新型コロナウイルスの感染拡大に揺れ動く欧州金融市場 -金融関連の政策対応と経済対策の財源問題-

磯部 昌吾

■ 要 約 ■

- 1. 欧州では、新型コロナウイルスが猛威を振るう中で、金融市場への影響が急速 に拡大している。各国の中央銀行や規制当局は、金融市場や金融機関が実体経 済を支える機能を維持できるよう、異例の金融政策や金融規制の柔軟化措置等 を相次いで打ち出している。
- 2. 加えて、今後は、大規模な財政政策(経済対策)が必要となってくるが、税収の低下も予想されることから、支出と収入の両面から財政赤字が大きく拡大する可能性がある。このため、欧州各国が安定的に必要な財源を調達できるかは、今後の経済対策の成否にとって重要な要素といえる。
- 3. イタリアやスペイン、フランスなどは欧州の共通債務証券(コロナ債)を発行し、その資金を新型コロナウイルス対応に利用することを提案しているが、ドイツやオランダなどは反対している。現状は欧州中央銀行(ECB)の債券買入政策が功を奏しているが、早期に打開策を見出すことが期待されている。
- 4. 欧州の銀行では、貸出先の業績や資金繰りが悪化することで、再び不良債権が増加する懸念が生じている。欧州ソブリン危機以降、一部の国の銀行では自国政府債の保有が増加しているため、経済対策の実施に向けた安定的な財源調達は、銀行システムの安定性という観点からも重要な課題となっている。
- 5. 今後は経済活動の停滞が長引くほど、企業と消費者の双方においてその間を凌ぐための資金需要が増え、必要な経済対策の規模も拡大していく。そうなれば、資金超過への対応が課題であった欧州金融市場において多くの資金需要が生まれることも考えられる。事態の終息を見通せない状況ではリスクが高い面は否めないが、過去の危機を踏まえてリスク耐性を高めてきた金融市場・金融機関が、欧州経済の立て直しにどのように貢献できるのか正念場に差し掛かろうとしている。

野村資本市場研究所 関連論文等 =

- ・井上武「欧州における銀行同盟の進展」『野村資本市場クォータリー』2014年春号。
- ・神山哲也「欧州連合理事会による不良債権問題アクション・プラン」『野村資本市場クォータリー』2017 年秋号(ウェブサイト版)。
- ・関志雄「新型コロナウイルスの感染拡大で試練を迎えた中国経済」『野村資本市場クォータリー』2020年春号。
- ・関根栄一「中国での新型コロナウイルス感染拡大に伴う金融面での危機対応策」『野村資本市場クォータリー』2020年春号。

¹ 本稿の内容は、2020年3月31日時点の情報に基づいている。

■ 感染の広がりとともに拡大する欧州金融市場への影響

欧州では、新型コロナウイルスが猛威を振るう中で、金融市場への影響が急速に拡大している。感染防止のために各国が経済活動を大きく制限せざるを得なくなる中で、欧州の株式市場は2月下旬から下げ幅が拡大し、金融セクターの株価も軒並み大幅に低下している(図表1、2)。また、債券市場においても、3月半ばにイタリアやギリシャの国債利回りが大きく上昇する動きを見せたほか、企業の信用リスクの高まりも認識されるようになっている(図表3、4)。

目下、欧州各国は感染の広がりを防ぐために人の移動を大幅に制限する一方で、経済活動の低下に伴う消費者や企業への打撃を軽減するべく大規模な財政出動に舵を切ろうとしている。また、各国の中央銀行や規制当局は、金融市場や金融機関が実体経済を支える機能を維持できるよう、異例の金融政策や金融規制の柔軟化措置等を相次いで打ち出している。

新型コロナウイルスがどこまで欧州の金融市場に影響を与えるかについては、経済活動の停滞の原因となっている感染の終息時期に依存する部分が大きいため見極めが難しいところではあるが、本稿ではこれまでに打ち出された金融関連の政策を見ていくとともに、今後必要となる大型の経済対策の実施に向けて課題となるであろう財源の確保について金融市場の観点から考察する。

図表 1 欧州の主要株価指数



(注) 2020年3月31日までの数値。

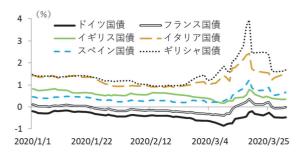
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 2 欧州の大手銀行の株価

