



EU銀行同盟と銀行構造改革に関する批判的考察（〈特集〉様々な危機に立つEU経済）

星野，郁

(Citation)

國民經濟雜誌, 217(1):37-71

(Issue Date)

2018-01-10

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/E0041349>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/E0041349>



EU 銀行同盟と銀行構造改革に関する 批判的考察

星 野 郁

国民経済雑誌 第 217 卷 第 1 号 抜刷

平成 30 年 1 月

EU 銀行同盟と銀行構造改革に関する 批判的考察

星 野 郁

ヨーロッパは、グローバルな金融危機に端を発した危機を経験して10年余り、漸く危機を克服しつつあるかのように見える。しかし、決してそうではない。確かに、銀行同盟が創設され、その下で大手銀行に対する監督・規制も統合・強化され、同時に資本の増強もなされた。また、銀行が経営破綻した際には、公的資金の投入を避け、株主や債権者に損失負担を負わせるベイルイン原則も導入された。にもかかわらず、イタリアの銀行危機では、銀行の救済に巨額の公的資金が投入され、EUの破綻処理スキームと銀行同盟の限界が明らかとなった。大き過ぎて潰せない銀行問題も、未解決のまま放置されている。さらに、資本市場同盟の浮上とイギリスのEU離脱を機に、規制の再緩和を求める銀行業界の攻勢が顕著となっている。EUの目指す銀行同盟の完成や資本市場同盟の実現も、大きな困難が予想され、最終的な金融危機の克服にはつながらないであろう。

キーワード 銀行同盟、資本市場同盟、イギリスのEU離脱、ベイルイン

はじめに

2008年に始まったグローバルな金融危機は、ヨーロッパに飛び火してソブリン危機や銀行危機を誘発し、ついにはユーロ危機にまで至った。一時は、ユーロ圏の金融システムが機能不全寸前に陥り、ユーロ圏の崩壊すら懸念された。しかし、グローバルな金融危機の発生から10年余りが経過し、ユーロ圏の経済も緩やかな景気回復の途上にある。2015年秋に発生した難民危機は、目下小康状態にあり、2016年6月のイギリスの国民投票によるEU離脱の決定も、離脱のドミノを引き起こすことなく、むしろ残りの27カ国の結束を強めるように作用している。2017年春にフランスやオランダで行われた選挙でも、ポピュリスト政党の退潮が明らかとなり、経済情勢の好転と相まって、再びヨーロッパ統合の先行きに対する楽観論が浮上している。

しかし、多くの政治危機や社会的混乱を誘発し、ユーロ圏ならびにEUを震撼させた金融危機は、本当に克服されたといえるのであろうか。

確かに、金融危機の発生以降、EUでも多くの対策がとられた。なかでも、銀行同盟

(Banking Union) は、ソブリン危機と銀行危機の連鎖を断ち切る、ユーロ危機対策の切り札として浮上し、未だ完成には至っていないものの、統合の画期的な進展とみなされている。同じく、銀行同盟の一環であるところのユーロ圏の銀行に対する監督・規制も、グローバルな銀行規制の枠組みであるバーゼル3の策定と連動して格段に強化され、大手銀行を中心に資本増強がなされた。また、巨額の公的資金の投入による銀行の救済（バイルアウト）に対して厳しい批判が向けられたことから、破綻処理の法的枠組みとして、2016年1月より Bank Recovery and Resolution Directive（以下 BRRD）が導入され、銀行が経営破綻した際には、経営者や株主、債権者に損失負担を負わせるバイルイン原則を徹底させることで、大規模な公的資金の注入なしに破綻処理が進められることになった。EUの監督規制当局によれば、これでソブリン危機と銀行危機の連鎖が抑えられるはずであった。

ところが、2016年早々イタリアで大手銀行モンテ・パスキの経営破綻が明らかとなり、イタリアの銀行業界全体を巻き込んだ銀行危機が浮上することになった。結果的に、イタリア政府によってモンテ・パスキをはじめとする破綻銀行の処理に最大170億ユーロの巨額の公的資金が投入されることになり、EUの破綻処理スキームの限界が明らかとなった。「銀行同盟」とは名ばかりで、所詮実態は破綻銀行の処理を当該国政府の裁量に委ねた「銀行連合」に過ぎず、銀行同盟が断ち切るはずであった、銀行と政府のもたれ合い構造が引き続き残されたままであることが鮮明となった。

同じく、金融危機が発生した当初、アメリカ同様、ヨーロッパでも、危機を引き起こした張本人である大手銀行（ヨーロッパの場合、ユニバーサルバンク）の解体が検討課題に上った。しかし、当の大手銀行や大手銀行の後ろ盾となっている各国政府の強い抵抗により、ラディカルな改革は見送られ、ヨーロッパの場合、リーカネン報告の提示した穏やかな構造改革さえ、宙に浮いた形となっている。それどころか、深刻な危機の記憶が薄れるに連れて、大手銀行による巻き返しの動きが顕著となっている。

ヨーロッパの場合、その契機となっているのが、資本市場同盟（Capital Markets Union）構想である。資本市場同盟—そして、その先に計画されている金融同盟（Financial Union）—は、EUの当局者によれば銀行同盟ないし金融統合の論理的帰結とされるが、資本市場同盟は、主流派統合理論でお馴染みのそのような機能主義的なロジックに基づく代物ではなく、大手銀行をはじめとするヨーロッパの金融業界による利益追求のための構想であり、資本市場ビジネスの発展に多大な期待が寄せられ、特に今回の危機によって大きく業績で水をあけられた米系金融機関への対抗が強く意識されている。無論、EU通貨・金融当局の利害も密接に絡んでいることはいうまでもない。

同じく、資本市場同盟構想とも深く関連しているが、イギリスのEU離脱も重要な契機となっている。イギリスとEUの離脱交渉は、イギリス国内の政治的混乱により漂流している

が、離脱は避けられないと見られ、離脱を見越して既にフランスやドイツはロンドン市場から金融ビジネスを奪い取ろうと躍起となっている。資本市場同盟は、ロンドン金融市場の利益に訴えることで本来イギリスを EU に留め置くための構想であり、イギリス抜きで資本市場同盟が果たして機能しうるのか、つい最近まで疑念がもたれていた。しかし、今やむしろイギリスから資本市場ビジネスや決済機能を奪い取る手段と化しつつある。さらに、資本市場の育成ならびに資本市場ビジネスや金融機関を自国の市場に惹きつける手段として、負担の軽減や各種規制の再緩和も積極的に推し進められようとしている。グローバル金融危機発生の一因となった証券化の再生も、金融機関や EU の通貨・金融監督当局によって積極的に進められようとしている。

本来あるべき危機対策は、今回の危機の教訓を踏まえ、銀行に利益を私物化し、再び損失を社会化させないように、構造改革や規制強化を推し進め、銀行の暴走を未然に防ぎ、金融システム全体の安定を図ることにあるはずであった。にもかかわらず、中央銀行や政府の手厚い支援によって辛うじて破綻を免れた大手銀行が、再び攻勢に転じようとしている。また、銀行同盟や各種規制改革によって断ち切られるはずであった、銀行業界と各国政府さらには EU 通貨・金融当局との緊密な関係も、依然そのまま、銀行業界は特権的な利益を享受している。さらにイギリスの EU 離脱に伴う、金融立地を巡る国家エゴ剥き出しの競争も激しさを増している。そうであれば、EU の推し進める銀行同盟の完成や、資本市場同盟そして金融同盟への移行は、ユーロ圏の金融システムの安定化や、信頼回復のために EU ならびに各国政府が求めている、持続可能で inclusive な成長につながるとは到底思えない。「大き過ぎて潰せない銀行問題」をはじめ、多くの問題が依然未解決のままに残され、危機の再来を決して排除しないだろう。

本稿では、第 1 節で、グローバル金融危機に始まる、ヨーロッパの銀行を巻き込んだ危機が、いかなる原因で発生したのか、また、それに対してどのような対策がとられたのかを、対策の問題点と併せて述べる。第 2 節では、ヨーロッパの銀行が、金融危機以降の規制強化や経営環境の変化の中で、どのような行動をとってきたのかについて述べる。第 3 節では、銀行危機に揺れるイタリアの事例を取り上げ、イタリアの銀行危機によって早くも露になった銀行同盟の限界について述べる。第 4 節では、銀行同盟に続く一大プロジェクトとして俄に注目を浴びようになった資本市場同盟創設の狙いと、未曾有の危機を引き起こした主犯であったにもかかわらず、アメリカ同様、ヨーロッパでも、景気回復と資本市場同盟プロジェクトの浮上によって顕著となっている銀行の反転攻勢、そして、次なる危機の震源地ともなりうるマーケット・メイキングの規制をめぐる攻防に言及する。最後に、要約と展望が示される。

1 ヨーロッパの金融危機と危機対策

1.1 ヨーロッパの金融危機の特質と原因

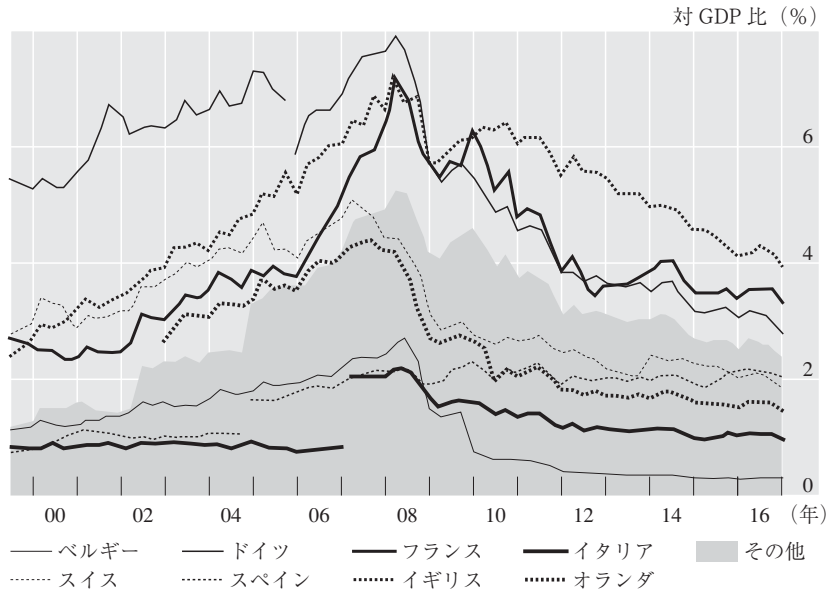
2008年9月のリーマン・ショックを契機に発生した金融危機は、米欧を中心とした世界を巻き込む、文字通りのグローバルな金融危機となった。他方、ヨーロッパの一連の金融危機については、ヨーロッパの大手銀行がまさにその一翼を担ったという意味で、グローバルな金融危機と不可分に結びついていたと同時に、ヨーロッパ固有の特徴、すなわち通貨統合とも不可分に結びついていた。ヨーロッパの大手銀行は、グローバルな金融危機とヨーロッパのそれとのまさに結節点に位置していた。

ヨーロッパの大手銀行は、ユーロの誕生を契機として、アグレッシブな国際化戦略を取り、他のEU諸国は勿論のこと、全世界を股にバランスシートを拡張させ、グローバルな舞台上で著しく存在感を高めた。ヨーロッパの大手銀行は、元々商業銀行業務と投資銀行業務を兼務するユニバーサルバンクであったが、個々の銀行の経営戦略や国毎の状況の違いにより、投資銀行業務や資本市場ビジネスに対する重点の置き方に相違があるものの¹⁾、ユーロの誕生以降、投資銀行業務やホールセール・ビジネス（ホールセール市場での資金調達や運用）に著しく傾斜した。そして、マーケット・メイキングや自己勘定取引などのトレーディングを積極的に手がけ、低い自己資本に高いレバレッジを掛けることによってバランスシートを大きく膨らませ、高い収益を手に入れるようになった²⁾（図1参照）。

なかでも、これらヨーロッパの大手銀行にとって、自国市場に次ぐ最重要の海外市場が、不動産ブームに沸くアメリカであった。金融危機以前、ヨーロッパの大手銀行は、Money Market Mutual Fund（以下 MMMF）や外貨スワップ市場（Foreign Exchange Swap Market）といったアメリカ国内外の短期のホールセール市場で、巨額のドル建て債権を積み上げ、そのドル資金を、サブプライムをはじめとする不動産関連取引や、各種デリバティブ商品への投資やトレーディングに振り向けるなど、極めてリスクの高い、米投資銀行顔負けもしくはそれを上回る投機的ビジネスを積極的に手がけた³⁾。さらに、ヨーロッパの大手銀行は、市場における支配的な地位を利用して、LIBORの操作など、不正な金融取引にも手を染めた。ヨーロッパの大手銀行はグローバルな金融危機のまさしく共犯者に他ならなかった。

こうしたヨーロッパの大手銀行の暴走に対して、ヨーロッパの金融当局の監督は、ほとんど役に立たなかった。通貨統合の実現により、ユーロ圏レベルでのクロスボーダーの銀行監督・規制強化の必要性が予てから指摘されていたにもかかわらず、銀行に対する監督・規制は基本的にドメスティックなままで、スペインやアイルランド、イタリアのケースで明らかになったように、自国における銀行業務の監督すら十分ではなかった。それどころか、ユーロ誕生と前後して始まり、次第に加速していくヨーロッパの大手銀行の暴走を、自国政府や

図1 ユーロッパの銀行の連結海外債権



出所 McCauley et al. (2017), p. 8.

