

証券経済研究
第 78 号抜刷
2012 年 6 月

欧州中央銀行における不均衡問題

伊 豆 久

欧州中央銀行における不均衡問題

伊 豆 久

要 旨

統一通貨ユーロの導入以降、ユーロ圏の金融政策は ECB 政策理事会によって一元的に決定されてきた。しかしながら、そのオペ（資金供給）はユーロに加盟する各国中央銀行によって行われており、オペの結果、中央銀行間で資金の供給額に差が出ることもある。それは、市場における資金需給と総合されて、各中央銀行の ECB に対する債権・債務となって現われる。通常時であれば、それは大きな金額とはならないが、リーマン・ショックとそれに続く欧州危機への対応の中で、中央銀行のバランスシートにおいて非常に大きなウエイトを占めるものとなっている。ドイツ中央銀行のブンデスバンクでは、総資産のおよそ 5 割が ECB に対する債権であり、反対にギリシャ中央銀行では総負債の約 6 割が ECB に対する負債である（2010年末）。

こうした不均衡の原因は、市場レベルでは①危機に陥った国の銀行が市場で資金を調達できず、中央銀行の資金供給に依存するようになったこと、②対照的に、ドイツでは「質への逃避」によって資金流入が続き、銀行が資金余剰の状態となっていることである。他方、ユーロシステムの側では、③危機の深化に対応して、従来の金利入札方式を固定金利・全額供給方式に変えるとともにオペの適格担保基準を緩和し、さらに④アイルランド中央銀行では、ECB 政策理事会の決定とは別に独自の流動性供給（ELA）も行っている。そのため、⑤危機国の中央銀行では資金供給額が急増する一方で、⑥ドイツなどでは応札額が非常に少なくオペ残高は大幅に減少している。こうした状況が各中央銀行の対 ECB 債権・債務の増大という不均衡をもたらしているのである。

さらに考えれば、この不均衡は、ユーロ圏における財政の不統一（下でのアンバランスな財政赤字）を背景とし、また、その形を変えた反映でもある。すなわち、危機国の財政の改善が進まず他国からの財政支援も十分でないことが、国債価格の暴落を通じて危機国金融機関の経営を危うくし中央銀行資金への依存を

強いているのであり、その一方で通貨は統一されていることから、財政支援を肩代わりする形で、ドイツ等の中央銀行は危機国中央銀行への債権を引き受けざるをえないのである。しかしそれは、問題の解決というより先送りであり、債権国側のインフレと債務国側のモラルハザードという新たな問題を生み出しつつあり、ひいてはユーロ解体の可能性を高めていると言っても過言ではないであろう。

目 次

- | | |
|---------------------------|----------------------------|
| I. はじめに | TARGET2 債権・債務 |
| II. ユーロシステムのバランスシート | IV. 各国中央銀行による独自の緊急流動性供給 |
| 1. 危機前の特徴 | 1. アイルランドの ELA |
| 2. リーマン・ショック後の変化 | 2. ベルギーのケース |
| 3. リーマン・ショックの収束とソブリン危機の発生 | 3. ドイツにおける「対金融機関・その他債権」の増大 |
| III. TARGET2 債権・債務の増大 | V. 民間金融機関からの資金流出 |
| 1. 各国中央銀行のバランスシート | VI. おわりに |
| 2. 民間金融機関の資金移動と中央銀行の | |

I. はじめに

EUにおいて統一通貨ユーロが導入されてからすでに12年が経過した。最初のおよそ10年間、加盟各国のインフレ率や長期金利は着実に低下・収斂し、通貨統合は大きな成果を挙げたと言ってよいであろう。しかしながら、2008年のリーマン・ショック、それに続く欧州ソブリン危機は、ユーロの存続をも危うくする事態をもたらしている。本稿では、ユーロを管理する欧州中央銀行制度に焦点をあて、危機の過程で顕在化した問題の一端を検証する。

ユーロ導入にともない、加盟国（2012年4月現在17ヶ国）の中央銀行は、ECB（European Central Bank：欧州中央銀行）を設立するとともに、「ユーロシステム（Eurosystem）」と呼

ばれる中央銀行制度を形成した。ユーロ圏の金融政策は、ECB政策理事会（Governing Council：ECBの正副総裁（各1名）・理事4名と各国中央銀行総裁17名の合計23名から成る）によって一元的に決定される。ユーロシステムの一部となった各国中央銀行は、原則としてこの決定に従ってオペの実務を執り行うにすぎない。

しかしながらここから、ECBと各国中央銀行の関係を、日本銀行の本店と支店、あるいは米国における連邦準備制度理事会と12の地区準備銀行の関係と同様のものと捉えるならば、とりわけ2008年以降の異例の状況下では、ミスリーディングであろう。

そもそも各国中央銀行は共同してECBを設立し、意思決定を政策理事会に一元化したとはいえ、単体の銀行としてのECBの役割と規模

は非常に小さい。まず、ECBが行うオペは、ユーロシステムが行うものうちごく限られたもの（FRBとのドルスワップ関連、証券買取オペ関連など）だけであり、通常資金供給オペなどは行っていない。したがって、バランスシートを見ても、ユーロシステム（= ECB + 加盟17中央銀行）に占めるECBのシェアは1割にも満たない。

そして、同一の条件のもとで実施されたオペでも応札の結果（金融調節による資金供給額）は各国中央銀行ごとに大きく異なる。例えば、A国の中央銀行において資金供給額がほとんど増えない一方で、B国の中央銀行では急激に増加するといったことも生じうるのである。さらに、「例外的な状況」下では、後述するように、各国中央銀行は政策理事会の決定したオペとは別に独自の資金供給を行うことが認められている。

その結果、2008年以降、ユーロシステムの各国中央銀行間において債権・債務の大きな不均衡が発生している。それは、複数の国家をまたいで作られた中央銀行制度が内包する困難を浮き彫りにしたと言えるであろう。本稿ではこの問題の意味を検討することとしたい。

まず次節において、金融危機発生前のユーロシステムのバランスシートを、日本銀行、米国の連邦準備制度と比較し、その特徴を明らかにする。次に、リーマン・ショックから2010年末までの変化を確認した上で、さらに、ドイツの中央銀行とEU・IMFからの支援を受けるに至った危機3ヶ国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル）の中央銀行のバランスシートを比較することから、ユーロシステムに発生している不均衡現象を検証する。さらに、アイルランドその他の中央銀行が実施しているELAの事実を

紹介し、問題の背後にある危機国民間金融機関からの資金流出状況を確認する。最後に、この不均衡が意味するものを検討して結びとしたい。

II. ユーロシステムのバランスシート

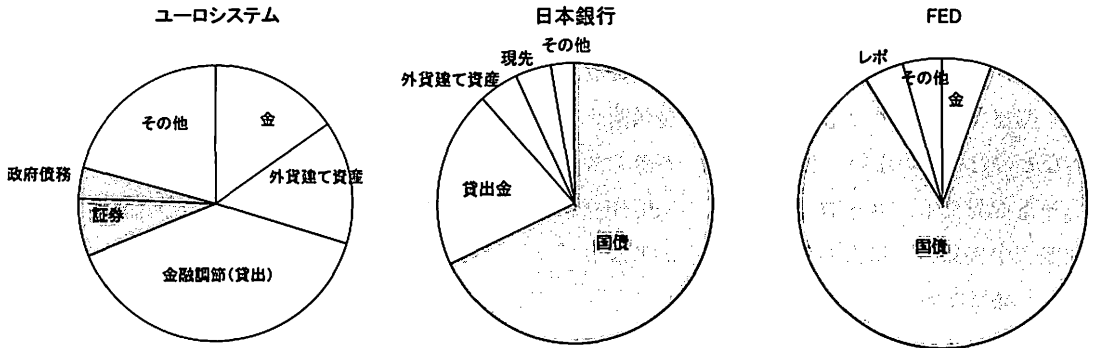
1. 危機前の特徴

はじめに、金融危機が発生する前のユーロシステムの特徴を連結ベースで、すなわちECB + 加盟17中央銀行の形で、日銀、FED（米国連邦準備制度）と比較しながら確認しておこう（図表1）。

