

ユーロ危機とECB

伊豆 久

1 はじめに〜ユーロシステムの資金供給

バズーカ砲とも呼ばれたECBの三年物資金供給によってユーロ危機も沈静化したかと思われたが、五月に入ると、ギリシャの再選挙、スペインにおける銀行への資本注入の難航、預金流出の拡大など、状況は再び緊迫の度合いを強めている。

しかし、ECBによる大量の資金供給それ自身がユーロ圏内の緊張を高める要素を内包していることにも注意が必要であろう。ユーロ圏のオペはECB政策理事会で決定されるものの、実際の資金供給は加盟一七カ国の中央銀行が実施する。その結果、現在、ドイツ等ではオペに対する応札額は非常に少なく、対照的に危機国において大量の資金が供給されるといふ不均衡が生じている。⁽¹⁾

図1を見てみよう。

これは、ユーロ加盟中央銀行全体（ユーロシステムという）の資金供給残高の推移を示したものである。残高は上下しているが、増加しているのは、①サブプライム問題、リーマン・ショックの時期（二〇〇七年、〇八年）、②ギリシャ危機が顕在化した一〇年春、③昨年夏から現在（昨年十二月と今年二月の三年物資金供給⁽²⁾（白抜き棒グラフで表示）を含む）である。

しかし重要なのは、全体としての供給額ではなく、個々の中央銀行間で供給額に大きな偏りがあることである。

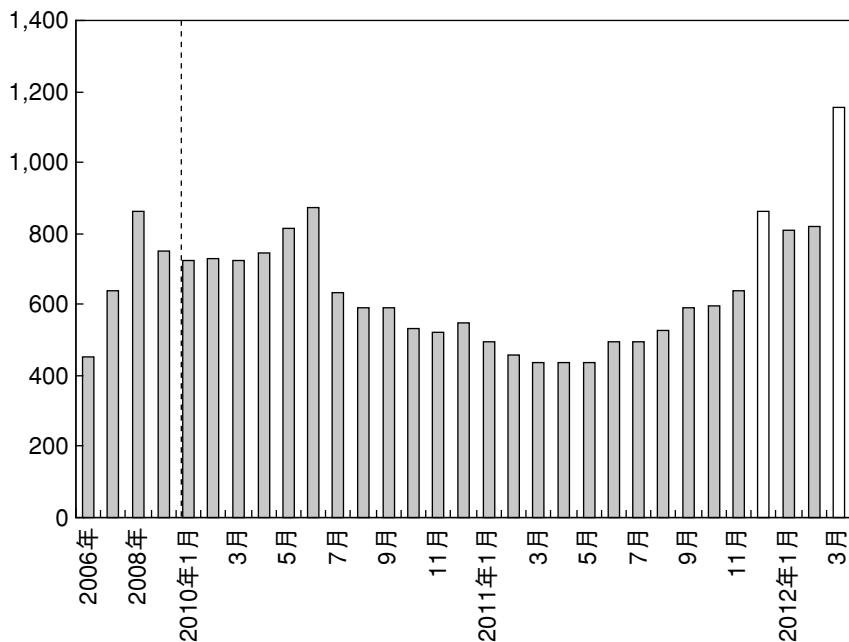
その状況と問題点を検証してみよう。

2 中央銀行貸出のアンバランス

図2は、ユーロ圏の各中央銀行が金融政策として行っている貸出の残高が、ユーロシステム全体のなかでいくらの割合を占めているのか、その推移を示したものである。

ユーロ圏の「通常」の姿を表しているのは、サブプライム問題が発生する前の二〇〇六年の数値であろう。ドイツの中央銀行（ブンデスバンク）が五七%を占めているが、これが、ユーロ圏におけるドイツの経済規模、金融市場の大きさを反映した「正常」なものである。しかし二〇〇七年、〇八年には住宅バブルの崩壊に直面したスペイン、アイルランドのシェアが大きくなり、ドイツは急減⁽³⁾、二〇一〇年になると、ギリシャとポルトガルの比率が急上昇している。つまり、金融危機、ソ

