

債務危機下にある欧州銀行の与信動向 —急がれる不良債権処理と資本増強—

調査部 研究員 坂本 達夫

目 次

1. はじめに
2. 資産圧縮の影響と要因
 - (1) 資産圧縮がもたらす影響
 - (2) 資産圧縮を迫られる要因
3. 国際的な与信の動向
 - (1) 与信圧縮の規模
 - (2) 新興国向け与信の動向
4. 二極化するユーロ圏の与信動向
 - (1) 与信圧縮が進む南欧諸国
 - (2) 分断した域内の資金フロー
 - (3) 市場の再統合に向けた課題
5. 不良債権処理と与信圧縮圧力
 - (1) 急がれる不良債権処理と資本増強
 - (2) 貸出資産の圧縮圧力
 - (3) 膨張懸念のあるESMの負担
6. おわりに

要 約

1. 欧州債務危機が深刻化した2011年以降、欧州の銀行の資産圧縮の動きが世界経済にとって大きなリスクになると見られてきた。欧州銀行は、業績悪化に伴う財務のリストラ、新たな自己資本比率規制への対応、不安定な資金調達構造の解消、等の要因によって、資産圧縮を迫られているためである。欧州銀行の国際的な与信残高は、2012年6月末において前年同期比▲14%減少した。欧州銀行の与信の圧縮は、債務危機下にある域内の景気を一段と減速させるほか、新興国の経済成長の足かせとなる恐れがある。
2. 新興国において、①国内金融市場の欧州銀行への依存度、②欧州以外の外銀の進出状況、を勘案すると、欧州銀行の与信圧縮に最も脆弱と考えられる地域は中東欧である。中東欧では欧州銀行による与信削減の規模は世界金融危機時と同水準に達しており、実体経済への影響を注視する必要がある。一方で、アジア・中南米地域は、地場銀行の成長、他の外銀による貸出の代替、外貨準備の蓄積などの要因によって、欧州銀行の与信圧縮に対する耐久性は高まっていると考えられる。
3. 欧州域内では、ユーロ圏の中核国と南欧諸国の貸出動向に大きな差異が生じている。中核国の銀行はホームバイアス（自国選好）を強めており、資金を国内回帰させる傾向にある。一方で、南欧諸国の銀行は預金流出とインターバンク借入の減少によって貸出余力が低下し、家計・企業は自国の銀行に加え、域内他国の銀行からの貸出削減に直面している。このままでは、南欧諸国と中核国の間における経済成長や銀行の信用力の格差が拡大し、債務危機の解決はますます困難となろう。
4. 南欧諸国から資金が流出する背景には、南欧諸国がユーロ圏から離脱しかねないという市場の不安がある。この資金の流れを反転させ、ユーロ圏の市場を再統合するには、ECBが異例のオペ等によりいわば、時間稼ぎをしている間に、南欧の国家に対する信認を回復させる必要がある。そのためには、ユーロ圏全体の支援を受けながら、南欧諸国が財政の健全化、金融の安定化、景気回復を着実に進めていくしかない。
5. 金融の安定化にとって今後の鍵となるのが、銀行の健全性を高めるための不良債権処理と資本増強である。不動産バブルの崩壊した南欧諸国では、銀行の不良債権比率は10%を超える水準に達しており、抜本的な不良債権処理に取り組むことが不可避である。財政の悪化した南欧諸国では不良債権処理の原資となる公的資金に余裕がないため、欧州安定メカニズム（ESM）による銀行への直接資本注入の枠組みを早期に整える必要がある。
6. ユーロ圏が不良債権処理に取り組めば、域内の貸出資産は経済規模や預貸率の水準からみて大幅な圧縮が進むことが予想される。この点、スペインにおいて貸出資産の対GDP比が170%超に高止まりしていることを踏まえると（バブル発生前は100%程度）、ストレステストにおける貸出資産の前提（2014年にかけて年4～7%の減少）は緩いと判断され、更に貸出の削減が進む公算が大きい。そうなれば、一段の景気の悪化と不良債権の増加によって、537億ユーロと試算されたスペインの銀行の

資本不足額が膨らむことで、ESMの負担が増大する懸念がある。しかしながら、不良債権の過小な見積もりと処理の先送りにより危機が拡大した日本の教訓からも、ユーロ圏には迅速かつ大規模な不良債権処理と資本増強を断行する覚悟が求められている。

1. はじめに

ギリシャの財政問題の発生から3年が経過したが、欧州債務危機はいまだに収束の兆しが見えない。危機の長期化、深刻化を背景に、欧州の銀行は保有する南欧国債の価格下落や不良債権の増加によって業績が悪化し、2011年後半には資金繰り懸念が高まる局面もみられた。

こうしたなか、欧州銀行の資産圧縮の動きが世界経済にとって大きなリスクになるとの懸念が強まった。市場や当局からデレバレッジ（レバレッジの解消）圧力が強まるなかで、欧州銀行の資本増強や預金調達が進まなければ、資産を削減する動きが加速すると考えられるためである。危機の震源地であるユーロ圏では、財政再建の急がれるPIIGS（財政が問題視されるポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）において与信の圧縮が進めば、景気悪化による税収の減少などを通じて政府債務が一段と膨らむ恐れがある。さらに、国際金融市場における欧州銀行のプレゼンスは大きく、欧州銀行による与信の圧縮は、世界経済の牽引役である新興国の経済成長の足かせとなる可能性がある。

こうした問題意識のもと、本稿ではまず、欧州銀行による与信の圧縮がいつ頃からどの程度の規模で発生しているのか、また与信圧縮の影響が大きい地域はどこか、という点に着目し、欧州銀行の与信動向を整理する。そして、欧州のなかでもユーロ圏において「金融市場の分断」が生じ、中核国と南欧諸国の銀行の貸出に二極化がみられることを明らかにする。そのうえで、欧州金融市場の正常化のためには、ユーロ圏が金融面からいかなる課題に取り組む必要があるかを論じ、今後を展望する。なお、本稿ではとくに、目下新たな国債買入プログラム（OMT：Outright Monetary Transactions）や欧州安定メカニズム（ESM：European Stability Mechanism）による支援対象として注目されているスペインの状況整理を試みた。

2. 資産圧縮の影響と要因

(1) 資産圧縮がもたらす影響

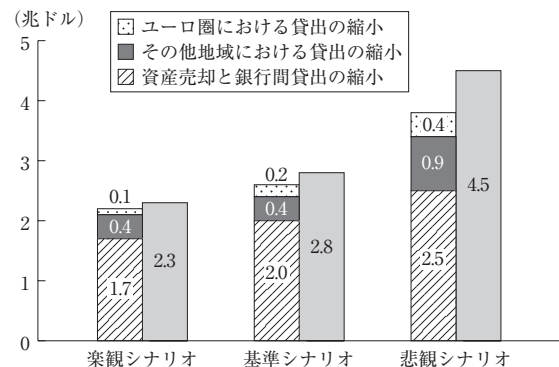
欧州債務危機の長期化を背景に、欧州銀行に資産圧縮圧力がかかり続けている。この欧州銀行の資産圧縮の動きは、とりわけ欧州債務危機が深刻化した2011年半ば以降、世界経済にとって大きなリスクと見なされてきた。過去の経験が示すように、銀行の資産圧縮のプロセスは、企業や個人の経済活動や証券等の資産価格に大きな影響をもたらす恐れがあるためである。銀行資産のなかでも、とくに圧縮の影響が懸念されるのが貸出資産である。欧州銀行の国際的な与信残高はアメリカを大きく上回っており、アジア、中南米、中東等幅広い地域で貸出業務が行われている。欧州銀行の貸出資産の圧縮は、債務危機下にある欧州の景気を一段と悪化させるのみならず、世界経済の牽引役である新興国の経済成長の足かせとなる可能性がある。