ユーロシステムの特徴は、第1に、資産に占める金・外貨建て資産（外貨準備）の比率が非常に大きく、反対に証券（国債）の占める比率が極めて小さいことである。資産の大半を国債が占める日銀やFEDと大きく異なっている。その理由は、①第二次大戦後の輸出拡大、米系多国籍企業の進出などによって流入したドルが市場介入を経て外貨準備として蓄積されたこと、②米国への対抗関係などから金の保有を志向する国もあったこと、③外貨準備を、日本のように主として財務省が保有するのではなく、中央銀行が保有する制度をとっていること、④以上から、すでに一定規模の資産を抱えているため、成長通貨の供給に、固定的な国債の買切りオペを行う必要がなく、⑤また、インフレへの警戒心の強いドイツが、中央銀行の国債保有に批判的であること¹⁾、などではないかと思われる。

第2に、それ以外の資産としては、金融機関向けの短・中期の担保付貸出（レポを含む）²⁾

図表1 中央銀行の資産構成



(注) 2006年末。
 [出所] 各中銀ウェブサイト資料より作成。

が中心であって、資金需給の調節は、これによって行われている。

第3に、負債の側を見ると、再評価勘定の比重が大きい(図表2)。これは、先に述べた外貨準備が時価評価されているため、その評価益に対応するものである。近年は、金価格の上昇・ユーロ安が進んでいるため、資産側では外貨準備の価額と負債側ではこの再評価益が増大している。

2. リーマン・ショック後の変化

では、こうしたユーロシステムのバランスシートは、リーマン・ショックによってどのように変化したのだろうか(図表2)。

2008年末を見てみよう。資産は07年末の約1兆5000億ユーロから約2兆ユーロに拡大している。流動性危機に陥った金融機関に「金融調節(貸出)」によって大量の資金が供給されたのである。その内訳を見ると(図表3)、通常時のMRO(Main refinancing operations:原則として満期一週間、週一回実施)中心からより長期のLTRO(Longer-term refinancing operations:原則として満期三ヶ月、月一回実施)

中心へと変化していることがわかる。さらに、ECB政策理事会ではオベの頻度を引上げると同時に、満期6ヶ月、1年という超長期のLTROを実施することで高水準の残高を維持してきたのである。

図表2の08年末に現われている「外貨貸出」は、FEDとの為替スワップによって調達したドルをユーロ圏内の金融機関に供給したものである。欧州の大手金融機関には、市場で短期のドルを調達し、証券化商品を含むドル資産に投資しているところが少なくない。ところがサブプライム問題の悪化によってドルの短期市場が機能停止し、そうした金融機関はドルを調達できなくなった。そこで、ECBがFEDからドルを調達し欧州の民間金融機関に貸し出したものである³⁾。

こうした流動性供給は、負債の側では、金融機関の中央銀行預金と「ユーロ圏外に対するユーロ建て債務」の増大となって現われている。中央銀行預金は、市場で資金調達できなくなるリスクに備えて金融機関が預金を積み上げたものである。ユーロシステムの側では、過剰な流動性を回収すべく、通常時に用意されてい

図表2 ユーロシステム（連結）のバランスシート

資産													
年	総資産	外貨準備			外貨貸出	金融調節 (貸出)	金融機関向け その他債権	証券			対政府債権	対ユーロ システム 債権	その他資産
		金	外貨					CBPP +SMP	その他 証券				
2006	1,150.0	319.1	176.8	142.3	23.4	450.5	11.0	77.6	-	77.6	39.4	216.7	
2007	1,508.0	336.6	201.5	135.1	42.0	637.2	23.9	96.0	-	96.0	37.1	321.3	
2008	2,075.1	378.1	217.7	160.4	234.3	860.3	57.0	271.2	-	271.2	37.4	218.1	
2009	1,903.0	462.4	266.9	195.5	32.2	749.9	26.3	328.7	28.8	299.9	36.2	252.3	
2010	2,002.2	591.4	367.4	224.0	26.9	546.7	45.7	457.4	134.8	322.6	35.0	276.5	

負債									
年	総負債	銀行券	準備預金 (定期等を含む)		政府預金	対ユーロ システム 債務	ユーロ圏外 からのユー ロ建て預金	その他債務	再評価益
			当座預金						
2006	1,150.0	628.3	174.1	173.5	45.2		16.6	71.4	121.9
2007	1,508.0	676.7	379.2	267.3	38.1		45.1	123.2	147.1
2008	2,075.1	762.9	492.3	291.7	83.3		293.6	166.5	175.7
2009	1,903.0	806.5	395.6	233.5	120.5		46.8	164.1	220.1
2010	2,002.2	839.7	378.0	212.7	71.7		47.7	172.4	331.5

(注)

- 1) 各年末。10億ユーロ。
 - 2) 主要項目のみを示しているため、それぞれの合計は総資産に満たない（「その他資産」「その他債務」は、それぞれ、「Other assets」「Other liabilities」で、主要項目合計と総額との差額を示すものではない）。
 - 3) 資産の「外貨貸出」と負債の「ユーロ圏外からのユーロ建て預金」は、主として米国FRBとのドル・ユーロスワップに伴う域内金融機関向け貸出（資産）と対FRB・ユーロ建て債務（負債）である。
 - 4) 2008年末の資産の部において「その他資産」が急減し「証券」が急増しているのは、同時点より保有証券等の計上勘定項目の変更がおこなわれ、それまで「その他資産」に含まれていた有価証券の多くが「証券」に移されたため。例えば図表6のギリシャ中央銀行を参照。
 - 5) 以上の注は図表4、5、6、7に共通。
- 〔出所〕 ECB 年次報告書各号より作成。

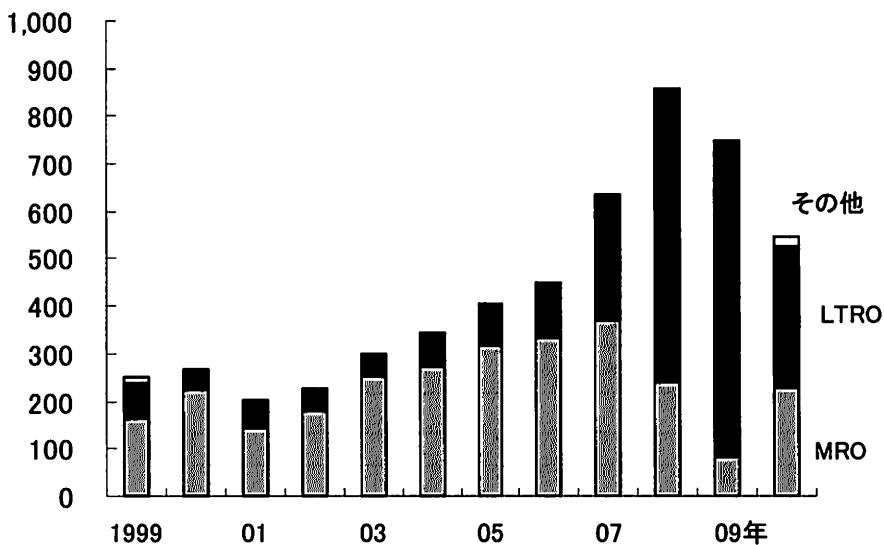
る①準備預金制度のための当座預金、②預金ファシリティ（資金吸収のためのスタンディング・ファシリティ、満期1日）のほかに、③定期預金ファシリティを導入している。

「ユーロ圏外に対するユーロ建て債務」の増加部分は、上に述べた為替スワップにともなうFEDに対するユーロ建て債務である。

3. リーマン・ショックの収束とソブリン危機の発生

しかし2009年になると、金融市場も徐々に落ち着きを取り戻し始める。それは、ユーロシステムのバランスシートの縮小、特に資産側の「金融調節（貸出）」、負債側の「預金」の縮小となって現われている。2010年になると、前述

