

欧州中央銀行における「資金偏在」問題

伊豆 久

はじめに

昨年のギリシヤ、アイルランドに続き、この春にはポルトガルがEUとIMFから金融支援を受けることとなった。ユーロは、一九九九年の導入以来最大の危機に直面していると言えよう。

現在の主たる注目は、ユーロ「周辺国」の財政赤字であり、そのデフォルト懸念である。欧州版IMFの設立など支援の枠組みが整備される一方で、反EUを主張する政党の伸張など、予断を許さない状況が続いている。

しかし、欧州のソブリン・リスクをめぐる状況、論点、対応策については、日本でもすでに様々に紹介・検討されている。そこで小稿では、別の視点から現在のユーロが直面している問題にアプローチすることとしたい。

すなわち、ユーロ導入にともない、参加国（今年エストニアが加わり現在一七ヶ国）の中央銀行は、「ユーロシステム」と命名された統一的な中央銀行制度を構成し、それぞれはその統合された一部として存在することになった。ユーロ圏の金融政策（政策金利、オペの金額や条件など）は、ECB政策理事会（Governing Council：ECBの正副総裁・理事と参加各国中央銀行総裁から成る）によって一元的に決定され、原則として、各国中央銀行はそれに従ってオペの実務を執行うにすぎない。

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、米国連邦準備制

度における連邦準備制度理事会と一二の地区準備銀行の關係と同様のものと捉えるならば、とりわけ現在（サブプライム危機発生以降）のような異例の状況下では、ミスリーディングであろう。

なぜなら、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、単体としてのECBの規模は非常に小さく、ユーロシステム（連結）のバランスシートのほとんどは、各国中央銀行のそれである。そして、同じ条件のもとで実施されたオペでも応札の結果（金融調節の結果）は各国中央銀行ごとに大きく異なるのである。さらに、後述するように、「例外的な状況」下では、各国中央銀行は政策理事会の決定とは別に、独自の資金供給を行うことが可能である。その結果、現在、ユーロシステム内に大きな不均衡が生じている。それは、複数の国家をまたいで作られたユーロシステムが内包する困難を、改めて浮き彫りにしていると言えよう。

こうした観点から、小稿では、はじめに、ユーロシステムのバランスシートの特徴を連結ベースで確認し、続いて、各国中央銀行のそれぞれのバランスシートを比較することで、現在のユーロ危機の所在を明らかにすることとしたい。

1 ECBとユーロシステム

先に述べたように、ユーロ圏の各国中央銀行とその中心に位置する欧州中央銀行（ECB：European Central Bank）から成る中央銀行制度をユーロシステム（Eurosystem）という。ECBは、参加中央銀行がGDPと人口をベースに割り当てられた資本金と外貨準備をECBに払い込むことによって設立されたが、単体で見た資産規模は、ユーロシステム全体のなかでは非常に小さい。ユーロシステム全体（連結ベース）ECB＋各国中央銀

行)では二兆二〇億ユーロの資産があるのに対して、単体でのECBは一六三五億ユーロで全体の一割にも満たない。それは、ブンデスバンク(ドイツ中央銀行)六七一三億ユーロ)の約四分の一であり、ギリシャ中央銀行(二二八六億ユーロ)に近い(いずれも二〇一〇年末)。つまり、ECBは、ユーロシステムの中核に位置するが、それは具体的な銀行業務においてというより、意思決定機関である政策理事会の中核にあるという意味である。