欧州銀行の資産圧縮が経済成長を阻害するリスクは国際機関等によっても指摘されてきた。IMFは、2012年4月に公表した国際金融安定性報告書（GFSR：Global Financial Stability Report）において、欧州銀行のレバレッジ解消の動きは強固な銀行システムの構築につながると評価しつつも、一斉に大規模な資産の圧縮が発生すると、ユーロ圏や他の地域の実体経済や金融市場に悪影響が及ぶ可能性に注意を促した。

10月にアップデートされたGFSRの試算によれば、欧州銀行（大手58行）の資産規模は2013年末まで

に、基準ケースにおいて総資産の7.3%に相当する2.8兆ドル縮小する恐れがある（注1、図表1）。この資産圧縮の4分の3は、証券や非主力事業（グループ内の保険・資産運用部門等）の売却やインターバンク貸出の削減によって示現する一方で、残りの4分の1は欧州域内外の貸出の圧縮になる見込みである（注2）。GFSRの試算は、欧州債務危機に対する当局の対応に基づいて、三つのシナリオに分かれており、債務危機への政策対応が完全なケースでは、資産の縮小は2.3兆ドルにとどまる一方で、政策対応が不十分で債務危機が深刻化するケースでは4.5兆ドルに達する。この推計は幅を持って見る必要があるものの、欧州銀行の資産圧縮が域内外の経済や金融市場に相応の影響を与えることは避けられないと考えられる。

（図表1）欧州銀行の資産圧縮の試算
（左：4月報告、右：10月報告）



（資料）IMF
（注）大手58行が対象、期間は2011年Q3～2013年Q4。

（2）資産圧縮を迫られる要因

このように欧州銀行が大幅な資産圧縮を迫られる具体的な要因として、以下の点が指摘できる。

第1に、欧州銀行の業績悪化に伴う財務のリストラである。債務危機の深刻化や景気の失速を背景に、欧州銀行はPIIGS向け投融资を中心に、不良債権処理費用や保有国債の評価損の計上に追われ、大幅な減益を繰り返している。経営体力の低下した銀行は新規貸出に消極的となる一方で、バランスシートから不良債権や不採算事業を切り離す業務に追われることとなる。

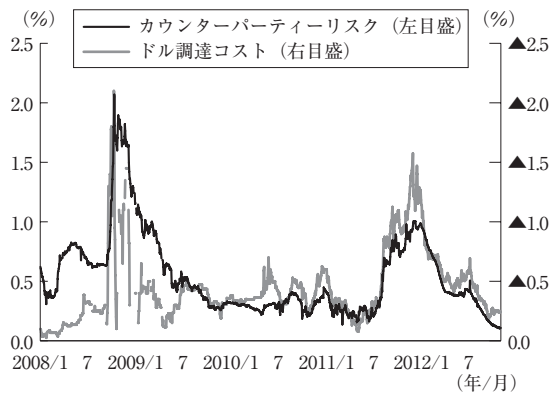
第2は、不安定な資金調達構造の是正である。邦銀や米銀は貸出資金の調達において、リテール預金の割合が高いのに対し、欧州銀行はCPやインターバンク借入等のホールセール市場における短期資金の割合が高い。短期の市場調達への依存が大きいと、銀行に対する信用不安が高まった局面で資金繰りが悪化しやすくなる。

2008年に発生した世界金融危機において、欧州銀行の資金調達構造の脆弱性が明らかとなった。当時欧州銀行は、ホールセール市場が機能不全に陥ったことで流動性が枯渇し、とりわけドル資金不足に直面した。ドル調達が困難になった銀行は、ドル資産を売却することで対応しようとしたものの、証券化商品の売却は大幅な損失を伴うものであった。最近においても、2011年後半に債務危機が深刻化すると、欧州銀行はドル資金調達が困難となる状況に再び直面した。2011年末にかけて欧州銀行のドル調達コストは深刻な信用収縮下にあった2008年秋の水準に迫ったほか、信用不安の高まった欧州銀行のカウンターパーティーリスクも2009年初めの水準まで上昇した（図表2）。こうした事態を受けて、欧州銀行はドルを中心とした短期市場性調達を減らす方向にあり、その過程で資産の圧縮が進みやすい。

第3は、当局から自己資本比率の向上を求められている点である。自己資本比率の基準に未達の銀行には、分子の資本増強、もしくは分母の資産圧縮圧力がかけられ続けることになる。

2011年12月にEBA（欧州銀行監督機構）は、債務危機を乗り切るための緊急措置として、2012年6

(図表 2) 欧州銀行のカウンターパーティーリスクとドル調達コスト



(資料) Bloomberg L.P.

(注) カウンターパーティーリスクは3カ月物EURIBOR (欧州銀行間金利) - 3カ月物EONIA (翌日物金利スワップ)。ドル調達コストは、3カ月物ユーロ/ドルクロス通貨ベーススワップ - 3カ月物EURIBOR。

月末を期限に狭義の中核的自己資本比率 (コア Tier1比率) を9%に引き上げることを域内の銀行71行に要請した。10月に公表されたこの資本増強プログラムの結果報告によると、760億ユーロの資本不足と認定された27行は、総額1,160億ユーロの資本増強を行った。資本増強の内訳をみると、総額の72%は新株の発行や内部留保による自己資本の積み増し、残りの28%はリスクアセットの圧縮によるものであった。リスクアセットの圧縮は、ドル建てのノンコア資産の売却やリスク計測手法の変更が中心で、貸出資産の削減は小幅にとどまった。つまり、2011年のEBAの勧告によって、欧州銀行の与信の圧縮が加速することが懸

念されたが、実際には2012年上期において資本不足の解消は主に自己資本の増強によって達成されたのである。

もっとも、これによって欧州銀行の資本不足が十分に解消されたと考えるのは早計である。2013年1月からは、国際的な自己資本比率であるバーゼルⅢが段階的に導入されることが決まっている (注3)。バーゼルⅢは、上記の資本増強プログラムより、資本の定義、算入基準がより厳格なため、今後更なる自己資本の積み増しが必要となる可能性がある。EBAは2012年9月に公表した試算によって、2011年末の欧州銀行の財務データにバーゼルⅢを適用した場合、大手44行が1,990億ユーロの資本不足に陥ることを明らかにした。また、後述するように現在の経済・金融環境下では、欧州企業の信用力の低下やデフォルトの増加によって、銀行の自己資本の毀損が進む方向にある。バーゼルⅢの遵守に向けて、引き続き自己資本比率の維持・向上が欧州銀行の課題となっている。

さらに、欧州銀行のなかでも、国家に対する信用不安が払拭されていない南欧諸国の銀行は、上記の要因以外にも、自国からの預金流出に伴うファンディングギャップの拡大、市場から売却圧力に晒されやすい自国国債の買い支え、といった要因によって、貸出を中心とした資産に圧縮圧力がかかっている (詳細は後述)。

(注1) 危機への政策対応が遅れたことを理由に、4月時点の予測から資産圧縮規模が膨らんでいる (内訳は非開示)。

(注2) 各々の銀行は資産圧縮を迫られた場合、家計・企業向け貸出は削減の優先順位が低い。一般的に、資産の売却・削減の順番として、証券やインターバンク貸出が優先され、経済活動へ与える影響が大きい企業や個人向け貸出の削減は後回しにされる傾向にある。

(注3) バーゼルⅢは当初、2013年1月から導入される予定であったが、詳細についてEU各国間の合意がまとまっておらず、導入は最大で1年先送りされる模様。

3. 国際的な与信の動向

(1) 与信圧縮の規模

では、実際に欧州銀行の与信の圧縮はいつ頃から発生し、どのくらいの規模に達しているのだろうか

か。また、与信の圧縮が大きい地域はどこであろうか。以下では、BIS（国際決済銀行）の国際与信統計（注4）によって国境を跨ぐ与信（自国向け与信は含まない。また、貸出のほか債券投資を含む）の動向を確認する。

欧州大陸系の銀行の対外与信残高は、2009年秋のギリシャの財政問題発覚以降もほぼ横ばいで推移していたが、2011年後半に落ち込みが見られた（図表3）。したがって、欧州銀行の貸出の圧縮が本格的に始まった時期は、2011年半ばと判断できよう。当時は、ギリシャの二次救済支援を巡る混乱やイタリア、スペインの債務問題に対する懸念を背景に、欧州金融市場の混乱が強まった時期であった。

