

ユーロ危機の複合性

入 江 恭 平

要 旨

異説はあるもののユーロ危機をギリシャ国債の暴落＝利回りの高騰→ソブリン債務危機に求める見解が一般的である。しかしユーロ危機をもたらした背景を考えると、ユーロ導入から時をおかず2000年代に展開された信用拡張を梃子にした投資・消費ブーム＝バブル経済の発展と崩壊に行き着く。とくにユーロ周辺国へのブームとバスト（崩壊）を誘引したのは内外からの銀行による信用供与であった。

米国に端を発する世界金融危機（great financial crisis）の予兆はドイツやフランスなどの欧州中心国で始まった（2007年）。その際、とくにアイルランド、スペインでは国内銀行が資金調達を依存していた国際的インターバンク市場が麻痺して、早くも ECB からの流動性供給を受ける。バブルの崩壊で「ホームメード」の銀行危機が進行したなかで、流動性危機は本格的な銀行倒産、さらには銀行の国有化をもたらす。

リーマンショック後の2008年10月から欧州も本格的な不況（great recession）に突入するが、この過程でユーロ周辺国の財政赤字や政府債務負担が急増する。とくに銀行への資本投入を行ったアイルランド政府やスペイン政府の財政悪化は顕著であった。これに対して、ユーロ危機の発端となったギリシャでは銀行危機→ソブリン債務危機という道筋ではなく、まずソブリン債務危機が突発したという点で特異であった。

ソブリン債務危機が銀行危機を惹起するのはさしあたり銀行の資金調達市場を介してである。この点をギリシャの銀行、ギリシャ中央銀行を対象に検討した。

その際、ギリシャ中央銀行に形成される TARGET バランスに注目して、その機構的前提で TARGET システムから説き起こした後、ユーロ導入から2006年頃まではほぼ均衡していた TARGET バランスが不均衡に転じた背景を検討した。

最後に TARGET バランスと国際収支との関係をスペインを例に検討した。

その際、スペインの TARGET バランスの形成がどの国際収支項目によって規定されるかに注目した。

ユーロ危機は銀行危機、ソブリン債務危機、国際収支 = 金融収支危機が密接に関連して発現、展開され、TARGET バランスの不均衡の解消にみられるように 2012年頃、一応の終息をみる。

しかし、ユーロ危機の震源地と目されるギリシャの実体経済に目をやると危機は終焉するどころか長い不況と停滞を続けたことがわかる。

ギリシャは 2010年 5月、EU、IMF、ECB からなるいわゆるトロイカから第一次の金融支援を受けた後、2012年 3月に第 2次金融支援、2015年 8月には難航した交渉のすえ第 3次金融支援がうけた。8年間の融資総額は 2,890億ユーロにも達した。そしてこれらの金融支援にはいわゆるコンディショナリティー（融資条件）が付随しており、その主な内容は緊縮（財政）政策であり、構造政策であった。このうち、債務国ギリシャを最も苦しめたのは緊縮（austerity）政策であった。緊縮政策が不況期に導入される順景気循環的（procyclical）な財政政策であり、アメリカのニューディール期以降に登場するケインズ主義の反循環的（countercyclical）な財政政策とは正反対のものである。

目 次

はじめに

- I. ユーロ周辺国の高成長と信用の拡張
- II. 世界金融危機の影響と共振—流動性危機から銀行危機へ
- III. ソブリン債務危機の勃発と銀行危機との相互作用—ギリシャ危機を中心に
 - 1. ソブリン危機の勃発とユーロ周辺国への伝播
 - 2. ソブリン債務危機と緊縮政策
 - 3. ソブリン債務危機から銀行危機への影響と相

相互作用

- IV. TARGET バランスの形成とユーロシステム
 - 1. TARGET システムと TARGET バランス
 - 2. TARGET バランスの拡大とその背景因
 - 3. 金融危機の連鎖と TARGET バランスの展開
- V. TARGET バランスの不均衡と国際収支 = 金融収支危機の回避
- VI. むすびにかえて

はじめに

欧州ではユーロ危機の勃発から 10年近くが経

ち、順調に回復をみせていたドイツをはじめ北部欧州諸国も世界経済の減速を受け成長率が鈍化し、しかも ECB（欧州中央銀行）による超金融緩和もその効果が限界に達した感がある。そ

