

# 明治大学国際総合研究所「第34回 EU 研究会」議事録

- 開催日：2017年11月29日
- 会場：明治大学駿河台校舎
- 基調報告：土田 陽介  
(三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 調査部 研究員)
- テーマ：「スペインの銀行危機と安定化政策～イタリアとの比較を視野に」

## 基調報告：「スペインの銀行危機と安定化政策～イタリアとの比較を視野に」

### 1. なぜ今スペインの危機を振り返るのか

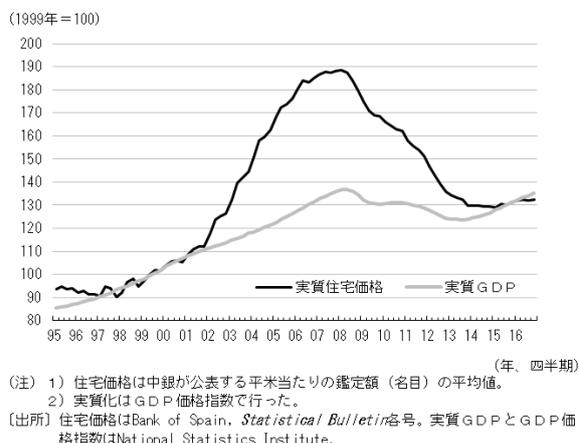
関心の出発点は、ギリシャの経済危機がなかなか終息しないのは何故だろうという素朴な疑問だった。言い換えると、スペインの危機は何で比較的早期に終息したのだろうか、その違いを探求する必要を感じた次第である。足元の状況に紐付ければ、現在のイタリアの経済危機的な状況考える上で何らかの視座になるはずだ。

ユーロ危機に際して、EUは重債務国に金融支援や構造調整政策などの安定化政策を提供した。その処方箋は一律に同じようなパッケージであったが、報告者には、そうした戦略は正しかったのだろうかという疑問がある。更に、そもそもの処方箋を与えるにあたって、診断が正しかったのかという、二つ目の疑問がある。

人体に例えるならば、病院に行って、その所見における診察が正しかったのかという疑問と、二段階として、その診断に基づく治療法・薬は正しかったのかという、そういった疑問である。こうした観点から南欧諸国の重債務国を比較してみる上で、そのプロトタイプとして、スペインの銀行危機を振り返ってみたい。

### 2. スペインの銀行危機の全体像

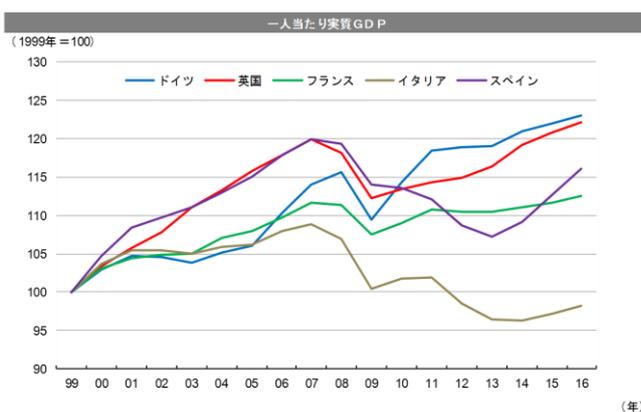
1999年のユーロ圏成立以降、スペイン経済は一貫して高成長が続き、ユーロ圏経済全体の成長を牽引した。他方で国内の不動産価格は実質GDPを上回るテンポで急上昇し、バブル状態に陥った。しかし2007年から08年にかけて生じた世界的な金融危機を受けて



不動産バブルは崩壊し、不動産融資に傾斜していた地域金融機関、貯蓄銀行が経営危機に陥った。

この事態を受けて、第二次サパテロ内閣（08～11年）下のスペイン政府は、09年6月に貯蓄銀の経営再建支援を目的とする専門機関「銀行再建基金（FROB）」を設立し、貯蓄銀に対して154.2億ユーロの公的資金を注入して資本増強を図るとともに、統廃合に努めた。11年にかけて貯蓄銀は45行から18行に整理され、同時に持株会社（SIP）の設立を通じた株式会社化も進められ、企業統治の改善が図られた。しかしスペインの銀行部門は不安定な状況を脱することができず、ギリシャ発の信用不安の波（いわゆるユーロ危機）に飲まれる形で危機的な状態に陥るようになった。

ユーロ圏第4位の巨大経済であるスペインが銀行危機を終息できず、財政危機に陥るなら、ユーロ圏そのものの崩壊につながりかねない。こうした懸念の中でその動向が注目された同国の銀行危機であったものの、EUからの金融支援に基づく安定化政策が功を奏して比較的早期に終息することに成功した。金融支援を要請した1年半後の14



