

欧州中央銀行とE L A（緊急流動性支援）

伊豆 久

1 はじめに

前回の拙稿（「欧州中央銀行における『資金偏在』問題」本誌六月号）では、現在の欧州危機に関連して、ユーロ加盟中央銀行の間で債権・債務残高が増大していることを指摘した。要約すると以下の通りである。

①ユーロ加盟中央銀行（現在一七ヶ国）は、「ユーロシステム」と呼ばれる中央銀行システムを形成し、金融政策に関する意思決定はE C B（欧州中央銀行）政策理事会に一元化されている。

②しかしながら、実際のオペは、各国の中央銀行によって行われ、最低金利等のオペの条件は同じでも、それぞれの国の金融市場、金融機関の状況により、応札の結果（＝金融調節の結果）は異なる。

③過去二年間の各国中央銀行の資金供給額を見ると、たとえばドイツではリーマン・ショックの収束にともない大幅に減少しているのに対して、危機三ヶ国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル）では大きく増加している。

④こうした違いが生まれるのは、金融危機の時期と内容が国ごとに異なるからであり、現在の危機三ヶ国について言えば、金融機関が市場から資金調達できなくなり、中央銀行の資金供給に依存するほかなくなったからである。また、ユーロシステム（E C B政策理事会）の側でも、通常は最低金利と供給上限額を設定して入札形

式で行うオペを、固定金利・供給額無制限で実施するようになったからである。

⑤さらに、たとえばアイルランドでは、ユーロシステム共通の適格基準を満たす担保を提供できない金融機関に對しては、ECB政策理事会の決定とは別に、アイルランド中央銀行独自の資金供給（ELA・緊急流動性支援）を、長期にわたり実施している。

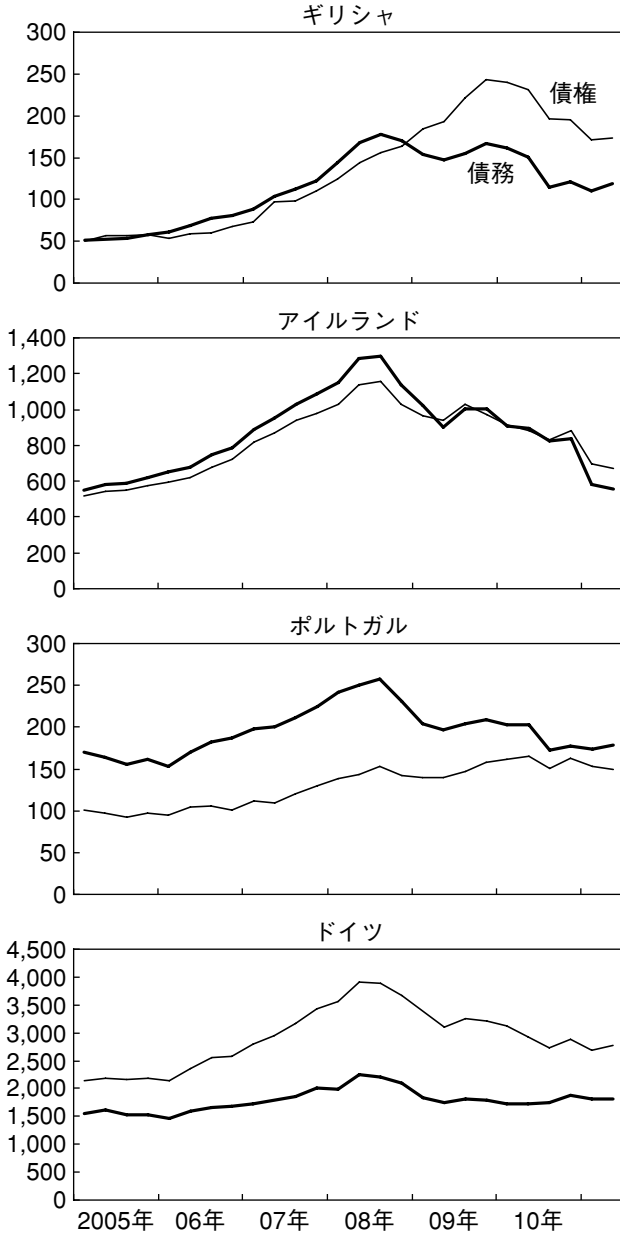
⑥その結果、⑦金融機関の間では、ギリシャなどの金融機関からの資金流出とドイツなどの金融機関への資金流入が生じ、①危機国では中央銀行からの資金供給が拡大し、反対にドイツなどでは資金のだぶついた金融機関の中央銀行預金が増大し、②ドイツの中央銀行では対ユーロシステム債権が積み上がり、ギリシャやアイルランドでは対ユーロシステム債務が増大しているのである。