図1 ユーロシステムの貸出残高（10億ユーロ）



(注) 2006年から09年までの各年末と10年1月から12年3月までの各月末。ただし、10年1月以降の数値は各月最終金曜日時点。

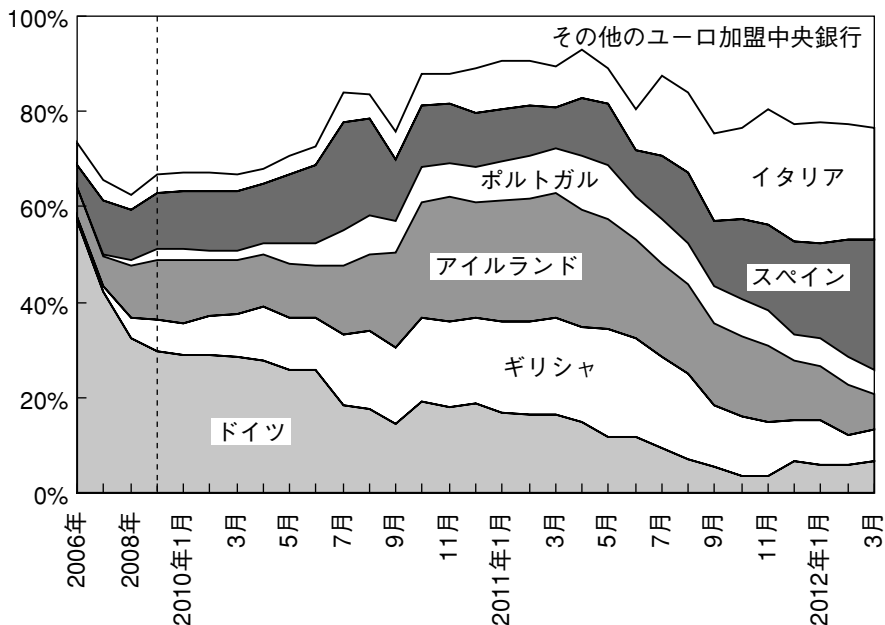
(出所) ECBウェブサイト資料より作成。

プリン危機に見舞われた国の中央銀行が多くの資金を供給しているのである。

ECB政策理事会は、リーマン・ショック直後の二〇〇八年一〇月、資金供給オペの方式を従来の供給総額に上限を設けた上での金利入札方式から、固定金利での金額無制限（入札額をそのまま全額供給）に変更し、それが現在まで続いている。それを積極的に利用しているのが危機に直面した国の銀行ということになる。すなわち、市場で資金を調達できなくなった銀行が自国の中央銀行から必要なだけの資金を調達しているのである。他方、ドイツの金融市場には、リーマン・ショック以降は「質への逃避」によって資金が流入しており、銀行は中央銀行に依存する必要がなくなっている。

そして昨年夏から現在にかけて、ギリシヤ、アイルランド、ポルトガルのシェアが低下する一方で、スペイン、イタリアの比率が増大して

図2 ユーロシステムの貸出残高シェア



(注) 2006年から09年までの各年末と10年1月から12年3月までの各月末。ただし、10年1月以降の
アイルランドの数値は各月最終金曜日時点。
(出所) 各中央銀行年次報告書、月報等より作成。