したがって、ユーロシステムの金融政策をバランスシートから検証するためには、ECB単体ではなく、連結ベースで見ることがある。

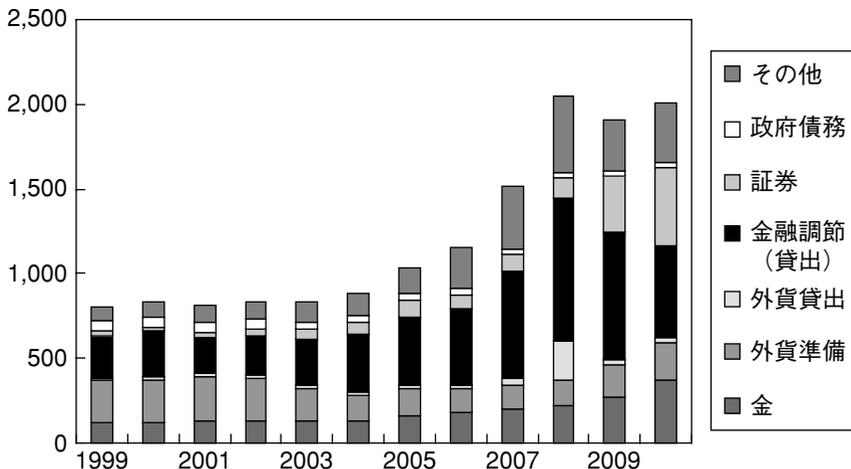
2 ユーロシステムのバランスシート

図表1と2から、その特徴を簡単に整理しておこう。

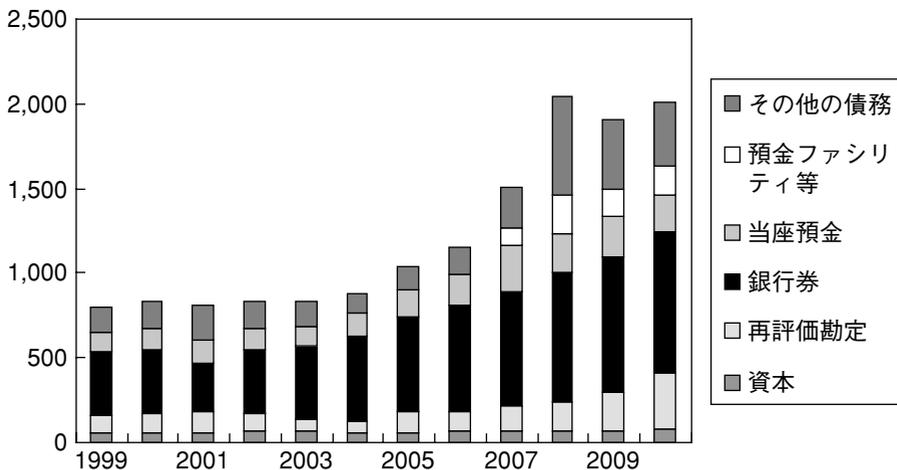
第一に、資産に占める金・外貨準備の比率が非常に高く、反対に証券(国債)の占める比率が極めて小さいことである。これは、資産の大半を国債が占める日本銀行や米国FRBとの大きな違いである。こうした特徴の背景にあるのは、①第二次大戦後の対米輸出、米系多国籍企業の進出などによって流入したドルが外貨準備として蓄積されたこと、②米国への対抗関係などから金の保有を志向する国もあったこと、③外貨準備を、日本のように主として財務省が保有・管理するのではなく、中央銀行が保有する制度をとっていること、④以上から、すでに一定規模の資産を抱えているため、現金(成長通貨)の供給に、固定的な国債の買切りオペを行う必要がなく、⑤また、インフレへの警戒心の強いドイツなどが、中央銀行の国債保有に批判的であること、などではないかと思われ¹⁾。