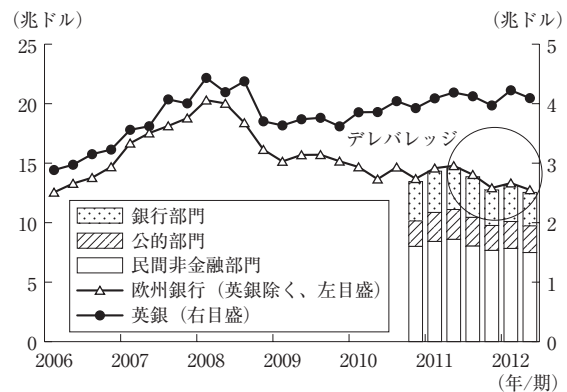
2012年入り後は、ECBが2011年12月と翌年2月に非伝統的政策手段である期間3年の資金供給オペ（LTRO：Long Term Refinancing Operation）によって1兆ユーロを超える資金を市場に供給したことが奏功し、欧州銀行の対外与信残高は第1四半期にやや持ち直した。もっとも、ギリシャ再選挙によるユーロ離脱懸念、スペインの金融不安等の問題を背景に、第2四半期は再び減少に転じている。

欧州銀行の対外与信の圧縮規模をみると、2012年6月末における減少幅は前年同月比▲14%に達した。2008年の世界金融危機時と比較した場合、欧州銀行の対外与信残高がリーマンショックを挟む1年間で4分の1も減少したことを踏まえると、今のところ与信の圧縮は当時より緩やかに進行している。もっとも、欧州債務危機の収束まで長期化が予想されるなか、第5章でみる通り、今後不良債権処理が進めば更なる与信の削減が進む可能性が高い。

一方で、英国銀行に対する与信圧縮圧力は相対的に小さい。英国銀行の対外与信残高は、ギリシャの財政問題発覚以降も増加傾向で推移し、この1年間をみてもほぼ横ばいである。英国銀行は2012年に相次いで不祥事が発生した。パークレイズはロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の不正操作問題で約400億円の課徴金が発生したほか、HSBCはマネーロンダリングの対策に不備があったため、米当局に約1,600億円の制裁金を支払った。こうした不祥事の影響等で英銀の業績は悪化しており、貸出姿勢に影響が及んでいる可能性はある。

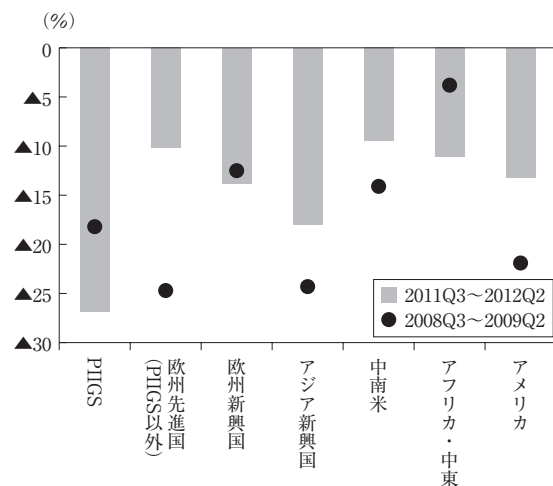
次に、欧州大陸系の銀行の対外与信を地域別にみると、全地域向けに与信が圧縮されるなかで、PIIGS向けの与信削減が突出していることがわかる（図表4）。世界金融危機時と比較しても、当

（図表3）国際与信残高



（資料）BIS統計

（図表4）欧州銀行（英銀除く）の与信圧縮幅



（資料）BIS

時は①アジアやアメリカ向けも欧州域内向けと同規模の与信削減が進んだこと、②欧州域内ではPIIGS向けよりそれ以外の先進国向けの与信削減が大きかったことを踏まえると、今般の欧州銀行のデレバレッジの影響が相対的に大きい地域はPIIGSと考えられる。

以下では、まず欧州銀行の新興国向けの与信圧縮状況を確認し、次にPIIGSを中心としたユーロ圏域内の与信動向に焦点を当てて考察を行う。

(2) 新興国向け与信の動向

欧州銀行の新興国向け貸出は、総じて削減が進んでいる（前掲図表4）。もっとも、欧州銀行の与信削減に対する影響度は、各新興国によって異なっている。その地域の金融市場において欧州銀行が重要な信用供与主体となっていれば、欧州銀行が貸出を引き揚げた場合、国内銀行部門がすべてを代替できるとは限らず、国内企業の資金調達に影響が及ぶ可能性がある。さらに、その地域に欧州以外の外国銀行が進出していなければ、他の外国銀行による欧州銀行の貸出の借り換えも期待できない。

これを踏まえて、以下では新興国について地域別（中東欧、アジア、中南米）に欧州銀行の貸出動向と貸出削減に対する影響度について考察する。

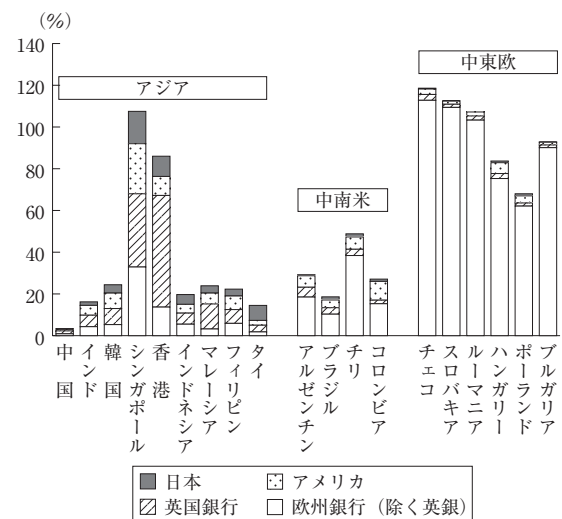
①中東欧

中東欧諸国は、IMFも指摘している通り、欧州銀行のデレバレッジに対し最も脆弱と考えられる地域である。中東欧諸国は西欧系の銀行からの借入により投資を拡大し、高成長を遂げた経緯があり、現在も西欧系の銀行への依存が極めて大きいためである。欧州銀行への依存度を測る目安として、国内信用残高（国内銀行による信用供与額）に対する欧州銀行の貸出の比率をみると、チェコ、スロバキア、ルーマニア等では100%を超えており、アジアや中南米など他の新興国に比べ、欧州銀行からの借入の高さが際立っている（図表5）。さらに、中東欧地域は外国銀行からの借入に占める欧州銀行のシェアが突出しているため、欧州銀行が貸出を削減した場合に、米銀や邦銀など他の先進国の銀行が代替するのは容易ではない。

すでに2008年の世界金融危機時において、この脆弱性は露呈していた。金融危機の発生を受けて、欧州銀行が急速に資金を引き揚げたため、中東欧地域における投資の停滞や経済の失速を招いた。この事態を受けて、ハンガリー、ルーマニアなどはIMFから緊急融資を受けたほか、ウィーンイニシアチブと呼ばれる欧州各国間の協調の下、金融機関が中東欧向けの資金引き揚げを自制した経緯がある。

欧州銀行の中東欧向けの貸出残高は、2011年6月末から2012年6月末にかけて約14%減少し、世界金

(図表5) 外銀貸出への依存度合い
(2011年末)



(資料) BIS, Datastream

(注) 外銀貸出の国内信用残高（国内銀行による信用供与額）に対する比率。

融危機時と同規模の圧縮が進行している（図表6）。一方で、中東欧諸国の企業や家計が欧州銀行の資金供給に依存する構造は金融危機時から変化はなく、今後も欧州銀行の貸出動向を注視する必要がある。

とりわけ、PIIGS諸国に対する信用不安が払拭されないなか、ギリシャ、イタリアと貿易や金融面で結び付きの強い南東欧諸国（セルビア、クロアチア、ブルガリア等）の抱えるリスクは相対的に大きい。南東欧諸国は外国銀行の融資に占めるギリシャやイタリアの銀行のシェアが高く、両国の銀行の経営悪化が進めば、南東欧諸国からの融資の引き揚げが加速する恐れがある。