いる。ソブリン危機と一体化した金融危機が、前者から後者に拡大、深化していることを明確に示している。

3 TARGET2 残高のアンバランス

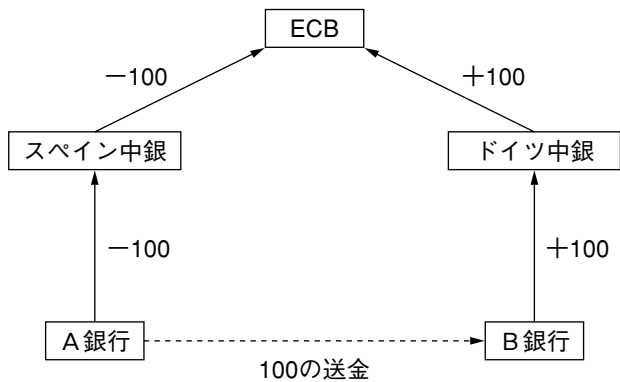
では、こうした危機国の中央銀行は融資する資金をどのようにして調達しているのだろうか。ユーロシステムを構成する各国の中央銀行も中央銀行であることに違いはなく、ECB政策理事会が無制限の資金供給を認めている以上、(適格基準を満たす担保を提供される限り)無限の資金供給が可能である。しかしそれに見合って、当該中央銀行は、他のユーロシステム加盟中央銀行に対する債務を計上することになる。TARGET2残高である。

スペインの民間銀行Aからドイツの民間銀行Bへ100の資金が流出したと考えよう。その資金移動は、図3が示すように、Aのスペイン中央銀行預金が減少し、Bのブンデスバンク預金が増加し、かつ、スペイン中央銀行のECB預金が減少し、ブンデスバンクのECB預金が増加することによって完了する。つまり、ECBは、ユーロ圏において「中央銀行の銀行」として機能しており、ユーロ圏の決済がTARGET2と命名されたシステムで行われているためこの残高をTARGET2残高(TARGET2 balance)と言う。通常時であれば、この残高がそれほど大きくなることはない。図3上段に示したような資金流出があれば、銀行Aはただちに市場から資金を調達するため、さきほどと反対方向の取引がなされ、残高はゼロに戻されるからである。しかし、市場での調達ができなくなり中央銀行が救済融資を続けると、資金移動にともなう残高はそのまま存続しあるいは資金移動が増大すればそれに応じて増加していく。その推移を示したのが、図4である。

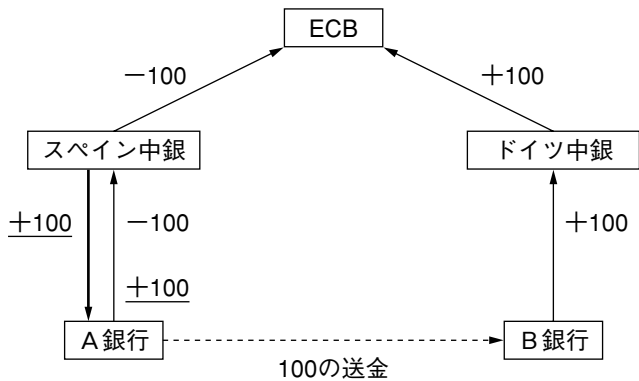
「通常時」であった2006年にはどの中央銀行の残高も非常に小さい。ところが、2010年にかけて、ア

イルランド、ギリシャ、ポルトガルの中央銀行の債務が徐々に拡大し、反対にドイツの債権が増大している。そして、昨年からはスペインとイタリアのポジションが急速に悪化している。イタリアに至っては、二〇一〇年までは残高はプラスであったにもかかわらず、一一年にマイナスとなり、現在ではスペインと並んで約三〇〇億ユーロの債務残高を抱えている。対照的に、ブンデスバンクのTARGET2残高は四月末時点で六四〇〇億ユーロに達している。⁽⁴⁾もし、対ECB債務を積み上げた中央銀行が債務不履行に陥るあるいはユーロ圏から離脱することになれば、ブンデスバンクの債権はどうなるのだろうか。TARGET2残高のこの不均衡は、それぞれの国またユーロ圏全体にとってどのような意味をもっているのだろうか。