金融機関名	2/21~3/31の変化率
	2/21~3/31の変化学
ING	-51.6%
ソシエテ・ジェネラル	-50.6%
クレディ・アグリコル	-49.1%
BNPパリバ	-48.3%
バークレイズ	-47.6%
ウニクレディト	-45.8%
サンタンデール	-41.4%
クレディ・スイス	-40.3%
ドイツ銀行	-38.2%
スタンダード・チャータード	-28.9%
UBS	-28.7%
HSBC	-22.1%

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

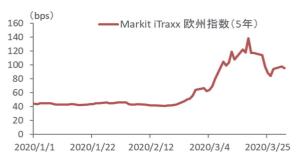
図表 3 欧州各国の 10 年国債利回り



(注) 2020年3月31日までの数値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 4 欧州企業の CDS スプレッド



(注) 2020年3月31日までの数値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

Ⅲ 政策手段を総動員して対応を図る中央銀行・規制当局

欧州の金融市場は、経済の先行きが不透明になる中で、当初は株価が下落する一方で、 安全資産として認識されているドイツ国債などの債券市場においてマイナス金利が更に深 まる状況であった。しかしながら、事態が深刻さを増すに連れて、周縁国だけでなく、ド イツやフランス、英国の国債利回りも上昇するようになったほか、欧州の金融セクターの クレジット・スプレッドが高まり、ドル調達コストの上昇にも波及した(図表 5、6)。 この段階で、欧州各国の中央銀行・規制当局の対応は本格化し、様々な政策手段を用い て、金融市場や金融機関への支援を行っている(図表 7)。

図表 5 欧州金融セクターの CDS スプレッド



図表 6 対ドル・ベーシス



(注) 2020年3月31日までの数値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 7 英国・EUの中央銀行・規制当局等の主な政策

	金融政策·金融支援策	金融規制の柔軟措置等	
英国	(BOE)政策金利の0.75%から0.1%への引き下げ(3/11、3/19) (BOE)国債・社債買入を4.450億むから6.450億むに引き上げ(3/19) (財務省・BOE) CP買入や中小企業貸出支援等の3.300億むの政府保証(3/17) (BOE) 6中銀協調のドル供給拡充と実施頻度の強化(3/15、3/20)	(BOE) カウンター・シクリカル・バッファー(CCyB) を少なくとも2022/3までは0%に引き下げ(3/11) (BOE) 2020年のストレステストを中止(3/20) (PRA) IFRS9 (予想信用損失) への対応においては今般のショックの一時性を考慮できる旨に言及(3/20) (FCA) 電話の録音義務に関する例外的な対応の容認(3/17) (FCA) 業務運営の耐性(operational resilience) や気候変動の情報開示等の市中協議のコメント期間を2020/10/1まで延長(3/17) (FCA) 上場企業に対する年次報告書の開示の2カ月間猶予(3/26)	
EU	(ECB)7500億€の国債・社債の買入プログラム(3/18) (ECB)6中銀協調のドル供給拡充と実施頻度の強化(3/15、3/20) (欧州委員会)安定成長協定上の財政制約からのEU加盟国の一時 乖離を容認する旨を起草、欧州連合理事会が承認(3/20、3/23) (独政府)経済安定基金とKfWを通じた8,220億€の企業向け公的貸 出保証(3/23時点IMF公表資料) (仏政府)3,000億€の銀行貸出に対する政府保証(3/23時点IMF公 表資料) (スペイン政府)1,000億€の企業に対する政府貸出保証(3/23時点 IMF公表資料)	(ECB) 第2の柱 (Pillar2G) やLCRの要求水準を一時的に下回ることを容認、2021/1からの普通株式等Tier1資本以外の自己資本で第2の柱 (Pillar2R) の一部を充足することの前倒し容認 (3/12) (独仏等の各当局) CCyBの0%への引き下げ (EBA) EUレベルでのストレステストの実施を2021年に延期 (3/12) (EBA・ESMA) IFRS9への対応においては今般のショックの一時性を考慮できる旨に言及 (3/25) (ESMA) 証券金融取引規則 (SFTR) の報告義務の順守期限を2020/4/13から3カ月実質的に延長 (3/19) (仏・伊・スペイン等) 1カ月~3カ月間の空売りの禁止 (ESMA) 電話の録音義務に関する例外的な対応の容認 (3/20) (ESMA) 上場企業に対する年次報告書の開示の2カ月間猶予 (3/27)	