第二に、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)が中心であって、資

図表1 ユーロシステムのバランスシート（資産）



図表2 ユーロシステムのバランスシート（負債）



(注) 各年12月の最終金曜日時点。10億ドル。

(出所) ECBウェブサイト資料より作成。

金の需給の調節は、これによって行われている。⁽²⁾

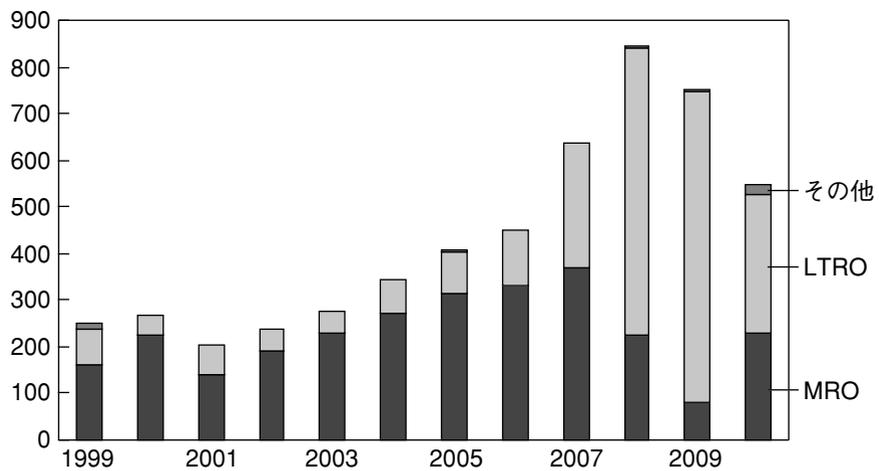
第三に、負債の側を見ると、再評価勘定の比重が大きい。これは、右に述べた金・外貨準備が時価評価されているため、それに対応するものである。最近は、金価格の上昇・ユーロ安が進んでいるため、金・外貨準備の資産額とこの再評価勘定が大きくなっている。

3 リーマン・ショック後の変化

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

○八年末を見てみよう。資産は〇七年末の約一兆五千億ユーロから約二兆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 満期一週間、週一回実施）中心からより長期のLTRO（Longer-Term Refinancing Operations 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、

図表3 ユーロシステムの「貸出」



(注) 各年12月の最終金曜日時点。10億ドル。
MRO：Main Refinancing Operations
LTRO：Longer-Term Refinancing Operations
その他：Fine Tuning Operations等
(出所) ECBウェブサイト資料より作成。

ECB政策理事会ではオペの頻度を上げると同時に、満期六ヶ月、一年という超長期の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1の〇八年末に現われている「外貨貸出」は、FRB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。⁽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「その他の負債」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も、過剰な流動性を回収すべく、通常時に用意されている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、満期一日）のほかに、③定期預金ファシリティを導入している。

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

4 リーマン・ショックの収束とゾブリン危機の発生

しかし〇九年になると、金融市場も徐々に落ち着きを取り戻し、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。図表3からは、一〇年になると、前述のLTROの残高が大幅に減少し、MRO中心の通常時の体制に向かっていることが確認できる。

その一方で、資産の側で「証券」が増加し、現在（一〇年末）では、四五七四億ユーロ（総資産の二三％）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(銀行自身の信用力でプラスして)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。○九年五月七日の政策理事会で決定され(実際の買取り開始は同年七月二日)、買取り額が当初予定の六百億ユーロ(元本ベース)に達した一〇年六月三〇日に買取り自体は終了している⁽⁴⁾。一〇年末時点の残高は六一三億ユーロ、平均残存期間は三年余り。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ものと思われる。

もう一つの政策的な証券買取りが、一〇年五月九日に決定された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が、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る。

しかしその一方で、SMPの残高は七三五億ユーロ(一〇年末)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六・七%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考えれば当然ではあるが、例えば、リーマン・ショック後の米国FRBのMBS(住宅ローン担保証券)の買取り残高が、一時、一兆ドルを超え(対総資産で約四割)、FRB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。

5 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ECB政策理事会の政策対応の概略を、確認してきた。

しかしながら、冒頭に述べたように、ユーロシステムを構成する各国中央銀行は、ECBの支店となったわけではなく、各国の金融構造、危機の状況を反映させた異なったバランスシートをもつ。では、それらは具体的にどのような異なるのだろうか。ここでは、ユーロシステム内で最大の金融市場を抱えるドイツと、金融支援を受けることになったギリシャ、アイルランド、ポルトガルそれぞれの中央銀行のバランスシートを比較してみよう。

