格の急落と投資銀行の評価損に関しては、関雄太「CMBS 市場の崩壊とシティグループ救済策の効果」『資本市場クォーターリー』2009 年冬号を参照。

図表 6 CMBS のスワップ・スプレッド推移 (10 年物トリプル A : 週次)



(出所) Commercial Mortgage Alert より野村資本市場研究所作成

4. 商業銀行の不動産担保ローンとワークアウトに関するポリシー・ステートメント

一方で、こうした厳しい状況の中、量的には CMBS ローンよりも大きい、銀行バランス・シート上の商業不動産ローンのリファイナンスは問題とならないのだろうか。今のところ、銀行ローンもシステミックな問題には発展していないようだが、その背景には下記のような要因が考えられる。

第一に、米銀の中で、中小規模の銀行の方が商業不動産ローンへの比重が高く、銀行の急激な財政悪化や破綻の問題が、大規模な銀行に波及せずにとどまっていることである。図表 7 は、TARP の運営を監督する目的で設置された特別パネル (Congressional Oversight Panel) の 2010 年 2 月の月次レポートの中で示されたものだが、商業不動産ローンのエクスポージャーを見ると、総資産 100 億ドル超の大手行 (ティア 1 資本に対して約 110%) と、同 1~100 億ドルの中小行 (同じくティア 1 資本に対して約 340%) の間に大きな差があることがわかる³。中小行が抱えている商業不動産ローンは、大手行の保有するローンや CMBS の担保となっているローンと比べてロットが小さく、全米レベルのショックにつながる大型案件や大規模な不動産会社・REIT のデフォルトとはやや異質な貸付である可能性が高い。2008 年に破綻した銀行の平均的な資産規模は、1 行当たり 10 億ドル強程度であったが、ほとんどの破綻が、商業不動産ローンあるいは建設・開発ローンの焦げ

³ Congressional Oversight Panel "Commercial Real Estate Losses and the Risk to Financial Stability", February Oversight Report, 02/10/2010 (<http://cop.senate.gov/documents/cop-021110-report.pdf>). Congressional Oversight Panel とは、金融安定化法制定の際に連邦議会が設置した専門家委員会 (委員長はエリザベス・ウォーレン ハーバード大学教授) で、金融市場と規制システムの現状分析を目的としている。

図表 7 米銀の商業不動産、CMBS へのエクスポージャー（2009年9月末時点）

商業銀行 (資産規模別)	資産合計	商業不動産(GRE) ホールローン エクスポージャー	CMBS エクスポージャー	ティア1 リスク 資本	(単位:10億ドル、%)	
					GREホール ローン対 ティア1資本	CMBSエク スポージャー対 ティア1資本
100億ドル超 (85行)	9,460.3	842.8	47.3	749.3	112.5%	6.3%
10-100億ドル (440行)	1,158.9	364.5	1.9	104.9	347.5%	1.9%
1-10億ドル (3798行)	1,104.2	353.7	0.7	102.5	344.9%	0.7%
1億ドル未満 (2588行)	142.9	27.0	0.1	16.3	165.2%	0.4%

(出所) FDIC 統計を基に Congressional Oversight Panel 作成

付きによるものと見られている。

第二に、統計などがなく定量的に計測することは難しいものの、条件変更 (Amendment, Modification) や満期延長 (Extension) などによって、デフォルトが回避されているローンや、レンダーに差押えられたものの、売却も再開発もされずに「放置」された状態にある不動産 (Foreclosed Assets, Real Estate Owned) が多いことである。資本構成のリストラやワークアウト (Workout) もかなり増えていると推測される⁴。

第三に、銀行監督当局が、金融機関に対して上記のワークアウトを積極的に促すと同時に、検査において、担保不動産の鑑定あるいは市場評価を債権分類上の最優先事項としない方向性を打ち出してきたことである。

2009年10月30日にFRB、FDIC、OCCを含む米銀監督当局が共同で策定・公表した「プルーデントな商業不動産ローンのワークアウトに関するポリシー・ステートメント」はこうした方向性を明確にしたものと考えられる⁵。これは、商業不動産ローンに関する検査上の指針で、①ローンのワークアウト時に元利払い・キャッシュフローを最優先し、担保価値はその次に優先すべきであること、②担保価値の評価については、市場の動向を反映するが、鑑定の時期や手法にはさまざまな考え方があつたことを考慮すべきこと、③担保価値が下落しているだけの理由で不良債権に区分しないことなどを示した。

また、2009年11月2日に下院監視・政府改革委員会の公聴会で証言したFRBのグリーンリー銀行監督局次長は、①金融危機の発生以来、信用力のある借り手に対しては貸出を継続するよう銀行に呼びかけてきたこと、②監督当局が不動産の鑑定・評価ガイドライン (Interagency Appraisal and Evaluation Guidelines) を改定中であること、③鑑定は不動産の「現状」とリーズナブルな「仮定」のバランスをとって行うべきであることなどを示唆した⁶。不動産鑑定・評価ガイドラインは、本稿執筆時点で未公表だが、10月の指針以降、商業不動産ローンの不良債権区分や鑑定評価に関しては、柔軟に対応するという監督当局

⁴ 脚注 3 資料など参照。ワークアウトには、デフォルト前に実施されるケース、デフォルト後に実施されるケースの両方がある。

⁵ <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/srletters/2009/sr0907a1.pdf>