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

イングランド銀行(BOE)は 2 回の利下げによって政策金利を 0.75%から 0.1%に引き下げたほか、BOE と欧州中央銀行(ECB)はそれぞれ大規模な国債・社債の買入政策を発表した。また、米国・英国・ユーロ圏・日本・カナダ・スイスの中央銀行が協調してドル資金供給オペの拡充 2 を発表し、3 月 18 日の募集分だけで ECB は 1,120 億ドル、BOE は 155 億ドルのドル資金を欧州の銀行に供給した。

金融規制・監督の面からも、金融機関に足元の対応に注力させるべく、銀行に対する 2020 年のストレステストの延期や、証券金融取引規則 (SFTR) の報告義務の適用日の実質的な3カ月の猶予、新たな規制の策定に向けて行ってきた市中協議の期間の延長などが行われている。

更に、銀行の自己資本規制においてプロシクリカリティ(景気増幅効果)を抑制するために、普通株式等 Tierl 資本の最低基準からの上乗せを求めるカウンターシクリカル・バッファー (CCyB) の引き下げも各国で行われている。BOEは、2020年12月にCCyBを1%から2%に引き上げる予定であったが、少なくとも2022年3月までは0%とすることで、230億ポンドの普通株式等 Tierl 資本をリリースし、最大で1,900億ポンドの与信提供を支援できると見込んでいる。

他方で、株価下落に対応した空売り規制を巡っては、各当局で対応が分かれている。フランス、イタリア、スペインなどでは空売りの禁止が実施されている一方で、英国やドイツの当局のスタンスは異なる。英国金融行為規制機構(FCA)は、他の EU 加盟国当局が所管する銘柄に関しては、その措置に従って空売りを禁止しているが、FCA 自身としては行っていない。むしろ、空売りが直近の株価下落の原因である証拠はなく、優れた投資・リスク管理戦略は買い/売りの両方ができることに依存しており、空売りは流動性の基盤でもあることから、慎重にバランスを取る必要性があると述べている。独連邦金融監督庁(Bafin)も、現時点で空売りを禁止する計画はないとしている。

急激な市場変動や資金需給の変化が生じる中で、欧州では、上記のように中央銀行が市場に流動性を供給し、規制当局が金融市場や金融機関の健全性に危惧を生じさせない範囲で規制の柔軟な運用を行っている。これらの措置は、新型コロナウイルスの感染拡大が引き続き予断を許さない状況であり、また空売り規制のように各国当局のスタンスが一致していない分野もあるが、金融市場や金融機関が機能を維持するための支援材料となっているといえるだろう。

もっとも、これまでの中央銀行や規制当局の対応は応急的な措置であることから、経済 活動の停滞によって落ち込む経済を浮上させるためには、各国が効果的な財政政策(経済 対策)を実施できるかが今後は重要になってくる。

30

² 従来は担保の差し入れを裏付けとして1週間物のドル資金供給を行っていたところ、新たに3カ月物のドル資金供給も行うこととしたほか、1週間物の供給頻度を週次から日次に引き上げた。

【 大規模な経済対策の実施にあたって課題となる財源調達

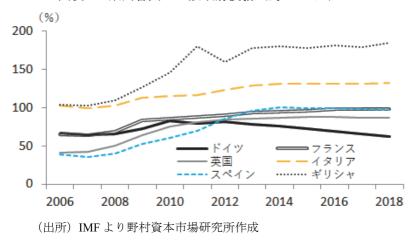
1. 再び懸念材料となる欧州各国の財政赤字

欧州ソブリン危機の教訓を踏まえて、欧州各国は財政規律を強化し、財政赤字の改善に取り組んできた。その結果、国内総生産(GDP)対比での政府債務の比率の高まりを抑制し、ドイツのように継続的な低下を実現する国もあった(図表 8)。しかしながら、今般の新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済活動の停滞によって、この状況は一変することが見込まれている。

既に欧州各国は、経済活動への制約に苦しむ企業や消費者を支援し、経済の回復を図るべく財政支出を大幅に拡大する方針を示している。ユーロ圏諸国は、GDPの約2%に相当する財政政策を行うほか、最大でGDPの13%超の企業及び労働者に対する流動性支援を行うことを明らかにしている³。

EU では、安定成長協定に基づく財政制約によって各国が財政規律を一定程度保ってきたが、足元の情勢を踏まえて、欧州委員会は 2020 年 3 月 20 日に財政ルールからの各国の一時的な乖離を容認することを起草し、同月 23 日に欧州連合理事会がそれを承認した。経済が落ち込む中で、今後税収の低下も予想されることから、支出と収入の両面から財政赤字が大きく拡大する可能性がある。そうなれば国債の大幅な増発は避けられず、新型コロナウイルスの感染の広がりの終息が見えないという先行き不透明な状態での起債を余儀なくされる。

