

# 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 —

調査部 主任研究員 河村 小百合

### 目 次

1. はじめに
2. 問題国救済の『隠れた救済メカニズム』とは何か
  - (1) ユーロ・システム（ユーロ圏の中央銀行制度）とはどのようなものか
  - (2) 「平時」における域内資金決済の態様
  - (3) 「危機」における域内資金決済の態様
  - (4) 欧州中央銀行の政策運営とその国際収支上の含意
3. なし崩し的に膨張する各国の潜在的な負担
  - (1) 各国中銀の「TARGET2債権・債務」は、どれほど膨らんでいるか
  - (2) 「TARGET2債権・債務」の計数の公表状況
  - (3) 「TARGET2債権・債務」の決定要因と含意
  - (4) プレトン・ウッズ体制末期との比較
4. 欧州中央銀行（ECB）の政策運営
  - (1) 危機対応のための政策運営の二つの柱
  - (2) 担保政策
  - (3) 緊急流動性支援（ELA）
  - (4) 追加信用債権
  - (5) 短・中期国債買い切りオペ（OMT）の導入と担保政策
5. 今後をどうみるか
  - (1) ユーロ圏全体としての対応の方向性
  - (2) ギリシャ問題への対応
    - (A) ギリシャ債務の再調整をめぐる論点・課題
    - (B) 財政デフォルト国の過去の事例
    - (C) 「トロイカ」によるこの半年間の対応
    - (D) 今後あり得る展開

## 要 約

1. 欧州債務問題が長期化している。ユーロ圏内では、危機の深刻化に伴い、財政状況に懸念のある経常赤字国への資金流入が滞りがちになり、そのままでは、そうした問題国が国際収支上の資金ショートを起こしかねない状態となっている。
2. しかしながら、実際には、①欧州中央銀行制度（ユーロ・システム）におけるTARGET2という域内中央銀行間の資金決済の枠組みの存在と、②ECBによる異例のオペの実施や担保政策が問題国金融機関への資金の流れを確保し、その結果、大混乱の発生は回避される一方、危機の長期化を可能ならしめている。これが危機長期化の『からくり』、言い換えれば『隠れた救済メカニズム』である。このメカニズムがどの程度機能しているのかは、ユーロ・システム内における各国中銀の「TARGET2債権」ないし「債務」の幅となって表れるが、2011年秋以降、それらの拡大傾向が著しい。2012年7月末の「債務」の額は、ギリシャが1,039億ユーロ、スペインが4,185億ユーロに達している。
3. この巨額の債権、債務は、ユーロ・システムが機能し続ける限りにおいては、各国中銀の「帳簿上の貸し借り」に過ぎず、民間セクターで問題国資産に対するリスク・テイクが再び活発化すれば、縮小する筋合いである。しかし、万が一、ユーロの枠組みがほころぶ事態となれば、現時点では潜在的なものにとどまっている各国の財政負担が、一気に顕在化することとなる。その「潜在的な負担」の規模が、ここへきて大きく膨張しているのである。
4. こうした『からくり』は時間稼ぎをしているに過ぎず、ユーロ圏各国としては、その間に危機の収束と抜本的な債務問題の解決に向け、①銀行同盟や、②財政統合を着実に進展させ、民間セクターによるリスク・テイクの活発化を促し、「TARGET2債権・債務」幅の縮小を目指すより他に途はない。
5. ギリシャ問題に関しては、同国経済の一段の落ち込みに鑑み、予定通りの財政再建・債務返済が危ぶまれている状況にあり、ユーロ圏各国、IMF、ECBのいわゆる「トロイカ」も、この半年の間、ギリシャに対して、極めて厳しいスタンスを崩していない。
6. 当面の焦点は、このギリシャの取り扱いを巡る問題である。今後、あり得る展開を大づかみに整理すれば、①現状継続、②ギリシャの再デフォルト・資金ショートの二つに分けられる。②はさらに、「(1) ギリシャのユーロ圏からの離脱、ないしEUからの完全な脱退」、「(2) ギリシャのユーロ圏内への部分的な形での残留（ユーロ圏からの秩序立った一時的な切り離し）」とに分けて考えることができる。これらの展開には、それぞれメリット、デメリットがある。  
2012年夏を通じて目立った動きをみせなかったユーロ圏各国首脳は、このような選択肢を検討しているとみられるが、いずれを選ぶのかは最終的に彼らの政治的な判断にかかっている。足許にかけて、欧州の各方面で、不測の事態に備えた環境整備や各種の道具立てが出揃いつつあるように見受けられるもと、当面、欧州の情勢を注視する必要があるだろう。

## 1. はじめに

欧州債務問題が長期化している。2009年秋に、ギリシャによる財政指標粉飾が発覚して以来、様々な混乱が生じるなかで、国際金融情勢の決定的な悪化はかろうじて回避されつつも、抜本的解決の糸口をつかめないまま今日に至っている。本稿では、欧州債務危機が、アジア通貨危機のような急転直下型の事態の経過をたどることなく、このように長期化している要因を探る。そこでは、いかなる『からくり』が機能しているのか、そして、その『からくり』はどの程度持続可能なものなのか、それに伴う負担は誰がどの程度負うことになるのか、といった点を検討する。そのうえで、ユーロ圏各国は、現在直面している課題について、いかに取り組むことが求められているのか、いかなる選択肢のもとで、どのような判断を迫られているとみられるのか、について考えることとしたい。

## 2. 問題国救済の『隠れた救済メカニズム』とは何か

欧州において、危機が長期化するなかで、複数の問題国は紆余曲折を経つつも、アジア通貨危機型の事態、換言すれば、国際収支上の資金ショートに陥ることなく経済・財政運営を継続してこられたのはなぜか。その答えの鍵は、①複数のユーロ圏加盟国が単一通貨ユーロを使用するという、ユーロ圏独特の中央銀行制度、および、②ユーロ・システムの金融政策運営の意思決定機関としての欧州中央銀行(European Central Bank)が、これまで危機対応として講じてきた政策運営、の2点にある。

### (1) ユーロ・システム(ユーロ圏の中央銀行制度)とはどのようなものか

まず、ユーロ圏の中央銀行制度であるユーロ・システム(Euro System)とはどのようなものであるか、ユーロ圏加盟各国の中央銀行がどのような形でつながっているのか、をみてみよう。

ユーロ圏の中央銀行として、一般的には、欧州中央銀行(ECB: European Central Bank)という呼称がしばしば用いられる。しかし、実際には、ユーロ圏における中央銀行の機能や業務は、欧州中央銀行が中央集権的に一切を担っているわけではない。ユーロ圏における中央銀行制度はユーロ・システムであり、これは、ECBのみならず、加盟各国の中央銀行を合わせた集合体として構成される組織である。ECBと各国中銀の間に組織的な上下関係、ないしは主従関係は認められない(注1)。このうち、ECBは主として、「ユーロ圏全体の単一の政策として行う金融政策や外国為替オペレーション政策の意思決定機関」の役割を果たしている(注2)。実際の金融政策運営上のオペレーションの実行や、各国間の資金決済等の実務は、各国中銀が担っている(注3)。

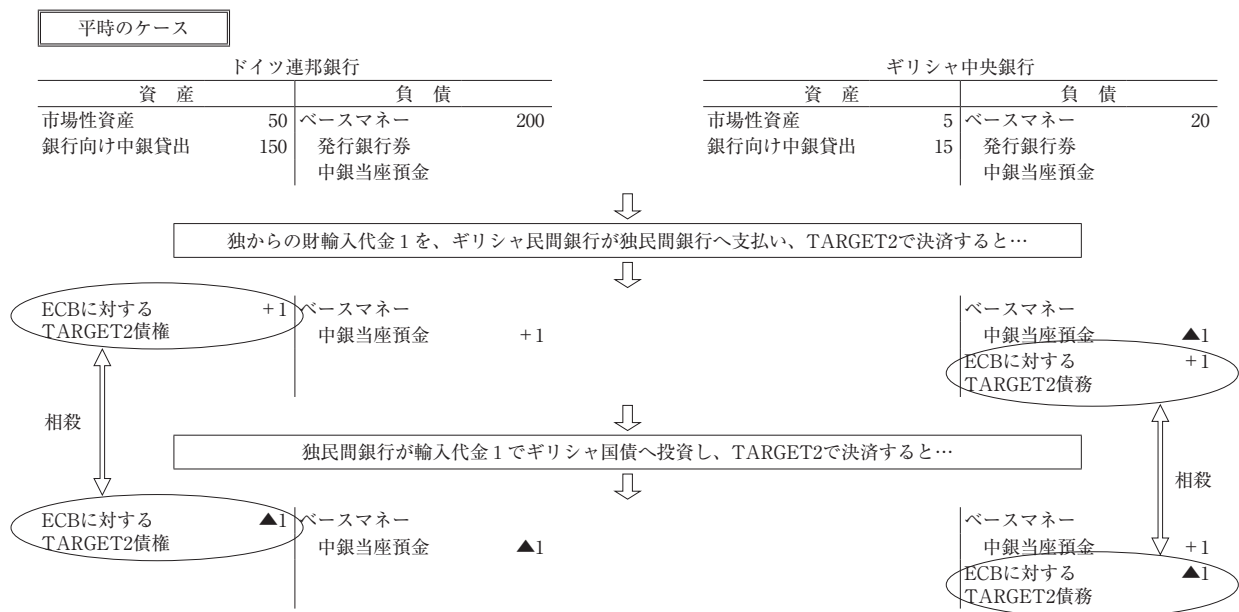
このように、ユーロ・システムの組織の態様および実際の機能や業務運営は、分散型、ないしは分権型とでもいふべきものとなっているが、それら各国中銀をつなぐ、即時グロス決済システム(注4)が、TARGET2である。これは、Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transferの略称で、ユーロ・システム発足後、現在のシステムは第二世代のものである。アメリカの中央銀行である連邦準備制度においてはFedwireが、日本銀行においては日銀ネットがこれに相当する。

