

### 要旨

- 今回のストレステスト(資産査定)は、過去に何度も査定をやり直した経緯と、「今度こそは同じ過ちを繰り返さない」とのECBによる強い意志の下に実施されており、信頼性の高いもの
- ECBが有効な金融政策を打てず、政府は財政健全化を進める中、ユーロ圏がデフレや長期停滞に陥るとすれば、政府のみならず、企業や家計も債務削減を進めることから(デフレや長期停滞は長引くものの)、銀行のバランスシートは健全さを維持する可能性がある
- デフレにより、実質金利や相対物価の観点から、ユーロには上昇圧力が生じる可能性

### ECBによるストレステストは銀行資本に関する問題の収束を意識させる

欧州中央銀行(ECB)は26日(日曜)に、ユーロ圏内の市中銀行130行に対するストレステスト(資産査定)の結果を公表しました。その内容と金融・経済動向を考慮するかぎり、今回の結果は欧州の民間銀行部門がこれまで抱えてきた資本不足に関する問題の収束を意識させるものと見られます。

実際のところ、同様の査定は欧州銀行監督機構(EBA)により、2009年から2012年に至るまで毎年実施されてきました。しかし、同時並行で欧州債務危機が深化していたこともあり、査定の度に複数の銀行に対して資本強化が求められることとなり、結果として、過去の査定は金融市場の疑念解消につながらなかった経緯があります。

今回の査定結果は、次に挙げるいくつかの点でそうした疑念の解消につながると考えられます。

図：ストックス欧州600指数とスペイン・ドイツ10年国債利回り差の推移  
データ期間：2007年1月1日から2014年10月27日まで



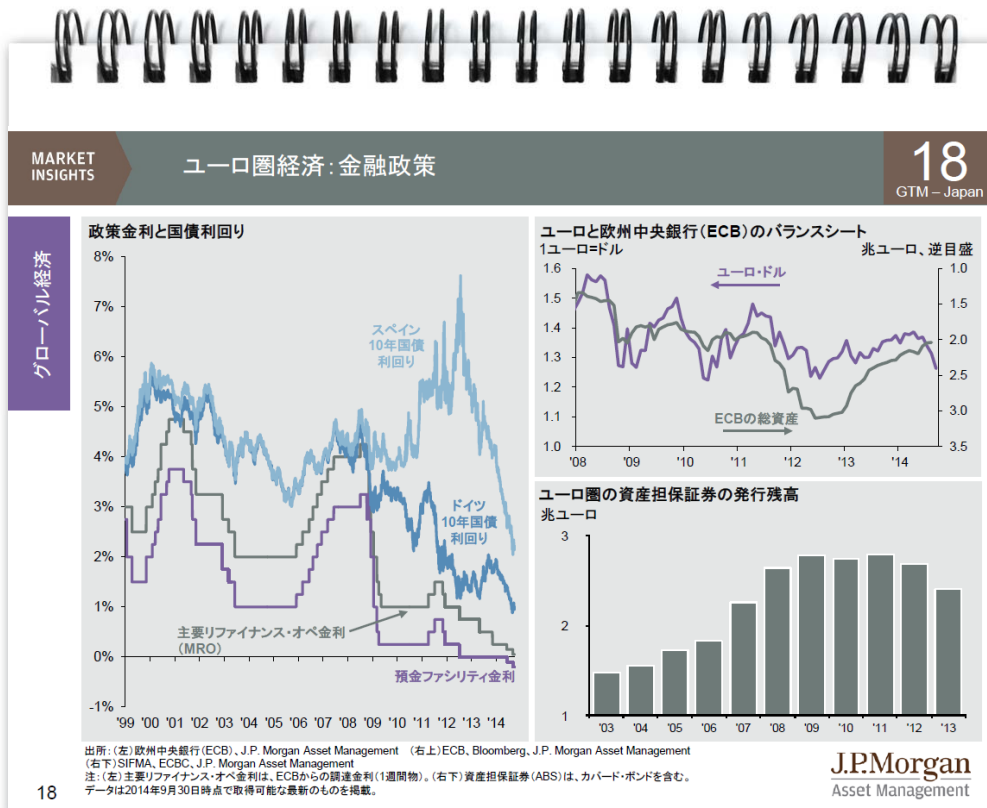
出所：Bloomberg, J.P.Morgan Asset Management