〔出所〕 Eurostat

年1月には予定よりも前倒しでプログラムが終了し、長期金利が低下して信用不安も和らぐなど、スペイン経済は次第に安定を取り戻した。その後スペイン経済は輸出主導の成長軌道に復し、15年から2年連続で3%台の高成長軌道に返り咲いた。

銀行危機の早期終息に当たっては、EUからの金融支援に基づく安定化政策が適切に機能したことが重要な意味合いを持つと考えられる。

- ①政策対応が機能し得る環境が存在していたこと
- ②政策対応のスキーム設計が適切であったこと

以上の両面を兼ね備えていたからこそ、安定化政策は銀行危機の終息に効果的に機能したと判断し得る。特に後者の視点に立てば、金融支援のみならず政策対応の戦術スキーム設計に多大な影響力を行使したEUと、スキームの実行を担ったスペイン政府との間の関係性を整理する必要があるだろう。

### 3. 銀行危機と政府対応の展開

#### 3-1. 銀行危機の展開

スペインでは08年中頃に住宅価格が下落に転じるなど不動産バブルが崩壊し、翌09年にかけて景気が後退する中で銀行の不良債権が急増するようにな

った。当初不良債権問題は、対企業では建設業や不動産業向けを、対家計では住宅ローンを中心としていた。

もっとも景気悪化が深刻化する中で、製造業や問題の発火点である不動産以外のサービス業など、不良債権問題は経済全体に広がった。

不良債権の概要										
	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
不良債権残高 <sup>1)</sup>										
名目値 <sup>2)</sup>	14.2	59.1	88.2	102.5	135.5	162.6	191.7	167.5	130.0	112.3
対GDP比率 <sup>3)</sup>	1.3	5.3	8.2	9.5	12.7	15.6	18.7	16.1	12.1	10.1
不良債権比率 <sup>3)</sup>										
全体	0.8	3.3	5.0	5.8	7.9	10.6	13.8	12.6	10.2	9.2
主体別										
企業	0.7	3.7	6.2	8.0	11.6	16.0	20.9	18.9	14.9	13.3
農林水産業	1.2	2.2	3.2	4.3	6.5	9.1	13.5	12.3	10.2	9.1
工業	0.9	2.1	4.2	4.4	5.7	9.4	13.8	13.3	11.2	9.1
建設業	0.7	5.0	8.6	12.3	18.7	26.6	35.3	33.7	30.9	29.7
サービス業	0.6	3.8	6.3	8.1	12.0	16.3	21.0	18.9	14.4	13.0
不動産業	0.5	6.1	10.0	14.0	21.5	29.1	38.0	36.2	27.4	25.4
家計	1.0	2.7	3.4	2.9	3.4	4.7	6.7	6.6	5.5	5.4
住宅ローン	0.7	2.3	2.8	2.3	2.8	3.8	5.8	5.7	4.7	4.6

(注) 1) 3ヶ月以上返済が延滞している債権を意味する。

2) 10億ユーロ

3) %, 対リスク資産比

(出所) Bank of Spain, *Statistical Bulletin* 各号

サパテロ政権下の政策対応で不安定な状況から持ち直したかに見えたスペインの銀行部門であるが、ギリシャ発の信用不安の波を受け、11年頃から銀行の資金繰りが困難になるとともに、信用収縮や預金流出が始まるなど銀行危機の様相が強まった。そして12年5月、上位4番目の大手行BFA-Bankia（バンキア）が公的支援を要請し、事実上国有化されたことを受けて、資本不足に対する懸念が急速に高まった。この事態を受けてユーロ圏財務相会合（ユーログループ）は、6月9日に最大で1,000億ユーロとスペインのGDPの10%に相当する金融支援の用意があることを表明し、不安の鎮静化に努めた。そして実際、ラホイ政権（11年12月～）が欧州委員会に対して金融支援を要請し、危機終息に向けた政策対応が本格化することになった。

### 3-2. 政府対応の展開

#### ◆公的資金による自己資本増強策

対象8行に対して388.3億ユーロの公的資金が注入された他、納税者負担とモラルハザードを抑制するため、事実上のペイルインとして債務再編が行われた。具体的には、劣後債と優先株等142.2億ユーロの債務を27%割り引いた上で普通株へ強制転換させ、136.5億ユーロの資本金が手当てされた。