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、〇八年に最大（二七七四億ユーロ）となり、その後昨年末までに三分の一ほどに急減している（一〇三一億ユーロ）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縮小したのである。「外貨貸出」はFRB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」も金融機関への資金供給で、いずれも同じ動きをしている。

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（その他債権）」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、この三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

図表4 ドイツ中央銀行（ブンデスバンク）のバランスシート

	総資産	外貨準備 (金+外貨)	外貨 貸出	金融調節 (貸出)	金融機関向け その他債権	証券 (CBPP+SMP +その他)	対ユーロシステム債権		準備預金 (定期等を 含む)	対ユーロシステム債務		再評 価益	
							銀行券 調整	銀行券 調整		銀行券 調整	銀行券 調整		
2006	373.5	84.8	0.0	256.3	3.0	0.0	18.3	5.3	170.9	48.0	84.3	84.3	45.9
2007	483.7	92.5	7.1	268.0	13.1	0.0	84.0	70.9	183.8	109.5	99.5	99.5	55.0
2008	612.6	99.2	63.3	277.4	22.0	0.0	128.6	115.3	206.6	166.9	121.8	121.8	63.1
2009	588.0	125.5	4.4	223.6	7.1	13.2	189.7	177.7	201.3	112.2	146.8	146.8	76.8
2010	671.3	162.1	0.0	103.1	9.6	36.1	337.9	325.5	209.6	146.4	157.1	157.1	110.5

図表5 ギリシャ中央銀行のバランスシート

	総資産	外貨準備 (金+外貨)	外貨貸出	金融調節 (貸出)	政府債務	証券 (CBPP+SMP +その他)	その他 金融資産	銀行券 (定期等を 含む)	準備預金 (定期等を 含む)	対ユーロシステム債務		再評 価益
										銀行券 調整	銀行券 調整	
2006	34.9	2.7	0.6	4.8	8.7	6.3	6.8	15.3	4.5	9.8	1.6	8.2
2007	42.7	3.0	0.7	8.7	8.2	10.5	6.5	16.3	7.1	13.2	2.4	10.8
2008	70.9	3.2	2.5	38.4	7.8	14.5	0.0	19.3	7.8	37.8	2.5	35.3
2009	86.8	4.7	0.3	50.0	7.3	20.7	0.0	20.9	8.0	49.1	0.1	49.0
2010	138.6	6.0	0.3	97.7	6.9	23.9	0.0	21.8	10.5	95.1	7.9	87.1

図表6 アイルランド中央銀行のバランスシート

	総資産	外貨準備 (金+外貨)	外貨貸出	金融調節 (貸出)	証券 (CBPP+SMP +その他)	その他	銀行券	準備預金 (定期等を 含む)	ユーロ建て・ その他債務	対ユーロシステム債務		再評 価益
										銀行券 調整	銀行券 調整	
2006	40.3	0.7	0.6	27.0	7.1	0.4	7.5	12.9	5.5	11.9	9.4	2.5
2007	53.5	0.6	0.5	39.4	9.9	0.6	8.0	21.8	8.0	12.9	12.3	0.6
2008	116.1	0.7	5.1	93.4	14.2	0.7	8.9	19.4	25.8	58.7	14.4	44.4
2009	124.9	1.4	0.1	92.9	14.9	12.8	11.8	14.9	26.3	67.2	13.7	53.5
2010	204.5	1.6	0.1	132.0	18.2	51.1	12.3	11.4	15.9	160.1	15.0	145.2

