

フランス・ベルギーの大手金融機関デクシアの解体

林 宏美

■ 要 約 ■

1. フランス・ベルギーの大手金融機関で、2008年の金融危機以前はパブリック・セクター向け銀行としてグローバルに展開していたデクシアが分割され、ベルギーの銀行子会社デクシア・バンク・ベルジャン（DBB）はベルギー政府によって一時的に国有化される方向性が、2011年10月9日決定された。
2. デクシアがフランス、ベルギー、ルクセンブルグの3ヶ国政府による支援を求めざるを得なくなった最大の要因は、短期資金調達に依存する構造から抜け切れないなかで、ユーロ圏のソブリン債務危機の影響を受け、流動性の問題に直面した点である。デクシアでは、イタリアを中心に公的セクター向けの信用リスク・エクスポージャーが資産の6割近くに達している。デクシアは、2008年にも流動性の問題から公的資金の注入を受けており、政府による支援は今回が2度目である。
3. DBBの一時国有化以外のデクシアの対応策は、①持株会社のデクシア SA およびその子会社であるデクシア・クレディ・ローカルが発行する債券等に対する政府保証の付与、②仏公的金融機関 CDC や郵便貯金銀行への国内地方自治体向けファイナンス業務の売却、③ルクセンブルグ法人のデクシア BIL やトルコのデニズバンクなどの売却に向けた動きの3点が挙げられる。
4. デクシアが解体の道を進む事態には、今回のソブリン危機の深刻さを改めて認識させられる。従来低リスクとして評価されていた公的セクターのエクスポージャーが大きい点は、一転してリスク要因として捉えられる状況にある。今後も欧州の銀行危機が浮上すれば、関係国のソブリン危機をさらに助長することにつながりかねない。欧州の規制当局は、難しい舵取りを迫られることになろう。

I. 2度目の政府支援に頼らざるを得なくなったデクシア

1. ホールセール市場での短期資金調達に依存した構造

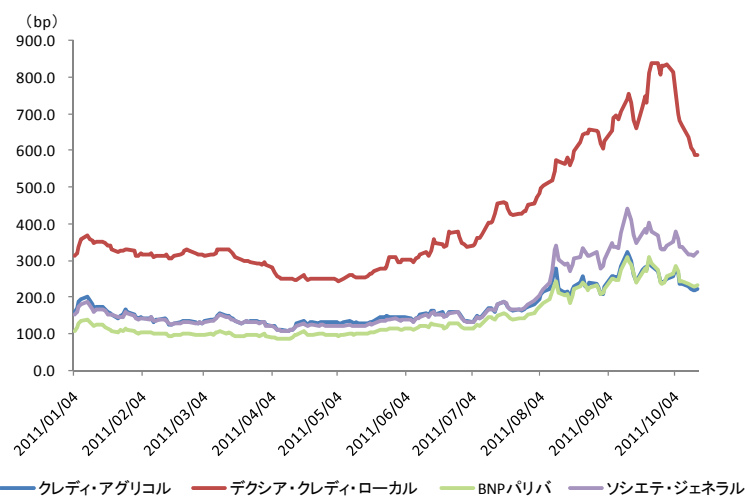
フランス・ベルギーの大手金融機関で、2008年の金融危機以前はパブリック・セクター向け専門銀行として、グローバルに展開していたデクシア¹が分割され、一部はベルギー政府のもとで一時的に国有化される方向性が、2011年10月9日決定した。

デクシアがフランス、ベルギー、ルクセンブルグの3ヶ国政府による支援を求めざるを得なくなった最大の要因は、ホールセール市場からの短期資金調達に依存する構造から抜け切れない中で、ギリシャをはじめとしたユーロ圏のソブリン債務危機の影響を受け、こうした国債を多く保有するデクシアが、2008年の金融危機に続いてまたもや流動性の問題に直面した点を指摘できる。

デクシアのフランス法人であるデクシア・クレディ・ローカル (DCL) の5年物 CDS スプレッドを、2011年1月以降の期間について、フランスの大手金融機関3行の数字と比較すると、DCLは一貫して最も高い水準を示していた (図表1)。とりわけ、7月半ば以降には400bpを上回る水準まで拡大するなど、投資家のDCLに対する信用が他の仏系大手金融機関と比して一段と揺らいでいた状況が伺われる。