図3 TARGET2残高の仕組み
 〈中央銀行の貸出がない場合〉



〈中央銀行の貸出がある場合〉



(注) → (実線矢印) は、預金者 → 預金受入金融機関 を示す

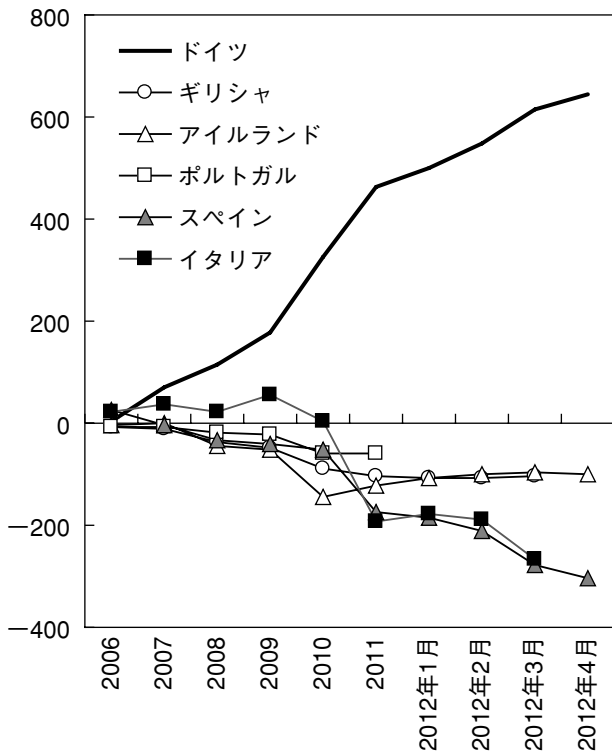
4 ドラギECB総裁の見解

今年二月の記者会見において、TARGET2残高の不均衡について尋ねられたドラギECB総裁は、以下のように答えている。

TARGET2の不均衡は正常なことであり、通貨統合に必然的に付随するものである。正常な環境の下では、一国内のまた国境を越えた銀行間市場が機能するため、諸国間の不均衡が大きくなることはない。しかし、ユーロ圏の一部においてファンディングの状

況にストレスがかかる時には、ストレスを受けていない国がストレスの高まっている国に対して債権を積み上げることになる。しかし、このことは、いわゆる「債権国」として何らかのリスクの増大を意味するわけではない。それは、ECBという基盤を中央に備えた単一の通貨圏の正常な機能の一部である。⁽⁵⁾

図4 TARGET2残高（10億ユーロ）



(注) 2012年各月の数値は推計値。本文注4を参照。ポルトガルの2012年各月、ギリシャとイタリアの2012年4月の数値は未公表。
(出所) 各中央銀行年次報告書、月報より作成。

銀行間市場の機能不全を中央銀行が補完し、その結果、債権・債務残高が拡大してはいるが、それは、むしろユーロシステムの正常なメカニズムが働いているだけであり、債権国が債権残高に相当するリスクを抱え込んだわけではない、という理解である。

確かに、ブンデスバンクが計上しているTARGET2債権がそのままブンデスバンクのリスク・エクスポージャーとなるわけではない。もし、TARGET2債務がデフォルトしてECBに損失が発生した場合、その損失負担は、ECBへの出資比率に応じて各国が分担することになっている。したがって、ドイツは最大の負担者となるわけであるが、それは、あくまで出資比率比例であって、ブンデスバンクのTARGET2債権の大きさとは関係ない。仮にドイツのTARGET2債権がゼロであったとしても、ECBに損失が発生した時には出資比率に応じた損失負担が求められるのである。しかし、TARGET2債務の増大をもたらしている危機国中央銀行の資金供給の拡大が、一般論としては、その貸倒れひいてはユーロ圏中央銀行全行による損失負担発生の可能性を高めていると言うことはできるであろう。