ここで、財政政策の出動が久しぶりに話題になっている。3月、OECDはドイツ、オランダ、オーストリア、アイルランドおよびバルト諸国が、向こう3年にわたってGDP比0.5%の政府支出を追加すれば、ユーロ域のGDPが長期にわたって1%増加すると述べた。しかしドイツ政府もこのことをある程度認識しているが、依然として財政均衡ルールを維持し、すでに管理可能な対GDP政府債務残高比率をさらに引き下げようとしている。いいかえれば、一層の財政支出の必要性は十分認識するが、それはあくまでも構造問題としてであって、経済の支出減少に対抗する反循環的な必要性からではない。いわんやユーロ圏全体の経済の弱体化を相殺するためではないというのがドイツの姿勢である。緊縮政策の下での財政出動である¹⁾。

一方、ユーロ危機の震源地であるギリシャの財政政策も依然として緊縮政策の影がつきまとう。反緊縮政策を掲げて政権を奪取したシリザ(チプラス)政権も確かに財政収支こそ2016年以降3年間にわたって黒字に転化させたが、その主要因は経済成長の駆動力となる公共投資の大幅な削減であり、したがって対GDP比での政府債務残高はむしろ増加している²⁾。

以下ではユーロ危機の勃発から一応の終息を複合危機という視点から振りかえり、依然としてギリシャをはじめとしてユーロ域諸国の実体経済の停滞が背景の一因が緊縮財政政策の帰結であることを指摘する。

2009年10月ギリシャ政府は、2009年の財政赤字額対GDP比見積もり額を12.5%に引き上げ、しかも前政権下で報告されていた赤字額は誤りであり、実際はより大規模なことを公表した。時を置かず、格付け会社が相次いでギリシャ国債の格付けを引き下げた。これらに反応

するかのようには国債市場では国債価格の暴落＝利回りの急騰がみられた。ギリシャ危機の始まりである。国債利回りの上昇、あるいは同じことであるが、基準利回り(ベンチマーク)とされたドイツ国債(bund)との利回り格差＝プレミアム拡大は、同様に国債の累積がすすみ、財政状況が悪化しているとみられたアイルランド、ポルトガル、スペイン、そしてイタリアへと伝染(contagion)していった。それは1997年7月からのアジア危機においてタイの通貨バートの暴落を皮切りにインドネシア、マレーシア、韓国へと伝播していった状況を彷彿させた。しかもユーロ危機はその発現部面が通貨市場でなく、国債市場であったことから、通常は政府債務危機(sovereign debt crisis—以下ソブリン債務危機と記す)として理解されている。たしかに2010年5月に発現するソブリン債務危機はユーロ危機を他の経済危機から区別する重要な構成要素であるが、ユーロ危機はすでに2007年後半から世界金融危機と連動しながら端を開いていた金融＝銀行システム危機や国際収支＝金融収支危機という側面を有している。これら3重の危機(triple crisis)は密接に絡み合いながら進行した。

以下、Iではこれら危機を生み出した背景を主としてユーロ周辺(periphery)国(ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン—以下総称する場合はGIIPSと略記する)の2000年代前半からの信用-投資、消費主導の成長構造をさぐる。IIでは、ユーロ危機は米国を起源とする世界金融危機の影響を受けながらそれと連動したことを明らかにし、IIIではソブリン債務危機と銀行危機とが連動・共振したことを指摘し、IVおよびVではTARGETシステムとは何かを明らかにしたあと、ユーロ

周辺国の国際収支 = 金融収支危機と TARGET バランスの拡大の背景と意味を考えたい。

I. ユーロ周辺国の高成長と信用の拡張

歴史の後知恵になるが、ユーロ危機以降、欧州の成長エンジンと目され「独り勝ち」が言われるドイツは、ユーロ導入から2000年代前半まではユーロ圏諸国全体よりも低成長が続き、2003年にはマイナス成長に陥る。しかもユーロ域の安定成長協定 (SGP) の財政赤字上限 3% ルール³⁾に、フランスとともに違反することになる。これに反してユーロ周辺国 GIIPS のうち、アイルランド、スペイン、ギリシャ 3 か国は一度もマイナス成長に転落することなく 2007 年まで高成長を維持する (表 1 参照)。それぞれ、「ケルトの虎」(Celtic Tiger)、「スペイン経済の奇跡」(Miracle)、「発展途上の巨人 Giant in the Making) という名を冠されることになる。これら 3 か国の成長を促進したのは投資、消費需要の拡大であった。2000 年代、特に 07 年に至る 3 ~ 4 年間は、ドイツの投資率 (対 GDP) が 20% 内外で低迷するなか、30% 超の投資率を記録した。そしてこの投資そして消費の拡大を支えたものこそ内外からの信用の拡張の供与であった。