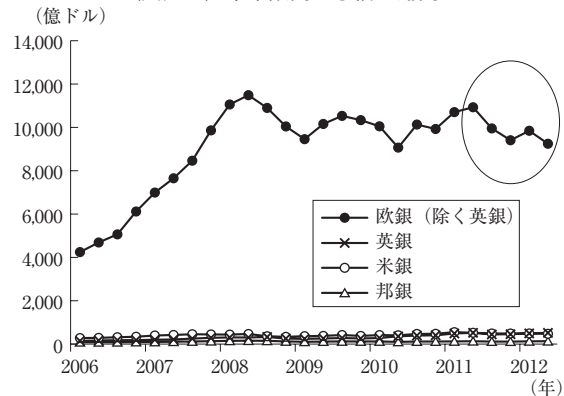
また、中東欧諸国は、銀行融資を含む資本の流出が為替に及ぼす影響にも注意を要する。中東欧諸国は財政や経常収支などの構造上の問題から、投資家の信認が弱まった局面で自国通貨安が進みやすい。外貨通貨建て債務の比率が高い中東欧諸国では、自国通貨の下落は外貨建て債務の返済コストの増大につながる。実際に、住宅ローン等においてユーロやスイス・フラン建て債務の比率の高いハンガリーでは、2011年秋に市場の不信からフォリントの下落が進行したことを受けて、IMFに金融支援を余儀なくされている。

②アジア・中南米

欧州銀行の新興国向け与信のなかで、アジア向け与信の削減は比較的大きい。欧州銀行のアジア向けの与信残高は、世界金融危機後から2011年半ばまで緩やかに増加したものの、それ以降18%減少した（図表7）。この要因として、欧州銀行はホールセール市場からリテール預金へと資金調達構造の転換を迫られるなかで、アジアでは預金調達力が弱く貸出が制限されやすい点が挙げられる。欧州銀行が近年アジアで積極化していたプロジェクトファイナンスや航空機ファイナンスの分野は、長期のドル資金のファイナンスを要するため、ドル調達不安定化した際に、資産圧縮の対象となりやすい。

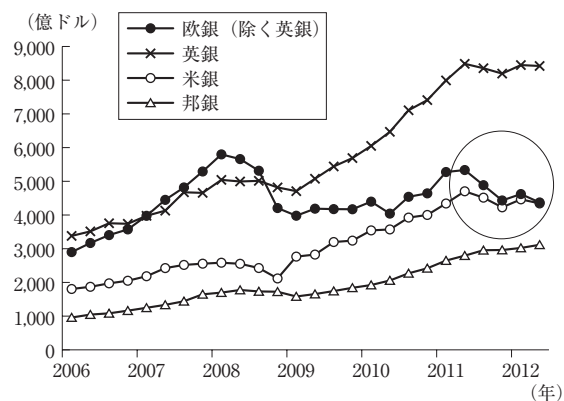
もっとも、アジアは欧州銀行の貸出圧縮に対する影響度が比較的高い地域と考えられる。国内信用残高に対する欧州銀行の貸出の比率をみると、アジアは国内銀行の割合が高く、欧州銀行への依存が小さい（前掲図表5）。また、中東欧では外国銀行からの借入の大半を欧州銀行が占めているのに対し、アジアでは日米英の銀

（図表6）中東欧向け与信の動向



（資料）BIS統計
（注）欧州新興国向けからロシア、トルコを除く。

（図表7）アジア向け与信の動向



（資料）BIS統計
（注）アジアは中国、インド、NIEs、ASEAN。

行も一定の与信シェアがある。欧州銀行のアジアからの撤退が邦銀にとってビジネスチャンスの拡大となり得ることが指摘されるように、アジアでは成長著しい地場銀行のほか日米英の銀行など欧州銀行以外のプレーヤーが、貸出を代替する余地が大きい。例えば、アジアにおけるプロジェクトファイナンスのプレーヤーをみると、組成額の上位を占めていた欧州銀行に代わり、近年邦銀やアジアの銀行がそのシェアを奪う傾向が強まっている。

次に、中南米諸国をみると、欧州銀行の中南米向けの貸出は、2012年6月末において前年同期比▲9%の減少にとどまっている（図表8）。また、欧州銀行への依存度も、中東欧諸国に比べれば低い水準にある（前掲図表5）。

そもそもアジア、中南米諸国は世界金融危機時においても、先進国の銀行融資引き揚げの影響は比較的軽微とされた。その要因としては、1990年代に通貨危機を経験したアジア、中南米諸国は、それ以降、経常収支の黒字基調への転換、外貨準備の蓄積、国内金融市場の発達など、

外国資金流出に対する耐久性を高めてきたことが指摘できる。現在もこれらの点において、アジア、中南米諸国は中東欧諸国に比べ外銀による貸出削減の影響を受けにくい構造を有している。

以上より、アジア・中南米諸国においては、(i) 欧州銀行への依存度が相対的に小さいこと、(ii) 欧州銀行の貸出の一部を地場銀行や他地域の外銀が代替していること、(iii) 外貨準備の蓄積など資本流出に対する耐久性が高まっていること、を踏まえると、欧州銀行の貸出削減は進んだものの、いまのところ対処可能な範囲にとどまっていると判断される。

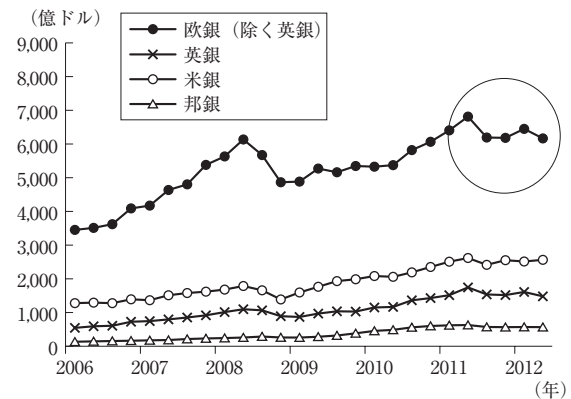
（注4）BIS与信統計上、欧州の銀行は、ユーロ圏に加えイギリス、スイス、スウェーデン、デンマークの銀行。

4. 二極化するユーロ圏の与信動向

(1) 与信圧縮が進む南欧諸国

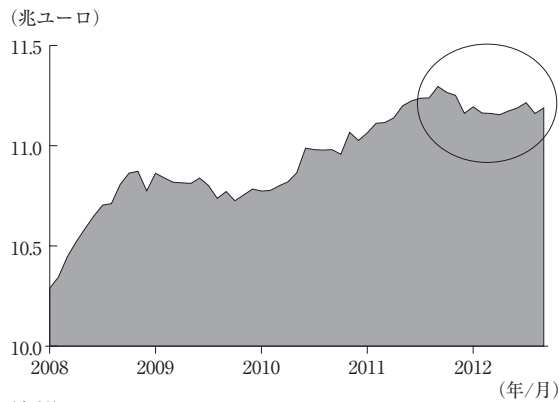
次に、欧州域内の貸出動向について、危機の震源地となっているユーロ圏に着目して整理する。ユーロ圏の域内（自国および域内他国向け）民間非金融向け貸出残高をみると、国際与信と同様にデレバレッジの進行を見て取ることができる。域内民間非金融向け貸出残高は、2009年終わりから増加傾向にあったものの、金融不安の高まりを背景に2011年後半に減少し、2012年入り後も回復が見られない（図表9）。もっとも、国毎に銀行の貸出動向をみると、ユーロ圏中核国と南欧諸国の間に大きな差異が生じており、2011年以降ドイツとフランスの銀行の貸出が増加した一方で、スペインやギリシャの銀行の貸出は減少傾向が続いている（図表10）。つまり、欧州の銀行部門全体が自己資本比率や資金調達構造の面からレバレッジの解消を迫られるなかで、中核国より南欧諸国の銀行の与信圧縮が強まっているのである。