⁶ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/greenlee20091102a.htm#f3>

の姿勢は、すでに明確になっていると考えられよう。

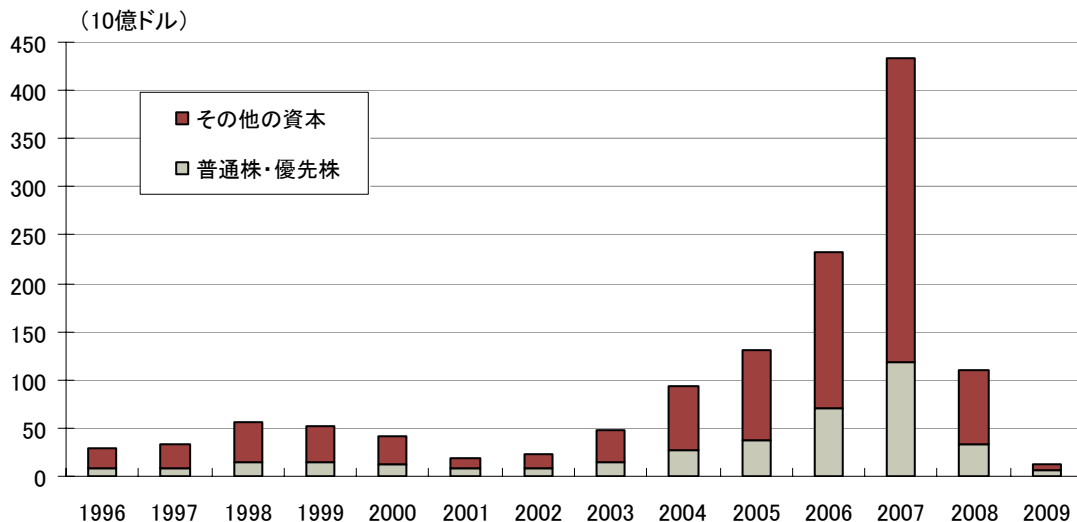
こうした米銀監督当局の方向性に対しては、一律的な評価を強制することによる悪循環・混乱を避け、クレジット市場の維持・安定化に資するという評価がある一方で、問題の実態を覆い隠す可能性がある、レンダー・ボロワーが担保不動産の売却を先送ることができるため問題の解決が長引いてしまうという批判もある。いずれにせよ、米銀にとって依然として商業不動産ローン問題が大きな不安材料になっていることは認識しなければならないだろう。

5. 2014年問題を抱えるバイアウト向けデット・ファイナンス

もうひとつのリファイナンス問題であるレバレッジド・バイアウト（LBO）については、商業不動産ローンほど、差し迫った懸念として指摘されることは少ない。これは、LBOのブームが住宅・商業不動産に比べるとやや短期間のものにとどまっていたことが影響していると思われる（図表 8）。しかし、2007 年前後に集中した大型 LBO 案件が、リファイナンス時にクレジット市場の収縮と企業価値の低減によって、困難な状況に直面することは間違いない。LBO の主要なファイナンス手段であるレバレッジド・ローンは、平均で 7 年程度の満期を有するといわれている。したがって、2007 年の 7 年後にあたる 2014 年が、LBO 関連のリファイナンス・リスクが最も深刻になる年と考えられる（図表 9）。また、格付け機関フィッチの調査によれば、ハイイールド債の満期スケジュールは 2014～16 年に集中している。

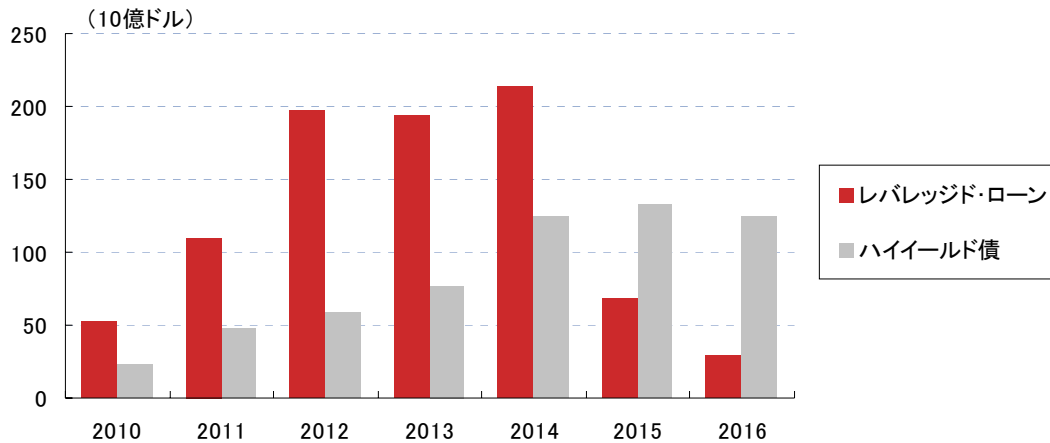
2010 年 3 月 22 日にレバレッジド・ローンのリファイナンス問題に関するレポートを公表したフィッチは、2010-14 年の 5 年間のレバレッジド・ローンとハイイールド債の新規発

図表 8 米国レバレッジド・バイアウト：案件価額と資本調達源（年次）



(出所) S&P 資料より野村資本市場研究所作成

図表9 レバレッジド・ローンとハイイールド債の満期スケジュール



(出所) フィッチ資料より野村資本市場研究所作成

行を予測し、需給の差分となる約 4,250 億ドルがこの市場のファンディング・ギャップと推計した⁷。その一方で、フィッチは、ローンの条件変更 (Amend and Extend Agreements) の広がり、CLO (Collateralized Loan Obligation: シンジケート・ローン市場での資産運用を目的にしたビークル) やシンジケート市場に依存しないアセット・ベース・レンダーの復活などの要因が、ギャップを吸収するため、レバレッジド・ローンのリファイナンス問題は、それほど深刻化しない可能性もあると指摘した。

