

# Europe Insights

## 欧州市場を見る眼～現地からの報告

HSBC投信株式会社  
2017年7月20日



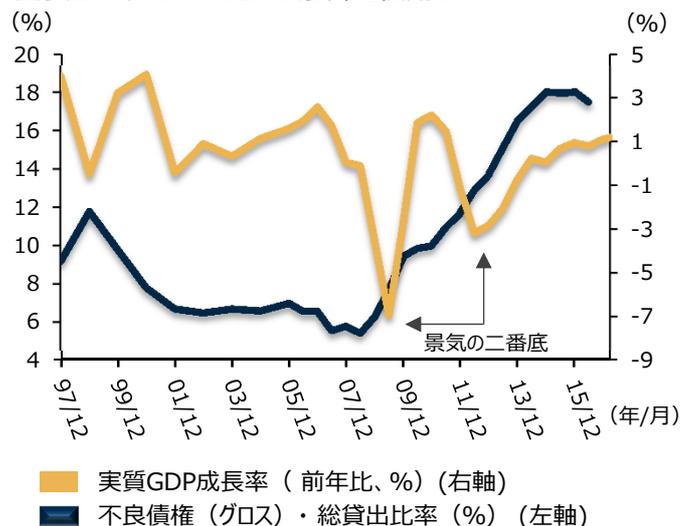
## ユーロ圏の銀行：リスクに応じた解決策

### 当レポートの要旨

#### トピックス

- ▶ 当レポートでは、最近のイタリアとスペインの銀行救済措置について採り上げる。イタリア政府は破綻状態にある銀行に公的資金を注入した。これは与党民主党には逆風となり、総選挙を控えて（2018年5月までに実施予定）、政治の先行き不透明感を高めている。しかしながら、イタリア政府の銀行救済に投入したコストは対国内総生産（GDP）比1～2%程度と過去の欧州連合（EU）の救済パッケージと比べれば、比較的小規模と言える。イタリアの銀行破綻処理は、結果的には、同国の経済成長、企業信頼感にプラスの影響をもたらし、企業向け融資を増大させると社は見ている。

図表1：イタリアのGDP成長率と信用リスク



出所：HSBCグローバル・アセット・マネジメント（フランス）  
（2017年6月8日現在）

## トピックス①:ユーロ圏の銀行救済：リスクに応じた解決策

### 当局は資金繰りが悪化したスペインのバンク・ポプラーレの破綻処理を実施

6月初旬、「欧州単一破綻処理委員会（SRB）」は、2016年の設置以来初となる欧州銀行の破綻処理を決定した。同決定は、EU内で納税者負担に依存することなく銀行を救済するルールを定める「銀行再建・破綻処理指令(1)（BRRD）」に基づくものである。

6月7日、欧州中央銀行（ECB）は、資金繰りが悪化したスペインのバンク・ポプラーレが破綻状態にある、または破綻するおそれがあると発表し、SRBにその旨を通知した。

SRBは、破綻処理の条件を満たしていることを確認した上で、バンク・ポプラーレの普通株式とその他Tier1（AT1）資本（12億ユーロ）を全て償却し、Tier2資本（6億ユーロ）を株式に転換することを決定した。そして、SRBは同行の全株式をサンタンデル銀行に譲渡した。シニア債保有者は、この破綻処理の損失を負担していない。また、この破綻処理では、銀行救済に伴う納税者の負担は回避されている。

サンタンデル銀行は、普通株式等Tier1（CET1）比率を10.5%以上に維持するため、70億ユーロの株主割当増資を実施し、バンク・ポプラーレ株式購入資金を調達した。株主割当増資は7月中旬に完了する見込みである。

### イタリア政府はベネチアの地銀2行の清算計画を支援

ECBは6月、イタリアのバンカ・ポポラーレ・ディ・ヴィチエンツァとヴェネト・バンカの自己資本比率が最低基準を下回り、破綻状態にあると発表した（両行は事業活動を継続するための信頼できる解決策を提示できなかった）。

上述のスペインのバンク・ポプラーレのケースとは異なり、SRBはこのイタリア2行については、SRBによる破綻処理は実施しないことを決めた。SRBは、両行の規模が小さいことから、公益が大きく害されるリスクはないと判断した（各行の市場シェアは1%）。代わりに、SRBはイタリアの「破産法」を適用して、清算することを決定した。

こうして両行は、イタリアの破産手続きの下、グッドバンク/バッドバンク方式が適用され、清算される。インテザ・サンパオロがグッドバンク（優良資産会社）を1ユーロで購入し、バッドバンク（不良資産会社）の資産はイタリア経済財務省（MEF）に譲渡される。この清算手続きにより、個人の債券保有者やシニア債保有者を含む全ての債権者が保護される。

ECBの承認を得て、MEFは170億ユーロの公的支援を実施する（2016年12月の政令に基づき設立された200億ユーロの基金から拠出）。詳細は以下の通りである。

MEFは、インテザ・サンパオロがCET1比率を維持するために必要となる52億ユーロを同行に提供する。一部の資金はリストラ費用に充てられる（支店閉鎖、人員削減等）。