（図表8）中南米向け与信の動向



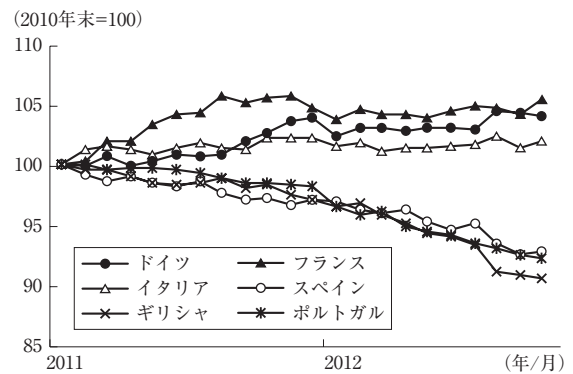
（資料）BIS統計

(図表9) ユーロ圏各国金融機関の
域内民間向け貸出残高



(資料) ECB
(注) 金融機関除く。

(図表10) 各国金融機関の域内
民間向け貸出残高

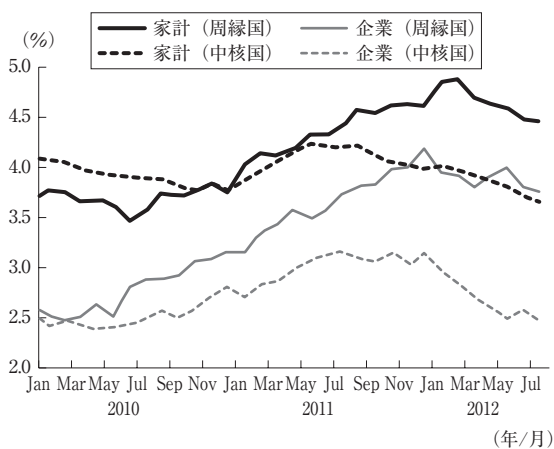


(資料) ECB
(注) 金融機関除く。

南欧諸国の家計や企業は信用供与の削減によって、消費や投資が制約されていると考えられる。ユーロ圏銀行の新規貸出金利の推移をみると、家計、企業向けともに2011年半ばから中核国と南欧諸国の間の金利差が大幅に拡大した(図表11)。とくに企業向け新規貸出金利は、中核国において2.5%まで低下する一方で、南欧諸国では3%代後半で高止まりしており、1.5%近くの金利差が生じている。さらに、資金調達コストの上昇によって、南欧諸国の企業はデフォルトに直面するリスクも高まっている。ECBによると、2011年後半以降、欧州企業のデフォルト率が大幅に上昇し、ユーロ圏の主要国のなかで、ドイツやオランダの企業のデフォルト率は相対的に低く抑えられている一方、イタリア企業のデフォルト率の上昇が顕著という。この状況が続けば南欧諸国の景気回復は遅れ、南北における経済成長の格差が助長されてしまう。

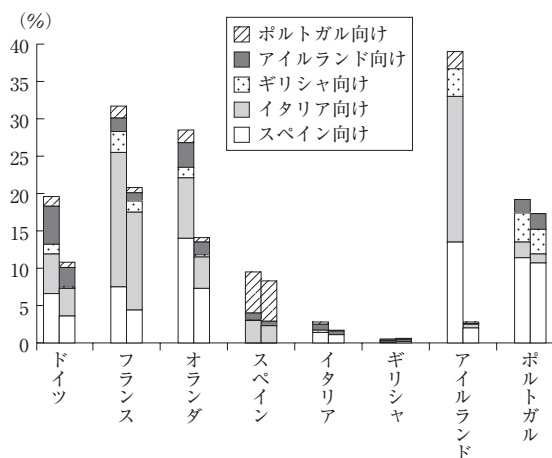
さらに、中核国も仮に国内企業の信用力が劣化しなくても、PIIGS諸国企業のデフォルトの増加やそ

(図表11) 新規銀行貸出の金利



(資料) IMF「GFSR October 2012」Figure2.3.6
(注) 中核国：オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、オランダ。
周縁国：キプロス、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン。

(図表12) ユーロ圏各国銀行のPIIGS向け与信残高
(左：2009年Q4、右：2012年Q2、対名目GDP比)



(資料) BIS, Datastream
(注) BIS与信統計は、自国向け与信は含まない。また、貸出のほか債券投資を含む。

れに伴うPIIGS諸国の銀行の経営悪化によって金融不安が誘発されるリスクがある。ギリシャ財政問題の発生以降、ドイツやフランスの銀行はPIIGS向け与信を削減してきたものの、依然として相当程度保有しているためである。ドイツ、フランス、オランダの抱えるPIIGS向け与信残高は、GDP比10～20%に達している（図表12）。さらに、PIIGS内の銀行をみても、相互に与信残高を抱えるスペインやポルトガルでは与信削減がほとんど進んでいない。PIIGS諸国内の問題がユーロ圏全体の金融不安につながる構造は、依然として残存しているのである。

(2) 分断した域内の資金フロー

それでは、欧州の銀行部門全体が与信圧縮圧力にさらされるなかで、中核国と南欧諸国の銀行の与信状況に大きな差異が生じているのはなぜか。結論から言えば、ユーロ圏の先行き、とりわけ南欧諸国のユーロ圏からの離脱リスクを背景に、中核国と南欧諸国の銀行を巡る資金フローに大きな構図の違いが生じているためである。

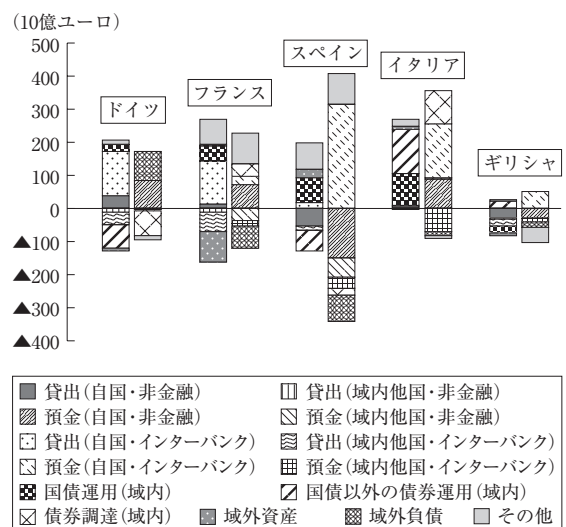
この中核国と南欧諸国の間の金融環境の格差に対し、ECBのドラギ総裁は「金融市場の分断」という表現で懸念を表明してきた。中核国とPIIGS諸国の金利水準等に大きな格差が生じている状況下において、ECBの低金利政策の効果がユーロ圏各国に有効に波及しないことを危惧したものである。

以下では、ユーロ圏各国銀行のバランスシートの変化をみることによって、欧州銀行の資金調達・運用構造を分析する（図表13、注5）。

①中核国の銀行の資金調達・運用構造

中核国のドイツ、フランスの銀行は資金フローに同様の傾向を見て取ることができる。運用サイドでは、自国向けの貸出は家計・企業向け、金融機関向け（中央銀行への準備預金含む）ともに増加する一方で、域内他国向けは家計・企業向け、金融機関向けともに減少した。つまり、中核国の銀行は貸出においてホームバイアス（自国選好）を強めており、資金を国内回帰させる傾向にある。例えば、フランス等の幾つかの銀行グループでは、南欧諸国の子銀行の資産と負債を国毎にマッチングさせる方針を示しており、預金流出の進む南欧諸国から貸出を引き上げる動きを強めている。また、自国向けの金融機関向け貸出の大半は中央銀行への準備預金と推察され（注6）、中核国の銀行は、超過準備の形で大量の資金を中銀に滞留させていると考えられる。一方、調達サイドでは、両国とも自国の家計・企業からの預金が大幅に増加した。