図表3 「金融調節(貸出)」の内訳



(注) 10億ドル。
 MRO : Main refinancing operations
 LTRO : Longer-term refinancing operations
 その他 : Fine Tuning operations 等
 [出所] ECB 年次報告書各号より作成。

の LTRO の残高は大幅に減少し、MRO 中心の平時の体制に向かってもいるのである(図表3)。ただし、これは、ユーロシステム内において最大のシェアを占めるドイツの中央銀行(以下、ブンデスバンク)の変化を大きく反映したものであり、注意を要するが、この点は後述する)。

その一方で、資産の側で「証券」が増加し、2010年末では、4,574億ユーロ(総資産の23%)に達している。その一因は、CBPP、SMP の名称で実施された証券の買切りオペである。

CBPP (Covered bond purchase programme) とは、銀行が抱える不動産ローン等を(銀行自身の信用力にプラスして)裏づけに発行されたカバードボンドを、発行市場・流通市場双方からユーロシステムが買い取るというものである。2009年5月7日の政策理事会で決

定され(実際の買取り開始は同年7月2日)、買取り額が当初予定の600億ユーロ(元本ベース)に達した10年6月30日に買取り自体は終了している⁴⁾(10年末時点の残高は613億ユーロ、平均残存期間は3年余り)。ユーロシステム全体の資金供給のなかではそれほど大きなウエイトを占めているわけではないが、市場を支える一定の役割を果たしたと思われる。

もう一つの政策的な証券買取りが、2010年5月9日に決定されたSMP (Securities markets programme) である。決定は、適格基準⁵⁾を満たすユーロ建て債券のうち、加盟国の公債は流通市場から、民間債については発行・流通両市場から買い取るというものであったが、実際には、ギリシャ等のソブリン危機の深刻化に対し、価格の暴落した国債を買い支えるというものであった。これは、前述のように国債の買切

りオペを行ってこなかった ECB 政策理事会としては異例の決定である⁶⁾。

金融調節（貸出）が減少すると同時に、こうした国債等の買取りが増加していることは、ユーロシステムの直面している危機の中心が、ユーロ圏全体として見れば、金融機関のそれからソブリン・リスクへと変化していることを示していると言えよう。

しかしその一方で、SMP の残高は735億ユーロ（10年末）にとどまっており、CBPP と合わせても、ユーロシステムの資産総額に占める比率は6.7%にすぎない。ギリシャ国債等の発行残高が大きくないことを反映している側面もあるが、例えば、リーマン・ショック後の米国 FED の MBS（住宅ローン担保証券）の買取り残高が、一時、1兆ドルを超え（対総資産で約4割）、FED の資産構成そのものを大きく変えてしまったのとは、異なることにも留意しておく必要がある。

Ⅲ. TARGET 2 債権・債務の増大

1. 各国中央銀行のバランスシート

以上、サブプライム問題以降のユーロシステムの連結バランスシートの変化を概観した。

しかしながら、冒頭で述べたように、ユーロシステムを構成する各国中央銀行のバランスシートは、各国の金融構造、危機の状況を反映し、それぞれに大きく異なる。では、それは具体的にどのように異なるのだろうか。ここでは、ユーロシステム内の経済大国であるドイツと、EU・IMF から金融支援を受けることになったギリシャ、アイルランド、ポルトガルの中央銀行を比較してみよう。

図表4でドイツ（ブンデスバンク）を見てみよう。まず、資産の側をみると、「金融調節（貸出）」が、2008年に最大（2,774億ユーロ）となり、その後10末までに3分の1ほどに急減している（1,031億ユーロ）ことがわかる。リーマン・ショックに対応した資金供給が、危機の収束とともに大幅に縮小しているのである。「外貨貸出」は前述の通り FED との為替スワップによって調達したドルをユーロ圏内の金融機関に供給したものであり、「金融機関向けその他債権」（これについては後述する）も金融機関への資金供給で、いずれも同じ動き（2008年をピークにその後急減）をしている。

しかしながら、現在のブンデスバンクの資産構成において最大の比率を占めているのは、「金融調節（貸出）」でも「外貨準備」でもなく、「対ユーロシステム債権」の中の「TARGET 2 債権」である。これは、ユーロシステム（連結ベース）には現われなかった勘定であるが、その説明の前に、他の中央銀行を見てみよう。

図表5、6、7は、この3つの中央銀行のバランスシートに共通している（そしてドイツとは異なる）点をはっきりと示している。まず、資産の側において、「金融調節（貸出）」が、リーマン・ショック時の08年末を過ぎても、減少するどころか逆に大きく増加していることである。それは、現在の金融危機が3ヶ国にとってリーマン・ショック以上のものであることを示している。図表2のユーロシステム全体のバランスシートでは「金融調節（貸出）」は減少していたが、それは、ドイツ等の動向を反映したものであり、危機3ヶ国の状況は、それとは大きく異なっているのである。

そして、増大する「金融調節（貸出）」に対

図表4 ドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）のバランスシート

年	総資産	資産																
		外貨準備			外貨貸出	金融調節(貸出)	金融機関向けその他債権	証券		対政府債権	対ユーロシステム債権				その他資産			
		金	外貨	CBPP+SMP				その他証券	ECB持分		ECBへの外貨移転債権	銀行券調整	TARGET2債権	金融資産				
2006	373.5	84.8	53.1	31.7	0.0	256.3	3.0	0.0	-	0.0	4.4	18.3	1.2	11.8	-	5.3	6.4	2.8
2007	483.7	92.5	62.4	30.1	7.1	268.0	13.1	0.0	-	0.0	4.4	84.0	1.2	11.8	-	70.9	14.4	9.8
2008	612.6	99.2	68.2	31.0	63.3	277.4	22.0	0.0	-	0.0	4.4	128.6	1.2	11.8	-	115.3	17.4	10.0
2009	588.0	125.5	83.9	41.6	4.4	223.6	7.1	13.2	7.9	5.3	4.4	189.7	1.1	10.9	-	177.7	19.7	10.2
2010	671.3	162.1	115.4	46.7	0.0	103.1	9.6	36.1	30.9	5.2	4.4	337.9	1.4	10.9	-	325.5	18.0	10.3

年	総負債	負債						
		銀行券	準備預金(定期等を含む)		対ユーロシステム債務			再評価益
			当座預金	銀行券調整	TARGET2債務			
2006	373.5	170.9	48.0	47.9	84.3	84.3	-	45.9
2007	483.7	183.8	109.5	64.0	99.5	99.5	-	55.0
2008	612.6	206.6	166.9	100.7	121.8	121.8	-	63.1
2009	588.0	201.3	112.2	76.7	146.8	146.8	-	76.8
2010	671.3	209.6	146.4	71.4	157.1	157.1	-	110.5

[出所] ブンデスバンク年次報告書各号より作成。

して、負債の側でそれに見合った増加を示しているのは、「対ユーロシステム債務」内の「TARGET2債務」なのである。

ドイツの「TARGET2債権」の増大は、危機3ヶ国の「TARGET2債務」の増大と、同じ原因から生じたものと考えるのが自然であろう。それは何かを次に検討しよう⁷⁾。

2. 民間金融機関の資金移動と中央銀行のTARGET2債権・債務

よく知られているように、ユーロ圏内（一部

圏外を含む）の民間銀行・中央銀行は、TARGET2と呼ばれるシステムを用いて、銀行間決済を行っている。例えば、ギリシャのA銀行がドイツのX銀行に100ユーロ送金する場合を考えてみよう（図表8）。送金をもたらした要因が、顧客企業の輸入にともなう支払い[マクロ的にはギリシャの貿易赤字]であっても、X銀行からの借入れの返済や顧客資金の移動[マクロ的にはギリシャの資本収支赤字]であっても同じである。送金は、A銀行がギリシャ中央銀行にもつ口座から100ユーロが引き