監督当局は勿論のこと、ECB など EU の当局者さえ、自らが推進してきた金融統合の成果であると自画自賛し、むしろ銀行の行動を奨励さえした。すなわち、ヨーロッパの銀行の国際化は、金融統合の一環であり、効率的金融市場仮説よろしく、ユーロ圏で単一の金融市場が誕生し、クロスボーダーの自由な資金の移動が行われることで、最適な資金配分がなされ、同時に非対称的なショック発生の蓋然性も低下させることにより、ユーロ圏の安定と経済成長の押し上げにつながると思われていた⁴⁾。事実、ユーロの誕生後間もなく短期金融市場が統合され、ユーロ圏の金利は完全に収斂した。同じく、各国の10年もの国債利回りが指標の長期金利も、ほどなくユーロ圏最低のドイツの水準に収斂した。言い換えれば、通貨統合の結果、ユーロ圏の銀行や国債の信用は同一水準にあるとみなされるようになった。しかし、後に明らかになるように、それらは結局金融市場の錯覚でしかなかった。南欧をはじめユーロ圏の周辺諸国は、通貨統合のお陰で思わぬ低金利を手にしたが、生産的な投資に向かうことなく、過剰な信用創造と不動産投機へとつながった。

要するに、ユーロの誕生に伴う、ヨーロッパの大手銀行の国際的プレゼンスの増大も、ユーロ圏内外のクロスボーダーの資金移動の増大も、ヨーロッパの大手銀行の華々しい活躍と彼らによる望ましい国際資金仲介の表れであると同時に、ヨーロッパ的な文脈では、より完全な金融統合、さらには統一ヨーロッパの実現に向けた称賛かつ歓迎すべき動きとみなされ、その陰に潜むリスクに対してはほとんど注意が払われることはなかった。

ところが、2007年夏のフランス大手BNPパリバの米子会社によるサブプライム関連投資の失敗が発覚して発生したパリバ・ショックによって潮目が変わる。低い自己資本と高いレバレッジ、ドル建て資金調達に短期のホールセール市場への過度な依存、それによって生じていた通貨と満期両方のミスマッチが、今度は仇となって猛烈な逆風がヨーロッパの大手銀行を襲うことになった。市場では、ヨーロッパの銀行に対する不信が高まり、ドル建て資金調達のロールオーバーが急速に困難となり、資産の強制的な処分を余儀なくされ、ヨーロッパの銀行が主要な担い手となっていた国際資金仲介の逆転、巻き戻しが水面下で急速に進行した。そして、米系金融機関同様、ヨーロッパの大手銀行にとって止めの一撃となったのが、2008年9月に起きたリーマン・ショックであった。米大手投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破綻が明らかになると、流動性危機がヨーロッパの大手銀行をも襲い、かつ危機が即座にヨーロッパにも飛び火することによって、ヨーロッパの大手銀行はドル建て資金だけでなくユーロ建て資金にも窮し、まさしく破綻の瀬戸際に立たされることになった。しかし、リーマンがそうであったように、危機の最中にさらに大手銀行が経営破綻するとなれば、その影響は計り知れない。まさに、「大き過ぎて潰せない」ために、米大手金融機関同様、ヨーロッパの大手銀行も空前の支援を受けることになった。ドル建て資金に関しては、非米系金融機関であったにもかかわらず、ヨーロッパの大手銀行はFRBから最大規模の緊急支援（Term Auction Facility（TAF））を受けることになった。他方、ユーロ建て資金に関しては、ECBによる緊急の流動性供給や、自国政府による巨額の資金注入や信用保証の提供を受け、辛うじて破綻を免れた。しかし、ヨーロッパの大手銀行を介してアメリカからヨーロッパに飛び火した危機は、アイルランドや南欧における信用・不動産バブルの崩壊とそれに続く实体经济の深刻な落ち込みを引き起こし、その後ギリシャの財政破綻をきっかけとしたソブリン危機と再度の銀行危機、そしてユーロ危機へとつながっていく。

1.2 危機後の銀行監督・規制と構造改革の動向

それでは、金融危機発生の後、EUおよび各国はどのような対策をとってきたのか。周知のように、ECBは、危機以前の物価安定を重視する保守的なスタンスをかなぐり捨てて、大胆な金融緩和、非伝統的な金融政策に打って出て、再三にわたりユーロ圏の金融システムを破綻の危機から救った。また、EU各国政府は、経営破綻の危機に直面した大手銀行さらには大手銀行以外の金融機関に対しても、空前の規模での公的資金の注入や信用保証の提供を通じて、救済を行った。公正な競争を歪めかねないと、いつもは国家援助には厳しいヨーロッパ委員会も、自国の銀行・金融機関の保護に走る各国政府の行動を黙認した。

他方、こうした手厚い保護、支援とは対照的に、危機を引き起こした銀行に対する監督規制や構造改革、すなわち「大き過ぎて潰せない」問題への対応は鈍く、危機を引き起こした

銀行に対する責任追及や罰則の適用もほとんど行われなかった。

金融危機発生⁵⁾の後、ドラロジュール報告に基づいて、2011年1月に、マクロのプルデンシャルな監督を司る European Systemic Risk Council (ESRC) と、ミクロのプルデンシャルな監督を担当し、銀行監督を司る European Banking Authority (EBA)、証券市場監督を司る European Securities and Market Authority (ESMA)、そして保険・企業年金を司る European Insurance and Occupational Pension Authority (EIOPA) の三機関からなる European System of Financial Supervision (ESFS) が設立され、金融安定化に向けた EU レベルでの金融監督・規制の強化が図られることになった⁶⁾。しかし、当該機関は、国家間協力に基づく組織の寄せ集めに過ぎず、各国政府や金融監督当局の抵抗により、超国家的で一元的な監督・規制体制の確立には至らず、危機の深刻化に対してほとんど無力であった。

2012年には、フィンランド中央銀行のリーカネン総裁を長とする、銀行構造改革検討委員会による報告書（いわゆるリーカネン報告）⁷⁾が出された。報告書では、金融危機に関する詳細で包括的な分析が提示され、それに基づいて具体的な提案がなされた。すなわち、「大き過ぎて潰せない」問題への対応は重要としながらも、ユニバーサルバンクの解体案はラディカル過ぎると退けられ、より穏やかな案として、銀行による自己勘定取引や、マーケット・メイキングにおけるすべての資産ないしデリバティブ取引などのトレーディング業務を、銀行本体から切り離して別の法的組織体に移してやらせるべきというものであった⁸⁾。しかし、リーカネン報告のこの提案ですら、ラディカル過ぎると銀行業界やその意向を受けた政府が抵抗し、リーカネン報告による提案の核心部分ともいうべきトレーディング業務の分離は、結局うやむやにされ、事実上退けられることになった。

このように、金融危機後ヨーロッパにおける監督・規制改革が容易に進まなかったのとは対照的に、グローバルなレベルでは、バーゼル3の実現に向けた銀行監督・規制強化の動きが進展する。バーゼル委員会は、危機に備えて銀行に自己資本比率の引き上げによる資本の増強を義務付け、また高いレバレッジや短期のホールセール市場における資金調達に過度に依存し過ぎて流動性危機が発生したことの反省から、レバレッジ比率 (Leverage Ratio (LR)) 規制や流動性カバレッジ比率 (Liquidity Coverage Ratio (LCR)) 規制、純安定調達比率 (Net Stable Funding Ratio (NSFR)) 規制も設けられ、2018年より完全施行を目指すことになっている⁹⁾。しかし、バーゼル3に関しても、銀行業界の意向を受けたヨーロッパ勢が規制強化に抵抗し、当初の路線より後退を余儀なくされることになった¹⁰⁾。というのも、まさに危機の原因となったように、ヨーロッパの大手銀行は、レバレッジが高く、ホールセール市場での資金調達の依存が高いために、特に流動性カバレッジ比率や純安定調達比率のクリアが容易ではなく、そのため両比率について緩和を求め、受け入れさせただけでなく、バーゼル2がヨーロッパ勢の強い意向でそうなったように、バーゼル3でもリスク評価は引き続

き銀行の内部モデルに委ねられることになった。グローバルな銀行規制であるバーゼル3が、ヨーロッパ勢の抵抗により後退を余儀なくされた面は否めない。ヨーロッパは、環境規制などでは世界の最先端をいっているが、グローバルな金融規制の領域では最大の抵抗勢力に他ならなかった。¹¹⁾

他方で、バーゼル3の取り組みが、遅れていたEUレベルでの銀行監督・規制体制の整備を促したことは疑いない。EUの銀行監督・規制も、結果的にバーゼル3に準拠する形となり、2013年には、銀行や投資企業のプルデンシャルな規定 (prudential requirements)、ガバナンスや監督に関するルールを設定した、Capital Requirements Regulation (CRR) と Capital Requirements Directive (CRD) が採択された。

しかし、バーゼル3のEUレベルでの適用に関しては、EUにおける銀行部門の特殊性に配慮される形となっており、EUおよび加盟国サイドで裁量の余地を大きく残すことになった。加えて、規制のクリアにあたっては、EU各国政府は、南欧諸国を中心に自国の銀行に対して手厚い保護や支援を提供し、不良資産の買取りや補助金の提供といった直接的な支援を行うと同時に、EUの監督規制当局も、繰り延べ税金資産やCoCo債¹²⁾など疑念の持たれる資産のTier1への算入も認めた。しかも、ヨーロッパ勢は、全般的にバーゼル3の規制の実施に遅れ気味で、フランスなどを中心にこれまでの国際金融規制強化の動きを後退させようとする動きすら目立ち始めているといわれる。¹³⁾

一連の規制の中で、EU当局自らが高く評価しているのが、2014年に銀行同盟創設の一環として採択された、破綻銀行の再建・清算に関するルールと単一破綻処理メカニズム (Single Resolution Mechanism (SRM)) について定めたBRRDと、Single Resolution mechanism Regulation (SRMR) である。なかでも、破綻銀行の債権者に強制的な負担の損失を負わせるバイルインによって、救済のための納税者の負担の防止と経営の健全化・破綻の予防を促すBRRD¹⁴⁾が画期的とされる。もっとも、BRRDの問題点は、後述のようにイタリアの銀行問題で早々に露呈することになる。

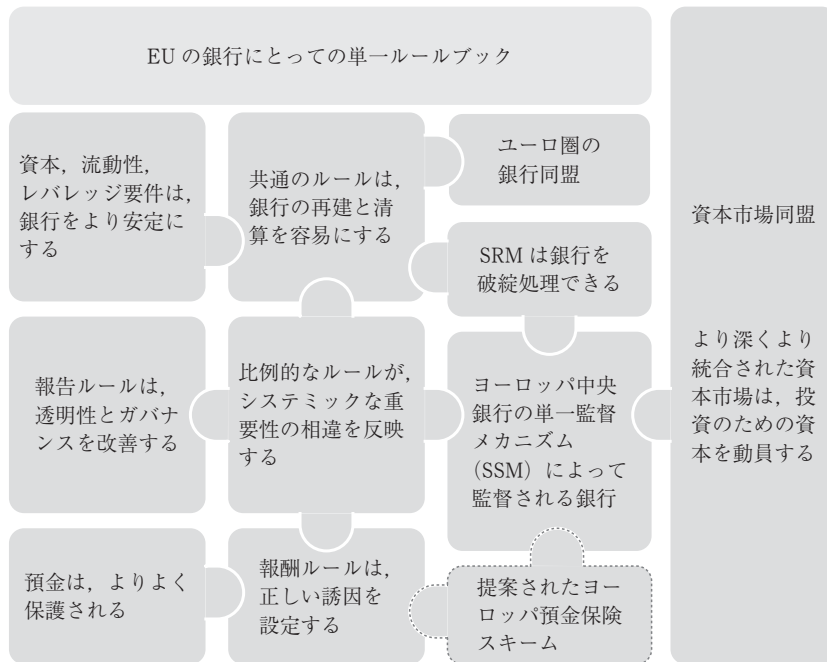
他方、銀行構造改革に関しては、リーカネン報告以降、事実上棚上げ状態にあったが、2016年11月に漸くヨーロッパ委員会からBanking Package¹⁵⁾として提案された。「EU銀行構造改革：成長を支援し信頼を回復する強力な銀行」とのタイトルが物語るように、危機防止というより、資本市場同盟とのリンクや銀行の再建支援に重点が置かれ (表1, 2参照)、銀行業界との融和的な色彩が強い。提案はヨーロッパ議会との調整中で、2017年7月現在最終的な採択をみていないが、金融危機を受けて成立したアメリカのトッド・フランク法、その中核にあるボルカー・ルールと比較すると、その差は歴然としている。ボルカー・ルールは、その成立の仮定で、その多くが骨抜きにされたものの、銀行業界の抵抗を押しつけて最終的に執行に漕ぎ着ける一方、EUのそれは、いつの間にか骨抜きにされ、構造改革とは名ばかり

表 1 EU 銀行構造改革パッケージ概要

資本準備規制 (CRR) と指令 (CRD)	銀行再建・清算指令 (BRRD) と単一破綻処理メカニズム (SRM)
✓ 銀行が十分な資本を持たない場合に過剰な貸し出しを抑制する拘束的なレバレッジ比率 (LR)	✓ 最大の銀行は金融ストレス時に素早く利用できる十分な資本を持たなければならない (総損失吸収力 (TLAC))
✓ 銀行は安定した資金源泉で長期融資をファイナンスすることが求められる (純安定調達比率 NSFR)	✓ 投資家に明確さを高めるため与信者の序列を調和する
✓ 銀行は証券やデリバティブを取引する際に自らのとる結果的なりリスクに一致した十分な資本を持たなければならない (トレーディング勘定の基礎的なレビュー FRTB)	✓ EU のルールをより比例的にし、より小さな銀行に報告要件を緩和する
	✓ 銀行に中小企業向け貸し出しやインフラプロジェクトの資金調達をより容易にし、それによって投資をサポートさせる

出所 http://europa.eu/rapid/attachment/IP-16-3731/en/CRR_factsheet.pdf. p. 3.