#### ◆不良債権処理

不良債権処理は資産管理会社の設立を通じて行われた。FROBと民間投資家の共同出資で設立された資産管理会社SAREB社に、507.8億ユーロの不良債

権が移管された。なお SAREB への不良債権の移管はこの 1 回に限定された。

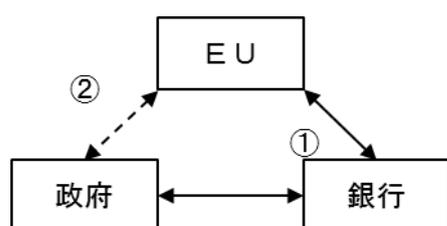
## 4. 銀行危機終息の背景分析

### 4-1. 環境要因

まずスペインの不良債権問題が、不動産関連の貸付ないしは資産に集中するものであったことが指摘できる。不動産関連の不良債権は流動性が比較的高く、整理回収会社による政策処理との親和性も高い。また不良債権問題が旧貯蓄銀系の銀行に集中していたことも重要なポイントである。

更にサパテロ政権下で貯蓄銀の集約が進んでいたことも、ラホイ政権による危機対応策をスムーズに機能させたと考えられる。貯蓄銀の集約が進んでいなければ、EU からの金融支援に基づく危機対応策の機動性は削がれたであろう。また協同組織であった貯蓄銀の経営形態を SIP の結成を通じて株式会社化したことは、後の公的資金注入や企業統治改革を容易にしたと評価できよう。

### 4-2. スキーム設計の観点からの評価



(注) ①はEU/政府と銀行の、②はEUと政府の間のプリンシパル=エージェント関係を意味する。

〔出所〕筆者作成

EU と政府は、危機対応に当たって銀行がモラルハザードに陥ることを防止する必要に迫られた (①)。他方で EU と政府の間には危機対応に当たり、EU を「依頼人」とし政府を「代理人」とするプリンシパル=エージェント関係が成立していた (②)。①と②の両面で一定の成果を残せたことで、銀行危機は早期の終息をみたと言えよう。

①の観点に関しては、何よりも銀行救済の常態化を回避したことが、銀行のモラルハザードを抑制する上で有効に働いたと考えられる。危機対応に当たり公的資金の注入と不良債権の購入は有効に働くが、それが常態化すれば政府による救済を期待して銀行が経営改善に対する自助努力を放棄することになる。しかしながら、FROB による公的資金の注入と SAREB による不良債権の購入は、いずれも各行 1 回限りの措置に留まった。公的資金の注入額と不良債権の購入額が 12 年の名目 GDP 比で 3.7% と 4.9% と、それぞれ相応に大規模であったことも、支援策の逐次投入を避ける上で効果的であったと言えよう。

また救済に当たり、対象の銀行に厳しい経営再建を義務付けたことも、銀行のモラルハザード防止に貢献したと見られる。

②の観点については、銀行救済に際して金融支援を政府ではなく専門機関に行う反面、政府に返済義務を負わせた。更に銀行危機対応を緊縮財政と連動させ政府の予算制約をハード化させたことが、EU と政府の間で生じるエージェントコストを削減する方向に働いたと考えられる。

## 5. 「銀行再生・破綻処理指令（通称BRRD）」の実効性への懸念

従来型のペイルアウトの救済スキームでは巨額の納税者負担が生じ、また救済対象の銀行がモラルハザードに陥る可能性がある。そこで EU 理事会は、14年5月に「銀行再生・破綻処理指令（通称BRRD）」を公表し、銀行の再生・破綻処理に際して、15年1月からペイルインを原則とするように定めた。債権者・株主・預金者が救済資金を負担するこのスキームでは納税者負担の軽減が見込まれるが、反面でその費用不安を巡り当事者間で紛争が生じ、政策の初動対応が遅れる傾向がある。

危機時の政策介入に当たっては、その初動対応の迅速さが重要となる。更に初動対応で大規模な財政出動が行われる方が、結果的に危機を通じた納税者負担が軽くなるという指摘もある。スペインやアイルランドの場合、危機対応が行われたのはこのBRRDが施行される前のことである。もしペイルインによる処理が試みられたとするならば、スペインの銀行危機は早期での終息を見なかった可能性が高い。スペインのスキームはスペインの環境があつてこそ機能したので、これがマルチな特効薬として有効性があるわけではないが、スペインの事例は銀行危機が生じた際における早期の政策介入の必要性を訴えているのではないか。