まず、ユーロ導入に向けて短期金利は言うまでもなく、長期金利がベンチマークとされるドイツの国債 (Bund) 金利を基準に低位収斂化し、ユーロ導入後も 2007 年まではほぼ維持される。ユーロ周辺国に貸付を行った国際的、とくにユーロ域の銀行が資金調達を行ったのは銀行間の短期資金であるが、その代表的な基準金利はドル LIBOR やユーロ建ての EURIBOR で

あった。これら銀行は EURIBOR で資金調達し、国内銀行に融資する場合には EURIBOR に若干のスプレッドを上乗せし、企業などに融資する場合には、短期資金を長期資金に変換して融資する (図表 1 参照)。銀行サイドからみて、ユーロ導入から 2007 年頃までは長短のスプレッドはプラスで推移し、利ザヤを確保した。他方、借り手からみて、ユーロ周辺国ではユーロ導入後インフレ率が ECB の目標 2% を恒常的に上回り、時には 5% を上回ることもあった (図表 2 参照)。したがってインフレ率を差し引いた実質金利は極めて低位に推移したことになり、借り手の需要を刺激した。一方、貸し手、特に外国の銀行にとっては共通通貨ユーロ導入によって、周辺国通貨が導入前にしばしば経験した通貨の切り下げ (devaluation) リスク、一般的には通貨のミスマッチ、すなわち為替リスクが消滅したことでそれを織り込むことなく低金利での資金供給が可能となった。

信用膨張を引き金に最も激しいバブル経済の様相を呈したのは、アイルランドである (図表 3)。2003 年に再開される急速な経済成長はほぼ 2007 年まで続いた。しかしそれは「ケルトの虎」と言われた時代とは雰囲気が異なっていた⁴⁾。住宅や商業用不動産投資のブームをともなう建設業によって主導された。また不動産価格高騰による富効果を介した民間消費も拡大した。消費者物価指数を差し引いた実質住宅価格指数は、1999 年を起点にしてピークを付けた 2007 年で約 90% の上昇である (図表 2 参照)。さらに資産取引に関連する税収は増加し、政府はそれに基づいた公共支出も拡張させ、同時に財政収支の黒字を維持した。このような不動産投資を支えたのは急速な信用拡張であるが、国内の非金融部門 (非金融企業、家計、政府) 向

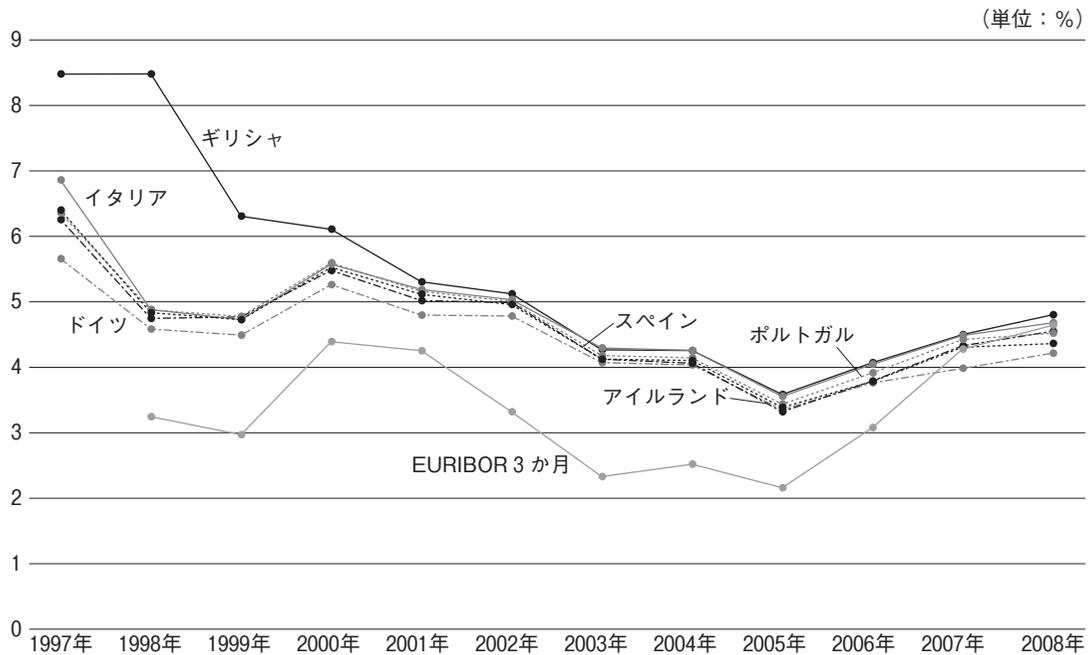
けの内外の信用残高対GDP比は2002年の170%から約2.3倍の397%に達している(図表3)。アイルランドの場合には民間部門(非金融企業, 家計部門)への信用供与が主力で, それぞれ44%, 43%(2008年末)を占めた。