### (2) 「平時」における域内資金決済の態様

まず、「平時」において、ユーロ圏内の2国間の金融取引や資金決済がどのように行われているのか

をみてみよう（図表1）。中央銀行とは、オペで買い上げた市場性資産（国債等）や、市中銀行向けの貸出（いずれも、バランス・シート上の資産勘定に計上）の見合いで、その負債勘定において、銀行券を発券したり（＝現金通貨を供給する）、市中銀行から当座預金を受け入れる（＝預金通貨を供給する）形で、当該国の市中にベース・マネーを供給するという主体である。ここでは、ドイツとギリシャの2カ国を例にとり、ドイツはユーロ圏内における経常黒字国として、ギリシャは同じく経常赤字国として考える。ドイツの民間メーカーが、例えば自動車をギリシャに輸出した場合、ギリシャの輸入業者は、取引先であるギリシャの民間銀行を経由して、ドイツの自動車メーカーの取引先であるドイツの民間銀行へ、輸入代金を支払うことになる。その場合、ギリシャの民間銀行は、自らがギリシャ中央銀行に預けている中銀当座預金を取り崩して、TARGET2経由で、ドイツの自動車メーカーの取引先である民間銀行の中銀当座預金へ送金する。その際、ギリシャ中央銀行の負債勘定には、送金額に見合う「TARGET2債務」が計上されることになり、ドイツ連邦銀行の資産勘定には、同額の「TARGET2債権」が計上されることになり、ドイツの民間銀行には、ギリシャ側からの送金額見合いで、中銀当座預金が増えていくことになる。ドイツの民間銀行側としては、この資金をそのまま、中央銀行の当座預金として「寝かせて」おけば、投資機会を逸失することになるため、この資金を元手に、相応のリターンを期待できる金融資産に投資をすることになる。例えば、ギリシャ国債に関して、今から数年前までは、安全性に問題があるとはあまり認識されておらず、これに投資すれば、ドイツ国債に投資するよりも高い利回りが得られていた。ドイツの民間銀行が、このようにして、輸出で得た資金の投資対象として、ギリシャの銀行から既発のギリシャ国債を同額買い入れれば、輸出の際とは逆方向で、ギリシャ国債購入にかかる資金決済が行われることになり、ドイツ連銀側

（図表1）ユーロ圏2中央銀行間のTARGET2収支の変化の例



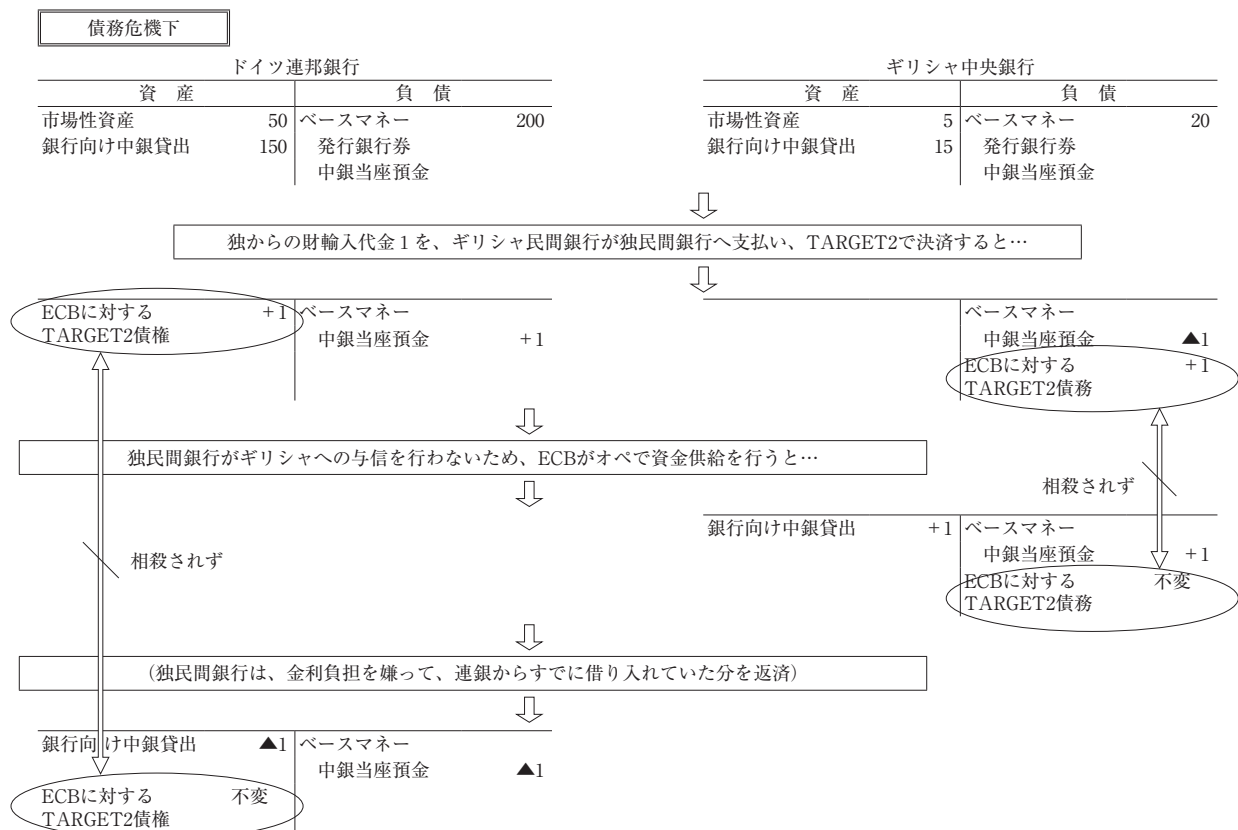
（資料）European Central Bank. "TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, October 2011および Hans- Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser. *Target Loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, Springerlink. com, May 30, 2012を参考に日本総合研究所作成

の資産勘定にあった「TARGET2債権」も、ギリシャ中央銀行側の負債勘定にあった「TARGET2負債」も、それぞれ相殺され、どちらも一方的に累積するような事態に至ることはない。実際には、ユーロ圏内での取引は、ドイツとギリシャの2国間のみならず、加盟17カ国間相互でのパイ・ラテラルな取引が複雑に行われている。そうしたなかで、ユーロ発足後、2007年夏のアメリカ発のサブ・プライム危機に至るまでの間は、民間金融機関によるリスク・テイク活動が正常に機能していたため、各国の「TARGET2債権」、「TARGET2負債」とも、一方的に累積するような事態には至ることなく推移していたのである（詳細は3章で後述、後掲図表4）。

### (3) 「危機」における域内資金決済の態様

これに対して、債務危機下にある現在の状況をみてみよう（図表2）。ドイツの輸出により、代金がギリシャ側から支払われるため、ドイツの民間銀行ではその中銀当座預金に、ユーロ建ての資金が蓄積されていく、というところまでは、平時のケースと同じである。しかしながら、債務危機の状況のもとでは、ドイツの民間銀行は、ギリシャの金融商品等に対するリスク・テイクを回避するようになる。結果として、ギリシャ中銀の「TARGET2債務」、および、ドイツ連銀側の「TARGET2債権」が、とも

（図表2）ユーロ圏2中央銀行間のTARGET2収支の変化の例



（資料）European Central Bank. "TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, October 2011および Hans- Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser. *Target Loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, Springerlink. com, May 30, 2012を参考に日本総合研究所作成

---

に嵩む一方となる。そしてそのままでは、ギリシャ側では早晩、民間銀行の中銀当座預金が尽きることになり、この例でいえば、ドイツ側に支払わなければならない輸入代金の元手となる資金が枯渇する。そのままではアジア通貨危機の際のように、ギリシャも国際収支上の資金ショートに陥る筋合いである。しかしながら、実際には、ECB理事会の意思決定によりユーロ・システムは異例のオペレーションまで動員して資金供給を行っている。ギリシャ中銀のバランス・シート上では、資産勘定において、これらのオペ等による市中銀行向け貸出が増える見返りとして、負債勘定における中銀当座預金の不足分は穴埋めされてきているのである。

#### (4) 欧州中央銀行の政策運営とその国際収支上の含意

このようなユーロ・システムによる問題国への資金供給は、いつでも、いくらでも供給できる、というものでもない。

一般的な考え方として、中央銀行によるオペ等での資金供給は、本来、有担保で行うのが原則である。無担保での資金供給（いわゆる「特融」）は、特定の民間金融機関の経営が悪化し、そのままでは金融システム全体にシステムミック・リスクがおよびかねないケースに限って許容される、というのが一般的な考え方である。日米の中央銀行然り、欧州もまた例外ではなく、従来から一貫してそのような政策運営が採られてきた。

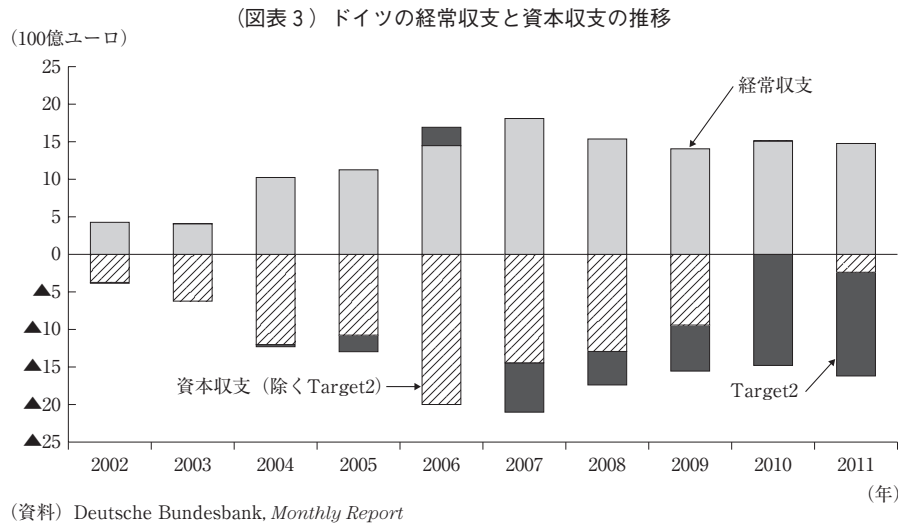
中央銀行に差し入れる担保としては、通常、信用力の高い金融商品が用いられる。国債や優良企業の手形等が用いられ、各中央銀行は適格担保基準を定め、それをクリアする金融商品のみを担保として受け入れ、その見合いでオペ等による資金供給を行っている。

しかるに、今回の欧州債務危機の場合、従来からユーロ・システムへ差し入れられていた担保の主力であった各国国債の信用力が悪化し、民間格付け会社によって、軒並み格下げされる事態となった。これは、とりわけ問題国の民間金融機関の立場にとっては、そのままでは、差し入れ可能な担保の玉が不足し、ユーロ・システムからのオペ等による資金供給が受けられなくなることを意味する。

そこで、ユーロ・システムの金融政策運営の意思決定機関であるECBは、今回の危機に際し、適格担保基準を順次緩和し、異例のオペ等の枠組みも導入して、問題国への資金供給を継続してきた（詳細は4章で後述）。

ユーロ・システムにおいては、これまでのところ、①ユーロ圏として共有するTARGET2という資金決済インフラのもと、②ECBがオペ、担保政策等の面で異例の政策運営を行うことによって、問題国の国際収支上の資金ショート発生を回避してきた。これこそがまさに危機長期化の『からくり』、換言すれば、ユーロ・システムによる『隠れた救済メカニズム』なのである。そしてこの『からくり』は、①TARGET2と、②異例の資金供給を許容する金融政策運営、のどちらかが欠けても成り立たず、両者が揃って初めて機能するメカニズムなのである。