(図表13) 市中銀行の資金調達・運用構造（2012年9月末）
（BSの前年からの変化額、左軸：資産、右軸：負債）



(資料) ECB
(注) インターバンクは中銀を含む。

もっとも、ドイツとフランスの銀行の間でも、資金フローに以下のような違いが看取される。フランスの銀行の調達サイドでは、域内他国の家計・企業、金融機関からの預金、さらにはユーロ圏域外の負債が減少しており、他国からの預金等の資金流出圧力にさらされていることが見て取れる。一方でドイツは、スペイン等からの預金等の付け替えによって生じた可能性の高いユーロ圏域外の負債が大幅に増加しており、その分、資金調達上の課題となっているCP等による債券調達を圧縮することが可能だったと考えられる。

ドイツの銀行のバランスシートにおける域外からの資金流入、超過準備の積み上がりという状況から、ドイツでは資金余剰感が強まっている可能性がある。これまでも、ドイツではECBの南欧諸国の景気に配慮した低金利政策が過剰流動性を引き起こし、インフレ圧力を強めかねないとの懸念が一部にあった。ドイツの10月の消費者物価指数は前年同月比+2.1%と、今のところ安定したレベルに抑えられている。一方で、ドイツ中央銀行が11月14日に発表した年次の金融安定報告書では、低金利の長期化や高い流動性によってもたらされたと考えられる一部大都市圏の不動産市場の過熱に注意を促した。9月にECBが異例の金融緩和措置であるOMTを打ち出したこともあり、今後もドイツのインフレや不動産価格の動向は注視していく必要がある。

②南欧諸国の銀行の資金調達・運用構造

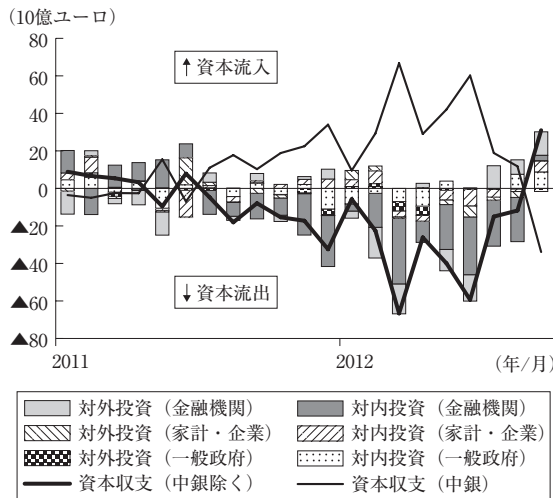
次に、南欧諸国をみると、運用サイドではスペイン、イタリアの銀行が（自国）国債への投資を大幅に増加させた。ソブリンリスクの強まりによって南欧の国債は市場から売却圧力にさらされたため、国債を大量に保有する銀行は、価格の下落による損失を防ぐことを目的に国債を買い支える必要があった。確かに南欧の銀行による国債購入は、相場の安定に寄与したものの、(i) 家計・企業向け貸出の減少（クラウディングアウトの発生）、(ii) 銀行とソブリンの相互依存の強まり（国債価格の下落リスクの増大）という副作用も生じている。

一方、調達サイドにおいて、スペインとギリシャの銀行は自国の家計・企業に加え、域内他国の家計・企業、金融機関からの預金が減少したほか、イタリアの銀行は域内他国の金融機関からの預金が減少した。南欧諸国の銀行からの資金流出は、銀行の資金調達コストを高め、家計・企業向け借出金利の上昇をもたらすことになる。この大幅な預金流出の穴埋めをしたのが自国の金融機関からの借入（中央銀行のオペが大半を占める）であった。ECBの長期資金供給オペ（3年物LTRO）は、預金流出の続く南欧諸国の銀行の流動性を支え、金融不安の増大を阻止する役割を担ったのである。

南欧諸国において大量の預金流出が続いている背景には、ユーロ圏の先行き、とりわけ南欧諸国のユーロ圏からの離脱リスクに対する市場の不安がある。南欧諸国がユーロ圏から離脱すれば、対外債務が事実上デフォルトに陥る可能性が高い。このため、資金の流出は、南欧諸国の銀行に限らず、政府（国債）、家計・企業も含め一国全体で起こっている。南欧諸国のなかで大規模な資本逃避が初めて起こったのはギリシャであったが、他の重債務国にも不安が連鎖し、これらの国においても資金流出が起こった。

ここで、OMTやESMによる支援の対象として注目されているスペインからの資本流出状況を国際収支統計で確認する（図表14）。スペインでは民間部門において経常収支赤字をファイナンスできないため、2011年半ばから中央銀行による資本輸入が拡大している（ターゲット2債務の拡大、注7）。中央

(図表14) スペインの資本収支 (部門別)



(資料) CEIC

(注) 「対外投資」の増加は資産（非居住者に対する債権）の増加、「対内投資」の増加は負債（非居住者に対する債務）の増加を表す。また、「対外投資」は居住者の債権者が属する部門、「対内投資」は居住者の債務者が属する部門によって「金融機関」等に区分している。

銀行を除くベースで見ると、2012年9月までの1年間の累積で約2,900億ユーロの資本が流出した。これは2011年の名目GDPの約27%にも相当する規模である。これをグロスベース（対外投資、対内投資）かつ部門別（金融機関、一般政府、家計・企業）にみると、バランスシートの変化でみたスペイン市中銀行の調達サイドにおける「預金（域内他国）」や「域外負債」の減少に相当する、「対内投資（金融機関）」の減少が資本流出の主因である。「対内投資（金融機関）」は、2011年前半において増加（資金流入）傾向にあったが、その後は債務問題のスペインへの飛び火を受けて大幅な減少（資金流出）が続いていた。2012年9月は、ECBがOMTを打ち出したことで市場に安心感が広がり、「対内投資（金融機関）」は資金流入に転じている。

もっとも、以下でみる通り、スペインから資金が流出する根本的な原因が解消されたわけではなく、債務問題に関する更なる悪材料が出た場合に、資金が流出しやすい地合いが続いていると考えられる。

(3) 市場の再統合に向けた課題

ここまで、中核国と南欧諸国を巡る資金フローに大きな構図の違いが生じていることを確認した。欧州の銀行部門全体が収益力の低下や資産の劣化、自己資本比率規制等の要因によって与信圧縮圧力にさらされるなかで、とりわけ南欧諸国の銀行は、預金流出に伴うファンディングギャップの拡大、自国国債の保有の増加といった要因によって、企業や家計向けの与信削減を進めた。この金融市場の分断した状態を放置すれば、南欧諸国と中核国の間における経済成長や銀行の信用力の格差が助長され、ユーロ圏の統合深化と債務危機の解決はますます困難となろう。

この状況に危機感を持ったECBが、2012年9月に打ち出した政策がOMTである。このプログラムは、対象国の厳格な財政再建や構造改革への取り組みを条件に、流通市場で償還期間が3年までの国債を無制限に買い入れる措置であり、急騰した南欧国債の利回りを安定させるとともに、銀行から南欧国債の価格下落リスクを遮断する効果が期待できる。OMTの対象となるスペインが支援要請に消極的であり、実際に発動されていないものの、OMTの枠組み発表に伴うアナウンスメント効果は大きく、市場の鎮静化に相応の効果を発揮した。

しかしながら、南欧諸国から資金が流出している背景には、南欧諸国がユーロ圏から離脱しかねないという市場の不安がある。したがって、南欧諸国に向かう資金の流れを回復させ、ユーロ圏の市場を再統合するには、ECBの異例の措置により時間稼ぎをしている間に、南欧の国家そのものに対する信用

力を回復させる必要がある。そのためには、ユーロ圏の支援を受けながら、南欧諸国が財政の健全化、金融の安定化、景気回復を着実に進めていくしかない。

(注5) 本図表では、貸出、預金を地域別（自国・域内他国）と部門別（金融機関（インターバンク）・非金融機関）によって4種類に分類している。なお、自国の金融機関との貸出・預金取引には、中央銀行との取引を含む点に注意が必要である。また、非金融機関向け貸出に占める一般政府向け貸出は1割にも満たないため、非金融機関向け貸出を家計・企業向け貸出と読み替えることがある。