### 質疑応答およびディスカッション

#### ■ スペインは比較的うまく対応できたということだが、資本注入に対する国民内納税者の不満や反発はあまりなかったのか？

当然あつたかとは思いますが、当時を振り返ってみると、緊縮そのものに対する不満のほうが強く、その後の公金負担に対するあり方というところまでは意識がなかったと思う。

スペインは今年までは増税をずっと凍結していたため、来年以降増税が具体的に出てくるはずなので、また再び過去の借金に対する不満がくすぶり始める可能性はある。だが少なくとも当時は、日本のバブルのときのような公金負担に対する議論までは高まらなかったという記憶がある。

#### ■ 公的資金を注入しているので、一時期公的債務は上がっているはずだと思う。

数年経った2017年現在、公的債務残高は多少は減ってきているのか？

公的債務残高は対GDP比で見ると、ここ3年ほど横ばいで減ってはいない。

そのため公的債務残高に関しては、借金が減るというフェーズまでは行っていない。

経済が順回転している割に減らない理由の一つに、税収がそれほど伸びていないことがある。それは何故かという、財政改革を実際のところ先送りしているからだ。しかし EU との約束との兼ね合いで、もうやらざるを得ない。こうした財政再建の流れの中で、スペインの成長率が徐々に下がっていくと予想される。

- 初動対応が迅速で大規模に行われることが重要だということで、まさに日本はそれをできなかった。スペインでは有効であった EU が政府に対して規律付けをするというスキームは、他の国では効かなかったのか？

私はスペインの問題、銀行危機の問題というのは、まだ流動性問題だったのだろうなと思っている。ソルベンシーの問題にまでなってしまうと、こんなスキーム作ったところで意味がないのではないかと考えている。

ギリシャの場合は財政から火が噴いて、銀行に行ったということもあり、経済全体がインソルベントだった。スペインの場合はまず銀行から火が噴いており、政府がインソルベントになるかもしれないくらいの話で、逆に言うと、政府の資金繰りが担保されていれば問題は落ち着く、所謂ソルベンシーの問題だった。そういう意味では資金の補填だけして、その補填の後で返ってくるような仕組み作りだけをしてあげれば、わりと順回転しやすい問題だった。

- ユーロ圏で銀行同盟の空気が強まり金融行政の一元化が進むと、今後また問題が起こったときに、基本がベイルアウトでなくベイルインになるとスペイン的なやり方で対応することが不可能になってくる。

ルールを一本化していくと、ルールに対して解決策も一本化されていく。そのおそらく最初の過程が BRRD だと思う。個別の事情もある中で、金融行政の一元化というのは、かなり難しいのではないかなと私は思っている。集権化とある種の分権化というのが今後ユーロ圏の大きな課題になってくると思う。

ただイタリアの問題も、原則はベイルインだったが例外規定によりベイルアウトに近くなったこともあり、BRRD はもう一度見直すような形になっていくのではないかなという印象がある。

■ EUの銀行同盟がうまく機能しないのではないかと、特に破綻処理がうまくいかないのではないかとというのは何故？

銀行同盟で私が最大の問題かなと思っていることは、統一されたルールというものができて、統一された処方箋が提供される中で、それが各国の実情に合っているのかどうか問われてくることだと思う。事情が違っていてどういうスキームが合うのか類型化するのは難しいだろう。破綻処理を統一されたルール、統一された尺度でしていいのかといったところに大きな疑問がある。

■ BRRDは、一行一行、危機に対応する策は事前に作っておくという、迅速性を確保するための予防手段としては非常に有用であると思う。

また国の判断が完全に除外されているわけではなく、各国のファンドに積み立てたところから資金を出していく段階になって足りなくなったら国同士、ファンド同士で話し合っただけで融通し合うということが規定されているので、ベイリンの対象外としてファンドの資金も使うようになったときに、すぐに借りられるというスキームを整えたという意味では、この枠組みは意義が大きいのではないかと。

イタリアの例は、原則論に対してある程度各国の個別事情に応じた例外規定を使えるというのを確認できたという初めての事例だったので、今後の運用に一つ参考になったと思う。他方で、迅速性が重視されるという点で、それをいかに担保できるのかには不透明感が残る。イタリアでの混乱を見ていると、政治的な解決にはすごく時間がかかっている。更にベイリンとなると、利害関係者が非常に多岐にわたるので、そこでの調整をどれだけ迅速にできるのか、初動態勢がむしろ遅れる形になるのではないかと思案している。

イタリアはたった1行の銀行の不良債権問題で、あれだけゴタゴタしてしまった。公的資金によるベイルアウトに問題がないわけではないが、ベイリンに固執することの方が問題が大きいことを、イタリアのケースは物語っているのではないだろうか。