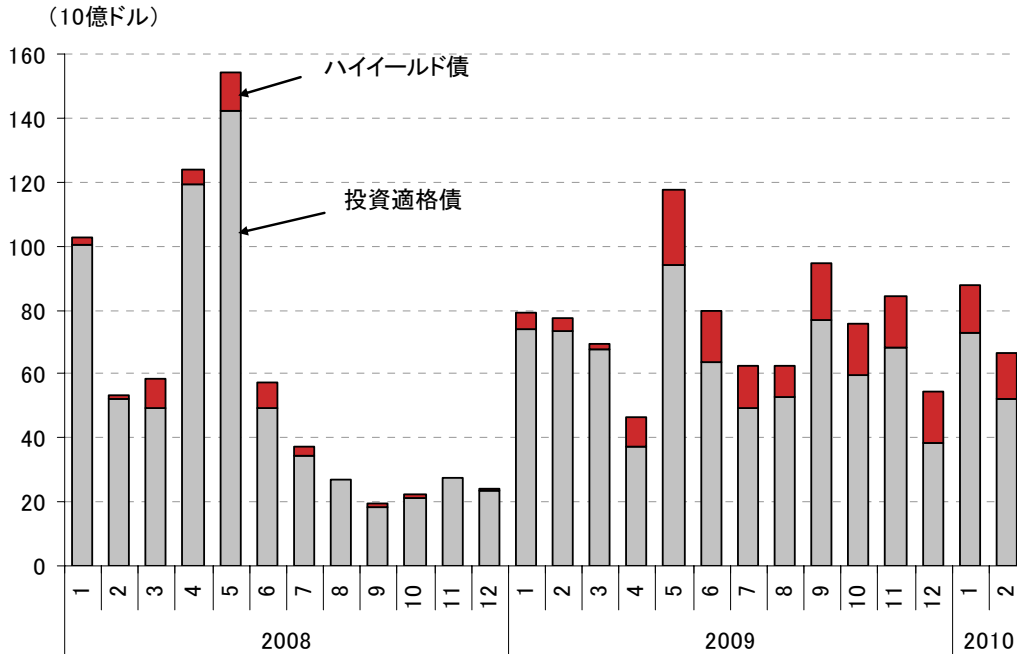
レバレッジド・ローンのリファイナンス・リスクを深刻としない意見の背景には、第一に、2000 年代の LBO 案件に財務制限条項 (コベナンツ) を緩和もしくは一部削除したコベナント・ライト・ローン (Covenant-lite Loans) が広く用いられるようになり、大型デフォルトの突発的な発生が避けられていることがある。第二に、CMBS と同様に、金融機関レベルで評価損の計上が一巡していることがあげられる⁸。第三に、2009 年後半にハイイールド債発行が活発化し (2009 年の年間米国ハイイールド債発行額は 1,478 億ドルで史上最高となった)、ローンを債券でリファイナンスする可能性が高まるなど、クレジット収縮が延々と続くという不安が緩和されていることが指摘できよう (図表 10)。

このように、商業不動産・LBO については、突発的な混乱の発生は避けられている状況だが、今後も証券化市場の機能停止が続くならば、大量のリファイナンス需要を資本市場・銀行貸出が消化することは依然として厳しいだろう。また、バリュエーションの低迷が続く可能性や、経済環境・景況の回復が腰折れするリスクにも留意しなければならない。現在、先進各国では金融規制改革や金融機関の資本・流動性規制強化に関する議論が活発化しているが、新たな金融危機・混乱の発生を避けるため、リファイナンス・リスクの顕

⁷ Fitch Ratings “Bridging the Refinancing Cliff” Leveraged Finance U.S. Special Report, 3/22/2010

⁸ レバレッジド・ローンの評価損発生については、脚注 2 論文及び関雄太「サブプライム問題の克服に挑む米国資本市場」『資本市場クォーターリー』2008 年春号などを参照。