表 2 銀行同盟と単一ルールブック, 資本市場同盟



出所 http://europa.eu/rapid/attachment/IP-16-3731/en/CRR_factsheet.pdf. p. 4.

りで、あれだけの惨事を引き起こしたにもかかわらず、ユニバーサルバンクがほぼ無傷で残った感じが強い。

1.3 危機対策の切り札としての銀行同盟!?

金融危機の発生以降、上記のように様々な対策がとられたものの、ユーロ圏の金融システムの動揺は容易に収まらなかった。そこで、危機の克服ならびに再発防止の切り札として登場したのが銀行同盟であった。

銀行同盟は、一般的には2012年に不動産バブルの崩壊によって生じた銀行危機がより深刻となったスペインで、銀行支援が財政赤字を増大させソブリン危機を誘発しかねないという、銀行危機とソブリン危機の連鎖への懸念がきっかけとなって浮上したといわれる。しかし、直接的な契機は、2011年末にユーロ圏ならびにヨーロッパの銀行システムがまさにシステムミックリスクによって破綻寸前に陥ったこと、特にフランス大手銀行の危機にあったといわれる¹⁶⁾。グローバルな金融危機の発生によって、短期のホールセール市場からの資金調達がほとんど不可能となり、流動性危機によって破綻寸前に追い込まれたにもかかわらず、フランスの大手銀行は、その後もアメリカの MMMF 市場への依存をより深めた。ところが、2011年末のユーロ圏およびヨーロッパの銀行システムの危機が頂点に達し、ヨーロッパの銀行全般に対する信用不安が高まる中で、MMMF の総引き上げに遭い、再び破綻寸前に追い込まれることになった¹⁷⁾。フランスでは、BNP パリバやソシエテ・ジェネラル、クレディ・アグリコルなど巨大銀行が国内を寡占支配しており、フランスの GDP の数倍にも上る資産を保有している。仮にこれらの大銀行のうち一行でも破綻すれば、フランス政府単独ではとても支えきれない。フランス大手銀行の危機は、フランス政府の心胆を寒からしめ、よって、ヨーロッパ的次元での救済を求めざるを得なくなった。フランスに限らず、銀行部門はユーロ圏の金融システムの中心に位置しており、その破綻は、経済全体にも破壊的な影響を与えかねない。よって、監督体制の整備や破綻処理スキームの確立などが急務とされた。

銀行同盟の創設にあたっては、フランス、そして脆弱な銀行部門を抱えるスペインやイタリアなど南欧諸国は、ユーロ圏すべての銀行をカバーするスキームを望んだが、財政負担を恐れたドイツら北部ユーロ圏諸国の反対に遭い、大手銀行のみが監督の対象にされた。破綻処理基金も、550億ユーロという極めて低い額に抑えられた。さらに、銀行が破綻した際に預金を保護するヨーロッパ預金保険スキーム (European Deposit Insurance Scheme (EDIS)) も実現されず、当初構想された銀行同盟に比べると、大きく後退したものとなった。銀行同盟といいながら、実態は銀行連合に近い。

確かに、ECB の下に Single Supervisory Mechanism (SSM) が置かれ、ユーロ圏レベルで大手銀行に対して統一的な監督システムが構築された点は、評価できる。これまで超えられなかった政府間主義に基づく分権的な監督システムから脱し、ECB の下での中央集権的な監督システムが確立された。また、破綻処理基金の金額が少ないことに関しては、EU 当局者の弁によれば、SRM の主要な目的は、破綻銀行の救済ではなく、破綻の予防にあり、経

営業者や債権者に負担を負わせることで健全な経営を促し、それでも不幸にして破綻した場合には、速やかに破綻処理を進め、金融システムの安定に害が及ばないようにすることにある¹⁸⁾とされる。

しかし、「単一のルール・ブック」といいながら、単一の監督基準が適用されるわけではなく、実際の運用においては、裁量の余地を多く残している。リスク評価はバーゼル3同様銀行の内部モデルに委ねられ、大手銀行すべてで統一されているとは言い難い。破綻処理責任も、一義的には各国政府にある。また、銀行同盟は大手銀行のみを対象としているが、中小銀行の破綻であっても、それがシステミックなものであれば、かつてのアメリカにおけるS&Lや、今回のスペインの不動産ブームによる破綻のケースのように、重大な危機となりうる。銀行同盟がうまく機能するためには、EDISが必要であるとの意見は多いが、ドイツら北部ユーロ圏諸国は反対しており、今のところ実現の目途は立っていない。しかし、仮にEDISができたとしても、それだけで銀行同盟がうまく機能するようには思えない。

既に見たように、銀行同盟の下で実施されるEUの銀行監督・規制には、いくつかの問題点が存在しており、バーゼル3の実施も遅れている。同じく、銀行構造改革も不十分なものに留まっている¹⁹⁾。さらに、構造改革との関連では、ガバナンスの問題も存在している。ユーロ圏の大手銀行、その中でも特に最大の銀行グループは、極めて少数の大株主や、場合によっては株式の50%以上を保有する単一株主、政府、協同の所有が多く、そのためこれら株主の影響にさらされやすく、公的な透明性や市場規律を尊重し、収益を優先する誘因が低いといった、ガバナンスや所有構造に関する問題の存在が指摘されている²⁰⁾。そうであれば、銀行監督・規制体制が強化されたとしても、経営体質は容易に変わらないだろう。EU当局者はバイルインの効果を強調しているが、破綻の際の損失を負わせるというだけで、経営改革の大きな誘因になるとは思われない。

さらに、金融危機後に進められている銀行監督・規制の強化は、それ自体決して手放しで称賛されるものではない。金融危機後、監督・規制の強化の名目で、数多くの監督・規制機関が新たに設立され、スタッフの著しい増員も行われるなど、危機の暴発を看過した監督・規制機関が、いわば焼け太りともいべき形で、膨張・肥大化している。EUの場合、特に銀行同盟の創設が契機となっており、新たにECBの下に創設されることになったSSMでは数百人から千人規模でスタッフの募集が行われた。同じく、規制に関する法令集も膨大な量に膨れ上がっている。かつてのグラス・スティーガル法、またオリジナルなボルカー・ルールは極めて単純かつ簡素なものであったとされるが²¹⁾、アメリカ同様、EUの場合も、単純な枠組みの方が細かいルール作りよりも銀行の行動を改善する上でより効果的であるにもかかわらず、ラディカルな改革を排除したばかりに、際限なく細かで複雑な取り決めが必要となり、法令遵守やそれに伴うコスト負担が著しく増大している。しかも、そのような負担に対

応できるのは、豊富なスタッフや資金力を有する大手銀行に限られ、皮肉にも、規制強化は大手銀行をより有利にする事態を生んでいる。²²⁾

かくして銀行同盟は多くの問題を抱えている。EU当局やそれに阿る学者は、銀行同盟を画期的な発展というが、金融危機の歴史を見れば、規制による対応は常に後追いで、危機予防の上で有効に機能した事例はほとんどない。²³⁾銀行同盟の問題点は、イタリアの銀行危機の発生で早くも明らかとなった。その前に危機発生後、ヨーロッパの銀行がこれまでどのような行動をとってきたかを見ておくことにしたい。

2 危機後のヨーロッパの銀行の行動

2.1 資本の増強と低迷する収益

ヨーロッパの銀行は、金融危機発生後、厳しい経営環境の下で、規制と市場の圧力により、デレバレッジや資本増強に努めてきた。その際、ヨーロッパ以外の手銀行が、総資産を拡大し、利益剰余金や増資で資本増強を行い、リスクウェイト資産に対する資本比率を引き上げたのに対して、ヨーロッパの手銀行は、資産圧縮を行い、換言すれば、分母を減らすことで資本増強を行った。ヨーロッパの手銀行の場合、収益が低迷し、かつ株価が純資産を下回っている状況では、普通株発行による増資を行うことが難しかったことから、資産を圧縮せざるを得なかった。²⁴⁾

その際、ヨーロッパの手銀行の多くは、スペインなど一部の銀行を例外として、海外資産を処分することで、資産圧縮を行った（図1参照）。危機以前、ヨーロッパの手銀行は、既に述べたように、アグレッシブに国際化を推し進め、ユーロ圏諸国をはじめとする海外で資産の拡大を図ったが、危機後は、一転リスク回避や、救済策と引き換えに国内融資を増やすよう求められたことで、海外資産の圧縮を図った。²⁵⁾換言すれば、危機発生の後、それ以前の金融統合の流れが逆転して、クロスボーダーの金融取引が減少し、ヨーロッパの銀行の国内回帰が鮮明となった。図2が示すように、特に無担保のクロスボーダーの金融取引が顕著となっており、銀行同盟の創設にもかかわらず、今のところクロスボーダーの金融取引が、無担保はもとより、担保付きのそれも回復の兆しはない。²⁶⁾

こうした資本増強を通じて、バーゼル委員会で監視されているヨーロッパの手銀行も、バーゼル3の基準をほぼ満たした。グローバルな活動をしている大手銀行の普通株資本比率（Common Equity Tier 1 (CET 1)）とレバレッジ比率は、平均してほぼ12%と5.6%となっているが、ユーロ圏の銀行の場合、レバレッジ比率（総資産に対するTier 1資本比率）が低い（図3参照）。しかも、既に述べたように、普通株に比べて明らかにリスクがあるにもかかわらず、CoCo債のTier 1への組み入れによる資本増強も容認され、大手銀行によって積極的に利用されるなど、嵩上げされている感が否めない。²⁷⁾

図2 金融市場取引の地理的分布

(年次データ、総取引量の%)

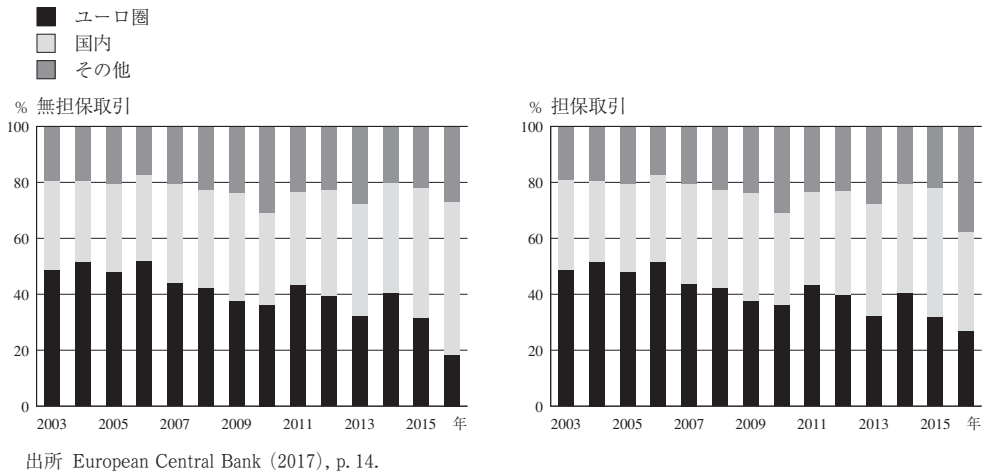
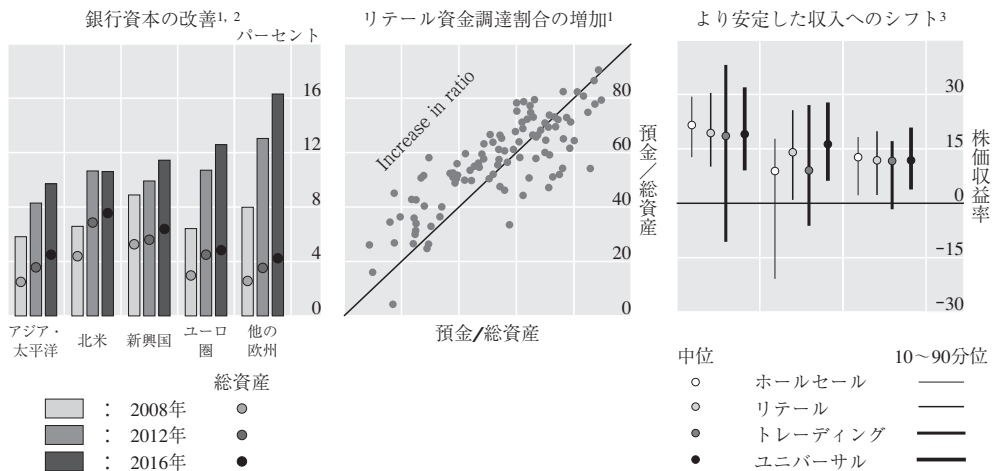


図3 銀行のバランスシート強化と収入の安定化



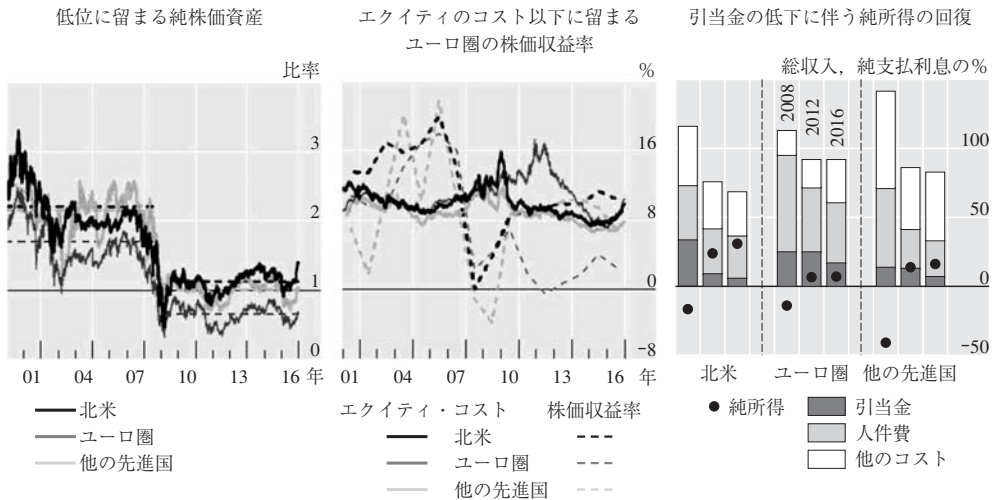
CET 1=普通株 Tier 1; RWA=リスクウェイトと資産

注. 1. 少なくとも総資産1000億ドル以上を有する100以上の銀行の例。 2. 中位比率：2008年に関しては新しい資本/RWA 定義による不完全な調整により現実の資本総額を過大評価しているかもしれない。 3. 銀行/年の観察の4つのビジネスモデルへの分類に基づく。

出所 BIS (2017b), p. 84.