このため、新型コロナウイルスによる打撃が特にイタリアとスペインにおいて大きい中、 これらの国を含めて各国が安定的に必要な財源を調達できるかは、今後の経済対策の成否 にとって重要な要素といえる。



図表 8 欧州各国の一般政府債務(対 GDP 比)

European Council, "Letter by Eurogroup President Centeno to President Michel following the Eurogroup of 24 March 2020", 25 March 2020.

2. 欧州各国で意見が一致しない財源調達の方法

欧州ソブリン危機を踏まえて、ユーロ圏では、危機時における改革プログラムの受け入れを条件に、危機に瀕した国に対して緊急貸出を行う欧州安定メカニズム(ESM⁴)が整備されている。今般においても、各国の財源調達の後ろ盾となる枠組みとして、ESM の活用が 1 つの選択肢として考えられている。4,100 億ユーロの貸出余力を持つ ESM は、各国に対して最大でその GDP の 2%に相当する資金の提供が可能であるとしている⁵。また、ESM の利用を条件に、ECB は、セカンダリー市場で当該国の国債を無制限に買い入れる政策であるアウトライト・マネタリー・トランザクション(OMT)を実施することができる。

他方で、仏・伊・スペインなど 9 か国⁶は、欧州の単一機関が共通債務証券(いわゆるコロナ債)を発行し、その資金を加盟国の医療システムや経済・社会モデルを保護するための一時的な政策に必要な投資に利用することを提案している⁷。

しかしながら、メルケル独首相が ESM の活用を主張するドイツのほか、オランダ、オーストリア、フィンランドが反対し⁸、3月26日のEU 首脳のビデオ会合後の共同声明にはコロナ債への直接的な言及はなく、ユーロ加盟国で構成されるユーロ・グループに対して2週間以内に提案を求めるに留まった⁹。コロナ債の構想が、従来からの争点である各国の財政支援に繋がり得ることへの反発が根強いといえる。

いずれにせよ、既に一度イタリアやギリシャ、スペインなどの国債利回りが急上昇した 局面を ECB が 7,500 億ユーロの債券買入政策を発表することによって抑え込んでいる状態 の中では、早急に打開策を見出すことが期待されていると言えよう。

3. 自国政府債と銀行システムの結びつきが抱える課題

欧州ソブリン危機以降、イタリアやスペイン、ポルトガルなどにおいて銀行による自国 政府債の保有が増加してきたことで、これらの国の政府財政と銀行システムの結びつきは 強まっている(図表 9、10)。財政赤字の拡大を埋めるべく国債を大量に発行して国債価 格が下落すれば、その影響は銀行にも波及しやすい状態になっているといえる。

⁴ ESM は、ユーロ圏諸国によって設立された国際金融機関で、ルクセンブルクを本拠に 155 名のスタッフを有している。欧州ソブリン危機の際には、前身の欧州金融安定ファシリティ (EFSF) と合わせて 2,500 億ユーロの貸出を提供した実績がある。2019 年末時点で 899 億ユーロの貸出残高があり、ユーロ圏諸国からの拠出金をバックに ESM 債を発行することで、資金調達を行っている。なお、ESM 債に対しては、銀行の自己資本規制では、信用リスクの標準的手法において 0%のリスクウェイトが設定されている。

 $^{^5\,\,}$ ESM, "Klaus Regling at Eurogroup video press conference", 24 March 2020.

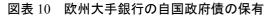
⁶ このほかには、ベルギー、ギリシャ、アイルランド、ルクセンブルク、ポルトガル、スロベニアが含まれる。

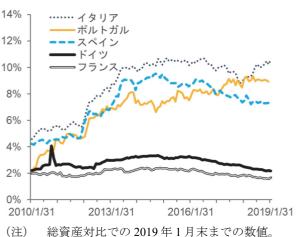
⁷ "Nine member states ask for eurobonds to face coronavirus crisis", *Euractiv*, 25 March 2020.

⁸ "Virtual summit, real acrimony: EU leaders clash over 'corona bonds'", *Politico*, 26 March 2020.

⁹ European Council, "Joint statement of the members of the European Council, 26 March 2020", 26 March 2020.