図表7 ポルトガル中央銀行のバランスシート

	総資産	外貨準備 (金+外貨)	金融調節 (貸出)	証券 (CBPP+SMP +その他)	その他 金融資産	対ユーロシステム債権		準備預金 (定期等を 含む)	対ユーロシステム債務		再評 価益	
						銀行券 調整	銀行券 調整		銀行券 調整	銀行券 調整		
2006	32.7	6.7	0.2	6.6	4.1	10.8	9.8	14.3	5.0	6.6	6.6	2.1
2007	38.7	7.9	2.5	5.3	4.1	13.4	12.3	15.3	9.3	6.2	6.2	2.0
2008	50.7	9.3	10.2	8.5	4.7	16.8	15.7	17.3	5.4	19.0	19.0	4.8
2009	62.5	12.1	16.1	8.1	5.5	19.1	17.9	18.6	8.8	23.4	23.4	6.5
2010	99.7	13.0	40.9	13.6	5.9	20.2	19.0	19.4	4.9	59.9	59.9	10.1

(注) 各年末。10億ユーロ。主要項目のみを掲載しているため、それぞれの合計は総資産に一致しない。

(出所) 各中央銀行年次報告書より作成。

つきり示している。まず、資産の側において、「金融調節（貸出）」が、リーマン・ショック時の〇八年末を過ぎても、減少するどころかさらに大幅に増加していることである。それは、現在の金融危機が三ヶ国にとつてリーマン・ショック以上のものであることを示唆している。そ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（その他債務）」なのである。

ドイツの「対ユーロシステム債権（その他債権）」の増大は、危機三ヶ国の「対ユーロシステム債務（その他債務）」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。では、それは何か。⁽⁸⁾

6 対ユーロシステム債権・債務の拡大

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。

仮に、ギリシャのA銀行からドイツのX銀行へ支払いがなされたとしよう。ギリシャ中央銀行に開設されているA銀行の預金口座から送金額が引き落とされ、ブンデスバンクにあるX銀行の預金口座に同額が入金されることになる。そして、ブンデスバスバンクにはギリシャ中央銀行に対する債権が、ギリシャ中央銀行にはブンデスバンクに対する債務が残る。この中央銀行間の債権・債務は、現在では、日次ベースでECBに対する債権・債務に振り替えられている（ECB, *Annual Report 2010*, p. 219.）。つまりこれが、上に示した「対ユーロシステム（その他債権・債務）」の中身である。それが、債権国であるドイツ、債務国である三ヶ国の双方において、それぞれのバランスシートの過半を占める規模に達しているのである。

その原因は、上の簡単な設例が示すように、銀行間の資金フローが一方に偏っていることにあると思われる。

資金が流出している危機国側の要因としてまず考えられるのは、国際収支の赤字であろう。貿易収支等から成る経常収支や資本収支における赤字は、当然に、国外への資金流出を招くことになる。しかし、そのままでは銀行は資金不足に陥ってしまうため、通常なら、銀行間市場で資金を調達しなければならない。ところが金融危機の高まりによって信用リスクに不安が生じると、危機国の銀行は、市場での資金調達が困難となる。

もちろん、通常、こうした不均衡が長期間持続することはない。資金を調達できなくなった銀行は破綻するからである。

しかし、リーマン・ショック以降、ECB政策理事会は超金融緩和政策を続け、それが危機三ヶ国における〇九年、一〇年の大量の資金供給となった。具体的には、適格担保基準の引下げの継続（シングルAマイナスからBBBマイナスへの引下げ。注5参照）と、固定金利・無制限供給が大きく作用した。ユーロシステムでは、通常（日銀やFRBと同様に）、オペごとに供給総額の上限と最低入札金利が事前に設定された上で、金利入札によって資金が供給される。しかしリーマン・ショック発生後の〇八年一〇月以降¹⁰、固定金利での金額無制限の資金供給が繰り返されているのである。

もちろんこうしたオペは、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、前述のよう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のである。むしろ、余剰資金をブレンデスバンクへの定期預金として積み上げているところである。