5 ヴァイトマン・ブンデスバンク総裁の懸念

しかし、TARGET2残高の不均衡の本当のリスクは、こうした損失分担以外の点にあるように思われる。次に、ブンデスバンクのヴァイトマン総裁の見解を聞いてみよう。総裁はTARGET2残高の発生メカニズムを説明した後、以下のように述べている。

（金融市場の安定性を強化するために中央銀行マネーを供給することはユーロシステムの業務であるが）し

かしながら、金融政策と財政政策は峻別されなければならず、とりわけ、政府債務のマネタイゼーションの禁止は厳格に遵守されなければならない。事実上破綻した銀行を救済したり、政府の返済能力をかき上げたりすることは、金融政策の責務ではない。銀行や政府の破綻リスクをどのように配分するかを決定するのは、選挙で選ばれた議会と政府だけが負う責任である。確かに、銀行の流動性不足とソルベンシーリスクを明確に区別することは常に可能なわけではなく、危機に際しては、ある程度柔軟に対応することが一時的には適切でもある。しかしながら、それはまた、中央銀行のバランスシートのリスクを大きくし、モラルハザードを危機的な水準に押し上げる可能性がある。(中略) ユーロシステムにおいては、非伝統的な金融政策は、限定的であり一時的であると大筋で合意されている。それを必要な財政・経済改革を延期する言い訳に使うことはできない。私自身の最大の懸念は、金融政策は財政政策の人質になっているといった世論が起ることによって、安定性を損なう何らかのリスクが発生することである。(中略) ユーロシステムは、インフレーションの危険を排除すべく、各中央銀行が増大した流動性供給を適切な時期に縮小する計画をスピーディに実施しようとしている。結局のところ、危機を解決する鍵を握っているのは、中央銀行ではなく加盟国政府なのである。⁽¹⁷⁾

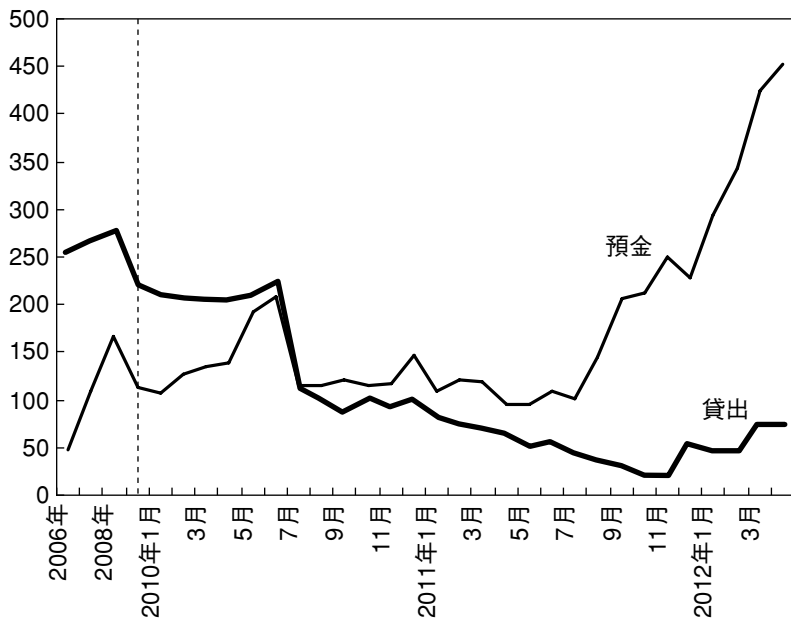
ここでは、金融政策が財政政策の肩代わりをしていることへの危惧、モラルハザードとインフレのリスクが高まっていることへの懸念が率直に表明されている。

TARGET2残高が膨大な借越しとなっている危機国においては、中央銀行オペにおける担保基準の引下げ、固定金利・金額無制限の継続が、モラルハザードを引き起こしている可能性が高い。そうした非伝統的な措置は、ECB政策理事会による「最後の貸し手」機能の発揮である。しかし、改めて言うまでもなく、中央銀行の「最