以上を踏まえて、本稿では、まず、民間金融機関の資金ポジションの状況を確認し、次に、ELA（Emergency Liquidity Assistance：緊急流動性支援）の実情について述べることにする。

2 民間銀行の資金ポジション

現在の欧州危機の焦点は、ギリシャ等の財政赤字の拡大（国債の信用リスクの高まり）であるが、その原因であり結果ともなっているのが、金融機関の経営の悪化・資金調達力の低下である。アイルランドで典型的に見られるように、①住宅バブルの崩壊による金融機関の経営悪化が、②公的資金の投入を通じて財政赤字を拡大させ、③それが国債価格の下落を通じて、④国債を保有する金融機関の経営をさらに悪化させる、という悪循環に陥っている。

図表1 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。

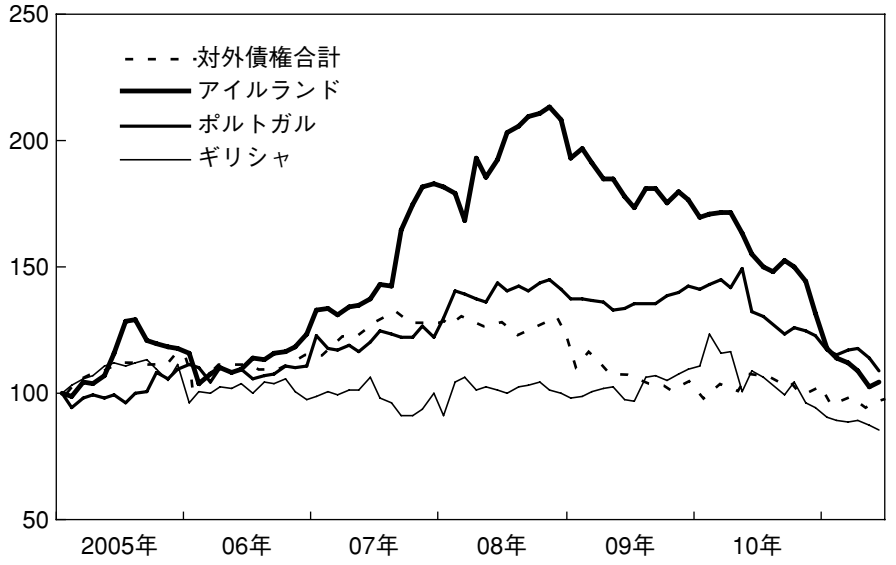
その結果、各国金融機関の資金ポジションに大きな変化が生じている。
 図表1は、所在国別に金融機関の対外(クロスボーダー)ポジションの推移を示したものである。危機三ヶ国は共通して、リーマン・ショック期までは、対外債務が対外資産を上回っており、外国から積極的に資金を調達

しながらポジションを拡大していたことがわかる。ところがリーマン・ショックを画期に、国外からの資金調達に支障を来たようになっていく。図表1の対外債務残高（＝対外資金調達残高）の急速な減少が示しているのはそれである。

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が、リーマン・ショック後、対外資産（＝対外資金供給残高）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2は、ドイツの金融機関（連結ベース⁽¹⁾）の対外債権残高の推移を、二〇〇四年末を一〇〇として、総額・相手国別に見たものである。対外債権は、総額で見ても二〇〇八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。そして、三ヶ国向けの残高が、二〇一〇年に入ってから、総額よりも大きな幅で減少していることがわかる。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

図表2 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。

融資を急速に絞っているのである。

今度は、ギリシャの金融機関のバランスシートを見てみよう。図表3は、ギリシャの民間金融機関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。①二〇一〇年に入って、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くことがわかる。

3 金融機関からの資金流出と中央銀行の対ユーロシステム債務

こうした危機国金融機関の資金調達難が、どのようにして中央銀行間の債権・債務として現われることになるか、そのメカニズムを確認しておく。

ギリシャのA銀行がドイツのX銀行に一〇〇ユーロ送金した場合を考えてみよう（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「マクロ的には資本流出」でも同じである）。現在、EU内の金融機関の資金決済の多くは、TARGET2と呼ばれる決済システムによって行われている。A銀行からX銀行への送金は、A銀行がギリシャ中央銀行にもつ