実際、デクシアは、ソブリン債務危機の渦中にあるギリシャやイタリア、ポルトガルといった欧州の国々の国債ポートフォリオを多く保有している。なかでも、2010年末時点でデクシアが135億ユーロを保有するイタリア国債については、2011年9月20日にスタンダード・アンド・プアーズ (S&P) が、同10月6日にはムーディーズが3段階の格下げを

図表1 仏主要銀行における5年物 CDS スプレッドの推移



(出所) ブルムバーグを基に野村資本市場研究所作成

¹ 2008年金融危機以前のデクシアの業容について詳細は、林宏美「自治体向けファイナンス業務をグローバルに展開するデクシア」『資本市場クォーターリー』2007年春号参照。

図表 2 デクシアが有する国債ポートフォリオ (2010年12月末)

国名	全体	銀行勘定	保険勘定	トレーディング勘定
ギリシャ	4,266	3,437	828	1
アイルランド	326	0	326	0
イタリア	13,502	12,354	1,143	5
ポルトガル	2,162	1,927	235	0
スペイン	1,702	1,373	314	15
合計	21,958	19,091	2,846	21

(注) 単位：100万ユーロ。

(出所) デクシア年次報告書を基に野村資本市場研究所作成

実施する決定を相次いで行ったほか、フィッチも10月7日に同国債の格付を1段階引き下げていた。デクシアは、この他にも、ギリシャ(42.66億ユーロ)、ポルトガル(21.62億ユーロ)といった国々の国債を保有していることから、市場での信認が低下し、流動性の確保が困難になった(図表2)。

ちなみに、欧州銀行監督機構(EBA)が2011年7月15日に公表したストレス・テストの結果を見ると、デクシアは、悪化シナリオ下における中核的自己資本²比率が10.38%(2012年予測値)となり、対象とされた欧州の金融機関90行中上位12位に位置づけられていた。EBAは、中核的自己資本³比率が5%を上回れば、財務基盤の安全性に問題がないとしており、この観点では、デクシアは最も安全な銀行の一つとされていた。もっとも、ストレス・テストの開示情報に含まれていたソブリン向けエクスポージャー(ネット・ベース、対中核的自己資本)を見ると、デクシアは、他の欧州金融機関と比較して相対的に高い状況にある。具体的には、デクシアは、イタリアのエクスポージャー(同)、ギリシャのエクスポージャー(同)で見ると、それぞれ88%(8位)、20%(10位)で相対的に大きいエクスポージャーを有していることが明らかになった(図表3)。ストレス・テストの結果が公表された時期は、折しもデクシアの5年物CDSスプレッドが拡大した時期と同じである点に鑑みるに、市場参加者が、デクシアの抱えるリスクが高いとの判断をしていた可能性もあり得る。

2008年のバイルアウト後に登用されたデクシアの新経営陣は、短期調達必要資金を2,600億ユーロから1,000億ユーロ弱に減少させてはいた。しかしながら、ユーロ圏のソブリン債務危機が発生すると、短期資金調達が依然として厳しい状況が改めて浮き彫りとなった。2010年末においても、デクシアでは、長期債務が総資産に占める割合は21.6%にとどまっている(図表4)。

こうしたなかで、格付機関のS&Pが、2011年10月6日、デクシア・グループによるホールセール市場からの資金調達の確保が困難である点、担保の確保が困難である点を指摘し、デクシア・グループの中核3銀行、すなわち、デクシア・クレディ・ローカル、デク

² ここでは、EBAがストレス・テストを実施する目的のために定義したコア・ティアI資本を指す。

³ 脚注2と同じ。

シア・バンク・ベルジャン、デクシア BIL とともに、A-から A-2 へ1段階引き下げた。デクシアは、格下げの動きが公表されたことで、短期資金の流動性確保が一段と困難になったと見られる。