同じく、金融危機後の銀行行動の変化として、資金調達行動の変化が挙げられる。他国の大手銀行にも共通するが、短期のホールセールの無担保の資金への依存を減らし、顧客預金のようなリテール預金への依存を増加させ（図3参照）、よりカウンターパーティー・リスクや規制上の誘因を反映する形で、担保資金調達（collateralised funding）や中央決済

図4 銀行の経営環境改善と続く調整



注. 左の図の破線は、危機前の2000年第1四半期から2008年第2四半期、と危機後の2009年第3四半期から最近までの平均を表している

1. 75の先進国の銀行資産の平均。北米はカナダとアメリカ，ユーロ圏はオーストリア，ベルギー，ドイツ，スペイン，フランス，イタリア，オランダ，他の先進国は，オーストラリア，スイス，日本，スウェーデン。

出所 BIS (2017b), p. 85.

(central clearing) へのシフトも窺われる²⁸⁾。また、銀行の業務にも変化が見られ、多くの銀行が、巨額の損失に苦しんだり、訴訟リスクにさらされたりしていた既存のビジネスラインを縮小するか、もしくは退出を選択した。それに伴い、トレーディングのような業務からの収入は低下し、資産管理 (wealth management) のような非金利収入によって部分的に代替されるようになった²⁹⁾。こうした、より安定した資金源泉へのシフトや、より多様化された収入基盤の獲得は、銀行経営の安定化や収益構造の改善につながる可能性はあるものの、他方で、厳しい競争環境や規模の制約は、それを阻む可能性もある。

事実、資本増強の進展や業務の見直し、それに伴う収益改善の兆しにもかかわらず、ヨーロッパの銀行に対しては、依然市場の厳しい評価が続いている。ヨーロッパの銀行株は、2016年央より上昇傾向にあるといわれるが、図4左の示すように、2016年時点においてユーロ圏の銀行の株価純資産比率 (price-to-book ratios) は、1を下回っていた。市場ベースの銀行株の推計コストが、概ね危機以前の水準に回復しているにもかかわらず、株価収益率 (Return On Equity (ROE)) が投資家の期待に満たないままで、2015年以降のコストと株価収益率のギャップの拡大は、更なる収益改善への継続的な圧力を浮き彫りにしている³⁰⁾ (図4中央参照)。

こうした市場の厳しい評価の背景には、ヨーロッパの銀行のビジネス・モデルに対する投

表 3 主要銀行の収益性

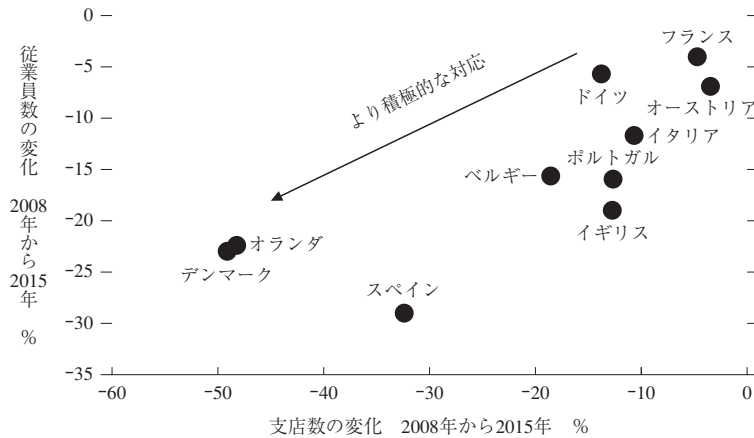
	総資産のパーセンテージ											
	純所得			純金利所得			手数料収入			損失引当金		
	2012-14年	2015年	2016年	2012-14年	2015年	2016年	2012-14年	2015年	2016年	2012-14年	2015年	2016年
主要先進国												
日本（5行）	0.61	0.60	0.52	0.79	0.74	0.68	0.46	0.46	0.45	0.03	0.02	0.06
アメリカ（10行）	1.12	1.40	1.36	2.27	2.24	2.25	1.31	1.24	1.15	0.26	0.23	0.28
ユーロ圏												
フランス（4行）	0.25	0.42	0.42	0.87	0.85	0.84	0.35	0.39	0.36	0.18	0.15	0.13
ドイツ（4行）	0.12	-0.12	0.03	0.92	1.01	0.97	0.62	0.70	0.68	0.14	0.08	0.11
イタリア（4行）	-0.46	0.29	-0.67	1.46	1.30	1.21	0.88	0.85	0.84	1.06	0.51	0.99
スペイン（6行）	0.06	0.57	0.53	1.97	2.04	2.03	0.67	0.64	0.66	1.18	0.65	0.51
他の先進国												
オーストラリア（4行）	1.24	1.25	1.17	1.78	1.62	1.73	0.43	0.38	0.39	0.16	0.10	0.15
カナダ（6行）	1.05	0.97	0.97	1.63	1.51	1.54	0.72	0.72	0.72	0.17	0.15	0.18
スウェーデン（4行）	0.73	0.80	0.78	0.91	0.88	0.87	0.44	0.52	0.51	0.07	0.06	0.07
スイス（3行）	0.23	0.17	0.11	0.70	0.88	0.78	1.31	1.48	1.40	0.01	0.02	0.01
イギリス（6行）	0.26	0.27	0.22	1.06	1.25	1.15	0.49	0.49	0.44	0.26	0.15	0.15

出所 BIS (2017b), p. 80.

資家の懐疑 (skepticism) があるといわれる。すなわち、巨額の不良債権の存在や不透明なマクロ経済見通し、そして銀行間の過当競争を招く銀行過剰 (overbanking) と過剰能力 (overcapacity) が、収益に悪影響を与え、持続可能な収益をあげられるかどうかへの疑いがある。³¹⁾ 慢性的な低収益が続く状況では、銀行の予想外の損失に対するクッションの積み立てが妨げられることにより、ショックに対する脆弱性が増し、それがシステミックな安定性を損なう恐れが存在する。収益性の改善のためには、大胆な合理化・再編が求められるが、そのためのコストは巨額であり、慢性的な低収益が続く状況ではそれも難しく、労働市場の硬直性も店舗や人員削減を困難にしている (図 5 参照)。目下ユーロ圏の景気は緩やかな回復途上にあるが、ユーロ圏の多くの銀行や銀行システムが直面している収益性の改善には、それだけでは不十分と見られている。³²⁾ 勿論、低迷がグローバルな大手銀行に共通する現象であればまだしも、ライバルの米系大手銀行は、危機の後素早い立ち直りを見せて、高い収益をあげており、ヨーロッパの劣勢が鮮明となっている (表 3 参照)。

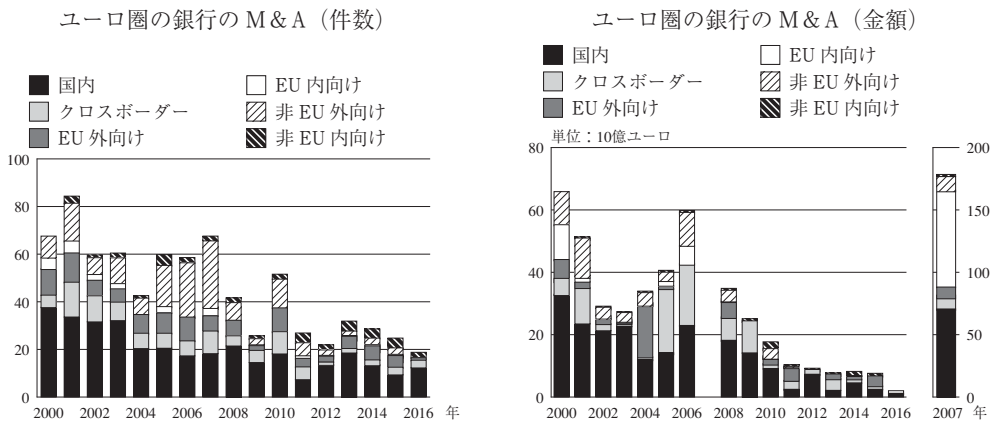
こうして、ヨーロッパの銀行は、グローバル金融危機とそれに続くヨーロッパの一連の危機の二度にわたって深刻な打撃を受け、目下資本増強と流動性ポジションの改善、ビジネス・モデルのリストラを進めているが、依然収益性が大きな問題となっている。ヨーロッパ大手のどの銀行も、アメリカのライバル行の収益性にはかなわない。³³⁾ 無論、危機以降グローバルな舞台からの後退が鮮明なイギリスとスイスの銀行とは対照的に、ヨーロッパの中でもユー

図 5 支店と人員の削減状況



出所 International Monetary Fund (2017), p. 34.

図 6 ユーロ圏の銀行の M&A



出所 European Central Bank (2017), p. 43.

ユーロ圏の銀行は、資産規模を約20%圧縮しながらも、依然グローバルなポジションを維持している³⁴⁾。フランスやスペインの大手など積極的な路線を維持している銀行もあり、決してグローバル化戦略を放棄したわけではない。とはいえ、劣勢は否めず、だからこそ後述のように資本市場同盟をてこに攻勢に打ってでる機会を窺っている。

2.2 「大き過ぎて潰せない」銀行問題の継続

グローバルな金融危機の発生以前、ユーロ圏における銀行の M&A、特にクロスボーダーの M&A は、著しく増加し、金融統合進展の証しとみなされた。ところが、危機発生後、急激に減少し、わずかとなったそのほとんどが国内におけるそれとなっている (図 6 参照)。

EU 当局は、金融サービスの単一市場、単一銀行市場の実現や、その下での銀行の再編・整理淘汰を通じた銀行過剰の解消を目標に掲げているが、既に述べたように、クロスボーダーの金融取引も縮小するなど、当局の期待とは裏腹に、ユーロ圏の銀行はホームバイアスを強めている。しかし、破綻銀行の買収や合併で、いくつかの国々ではさらに大手銀行への集中が進むなど、「大き過ぎて潰せない」銀行問題は未解決のままとなっている。

他方、「大き過ぎて潰せない」銀行問題と並ぶ、「複雑過ぎて潰せない」銀行問題に関しては、より状況が悪化する兆しも窺える。ユーロ圏の銀行は、既に述べたように、資本基盤強化のための増資を行っているが、先ごろスペインの大手サンタンデル銀行による70億ユーロの増資計画に、ドイツ銀行やクレディスイスの名前が挙げられた³⁵⁾。すなわち、ユーロ圏ないしヨーロッパの大手銀行同士が、お互いに増資の引き受けを行い、その結果大手銀行同士がより緊密な資本関係で結ばれることによって、「複雑過ぎて潰せない」問題はさらに複雑の度合いを増す可能性がある。ヨーロッパ委員会は、ITをはじめ他の分野ではあれほど厳格に独占禁止法を適用し、域外企業にも巨額の制裁金を課しながら、銀行分野では政府の支援を黙認し、巨大銀行による市場支配を放置している。ヨーロッパの銀行部門は、およそ35の巨大銀行に支配されているといわれ、数でいうとわずか1%の銀行が、銀行の総資産の72%を占めている³⁶⁾。

資本関係で相互に緊密に結ばれ、最大のライバルである米系巨大銀行に対抗できる巨大銀行グループの出現は、まさしくヨーロッパの金融業界や EU 当局の望むところであるかもしれない。しかし、金融危機の際に、デクシアやフォルティスの破綻で問題となったように、複数国にまたがる大手銀行が破綻した場合には、その破綻処理は極めて複雑なものとなる。上記両銀行の場合も、結局国別に分割処理された。しかも、既にそうした破綻事例があったにもかかわらず、現行の銀行同盟の下では、複数国にまたがる銀行が破綻した場合にどのように処理をするのか、ほとんど何も決められていない。ここでも具体的な危機が発生するまで、不作為を通すのであろうか。