ちなみに、ユーロ・システムがこのように、問題国の資金ショートを穴埋めしている状況は、国際収支統計上からも確認することができる。国際収支のメカニズム上、経常黒字国は、経常取引で稼いだ黒字分を、民間金融機関等が外国に投資することによって資本輸出を行い、経常収支と資本収支をバランスさせるのが通常の姿である。2002年以降のドイツの国際収支の推移をみると（図表3）、2006年頃ま



では、おおむね経常黒字に見合う資本輸出が民間部門によって行われていた。しかしながら、アメリカでサブ・プライム危機が発生した2007年以降、リスク回避志向が強まり、経常黒字幅に見合うだけの資本輸出を、ドイツの民間セクターが行おうとしない状態が常態化している。その分を、公的セクターが資本輸出を行って穴埋めする形となっており、その少なからぬ部分がドイツ連銀の「TARGET2債権」の膨張という形で表れているのである。

- (注1) 欧州連合条約282条には「欧州中央銀行は、その通貨がユーロである加盟各国の中央銀行とともに、ユーロ・システムを構成し、(欧州)連合の金融政策を遂行する」と規定されている。
- (注2) ただし、外国為替オペレーションに関しては、正確には、ECBも一部、実行部隊としての役割も果たしている。これは、ユーロ圏の外貨準備が、①ECBの保有分と、②各国中銀の保有分とに分かれていることによる。
- (注3) ユーロ・システムの場合、金融政策関係のオペレーションも、毎回、各国中銀が分担して実行することが特徴となっている。これに対して、アメリカの連邦準備制度の場合は、地区連銀が複数存在するなかで、専ら、ニューヨーク連銀が金融政策オペレーションや、外国為替オペレーションを実行する役割を果たしている。
- (注4) 主要国の銀行システムの決済においては、かつては、効率性を重視した「時点ネット決済システム」が主流であったが、今日では、中央銀行における大口の資金決済システムを中心に、安全性を重視した「即時グロス決済システム」が中心的位置を占めている。

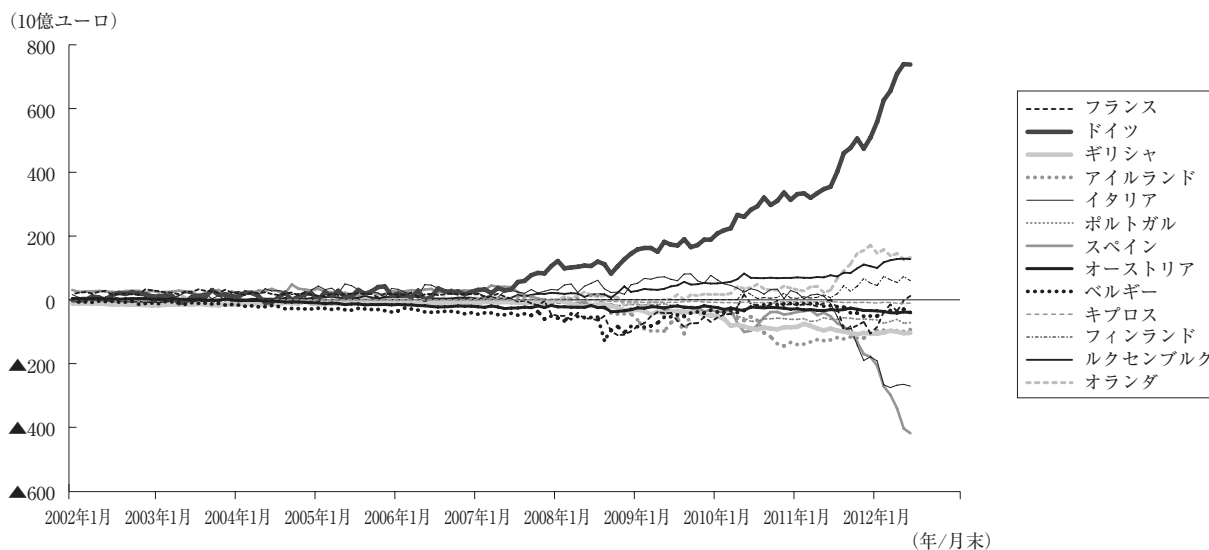
### 3. なし崩し的に膨張する各国の潜在的な負担

#### (1) 各国中銀の「TARGET2債権・債務」は、どれほど膨らんでいるか

では、この各国中銀の「TARGET2債権」、「TARGET2債務」は、ユーロ発足以降、どのように推移しているのだろうか。1999年の預金通貨としてのユーロ流通開始の後、現金通貨としてのユーロ銀行券の発券が開始された2002年以降についてみてみよう。

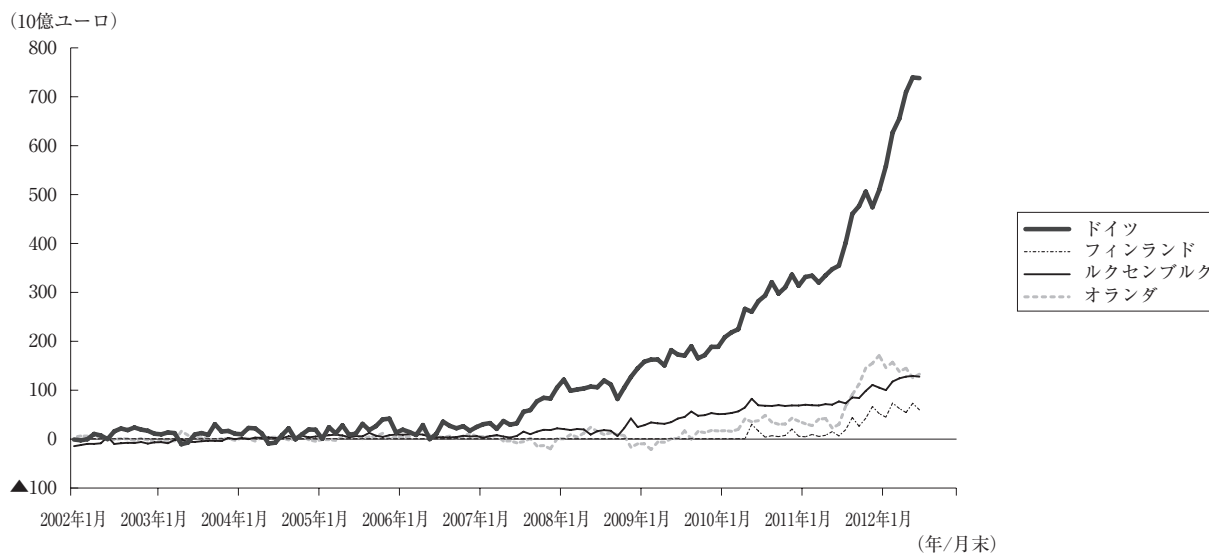
まず、ユーロ圏の主な加盟国の「TARGET2債権」、「TARGET2債務」の推移をみると(図表4)、2002年以降2007年上半期までは、債権国側、債務国側とも、その幅(残高)は小さいものにとどまっていたことがみてとれる。この期間においても、ユーロ圏内における経常収支の不均衡はもちろん存在していたものの、経常黒字や赤字に見合う資本取引を民間金融機関が行っていたため、「TARGET2債権」、

(図表4) ユーロ圏主要国のTARGET2収支(債権・債務)の推移



(資料) IMF, *International Financial Statistics*の計数を基に、European Central Bank, "TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, October 2011で示された算出方法に従い、日本総合研究所作成

(図表5) ユーロ圏の主な債権国側のTARGET2収支の推移



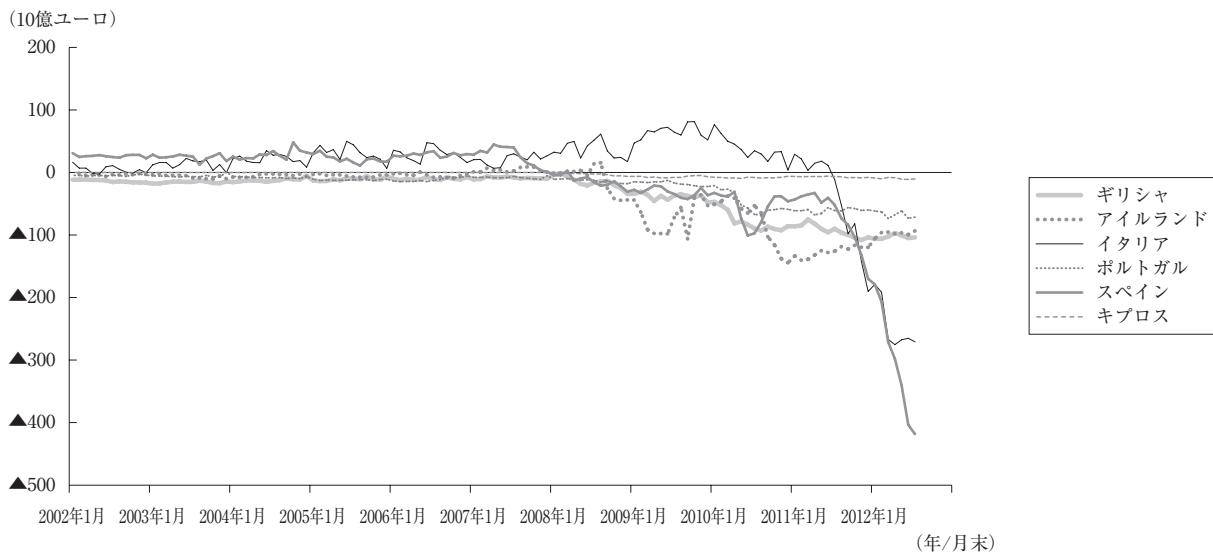
(資料) IMF, *International Financial Statistics*の計数を基に、European Central Bank, "TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, October 2011で示された算出方法に従い、日本総合研究所作成

「TARGET2債務」とも、一方的に大きく拡大することはなかったわけである。

しかしながら、アメリカの住宅バブルが崩壊し、サブ・プライム危機が発生した2007年夏以降、「TARGET2債権」、「TARGET2債務」の幅は、各国間でのバラツキが大きくなり始め、その後、2008年9月のリーマン・ショック、2009年秋のギリシャの財政指標粉飾の発覚を契機とする欧州債務危機、と事態が展開するにつれて、各国の債権、債務の幅は拡大の一途をたどっている。とりわけ、危機が深刻化した2011年秋以降の拡大傾向が著しい。主な債権国側の収支をみると(図表5)、ドイツの「TARGET2



(図表6) ユーロ圏の主な債務国側のTARGET2収支の推移



(資料) IMF, *International Financial Statistics*の計数を基に、European Central Bank, "TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, October 2011で示された算出方法に従い、日本総合研究所作成