図表 10 米国社債市場：新規発行の推移（月次）



(出所) SIFMA (証券業・金融市場協会) 資料より野村資本市場研究所作成

在化や伝播を防ぐ方策にも配慮しながら、新たな金融システムの姿を探ることが望ましいであろう。

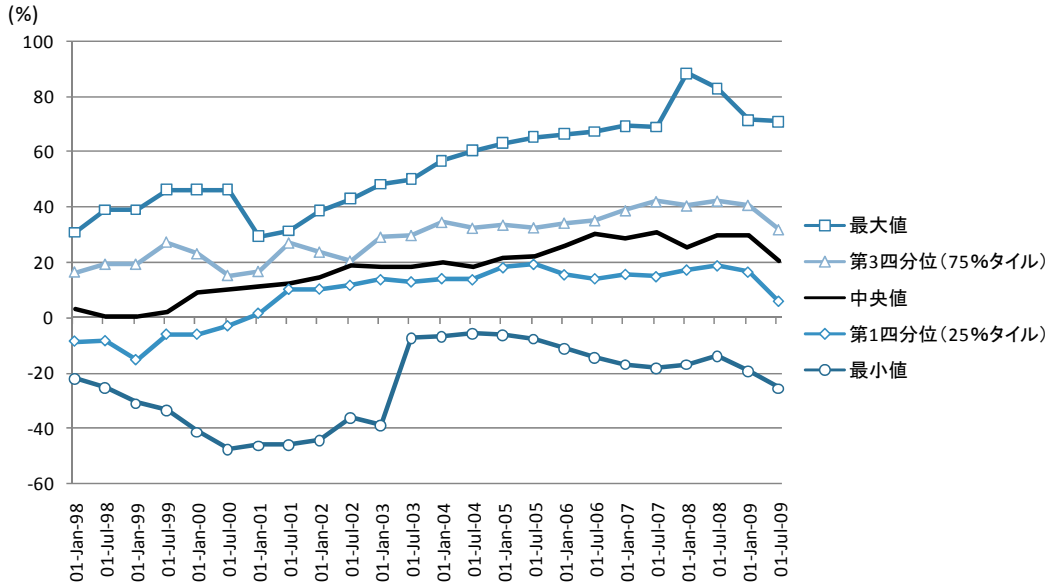
III 欧州における銀行のリファイナンス問題

1. 2011年までに市場調達2兆ドルが満期を迎える

金融市場が安定化し、経済も徐々に回復への道筋が見えつつある中、欧州の金融当局や政府の間には金融危機時に導入した非伝統的な流動性供給の仕組みを見直すなど、エグジットを探る動きも出てきている。その一方で、金融市場には、金融機関のリファイナンスに対する警戒も広がっている。欧州の金融機関はクレジット・バブル期に急速にバランス・シートを拡大させたが、この多くを預金ではなく市場からの調達で賄ってきた。

貸出と預金の差であるファンディング・ギャップはクレジット・バブル期に拡大し、英国やフランスでは平均で貸出の30%、ドイツやスペイン、イタリアでは40%に達している(図表11、12参照)。

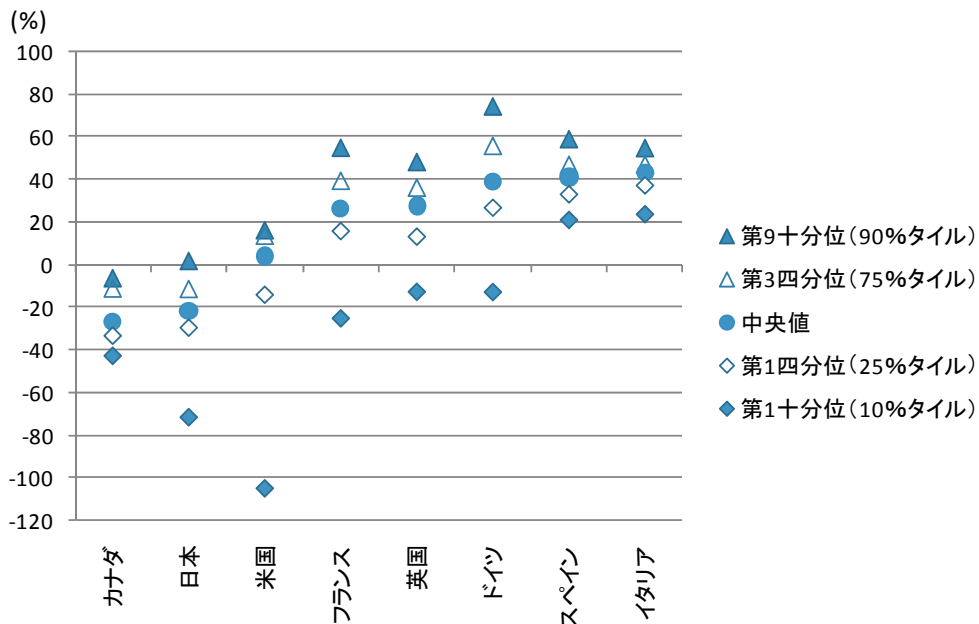
図表 11 英国主要銀行のファンディング・ギャップの推移



(注) ファンディング・ギャップ = (非金融機関向けローン - 非金融機関からの預金) ÷ 非金融機関向けのローンで計算。

(出所) イングランド銀行

図表 12 ファンディング・ギャップの国際比較



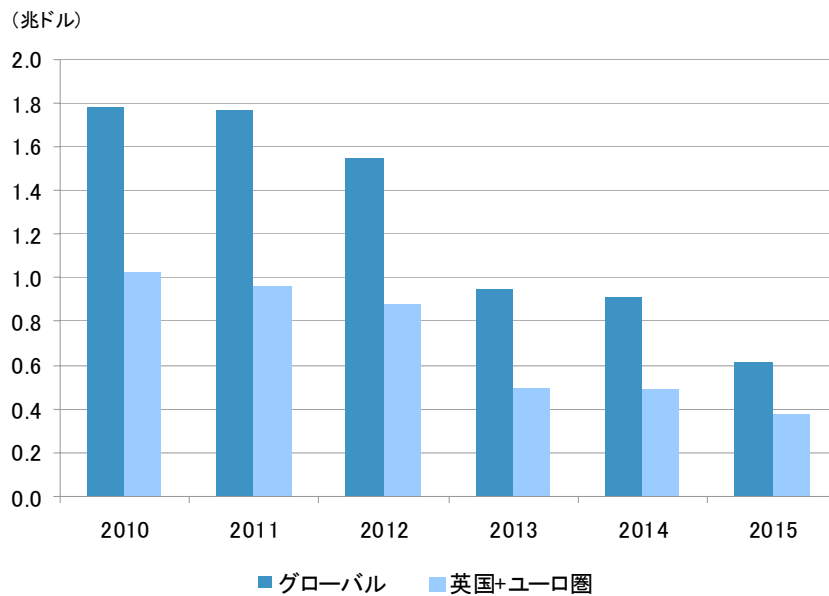
(注) ファンディング・ギャップ = (非金融機関向けローン - 非金融機関からの預金) ÷ 非金融機関向けのローンで計算。各地域の主要銀行 (最大 20 社) の 2008 年 12 月末の値。