図表5 ギリシャ中央銀行のバランスシート

年	総資産	資産																
		外貨準備		外貨貸出	金融調節(貸出)	金融機関向けその他債権	証券		対政府債権	対ユーロシステム債権				その他資産				
		金	外貨				CBPP+SMP	その他証券		ECB持分	ECBへの外貨移転債権	銀行券調整	TARGET2債権		金融資産			
2006	34.9	2.7	2.2	0.5	0.6	4.8	0.9	6.3	-	6.3	8.7	1.4	0.4	1.0	-	-	8.8	6.8
2007	42.7	3.0	2.6	0.4	0.7	8.7	0.2	10.5	-	10.5	8.2	1.4	0.4	1.0	-	-	8.7	6.5
2008	70.9	3.2	2.9	0.3	2.5	38.4	0.0	14.5	-	14.5	7.8	1.5	0.4	1.0	-	-	2.2	0.0
2009	86.8	4.7	3.6	1.1	0.3	50.0	0.0	20.7	0.7	20.0	7.3	1.6	0.4	1.1	-	-	2.3	0.0
2010	138.6	6.0	5.0	1.0	0.3	97.7	0.0	23.9	4.7	19.0	6.9	1.6	0.5	1.1	-	-	2.3	0.0

年	総負債	負債					
		銀行券	準備預金(定期等を含む)		対ユーロシステム債務		
			当座預金	銀行券調整	TARGET2債務		
2006	34.9	15.3	4.5	4.5	9.8	1.6	8.2
2007	42.7	16.3	7.1	6.6	13.2	2.4	10.8
2008	70.9	19.3	7.8	4.9	37.8	2.5	35.3
2009	86.8	20.9	8.0	4.6	49.1	0.1	49.0
2010	138.6	21.8	10.5	3.3	95.1	7.9	87.1

〔出所〕 ギリシャ中央銀行年次報告書各号より作成。

図表6 アイルランド中央銀行のバランスシート

年	総資産	資産																
		外貨準備		外貨貸出	金融調節(貸出)	金融機関向けその他債権	証券		対政府債権	対ユーロシステム債権				その他資産				
		金	外貨				CBPP+SMP	その他証券		ECB持分	ECBへの外貨移転債権	銀行券調整	TARGET2債権		ELA			
2006	40.3	0.7	0.1	0.6	0.6	27.0	1.1	7.1	-	7.1	0.0	0.6	0.1	0.5	-	-	0.4	-
2007	53.5	0.6	0.1	0.5	0.5	39.4	0.4	9.9	-	9.9	0.0	0.6	0.1	0.5	-	-	0.6	-
2008	116.1	0.7	0.1	0.6	5.1	93.4	0.1	14.2	-	14.2	0.0	0.6	0.1	0.5	-	-	0.7	-
2009	124.9	1.4	0.1	1.3	0.1	92.9	0.6	14.9	0.5	14.4	0.0	0.8	0.1	0.6	-	-	12.8	11.5
2010	204.5	1.6	0.2	1.4	0.1	132.0	0.5	18.2	3.0	15.2	0.0	0.8	0.1	0.6	-	-	51.1	49.5

年	総負債	負債						
		銀行券	準備預金(定期等を含む)		政府預金等	対ユーロシステム債務		
			当座預金	銀行券調整		TARGET2債務		
2006	40.3	7.5	12.9	na	5.5	11.9	9.4	2.5
2007	53.5	8.0	21.8	na	8.0	12.9	12.3	0.6
2008	116.1	8.9	19.4	na	25.8	58.7	14.4	44.4
2009	124.9	11.8	14.9	na	26.3	67.2	13.7	53.5
2010	204.5	12.3	11.4	na	15.9	160.1	15.0	145.2

〔出所〕 アイルランド中央銀行年次報告書各号より作成。

図表7 ポルトガル中央銀行のバランスシート

年	総資産	資産																
		外貨準備				外貨貸出	金融調節(貸出)	金融機関向けその他債権	証券			対政府債権	対ユーロシステム債権				その他資産	
		金	外貨	CBPP+SMP	その他証券				ECB持分	ECBへの外貨移転債権	銀行券調整		TARGET2債権	金融資産				
2006	32.7	7.4	5.9	1.5	0.8	0.2	0.0	6.6	-	6.6	0.0	10.8	0.1	1.0	9.8	-	4.8	4.1
2007	38.7	7.8	7.0	0.8	0.6	2.5	0.0	5.3	-	5.3	0.0	13.4	0.1	1.0	12.3	-	5.0	4.1
2008	50.7	8.5	7.6	0.9	0.0	10.2	0.0	8.5	-	8.5	0.0	16.8	0.1	1.0	15.7	-	5.9	4.7
2009	62.5	11.1	9.4	1.7	0.0	16.1	0.0	8.1	0.6	7.4	0.0	19.1	0.1	1.0	17.9	-	6.4	5.5
2010	99.7	15.7	13.0	2.7	0.6	40.9	0.0	13.6	4.2	9.4	0.0	20.2	0.1	1.0	19.0	-	7.0	5.9

年	総負債	負債						
		銀行券	準備預金(定期等を含む)		対ユーロシステム債務			再評価益
			当座預金	銀行券調整	TARGET2債務			
2006	32.7	14.3	5.0	5.0	6.6	-	6.6	2.1
2007	38.7	15.3	9.3	6.1	6.2	-	6.2	2.0
2008	50.7	17.3	5.4	4.8	19.0	-	19.0	4.8
2009	62.5	18.6	8.8	4.5	23.4	-	23.4	6.5
2010	99.7	19.4	4.9	1.9	59.9	-	59.9	10.1

[出所] ポルトガル中央銀行年次報告書各号より作成。

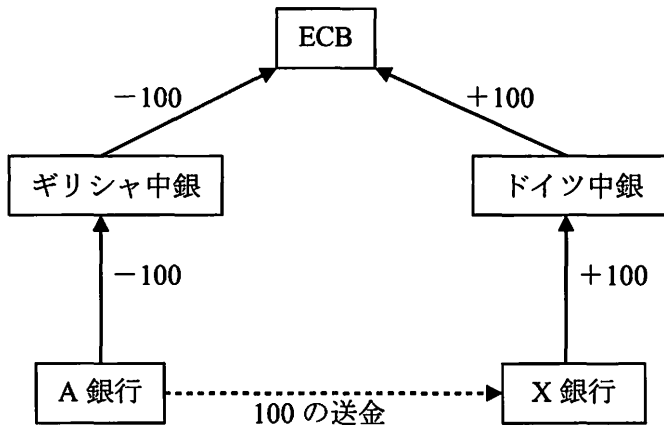
落とされ、X銀行のブンデスバンク口座に100ユーロ入金されることによって行われる。その結果、ギリシャ中銀はブンデスバンクに対して100ユーロの債務を負う(=ブンデスバンクはギリシャ中銀に対して100ユーロの債権をもつ)ことになるが、それらは現在、日次ベースでそれぞれのECBに対する債権・債務に振り返られている。それが、上に述べた「TARGET2債権・債務」にほかならない。

もう一度、ギリシャの民間銀行に戻ろう。このままの状態(資金の支払い超過)が続けば、A銀行は倒産してしまうため、通常時であれば、市場から同額の資金を調達する。それは図

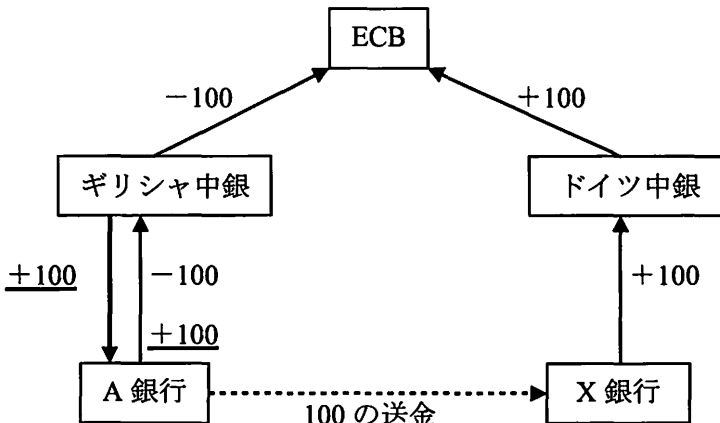
表8の資金の流れと逆方向の資金移動を意味するため、それによってギリシャ中銀とブンデスバンクの「TARGET2債権・債務」も解消されることになる。