債権」は拡大の一途をたどり、2012年7月末時点で7,381億ユーロに達している。小国ルクセンブルクも同じく1,277億ユーロと、金融セクターの集積度が高いことを反映して、同国の経済規模からすれば相当に拡大している。オランダやフィンランドは、危機が深刻化した2011年秋以降、債権の膨張が著しくなっている。他方、主な債務国側の収支をみると（図表6）、ギリシャの債務は拡大傾向が続いた後、2011年秋以降、足許まではほぼ1,000億ユーロ強の水準で横ばいに推移している。同じくユーロ圏からの支援を受けたポルトガルとアイルランドに関しては、その後の経済運営や財政再建の進捗を映じ、ポルトガルの債務幅はほぼ横ばい、アイルランドは拡大傾向が一服している。スペインは、危機が深刻化し、かつ同国で総選挙を受けて政権交代が行われた2011年秋以降、債務幅が急激に拡大しており、足許の計数（4,185億ユーロ。2012年7月末時点）をみても、拡大傾向が止まる兆しは未だ窺われない。また、イタリアは、2011年6月末までは「TARGET2債権」国側のポジションにいたものが、同7月末に債務国側に転落した。その後、債務幅は急激に拡大、2012年4月末には2,754億ユーロに達し、足許で拡大傾向は一服している。

## (2) 「TARGET2債権・債務」の計数の公表状況

このように、ユーロ・システムにおいては、近年、「TARGET2債権」、「TARGET2債務」の拡大傾向が顕著であるが、発足当初の数年間、債権・債務の不均衡幅は小幅にとどまっていたこともあり、ユーロ・システム内でこの不均衡が特段問題視されることもなく、対策も検討されていなかった模様である（注5）。実際、対策を講じる以前のレベルの問題として、この「TARGET2債権」、「TARGET2債務」の計数は、ユーロ・システム内において、各国が横並びで計数を公表するものとは未だにならなく、公表しているのは、ドイツ、ギリシャ等、一部の国の中央銀行にとどまっている。

欧州において、この「TARGET2債権」、「TARGET2債務」の問題は、2011年5～6月に、ドイツの

五大研の一つである、ifo経済研究所（ミュンヘン）のHans-Werner Sinn所長による問題提起が契機となり、その後、各方面で大きくとり上げられるに至っている（注6）。ifo側は、ドイツ連銀やECBに対して、質問状を送付しており、ドイツ連銀は2011年3月、ECBは2012年3月に、ifoに書面で回答を行い、大筋でifo側の指摘を認めている（Hans-Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser [2011]、図表7）。これと合わせて、ドイツ連銀は2011年2月にプレス・リリースを公表し、同3月には月報論文「ドイツ連銀のTARGET2収支のダイナミックス」を公表した。ECBも2011年11月に月報論文「ユーロ圏各国中央銀行のTARGET2収支」を公表している。ECBは同論文のなかで、加盟各国中銀がすべて、「TARGET2債権」、「TARGET2債務」の計数を公表していない現状に鑑み、IMFのIFS（International Financial Statistics）統計に基づく代替値（擬似変数）の算出方法についても言及している。本稿における

（図表7）ドイツ連銀および欧州中央銀行からのifo経済研究所への回答の内容

1.	Targetの収支は、ユーロ圏内でネット・アウトされるものであるがゆえに、何らの結果を伴わない統計上の計数である。 【ドイツ連銀】
2.	ドイツのリスクは、ドイツ連銀の債権にあるのではなく、赤字国の債務にある。 ドイツは、ECBへの出資比率に応じて、という限りにおいて、責任を負う。 Target債権を積み上げているのが、ドイツ以外の他の国であったとしても、ドイツはちょうど同じ金額の責任を負う。 【ドイツ連銀および欧州中央銀行】
3.	その収支は、リファイナンス・オペに起因するリスクに、何らかのリスクが加わることを意味するものではない。 【ドイツ連銀および欧州中央銀行】
4.	Target収支が黒字であるということは、個々の経済への信用の供給に制約が発生していることは意味しない。むしろ、潤沢な銀行流動性が入手可能であることを意味する。 【欧州中央銀行】

（資料）Hans-Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser. *Target Loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, May 30, 2012, Springerlink. Comを基に日本総合研究所作成

（図表8）ドイツの例にみる、TARGET2収支の中央銀行公表計数とIFS統計における擬似変数との関係の確認

（100万ユーロ）

年	月	独連銀 公表値	IFS統計による 擬似変数 12e.s- (14a-14m)	（擬似変数の算出方法）			
				ユーロシステム内の ネット債権（注1） 12e.s Memo: Net Claims on Eurosystem	14a-14m	発行通貨残高 （注2） 14a Currency Issued	流通通貨残高 （注3） 14m Currency Put into Circulation
2011	9	461,927	460,520	289,856	▲170,664	221,240	391,904
	10	477,830	476,424	305,683	▲170,741	223,047	393,788
	11	507,480	506,073	335,195	▲170,878	223,925	394,803
	12	475,942	474,043	303,554	▲170,489	229,217	399,706
2012	1	510,763	509,040	338,002	▲171,038	224,182	395,220
	2	559,678	557,956	385,732	▲172,224	223,860	396,084
	3	628,223	626,501	451,040	▲175,461	224,560	400,021
	4	656,813	655,091	477,498	▲177,593	225,595	403,188
	5	711,198	709,476	530,204	▲179,272	227,962	407,234
	6	741,198	739,476	558,459	▲181,017	230,657	411,674
	7	n.a.	738,115	553,590	▲184,525	231,699	416,224

（資料）IMF, *International Financial Statistics*各号, Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*各号, European Central Bank, "Box 4 Target2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, October 2011

（注1）ユーロシステム内のネット債権は、IFSによれば、主として以下の項目により構成される。

- 1) ECBへの外貨準備の移転
- 2) 銀行券発券による、ユーロシステム内での債権/債務
- 3) TARGET決済システム内におけるネット債権/債務
- 4) その他のポジション

（注2）ユーロシステム内における法的な配分（CSM）に基づく、①各国の中銀によるユーロ建て発行銀行券残高、②各国政府によるユーロ建て発行硬貨残高、および③引き揚げられていないユーロ転換前の各国通貨残高。

（注3）各国中銀による実際の通貨発行残高。

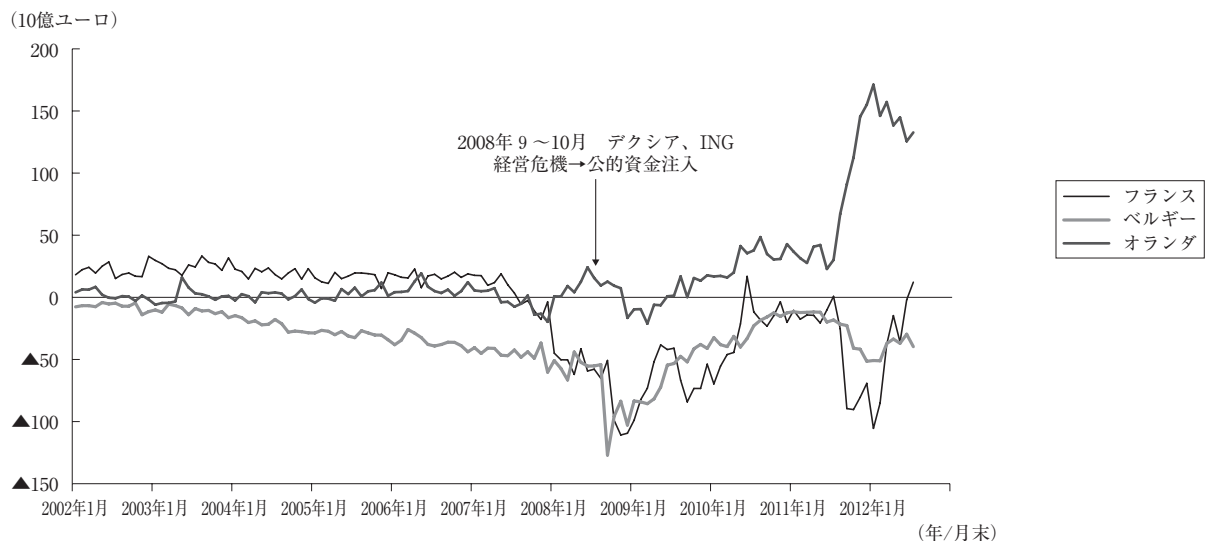
「TARGET2債権」、「TARGET2債務」の計数は、すべてこのECBの示した方法に従い、IMFのIFS統計から算出した。ちなみに、ドイツの「TARGET2債権」の計数について、このようにIFS統計から算出したものを、ドイツ連銀公表の計数と比較すると（図表8）、両者の差はごく小幅にとどまることが確認できる。

### (3) 「TARGET2債権・債務」の決定要因と含意

このようなTARGET2の不均衡幅の決定要因は、以上の分析をもとに考えれば、①当該国のユーロ圏内における経常収支いかん、および②民間部門による、当該国に対するリスク・テイク（もしくは回避）行動いかん、の2点に集約されると考えられる。このうち、②は主として各国の民間金融機関が、当該国（問題国）に対するリスク・テイクを行うかどうか、ということであるが、その判断には、当該国の（イ）財政リスクや、（ロ）金融システムの健全性いかん、が影響する。また、当該国の非金融部門（家計、企業等）が、リスク回避行動の結果として預金をどの程度国外に流出させるのか、といった動きも関係することになる。TARGET2の不均衡幅は、実際には、上述の①②の要因が組み合わされて決定される。仮に、当該国のユーロ圏内経常収支が黒字であっても、②の状況次第では、「TARGET2債務」状態に転落することもあり得るのである。

このような各国中銀間のTARGET2収支の不均衡は、ユーロ・システムが継続的に機能する限りにおいては、特異な局面で生じた、各中央銀行間のいわば「帳簿上の貸し借り」に過ぎない、という性格のものである。ユーロ圏各国が、今後信用不安を沈静化させることに成功し、民間金融機関による問題国へのリスク・テイクが復活すれば、「TARGET2債権・債務」の幅は、縮小に転じる筋合いのものである。実際、2008年9月のリーマン・ショックの直後、大手金融機関への公的資金注入等の対策を余儀なくされたベルギー、フランス、オランダのTARGET2収支の推移をみると（図表9）、大手金融機関の

（図表9）ベルギー、オランダ、フランスのTARGET2収支（債権・債務）の推移



（資料）IMF, *International Financial Statistics*の計数を基に、European Central Bank, "TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, October 2011で示された算出方法に従い、日本総合研究所作成

信用不安で、いったんは「TARGET2債務」が大きく拡大したものの、その後、改善している。

他方、ユーロの枠組みが、今後、部分的にでもほころぶ事態となれば、この「中央銀行の帳簿上の貸し借り」は、最終的には各国財政が負担すべき重荷として顕在化することになる。現行のユーロ・システムにおいては、仮にユーロ・システムからの離脱国が発生した場合、その国の中央銀行が負っているTARGET2債務額は、それ以外の国の中央銀行が、ECBへの出資比率（図表10）に応じて負担することになっている。中央銀行制度とは、欧州に限らず、主要な