(出所) イングランド銀行

格付機関のムーディーズが 2009 年 11 月にまとめた数値によれば、英国及びユーロ圏の銀行が市場から調達した資金のうち 2015 年までに満期を迎えるのは合計で 4.2 兆ドルに上る予定である⁹。2010 年と 2011 年ではそれぞれ 1 兆ドル、合計で 2 兆ドルが満期を迎える。ちなみに、ムーディーズの数字には譲渡性預金（CD）などの短期の商品も含まれている（図表 13 参照）。

長期債務だけの数値については、欧州中央銀行（以下、ECB）やイングランド銀行（以下、BOE）が 12 月に発表した金融安定に関する報告の中で、主要行の合計について触れている¹⁰。これを見ると、ECB の発表では、ユーロ圏の大手銀行の合計は 2015 年までに約 1.2 兆ユーロ、2010 年と 2011 年の合計で約 6,000 億ユーロの長期債務が満期を迎えるとなっている。一方、BOE の発表では、英国の主要な金融機関の合計は 2014 年までに 5,000 億ポンド強、2010 年と 2011 年の合計で 3,000 億ポンド弱の債券が満期を迎えるとなっている。つまり、大雑把に計算すると、英国とユーロ圏で 2014～15 年までに約 2.4 兆ドル、2010 年と 2011 年の 2 年間で約 1.3 兆ドルの長期債務が満期を迎えるということとなる¹¹。

図表 13 銀行の市場調達の満期構成



(注) 銀行、その他信用機関の市場調達のうちムーディーズが格付を付しているものが対象。劣後債務を含む。証券化商品は除く。

(出所) ムーディーズ

⁹ 銀行及びその信用機関の市場調達。ムーディーズが格付を付している債務の合計で劣後債務も含む。証券化商品は含まない。

¹⁰ “Financial Stability Review December 2009,” European Central Bank.
<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200912en.pdf?95866f2459f72585dd3cc84ac54d4e75>
 “Financial Stability Report December 2009,” Bank of England.
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2009/fsrfull0912.pdf>

¹¹ 本稿では、2010年3月11日時点の為替レート、1ユーロ=1.3677ドル、1ポンド=1.5059ドルを利用。

2. 金融危機時の政府、当局への依存

欧州では金融危機の発生によって資金調達市場は麻痺状態に陥り、特に 2008 年から 2009 年にかけては、銀行が市場から資金を調達することは著しく困難となった。しかし、その間も過去に調達した債務は順に満期を迎えるため、バランス・シートを圧縮できない銀行は、再度どこかから調達することが必要であった。

最終的には、「最後の貸し手」である中央銀行と政府が、銀行の連鎖倒産によるシステムミック・リスクを防ぐため、銀行の資金繰りをサポートした。中央銀行は市場オペレーションの期間や担保要件を緩和し、さらに銀行が保有する資産を買い取ることによって流動性を供給している。また各国政府は、2008 年 9 月のリーマン・ショック以降、相次いで銀行債務を保証する制度を導入し、銀行の資金調達を助けた（図表 14 参照）。中央銀行の流動性供給と政府保証を利用した資金調達の金額は合計で 2.2 兆ドルに達している（図表 15 参照）。

前述の数字とは対象範囲が異なるため必ずしも比較が適当ではないかもしれないが、銀行の市場調達の約半分ぐらいを現在、中央銀行と政府が支えているという状況ともいえる。これらの資金を民間からの調達で置き換えることができない状況で、仮に中央銀行や政府がエグジットを急速に進めると、銀行はバランス・シートの圧縮によって対応するしか無い状況となり、結果として景気の回復を妨げることにつながりかねない。2008 年 10 月以降に発行された政府の保証付きの債券だけを見ても、2010 年と 2011 年に満期を迎えるのは合計で約 3,800 億ドルに達し、ピークの 2012 年を加えると 7,000 億ドルが償還される（図表 16 参照）。各国政府にとっては、公共投資や減税といった直接的な景気対策の見直しに加えて、多額に積み上がった金融市場へのサポートをどのようにしてスムーズに解除していくかということが大きな課題となっている。