図表3 デクシアにおけるソブリン向けエクスポージャーの位置づけ

(イタリア)			(ギリシア)		
銀行名	国	エクスポージャー	銀行名	国	エクスポージャー
1 BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.p.A	IT	508%	1 AGRICULTURAL BANK OF GREECE S.A. (ATEbank)	GR	991%
2 INTESA SANPAOLO S.p.A	IT	220%	2 TT HELLENIC POSTBANK S.A.	GR	434%
3 BANGO POPOLARE - S.C.	IT	215%	3 PIRAEUS BANK GROUP	GR	267%
4 UNIONE DI BANCHE ITALIANE SCPA (UBI BANCA)	IT	154%	4 EFG EUROBANK ERGASIAS S.A.	GR	203%
5 BANQUE ET CAISSE D'EPARGNE DE L'ETAT	LU	154%	5 MARFIN POPULAR BANK PUBLIC CO LTD	CY	169%
6 UNICREDIT S.p.A	IT	133%	6 NATIONAL BANK OF GREECE	GR	158%
7 Hypo Real Estate Holding AG, München	DE	129%	7 BANK OF CYPRUS PUBLIC CO LTD	CY	113%
8 DEXIA	BE	88%	8 ALPHA BANK	GR	104%
9 WGZ BANK AG Westdt. Geno. Zentralbk, Ddf	DE	74%	9 BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, SA (BCP OR MILLENNIUM BCP)	PT	21%
10 KBC BANK	BE	48%	10 DEXIA	BE	20%
11 Norddeutsche Landesbank -GZ	DE	47%	11 WGZ BANK AG Westdt. Geno. Zentralbk, Ddf	DE	17%
12 Banco BPI SA	PT	46%	12 Banco BPI SA	PT	15%
13 BNP PARIBAS	FR	44%	13 COMMERZBANK AG	DE	11%
14 SNS BANK NV	NL	43%	14 DZ BANK AG Dt. Zentral-Genossenschaftsbank	DE	10%
15 COMMERZBANK AG	DE	38%	15 SOCIETE GENERALE	FR	10%
16 DZ BANK AG Dt. Zentral-Genossenschaftsbank	DE	37%	16 BNP PARIBAS	FR	9%
17 WestLB AG, Düsseldorf	DE	26%	17 Landesbank Berlin AG	DE	9%
18 ALLIED IRISH BANKS PLC	IE	22%	18 WestLB AG, Düsseldorf	DE	8%
19 CREDIT AGRICOLE	FR	22%	19 Landesbank Baden-Württemberg	DE	8%
20 ING BANK NV	NL	18%	20 ESPÍRITO SANTO FINANCIAL GROUP, SA (ESFG)	PT	7%

(ポルトガル)		
銀行名	国	エクスポージャー
1 Banco BPI, SA	PT	183%
2 BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, SA (BCP OR MILLENNIUM BCP)	PT	166%
3 CAIXA GERAL DE DEPÓSITOS, SA	PT	100%
4 ESPÍRITO SANTO FINANCIAL GROUP, SA (ESFG)	PT	59%
5 WGZ BANK AG Westdt. Geno. Zentralbk, Ddf	DE	24%
6 DZ BANK AG Dt. Zentral-Genossenschaftsbank	DE	14%
7 BANQUE ET CAISSE D'EPARGNE DE L'ETAT	LU	12%
8 DEXIA	BE	11%
9 BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	ES	10%
10 Hypo Real Estate Holding AG, München	DE	9%
11 BANCO SANTANDER S.A.	ES	9%
12 BANCO PASTOR, S.A.	ES	8%
13 ALLIED IRISH BANKS PLC	IE	7%
14 Norddeutsche Landesbank -GZ	DE	6%
15 CAIXA DE AFORROS DE GALICIA, VIGO, OURENSE E PONTEVEDRA	ES	5%
16 BNP PARIBAS	FR	4%
17 COMMERZBANK AG	DE	4%
18 BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.p.A	IT	3%
19 GRUPO BMN	ES	3%
20 BANCO DE SABADELL, S.A.	ES	3%

(注) 対中核的自己資本、ネット・ベースの数字。

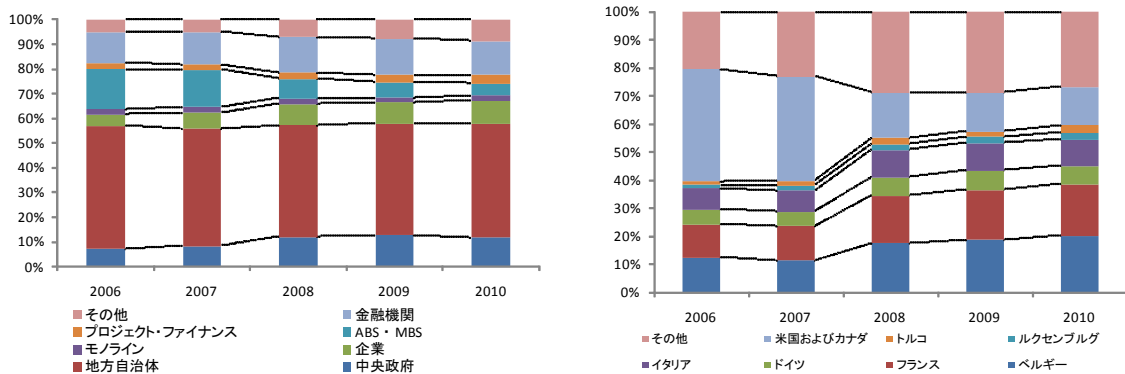
(出所) EBA のストレス・テスト資料 (2011 年 7 月) を基に野村資本市場研究所作成