ところが、A銀行の信用リスクが上昇し、市場で十分な資金を調達できなくなったとしよう。それが2008年以降の状況である。そこで図表9のように、ギリシャ中銀はA銀行に資金を供給しているのである。それによってA銀行は破綻を免れるが、同時にギリシャ中銀の「TARGET2債務」、ブンデスバンクの「TARGET2債権」はそのまま残る。A銀行からX銀行への資金流出が止まらずそれに合わ

図表 8



図表 9



(注) → (実線矢印)は、預金者 → 預金受入金融機関を示す。

せてギリシャ中銀からの資金供給が拡大すれば、それぞれの中央銀行の抱える対 ECB 債権・債務もますます大きくなる。このようにして、ユーロシステム構成中央銀行間の不均衡が増大しているのである。

もちろん通常時には、ECB 政策理事会がオベごとに、オベの合計金額に上限額を設定しているため、こうした不均衡の拡大には一定の歯止めがかかっていた。

しかし、リーマン・ショック以降、ECB 政

策理事会は異例の金融緩和政策を続け、それが危機3ヶ国における大量の資金供給となっているのである。具体的には、①適格担保基準の引下げ、②固定金利・無制限供給の実施、③ELA の容認、が大きく作用した。

①の適格担保基準の引下げ、さらには危機国国債の担保基準からの適用除外については、注5で述べている通りである。

②については、ECB 政策理事会は、リーマン・ショック発生直後の08年10月以降⁹⁾、オベ

の方式を従来の、金額に上限を設定した上での金利入札方式ではなく、金額無制限での固定金利方式とした。つまり、金融機関は、適格担保を差し入れることさえできれば（しかもその基準は前述のように大きく引き下げられている）、政策金利（09年5月から11年4月までは1.0%）で希望するだけの資金を調達できるのである。

もちろんこうしたオベは、ユーロシステム共通のものであるから、ドイツでも実施はされている。しかしドイツでは、リーマン・ショックの影響がほぼ落ち着いた上、前述の設例の通りに危機国金融機関から大量の資金が流入しており、中央銀行からの新たな資金供給に依存する必要はなくなっている。むしろ、余剰資金をブデスバンクへの定期預金として積み上げているのである。

そしてこれらに加えて、③の ELA と呼ばれる各国独自の緊急流動性供給が行われている。

IV. 各国中央銀行による独自の緊急流動性供給

1. アイルランドの ELA

アイルランド中央銀行は、その年次報告書において、自らが ELA を供給していることを明らかにしている。図表6の資産の「その他」のほとんどを占める ELA (Emergency Liquidity Assistance)⁹⁾がそれであり、2010年末時点で総資産の4分の1に達している。

ELA に関する明確な定義は与えられていないようであるが、ECB 等の文献から整理すれば、① ECB 政策理事会が決定したオベとは別に、②各国中央銀行が自らの責任と負担で独自に行う、③例外的な状況下での、④ケースバイ

ケースで判断される、⑤一時的に流動性不足に陥った金融機関・市場に対する、⑥システミック・リスクに対応するための、金融支援のことである¹⁰⁾。②の各国中央銀行自らの「責任と負担」とは、具体的には、ELA は当該国政府による債務保証を要すること、したがって損失が発生した場合もユーロシステム（他の中央銀行）はその負担を負わないことを意味する。

さらに ECB はその意見書¹¹⁾において、ELA の条件として、①供給の決定は、中央銀行によって（政府から）独立して行われること、②可能な限り短期であること、③システミック・リスクが顕在化していること、④政府保証が法的に完全であること、⑤政府保証が十分な額であること、を求めている。

しかしながら、こうした資金供給はユーロ圏における金融政策（中央銀行による資金供給）の一元性を否定するものであり、無制限に行われればユーロシステムは根底から崩壊してしまう。しかし、ユーロシステムの法的根拠である欧州中央銀行議定書は、その第14条第4項で、「政策理事会の3分の2以上の多数によって拒否されなければ」、加盟中央銀行は自らの責任と負担において独自の行動をとれることを明記しており、これが ELA の法的根拠となっている。

もちろん、アイルランドの金融機関が、ECB 政策理事会が定めた適格担保を保有しているならば、金額無制限のオベが実施されている以上、こうした特別な措置は必要ない。つまり、ECB 基準を満たす担保を提供できなくなった金融機関への融資が、ELA として行われているのである。実際、IMF は、アイルランドへの救済融資に関する2011年2月の報告書において、「(アイルランド国債の格付け引下げ

により) ECB の流動性供給に提供されていた担保の一部が ECB 不適格となったため、それらはアイルランド中央銀行の ELA に振り替えられた」とし、また、アイルランドの銀行部門は「事実上、市場での資金調達が可能であり、ユーロシステムと ELA に大きく依存したままである」と指摘している¹²⁾。

そして、危機の長期化によって、「例外的」な「一時的」支援が長期化してしまっているのである。

2. ベルギーのケース

ベルギー中央銀行は、リーマン・ショック直後の2008年9月末から翌月の上旬まで、ELA を供給した¹³⁾。それはフォルティスの経営破綻に対応したものであった。

ベルギー、オランダ、ルクセンブルクに展開していた大手金融機関フォルティス (Fortis) は、2007年に、RBS (Royal Bank of Scotland)、サンタンデルと共同で、ABN アムロを買収するが、その結果、巨額の債務を負う。ところがそこにリーマン・ショックが発生、市場環境が激変し負債比率の高いフォルティスは市場から資金を調達できなくなったのである。一気に経営が悪化し、9月29日、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク3ヶ国がフォルティスの国有化で合意¹⁴⁾、同時に、ベルギー中央銀行が(後にオランダ中央銀行も)、それぞれの国の現地法人に対する ELA の供給を決定したのである。

これについて、ベルギー中央銀行は次のように説明している。

「その結果生じた流動性不足のため、当行は、9月29日よりフォルティスに緊急支援を提供せざるをえなくなった。それは、ユーロおよびド

ルをオーバーナイト、罰則金利にて貸し付ける形でおこなわれ、担保は、ECB の通常のリファイナンス・オペに適格ではないものであった。この緊急流動性支援 (ELA) は、10月9日まで実施され、10月3日には513億ユーロのピークに達した¹⁵⁾」

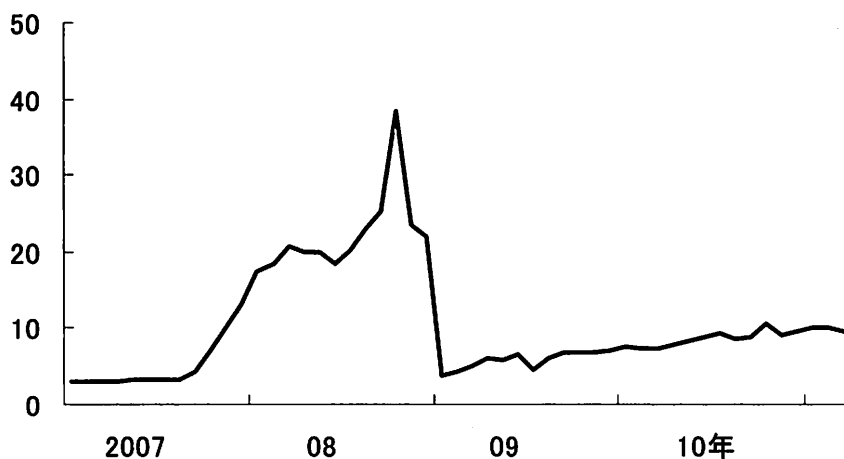
わずか11日間であるが、ECB 政策理事会の適格担保条件をみたさない資産を裏付けに資金供給したことを明らかにしている。しかもその金額は、ピーク時に500億ユーロを超えているが、ベルギー中央銀行の資産規模が07年末で1,124億ユーロであることを考えると極めて大きな規模であったことがわかる。また同行は、別のレポートで、ELA の性格について、「このオペレーションは、金融調節というより中央銀行の最後の貸し手としての役割に基づくものである。ELA は、例外的なものでなければならず、(金融機関が申請すれば)自動的に与えられるものと見なされてはならない。これは、当該金融機関が所在する国の中央銀行の責任において、ECB 政策理事会の承認の下で行われるものである¹⁶⁾ (括弧内は引用者による補注)」と述べている。