(注6) 調達サイドにおいて、自国金融機関からのインターバンク預金の増加がほぼないため、そのように推測した。

(注7) 詳しくは河村 [2012]。

5. 不良債権処理と与信圧縮圧力

(1) 急がれる不良債権処理と資本増強

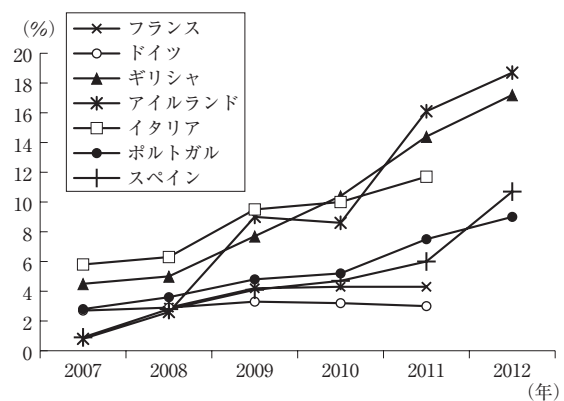
このうち金融の安定化にとって今後の鍵となるのが、銀行の健全性に対する不安の払拭である。銀行の経営リスクを、①リクイディティリスク（流動性リスク）と②ソルベンシーリスク（返済不能リスク）に分けて考えれば、中央銀行によって流動性対策が講じられている間に、銀行のソルベンシー対策、つまり経営の健全性を回復させることが重要となる。そのために急がれる方策が、銀行の不良債権処理と資本増強である。公的資金を用いた資本注入の過程では、存続可能な銀行とそうでない銀行を選別し、後者を清算していくことも必要となろう。

不動産バブルの崩壊に伴い貸出資産の不良化が進行していた南欧諸国の銀行は、債務危機の深刻化によって不良債権が一段と増大している。前章で見た通り、南欧諸国の企業は景気が悪化するなかで資金供給の減少と借入金利の上昇に直面しており、デフォルトが増加しているためである。ユーロ圏銀行の不良債権比率をみると、ドイツやフランスでは低位安定している一方で、PIIGS諸国では2011～2012年にかけて大幅に上昇した（図表15）。ギリシャ、アイルランド、イタリア、スペインの銀行の不良債権比率は、バブル崩壊後の邦銀をも上回る10%を超える水準に達している。

不良債権処理には多額のコストを要する見込みであるが、南欧諸国の銀行は不良債権処理に伴う自己資本の減少を自力で賄う余力が乏しい。したがって、南欧諸国の銀行は経営の健全性を保つために、公的資金による資本注入に依存せざるを得ないものの、自国の財政が悪化しているため、ユーロ圏の安全網に支援を求めざるをえなくなっている。

これまで、国によっては国際的な金融支援を得て銀行への資本注入が実施されてきた。不動産バブルの崩壊によって銀行部門が崩壊したアイルランドでは、2010年12月にEUとIMFの支援によって、他国に先駆けて主要行に460億ユーロの資本が注入された。また、ギリシャでは2012年3月にEUとIMFに

（図表15）ユーロ圏各国の不良債権比率



（資料）IMF「Financial Soundness Indicators」、スペイン中央銀行

（注）2012年のスペインの値のみ、スペイン中銀より作成。

よって第二次支援が実施され、5月には銀行部門に180億ユーロの資本注入が実施された。さらには、スペインでも域内の支援による銀行への資本注入が実施されようとしている（後述）。もっとも、先ほど見た通り、これらの国の不良債権比率が依然高止まりしていることを踏まえると、今のところ損失を確定、表面化させることになる不良債権処理が先延ばしされている、または不良債権処理の規模が不十分である可能性が高く、銀行経営の安定化に向けて今後不良債権処理を加速させる必要があると考えられる。

(2) 貸出資産の圧縮圧力

南欧の銀行が抜本的な不良債権処理に取り組めば、日本の90年代後半以降の経験からも分かる通り、自己資本比率の維持のために銀行が資産圧縮を図るため、不良化していない貸出資産についても削減が進む可能性が高い。現在のユーロ圏銀行の①経済規模からみた貸出の水準、②預貸率の水準、を踏まえると、今後ユーロ圏の貸出資産は20%程度圧縮される可能性もある。

①経済規模からみた貸出の水準

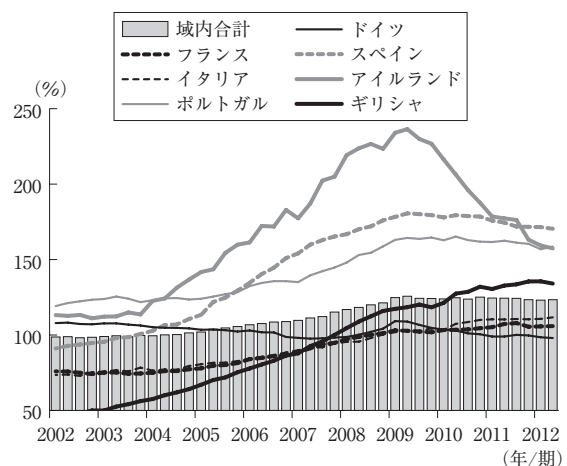
ユーロ圏銀行の域内向け貸出残高の対名目GDP比をみると、2000年代前半の100%前後から2009年にかけて120%を超える水準まで上昇した（図表16）。世界金融危機後、バブルで肥大化した銀行部門の縮小を求める圧力が強まったが、ユーロ圏銀行の貸出残高の対GDP比は世界金融危機時の水準から変化が見られない。逆側からみれば、これはバブル期の家計の住宅ローンや企業の設備投資借入などの返済が進んでいないことを意味し、ユーロ圏では政府債務の圧縮と並んでこれらの民間債務の圧縮も重要な課題となっている。

仮にバブルが膨張する前の2000年代前半の水準が持続可能な水準であり、そこまで貸出資産の圧縮が進むと仮定すれば、ユーロ圏の銀行の貸出残高は20%程度圧縮される可能性がある。個別にみると、スペイン、アイルランド、ポルトガル、ギリシャはバブル期に貸出残高の対GDP比が急上昇しており、貸出の圧縮余地が大きい。

②預貸率の調整

欧州銀行は貸出の原資を預金以外の市場性調達に依存したバランスシート構造が一因となり、リーマンショック時や2011年末に市場からの資金調達が困難となる事態を経験した。欧州銀行は預貸バランスの改善のため、預金調達力の強化を図る一方で、貸出資産には圧縮圧力がかかりやすい状況が続いている。

(図表16) 国内民間貸出残高の対GDP比



(資料) ECB、ギリシャ中銀
(注) 金融機関向けを除く。

ユーロ圏の銀行の預貸率は、伝統的な市場調達への依存の高さから120%を超えていた。リーマンショック後は、流動性危機に直面した銀行が資産を圧縮しレバレッジを引き下げたため、預貸率は110%台前半まで緩やかに低下している（図表17）。

もともと、この水準は日米に比べると、依然として高い。不良債権処理に長期間を要した日本では、90年代後半から2000年代前半にかけて預貸率が低下した。その後も、企業の借入需要の弱さを背景に、預貸率は足元70%程度まで低

下している。また、アメリカでは、リーマンショック後にストレステストの実施と迅速な資本注入によって不良債権処理が実施されたため、110%近くに達していた預貸率は80%台まで急低下した。欧州銀行もアメリカと同様にサブプライム問題で大きな損失を被ったが、その後のバランスシート調整速度には大きな差が生じている状況にある。日米で不良債権処理に取り組んだ後、数年間で預貸率が20%程度調整されていることを勘案すると、預金に大きな変化がなければ、欧州銀行の貸出資産に大幅な削減圧力がかけられ続ける公算が大きい。