さらに、金融危機以降、銀行に比べて規制の緩いノンバンク、資産運用会社が、ヨーロッパでも台頭し、満期リスクや信用リスクをより多くとる債券ファンドへのシフトが観察される³⁷⁾。競争が厳しい中で、より高い収益をあげるため、これら投資ファンドは、外国へのエクスポージャーを急速に高めている。しかも、ヨーロッパの場合、仏最大手の資産運用会社アムンディがソシエテ・ジェネラルとクレディ・アグリコルの運用子会社であるように、大手銀行が傘下に運用会社を抱えるケースが目立ち、ここでも大手による寡占化が進んでいる³⁸⁾。かくして、大手銀行のコングロマリット化が進行することで、「大き過ぎて潰せない」さらには「複雑過ぎて潰せない」銀行の問題は、改善に向かうどころか、さらに対処が難しくなっているように思われる。

2.3 変わらない短期のホールセール市場でのドル資金調達

既に見たように、金融危機の際のヨーロッパの銀行の破綻の原因の一つは、過度の短期のホールセール市場への依存、特にドル建て市場への依存にあり、通貨と満期の両方でミスマッチが生じていた。危機以降、果たして状況に改善は見られるのであろうか。

確かに、危機以降、ヨーロッパの大手銀行は、一般的にはホールセール市場依存を減らしている。しかし、グローバルな金融危機および自らの破綻の原因になった、短期のドル建てホールセール市場への依存はそのままとなっている⁴⁰⁾。もっとも、危機以前、ヨーロッパの大手銀行をはじめとする外国銀行にとって、短期のドル建て資金調達の主要な市場であった MMMF 市場は、ストレス時の元本割れに伴う急速な解約を通じてシステミックリスクを引き起こしかねないことから、2016年10月以降アメリカ政府の規制がかかり、急減している。そして、MMMF 市場に代わり、レポ市場や FX スワップ、オフショア市場（ユーロダラー市場）が利用されるようになっており、調達コストはやや上昇したものの、量は確保されている⁴¹⁾。もっとも、ユーロ圏の銀行の中でも、国によって行動が異なる。ドイツの銀行は、危機以降、ドル建ての債権債務を両建てで減らし、ネットでマイナスとなっているのに対して、フランスの銀行は、特にレポ市場でドル建て資金の調達を増やしている⁴²⁾。

同じく問題は、ドル資金の国際仲介が、ヨーロッパの大手銀行もその中に含まれるところの、巨大銀行に集中していることである。インターバンクのドル貸付は、ほんの1ダースの巨大銀行によって支配され、非米系の8つの国の銀行が、国際ドル建て債権債務残高の60%以上を占めている。そして、決済・清算では規模の経済が働くために、それ自体著しく集中しているレポ市場を通じて、ドル建て資金調達のほとんどがなされている⁴³⁾。さらに、そうして調達されたドル資金は、他の様々な市場での取引やアウトライトの貸付に使われており、銀行ならびに MMMF や保険会社、大手事業会社など、当該取引の参加者の間には緊密な相互連関（interconnectedness）が存在している。そのため、一旦ストレスに見舞われた際には、一斉に流動性を求めて殺到し流動性の逼迫を引き起こしかねない。確かに、レポ取引は高い質の資産を担保に行われ、平時には信用・流動性リスクが軽減されることで円滑な取引が行われているものの、流動性が逼迫する際には担保価値のヘアカットが行われる。また、非米系銀行の資金調達は、オフショア市場（ユーロダラー市場）へもシフトしつつあり、グローバル金融危機の際の TAF のような、最後の貸し手である FRB による直接的な危機防止装置を欠いているとされる⁴⁴⁾。

要するに、グローバル金融危機発生の要因の一つになったにもかかわらず、非米系機関のドル建て資金調達ニーズは依然旺盛で、ロールオーバー・リスクを引き起こす可能性を孕んでいる。以前と異なり、ドル取引に関しては、日系銀行が債権債務両建てで著しいポジションを積み上げているが、イギリス、スイスに続きユーロ圏の銀行も、フランスをはじめ依然

大きなポジションを抱えている。再び危機が発生した場合、どのようにしてこれに対処できるのだろうか。銀行同盟はじめこれまで見てきた EU レベルでの危機対策、さらには ECB の金融政策も、せいぜいのところユーロ圏内で生じる問題に対処可能であるに過ぎない。

3 イタリアの銀行危機と銀行同盟

3.1 ユーロ圏最弱のイタリアの銀行システム

イタリアは、ユーロ圏の中では例外的にグローバル金融危機の第一波を比較的うまく切り抜けることができた。⁴⁵⁾ イタリアの大手銀行は、国内市場がビジネスの中心で、フランスやドイツ、ベネルックス諸国の大手銀行のように、アメリカや汎ヨーロッパ地域で大きなエクスポージャーを負わなかった。また、リテール預金への依存が相対的に高く、ホールセール市場を通じた資金調達は少ない。また、スペインのような不動産ブームも起きなかった。

にもかかわらず、金融危機が実体経済の低迷を引き起こし、ソブリン危機そしてユーロ危機へとつながっていく中で、イタリアと同国の銀行システムも深く危機に巻き込まれていくことになった。すなわち、既に顕著であったイタリア経済の長期停滞にユーロ危機による影響が加わって、イタリア経済は深刻な不況に陥り、特に中小企業が大きな打撃を受け、銀行の中小企業向け貸付の不良債権化が進行した。イタリア企業のレバレッジは高く、総債務のうちの銀行ローンの割合かつ短期債務が大きな割合を占め、⁴⁶⁾ ECB の金融緩和によっても、中小企業向けリテール金利は高止まりしたままで、不良債権が膨らんでいった。そのため、銀行は中小企業向け貸付を絞らざるを得なくなったが、そうした貸し渋りは中小企業をさらに痛めつけ、不良債権が増加するという悪循環につながり、⁴⁷⁾ イタリアの銀行の不良債権は、2016年末で3,600億ユーロ（対 GDP 比 2 割）とユーロ圏最大となっている（表 4 参照）。こうした厳しい経営環境の下で、イタリアの銀行は、ポルトガルの銀行と共に、株価収益率、総資産収益率（Return On Asset (ROA)）共にマイナスで（図 7 参照）、収益についても厳しい状況が続いている（表 3 参照）。巨額の不良債権を所与として、イタリアの銀行にとっては、不良債権償却のための引当金の積み増しが大きな負担となっている（図 8 参照）。⁴⁸⁾

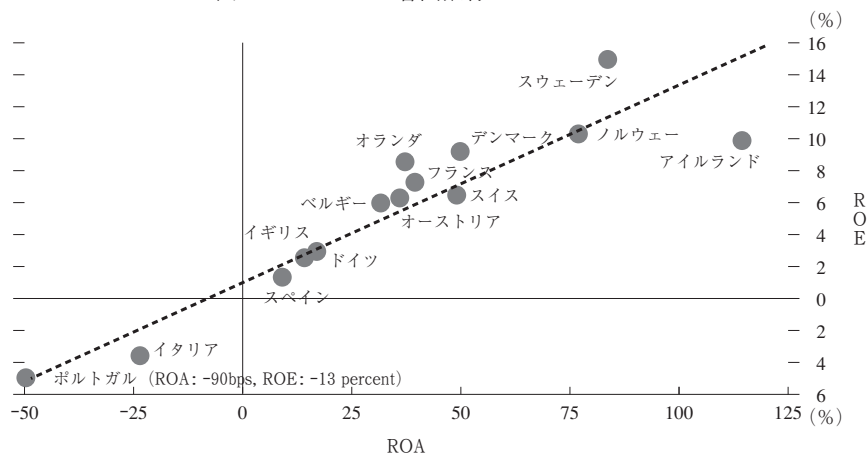
2014年に EU の大手銀行123行に対して行われたストレステストでは、イタリアだけで9行の不合格が出て、⁴⁹⁾ 国別では最悪の結果となった。同じく、2016年に行われたストレステストでも、対象51行のうちモンテ・パスキが最低の結果になるなど、イタリアの銀行が最もストレスに脆弱であることが再確認された。⁵⁰⁾ イタリアは、ユーロ圏の銀行システムのアキレス腱であるといっても過言ではない。イタリアの銀行の短期主義の問題点、すなわち、長期の資本投資に消極的で、短期の非生産的な投資に融資して、銀行信用が浪費されるケースが多く、そのためイタリアの企業は長期の投資を制約され、生産性が伸び悩むという問題点は、⁵¹⁾ 予てより指摘されている。

表4 EU諸国の不良債権（2016年央）

加盟国	不良債権, 10億€	ローンのうちの 不良債権の割合	相手別の不良債権比率 (%)		
			中小企業	大企業	家計
イタリア	276.0	16.4	30.4	20.6	12.9
フランス	148.4	3.9	9.1	5.0	4.2
スペイン	141.2	6.0	17.4	7.8	4.5
ギリシャ	115.1	46.9	66.2	37.4	46.4
イギリス	90.6	2.2	5.2	4.2	2.7
ドイツ	67.7	2.6	8.6	5.1	2.0
オランダ	44.6	2.7	5.4	5.1	1.5
ポルトガル	40.8	19.7	29.0	35.6	9.3
アイルランド	32.8	14.6	30.2	13.2	14.9
オーストリア	25.2	6.0	9.8	7.9	5.4
ベルギー	21.4	3.6	6.8	5.1	3.9
キプロス	21.4	47.4	64.7	61.1	55.9
デンマーク	19.8	3.4	12.4	4.9	5.5
スウェーデン	10.9	1.0	2.1	1.4	0.8
ポーランド	6.7	6.8	13.5	9.7	5.2
他の加盟国	33.9	5.6			
EU	1096.5	5.4	16.7	7.6	4.9

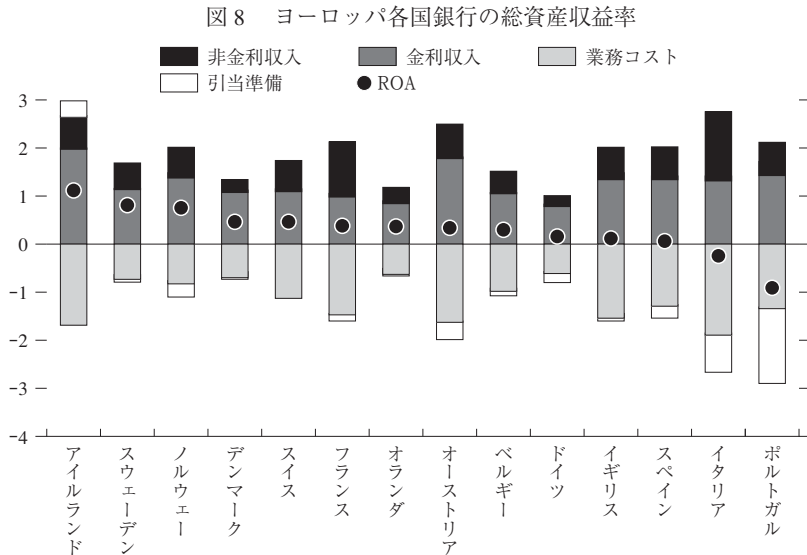
出所 https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/staff-working-document-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf, p. 59.

図7 ヨーロッパ各国銀行のROEとROA



出所 International Monetary Fund (2017), p. 30.

しかし、イタリアの銀行問題は、単に個別の銀行経営の善し悪しの問題ではない。イタリア最大の銀行であるユニクレジットも、業績の低迷を余儀なくされている⁵²⁾。IMFの分析によれば、ヨーロッパの各国の銀行の収益には大きな相違が存在するが、ビジネス・モデルの善し悪しよりも、銀行の置かれている条件や制度上の特徴が収益性を左右する。イタリアの⁵³⁾



出所 International Monetary Fund (2017), p. 30.