図表4 デクシアにおける債務の概要

項目	2006	2007	2008	2009	2010
短期債務など	229,849.0	251,593.0	277,474.0	190,916.0	178,701.0
総資産に占める割合	40.59%	41.69%	42.88%	33.21%	31.68%
長期債務	97,491.0	90,176.0	113,095.0	120,715.0	121,778.0
総資産に占める割合	17.22%	14.94%	17.48%	21.00%	21.59%
その他の負債	62,347.0	59,400.0	109,004.0	91,140.0	101,237.0
総資産に占める割合	11.01%	9.84%	16.85%	15.85%	17.95%

(出所) Thomson One Banker を基に野村資本市場研究所作成

図表5 デクシアにおけるエクスポージャーの推移



(注) ここでいうエクスポージャーとは、①デリバティブ契約以外のバランスシート上に有する資産（特定の引当金控除後の簿価）、②デリバティブ契約の時価、③オフバランスシートでコミットしている総額（デクシアが第三者に付与している保証金額など）を含む信用リスク・エクスポージャーである。

(出所) デクシア年次報告書を基に野村資本市場研究所作成

2. デクシアのエクスポージャー

既に述べたように、デクシアは、2008年にも公的資金の注入を受けているが、当時の危機も短期市場での流動性の確保が困難になった点に主に起因する。今回の危機との違いは、デクシアの傘下にあった米国の金融保証専門のモノライン保険会社 FSA (Financial Security Assurance) における MBS や ABS のエクスポージャーが、同国のサブプライム・住宅ローン危機の影響を直に受けたことが、流動性危機につながった点である。

2007年末時点における MBS や ABS のエクスポージャーはデクシアが有する資産全体の 15.0% を占めていた一方、米国およびカナダのエクスポージャーが同 37.1% であったことなどが影響した (図表 5)。なお、FSA ホールディングスはその後アシュアード・ギャランティに売却された結果、デクシアにおける ABS、MBS へのエクスポージャー、米国およびカナダのエクスポージャーは急速に減少している。その後もデクシアはレガシー・アセット (負の資産) の削減を行っており、2011年5月には、そうした資産価値について 36 億ユーロ分の評価損を計上していた。

今回デクシアが直面した流動性危機は、中央政府を中心とした公的セクター向けのエクスポージャーが 2010年12月末時点で 57.9% に達していた点、なかでも既に述べたように、デクシアがソブリン債務危機の中心的な国々であるイタリアやギリシャなどの国債を多く保有しており、大幅な評価損計上の可能性が高い点が市場の信認を失わせた点に起因する。

II. デクシアが受入れた救済策の概要

デクシアの取締役会は、2011年10月10日、フランス、ベルギー両国政府が打ち出した救済策を受入れ、解体に踏み切ることを発表した⁴。その主な内容としては、①ベルギーの

⁴ “The Belgian, French and Luxembourg states provides strong support to Dexia in the implementation of the restructuring plan announced on 4 October”, press release, 2011年10月10日