まず、資産査定の内容以前のこととして、公的債務問題が収束に向かうに従って市場の信頼は大きく回復しており、さらにはユーロ圏経済も緩やかながら回復基調にあることが大きいと見られます。これは何よりも不良債権問題の収束を意識させる点で重要です。

以前は、①政府の債務返済能力に対する懸念が国債価格の下落を招き、これが国債を保有する銀行の資本に対する懸念につながり、②今度は、銀行の資本に対する懸念が政府による銀行部門への公的資本投入を想起させ、③最後は、銀行への公的資本投入の可能性が公的債務の増大懸念に至る、という負の連鎖が働いていましたが、現時点のユーロ圏国債市場の動向を見る限り、そのような状況にはありません。

また、査定の内容についても、ユーロ圏の銀行が抱える資産の82%程度が対象であり、12万近い数の債務者(融資先)の信用力が精査されたほか、一時点で生じるストレスが銀行の資本に与える結果のみならず、2016年までの向こう3年間に与える影響を考慮した点も大きいと見られます。

ストレスがかかるケースでは、対象銀行全体の自己資本比率(CET1比率)は12.4%から8.3%に低下するものの、この水準はECBが同シナリオ下で個別行に求めた(=資本不足の基準とした)5.5%を大きく上回っており、資本は充足していると見られます。加えて、今回の査定では、全130行のうち25行で合計250億ユーロの資本不足が指摘されていますが、このうちの12行については既に、2014年において150億ユーロの資本調達を済ませ、資本不足を解消しています。残りの13行については、2週間以内に資本強化プランを提示し、9ヵ月以内に資本不足を解消する必要があります。



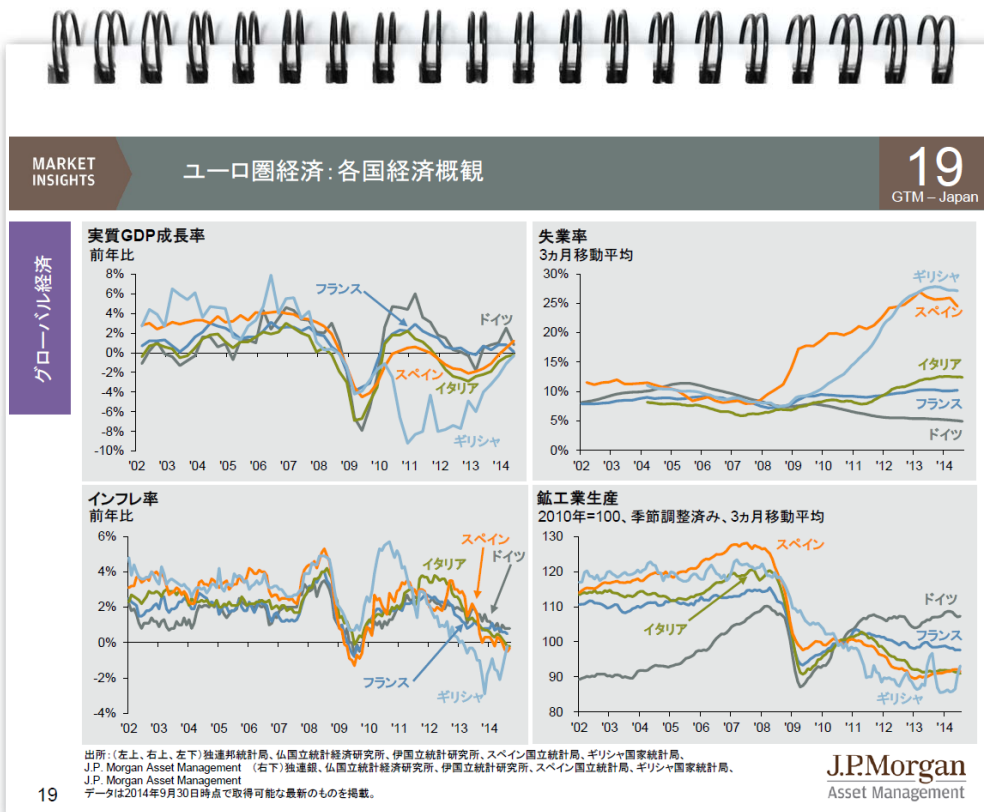
バランスシート調整とデフレ圧力の相互依存関係はこれからも続く可能性

ここまでをまとめると、財政に対する信頼回復と景気の改善基調、そして今回の査定結果により、ユーロ圏の不良債権問題は収束に向かう可能性が高いと見られます。また、単一の銀行監督・破たん処理メカニズムを有する銀行同盟の発足により、ユーロ圏が再び金融危機に陥る可能性は以前よりも格段に低くなっていると見られます。