MEFは、追加資金として、約120億ユーロの損失補償をインテザ・サンパオロに提供する。内訳は債権者に対する補償に64億ユーロ、一部のリスクの高い債権の買戻義務履行に40億ユーロ、バンカ・ポポラーレ・ディ・ヴィチエンツァとヴェネト・バンカに関する過去のイベントに係るリスクと債務を解消するために15億ユーロ。

これとは別に、イタリア政府は最近、モンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ（MPS）に対する救済計画を決定した。これに伴い、欧州委員会（EC）は、EUの公的支援ルールに従い、81億ユーロの予防的資本注入を承認した。また、アトランテIIファンド(2)の16億ユーロを活用し、261億ユーロの不良債権(NPL)(3)を元本の21%相当の価格で譲渡する。

(1) 銀行再建・破綻処理指令（BRRD）は、欧州連合（EU）内で銀行と投資会社の再建と破綻処理を実行するための共通ルールを策定したものである。BRRDは銀行システムへの効果的な対応に向けた重要な一歩となった。

(2) アトランテはイタリアのプライベートエクイティ・ファンドであり、イタリアの幾つかの銀行の資本を増強し、不良債権のジュニアアトランシエを購入することを目的としている。アトランテIIファンド（16億ユーロ）は、261億ユーロの不良債権のメザン債とジュニア債を特別目的会社に移転して証券化した上で取得する。

(3) NPL：不良債権は期日経過後90日を超えて予め合意した元本または利息が延滞している貸出債権を指す。

## トピックス①続き

### イタリアとスペインで救済方法が異なる理由

スペインにおける銀行業界再編の背景には、スペイン銀行（中央銀行）が2012年に決定した不良債権処理方針や銀行の不動産市場へのエクスポージャーの高さがある。バンク・ポプラーの消滅により不良債権処理は最終段階に入っている（次の候補はリベルバンクとみられる）。

イタリアは状況が異なり、地域ごとに幾つかの地方銀行が支配的地位を有し、金融システムは極めて細分化されている。イタリアの銀行の負債構造は、個人顧客に販売される個人向け金融商品（劣後債とシニア債）とリンクしている。このため、イタリアではベイルイン（株主・債権者が損失を負担する救済・破綻処理）による不良債権処理が困難である。また、規模が小さいイタリアの銀行は、収益性や債務返済能力が低い場合が多く、多額の不良債権等のエクスポージャー（NPE）(4) を自力で解決することは困難である。さらにイタリアの経済見通しもスペインに比べ弱い。

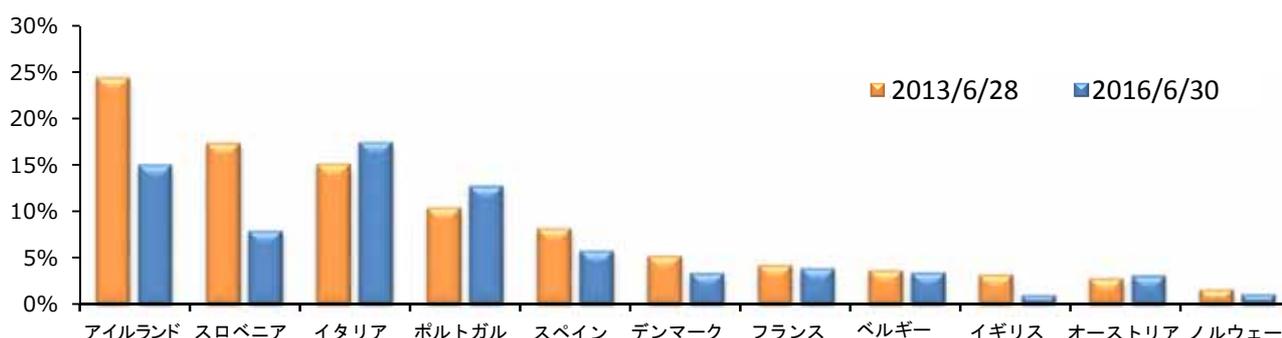
当社は、（規模の小さい）イタリアの銀行が、さらに清算手続きを経て消滅する可能性があるとみている。

## トピックス②：ユーロ圏の銀行救済：リスクに応じた解決策

### 欧州における銀行同盟実現の道のりは長い

- ▶ 欧州の銀行は、損失補填と納税者の保護に十分なベイルイン債を発行する必要がある。欧州における自己資本および適格債務の最低基準（MREL）(5)の枠組みはまだ構築段階にある。
- ▶ EU共通の預金保証制度の設立は、銀行同盟の構築に向けた大きな一歩となる。
- ▶ NPEの削減：銀行は様々な仕組みを利用できるようになり、不良債権等の処理を進めやすくなった（債権ポートフォリオの売却や証券化）。今後も銀行の行動は経済動向に左右されるが、業界再編がさらに進む可能性がある。
- ▶ ECBの立場：欧州の銀行を監督するECBは、周辺国の銀行の2019年の不良債権削減目標に満足しているようである。しかし、不良債権は依然として高水準にあり、量的緩和策（QE）の縮小を開始する前に、不良債権処理の加速を促す可能性がある。ECBは、景気腰折れリスクを回避する役割と銀行監督の役割をともに果たすことが求められている。