国家主権である通貨発行権の行使によって自動的に得られる「通貨発行益」の国庫納付を通じて、当該国の財政と密接につながっているものである。この仮定ケースで想定される離脱国のTARGET2債務を按分負担せざるを得ないことにより、各中央銀行の資本が過度に毀損されることになれば、当該中央銀行からの国庫納付額が減少する、もしくは、場合によっては各中央銀行の財務を健全な状態に保つために、国庫からの資金移転（資本注入）を余儀なくされかねない。最終的には、各国による財政負担が現実のものとなる可能性も排除できないのである。

この「TARGET2債務」の金額が、どれほどの規模に達しているかをみると（図表11）、ギリシャの場合1,039億ユーロ（2012年7月末）と、ユーロ圏各国およびIMFによる支援融資等の規模（実行済みの第一次支援730億ユーロ、実行未済の第二次支援755億ユーロ）に匹敵するものとなっている。この債務額は、本来は、ギリシャの民間銀行がギリシャ中銀に差し入れているギリシャ国債等の担保によって

（図表11）ユーロ圏各国のTarget2メカニズムによる潜在的財政負担と、問題国向け支援の既実行額との比較

	支援融資実行額			Target2における債務 (2012年7月末時点)	名目GDP (2011年)
	ユーロ圏	IMF	計		
ギリシャ					
第一次	529	201	730	1,039	2,151
第二次	739	16	755		
ポルトガル	520	260	780	715	1,709
アイルランド	450	225	675	934	1,564
キプロス		(検討中)		104	178
スペイン		(1,000規模?)		4,185	10,734
イタリア	-	-	-	2,709	15,802

（資料）European Commission, Directorate General Economic and Financial Affairs資料、IMF, International Financial Statisticsデータ、ECB, Statistics Pocket Bookデータ等を基に日本総合研究所作成

（図表10）EU各国中央銀行による、ECBへの出資比率（Capital Key）  
(2011年12月28日改定)

国名	出資比率	国名	出資比率
ユーロ圏	69.9705	非ユーロ圏	30.0295
ベルギー	2.4256	ブルガリア	0.8686
ドイツ	18.9373	チェコ	1.4472
エストニア	0.1790	デンマーク	1.4835
アイルランド	1.1107	ラトヴィア	0.2837
ギリシャ	1.9649	リトアニア	0.4256
スペイン	8.3040	ハンガリー	1.3856
フランス	14.2212	ポーランド	4.8954
イタリア	12.4966	ルーマニア	2.4645
キプロス	0.1369	スウェーデン	2.2582
ルクセンブルク	0.1747	イギリス	14.5172
マルタ	0.0632		
オランダ	3.9882		
オーストリア	1.9417		
ポルトガル	1.7504		
スロヴェニア	0.3288		
スロヴァキア	0.6934		
フィンランド	1.2539		
		合計	100.0000

（資料）ECB資料を基に日本総合研究所作成

保全されているべきものであるが、そのギリシャ自身が財政破綻の危機に瀕している状況にある。ギリシャ国債はECBからすでに適格担保として認められなくなっており、ギリシャの民間銀行は、他の異例の資金供給手段（「緊急流動性支援」）。その保全の度合いは不十分）によって、ギリシャ中銀から資金供給を受けている状況にある

(詳細は4章で後述)。

その他の問題国(いわゆる「PICS諸国」:ポルトガル、アイルランド、キプロス、スペイン)向けでも、TARGET2による潜在的な負担の規模は、支援融資に匹敵し、当該国の名目GDPとの比較において相当な規模に達している。

#### (4) ブレトン・ウッズ体制末期との比較

ちなみに、国際通貨制度運営上の観点からみれば、現在のユーロ・システムの状況は、ブレトン・ウッズ体制末期において、アメリカがドルの金本位制の兌換義務に応じることが不可能となった状態に酷似している、といえる(注7)。

ブレトン・ウッズ体制末期においては、ベトナム戦争等に伴うアメリカの経常赤字の拡大に伴い、経常黒字国側であるドイツやフランスに、輸出代金としてのドル資金が流入し続ける状況にあった。この両国の民間銀行や輸出業者は、流入してくるドル資金を、ドイツ連銀やフランス中銀で、平価に従ってドイツ・マルクやフランス・フランに交換した。その結果、各中央銀行には、外貨準備としてのドル資金が蓄積されることになった。

ドイツ連銀は、このドルの外貨準備をアメリカの短期国債で運用したものの、アメリカのベトナム戦争の戦費ファイナンスに加担した、との批判を浴びることになった。これに対して、フランス中銀は、Fed(連邦準備制度)に対して、蓄積されるドル資金を金と交換するように要求した。その結果、アメリカは、最終的にドルの金本位制を維持できなくなり、ブレトン・ウッズ体制は崩壊した。主要国の通貨は、いわば「なし崩し」的に、変動相場制へ移行することとなった。

当時の国際関係と、現在のユーロ圏の状況とを比べると、固定相場制(注8)のもとで、各国の通貨当局が公的な資本輸出を飛躍的に拡大させている、という点が共通しているといえよう。両者の相違点は、経常黒字(健全)国側の公的な資本輸出の結果、中央銀行にいかなる資産が蓄積されているのか、という部分である。ブレトン・ウッズ体制末期においては、ドル建ての外貨準備が蓄積されたのに対し、現在のユーロ・システムにおいては、「TARGET2債権」が蓄積されている。ブレトン・ウッズ体制末期の場合は、このドル建ての外貨準備が過度に累積された結果、最終的には、ブレトン・ウッズ体制という国際通貨制度の維持が不可能となったのである。

(注5) なお、このような通貨発行・資金決済のメカニズムは、ユーロ・システム独特のものでもなく、同様に、単一通貨を複数の地区連銀で発行する、アメリカの連邦準備制度のFedwireにおいても存在する。ただし、Fedwireの場合は、各地区連銀間の収支不均衡(ユーロ・システムにおけるTARGET2債権・債務に相当)を、小幅であったとしても、毎年1回、4月に、各地区連銀間の金融資産の移転によって決済して不均衡を解消している(Hans-Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser [2011])。

(注6) なお、Hans-Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser [2011]によれば、ifo経済研究所が本問題を認識する契機は、Schlesinger元ドイツ連銀総裁から与えられた由。加えて、Issing元ECB理事・ドイツ連銀理事やTrichet前ECB総裁らも本議論に参画している由である。このように、「厳格な中央銀行」として知られた、ECB発足前のドイツ連銀の要人らが揃って高い関心を寄せていることは、「TARGET2債権・債務」の拡大が、尋常ならざる事態であることを示唆する間接的な証拠であるといえよう。

(注7) この部分の記述は、主としてHans-Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser [2011]による。

(注8) 現在、ユーロそのものは対域外通貨(米ドル、日本円等)で変動相場制をとっているが、ユーロ圏内においては、加盟各国が自国通貨を固定相場制のもとで運営している、とみることが可能である。

#### 4. 欧州中央銀行（ECB）の政策運営

前章でみたように、ユーロ圏加盟各国中銀の「TARGET2債権・債務」の幅は、危機が深刻化した2011年秋以降に顕著に拡大しているが、この時期はECBが、①3年物LTRO（Long Term Refinancing Operation）による無制限資金供給に踏み切り（2011年12月と2012年2月の2回実施）、②一部の加盟国を対象に、「追加信用債権」という例外的な資金供給手段に限り、適格担保基準をさらに緩和した（2011年12月の理事会で決定、2012年2月に実施）タイミングに重なる。本章では、危機の深刻化に直面したECBがこれまでいかなる政策運営を講じてきたのかを整理する。

##### (1) 危機対応のための政策運営の二つの柱

ECBが今回の危機対応として講じてきた政策運営には、①異例の資金供給オペの導入、②信用供与に際しての有担保原則の維持を目的とした適格担保基準の緩和、という2つの柱がある。

①の「異例の資金供給オペ」としては、(イ) LTROのほか、(ロ) 緊急流動性支援（ELA：Emergency Liquidity Assistance）、(ハ) 2012年9月に打ち出された短・中期国債買い切りオペ（OMT：Outright Monetary Transactions）が挙げられる。(イ) LTROは、中央銀行としては異例の3年という長期の資金を、金額の上限を設けず供給するものである。2011年12月の第1回目には4,891.9億ユーロ、2012年2月の第2回目には5,295.3億ユーロがこのLTROで供給された。このLTROは、従来からのMRO（Main Refinancing Operation）に代わり、足許ではユーロ・システムによる資金供給の主力手段となっている（後掲図表13）。他の2つのオペ、すなわち、(ロ) 緊急流動性支援、(ハ) 短・中期国債買い切りオペと担保政策（適格担保基準の緩和）に関して、以下でやや詳しくみていくことにする。

##### (2) 担保政策

まず、ECBの担保政策の運営について、先にみてみよう。異例のオペ手段としての「緊急流動性支援」や「短・中期国債買い切りオペ」は、ユーロ・システムから資金供給を受ける民間金融機関の担保繰りの問題と密接に関係するからである。

ECBは、従来はMRO、昨年末以降はLTROというオペ（公開市場操作）を主力の資金供給手段として、金融政策運営を行っている。これらのオペは、当然ながら、有担保原則を堅持しつつ、ユーロ・システムが資金供給を行うものである。

しかるに、今次危機が展開するにつれ、ユーロ圏各国の民間銀行がユーロ・システムに対して差し入れる担保の中心である各国の国債が、民間格付会社によって、軒並み格下げされる展開となった。これに対してECBは当初、ユーロ・システムが受け入れる担保の適格基準における最低格付ラインを引き下げる対応を採った（図表12）。具体的には、シングルAマイナスであった最低格付ラインを、2008年10月にはトリプルBマイナスに引き下げた。しかしながらその後、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3カ国が、ユーロ圏ないしIMFからの支援を受ける事態となったことに従い、2010年5月にはギリシャ国債、2011年3月にはアイルランド国債、同7月にはポルトガル国債の格付けが、この最低ライン（トリプルBマイナス）を下回る水準に引き下げられた。そこでECBは、これらの各国債に関して、適格担保基準の適用を一時的に停止し、引き続き担保として受け入れる扱いを継続した。その後も、ギリ