銀行問題は、結局のところ慢性的な低成長が続き、銀行にとって有望な貸付先がないことに
⁵⁴⁾ 帰着する。その意味で、今回の銀行危機は起きるべくして起きたともいえる。

3.2 破綻処理で露呈した銀行同盟の限界

今回のイタリアの銀行危機によって、イタリア政府は、モンテ・パスキの国有化に⁵⁴⁾54億ユーロ、バンカ・ポポラーレ・デイ・ピチェンツァ、ベネスト・バンカの2行の救済および劣後債保有者の救済のために、170億ユーロという巨額の公的資金を使うことになった。⁵⁵⁾

現存する最古の銀行で国内大手4位のモンテ・パスキは、予てから経営危機に瀕し、政府からもたびたび救済を受けていたが経営が悪化、2016年12月に投資家から増資資金を募ったものの失敗し、政府に支援を仰がざるを得なくなっていた。当初ヨーロッパ委員会はイタリア政府による同行の支援に難色を示したが、あくまで支払い能力は有しており、事業存続のための予防的資本注入という形で最終的に承認した。政府が増資を引き受け、出資比率は70%になる。同行は政府支援と引き換えに、消費者や小規模企業向け事業モデルに転換し、効率性や信用リスク管理の改善に力を入れ、支店の統廃合や大規模な人員削減を行う5か年計画に同意した。モンテ・パスキの抱える約260億ユーロ相当の不良債権は証券化され売却される予定で、シニア部分には政府保証が付き、最もリスクの高い部分は銀行救済基金「アトランテ2」に移管される。⁵⁶⁾

他方、バンカ・ポポラーレ・デイ・ピチェンツァとベネスト・バンカについては、ECBは勧告（破綻処理手続き）により単一破綻処理委員会（Single Resolution Board (SRB)）に

判断を委ねたが、同委員会はイタリア政府に国内の法律に基づいて処理するよう求めた。すなわち、超国家的な手続きによる処理ではなく、イタリア政府の裁量に委ねる形となり、イタリア政府は、グッドバンクとバッドバンクに分けて処理、前者は優良ないし有力行に買い取らせ（吸収合併）、後者は公的資金の注入により処理することになった。2行の優良資産を買い取るインテザ・サンパオロ銀行には、自己資本比率に悪影響を与えないよう52億ユーロの支援が提供されることになっている⁵⁷⁾。同様の破綻処理は、スペインでも行われ、破綻したバンク・ポピュラーレ・エスパニョールは、大手のサンタンデルによってわずか1ユーロで買収された。

イタリア政府によるこうした救済は、1970年代に経営が傾いた ENI ら大手企業を次々と国有化していった処理によく似ている。それが、EU が進めてきた市場統合戦略と相反するものであることはいうまでもない。同時に、イタリア政府による銀行の救済は、救済の文化を終わらせるはずであった BRRD の有効性を疑わせる結果にもなった。すなわち、イタリアでは、投資リスクに詳しくない個人投資家が銀行の劣後債を多く保有しており、BRRD で定めたベイルインを強制的に執行し、損失を負担させれば、社会問題に発展する恐れがあった。そうでなくとも支持基盤が弱体化しているイタリア政府は、劣後債の保有者を救済せざるを得ない状況にあった。BRRD は元々劣後債や預金者にも損失を負わせることで取り付け騒ぎを引き起こし、その意図とは反対に、むしろ金融危機を引き起こしかねないと批判されていたが、キプロス危機の際の大手銀行救済に対する国内世論の強い批判を受けてドイツが強硬に主張することで導入されたものの、早くも問題点を露呈することになった。筆者も、これまでの金融危機の過程で示された EU 各国政府の露骨な自国銀行擁護や、EU 当局のご都合主義からして、ベイルインがそのまま実行される可能性は低いと見ていたが⁵⁸⁾、まさに予想通りの展開となった。さらに、破綻処理でイタリア政府に裁量や抜け穴を認めたことで、「単一のルール・ブック」という虚構も明らかとなった。

何よりも、今回のイタリアの銀行危機で、BRRD および銀行同盟が断ち切るはずであった、ソブリン危機と銀行危機の連鎖が再び意識されるようになった⁵⁹⁾。イタリアの銀行債の利回りは、危機を反映して2016年初め以降上昇傾向にある。しかも、巨額の政府債務を抱えているにもかかわらず、巨額の公費で銀行を救済することにより、イタリアの財政赤字や政府債務増大への懸念が広がり、イタリア国債の利回りも上昇している。そのようなソブリン・リスクの高まりは、銀行が保有する国債の評価損を招き、また担保として利用できる国債の価値を減じることでホールセール市場での資金調達コストを押し上げ、銀行経営にとって重荷となる⁶⁰⁾。現にイタリアの銀行はイタリア国債を大量に保有し、それを担保にレポ取引などを行っている。かくして、ソブリン危機と銀行危機のループが続くことになる。

EU は、完全な銀行同盟そして単一の銀行市場の実現を目指している。しかし、各国の監

慣習や法的フレームワーク、制度・機能環境、信用配分における政府の政策や役割の相違、さらにクロスボーダーの M&A の障害は、経営の善し悪し以上に、国毎に銀行のパフォーマンスの相違をもたらし、当然のことながら収益にも影響を及ぼす⁶¹⁾。危機発生以降の、銀行同盟をはじめとする様々な制度上の改善、ルール調和の試みにもかかわらず、EU はもとより、ユーロ圏各国における銀行市場の構造的差異やパフォーマンスの相違はなくなっていない。実体経済の収斂が進まない以上、ある意味でそれは当然のことといえる。そして、一旦自国の銀行が破綻の危機に直面すれば、結局経済的負担と同時に政治的責任を負わなければならない当該国政府が救済に乗り出すことになる。イタリアの納税者の資金による破綻銀行の救済は、大規模な救済の時代を終わらせようと意図された、共通のルール・ブックに基づく何年にもわたる仕事にもかかわらず、EU 法と各国法のつぎはぎを露にした⁶²⁾。所詮銀行同盟と言いつつ、実態は銀行連合に過ぎず、イタリアの銀行危機によって現行の銀行同盟の問題点ないし限界が露呈したといえよう。

4 資本市場同盟とヨーロッパの銀行による巻き返し

4.1 資本市場同盟とその狙い

2015年2月に、ヨーロッパ委員会は、銀行同盟に続くプロジェクトとして、資本市場同盟の創設を提案した⁶³⁾。そもそも、ヨーロッパ統一資本市場の創出は、1960年代以来の課題であったが、長い間実現を見なかった。ユーロの導入時にも、ユーロ圏の資本市場の発展と統合が期待されたが、国債市場や銀行のリファイナンスの場としての銀行債市場の発展は見られたものの、容易に統合に至らず、社債市場も期待されたほどには発展しなかった。株式市場は統合が進んだものの、エクイティの発行コストが割高であるなどの理由もあり、これも期待されたほどには発展しなかった。アメリカのナスダックを模倣し、90年代の終わりにドイツなどいくつかの国々で鳴り物入りで誕生した中小企業向け店頭市場も、アメリカの IT バブル崩壊の影響をまともに受けて、短期間で潰えた。しかも、金融危機によって、ヨーロッパの金融システムの中心にあった銀行が大きな打撃を受けて、産業金融の役割を十分に果たせていない。特に、イタリアをはじめとする南欧諸国は、銀行への依存度が著しく高かっただけに、銀行の機能低下は、実体経済停滞の一因ともなっている。銀行同盟の創設も、銀行融資の目覚ましい回復につながっていない。

それゆえ、資本市場同盟は、革新的な中小企業向けに、銀行借入に代わる資金調達手段を提供することで、起業や経済成長、雇用拡大を促進することや、アメリカやその他の先進国に比して相対的に未発達に留まっている、株式市場を中心とする資本市場の発展を促し、直接金融のルールをより発展させること、さらに、多様で厚みのある資本市場の発展を促すことにより、非対称的ショックの発生を抑え、それによってユーロ圏の金融システムの安定化

を図るなど、数多くの野心的な狙いを掲げている⁶⁴⁾。金融危機の発生以前、アメリカ同様、ヨーロッパでも急速な発展を見ながら危機によって著しい打撃を受けた証券化市場再生の試みも既に始まっている。ECBも量的緩和策の一環である資産購入プログラムを通じて債券を買入れるなど、証券化市場の再生を積極的に後押ししている。さらに、総額3,150億ユーロにも上る、インフラ投資を通じた成長・雇用促進のための、ヨーロッパ戦略的投資ファンド（いわゆるユンケル・ファンド）も、既に立ち上がっている。資本市場同盟は、それらの試みを統合し、より大々的に推進しようとするものであり、ユンケル率いるヨーロッパ委員会の目玉のプロジェクトとなっている⁶⁵⁾。

当初の予定では、2025年を完成目標としていたが、2019年までと期間が短縮され、消費者や投資家保護など公益保護のために、資本市場を監督するESA（European Supervisory Authorities）の創設や単一ヨーロッパ資本市場監督者（a single European capital markets supervisor）の設置も検討されている。資本市場同盟は、銀行同盟を補完すると同時に、最終的には両者を統合して金融同盟に向かう計画も立てられている。2017年6月には、資本市場同盟に関する中期レビューも公表し、本格的な取り組みに乗り出そうとしている。

4.2 強まるヨーロッパの金融業界による巻き返し

資本市場同盟の創設は、一見したところヨーロッパ委員会が中心となった官製プロジェクトのようだが、決してそうではない。EU加盟国を含む欧州32カ国の銀行協会が参加する、欧州銀行連盟（European Banking Federation（EBF））も、資本市場同盟を強力に支持しており、資本市場同盟の創設には、まさにヨーロッパの金融業界の意向や利害が深く絡んでいる。

2015年2月に、ヨーロッパ委員会から提出された、資本市場同盟の創設に関するグリーンペーパーを受けて、同年5月、当時のフランスのサピン財務・会計検査大臣の諮問により、「来るべき資本市場同盟のための投資・ファイナンス勧告」と題する報告書が提出された。その中では、おそらくフランスの大手銀行のものであろう意向が赤裸々に述べられている。

同報告書によれば、資本市場同盟がうまく機能するためには、金融危機発生後に強化された金融規制を緩めるべきであり、大き過ぎて潰せない銀行問題への対応と、その一環として検討されている、銀行構造改革（ユニバーサルバンクの解体）やマーケット・メイキング活動への制約に対して、真っ向から反論を加え、大手銀行の利益を擁護する⁶⁶⁾。

流動性に関しては、厚みのある流動的な市場を持つことが、資本市場同盟がうまく機能し、資金調達や金融上の安定を確保する上で重要であるにもかかわらず、現行のEUの規制は、銀行による積極的なマーケット・メイキング活動や流動性の供給を脅威にさらすことで、資本市場同盟が効果的に機能する上で障害となり、金融上の不安定性さえ生み出しているとし

て厳しく批判する。同様に、バーゼル3に対しても、単一市場における銀行のマーケット・メイキング活動に深刻なダメージを与えると警告し、特にレバレッジ比率規制や安定資金調達比率規制が、マーケット・メイキングを難しくすると批判する。⁶⁷⁾

また、投機の抑制や危機対策の財源確保を目的に、フランスなど既に一部の国で導入されている金融取引税に関しても、市場を分断し競争上の歪みをもたらすことを通じて、適切な資源配分を妨げていると批判する。同じく、市場の分断に関しては、銀行同盟の創設にもかかわらず、ある国の規制で保証された預金は、同じ銀行グループ内であっても、他の国における業務に使用されてはならないという、国別の流動性の囲い込み（ring-fencing）により、EU レベルでの銀行の効率的な資金の利用が妨げられていると批判する。

同報告は、既に EU 当局によって進められている証券化の再生にも言及し、目下 ECB による債券購入プログラムが、市場に著しい流動性を供給しているものの、中央銀行に代わり市場が本来資金供給の役割を果たすべきであり、その一環として証券化の再生と ECB が購入可能な証券の組成を提唱する。⁶⁸⁾

最後に、ユニバーサルバンクの改革に関しては、分割による規模の縮小よりも、むしろ逆に拡大を図るべきであり、投資や融資に関して十分な役割を果たすのに必要な高度の技能を有する人材や洗練されたプロセスに投資すべきであると主張する。⁶⁹⁾ 彼らヨーロッパの大手銀行が、米系大手銀行をはじめとするグローバルな競争相手を意識しているのは間違いない。「大き過ぎて潰せない問題」に関して、過去5年間に銀行自身がそのリスクやそのシステムミックな帰結を著しく和らげるよう、適切に対応してきたと擁護する。⁷⁰⁾

EU 当局による規制、さらにはバーゼル委員会の規制—それ自体多くの点で骨抜きにされてきたにもかかわらず—に対して、真っ向から異を唱える報告書が、フランス財務省の諮問を受けて提出されたことに驚きを禁じ得ないが、まさに上記の報告書の主張が示しているように、資本市場同盟構想の浮上を機に、ヨーロッパの大手銀行は巻き返しを図り、反攻を強めつつある。

無論、こうした動きはヨーロッパだけに留まらない。金融危機後強化された規制に関しては、アメリカでも大手金融機関による巻き返しが顕著となっている。ウォール街との癒着を強めるトランプ政権の下、2017年6月には、アメリカ財務省が、金融業界の強い意向に沿う形で、金融危機後に強化された大手銀行に対する規制緩和の見直しを求める報告書を提示した。報告書の中では、ストレステスト基準の緩和や消費者金融監督機関の権限縮小などと並んで、市場の流動性に悪影響を与えかねないと、トレーディング規制のさらなる緩和も要求している。⁷¹⁾ 米欧の銀行業界、そしてその意を受けた政府・行政当局が、互いに呼応しあって規制の再緩和に動こうとしていることは疑いない。IMF も、グローバル金融危機後の改革を停滞ないし後戻りさせようという圧力が既に積み上がっていることに懸念を表明してい

⁷²⁾
る。

4.3 イギリスのEU離脱と激しさを増す金融争奪戦

ヨーロッパの場合、銀行の反転攻勢には、イギリスのEU離脱も大きな影響を与えている。そもそも資本市場同盟は、国際金融センターとしてのロンドン市場の利害に訴えて、イギリスをEUに留め置くための戦略に他ならなかった。にもかかわらず、イギリスのEU離脱を止められなかった。しかも当初は、世界有数のロンドン資本市場を有するイギリス抜き資本市場同盟は、ほとんど無意味と思われた。ところが、ここに来て、フランスやドイツをはじめ他のEU諸国は、EU離脱を機にイギリスから金融機関や金融ビジネスを奪取しようとする動きが激しさを増し、イギリス抜き資本市場同盟構想を積極的に進めることで、自国の立場を有利にしようとしている。これまでヨーロッパの金融ビジネスではイギリスが圧倒的な優位に立っていたが、離脱という敵失を機会に、資本市場同盟を梃子にイギリスから金融ビジネスを奪い取ろうとしている。