図表3 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

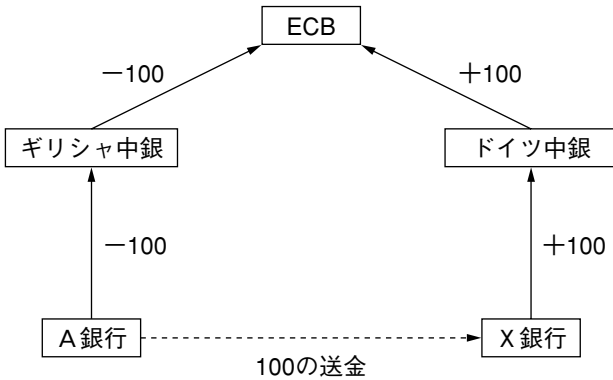
(出所) Bank of Greece, Statistics, Aggregated Balance Sheet of Monetary Financial Institutions excluding Bank of Greeceより作成。

口座から一〇〇ユーロが引き落とされ、X銀行のドイツ中銀預金に一〇〇ユーロ入金されることによって行われる。そしてギリシヤ中央銀行とドイツ中央銀行の間の債権・債務は、それぞれECBの債権・債務として残ることになる（図表4）。

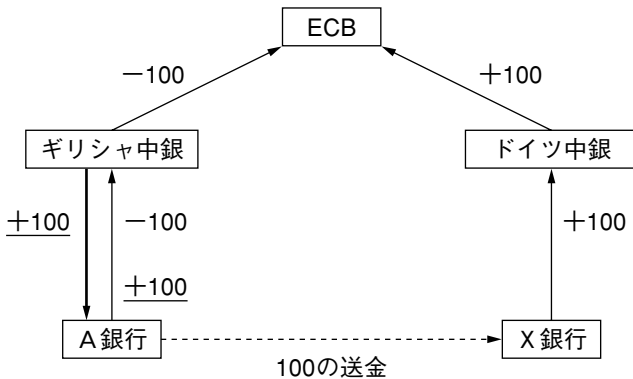
もし、A銀行が、送金（資金の流出）が続く一方で、他から資金調達できないのであれば、A銀行は破綻してしまう。

そこで図表5のように、ギリシヤの中央銀行がA銀行に対して資金を供給すれば、A銀行は破綻を免れるが、同時にギリシヤ中銀の対ECB債務、ドイツ中銀の対ECB債権はそのまま残ることになる。A銀行からX銀行からの資金流出が止まらずそれに合わせてギリシヤ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債権・債務もますます大きくなる。これが、前回拙稿で述べたユーロシステム内の資金偏在、不均衡の増大である。

図表4



図表5



もちろん通常時であれば、各国中央銀行の行うオペの合計金額に対しては、ECB政策理事会がオペごとに上限額を決定しており、こうした不均衡の拡大には一定の歯止めがかかっている。しかしながらリーマン・ショック以降、ECB政策理事会は固定金利での無制限供給を開始し、それは現在まで続けられている。つまり、オペ対象金融機関は、適格担保を差し入れることさえできれば、政策金利で必要なだけの資金を調達できるのである。そのうえ政策理事会は、危機の拡大にともない適格担保の条件を緩和し、さらには危機国の国債については、適格担保条件の適用除外とすることを決定している（ギリシャ国債二〇一〇年五月三日、アイルランド一一年三月三十一日、ポルトガル一一年七月七日）。ユーロシステム加盟中央銀行間の不均衡は、こうした危機対応策の長期化がもたらしているのである。

4 E L A の例

さらに、アイルランド中央銀行は、ECB政策理事会が決定したオペとは別に、E L A (Emergency Liquidity Assistance) として、独自の資金供給を行っている。それは、ECB政策理事会に報告され承認されているが、その責任はアイルランド中央銀行が独自に負うものであり、具体的にはアイルランド政府の債務保証に基づいて実施されている。

もちろん、こうした各国中央銀行が無制限に行われれば、単一の金融政策の主体としてのユーロシステムの存在理由は根底から崩れることになる。したがって、E L A の供給は、例外的な状況下において一時的にのみ行われるはずなのであるが、金融危機の長期化によってE L A の慢性化が生じている。

しかしながら、E L A については、ECB当局による十分な説明がなされておらず、その実情は必ずしも明ら

かではない。アイルランドのE L Aについては前回拙稿で紹介したため、ここでは、ベルギーとドイツのケースを見てみよう。⁽²⁾

(1) ベルギー中央銀行のE L A

ベルギー中央銀行は、リーマン・ショック直後の二〇〇八年九月末から翌月の上旬まで、E L Aを供給している。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、ルクセンブルクで展開していた大手多国籍金融機関フォルティス (Fortis) は、二〇〇七年、R B S (Royal Bank of Scotland)、サンタンデルと共同で、A B Nアムロを買収するが、その結果、巨額の債務を負うこととなる。ところがそこにリーマン・ショックが発生、市場環境は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。そこで、九月二九日、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク三ヶ国が経営危機に陥ったフォルティスの国有化⁽³⁾で合意、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してE L Aを供給すること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、九月二九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行われ、担保は、E C B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 (E L A) は、一〇月九日まで実施され、一〇月三日には五一三億ユーロのピークに達した⁽⁴⁾」