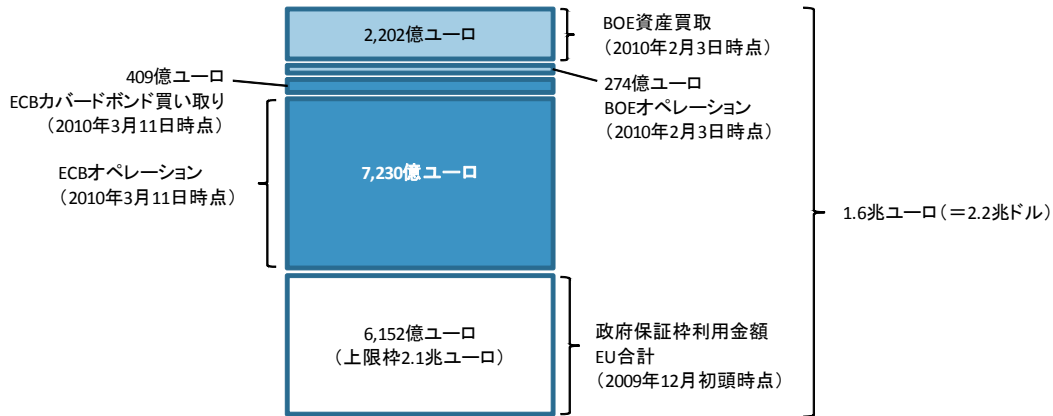
図表 14 欧州各国政府による銀行への債務保証制度

国	保証スキーム		保証 受付期限	保証期限	最長保証期間 (年)
	開始時期				
オーストリア	2008年10月20日		2009年10月31日	2011年10月31日	5
フィンランド	2008年11月11日		2009年12月31日	2014年12月31日	5
フランス	2008年10月16日		2009年12月31日	2014年12月31日	5
ドイツ	2008年10月17日		2009年12月31日	2014年12月31日	5
ギリシャ	2008年11月19日		2009年5月19日	2012年5月19日	3ヶ月～3年
アイルランド	2008年9月30日		2010年9月29日	2010年9月29日	2
イタリア	2008年10月13日		2009年12月31日	2014年12月31日	3ヶ月～5年
オランダ	2008年10月23日		2009年12月31日	2014年12月31日	5
ポルトガル	2008年10月23日		2009年12月31日	2012年12月31日	3
スペイン	2008年10月20日		2009年12月15日	2012年12月15日	3
英国	2008年10月13日		2009年10月13日	2014年4月9日	3
スウェーデン	2008年10月29日		2009年10月31日	2014年10月31日	5
デンマーク	2008年10月5日		2010年12月31日	2013年12月31日	3

(注) 銀行、その他信用機関の市場調達のうちムーディーズが格付を付しているものが対象。劣後債務を含む。証券化商品は除く。

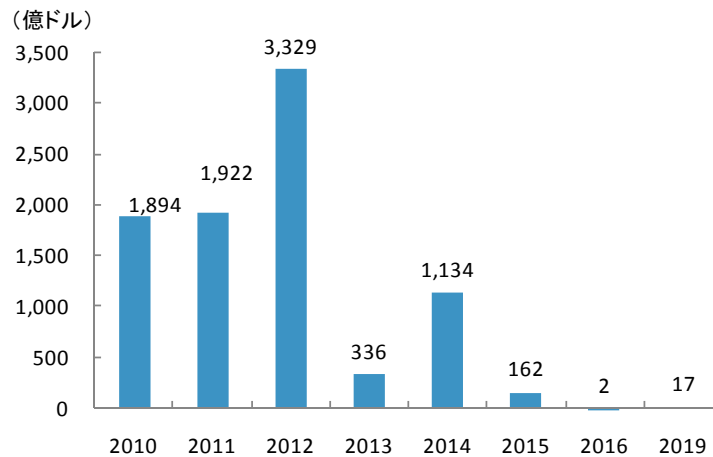
(出所) 欧州委員会、各国資料より野村資本市場研究所作成

図表 15 欧州政府、中央銀行等による銀行への資金支援の規模



(注) 政府保証枠利用金額は 2008 年 10 月以降の債券発行に対する金額。
 (出所) 欧州銀行、イングランド銀行より野村資本市場研究所作成

図表 16 政府保証付き銀行債券の満期構成



(注) 2008 年 10 月以降に EU 加盟国で発行された政府保証付き債券。
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

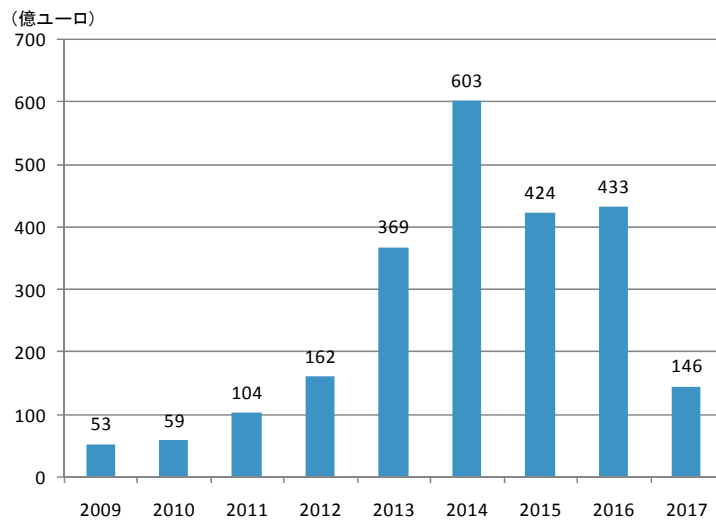
3. 長期資金調達市場の逼迫が予想される

このように今後数年間は、銀行のリファイナンスだけを見ても資本市場からの調達に大きな需要が生じる。加えて、バーゼル銀行監督委員会で現在議論されている銀行規制の強化では、より長期の資金調達を銀行に促すために、ネット安定調達比率という指標を導入することが提案されている¹²。したがって、リファイナンスと同時に、調達の中身について、満期構成をより長期化させるというニーズも今後顕在化してくる。

¹² 長期の資産をどれくらい長期の調達でファイナンス出来ているかを見る指標。詳細及びその他バーゼル銀行監督委員会が検討している銀行規制の強化については、小立敬「バーゼル委員会による新たな銀行規制強化案」『資本市場クォーターリー』2010年冬号を参照。