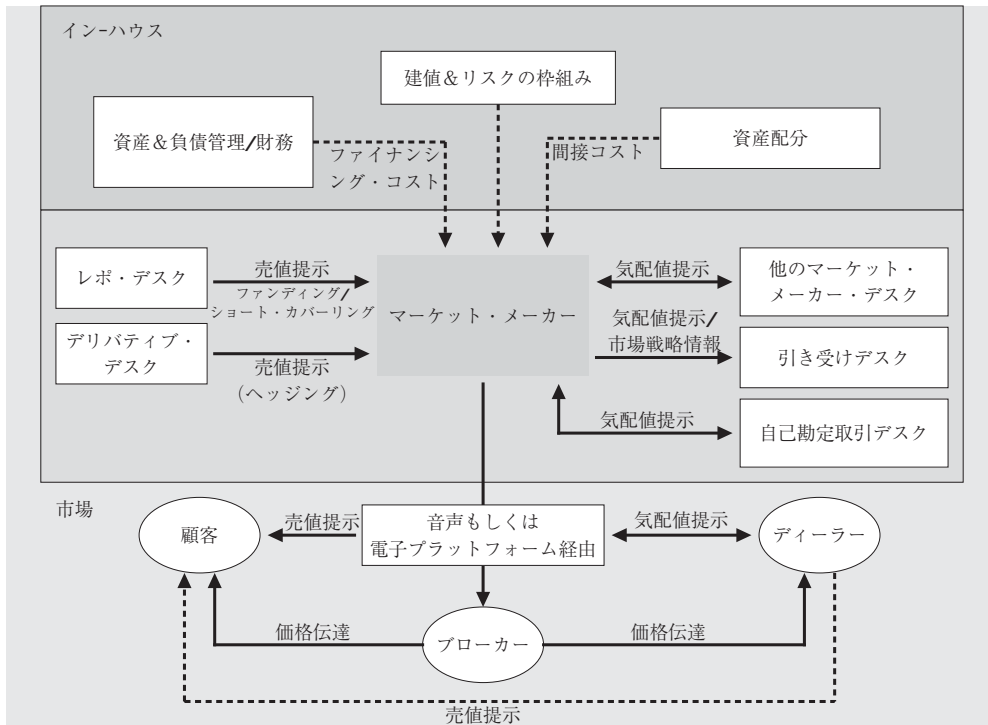
しかも、イギリスから銀行を誘致するに際して、これらの諸国は緩い規制を売り物にしている。それを可能にしているのが、EUの規制体系の抜け穴に他ならない。EUの銀行監督は、銀行同盟の下でECBが担っているが、銀行事業のうち市場価格を形成するブローカーディーラー部門については、銀行の中で最も複雑かつリスクの高い部門の一つであるにもかかわらず、ECBは直接的な監督権を有していない。現在大半のブローカーディーラー部門がECBの監督外のロンドンにあるが、イギリスのEU離脱に伴いユーロ圏への事業移転を計画している銀行は、ECBではなく移転先の国の規制当局から承認を得て監督を受けることになっている。そのためユーロ圏諸国は、自国に銀行を誘致しようとはばらばらで緩い基準を提示し、税負担の軽減などの便宜も積極的に図ろうとしている。こうした「底辺への競争」の結果、銀行に対する監督・規制が緩くなり、同時にユーロ圏の規制の一貫性—そうでなくとも、各国ごとに裁量の余地が広がり、その単一性には疑問が生じつつある—が損なわれる恐れが強まっている。⁷³⁾ ECBはそのことを懸念している一方でEU離脱後にロンドンにユーロ決済機能を置いたままにしておくことは、ユーロ圏の金融システムの安定化の観点からも重大な問題があると、決済業務をユーロ圏内に移転させようとしている。そして、イギリスからユーロ圏に移転を検討している銀行には、審査の免除や内部リスクモデルの事前承認を得る規制要件を緩和する用意があることを示し、移転促進を支援する姿勢を示している。⁷⁴⁾ 要するに、ECB自らもイギリスからの金融ビジネス争奪戦に積極的に加わっている。皮肉なことに、本来EUにとって好ましいことではなかったはずのイギリスのEU離脱が、他のユーロ圏諸国にとってむしろイギリスから金融ビジネスを奪い取る絶好の機会となっており、イギリスの敵失を利用して、金融ビジネスで少しでも利益を得ようとする各国の国家エゴが剥

き出しとなっている。同時にそれは規制緩和を望む銀行にとってまさしく追い風となっている。

4.4 マーケット・メイキングの規制緩和をめぐる攻防

マーケット・メイキングは、有価証券やスワップ、オプションなどのデリバティブ、為替取引において、銀行が買い手と売り手の仲介役（マーケット・メーカー）となり流動性を供給することによって、円滑な取引や市場の機能や効率性を高める（図9参照⁷⁵⁾）。マーケット・メイキングは、金融市場において重要な役割を演じる一方、非常にリスクの高いビジネスであり、グローバル金融危機の一因ともなった。

図9 マーケット・メイキングの概念図



出所 Committee on the Global Financial System (2014), p. 7.

それゆえ、金融規制改革は、これまで見てきたように、金融システムにおけるシステムミック・リスクの低減を目的に進められ、自己資本比率規制や流動性カバレッジ比率規制、レバレッジ比率規制、純安定調達比率規制の導入・強化を通じて、マーケット・メイキングを担う主要な銀行のバランスシートや資金調達構造の強化を促してきた。その結果、マーケット・メイキングを行うコストが増大し、銀行は高い資本・リスクのあるマーケット・メイキング

から撤退し、資本・バランスシート規模をより必要としない取引にシフトさせたことで、マーケット・メーカーのサイズとリスクが低下している。ディーラーのリスク許容度の低下も、マーケット・メイキングの機能低下の要因の一つとなっている。

しかし、その一方で、仲介機能を利用する、資産運用会社、ヘッジ・ファンド、年金基金、保険会社、ソブリン・ウェルズ・ファンドといった、エンド・ユーザーの規模や複雑さは、著しく増大し、寡占化も進んでいる。そのため、取引の仲介者であり、サイズとリスク許容度の低下しているマーケット・メーカーである銀行と、エンド・ユーザーとの間で mismatches が生じ、市場流動性がごく少数の巨大機関投資家によるポートフォリオの配分に左右される可能性がより高まっており、大規模な取引を円滑に行いにくくなっているとされる⁷⁶⁾。FRBも、金融危機後に導入されたボルカー・ルールなどの規制は、流動性への影響は限定的と見られるものの、債券ディーラーの値付け意欲をそいでいる可能性があるとの認識を示している⁷⁷⁾。ヨーロッパの債券市場に関して、流動性が低下しており、その背景として、金融危機後の自己資本規制などの強化により、金融機関がバランスシートを用いる債券トレーディングやレポ取引を縮小していることが挙げられている⁷⁸⁾。グローバルな金融危機の震源地ともなったドル建てホールセール市場でも、既に見たように、取引参加者の寡占化が進み、ストレスが生じた際に再び流動性が逼迫しかねない状況にある。

銀行業界も、自ら未曾有の危機を引き起こし、大規模な救済や支援を受けていたことから、これまでは規制当局の意向にしぶしぶと従い、マーケット・メイキングを縮小してきた。ところが、ここにきて一転反転攻勢に出ている。フランスの大手銀行の意向を反映したフランス政府への諮問勧告書、同じくアメリカの大手銀行の意向を反映したアメリカの財務省報告は、共にマーケット・メイキングに言及し、危機後に強化された規制がマーケット・メイキングを難しくさせ、流動性の低下や資本市場の発展を阻んでいるとして、規制の再緩和を要求している。

しかし、規制緩和によって、銀行がマーケット・メイキングを自由に行えるようになれば、エンド・ユーザーがポジション調整を望む際に、いつでもマーケット・メーカーである銀行を通じて十分な流動性が供給されるというのは、まさにグローバルな金融危機の際に実際に起きたこととは正反対であった。Plenderによれば、買い手と売り手が出した注文から読み取れる情報をいかに賢く使えるかがマーケット・メーカーの勝負どころで、そのために規模が重要であり、直接把握できるマーケットの数が多いほど、リスクの最小化を図ることができる。その結果、マーケット・メイキング業務は寡占状態となり、特にデリバティブ取引は巨大銀行同士で行われ、危機が起きるたびにマーケット・メーカーの破産の規模が拡大している。彼によれば、イギリスのピッカーズ委員会が提案するように銀行内に垣根を作ることで、リスクの低いビジネスと高いビジネスを分割するだけでは十分ではなく、ボルカー・ルー

ルによる自己勘定の禁止も的を射ていない。というのも、もっと大きなシステミックリスクは、銀行によって行われるデリバティブ取引のマーケット・メイキング業務にあるからであった。⁷⁹⁾

グローバル金融危機以降、危機再発防止のために、金融規制当局は、自己資本比率規制強化に示されるように専ら資本の増強で対応してきた。しかし、実際に危機が起きた際に必要とされる資本は、当局が想定しているよりはるかに高く、市場のパラダイムがいずれ必然的に変化した際に、エンド・ユーザーらによるポートフォリオのポジションを調整しようとする動きは、金融システムが秩序ある形で適応できる規模をはるかに超えると予想されている。⁸⁰⁾

こうして見てくると、米欧の大手銀行によるマーケット・メイキングに関する規制緩和要求が、いかに大きなリスクを孕んでいるかが明らかとなる。百年に一度といわれる未曾有の惨事を引き起こしながら、喉もと過ぎれば熱さを忘れるとばかりに、再び規制の再緩和を要求し、リスクテイクに走ろうとする。救済によるモラルハザード、高額報酬、業績主義や強欲の文化、倫理基準は、危機後もほとんど変わっていない。⁸¹⁾ グローバルな危機の発生以前から今日まで数々の投機的ビジネスや不正行為で悪評を振りまいてきたドイツ銀行は、イギリスの EU 離脱を機に、ロンドン市場における債券ディーリングといった投資銀行業務を見直し、フランクフルトに拠点を移して、今後はドイツの法人顧客を中心とする、より低コストで低リスクのビジネスを目指すという。しかし、そのような方針転換は俄に信じられるものではない。危機の後にはもとより、その後も次々と同行の不正取引が発覚しており、2017年6月にもトレーダーが過剰なリスクテイクを行って巨額の損失を出し、トレーディング部門の内部統制の脆弱さが明らかとなったばかりで、4月にも自己勘定取引を制限するボルカー・ルール⁸²⁾の遵守を徹底しなかったと、FRB から警告を受けていた。

かくして、金融危機の記憶が薄れる中で、危機によって強化された規制を再び緩めようとする金融業界の攻勢が露骨となりつつある。⁸³⁾ マーケット・メイキングの規制緩和をめぐる攻防は、今後のヨーロッパのみならず、グローバルな金融システムの行方を占う重要な試金石となろう。

むすびにかえて

現インド中央銀行総裁のラジャンは、2005年に世界の中央銀行関係者や著名な学者が集まるジャクソンホールの講演で、世界はより安全になったかと問うた。彼の答えは否であったが、これに対し当時のグリーンズパン FRB 総裁をはじめほとんどの参加者が真っ向から厳しい批判を浴びせた。しかし、数年後未曾有の金融危機が世界を襲った。それから約10年が過ぎ、アメリカに続いてヨーロッパでも緩やかな景気回復が見られ、ECB の非伝統的金融

政策にも漸く出口論がささやかれるようになってきている。ヨーロッパの大手銀行は、金融危機によって一時は破綻寸前に追い込まれたが、再び息を吹き返し、資本市場同盟構想の浮上やイギリスのEU離脱決定を受けて、危機後に強化された規制を骨抜きにすべく攻勢を強めている。EUの政策当局や各国政府も、そうした動きを抑制するどころか、むしろ積極的に後押ししている。

しかし、銀行過剰、新しい有力なビジネス・モデルの不在、大き過ぎて潰せない、複雑過ぎて潰せないなどの問題は、依然未解決のままに留まっている。危機対策の切り札として鳴り物入りで創設された銀行同盟も、イタリアの銀行危機でその限界を露呈している。にもかかわらず、EUは、資本市場同盟、さらには金融同盟へ進もうとしている。しかし、果たしてそれによって、今のヨーロッパが最も必要としている、inclusiveで持続可能な成長が本当に実現され、各国政府やEUに対する信頼の回復につながるのか。早晚試される機会が訪れよう。

注

- 1) ヨーロッパの大手銀行のビジネス・モデルと、危機の前後でのその変化については、以下を参照。Roengpitya, Tarashev and Tsatsaronis (2014).
- 2) BIS (2017b), p. 89.
- 3) Ibid., pp. 89-90; Roubini and Mihm (2010); 星野 (2015), 80-2頁も参照。
- 4) European Central Bank (2003); 星野 (2015), 89-90頁。
- 5) de Larosi re et al. (2009).
- 6) European Commission (2009).
- 7) High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector (2012).
- 8) Ibid., pp. 100-1.
- 9) バーゼル規制に関しては、太田 (2011) が詳しい。
- 10) Feran et al. (2013); Shin (2011); 星野 (2015).
- 11) V ron (2014b).
- 12) 偶発転換社債 (Contingent Convertible Bonds) のことで、銀行など金融機関が自己資本増強のために発行する転換社債の一種。発行体の自己資本比率が基準値を下回るなど、偶発的な事象であらかじめ定められた条件に抵触した場合、元本の一部または全部が削減されたり、強制的に普通株に転換されるため、発行体にとっては好ましい反面、投資家にはリスクが高いとされる (野村証券, 証券用語解説集 偶発転換社債, <https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ku/A02729.html>)。
- 13) 大山 (2016), 20頁。
- 14) Constâncio (2014a), p. 4.
- 15) http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-3731_en.htm
- 16) Rixtel and Gasperini (2013); V ron (2014a).
- 17) Rixtel and Gasperini (2013), p. 14.