後の貸し手」機能は、原理的には、流動性不足ではあるが資本不足ではない銀行に対してのみ、かつ一時的にのみ行使されるべきであって、債務超過に陥った銀行の救済は財政が担当すべき仕事である。ところが、ユーロ圏の場合、通貨と金融政策が統合されている一方で財政は統合されていないためユーロ圏共通の財政的対策が限定的なものにとどまり、本来ならば財政が担うべき役割を、金融政策が過剰なまでに担っているのである。それは、経営の行き詰まった銀行のリストラクチャリングを妨げることになっている可能性が高い。

他方で、ドイツでは、金融政策の自由度が制約されつつあるように思われる。図5は、ブンデスバンクの民間金融機関に対する貸出と準備預金の残高の推移を示したものである。逃避資金の流入でドイツの銀行は過剰流動性を抱え込んでいる。そのため、中央銀行の資金供給を必要としなくなり（貸出残高の減少）、準備預金を積み上げてい

図5 ドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）の貸出と預金（10億ユーロ）



(注) 2006年から09年までの各年末と10年1月から12年4月までの各月末。
 (出所) Deutsche Bundesbank, Monthly Report各号より作成。

るのである。こうした状態でインフレ懸念が強まった場合、ブンデスバンクはどのようにして金融を引き締めるのであろうか。仮に貸出（オペ）を絞ろうにも、すでにその残高は七四九億ユーロしかなく（四月末）、膨大な準備預金（四五二三億ユーロ）があるためその効果は極めて限定的である。残されているのは、①外貨準備の売却（売りオペ）であるが、それは現実的ではないであろう。②実際には準備預金の拘束性を強めることで、市場の流動性をコントロールするほかないと思われる。通常、中央銀行の金融調節手段は資金供給量の調節であるが、ブンデスバンクに残されているのは預金吸収量の調節だけである。もちろん、ユーロ加盟国としてその金融政策はECB政策理事会で一元的に決定されるわけであるが、金融危機への対策として金額無制限のオペを認めてきた代償として今度は資金流入国に対して独自の準備預金吸収策を認めることになるかもしれない。そうならば、ユーロ圏の金融政策の統一性は、ELA（各国中央銀行の独自の資金供給）⁽⁸⁾の容認やオペ担保基準の「自由化」⁽⁹⁾に続いて、さらに緩和されることになる。しかし逆にそれを認めないとなれば、ECB政策理事会へのドイツの不満は極めて大きなものとなるだろう。

6 おわりに

ギリシャの再選挙の結果、反緊縮派政権が誕生し、万一EU・IMFとの交渉が決裂することになれば、市場で国債を発行できないギリシャ政府はただちに資金繰りに窮することになる。その時ギリシャに残された選択肢は、①超緊縮財政の実施、②ギリシャ中央銀行による国債引受け、③銀行への強制的な国債割当の三つしかない。反緊縮派政権が①を選択することはなく、②はEU条約（リスボン条約）の明確な違反である。③のためには中央銀行から銀行にさらに巨額の資金を供給する必要があるが、それ自体は不可能ではない。しかし、それは形を

変えた中央銀行による国債引受けであり、ECB政策理事会の承認を得ることは困難であろう。その時ギリシャはユーロ圏から離脱するほかなくなる。ギリシャ自体の経済規模、国債発行残高は小さいが、ユーロ離脱が実際に起こりうるものとなれば、投機筋によるスペイン、イタリア等へのアタックが勢いを増し、世界経済は大きな混乱に陥りかねない。ギリシャとドイツの間で妥協が成立することが望まれるが、それも弥縫策に過ぎない。中長期的には、現在提案されているユーロ圏における預金保険制度や銀行への資本注入制度の一元化、共同債の発行を出発点に、財政の統合を進めるほかないであろう。