(図表12) ECBの適格担保基準の主な変更状況

年月日	最低格付けライン もしくは 主な基準の変更状況
～2008年10月24日以前	A-
2008年10月25日	BBB-
2010年5月3日	ギリシャの市場性国債および政府保証債務について適格担保基準の適用を停止
2011年3月31日	アイルランドの市場性国債および政府保証債務について適格担保基準の適用を停止
2011年7月7日	ポルトガルの市場性国債および政府保証債務について適格担保基準の適用を停止
2012年2月28日	ギリシャの市場性国債および政府保証債務の担保適格性を一時的に停止。「緊急流動性支援 (ELA)」で流動性を供給
2012年3月8日	ギリシャの市場性国債および政府保証債務の担保適格性を認め、パイバック・スキームを稼動
2012年7月20日	7月25日のパイバック・スキームの期落ちに伴い、ギリシャの市場性国債および政府保証債務の担保適格性を一時的に停止。トロイカ調査団の結論を基に、適格性を再検討。流動性は、ギリシャ中銀から、「緊急流動性支援 (ELA)」で供給。
2012年9月6日	ユーロシステムの流動性供給オペへの取引先のアクセスを確保するため、短・中期国債の買い切りオペ (Outright Monetary Transactions) 新プログラムの適格対象国に限り、オペ全般にかかる適格担保基準の最低格付けラインを一時的に停止。ただし、ギリシャ国債については、上記7月20日付けの決定を引き続き有効とする。

(資料) ECB, press release各号を基に日本総合研究所作成  
 (注1) 最低格付けライン停止の対象は、各国政府が発行する負債商品および保証。  
 (注2) 本表には記載していないが、ECBは各国国債以外にも一定の要件を満たすカバード・ボンドやABSを適格担保と認めて、受け入れている。今回の危機に際し、それらの適格基準に関しても、順次緩和する対応を採っている。また、2012年2月には、一部の加盟国に限った一時的な措置として、「追加信用債権」という新カテゴリーを容認し、適格担保たり得る金融商品の枠の拡大を認めている。

シャを除く、アイルランドとポルトガルの2カ国に関しては、この扱いが継続されており、この2カ国の民間金融機関は、引き続き自国債をユーロ・システムに担保として差し入れ、オペにより低利での資金供給を受けることが可能となっている。

(3) 緊急流動性支援 (ELA)

ECBはこのように、先進国の中央銀行としては極めて異例ともいえるスタンスで担保政策を緩和してきたにもかかわらず、欧州の金融市場は緊張した状態が継続した。2008年9月のリーマン・ショックによって、欧州の民間大手金融機関も軒並み、大きな打撃を受け、その後、ギリシャの財務指標の粉飾発覚によるソブリン危機が続発し、今日に至るまで混乱が長期化している。

一般的に、国債は当該国の民間金融機

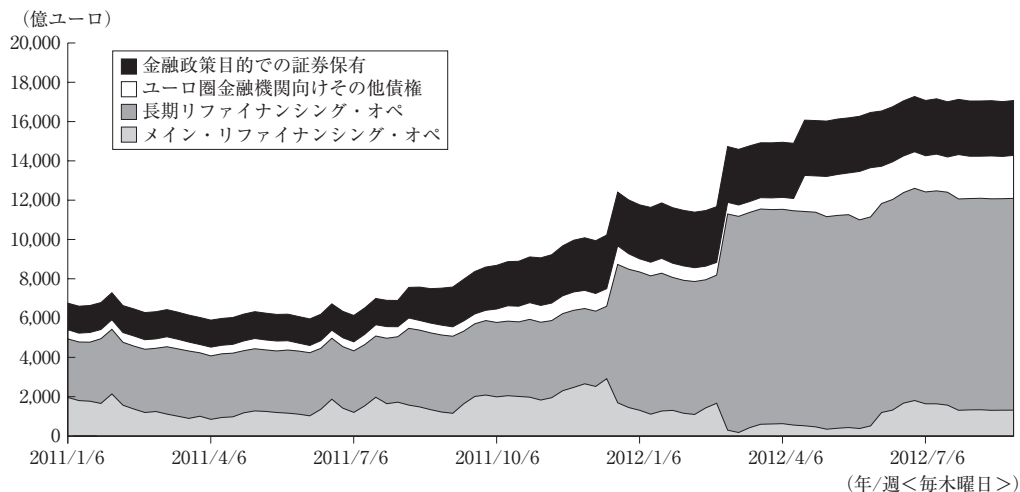
関が保有する主な資産の一角であることが多いが、欧州においては、今回の危機によって多くの国の国債の信用力が悪化した結果、民間金融機関が健全経営を維持するうえでの足かせとなっている。そうしたなか、民間金融機関同士における、いわゆる「相互不信」状態はなかなか解消するに至っていない。こうした状況下においては、各行間の資金不足・資金余剰を調整する場としてのインター・バンク市場は、通常のように効率的には機能せず、各国中銀 (ユーロ・システム) が各行に相対で所要資金を供給しているような状態になっている (注9)。こうしたケースでは、資金の効率的な配分が実現しないため、全体としての所要資金は、平時に比較して大きくなる。そのため、一部の問題国においては、ECBによるこのような適格担保基準の緩和をもってしても、民間銀行が中央銀行からオペによる資金供給を受けるうえで差し入れ可能な担保の玉が、払底状態となった模様である。

そこで活用されたのが、緊急流動性支援 (ELA) の枠組みである。これは、ユーロ・システムの発足時から、中央銀行としての「最後の貸し手」機能を発動する際の手段とすることを想定して用意されていた枠組みである (ECB, *Annual Report 1999*)。極めて例外的な状況下で、特定の金融機関が流動性不足に陥り、金融システム全体へのシステムック・リスクが差し迫るようなケース等に用いられることが想定されていた。

今回の危機に際しても、一部の問題国を対象に、このELAの枠組みが活用されてきた模様である。この制度の運用は、そのスキームの目的ゆえか、十分な透明性が確保されておらず、適用金利や条件、

利用実績は、ユーロ・システムとして各国横断的・統一的に公表される形とはなっていない。報道等によれば、2011年夏の時点では、少なくともアイルランドとギリシャの2カ国を対象に、このELAが活用されていた。担保は徴求せず、代わりに各国政府の保証を得る形で、アイルランド中銀およびギリシャ中銀が各国内の民間金融機関に資金を供給していた模様である。報道によれば、適用金利はECBのオペのレートよりも高水準、基本的にオーバー・ナイトの資金供給で、民間金融機関側は所要日数のみロール・オーバーする形で、このELAにより資金調達を行っていた、とのことである。ちなみに、ユーロ・システムによる主な資金供給手段による供給額の内訳をみると（図表13）、ELAを含むとみられる「ユーロ圏金融機関向けその他債権」の形での資金供給は、2012年2月頃から増勢が強まっている。

（図表13）ユーロ・システムによる主な資金供給手段による供給額の内訳



（資料）ECB, *Monthly Bulletin* 各号の計数を基に日本総合研究所作成

#### （4）追加信用債権

ECBは2011年12月の理事会で、3年ものLTROオペの導入と合わせ、適格担保基準のさらなる緩和も打ち出した。すでに担保として認めていたABS（資産担保証券）の最低格付ラインの引き下げに加え、新たに打ち出したのが「追加信用債権（additional credit claims）」である。これは、特定の加盟国を対象に、一時的な措置として、各国中銀が自国の民間金融機関から、ユーロ・システムのオペ実施時に受け入れることのできる担保の基準について、独自に設定することを容認する、というものである。

その詳細は2012年2月の理事会によって決定され、その対象は①アイルランド、②スペイン、③フランス、④イタリア、⑤キプロス、⑥オーストリア、⑦ポルトガルの7カ国の中央銀行となった。

各国中銀ごとの適格基準の公表振りはまちまちであるが、公表されている国のケースからみると、適格担保の新たなカテゴリーとして、（イ）一定の要件（注10）を満たす住宅ローン（フランス中銀）、（ロ）一定の要件（注11）を満たすファイナンス・リース、ノン・リコース・ファクタリング契約、SACE（注12）による保証ローン（イタリア中銀）、（ハ）一定の要件（注13）を満たす住宅モーゲージ・ローンや、事業法人向け無担保ローン等（アイルランド中銀）などの例がみられる。



(図表14) 日本銀行が受け入れている担保の内訳

(億円、%)

担保種類	額面残高 (A)		担保価額 (B)	(B/A) (=掛目)
		シェア		
総計	1,255,371	100.0	1,237,707	98.6
債券計	946,395	75.4	945,299	99.9
国債	860,284	68.5	860,092	100.0
国庫短期証券	114,638	9.1	113,447	99.0
政府保証付債券	23,376	1.9	23,335	99.8
政府保証付短期債券	0	0.0	0	-
地方債	25,611	2.0	25,529	99.7
財投機関等債券	11,443	0.9	11,371	99.4
社債	10,668	0.8	10,555	98.9
短期社債・保証付短期外債	14,698	1.2	14,110	96.0
資産担保債券	39	0.0	37	94.9
資産担保短期債券	40	0.0	38	95.0
不動産投資法人債	237	0.0	232	97.9
短期不動産投資法人債	0	0.0	0	-
外国政府・国際金融機関債券	0	0.0	0	-
手形計	2,381	0.2	2,286	96.0
一般手形	2,381	0.2	2,286	96.0
コマーシャル・ペーパー	0	0.0	0	-
資産担保コマーシャル・ペーパー	0	0.0	0	-
不動産投資法人コマーシャル・ペーパー	0	0.0	0	-
証書貸付債権計	306,595	24.4	290,122	94.6
企業向け証書貸付債権	51,831	4.1	43,225	83.4
不動産投資法人向け証書貸付債権	0	0.0	0	-
政府(特別会計を含む)向け証書貸付債権	238,580	19.0	231,255	96.9
政府保証付証書貸付債権	14,834	1.2	14,388	97.0
地方公共団体向け証書貸付債権	1,350	0.1	1,252	92.7
うちソブリン・準ソブリンのクレジット関係(注1)	1,175,478	93.6	1,167,222	99.3
民間クレジット関係(注2)	79,894	6.4	70,483	88.2

(資料) 日本銀行金融市場局『日本銀行が受け入れている担保の残高(2012年9月28日現在)』、2012年10月2日、を基に日本総合研究所作成。

(注1) ここでは「ソブリン・準ソブリン」に財投機関債を含めた(明示的な政府保証はなし)。

(注2) 「民間」に含めることとした企業向け証書貸付債権には、地方公共団体出資法人向けが含まれる。

ちなみに、日銀が現在、民間金融機関から受け入れている担保の内訳は図表14の通りである。中央銀行が受け入れる担保は、必ずしも国債やそれに準ずる公的セクター向け債権に限る必要はなく、民間セクター向けの金融商品でも、その信用力が高いものであれば、ふさわしいと考えられる。実際に日銀も、優良企業向けの証書貸付債権や優良企業の手形を担保として受け入れている。

ECBによる以上のような担保政策運営は、危機対応のため、各国の民間金融機関に所要資金を確実に供給するためにやむを得ないとはいえ、かつてのユーロ・システムを含む主要国の中央銀行の担保政策の在り方とは、大きな落差が生じていることがみてとれよう。