3. ドイツにおける「対金融機関・その他債権」の増大

アイルランドとベルギーの中央銀行が、ELA の提供を明確に認めているのに対して、ブンデスバンクは、以下に述べる同様の流動性供給について(筆者の知る限りでは)それを ELA とは認めていない。したがって、以下のブンデスバンクの資金提供を ELA とすることは議論の余地があるかもしれない。

図表10は、ブンデスバンクのバランスシート(資産の部)のうち、「対金融機関・その他債

図表10 ブンデスバンクの「対金融機関・その他債権」



(注) 10億ユーロ。2007年1月から11年3月まで (月次ベース)。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report* 各号より作成。

権」を示したものである。それは2007年夏に増加し始め、08年秋にピークを付け、その後、急減し常態に戻っている。サブプライムローン問題の悪化からリーマン・ショックに至る金融機関の流動性不足に対するブンデスバンクからの資金供給と考えるほかないであろう。ブンデスバンクの資産総額 (=通貨供給総額) に占める比率は大きくないが、これは、ECBの政策理事会の決定にもとづくユーロシステムレベルのオペとは異なり、ブンデスバンク独自のものと考えられる。同行の08年版の年次報告は、この「対金融機関・その他債権」について、他の年とほぼ同様に「この項目には、金融機関に保有する、中央銀行サービスに関連した受取金から生じた定期預金が含まれる」と述べるだけで (p.142)、それ以上の説明を行っていない。これは、日銀の場合で言えば、「代理店勘定」(日銀が国庫事務等を委託している民間銀行に、支払い資金の準備として預けている資金) に相当するものではないかと推測されるが、それでは図表10の動きは説明できない。ドイツにおいて

も、公式のオペとは別に、金融機関に対する特別の流動性供給が行われていたと考えるほかないであろう。

以上3つの例は、ユーロシステムが、統一された形における「最後の貸し手機能」を十分に保持していないこと、その一部は各国中央銀行に委ねられたままであることを示している。そしてアイルランドの場合、それは、第Ⅲ節末尾で述べたユーロシステム全体としての適格担保基準の緩和や無制限の資金供給とあいまって、中央銀行からの資金供給の増大、その結果としての、中銀間の債権債務の不均衡の増大をもたらしているのである。

V. 民間金融機関からの資金流出

では、こうした不均衡の増加の原因となっている各国の民間金融機関における資金移動はどのように確認できるだろうか。

図表11は、各国金融機関 (所在国別) の対外

(クロスボーダー) ポジションの推移を示したものである。危機3ヶ国は共通して、リーマン・ショック期までは、対外債務が対外資産を上回っており、外国から積極的に資金を調達しながら(国内)融資を拡大していたことがわかる。ところがリーマン・ショックを境に、対外債務が大幅に減少している。つまり、国外からの資金調達に支障を来すようになったのである。

対照的にドイツでは、対外資産が対外債務を上回っている(銀行レベルにおける資本輸出国)が、リーマン・ショック後、対外資産が大幅に減少している。米国のサブプライム関連資産のほか、欧州各国向けの資金供給が絞られたものと推測される。

図表12は、ドイツの金融機関(国籍別・連結ベース¹⁷⁾)の対外債権残高の推移を、2004年末を100として、相手国別に見たものである。対外債権は、総額で見ても2008年から減少に転じているが、アイルランド向けは、その振幅がより大きい。その時点では、まだギリシャ、ポルトガル向け債権は減少していない。ところが2010年に入ってから、3ヶ国向け債権は急速に減少している。ソブリン・リスクの顕在化を受け、ドイツの金融機関は、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル向けの融資を急速に絞ったのである。

次に、ギリシャの金融機関を見てみよう。図表13は、ギリシャの民間金融部門全体のバランスシートの負債項目の変化(資金調達先の変化)を示したものである。①2010年に入ってから、他の金融機関、つまり市場からの資金調達が困難となり、②その後、預金の流出が始まり、③それらを中央銀行からの借入れによってまかなうようになっていることがわかる。

欧州危機の主たる要因は、ギリシャ等の国債のデフォルト・リスクの高まりであるが、それは国債を保有する金融機関の信用リスクへと広がった。しかも、アイルランドにおいては、リーマン・ショック期の不動産バブルの崩壊による金融危機がすでに進行していた。その結果、それらの金融機関からの資金流出が発生し、それを埋め合わせるために中央銀行からの資金供給が拡大しているのである。

VI. おわりに

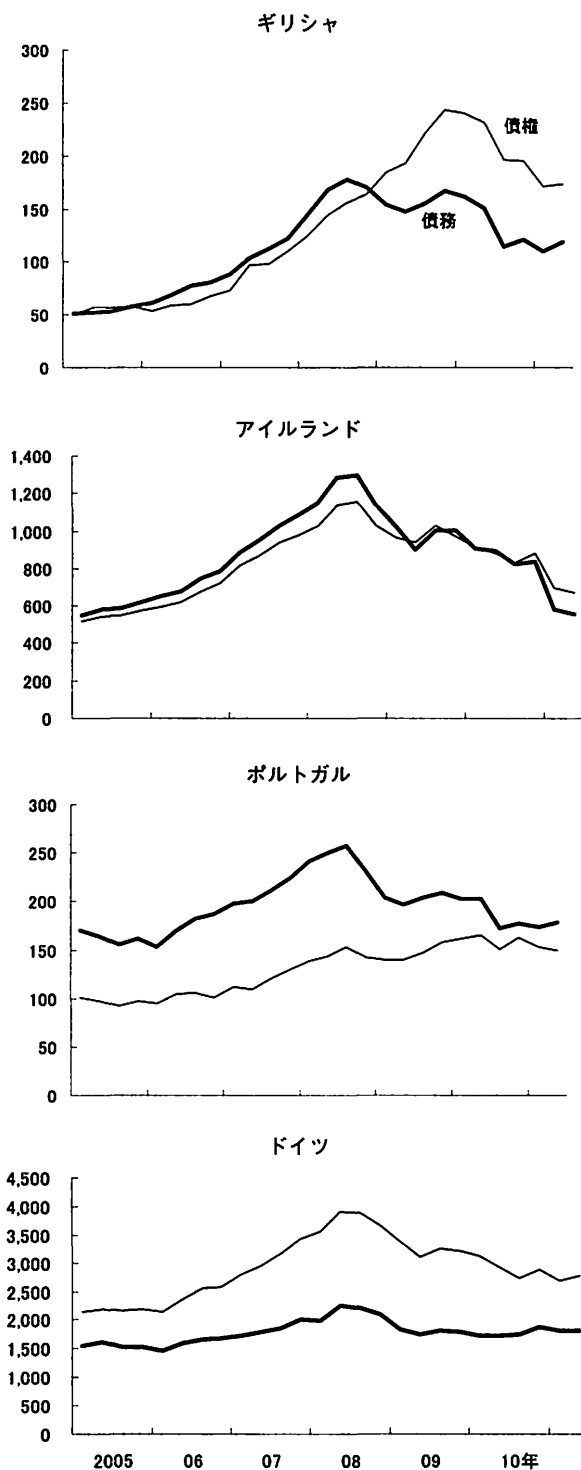
現在のユーロ圏内では、「周辺国」の銀行から「中心国」の銀行への資金移動の累積、それが、周辺国中央銀行では対金融機関向け貸出とTARGET2債務の増大、中心国中央銀行では金融機関の中央銀行預金とTARGET2債権の増大となって現われている。