ここで, 国内信用と対外信用との関連を問題にしてみたい。(図表3)の前提となったBISの統計では, あくまでも非金融部門に対する内外信用残高であり, 国際銀行貸付を含めて対外信用がすでに含まれている。(図表4)は国際銀行業からの信用供与がほぼピークに達した2008年第1四半期を基準に各国向け債権残高(対GDP比)を部門別内訳とともに示したものである。ここでみられるように, 対アイルランド債権残高は他国を圧倒して, GDP比300%超となっている。国内の信用情勢に多大な影響を与えたことが推測される。しかもそのうちの約3分の1は銀行向けである。この点は, アイ

ルランド国内の銀行システムからみると, 銀行の資金調達(funding)がホールセール資金市場, 端的にはインターバンク(銀行間)市場に依存した構造になっていたことを意味する。インターバンク市場は基本的には短期であり, 常に借り換え(ロールオーバー)を繰り返す不安定な市場である。

スペインもアイルランドの場合と同様に, 対民間(非金融企業, 家計)信用によって投資の成長, 消費の拡大が支えられた。2000年を起点として信用残高はピークをつける2008年まで, 非金融企業, 家計部門向けがそれぞれ年平均増加率は14.8%, 15.3%で, GDPの成長率を圧倒するスピードで拡大した(図表5)。その結果, 対GDP比ではそれぞれ64.4%から123.6%, 43.0%から81.3%へと約2倍に上昇した(対照的に政府部門向け信用残高対GDP比は62.4%から35.6%へ下落した)。しかし間

図表1 ユーロ周辺国とドイツの長期(10年)金利とEURIBOR(3か月)の推移



図表2 ユーロ周辺諸国とドイツの主要マクロ経済指標

(単位: %)