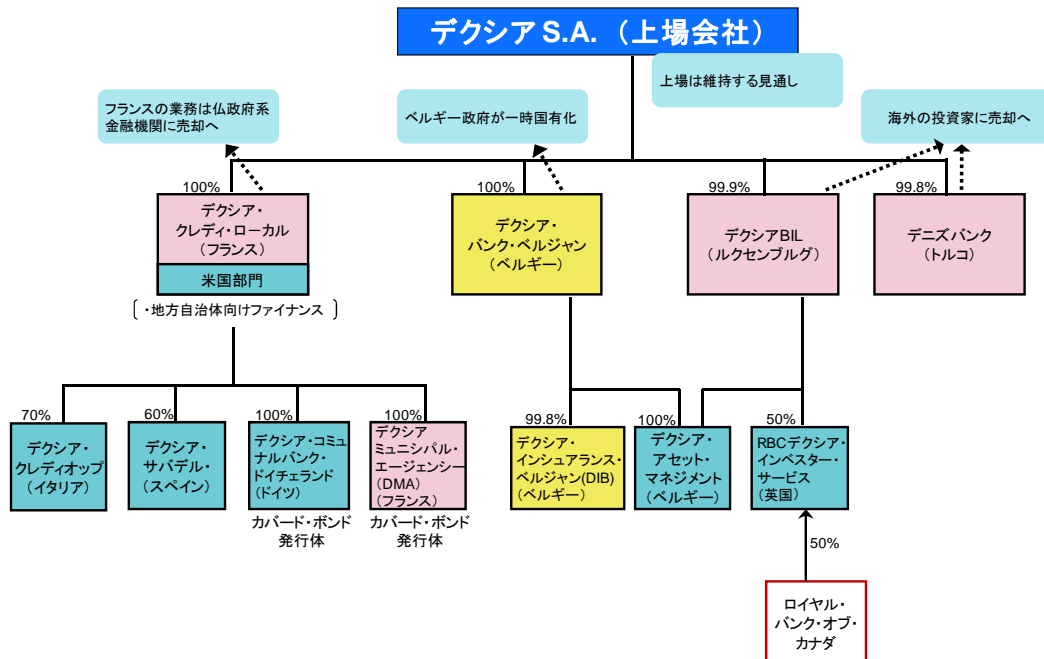
商業銀行部門デクシア・バンク・ベルジャンのベルギー政府への売却、一時的な国有化、②デクシア SA およびその子会社であるデクシア・クレディ・ローカルが発行する債券等に対する政府保証の付与、③仏政府系金融機関へのフランス地方自治体向けファイナンス業務の売却、④デクシア BIL 等の売却に向けた動きの4点が挙げられる(図表6)。以下では、その概要を紹介する。

1. デクシア・バンク・ベルジャンの国有化

デクシア SA の取締役会は、ベルギーの国内銀行子会社であるデクシア・バンク・ベルジャンおよび保険業務を手がけるデクシア・インシュアランス・ベルジャンを含む同社のすべての子会社(ただし、デクシア・アセット・マネジメントを除く)におけるデクシア SA の保有分をベルギー政府に売却する決定を下した。デクシアは、ベルギー政府への売却額40億ユーロを受け取ることに加え、国有化時点から5年以内に政府がデクシア・バンク・ベルジャン等を転売する際には、デクシア SA がプレミアムを受け取ることができるアーン・アウト・メカニズム(earn-out mechanism)の適用も受ける、とされている。なお、ベルギー政府は、2008年10月の救済策でレガシー(負の資産)部門とされていた200億ユーロ相当のエクスポージャーも合わせて引き継ぐ方針である。

ちなみに、2011年6月30日現在の数字を基にすると、ベルギー政府へのデクシア・バンク・ベルジャンの売却によって、デクシア・グループのバランスシートが1,550億ユー

図表6 デクシアの主な組織と今後の見通し



(注) 水色の部分がデクシア SA の傘下に残ると見られる会社等である。ただし、デクシア・クレディオップやデクシア・アセット・マネジメントなども将来的に売却する可能性があると考えられ、流動的ではある(2011年10月14日現在)

(出所) デクシア資料を基に野村資本市場研究所作成

ロ縮小することになる。また、デクシア・グループにおける短期資金必要額が 140 億ユーロ超減少することが想定されるほか、非戦略資産ポートフォリオも 180 億ユーロの減少が見込まれている。

2. デクシア SA およびデクシア・クレディ・ローカル発行の債券等に対する政府保証

ベルギー、フランス、ルクセンブルグの各国政府は、最長 10 年間にわたって⁵、デクシア SA およびその子会社であるデクシア・クレディ・ローカルが発行する債券およびインターバンク市場での資金調達手段に対して最高 900 億ユーロまでの政府保証を付与することを決定した⁶。政府保証の負担割合は、ベルギーが 60.5%、フランスが 36.5%、ルクセンブルグが 3%とされている。