#### (5) 短・中期国債買い切りオペ(OMT)の導入と担保政策

ECBは2012年9月6日の理事会で、新たな枠組みとして、短・中期国債の買い切りオペ(OMT)の導入を決定した。そのポイントには、①異例のオペとしてのスキーム面、②合わせて実施される適格担保政策の変更、の2つの側面がある(図表15)。すなわち、①対象国が、10月8日に正式に設立されたESM/EFSFのプログラムに従い、財政再建を断行することを条件に、満期1~3年の短期・中期国債

(図表15) ECBによる「短・中期国債買い切りオペ (Outright Monetary Transactions)」の概要  
(2012年9月6日理事会決定)

条 件	対象国がEFSF/ESMプログラムの適用を申請し、それによって財政再建策を実行すること。
対 象	1～3年満期の国債。イールド・カーブの短め部分が対象。
資金供給額の上限	設定はなし。
債権者の扱い	短・中期国債を買い入れるユーロシステムの地位は、当該国に対する他の債権者と同等 (pari passu)。
不胎化	本オペによって創出される流動性は、完全に不胎化される。
透明性	本オペによる保有残高およびその市場価値は、週次で公表。デュレーション、および国別の内訳は、月次で公表。
証券市場プログラム (Securities Market Programme)	本オペ導入の決定に伴い、終了。SMPによって供給された流動性は、従来同様吸収され、SMPポートフォリオにおいて保有される証券は、満期まで保有される。

(資料) ECB, Press Release, 6 September 2012 - Technical features of Outright Monetary Transactionsを基に日本総合研究所作成

に限り、金額無制限でユーロ・システムが買い入れるほか、②本OMTプログラムの対象国に関しては、その国債の適格性を、ユーロ・システムとしてオペ全般を対象に容認する (図表12)、とされたのである。②は、各国国債の担保適格性について、民間格付会社の判断に左右されることなく、ユーロ圏・IMFとして判断することを意味する。ただし、そのなかで、ギリシャは引き続き例外扱いとされ、ギリシャ国債に関しては、2012年7月20日のECB理事会決定が引き続き有効として、担保不適格状態が継続することとなった。ギリシャはまた、本OMTオペの事実上の対象外となっている。なお、2010年5月から実施されていた証券市場プログラム (Securities Market Programs) による一部の問題国の国債の買い入れオペは、OMTの導入に伴い終了することとなった。

以上みてきたように、今回の危機に際し、ECBは①異例のオペの導入、②適格担保基準の緩和、という二つの側面で近来に類例をみない政策対応を積み重ねてきた。こうした政策運営と、ユーロ・システムにおけるTARGET2の枠組みが相まって、危機の長期化を可能ならしめる『隠れた救済メカニズム』が機能してきたのである。

(注9) 白川方明『現在の金融政策 理論と実際』(2008年、日本経済新聞社)によれば、1990年代末以降のわが国の金融危機の際にも、インター・バンク市場が同様の状況に陥っていたことが明らかにされている。

(注10) ①モーゲージもしくは第一順位の抵当権があるか、金融機関もしくは保険会社の保証が付与されていること、かつ②追加的な基準として (イ) 債務者がフランス国内に居住し、(ロ) ローン契約がフランス法に基づくものであり、(ハ) 残存期間が最低1カ月あること、を充足すること (Banque de France Eurosystem, *Eligibility Criteria Regarding Additional Credit Claims*, February 9<sup>th</sup>, 2012, 訳は筆者)。

(注11) 向こう1年間のデフォルト確率が1%以下であること、イタリア中銀の内部信用評価システム (VALCRE) によって評価可能であること、等 (Banca d' Italia Eurosystem, *Comunicato Stampa, Subject: Temporary expansion of the eligibility criteria for credit claims used as collateral in the Eurosystem credit operations*, February 9<sup>th</sup>, 2012, 訳は筆者)。

(注12) イタリアの大手保証・保険会社。

(注13) 住宅モーゲージの場合の担保物件の所在の要件 (アイルランド国内かイギリス国内に限る) や、リスク管理上の要件、ローン規模の要件等が定められている (Central Bank of Ireland, *Information Release Central Bank of Ireland eligibility criteria for additional credit claims*, February 10<sup>th</sup>, 2012, 訳は筆者)。

## 5. 今後をどうみるか

以上みてきたように、現在のユーロ圏においては、大混乱こそ回避されてはいるものの、その裏で、ユーロ・システムによる『隠れた救済メカニズム』が、規模を巨大化させつつ機能している。このような状態は、「ユーロ圏全体としてまとめて資金調達を行い、問題国に融通する」というメカニズムが、いわば『見切り発車』で機能しているもの、とみることができよう。ちなみに、ドイツのifo経済研究所はこのような状態を「事実上のユーロ共同債が機能している状態」(Hans-Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser [2011])と評価している。このメカニズムに伴う各国の潜在的な財政負担は、2011年秋頃から急速に膨張しているにもかかわらず、潜在的な負担を伴うことに対して、各国の議会等による国としての正式な意思決定を経ているわけではない。ECB理事会の意思決定により、ユーロ・システムによる危機対応の政策運営として、このようなメカニズムが機能しているのである。危機の長期化を可能にしている『からくり』はこの点にある。

このような現実直面しているユーロ圏各国は、今後、危機の収束に向けて、どのように取り組んでいくことが求められているのか。ここでは、課題を①ユーロ圏全体としての方向性と、②特殊な事例としてのギリシャ問題、とに分けて論じることとする。

### (1) ユーロ圏全体としての対応の方向性

現在のユーロ圏各国の状況を見ると、すでにユーロ圏・IMFから支援を受けたアイルランド、ポルトガルの2カ国に関しては、計画に沿った財政再建が軌道に乗り、国際金融市場への復帰・国債を自力で発行しての資金調達も、視野に入り始めている状況にある。

これに対して、2011年11月の総選挙で政権交代が行われたスペインは、不動産バブルの後遺症など銀行システムが元来抱えていた問題点や、新政権の政策対応上の不手際等を背景に、財政・経済運営の持続可能性が市場から疑問視されており、ギリシャと並んで、ユーロ圏の目下の火種となっている。

ユーロ・システムの『からくり』による各国の潜在的な財政負担は、スペインの場合、足許の「TARGET2債務」は4,185億ユーロ(2012年7月末)に達しており、これは、万が一の場合、他の加盟国が負いきれる負担レベルとは到底いい難い。『からくり』が機能する結果、膨張の一途をたどっている「TARGET2債権・債務」は、この傾向がとめどなく継続すれば、いずれかの時点で持続可能なものではなくなるであろう。

スペインを含むユーロ圏全体として、危機を収束の方向に向かわせるためには、ユーロ・システムが異例のオペ等により「時間稼ぎ」をするなかで、①銀行同盟や、②財政統合を着実に進展させることが、何よりも求められている。そのようにして、欧州統合の深化、ユーロの先行きや、個別の問題国や金融機関経営に対する市場の不安を払拭し、問題国に対する民間セクターによるリスク・テイク活動の復活を促し、足許のように膨張した「TARGET2債権・債務」の幅を縮小させるより他に途はない、と考えられる。

### (2) ギリシャ問題への対応

こうしたなか、2012年3月に1度、デフォルト(債務不履行)となったギリシャは特殊な事例として

---

認識されており、2011年秋以降のEU首脳会議における扱いや、ECBによる資金供給オペや担保政策運営に際しても、ギリシャは別扱いとされている。

ギリシャに関しては、2012年3月のユーロ圏各国・IMFとの合意に際して策定された中・長期的な財政再建・経済運営プログラムに基づき、債務返済を行っていくことは、その後のギリシャ経済の落ち込みに鑑みれば、不可能ではないか、との見方が多くなっている模様である。

#### (A) ギリシャ債務の再調整をめぐる論点・課題

このように考えれば、まず、何らかの形でギリシャの現時点での債務をさらに減免できないか、という方向が模索されることになろう。これに関係するいくつかの論点や課題を整理すれば、以下のようななろう。

まず、現時点で、ギリシャ向けのエクスポージャーを有しているのは誰で、どのような形でなのか、という問題がある。ユーロ圏他国の民間セクターは、2012年3月の民間セクター関与（PSI）の実施によって、ギリシャ向けの大幅な債権放棄を迫られた後、残ったエクスポージャーの整理をさらに進めている模様である（注14）。このようにみると、ユーロ圏他国や国際金融市場の立場からみれば、ギリシャ向けに残る民間部門の主なエクスポージャーは、2012年3月のPSIによって既発国債と交換する形で発行された、新ギリシャ国債の保有分にほぼ限られるように見受けられる。民間以外の公的セクターがギリシャ向けに保有している債権としては、①ユーロ圏各国やIMFがすでに実施した支援融資や、②ECBが証券市場プログラムによって買い入れたギリシャ国債、③（現時点では潜在的な負担、という段階ではあるが）ギリシャ中銀がユーロ・システムに対して負っている「TARGET2債務」相当の他中銀の負担、等が挙げられる。

次に、民間部門が現在、保有している新ギリシャ国債の法的な扱いの問題がある。従前のギリシャ国債は、ギリシャ法に基づいて発行されていたため、2012年3月のようなPSIや集団行動条項の行使による強制的な元本カットが可能であった。これに対して、新ギリシャ国債はイギリス法に基づいて発行されているため、前回のような債権者側との交渉による債務調整は、そもそも不可能なつくりとなっている。

そうしたもとの、ギリシャの債務をさらに減免しようとするれば、公的セクターが負担するより他になんとも考えられるが、そのためには、ユーロ圏各国としての議会等による正式な意思決定が必要であり、ハードルは高い。

なお、2012年春までは、ギリシャのデフォルトによる、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）取引経由での国際金融市場へのシステムック・リスク拡大が懸念されていた。ただし、この問題については、2012年4月に、ギリシャのデフォルトに伴うCDS取引の清算（「ペイ・アウト」）をすでに実施し、市場全体としておおむね無事に乗り切っており、すでに対処済みと考えて差し支えなからう。その後、ギリシャを対象とするCDS取引が大規模に行われているとは考えにくい。

#### (B) 財政デフォルト国の過去の事例

このほか、ギリシャをめぐるのは、今後、債務を粛々と返済していくためにも、経済の競争力をいか

にして回復させるか、という点も問題となる。

過去に、財政がデフォルトした、アルゼンチンやロシアといった国の例をみると、事後、経済の競争力を回復するうえでは、為替レート調整（＝対外減価。External Devaluation）を活用したケースが多い。

ギリシャの場合、引き続き、ユーロ圏内にとどまることを前提とすれば、この「対外減価」は活用不可能となる。ギリシャとしては、代わりに、「対内減価（Internal Devaluation）」のみによって、言い換えれば、国内物価や賃金、ひいては国民の生活水準を、経済の競争力が回復できるまで引き下げる、という調整を行うよりほかに手段がないといえよう。その場合、ギリシャ経済の再生はさらに遠のき、「ギリシャの債務返済困難化→ユーロ圏による追加融資」というサイクルが今後も繰り返され、ギリシャ経済も一段と疲弊せざるを得なくなると考えられる。そのような展開は、ギリシャ自身にとっての今後の債務返済負担、また、ユーロ圏他国にとっての追加支援の負担が、今後一段と嵩むことを意味する。