		2000年	2002年	2004年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
ドイツ	成長率	3.19	0.03	0.70	3.87	3.37	0.82	-5.56	3.95	3.72	0.69	0.60	1.93	1.50	1.86	2.51
	総投資率	23.9	19.9	19.1	19.8	20.7	20.9	18.1	19.6	21.1	19.3	19.5	19.5	19.1	19.2	19.65
	消費者物価	1.36	1.35	1.79	1.80	2.26	2.75	0.23	1.16	2.49	2.12	1.60	0.77	0.13	0.37	1.72
	実質住宅価格指数	114.8	110.0	105.7	103.9	100.0	99.7	100.9	100.0	101.4	103.4	105.5	107.8	112.2	118.2	
	失業率	7.95	8.60	10.33	10.04	8.58	7.38	7.67	6.93	5.86	5.37	5.24	5.01	4.62	4.17	3.76
	一般政府財政収支	-2.16	-3.57	-2.82	-1.87	-0.95	-0.93	-1.42	-2.43	-1.41	-0.17	0.10	0.55	0.56	0.79	1.12
	経常収支	-1.75	1.89	4.46	5.68	6.75	5.60	5.74	5.62	6.11	7.02	6.73	7.47	8.92	8.55	8.05
ギリシャ	成長率	3.92	3.92	5.06	5.65	3.27	-0.34	-4.30	-5.48	-9.13	-4.03	-3.24	0.74	-0.29	-0.24	1.35
	総投資率	25.8	24.8	25.3	26.2	27.1	24.5	18.3	17.0	15.1	12.8	26.2	27.0	27.7	27.5	11.73
	消費者物価	2.90	3.92	3.02	3.31	2.99	4.23	1.35	4.70	3.12	1.04	-0.85	-1.39	-1.09	0.01	1.14
	実質住宅価格指数	77.1	95.6	97.3	114.7	117.5	114.3	108.4	100.0	92.4	81.1	73.6	69.5	67.0	66.0	
	失業率	11.35	10.35	10.60	9.00	8.40	7.75	9.60	12.73	17.85	24.43	27.48	26.50	24.90	23.55	21.45
	一般政府財政収支	-3.20	-5.53	-10.60	-9.10	-11.46	-15.55	-19.39	-13.37	-8.83	-2.10	1.36	-0.65	-0.32	2.75	0.03
	経常収支	-5.93	-6.83	-7.71	-11.49	-15.19	-15.11	-12.35	-11.38	-10.01	-3.83	-2.04	-1.63	-0.23	-1.08	-0.82
アイルランド	成長率	9.58	6.32	6.75	5.54	5.16	-3.93	-4.67	1.76	2.94	0.04	1.62	8.30	25.49	5.13	7.81
	総投資率	24.5	24.1	27.3	31.9	29.1	24.5	20.2	17.2	20.2	11.6	11.8	9.8	10.5	24.17	
	消費者物価	5.30	4.69	2.31	2.67	2.89	3.12	-1.68	-1.64	1.21	1.88	0.55	0.29	-0.05	-0.19	0.26
	実質住宅価格指数	86.7	95.4	114.0	137.1	143.0	130.6	113.1	100.0	82.2	69.8	69.6	80.2	89.0	94.7	
	失業率	4.52	4.76	4.76	4.78	5.00	6.82	12.67	14.61	15.43	15.54	13.81	11.90	9.98	8.39	6.73
	一般政府財政収支	3.34	-1.06	0.98	0.96	-2.18	-8.20	-9.43	-9.68	-6.89	-5.65	-4.60	-3.07	-1.54	-1.22	-0.45
	経常収支	0.62	0.25	-0.10	-5.35	-6.50	-6.24	-4.65	-1.20	-1.64	-2.63	2.14	1.65	10.93	3.34	12.54
イタリア	成長率	3.71	0.25	1.58	2.01	1.47	-1.05	-5.48	1.69	0.58	-2.82	-1.73	0.11	0.95	0.86	1.47
	総投資率	20.7	21.4	21.2	21.9	22.2	21.8	19.4	20.5	20.5	17.9	17.0	17.0	17.3	17.0	17.51
	消費者物価	2.58	2.61	2.26	2.23	2.03	3.49	0.77	1.62	2.94	3.32	1.25	0.23	0.11	-0.05	1.33
	実質住宅価格指数	73.7	82.7	95.1	103.9	106.9	105.4	101.9	100.0	98.5	93.5	86.4	82.1	78.8	78.9	
	失業率	10.10	8.61	7.96	6.79	6.13	6.74	7.73	8.33	8.41	10.68	12.13	12.63	11.92	11.66	11.25
	一般政府財政収支	-2.49	-4.04	-4.62	-3.95	-3.08	-3.83	-4.23	-3.75	-4.13	-1.54	-0.60	-1.05	-0.73	-1.34	-1.93
	経常収支	0.06	-0.27	-0.35	-1.50	-1.39	-2.82	-1.89	-3.41	-3.00	-0.34	0.99	1.92	1.55	2.71	2.89
ポルトガル	成長率	3.79	0.77	1.81	1.55	2.49	0.20	-2.98	1.90	-1.83	-4.03	-1.13	0.89	1.82	1.62	2.67
	総投資率	28.8	26.0	24.2	23.2	23.1	23.6	20.8	21.1	18.6	15.7	14.6	15.3	15.5	14.9	16.30
	消費者物価	2.81	3.70	2.51	3.05	2.42	2.65	-0.90	1.39	3.55	2.78	0.44	-0.16	0.51	0.64	1.56
	実質住宅価格指数	121.3	119.8	114.9	111.6	108.5	98.9	101.02	100.00	93.54	85.3	83.1	86.3	88.2	93.6	
	失業率	3.93	5.00	6.62	7.65	7.96	7.55	9.43	10.77	12.68	15.53	16.18	13.89	12.44	11.07	8.87
	一般政府財政収支	-4.14	-4.99	-7.98	-4.32	-3.84	-5.3	-8.5	-8.3	-6.3	-3.2	-2.9	-1.4	-1.8	-1.3	-1.2
	経常収支	-10.80	-8.49	-8.33	-10.67	-9.74	-12.1	-10.4	-10.2	-6.0	-1.8	1.6	0.1	0.1	0.6	0.5
スペイン	成長率	5.05	2.88	3.17	4.17	3.77	1.1	-3.6	0.0	-1.0	-2.9	-1.7	1.4	3.4	3.3	3.1
	総投資	26.6	26.9	28.8	31.3	31.3	29.6	24.6	23.5	21.9	20.0	18.7	19.4	20.1	20.4	21.1
	消費者物価	3.48	3.10	3.04	3.52	2.79	4.1	-0.3	1.8	3.2	2.4	1.4	-0.1	-0.5	-0.2	2.0
	実質住宅価格指数	56.0	67.4	89.6	108.9	115.7	110.2	103.8	100.0	90.2	75.1	67.5	67.6	70.1	73.4	
	失業率	13.86	11.45	10.97	8.45	8.23	11.2	17.9	19.9	21.4	24.8	26.1	24.4	22.1	19.6	17.2
	一般政府財政収支	-2.10	-1.72	-1.58	-0.55	-1.42	-7.3	-10.6	-8.5	-7.4	-3.3	-2.3	-1.9	-2.4	-2.8	-3.1
	経常収支	-4.40	-3.74	-5.59	-8.99	-9.65	-9.3	-4.3	-3.9	-3.2	-0.2	1.5	1.1	1.1	1.9	1.7