注

(1) 拙稿「欧州中央銀行における『資金偏在』問題」本誌二〇一一年六月号参照。

(2) 三年物オペ（金利は一・〇％で固定、供給金額は入札額全額で無制限）では、一二月二日に四八〇二億ユーロ、二月二九日に五二九五億ユーロが供給された。一月末時点の残高六四〇〇億ユーロと比較するとそのインパクトの大きさをうかがうことができる。図1の対応するグラフの増加額が供給額に満たないのは、借り換え分があるためである。また、二月二九日実施のオペの結果がグラフでは二月末ではなく三月末に示されているのは、オペの決済が実施日の翌日（三月一日）であるため。

(3) しかしこのことは、ドイツの銀行がサブプライム問題の影響を受けなかったことを意味するわけではない。ドイツの銀行が直面した主たる問題は、ユーロ不足ではなくドル不足であったため、図2が示すユーロ建て貸出ではシェアが低下しているのである。ブンデスバンクは、この時期、FRBとの為替スワップによって調達したドルを大量に供給している。ユーロシステムの外貨貸出については、前掲（注1）拙稿を参照されたい。

- (4) TARGET2 残高は年次ベースでは数値が公表されているが、月次データはほとんどの中央銀行でそのままの数値が公表されないため、図2の二〇一二年一月～四月の値は推計値である。例えば、ブンデスバンクの場合、月次ベースで公表されているのは、TARGET2 残高(A)に、ECBへの出資金や外貨準備移転にともなう対ECB債権(B)、固定資産等の「その他資産」(C)を合計した数値($A+B+C$)のみである。ただし、BとCはその金額も小さく変化もわずかである。そこで二〇一〇年、二〇一一年末の $(B+C)$ がともに約三〇〇億ユーロであることから、二〇一二年の各月においても同額と仮定することでAを推計している。他の中央銀行についても同様。
- (5) ECB, press conference, 9 February 2012
- (6) ECBへの各中央銀行の出資比率は、人口比とGDP比の平均値(五年毎および新規加入国がある時に見直し)と定められている。なお、ブンデスバンクの場合、二〇一一年一月一日時点の出資比率(capital key)は一八・九%である。
- (7) ヴァイトマン総裁の論考は、二〇一二年三月二三日付の新聞に発表され、その後、ブンデスバンクのウェブサイトに掲載されている。Weidmann, J., "What is the origin and meaning of the Target2 balances?" 15 March 2012.
- (8) EILAについては、拙稿「欧州中央銀行とEILA(緊急流動性支援)」本誌二〇一一年一〇月号参照。
- (9) 一九九九年のユーロ発足時、ユーロシステムの貸出の適格担保は、ユーロシステム共通のものと各国中央銀行独自のものの二種類から成っていた。しかし二〇〇七年一月一日に単一化を達成、以降、ユーロシステム全体で共通の適格担保リストが作成されてきた。ところが金融危機が発生し、金融機関が担保不足に陥る国が現われるようになった。その場合には、当該国の中央銀行は、ユーロシステムとしての資金供給とは区別されたEILAの形で資金を供給している。しかしながら、さらなる危機の深化に対応すべく二〇一一年二月八日、ECB政策理事会は、政策理事会に

申請した中央銀行に限り、新たに融資債権を担保とすることを認めると決定した。今年二月九日に、実際に七カ国の中央銀行が申請し承認を受けている（アイルランド、スペイン、フランス、イタリア、キプロス、オーストリア、ポルトガル）。この適格担保基準の「自由化」の目的は、中小企業を主たる顧客とする中小銀行への資金供給と説明されており、確かに、例えば二月の三年物オペの参加銀行はユーロ圏全体で八〇〇行と昨年一二月時の五二三行から大幅に増えている。しかし、これは適格担保の二層化への逆戻りである。その副次的な目的は、各国中央銀行のELAをユーロシステムのオペに取り込むことではないかと推測される。

(い) はず ひさし・客員研究員)