ちなみに、ifo経済研究所は2012年7月、ギリシャの再デフォルトを想定し、ユーロ圏を離脱する場合としない場合とに分けて、ユーロ圏全体およびドイツの負担に関する試算結果を公表し（図表16）、これを契機にドイツ国内での議論が活発化している模様である。ギリシャのユーロ圏残留の是非をめぐることは、当局の内部で秘密裏に検討、というレベルにもはやとどまらず、現地ですら世論を巻き込んだ経済論壇の主要テーマとして、議論が活発化している状況にある。

（図表16）ギリシャがデフォルトに際してユーロ圏に残留する場合と離脱する場合の財政負担の比較（独ifo経済研究所試算）

	(億ユーロ)	
	負担合計	うちドイツ
(1) ユーロ圏第一次支援パッケージ	529	152
(2) IMF第一次支援パッケージ	201	12
(3) EFSF第二次支援パッケージ	739	215
(4) IMF第二次支援パッケージ	16	1
(5) ギリシャ国債の買入れ（ECB）	450	124
(6) Target債務	969	270
(7) 銀行券の発行不均衡から生じる負債	174	48
ギリシャ破綻およびユーロ圏から離脱の場合の負担合計 (1)～(7)の合計 (2012年4月時点)	3,078	822
(8) ギリシャ中央銀行の銀行システムへの債権	1,375	383
ギリシャ破綻およびユーロ圏残留の場合の負担合計 (1)～(5)および(8)の合計 (2012年6月時点)	3,310	887

（資料）ifo institut, Moeglicher Verlust des deutschen Staates bei einem Staatskonkurs Griechenlands, Juli 25, 2012を基に日本総合研究所作成

(C) 「トロイカ」によるこの半年間の対応

ここで、2012年3月のギリシャ向けPSI実施、ギリシャのデフォルト以降の、ユーロ圏各国・IMF、ECB（いわゆる「トロイカ」）の対応をみてみよう。

まず、ユーロ圏・IMFであるが、2012年3月に、755億ユーロ規模の第二次支援を決めたものの、実際には、今日に至るまで、その実行を渋っている状態にある。2012年6月のギリシャ再選挙では、緊縮派が勝利し、連立政権を樹立したにもかかわらず、ユーロ圏・IMFは、そのようなスタンスを崩していない。その結果、ギリシャ政府は2012年8月、予定通りに支援融資で財政の資金繰りをつけることが不可能となり、市場でTB（短期国債）を発行せざるを得ない羽目に陥った。結果的に入札倍率は1倍を上回り、事なきを得たものの、ギリシャの財政運営上は、予定外の高金利の支払いを迫られ、さらなる打撃となっている。

---

また、ユーロ・システムは、2012年春先までは、ギリシャ国債を例外的に、オベの担保として受け入れて、ギリシャの民間銀行向けにオベで低利の資金供給を行っていたものの、PSI交渉が本格化した2012年2月末に、この取扱いを停止した。ギリシャの民間銀行のギリシャ中銀からの資金調達手段は、緊急流動性支援（ELA）による、高利支払いを条件とする枠組みに限られることとなった。3月のPSI・デフォルトの後、ECBはギリシャ国債を適格担保として再度認めることはせず、ギリシャの民間銀行向けには、期間3カ月強の現先方式でのギリシャ国債の買い入れによって、資金を供給するにとどめた。この現先オベの7月25日の期落ちに際しては、ECBはそのロール・オーバーを認めず、結果的に、ギリシャの民間銀行は所要資金のおそらくほとんどすべてを、再び緊急流動性支援（ELA）の枠組みで、ギリシャ中銀から高利で資金調達せざるを得なくなっている。図表13において、「ユーロ圏金融機関向けその他債権」が足許拡大している背景の一つには、ギリシャの民間金融機関のこのような事情があるものと考えられる。

このように、「トロイカ」は、ギリシャに対して、この半年の間、「冷酷」といっても過言ではないような対応をとり続けている。ギリシャが今後も経済・財政運営を続けていけるか否か、国際収支の資金ショート回避できるか否か、の選択権は「トロイカ」側が完全に握っている状態にある。その背景には、本章の冒頭で述べたような、ギリシャの今後の中・長期的な財政・経済運営に対する強い懸念があるものとみられる。

#### (D) 今後あり得る展開

ギリシャの経済・財政の現状や、「トロイカ」側の最近の対応振り等に鑑みれば、今後、あり得る展開の例として、大別すれば、以下のように整理して考えることができよう。

##### ①現状継続

ギリシャは2012年3月の合意ベースで、場合によっては、それに若干、緊縮幅を上積みする形で、財政再建を継続する。ユーロ圏・IMFは第二次支援融資を実行する。債務償還期限を2年先延ばしにするケースもここに含まれる。ユーロ・システムは、ギリシャの民間銀行向けに、他の加盟国銀行向け並みの条件で、オベによる与信を再開する。

このケースにおいては、ギリシャ経済は一段と疲弊し、数年内には再び債務返済不能に陥るおそれがある。この間、ユーロ・システム内におけるギリシャ中銀の「TARGET2債務」の幅はさらに拡大する。ユーロ圏・IMF側は、さらなる追加支援（第三次支援）を余儀なくされることになる。

##### ②ギリシャの再デフォルト、資金ショート

ユーロ圏・IMFによる第二次支援融資の実行見送り、ECBによるギリシャの民間銀行向け資金供給のさらなる絞込み、という、いわば「不作為」により、ギリシャは国際収支上の資金ショート、および財政デフォルト状態に陥る。ギリシャの対外取引は停止される。ギリシャ国内では、政府ないし中銀が、財政支出の代わりにIOU（借用証書）の発行を余儀なくされ、それが実務上「新ドラクマ」として、国内での決済手段として流通するに至る。

このケースにおいては、スペインをはじめとするユーロ圏他国へ危機の火種が飛び火しかねず、場合によっては、ユーロの枠組みそのものにも動揺が発生しかねないことが強く懸念される。ギリシャ経済は、直後は大混乱に陥るものの、一方的な「無秩序デフォルト」によって、中・長期的には、債務負担は大幅に軽減される結果となる。

なお、このケースについては、ギリシャのユーロ圏との関係を事後的にいかに関設定するかによって、さらに以下の二つの展開に分けて考えることができる。

#### ②-1 ギリシャはユーロ圏から離脱、ないしEUから完全に脱退する場合

この場合、ユーロ圏・IMFが、ギリシャ向けにすでに実行した支援の扱いは、微妙なものとなろう。ユーロ圏としては、ギリシャを支援する「義理」はなくなるが、すでに実行した融資が返済されるかどうかは定かではなくなる。また、ユーロ・システムによるギリシャの民間銀行に対する資金供給も、以後は一切不可能となる。そして、このケースでさらに懸念されるのは、地政学的な問題をどう扱うかであろう。ギリシャやキプロスについては、ロシアや中国が、支援融資（ロシアがキプロス向けにすでに実施）やギリシャ政府が行う民営化による売却資産の購入（中国がギリシャ向けに実施）の形で、すでに食指を伸ばしている状況にある。ユーロ圏がギリシャとの縁を切ると、これらの国々の影響が急速に強くなると予想される。

#### ②-2 ギリシャがユーロ圏に部分的な形で残留する場合

ifo経済研究所のSinn所長は、ミュンヘン大学のSell教授と共同で、2012年8月、ギリシャのEUにおける今後の扱いに関する提言を発表している（注15）。これは、いわば秩序だった対応として、ギリシャのユーロ圏からの一時的な離脱を提言するものである。具体的には、ギリシャのために、新たにユーロ圏の「準加盟国」のような立場を新設し、当初の数年間程度の期間は、ギリシャに為替レート調整（対外減価）の活用を許容して、かつ、これまでにユーロ圏・IMFが実行した支援融資はそのまま活かす形で、ギリシャ経済の競争力回復と再生を図る。そのうえで、新通貨（新ドラクマ）の対ユーロ・レートの安定的な着地点が見出せたところで、それを新たな中心レートとして、現行のERM IIの枠組み（注16）を利用して、まず、中心レート対比±15%のバンド内での為替の安定化を図り、中・長期的には、ユーロ圏への復帰をめざす、というものである。

「トロイカ」とギリシャ当局との間では、夏休み期間中をはさんで、交渉が続けられているが、このような秩序だった対応策も選択肢の一つとして、交渉が行われている可能性もある。ここで引用したのは、あくまで、ifoのSinn所長らによる私案であり、実際には「トロイカ」側の精鋭のテクノクラート達を中心となって、より現実的で秩序立った対応としての選択肢を考案、検討している可能性もあろう。

以上はあくまで、今後、あり得る選択肢を整理して考えたものに過ぎない。ユーロ圏各国の首脳は、これらの様々なアプローチを選択肢に、それぞれのメリットとデメリットとを比較考量しつつ、今後の対応を大詰めで検討しているのではなかろうか。最後は政治的な判断にかかることになる。足許にかけて、ESMの発足、これを前提とするECBによる短・中期国債買い切りオペの導入等、不測の事態に備

---

えた環境整備や各種の道具立てが出揃いつつあるようにも見受けられる。そうしたもとの、ユーロ圏各国が、ユーロ圏の将来に関して、どのような選択を行うか、当面、欧州の情勢を注視していく必要があるだろう。

(注14) 例えば、フランスの民間銀行が、ギリシャ向け業務展開の一環として保有していた子会社を、多額のコストを払いつつ処分しているケース、等が報道されている。

(注15) Hans-Werner Sinn, Friedrich Sell, "Our opt-in opt-out solution to the eurozone crisis", *Financial Times*, August 1<sup>st</sup>, 2012.

(注16) 現在、デンマーク、ラトヴィア、リトアニアの3カ国が、このERM IIに参加している。将来的にユーロへの加盟を正式に目指すか否かの方向性は、各国によって異なっている模様である。

(2012. 10. 16)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

#### 参考文献

- Deutsche Bundesbank [2011a]. *Bundesbank TARGET2 balances*, press notice, February 22, 2011.
- Deutsche Bundesbank [2011b]. "The Dynamics of the Bundesbank's TARGET2 balance", *Monthly Report*, March 2011.
- Deutsche Bundesbank [2012]. "Current account, financial account and TARGET2", *Monthly Report*, March 2012.
- European Central Bank [2011]. "TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area", *Monthly Bulletin*, October 2011.
- Hans-Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser [2011]. *Target Loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, CESifo Working Paper No.3500, June 24, 2011.
- Hans-Werner Sinn, Timo Wollmershaeuser [2012]. *Target Loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, May 30, 2012, Springerlink. com.