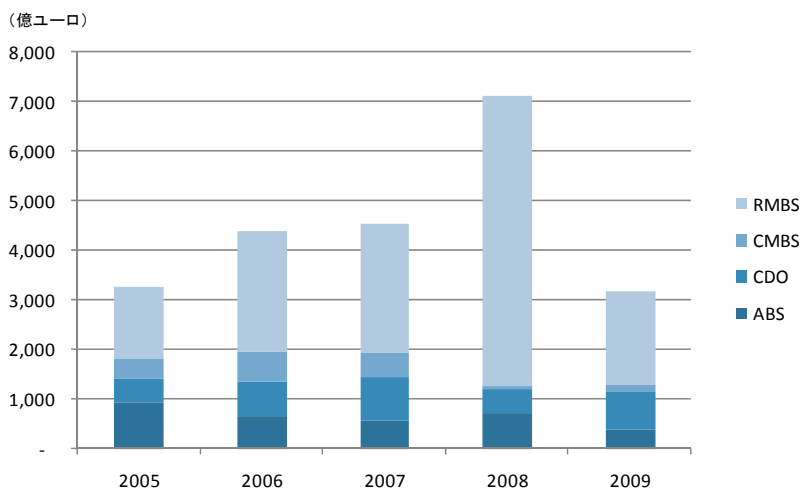
さらに、長期の資金調達市場は、景気低迷による財政の悪化を背景に、各国政府の資金調達ニーズも満たさなければならない。また、クレジット・バブル期に拡大した銀行以外の民間ファイナンスの償還も続々と控えている。2005年から2007年にかけて活発化した大型のM&Aやプライベート・エクイティの投資をファイナンスしたレバレッジド・ローンは、2014年に償還のピークを迎える（図表17参照）。証券化商品については、担保資産の内容によって満期のピークが異なるが、商業不動産ローン担保証券（CMBS）は2012年に償還のピークを迎えるという。担保不動産の価値が現在、4～5割も減価しているため、リファイナンスが難しい債務の一つであるとの見方も広がっている（図表18参照）。

図表17 欧州のレバレッジド・ローンの満期構成



(注) 2009年10月時点。
(出所) フィッチ、イングランド銀行

図表18 担保別に見た欧州の証券化商品発行額の推移



(出所) European Securitisation Forum より野村資本市場研究所作成

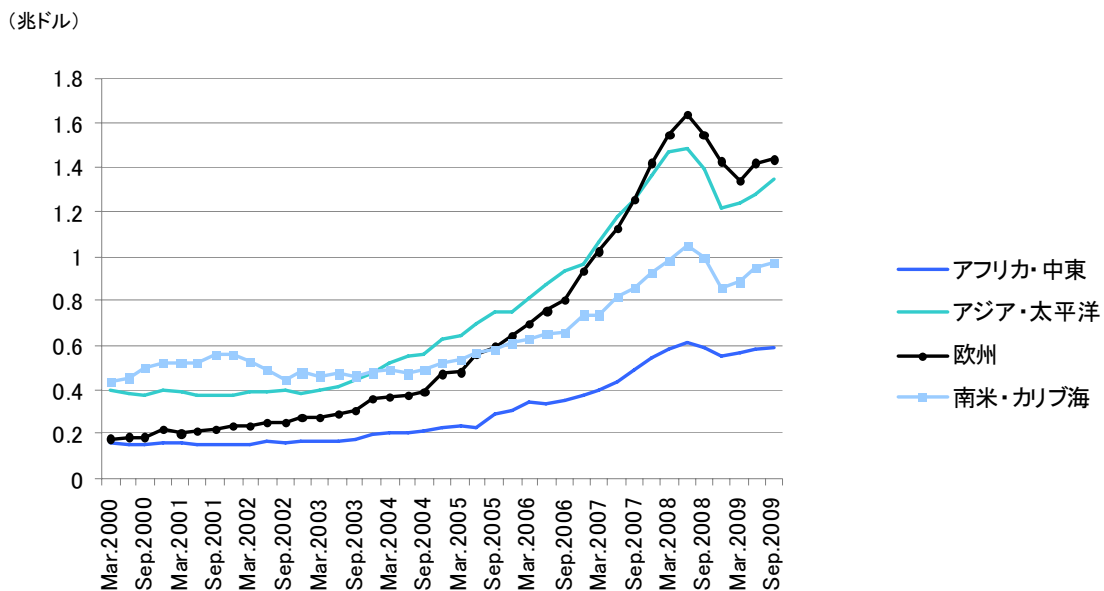
当局による今後のエグジット政策の進め方にもよるが、長期の金融市場における需給の悪化により金融機関のファイナンス・コストが上昇することで、金融機関の経営の改善が遅れることはもちろん、景気の回復にも影響がでるというシナリオも十分に考えられ得る。

4. 周辺諸国への影響

リファイナンスの解決の一つはバランス・シートの圧縮であるが、金融機関のバランス・シートは、国際的に議論されている自己資本規制の強化を目前にして、ただでさえ拡大しにくい状況にある。政府や中央銀行は、できるだけ早期の政府支援のエグジットを採る一方で、リファイナンスの問題が金融機関による貸し渋りをさらに助長し、経済回復に影響が出ることを懸念しなければならない。