デクシアは、2008 年 9 月にリーマン・ブラザーズ危機が浮上した際も、短期インターバンク市場における流動性が枯渇した影響をいち早く受け、最も早い段階で政府によるベイアウトを受けた銀行の一つであったが、今回の政府保証の負担割合は、当時の 3ヶ国政府の負担割合と同一である。2008 年、2009 年における政府の債務保証プログラムと比較した今回のプログラムの特徴は、政府保証が付与される期間が最高 10 年となるなど長期である点、最高 10 年までの長期債を政府保証付きで発行することが可能な点である。ちなみに、2008 年に打ち出された債務保証プログラムは 2008 年 10 月 3 日からの 6ヶ月、2009 年 10 月における追加プログラムの保証期間は最長 4 年とされていた。

3. フランス地方自治体向けファイナンス業務の売却

デクシアは、2011 年 10 月 16 日、フランスの公的金融機関であるフランス預金供託公庫 (CDC) とフランスの郵便貯金銀行ラ・バンク・ポスタルとの間で、デクシアのフランス地方自治体向けファイナンス業務の売却について大枠で合意に至った模様である⁷。今後はデクシアの取締役会での採決を経た上で、CDC およびラ・バンク・ポスタルの取締役会に提示されることになる。

合意事項の中には、デクシア・クレディ・ローカルが傘下に有するカバード・ボンドの発行体、デクシア・ミュニシパル・エージェンシー (DMA) を、CDC およびラ・バンク・ポスタルが 3 億 8,000 万ユーロで引き継ぐ点が含まれる。DMA における持分は、CDC が 65%と過半を有するほか、ラ・バンク・ポスタルが 5%、デクシアが 30%保持することになる。今後新規ローンが供与されれば持分も変化することが想定されており、デクシアの持分はラ・バンク・ポスタルにシフトし、次第に低下していくことが想定されている。な

⁵ 期間については、必要に応じて延長することもあり得る。

⁶ 各国政府による保証が効力を発するためには、ベルギーは閣僚会議で審議される命令 (Royal Decree)、フランスは金融法における規定、ルクセンブルグは大公令 (Grand Ducal Regulation) における規定がそれぞれ必要である。

⁷ フランス経済紙レゼコー (Les Echos) や ForexCafe.com (“Dexia back on track” 2011 年 10 月 17 日) などの報道に基づく。

お、CDCは常に過半の持分を維持することによって、カバード・ボンドの発行によるリファイナンスが円滑に行われる手当てをする。

フランスで供与されている地方自治体向けローンの80%以上は、DMAが同ローンなどを担保にして発行するカバード・ボンドを通じた資金調達を行っている⁸だけに、公的金融機関であるCDCの支援は、フランス地方自治体向けファイナンス業務における資金調達面の安定化につながる。

4. デクシア BIL 等の売却に向けた動き

デクシアの取締役会は、ルクセンブルグ法人のデクシア BIL を、ルクセンブルグ政府を含む国際投資家グループへの売却を視野に入れて、2011年10月10日から2週間は同グループとの間で独占的な交渉を行う点を確認した。同国際投資家グループの中心はカタールの国富ファンド（SWF）が担っている、との報道も見られる⁹。

デクシア BIL の他にも、デクシアは、トルコの銀行であるデニズバンクをはじめ、資産運用業務なども売却する方針を表明している。デクシアが2006年に買収したデニズバンクは、トルコの手銀行であり、後述するように、ベルギーに続き、現在のデクシアの業務収益の18%を稼ぎ出す収益源に成長している。

5. デクシア SA の傘下に残る見通しである会社等

以上の対応が実現したと仮定すると、デクシア SA の傘下に残る見通しである主要な会社等としては、デクシア・クレディ・ローカルの子会社であるデクシア・クレディオップ（イタリア）およびデクシア・サバデル（スペイン）、ドイツのカバード・ボンド発行体であるデクシア・コムニナルバンク・ドイチェラントの3社に加えて、デクシア・クレディ・ローカルの米国業務部門などが挙げられる。ただし、デクシア・クレディオップおよびデクシア・サバデルについては、2008年におけるデクシアに対する公的資金注入の条件として、欧州委員会がそれぞれ2012年10月末、2013年12月末までに売却することを求めており、デクシアが売却を模索してきた会社である点にも留意する必要がある。

また、今回デクシア・バンク・ベルジャンの傘下の子会社でベルギー政府が唯一国有化しないデクシア・アセット・マネジメントや、デクシア BIL とロイヤル・バンク・オブ・カナダの合併会社であるRBCデクシア・インベスター・サービスなども、デクシア SA の傘下に留まる可能性もある¹⁰。