図表2：総貸出に占める不良債権の比率（％）：2013年6月28日と2016年6月30日との比較



出所：ブルームバーグ、IMF、世界銀行、ISTAT（2017年7月6日現在）

(4) NPE：不良債権等エクスポージャーは「期日経過」や「支払可能性が低い」区分に分類される全ての貸出債権が含まれる。ECBは、このより広い定義を利用したリスク評価を推奨している。出所：ECB「銀行の不良債権処理に関する指針（Guidance to banks on non-performing loans）」（2017年3月）

(5) MREL：自己資本および適格債務の最低水準はEUにおける健全性要件の一つであり、総負債額に対する比率として表される。不良債権処理のためベイルイン可能な資本バッファーを十分に確保することを目的として2016年に導入された。

## 欧州株式市場

### 業種別ポジショニング

業種	ウェイト <sup>(1)</sup>	理由
商業サービス・用品	オーバーウェイト	持続的成長が見込まれ、バリュエーションも魅力的。
銀行	オーバーウェイト	当社ではドイツを除くユーロ圏の商業銀行を選好。最近の金利上昇に加え、銀行規制が緩和されるとの観測が浮上したことが好材料に。自己資本比率も大幅に改善。
資本財	オーバーウェイト	欧州の資本財セクターは、企業収益見通しの上方修正を背景に、他セクターをアウトパフォームしてきたが、成長モメンタムは依然強く、引き続き有望視。
素材	オーバーウェイト	バリュエーションは割安。世界的な景気回復が企業のファンダメンタルズを下支え。
通信	オーバーウェイト	バリュエーションの割安感、市場変動に対する耐性、合併・吸収の可能性から有望視。
耐久消費財・アパレル	アンダーウェイト	高価な高級ブランドを手掛ける企業をアンダーウェイト。
家庭用品&パーソナル・ケア製品	アンダーウェイト	バリュエーションの観点から僅かにアンダーウェイト。インフレ圧力が高まる環境下では、バリュエーションが全体的に割高と判断。
各種金融	アンダーウェイト	銀行セクターをオーバーウェイトしているが、各種金融はアンダーウェイトに。
公益	アンダーウェイト	最近の株価上昇を受けてアンダーウェイトに。金利上昇に加えて、政治リスク、規制リスクにも警戒。
生活必需品	アンダーウェイト	これまでのパフォーマンスが堅調であったことから、足元で割高感が強いと判断。

(1) ウェイトについては、MSCIヨーロッパ指数に対する直近のH S B Cグローバル・アセット・マネジメントの主要な欧州株式ファンドのオーバーウェイト/アンダーウェイトを示します（2017年7月6日現在）。

## 欧州債券市場

- ▶ 6月の欧州国債市場は、欧州中央銀行（ECB）による景気判断の上方修正に強く反応し、特にドイツ10年国債利回りは0.16%上昇し、6月末で0.47%となった。一方、社債は発行増にもかかわらず、スプレッドが縮小を続けた。銀行セクターでは、スペインのバンコ・ポプラールやイタリアの中小銀行2行の破綻処理により、劣後債は無価値化した。他の銀行債券に影響が波及することはなかった。逆にiTraxx銀行・保険指数（優先債）のパフォーマンスは、2016年2月以来初めてiTraxx欧州指数を上回った。
- ▶ 当社の基本シナリオに変わりはなく、中長期的に緩やかな政策金利の正常化が進むと見ている（ドイツ10年国債利回りは2017年末で0.90%と予想）。
- ▶ 社債市場はリスクプレミアムが一段と低下、ボラティリティも低下している。デフォルト率は低く、バランスシートは健全、企業のファンダメンタルズは良好だが、バリュエーションの観点から慎重なスタンスをとっている。優先社債は割高感が強まっており、6月は金利上昇に強く反応しトータル・リターンがマイナスとなった。当社では、国債利回りとの連動性の低い金融機関の劣後債及び短期社債に妙味があると見ている。社債の運用においては、ベータ値を中立近辺に維持している。

## 留意点

### 投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認頂きご自身でご判断ください。

### 投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.78%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.16%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。 「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

※上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

※費用の料率につきましては、H S B C 投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

※当資料は、H S B C 投信株式会社が情報提供を目的として、H S B C グローバル・アセット・マネジメント（フランス）が作成した“Europe Insights”を翻訳・編集したものです。

#### H S B C 投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308号

加入協会 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



ホームページ

[www.assetmanagement.hsbc.com/jp](http://www.assetmanagement.hsbc.com/jp)



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）

#### 【当資料に関する留意点】

- 当資料は、H S B C 投信株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。