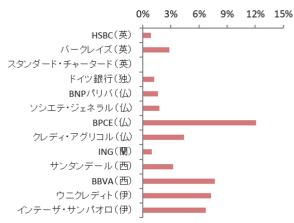
図表 9 欧州各国の銀行の自国政府債の保有







(出所) IMFより野村資本市場研究所作成



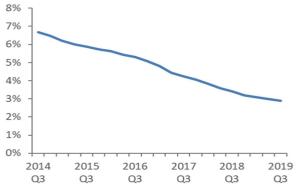
総資産対比での2019年6月末時点のオンバラ (注) ンスシート・エクスポージャーの数値。

(出所) EBA、ブルームバーグより野村資本市場研究 所作成

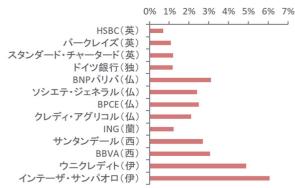
また、欧州の銀行自身も、これまでは不良債権比率の改善を実現してきたが(図表 11、 12) 、現在の経済活動の停滞によって貸出先の業績や資金繰りが悪化することで、再び不 良債権が増加する懸念がある。ムーディーズは、3月26日に、フランス・イタリア・ス ペイン等の大陸欧州 6 ヵ国の銀行セクターの見通しを、不良債権や損失引当の増加が銀行 の収益性を低下させるとして、安定的からネガティブに変更している10。

図表 11 EU の銀行の不良債権比率の推移

図表 12 欧州大手銀行の不良債権比率



- 2019年第3四半期までの加重平均値。
- (出所) EBAより野村資本市場研究所作成



- 2019年6月末時点の数値。
- (出所) EBAより野村資本市場研究所作成

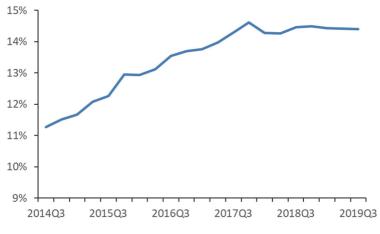
¹⁰ 残りの3か国はオランダ、ベルギー、デンマーク。なお、英国については英国のEU離脱(ブレグジット)の 不確実性、ドイツについては貸出利鞘の低下と国際的な貿易摩擦の高まりによる輸出産業への悪影響によっ て以前からネガティブに分類されている。Moody's, "Moody's changes outlook on six European banking systems to negative", 26 March 2020.を参照。

欧州の銀行は、不良債権の増加懸念を抱えつつも、実体経済への資金供給を担う役割を 期待されている。欧州各国が経済対策の財源を安定的に調達できるかは、国債市場との強 いつながりを踏まえれば、銀行システムがその役割を安定して果たすことができるかとい う観点からも重要な課題となっている。

Ⅳ 今後の注目点

新型コロナウイルスの急速な拡大は、わずか1カ月程度で欧州経済・金融市場の環境を様変わりさせ、欧州は、グローバル金融危機や欧州ソブリン危機以来の危機的な状況にある。他方で、過去の危機の教訓を踏まえて、危機時に各国の財政を支援する ESM の枠組みを整備し、銀行システムも自己資本規制の見直しを含む様々な金融規制の強化によって損失吸収力を高めてきた(図表13)。

現在の情勢は過去に想定していた危機シナリオとは大きく異なるところ、欧州の中央銀行や規制当局が、まずは異例の金融政策や金融規制の柔軟運用によって応急的な対応を行っている。今後は経済活動の停滞が長引くほど、企業と消費者の双方においてその間を凌ぐための資金需要が増える一方で信用力の低下に見舞われることになり、必要となる経済対策の規模も拡大していく。これまでの欧州金融市場では、マイナス金利が深まる中でリターンが低下する資金をどのように実体経済への投資に結びつけるかという資金供給過多への対応が課題となってきたが、一転して多くの資金需要が生まれるという構造変化が生じることも考えられる。そうなれば、金融仲介が果たす役割が変わってくる可能性もある。新型コロナウイルスの感染拡大の終息を見通せない状況ではリスクが高い面は否めないが、過去の危機の教訓を踏まえてリスク耐性を高めてきた金融市場・金融機関が、欧州経済の立て直しにどのように貢献できるのか正念場に差し掛かろうとしている。



図表 13 EU の銀行の普通株式等 Tier1 比率

(注) 2019年第3四半期までの加重平均値。

(出所) EBAより野村資本市場研究所作成