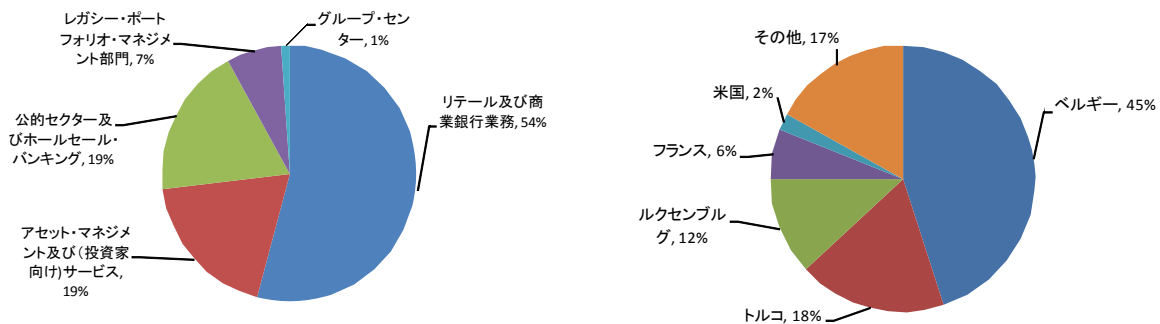
なお、持株会社であるデクシア SA は、引き続きユーロネクストへの上場を維持する方

⁸ ベルギーの銀行子会社デクシア・バンク・ベルジャン（DBB）が集めた預金が、フランスの地方自治体向け融資の資金源とはなっていない。DBBが有するリテール預金は約100億ユーロ、ベルギーにおける地方自治体向けローンは300億ユーロである状況に鑑みるに、フランスの自治体向け融資に使えるベルギーからの資金はない、という説明が、2011年10月10日のカンファレンス・コールでもなされている。

⁹ “Dexia agrees to Belgian bail-out”, Financial Times, 2011年10月10日

¹⁰ アセット・マネジメント部門の売却可能性などについては、2011年10月10日に開催されたアナリスト向けカンファレンス・コールにおいて言及されている。

図表 7 2010 年におけるデクシアの収益内訳—業務部門別、地域別—



(出所) デクシア資料を基に野村資本市場研究所作成

針である。もっとも、売却をしないで傘下に残るレガシー・アセット（負の資産）を、株主価値を生み出せるように可能な限り上手く運営したとしても厳しいのではないかと見る向きも少なくない¹¹。

デクシアの2010年における業務部門別収益内訳を見ると、リテールおよび商業銀行業務で収益全体の54%を計上している（図表7）。デクシアがリテール向けおよび商業銀行業務を展開しているのは、ベルギー（デクシア・バンク・ベルジャン）、トルコ（デニズバンク）、ルクセンブルグ（デクシア BIL）の3ヶ国であり、いずれも国有化或いは売却の方向性が示されている。同様に、デクシアの地域別内訳を見ても、上位3ヶ国であるベルギー（45%）、トルコ（18%）、ルクセンブルグ（12%）で75%を占めている。こうした状況からも、デクシア SA の株主価値に対しては懸念を抱かざるを得ない状況にあることが伺われる。

Ⅲ. 今回の再編案に対する投資家や市場関係者・各国政府等の反応

以上見てきたように、2008年の金融危機以前は、公的セクター向け融資をグローバルに展開する銀行として積極的な M&A を通じて業容を拡大した結果、収益の過半をパブリック・ファイナンスやプロジェクト・ファイナンス業務で計上してきたデクシアが、2度にわたる流動性危機に晒された結果、解体の道を辿る事態は、今回のソブリン債務危機の深刻さを改めて認識させられる。公的セクターのエクスポージャーが大きい点は、従来は低リスクとしてプラスに評価されていたものの、ソブリン債務危機が発生している今日では、投資家はむしろリスク要因として捉える状況がある。デクシア SA の株価は救済策受入が報じられた後も下落を続けており、11月3日時点で0.473ユーロとなり、年初来最安値を更新した。