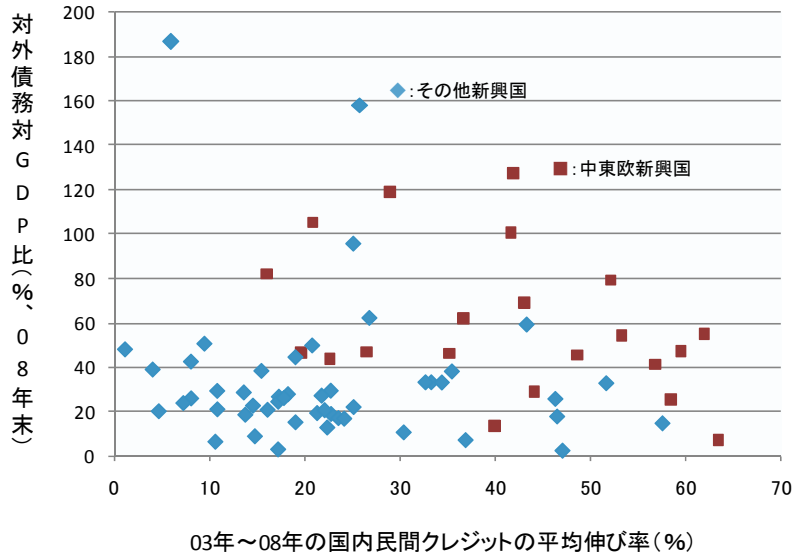
各国政府は国内の景気を最優先するため、国内向け貸出の動向に目を光らせている。その結果、クレジット・バブル期に海外に向かっていった資金が逆流するような事態も生じている。この点では、特に、世界的な新興国への資金流入が再び活発化する中で、東欧や中欧への資金の戻りが鈍いことが注目される。同地域には国内クレジットの拡大を欧州先進国からのファイナンスに依存してきた国も多く、急激な信用収縮によって経済に深刻な影響がもたらされることも懸念されよう（図表 19、20 参照）。

図表 19 新興国の対外銀行向け債務の推移



(出所) 国際決済銀行資料より野村資本市場研究所作成

図表 20 新興国における国内民間クレジットの伸びと対外債務



(出所) イングランド銀行

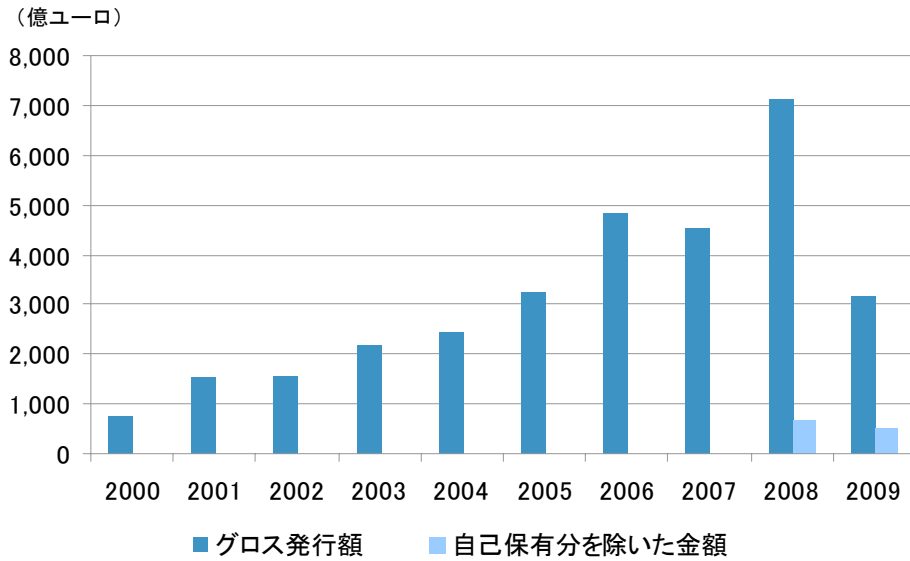
5. 証券化市場の復活が鍵に

こうした中、政府や金融当局の間には、リファイナンス問題を解決する上で、証券化市場の重要性も再認識されつつある。昨年後半以降、中央銀行や政府の要人から証券化市場の早期の再開を訴える発言も相次いでいる。欧州では金融危機以前は、毎年、2,000～4,000億ユーロの証券化商品が発行されていたが、過去2年間は、証券化市場は実質的に機能停止の状態にある。金融危機以降、発行額だけを見ると大幅な増加となっているが、そのほとんどが中央銀行からの借り入れの担保として利用するために発行されているものであり、市場で消化されているものはごく僅かである(図表21参照)。

証券化商品は今回の金融危機の原因でもあったことから、過去2年間は、もっぱら規制強化の観点による議論が中心であり、発行体、投資家の双方にとって先行きが展望しづらい状況にあった。確かにクレジット・バブル期に急拡大した証券化商品の中には、担保資産の信用や評価に問題があったり、投資家が理解できないほど仕組が複雑化していたものもある。もちろん、こうした問題に対応するために商品の透明性を確保し、市場の信頼を再構築することは必要なことである。

しかし、あまりに行き過ぎた規制強化によって、市場の再開が遅れることは、リファイナンス問題の解決を遅らせ、金融機関が政府に依存する状況から抜け出すのを困難とする。したがって、証券化市場については、2010年は、小口債権の大口化、リスクの分離や分散といった証券化が持つ基本的な経済機能を改めて評価し、社会的に有用性の高い比較的シンプルな証券化商品については、市場を早期に再開し、育成するという観点が政策上重要な課題となるものと思われる。

図表 21 欧州の証券化商品発行金額の推移



(注) 除く自己保有とは、中央銀行からの流動性供給の担保に利用するなど、証券化後に自己で保有している分を除いた数値。2009年のグロスの数字は第3四半期までの数値。

(出所) European Securitisation Forum、Thomson Reuters、International Financial Services London より野村資本市場研究所作成