もう一つ、今後の動向を考える上では、物価の動向がカギを握ります。日本が長年経験したように、デフレが視野に入的过程中では、物価を考慮した実質債務は増大してしまうため、企業や家計の資金需要は減少します。また、新規の資金調達意欲が減退するのみならず、既存の借り入れについても企業や家計は返済を進める可能性があります。こうした動きは、「バランスシート調整」、あるいは「負債デフレーション」と呼ばれることがあります。

企業や家計が債務返済を進めることに加え、欧州では政府部門に対しても引き続き、財政の健全化が求められています。こうした状況は、資金需要の低迷がデフレ圧力を呼び、デフレ圧力が資金需要の低迷を呼ぶという形で、経済は長期停滞状況(景気後退ではない)に陥る可能性があります。

こうした中、ECBは、TLTROと呼ばれる長期資金の供給プログラムや、民間企業が発行する債券の買い入れプログラムにより、銀行が企業や家計への融資を拡大させることを支援する構えですが、そもそも資金需要がない以上、これらの政策が効果を持つ可能性は低いと見られます。



やや皮肉な状況ですが、实体经济がデフレや長期停滞状況(景気後退ではない)に陥る場合には、それゆえに企業や家計が債務返済を進めることで(デフレや長期停滞状況は長引くものの)、銀行のバランスシートは健全さを維持する可能性があります。また、デフレと資金需要の低迷により、貸出金利は低位安定が続きます。貸出金利の低位安定は、企業の債務返済能力の向上につながるほか、市場から退出すべき企業を延命させることで、デフォルト率の低位安定も続きます。

デフレの中で不良債権比率の低位安定が続くことは、日本でも不良債権問題が収束した2004年以降、見られてきた現象です。

### ユーロの見通し: 堅調推移の方向

現在、ECBはマイナス金利政策を導入していますが、マイナス金利が銀行の収益基盤に与える影響を考えると、利下げの余地は限定的と見られます。また、マイナス金利と資金需要の低迷、そしてECBの国債買い入れの3者は同時には成立しません。市中銀行にとって見ると、ECBに国債を売却しても、融資先がなければ、売却資金(準備預金)にはマイナス金利というコストが課されるためです。

そして、デフレからの脱却には、金融緩和のみならず、財政出動も必要と見られます。ドラギ総裁は、9月のECB理事会終了後の記者会見で、「1人の中央銀行家の立場から言わせてもらえば、金融政策のみでインフレ目標を達成することは非常に困難である。(目標達成には)成長も必要であり、失業率を下げることも必要である。これらを実現するには、財政政策や何よりも構造改革が必要である。(金融政策による)「大盤振る舞い」などなく、各政策当局は自らの仕事をしなければならない」と述べています。一方、ドイツのショイブレ財務相は財政出動での需要押し上げに否定的な見方を崩しておらず、同時に、欧州委員会はフランスやイタリアに対して財政赤字の削減を求めています。

有効な追加緩和の手段が途絶え、財政出動も望めず、構造改革にも時間を要する中、ユーロ圏がデフレに陥るとすれば、実質金利や相対物価の観点からユーロには上昇圧力が生じると見られます。

本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2014年10月28日時点におけるJPモルガン・アセット・マネジメントの見通しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見通しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場の関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見通しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港: 証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、インド: 証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インディア・プライベート・リミテッド、シンガポール: 金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール)プライベート・リミテッド、台湾: 金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾)リミテッド、日本: 金融庁の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第330号 加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会)、韓国: 金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(コリア)カンパニー・リミテッド(韓国預金保険公社による保護はありません)、オーストラリア: 証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080)(AFSL376919)(Corporation Act 2001(Cth) 第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断する際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。