こうした流れの中で、デクシアがベルギー、フランス、ルクセンブルグの3ヶ国政府が提示した救済策を受入れる方針を表明したことを受けて、とりわけベルギー国債の格下げ

¹¹ 脚注 10 でも触れたカンファレンス・コールにおいて、複数のアナリストが指摘している。

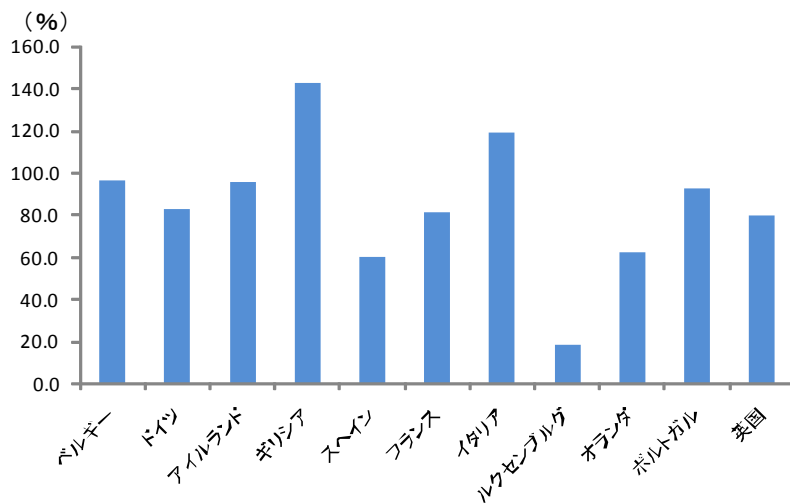
可能性が懸念されている。ムーディーズ・インベスター・サービスは、10月7日、ベルギーの自国通貨建ておよび外国通貨建てソブリン格付（Aa1）を格下げする方向で見直しに入っていることを表明したが、その理由としては、ベルギーが直面する高い債務残高、デクシアを含む銀行の追加的支援コストが膨らむ見通しであることに言及している。

ベルギー政府による債務保証負担金の最高額（約544.5億ユーロ）は2010年におけるベルギーの名目GDP3,525.4億ユーロの約15%に相当することから、その影響は少なくない可能性がある。加えて、ベルギー政府は、この他にデクシア・バンク・ベルジヤンの国有化に伴い、デクシアに40億ユーロ等を支払う負担もある。既に、ベルギーの債務残高（対名目GDP比）は、2010年末に96.8%に達するなど、欧州諸国の中でも既に高い水準にある点には留意する必要がある（図表8）。

また、トリプルAの格付を維持しているフランス政府にも、ムーディーズやスタンダード・アンド・プアーズから格下げする懸念があるとの見方が浮上している。デクシアの債務保証に関連するフランスの負担金は最大でも320.4億ユーロであり、同国の名目GDP（＝1兆9313.8億ユーロ、2010年）に占める割合は約1.7%であることから、デクシア救済が格下げ懸念の直接の原因とは見られない。しかしながら、ムーディーズは、フランスがトリプルAを維持するために一段の財政赤字削減が求められる可能性があるとして、格付け見通しを今後3ヶ月以内に「ネガティブ」に修正する可能性の見方を示した¹²。

デクシアに留まらず、今後も欧州の銀行危機が浮上すれば、関係する国々のソブリン危機をさらに助長することにつながりかねない。そういう意味においても、EBAが2011年7月に実施したストレス・テストが財務基盤の安定性、すなわち自己資本レベルに焦点を当てたものであり、流動性の観点で十分に見ていない点を問題視する声も聞こえてくる¹³。

図表8 欧州主要国における債務残高（対名目GDP比）2010年12月末時点



（出所）Eurostat を基に野村資本市場研究所作成

¹² 「フランス、格付け維持に一段の赤字削減が必要＝ムーディーズ」、トムソン・ロイター（電子版）

¹³ EBA は別途、流動性に関するストレス・テストも非公開で実施している。

ストレス・テストが欧州の景気減速シナリオをベースにしたシミュレーションは実施したものの、銀行勘定の資産は時価評価されておらず、したがってギリシャをはじめとしたソブリンのデフォルト・リスクを織り込んでいなかった点を問題視する声も少なくない。こうした声を踏まえて、2011年11月3日のG20サミットにおいて、EBAが7月のストレス・テストを再度実施する方針が打ち出される可能性も出てきた¹⁴。

デクシアのケースは、欧州の規制当局が、財政破綻・ユーロへの信認低下というリスクに直面しながら、場合によっては国有化など財政負担を伴う手法を使ってでも問題金融機関の支援・破綻処理を進めなければならない、難しい舵取りを迫られていることを意味していると言えそうである。

¹⁴ "Cushion calculations", The Economist, 2011年10月15日号