その上さらに、アイルランドでは、ECB政策理事会が定めたオペ以外の方法での資金供給が行われている。

図表6の資産の「その他」のほとんどを占めるELA（Exceptional Liquidity Assistance）^(H)がそれである（一〇年

末の「その他」五百三億ユーロのうち四九五億ユーロがELAである⁽¹²⁾。

ELAとは、①ECB政策理事会が決定したオペとは別に、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、金融支援と定義される⁽¹³⁾。もちろん、こうした資金供給が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、その第一四条第四項で、「政策理事会の三分の二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いるのである。そして、こうした行動に最も批判的であるはずのブデスバンクも、アイルランドの金融危機が深刻であることのほか、注7に述べたように金額としてはわずかながらも同様の資金供給を自らも行っていたことなどから、黙認に近い形で承認してきたのではないかと推測される。

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、金額無制限のオペが実施されている以上、こうした特別な措置は必要ないはずである。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の名目のもとで行われているのである⁽¹⁴⁾。危機の長期化によって、「例外的」な「一時的」支援が常態化してしまっているのである。

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対ユーロシステム債務の増大、中心国中央銀行では金融機関の中央銀行預金と対ユーロシステム債権の増大となって現われている。

ブンデスバンクの対ユーロシステム債権（その他債権）は三二二五億ユーロに達し、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提供金額をはるかに上回る。これは、単一の通貨を発行し、一つの中央銀行システムを構成する中央銀行間の債権債務であるから、問題ないと言えるだろうか。

リーマン・ショックの欧州への波及は、ユーロシステムにも大きな影響を与えたが、あくまで金融機関の危機であった。ギリシャ等の国債危機も、ユーロに重大な影響を与えているが、問題の核心はそれぞれの国の財政資金の調達難をどうするかである。しかし、それらを背景にユーロシステム内に蓄積された不均衡は、ユーロに内在する問題である。資金余剰に見舞われているドイツでインフレ懸念が高まれば、ブンデスバンクはバランスシートの縮小を求めざるをえないであろうし、金融危機からの脱出が容易でなければ、周辺国は資金供給の持続を模索することになるであろう。バランスシートの拡大を容認しつつ、預金ファシリティを含めた政策金利を引き上げる（四月七日に〇・二五%ずつ引上げ）というのが、ECB政策理事会の当面の方針のようであるが、不均衡のマグマはますます大きくなっている。

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、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）の引受けである（EU条約（欧州連合機能条約・リスボン条約）第二二三条第一項）。したがって、加盟中央銀行が自国政府の国債を流通市場で買回ることに法的問題は存在しない。また、欧州中央銀行議定書（The Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank）の第一八条第一項は、金融調節の手段として、レポ、貸出の他、買切りを認めて

いる。しかしながら、ECB政策理事会は、通常の金融調節としては、担保付貸出またはレポを用い、買切りオペを行わないため、国債の購入は、政策理事会の決定とは別に、各国中央銀行が独自に行う必要がある。それも法的に不可能ではなく（この点は、アイルランドのELAを例に後述する）、実際に、スペイン、イタリア、フランスなどの中央銀行では、そうした国債の買切りが相当の規模で行われている。

なお、上述のように、政府への貸付は明確に禁止されているが、図表1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実施された政府貸付の残高であり、期日の到来にとまないわずかずながら確実に減少している。

(2) 日銀やFRBにおいては、レポと担保付貸出は、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。

(3) FRBとの為替スワップについては、拙稿「リーマン・ショックとFRB」『証券経済研究』第七三号、二〇一一年参照。

(4) 買取りの二七％は発行市場で、七三％は流通市場で行われた（ECB, *Final Monthly Report on the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme*, June 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（担保付貸出またはレポ）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、〇七年一月に一元化され、格付けに関してはAMINAS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、〇八年一〇月一五日、一〇年末

までの時限措置として、B B B マイナスに引き下げることを選定した。ところがそこにさらにギリシャ危機が発生したため、一〇年四月八日、時限措置を一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B B B プラス（S & P））、さらに五月三日には、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が発表された。したがって、S M Pにおいて、格付け基準は事実上意味をもっていない。また今年三月三十一日、E C B 政策理事会は、アイルランド国債についても、格付け基準を適用しないことを決定している。