ブンデスバンクのTARGET2債権は2010年末で3,225億ユーロに達し、これまでのEUレベルで用意されてきた金融支援策におけるドイツの拠出金額をはるかに上回る。これは、ドイツ経済にとってどのようなリスクまたはコストを意味するのだろうか。それとも単一の通貨を戴く中央銀行間の債権・債務であるから何の問題もないのであろうか¹⁸⁾。

一般論としてどのような債権にも回収できなくなる可能性が存在するが、TARGET2債権の場合、そもそも回収するということが制度的に不可能である。ブンデスバンクは当該債権を、自らが払超となった際の決済に用いることができるだけである。ユーロが不換紙幣であり、かつ自国通貨であるからである。

しかし、と言って、TARGET2債権の増大の原因である危機国中央銀行の大量の流動性供

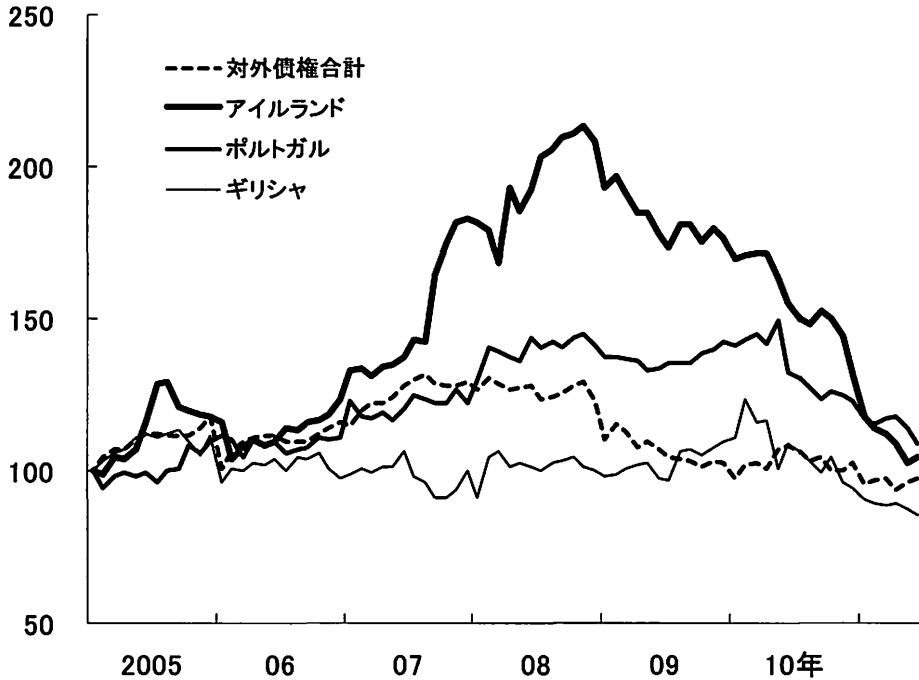
図表11 各国金融機関の対外ポジション



(注) 10億ドル。2004年12月から2011年3月まで(四半期ベース)。所在地ベース。

〔出所〕 BIS, Locational banking statistics, Table 2A より作成。

図表12 独銀の対外債権



(注) 2004年12月を100とし、指数化。2004年12月から2011年5月まで(月次ベース)。
 (出所) Deutsche Bundesbank, Statistics, Foreign claims of German banks より作成。

図表13 ギリシャ民間金融部門のバランスシート

(負債：100万ユーロ)

	2007年 6月	2007年 12月	2008年 6月	2008年 12月	2009年 6月	2009年 12月	2010年 6月	2010年 12月	2011年 6月
預金等	232,498	248,706	267,121	280,388	281,420	279,544	294,932	280,243	249,443
他の金融機関からの借入れ	53,691	68,035	77,933	76,951	86,976	90,465	75,200	65,302	64,330
その他債務	29,037	29,077	30,855	36,224	32,362	31,843	39,393	26,826	38,605
ギリシャ中央銀行からの借入れ	4,261	8,795	11,605	40,594	54,004	49,723	94,261	97,794	103,108
資本・準備金	26,219	28,859	29,756	28,048	34,634	39,257	39,873	43,965	46,781
うち引当金	5,714	5,974	6,450	6,379	7,595	8,019	12,579	14,326	17,260
合計	345,705	383,471	417,269	462,205	489,395	490,831	543,659	514,130	502,267

(出所) Bank of Greece, Statistics, Aggregated Balance Sheet of Monetary Financial Institutions excluding Bank of Greece より作成。

給が、ブンデスバンクに損失を与える可能性が全くないわけではない。その損失は以下のケースにおいて発生する。それは、危機国中央銀行から資金を調達している民間銀行が債務不履行

に陥り、提供している担保でもそれがカバーされなくなった時、すなわちユーロ圏中央銀行のなかで損失を計上した中央銀行が現われた場合である。ただし、その損失はユーロ圏中央銀行

の ECB への出資比率に比例して分担されることになっている（前述のように ELA に関する損失を除く）。したがって、ブンデスバンクは最大の負担者となるわけであるが¹⁹⁾、それは、ブンデスバンクの TARGET2 債権の大きさと全く関係ない。仮にブンデスバンクの TARGET2 債権がゼロであったとしても、ユーロシステム全体として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。TARGET2 債務の増大をもたらしている危機国中央銀行からの流動性供給の拡大が、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よう。

しかし、TARGET2 債権・債務の不均衡の本当の問題は他の点にあるように思われる。それは、一つには債権国における金融調節能力の低下であり、もう一つは債務国（危機国）におけるモラルハザードの高まりである²⁰⁾。

ブンデスバンクの2010年末時点の準備預金（金融機関の中央銀行預金）は1,464億ユーロに達しているが、その反面で金融調節（貸出）残高は1,031億ユーロにすぎない。金融機関は、危機国からの資金の流入により資金がだぶついており、オベに應じる必要がなく、反対に余剰資金を中央銀行に預金する一方となっているのである。こうした状態でインフレ率が上昇した場合、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（オベ）を絞ったとしても、膨大な準備預金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外貨準備や保有証券の売却（売りオベ）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となるのではないだろうか。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ベや ELA を容認してきた結果として、今度は資金流入国に対しては準備預金吸収策の自由度を認めることになるかもしれない。もし十分にインフレーションをコントロールできないとなれば、一元的な金融政策の枠組みへのドイツからの不満は極めて大きなものとなるだろう。

他方、危機国においては、中央銀行オベにおける、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」機能の発揮と言うこともできる。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領域である。ところが、①流動性不足と資本不足を区別することは実際には不可能に近く、②したがって前者を担当する中央銀行と後者を担当する財務当局の役割分担の境界設定という難問を発生させる。③しかも、納税者の負担であることがわかりやすい財政支出は直ちに政治問題化するのに対して、中央銀行の資金供給に伴うコストは確実に存在するといえ計測も予測も困難であることから、危機対応は中央銀行に押し付けられやすい。ただし、ここまでは欧州に限らず、日本でも米国でも起こっていることである。ところがユーロ圏の場

合はさらに、④財政赤字の拡大が今回の危機の主たる原因であるため、危機国において銀行への公的資本の注入はより困難であり、⑤何よりも、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という問題がある。そのためユーロ圏共通の財政からの危機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、ユーロシステムが過剰なまでに肩代わりしているのである。それは、危機に陥った銀行に必要なリストラクチャリングを妨げることになっているのではないだろうか。

このように考えれば、TARGET2 債権・債務の不均衡という現象は、財政が統合されていない中での通貨の統合という欧州統合の現在の段階を前提としたものであることがわかる。それを解消するためには、①危機の収束すなわち危機国における財政収支の改善と銀行の健全化、②ユーロ圏における財政統合の促進、③ドイツ等債権国におけるインフレの受容、のいずれかが必要であろう。しかし、危機国が短期間に財政収支を改善することも、ブンデスバンクが他国に起因するインフレーションを受け入れることも、ユーロ圏の再編以上に困難なことから思われる。現在の危機を乗り越えるためには、財政統合の進展が不可欠であり、また、ユーロの将来もそこにしかないのではないだろうか。