わずか一日間であるが、E C B政策理事会の適格担保条件を満たさない資産を裏付けに資金供給したことが

明らかにされている。しかもその金額は、ピーク時に五〇〇億ユーロを超えているが、ベルギー中央銀行の資産規模が〇七年末で一・二四億ユーロであることを考えるとその大きさがわかる。また同行は、別のレポートで、E L A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。E L Aは、例外的なものでなければならず、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、E C B政策理事会の承認の下で行われるものである⁽⁵⁾」と述べている。

(2) ドイツ中央銀行（ブンデスバンク）のE L A

ベルギー中央銀行が、右に述べたようにE L A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E L Aとは認めていない。

図表6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・その他債権」を示したものである。それは二〇〇七年夏に増加し始め、〇八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、E C Bの政策理事会の決定に基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である。ただし、残念ながらこれについての同行の説明は確認できていない。同行の〇八年版年次報告は、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、中央銀行サービスと関連した未収金から生じた定期預金が含まれる」と述べるだけで（Deutsche Bundesbank, Annual

Report, p. 142) ｡それ以上の説明を行っていない。

ただし、以上のベルギー、ドイツの場合、E L Aは、その目的どおり、例外的かつ一時的な流動性供給だったと言えよう。しかしながら、E L Aがアイルランドに限定されたものではないことは明らかである。

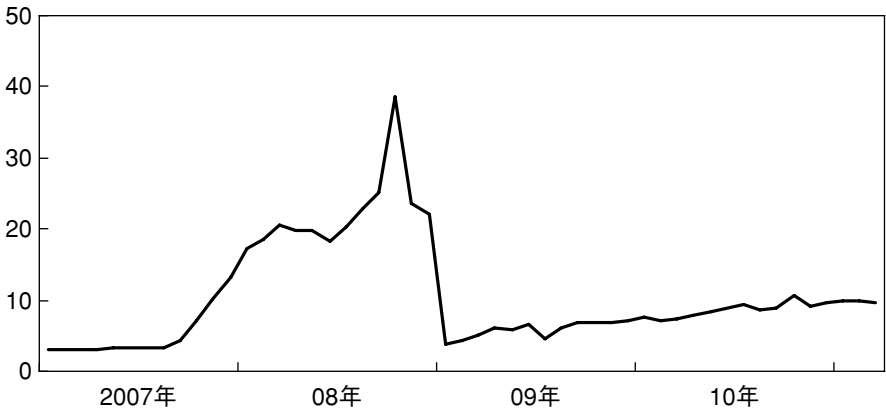
5 おわりに

各国におけるE L Aの利用が示すのは、ユーロシステムにおいては、最後の貸し機能が十分に統合されていないという事実である。

一覽払いの預金を債務とし長期の貸出を資産とする金融機関は、本来的に流動性リスクに対して脆弱である。そのため、中央銀行には、最後の貸し手として、市場から資金を調達できない金融機関に流動性を供給することが期待されている。また、発券機能（最終的な決済機能をもつ資産の供給能力）をもつ中央銀行にはそれが可能である。

しかしながら、①流動性不足と資本不足を区別することは現実的には不可能に近く、②したがって金融システム（金融機関）の救済

図表6 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*より作成。

に必要なのが流動性供給なのか、資本注入なのかは容易に決定できず、③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という難問をとまなうことになる。それゆえ、財政の統合が実現していないユーロ圏においては、最後の貸し手機能を一元化できなかったであろう。

しかし、現在の欧州危機を乗り越えるためには、最後の貸し手機能、財政のさらなる統合が不可欠であることが明らかとなったのであり、また、ユーロの将来もそこにしかないように思われる。

注

- (1) 図表1は〈所在地別〉で、たとえば「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2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。

- (2) ELAについて、また、以下で述べるベルギーとドイツの例については、Willem Buiter et. al., "ELA: An Emperor without Clothes?" *Global Economic View* (Citigroup), January 21, 2011参照。

- (3) 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、アジアスの三つに分割・解体された。

- (4) National Bank of Belgium, *Report 2008 Economic and financial developments*, p. 178.

- (5) National Bank of Belgium, *Report 2008 Corporate Report*, pp. 2-3.

(いそ ひさし・客員研究員)