(3) 膨張懸念のあるESMの負担

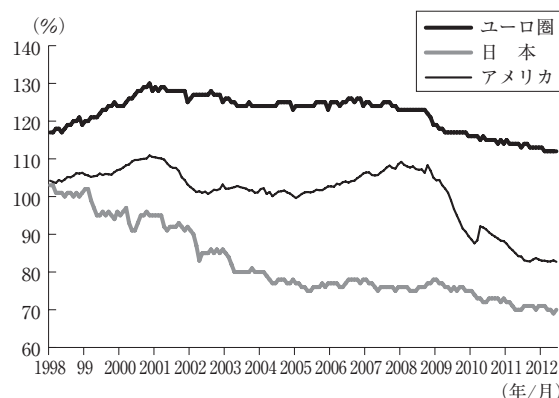
① スペインの銀行支援の枠組み

現在、欧州安全網を使った銀行への公的資金の注入を巡り、注目されているのがスペインである。2008年に住宅バブルが崩壊したスペインでは、2012年9月時点の銀行の不良債権比率は過去最高の10.7%に達している。

スペインでは2012年に入り、不良債権問題が予想以上に深刻化していることが明らかとなった。銀行部門の健全化のためにユーロ圏全体での支援が不可避となり、6月にEUは最大で1,000億ユーロを銀行部門に限って支援することを決定した。具体的には、EFSF（欧州金融安定基金）、またはその後継機関であるESMから同国のFROB（銀行救済基金）を通じて銀行に資本注入することになる。ただし、資本注入がFROBを経由した場合、資金支援は政府向けの融資となり、スペイン政府の債務残高が押し上げられるという点で危機対策として限界がある。そこで、ユーロ圏の銀行監督の一元化を条件として、政府を通さずに（財政を悪化させずに）ESMから直接銀行への資本注入を可能とする方針も示された。

スペイン政府は、9月に外部機関に依頼した14行を対象とするストレステストの結果、スペインの銀行の資本不足額は537億ユーロ、自力増資を勘案すると必要な公的資金は約400億ユーロと発表した。さらに、11月には大手行のバンキアなど四つの銀行に対する約370億ユーロの公的資金の注入が、EUによって了承された。このようにESMによる銀行への資本注入の用途は立ったものの、スペイン政府を経由する間接支援となることで、スペインの政府債務残高は対GDP比で3.5%程度押し上げられることになる。

（図表17） 預貸率の推移



（資料） ECB、日本銀行、FRB

EUは12月に、ユーロ圏各国の銀行監督権限を2014年3月からECBに一元化することで合意した。これは、(i) 銀行監督、(ii) 破綻処理、(iii) 預金保険の仕組みを一本化する銀行同盟構想に向けた第一歩であり、危機の再発防止に効果を発揮することが期待できる。しかしながら、当初、銀行監督の一元化は2013年の実施が検討されたが、各国で異なる監督・検査基準の統一に時間を要するため、結局2014年に後ズレし即効性に欠けるものとなった。また、そもそも銀行監督の一元化は、銀行の経営悪化を未然に防ぐことに主眼があり、すでに経営の悪化している南欧銀行の救済に役立つものではない。

各国の財政の悪化を防ぐESMによる銀行への直接資本注入も、なお多くの調整が必要である。銀行監督の一元化という条件がクリアされたとしても、ESMによる直接資本注入はコスト負担などを巡り南北の意見対立が表面化しており、早期実現は困難とみられている。さらには、経営の悪化した銀行の破綻処理メカニズムの構築時期も、明らかとなっていない。

②ESMの負担増大の可能性

第1節、第2節でみた通り、南欧諸国において本格的な不良債権処理が実施されれば、銀行の貸出資産全体の大幅な圧縮が進むことが予想される。

スペインでは銀行が国内の不動産関連の不良債権処理に追われれば、国内向け与信に加え、中南米向け与信の削減が進む可能性がある。国内最大手のサンタンデル銀行や2位のBBVAの2012年1～9月期決算は、不動産向け債権に対し大幅な引当金を計上したことを主因に、大幅な減益となった。業績悪化を受けてBBVAはすでに中南米で資産売却に取り組む方針を示している。スペインの銀行は歴史的なつながりによって中南米で広範にビジネスを展開しているため、欧州銀行の中南米向け与信においてスペインの銀行の占める割合は7割を超えている。第2章でみた通り、欧州銀行による中南米向け与信の削減はこれまで比較的緩やかであったが、スペインでは不動産価格の下落に歯止めがかかっておらず、当面銀行は不良債権処理に追われることが予想され、今後中南米向け与信の削減が加速する恐れがある。

この点において、銀行の資本不足額を確定するために、スペインで実施されたストレステストの前提が甘めに設定されている可能性がある。スペインのストレステストにおける悪化シナリオは図表18の通りである。このシナリオでは、企業向け、家計向けの貸出は、2014年にかけて2011年対比15～17%程度削減が進む設定となっている。そこで、貸出残高の対GDP比を(筆者が)計算すると、2011年の172%から2014年にかけて155%まで低下することとなる。

もっとも、スペインにおけるバブル発生前の貸出残高の対GDP比が100%程度だったことを勘案すると、この水準は依然として高く、ストレステストにおける貸出の圧縮規模は不十分と判断される。貸出残高の対GDP比が低下するには、2015年以降も相当の時間を要する可能性が高い。一方で、今回のストレステストよりも貸出の減少ペースが速まれば、更なる景気の悪化、不動産価格の下落により

(図表18) スペインにおけるストレステストの前提と結果

		悪化シナリオ			
		2011年	2012年	2013年	2014年
実質GDP成長率	(%)	0.7	▲4.1	▲2.1	▲0.3
貸出残高(前年比)	家計向け	▲1.5	▲6.8	▲6.8	▲4.0
	企業向け	▲3.6	▲6.4	▲5.3	▲4.0
貸出残高/名目GDP	(%)	172	167	162	155
資本不足額	(億ユーロ)	▲537			

(資料) スペイン政府

(注) 貸出残高/名目GDPは筆者試算。

不良債権が増大する公算が大きい。いずれにせよ、今回のストレステストで算出されたスペインの銀行の資本不足額は過小評価されている懸念がある。

以上を踏まえると、バンキアなど4行に約370億ユーロの資本注入が実施されたとしても、その他の銀行分も含めた追加の資本注入のために、スペイン政府がESMから受け取る資金が膨らむ可能性がある。仮に、スペインに対するESMの最大の支援枠である1,000億ユーロ全額が使われると、政府の債務残高は対GDP比で約10%も押し上げられることになる。つまり、政府を通じた間接支援では、たとえ金融不安が抑えられたとしても、今度は財政不安が高まることになり、危機の解決につながらない。したがって、追加の資本注入が必要となる可能性を念頭に、政府債務を悪化させずに銀行の資本増強を可能とする、欧州安定メカニズム（ESM）による直接注入の枠組みを早期に整えておく必要があると思われる。

6. おわりに

以上みてきたように、欧州の銀行部門全体がレバレッジの解消を迫られるなかで、とくに南欧諸国では国家の信用不安を背景に銀行の与信圧縮や国内からの資金流出圧力が強まった。9月のOMTの発表、10月のESMの発足など政策対応もあり、今のところ市場は鎮静化し、こうした圧力はやや緩和される方向にある。しかしながら、南欧諸国に向かう資金の流れが回復しなければ、南欧諸国の経済と金融はますます疲弊し、危機解決が遠のくことになる。

危機収束に向けて、南欧諸国は銀行の健全性を高めるための不良債権処理が不可避であるが、その過程では更なる与信の圧縮が進むことが予想され、一段の景気の悪化や金融安全網の負担増など痛みを伴う公算が大きい。もっとも、不良債権処理の過小な見積もりと処理の先送りにより危機が深刻化した日本の教訓を踏まえると、ユーロ圏には迅速かつ大規模な不良債権処理と資本増強を断行する覚悟が求められている。

(2012. 12. 25)

参考文献

- ・ IMF [2012a]. “Global Financial Stability Report” April 2012.
- ・ IMF [2012b]. “Global Financial Stability Report” October 2012.
- ・ 河村小百合 [2012]. 「欧州債務問題長期化のからくり—欧州中央銀行制度による「隠れた救済メカニズム」と急膨張する各国の負担—」日本総合研究所「JRIレビュー 2012 Vol.1, No.1」2012年10月