- (6) ただし、S M P の導入は、E C B 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。決定の三日前に行われたトリシェ E C B 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（<http://www.ecbinf/press>）。ところが、五月二日に E U ・ I M F のギリシャ支援がまとも、九日には E U 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った推移のなかで、E C B 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) これは、ブデスバンクから民間銀行への定期預金で、後述のアイルランドの E L A と同様、E C B 政策理事会とは別にブデスバンク独自に行われたものではないかと思われる。Willem Buiter et. al., "E.L.A.: An Emperor without Clothes?" *Global Economic View* (Citigroup), January 21, 2011 参照。

- (8) 「対ユーロシステム債権・債務（その他債権・債務）」の抱える問題については Buiter et. al., *op. cit.*; John Whittaker, "Intra-eurosystem debts," March 30, 2011 参照。

- (9) 各国中央銀行の「対ユーロシステム債権」は、① E C B への出資金、② E C B への金・外貨準備拠出に伴う債権、③ 銀行券割当額に関する債権、④ その他債権、の四項目から成り、「対ユーロシステム債務」は、⑤ 銀行券割当に関する債

務、⑥その他債務、の二種類に分類される(①と②は、本稿の論点に関係しないため、図表4～7では表示していない)。なお、ユーロ参加中央銀行のバランスシート上の「銀行券」の扱いは、一般の中央銀行と異なる。まず、各月末時点のユーロ銀行券発行残高の内、8%をECBの発行額とし、残り九二%を各国中央銀行のECBへの出資比率に応じて配分する。その計算結果が、各国中央銀行のバランスシート(負債)上の「銀行券」となる。しかし、それは計算上の発行額にすぎず、実際の各行の発行額とは異なる。その差額を調整するのが、「対ユーロシステム債権・債務」内の「銀行券の割当額に関する債権・債務(上記③と⑤、図表4～7では「銀行券調整」と表記)である。つまり、割当額よりも多くの銀行券を発行した中央銀行はその差額を負債側の「銀行券調整」に計上し(ドイツ、ギリシャ、アイルランドの場合)、割当額よりも少ない銀行券しか発行していない銀行は差額を資産側の「銀行券調整」に計上する(ポルトガルの場合)のである。Deutsche Bundesbank, *Annual Report 2010, 2011*, pp. 162-163参照。

- (10) それ以前にも、パリバ・ショックの際に(〇七年八月九日)、ファイナンチエーニング・オペ(臨時に、主として準備預金の積み期間最終日に実施)で金額無制限の資金供給が行われている。結果的に九五〇億ユーロが供給され、市場に大きなショックを与えた。

- (11) EIL Aの呼称について、アイルランド中央銀行は、二〇一〇年版年次報告書では、Exceptional Liquidity Assistanceとして呼んでいるが、〇九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と呼んでいる。また、ECBではEIL A (Emergency Liquidity Assistance)との呼称が使われており(*Annual Report 1999, 2000*, p. 98; *Financial Stability Review*, December 2006, pp. 171-172)、紛らわしく、本稿ではEIL Aとする。アイルランドのEIL Aに¹⁾ Buiter et. al., *op. cit.*; Whittaker, *op. cit.*; "Dublin gives glimpse of secretive funding," *Financial Times*,

January 13, 2011; "Irish central bank boosts emergency liquidity," *Financial Times*, January 16, 2011参照。

- (12) Central Bank of Ireland, *Annual Report 2010*, 2011, p. 104.
- (13) 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, *Monthly Report*, February 2007, pp. 80-81.
- (14) IMFは、アイルランドへの救済融資に関する今年二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不適合となったため、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、市場へ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もある」と指摘している。IMF, *IMF Country Report*, no. 11/47, February 2011.

(いず ひさし・客員研究員)