注

1) ただし、ユーロシステムにおいて国債の買入れが法的に禁止されているわけではない。禁止されているのは、加盟国政府（EU 関連機関、地方政府を含む）への（新規）貸付と、それらの債務証券（国債等）の引受けであり（欧州連合機能条約（リスボン条約）第123条第1項）、この点、日銀の国債引受けの禁止（財政法第5条）などと同様である。なお、金融調節の手段としても、買切りオペは、レボや貸出などと並んで、欧州中央銀行議定書（The Statute of the European System of Central

Banks and of the European Central Bank）の第18条第1項によって明確に認められている。したがって、ユーロシステムが加盟国政府の国債を流通市場で買い切ることには法的問題は存在しない。ただ、従来、ECB 政策理事会は、金融調節としては、担保貸付またはレボを用い、（後述する2009年のCBPPまでは）債券の買切りオペを行ってこなかった。なお、上に述べたように政府への貸付は明確に禁止されているが、図表2には資産として「政府債務」がわずかながら計上されている。これは、ユーロシステム加盟以前に各国中央銀行が実施していた政府貸付の残高であり、満期の到来にともない漸減している。

- 2) 日銀やFEDにおいては、レボと担保貸付は明確に区別されているが、ユーロシステムにおいては特に区別されず、各国の法律上の扱いに委ねられている。本稿では（担保付）貸出と表記することとする。
- 3) FEDとの為替スワップについては、伊豆 [2011] 参照。
- 4) 買取りの27%は発行市場で、73%は流通市場で行われた（ECB [2010], p.1）。なお、ユーロシステムは、公債については発行市場での購入（引受け）が禁止されているが（前掲の注1参照）、カバードボンドを含む民間債についてはそうした制約はない。
- 5) ユーロシステムが貸出を行う際の適格担保に関する基準は、従来は、各国の金融構造の違いを考慮し、ユーロシステムに共通の適格基準（Tier 1）と各国中央銀行が（ECBの定める最低基準の制約を受けつつも）独自に定める基準（Tier 2）の二種類から成っていたが、2007年1月に一元化され、格付けに関しては「A -」以上とされていた。しかしリーマン・ショックを受け、ECB 政策理事会は、08年10月15日、10年末までの時限措置として、「BBB -」に引き下げることと決定した。ところがそこにギリシャ危機が発生したため、10年4月8日、時限措置を11年も継続することとし（その時点のギリシャ国債の格付けは「BBB +」（S&P）、さらに5月3日には、ギリシャ国債に関しては適格担保基準を適用しないことを決定した。したがって、SMPにおいて、格付け基準は事実上意味をもっていない。さらにECB 政策理事会は、11年3月31日にはアイルランド国債について、同年7月7日にはポルトガル国債についても格付け基準の不適用を決定した。
- 6) ただし、SMPの導入は、ECB 政策理事会のイニシアティブによるものではなかったと推測される。決定の3日前に行われたトリシェ ECB 総裁の記者会見において、「ギリシャ危機への対処の選択肢に国債の買取りもあるのか？ 今日、それについて議論したのか？」との記者の質問に、総裁は、「我々は今日その選択肢について議論していない」と明確に否定している。ところが、5月2日にEU・IMFのギリシャ支援がまとまり、9日にはEU 財務相理事会において危機国への緊急融資制度が決定されるという状況のなかで、ECB としても相応の取組みが必要だと判断がなされたものと思われる。
- 7) 「TARGET2 債権・債務」の増大のメカニズムについては Buiter [2011]、Whittaker [2011]、Weidmann [2012] 参照。

- 8) それ以前にも、バリバ・ショックの際に(2007年8月9日)、ファインチューニング・オペ(通常は、臨時に、主として準備預金の積み期間最終日に実施するオペ)で金額無制限の資金供給が行われている。その際は一度に950億ユーロが供給され、その大きさから、逆に市場に大きな動揺を与えることになった。
- 9) ELAの呼称について、アイルランド中央銀行は、2010年版年次報告書では、Exceptional Liquidity Assistanceとしているが、09年版では同じものをSpecial Liquidity Assistanceと呼び、『金融危機報告書(The Irish Banking Crisis Regulatory and Financial Stability Policy 2003-2008, 2010)』ではEmergency Lending Assistanceと呼んでおり、紛らわしい。しかし、ECBではELA(Emergency Liquidity Assistance)を使っており(注10参照)、本稿でもELAとする。アイルランドのELAについては、Buiter [2011]、Whittaker [2011]参照。
- 10) 春井 [2004] 79頁, Central Bank of Ireland, *Annual Report 2010*, 2011, p. 22, ECB, *Annual Report 1999*, 2000, p. 98, ECB, *Financial Stability Review*, December 2006, pp. 171-172, ECB[2007] pp. 80-81.
- 11) ECB, "Opinion of the European Central Bank of 8 October 2008," CON/2008/46, paragraph 4.3.
- 12) IMF, *IMF Country Report*, no. 11/47, February 2011.
- 13) 以下で述べるベルギーとドイツの例については、Buiter [2011]参照。
- 14) その後、ベルギー政府による持分はBNPパリバに譲渡されるなどして、フォルティス・グループは、結局、BNPパリバ、ABNアムロ、アジアスの3つに分割・解体された。
- 15) National Bank of Belgium, *Report 2008 Economic and financial developments*, p. 178.
- 16) National Bank of Belgium, *Report 2008 Corporate Report*, pp. 2-3.
- 17) 図表11は<所在地別>で、例えば「ドイツ」には、米系銀行のドイツ支店のギリシャ向け債権債務を含み、ドイツ系銀行のアイルランド支店のアイルランド国内向け債権債務を含まないのに対して、図表12は<国籍別>で、米系銀行のドイツ支店のギリシャ向け債権債務は含まず、ドイツ系銀行のアイルランド支店のアイルランド国内向け融資を含む。
- 18) この不均衡についてECBのドラギ総裁は、2012年2月9日の記者会見で、「TARGET2の不均衡は、正常なことであり、通貨統合に不可避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」としての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」と答えている(CEB, press conference, 9 February 2012)。
- 19) ECBへの各中央銀行の出資比率は、人口比とGDP比

の平均値(5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、2011年1月1日時点の出資比率(capital key)は18.9%である。

- 20) TARGET2 債権・債務に対するブンデスバンクのヴァイトマン総裁のスタンスは、注18で紹介したドラギECB総裁とかなり異なる。ヴァイトマン総裁は、12年3月13日付けの新聞への投稿でこの問題に対するブンデスバンクの見解を明らかにした(投稿は2日後にブンデスバンクのウェブサイトに掲載)。その前半はTARGET2残高の発生メカニズムを説明しているだけであるが、注目すべきは後段である。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ことを確認した上で、「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ない、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」と述べている。そしてさらに、「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、何らかの安定性を損なうリスクが発生することである」とし、「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」と結んでいる(Weidmann [2012])。

参考文献

- 伊豆 久 [2011] 「リーマン・ショックとFRB—金融危機と短期金融市場—」『証券経済研究』第73号。
- 春井久志 [2004] 「欧州中央銀行制度の最後の貸し手機能」田中素香・春井久志・藤田誠一編『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』有斐閣。
- Buiter, W. et.al. [2010] "ELA: An Emperor with-

- out Clothes ? " *Global Economic View* (Citigroup), January 21.
- ECB [2007], "The EU Arrangements for Financial Crisis Management," *Monthly Report*, February.
- ECB [2010], *Final Monthly Report on the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme*, June.
- Weidmann, J. [2012] "What is the origin and meaning of the Target2 balances?" March 15 (http://www.bundesbank.de/download/presse/publikationen/20120315.target2_balances.pdf)
- Whittaker, J. [2011] "Intra-eurosystem debts." March 30 (<http://eprints.lancs.ac.uk/51933/4/eurosystem.pdf>).
- (久留米大学経済学部教授・当研究所客員研究員)