- 18) Constâncio (2014a), p. 4.
- 19) Finance Watch (2017), p. 10.
- 20) Véron (2017).
- 21) Plender (2015), 77-8 頁.
- 22) 『日本経済新聞』, 「米国はボルカー・ルールを撤廃せよ」, 2017年2月13日朝刊 (Financial Times 誌の2017年2月13日社説) <http://www.nikkei.com/article/DGXMZO12825920T10C17A2000000/> 同社説は、金融危機以降の大幅な金融規制の増加で、コンプライアンス (法令遵守) は困難で費用のかかるものとなり、それが最大手クラスの銀行に競争優位をもたらす逆効果を生んでいることから、ボルカー・ルールを撤廃するように主張している。
- 23) Plender (2015), 77-8 頁.
- 24) McCauley et al. (2017), p. 10.
- 25) Ibid., pp. 10-1.
- 26) European Central Bank (2017), p. 14.
- 27) Chan and van Wijnbergen (2017) によれば、発行した銀行が破綻した場合に株式に転換される債券である CoCo 債は、EU の規制によって損失吸収力があるがゆえに資本増強に適切とみなされているが、いくつかの CoCo 債は劣後債務の発行よりも潜在的により危険であるとしている。
- 28) BIS (2017b), p. 84.
- 29) Ibid., p. 85.
- 30) Ibid., p. 85.
- 31) International Monetary Fund (2017), p. 32.
- 32) Ibid., p. 29.
- 33) Ibid., p. 27.
- 34) Schoenmaker (2017), p. 7.
- 35) Bloomberg, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-06-14/barclays-hsbc-said-among-banks-on-7-8-billion-santander-sale>
- 36) Finance Watch (2016), p. 19.
- 37) 神山 (2016), 183頁。
- 38) BIS (2017b), p. 83.
- 39) 『日本経済新聞』, 「世界の運用会社 高まる再編機運」, 2017年5月31日朝刊紙面。
- 40) BIS (2017b), p. 89.
- 41) Ibid., p. 91.
- 42) BIS (2017a), p. 23.
- 43) BIS (2017b), p. 93.
- 44) Ibid., pp. 90-3.
- 45) OECD (2009), p. 37.
- 46) Ibid., p. 39.
- 47) The Wall Street Journal, 「マーケット：危機相次ぐ南欧の銀行、景気回復の障害に」, 2017年6月7日 <http://jp.wsj.com/articles/SB11627286305521544534204583193001185957598>
- 48) International Monetary Fund (2017), p. 32.

- 49) European Banking Authority (2014), p. 38.
- 50) European Banking Authority (2016), p. 24.
- 51) Hassen, di Mauro and Ottaviano (2017), pp. 17-8.
- 52) 『日本経済新聞』, 「イタリア最大手銀行増資, 不良債権売却, 人員も削減」, 2016年12月14日朝刊紙面。
- 53) International Monetary Fund (2017), p. 29.
- 54) Gros and de Groen (2016), p. 7.
- 55) 『日本経済新聞』, 「イタリア, 大手銀国有化, 欧州金融, 苦肉の特例, 一元化遠のく, 不良債権膨大」, 2017年7月6日朝刊紙面。
- 56) Bloomberg, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-07-04/monte-paschi-s-italian-rescue-wins-eu-nod-after-months-of-talks>
- 57) Bloomberg, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-07-03/italy-s-bank-funeral-shows-brussels-still-using-crisis-playbook>
- 58) 星野 (2015), 231-2頁。
- 59) The Wall Street Journal, June 26 2017, <https://www.wsj.com/articles/why-italys-bank-rescue-looks-a-backward-step-for-europe-1498479633>
- 60) International Monetary Fund (2017), pp. 36-7.
- 61) International Monetary Fund (2017), p. 29.
- 62) Bloomberg, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-07-03/italy-s-bank-funeral-shows-brussels-still-using-crisis-playbook>
- 63) European Commission (2015).
- 64) European Commission (2015), (2017b), pp. 2-3.
- 65) <http://eumag.jp/question/f0615/#note01>
- 66) Demarigny (2015), p. 3.
- 67) Ibid., p. 19.
- 68) 具体的事例として, フランスで, 中小企業向けローンを担保に, いくつかの金融機関が集まって組成される証券化商品である, Euro Secured Notes Issuer (ESNI) が提唱されている (Ibid., p. 22)。
- 69) Ibid., p. 25.
- 70) Ibid., p. 25.
- 71) US Department of the Treasury (2017), pp. 7-8, p. 14.
- 72) International Monetary Fund (2017), p. 43.
- 73) ロイター, 「アングル: ユーロ圏各国, 「抜け穴」 利用し甘い規制で銀行誘致」, 2017年4月12日 <http://jp.reuters.com/article/euro-regulators-brexit-idJPKBN17D0BQ?rpc=135>
- 74) ロイター, 「英拠点の銀行, ユーロ圏参入で要件緩和も 移転容易に=ECB」, 2017年3月22日 <http://jp.reuters.com/article/eurozone-banks-idJPKBN16T20D>
- 75) マーケット・メイキングと近年のその動向については, Committee on the Global Financial System (2014) が詳しい。
- 76) El-Erian (2016), 167頁。

- 77) Board of Governors of the Federal Reserve System (2017), pp. 26-8.
- 78) 神山 (2016), 183頁。
- 79) Plender (2015), 83頁。
- 80) El-Erian (2016), 167頁。
- 81) Plender (2015), 80頁。
- 82) Bloomberg, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-06-27/deutsche-bank-said-to-face-possible-60-million-derivative-loss-j4fx1yar>
- 83) Stiefmueller (2017), p. 5.

参 考 文 献

- Bank for International Settlement (2017a), *Quarterly Review*, March.
- (2017b), *87th Annual Report*, June.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2017), *Monetary Policy Report*, 7 July. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20170707_mprfullreport.pdf.
- Chan, S. and van Wijnbergen, S. (2017), “CoCo Design, Risk Shifting Incentives and Financial Fragility”, *EMI Working Paper*, No. 2. European Capital Markets Institute, January.
- Committee on the Global Financial System (2014), “Market-making and Proprietary Trading: Industry Trends, Drivers and Policy Implications”, *CGFS Papers* No. 52.
- (2017), “Repo Market Functioning”, *CGFS Papers* No. 59.
- Constâncio, V. (2014a), “Banking Union and European Integration”, Speech at the OeNB Economics Conference, Vienna, 12 May.
- (2014b), “Banking Union: Meaning and Implication for the Future of Banking”, Speech at Banking Union Conference organized by the Master in Banking and Financial Regulation, Navarra University, Madrid, 24 April.
- de Larosi re et al. (2009), *Report of the High Level of Group on Financial Supervision in the EU*, chaired by de Larosi re, Brussels, 25 February. (邦訳 田中素香, 岩田健治, 太田瑞希子訳, 「ドラロジェール報告 (EUにおける金融監督に関するハイレベルグループ報告書)」, 『経済学論纂』(中央大学), 第50巻第1・2合併号。) https://ec.europa.eu/info/system/files/de_larosiere_report_en.pdf.
- Demarigny, F. (2015), “Investing and Financing Recommendations for the Forthcoming Capital Markets Union”, *Report for the French Minister of Finance and Public Accounts*, May. https://www.economie.gouv.fr/files/rapport_demarigny_en.pdf.
- El-Erian, M. A. (2016), *The Only Game in Town – Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse*, The Wylie Agency LTD. (邦訳 久保恵美子訳, 『世界経済 危険な明日』, 日本経済新聞社。)
- European Banking Authority (2014), *Results of 2014 EU – Wide Stress Test*. <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/669262/2014+EU-wide+ST-aggregate+results.pdf>.
- (2016), *EU – Wide Stress Test Results*, 29 July. <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1532819/2016-EU-wide-stress-test-Results.pdf>.
- European Central Bank (2003), “The Integration of Europe’s Financial Markets”, *Monthly Bulletin*,

October.

- (2017), *Financial Integration*.
- European Commission (2009), *Communication from the Commission – European Financial Supervision*, 252 final, Brussels. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52009DC0252&from=EN>.
- (2015), *Green Paper – Building a Capital Markets Union*, COM (2015) 63 final, Brussels. http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf.
- (2017a), *Reflection Paper on The Deepening of the Economic and Monetary Union*, May. https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_en.pdf.
- (2017b), *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, COM (2017) 292 final, Brussels, 8 June. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/communication-cmu-mid-term-review-june2017_en.pdf.
- Feran, E. et al. (2013), *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge University.
- Finance Watch (2016), *Representation of the Public Interest in Banking, A Report with Funding from the Hans-Boeckler-Stiftung*. <http://www.finance-watch.org/ifile/Representation%20of%20the%20Public%20Interest%20in%20Banking%20-%20A%20Finance%20Watch%20Report%20-%202016.pdf>.
- (2017), *Annual Report 2016*. http://www.finance-watch.org/ifile/Publications/Reports/FINANCE-WATCH_ANNUALREPORT-2016.pdf.
- Gros, D. and de Groen, W. P. (2016), “A Radical Cure for Italy’s Banking Problems: A Combination of Good Banks and Soft Bail-in”, *CEPS Policy Brief*, No. 351, December. <https://www.ceps.eu/publications/radical-cure-italy%E2%80%99s-banking-problems-combination-good-banks-and-soft-bail>.
- Hassen, F., di Mauro, F. and Ottaviano, G. I. P. (2017), “Banks Credit and Productivity Growth”, *ECB Working Paper Series*, No. 200.
- High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector (2012), *Final Report*, chaired by Erkki Liikanen, Brussels, 2 October. (邦訳 田中素香監訳, 北原徹, 星野郁, 岩田健治, 山口昌樹, 高橋和也 翻訳, 「EU 銀行業部門の改革に関する最終報告書—リーカーネン報告—」, 『経済学論纂』(中央大学), 第55巻第1号。) http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf.
- International Monetary Fund (2017), *Global Financial Stability Report*, April, p. 27.
- McCauley, R. N. et al. (2017), “Financial Deglobalisation in Banking?”, *BIS Working Papers*, No. 650.
- OECD (2009), “Weathering the Storm: The Financial System in Italy”, *Economic Survey Italy*.
- Plender, J. (2015), *Capitalism – Money, Morals and Markets*, Biteback Publishing. (邦訳 岩本正明訳, 『金融危機はまた起こる—歴史に学ぶ資本主義—』, 白水社。)
- Rajan, R (2005), “Has Financial Development Made the World Riskier?”, *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Issue Aug., pp. 313–369.
- Rixtel, A. van and Gasperini, G. (2013), “Financial Crisis and Bank Funding: Recent Experience in the Euro Area”, *BIS Working Papers*, No. 406.

- Roengpitya, R., Tarashev, N. and Tsatsaronis, K. (2014), “Bank Business Models”, *BIS Quarterly Review*, December.
- Roubini, N. and Mihm, S. (2010), *Crisis Economics – A Crash Course in the Future of Finance* –, The Penguin Press. (邦訳 山岡洋一, 北川知子訳, 『大いなる安定—金融危機は偶然ではない, 必然である』, ダイヤモンド社。)
- Schoenmaker, D. (2017), “What Happened to Global Banking after the Crisis?”, *Bruegel Policy Contribution*, Issue No. 7.
- Shin, H. S. (2011), “Global Banking Glut and Loan Risk Premium”, 12th Jacques Polak Annual Research Conference, Washington D. C., November.
- Stiefmueller, C. M. (2017), “Ten Years After – The 2017 Banking Package: One Step Forward, Two Steps Back”, *Finance Watch Policy Brief*, June.
- US Department of the Treasury (2017), *A Financial System That Creates Economic Opportunities Banks and Credit Unions*, (Report to President Donald J. Trump), Executive Order 13772 on Core Principles for Regulating the United States Financial System, June. <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A%20Financial%20System.pdf>.
- Véron, N. (2014a), “Tectonic Shifts”, *IMF Finance & Development*, Vol. 51, No. 1.
- (2014b), “The European Union is the Global Laggard on Basel III”, *Bruegel Blog Post*. <http://bruegel.org/2014/12/the-european-union-is-the-global-laggard-on-basel-iii/>.
- (2017), “The Governance and Ownership of Significant Euro-area Banks”, *Bruegel Policy Contribution*, Issue No. 15.
- 太田康夫 (2011), 『バーゼル敗戦—銀行規制をめぐる闘い』, 日本経済新聞社。
- 大山剛 (2016), 「新しい局面を迎えた国際金融規制と本邦金融機関へのインパクト」有限責任監査法人 トーマツ リスク管理戦略センター, 11月17日 (<http://www.gmac.jp/frcf/2016/pdf/A-3.pdf>)。
- 神山哲也 (2016), 「欧州における債券ファンドの拡大と運用環境の悪化—市場流動性の低下とファンド規制強化の方向性—」, 『野村資本市場クォーターリー』, Winter (<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2016/2016win13.pdf>)。
- 星野郁 (2015), 『EU 経済・通貨統合とユーロ危機』, 日本経済評論社。