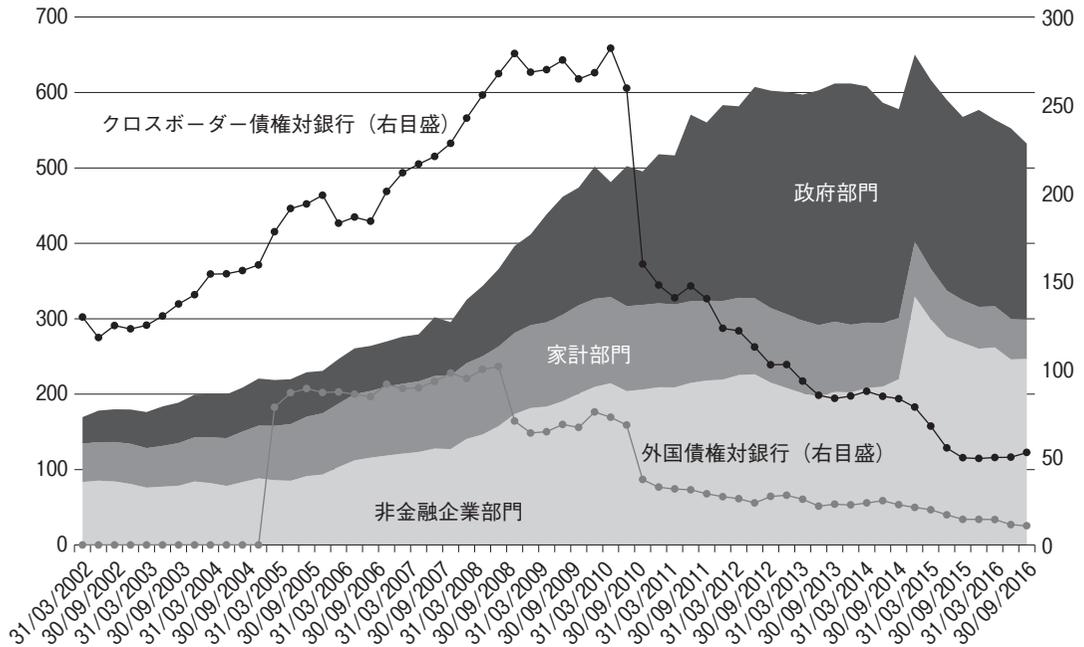
[出所] IMF, Eurostat データより作成。

題なのは信用拡張それ自身ではなく、その貸付先である。銀行貸付の60%を占めたのは、不動産部門であった⁵⁾。その内訳は家計部門、不動産企業部門（建設会社を含む）であり、さらに銀行資産としての直接保有＝投資が加わった。しかもスペインに特徴的なのは、サンタンデルやBBVAなどの大銀行ではなく、多数のより小規模で地方を基盤とした貯蓄銀行カハ(cajas)の動向である。カハは不動産貸付に大銀行よりも深く関与して不動産バブルを主導した。他方、カハは預貸の資金調達ギャップを市場性資金、より具体的には国際的な銀行間預金

に多く依存して、銀行システムの不安定性を醸成した。2008年秋以降のリセッションの過程で、不動産市場が崩壊すると一転して多くのカハは破綻に追い込まれる。スペイン最大の不動産貸出業者であり、かつ数行のカハが合併して設立されたバンキア(Bankia)が2012年5月、国有化に追い込まれたのは象徴的な出来事であった。

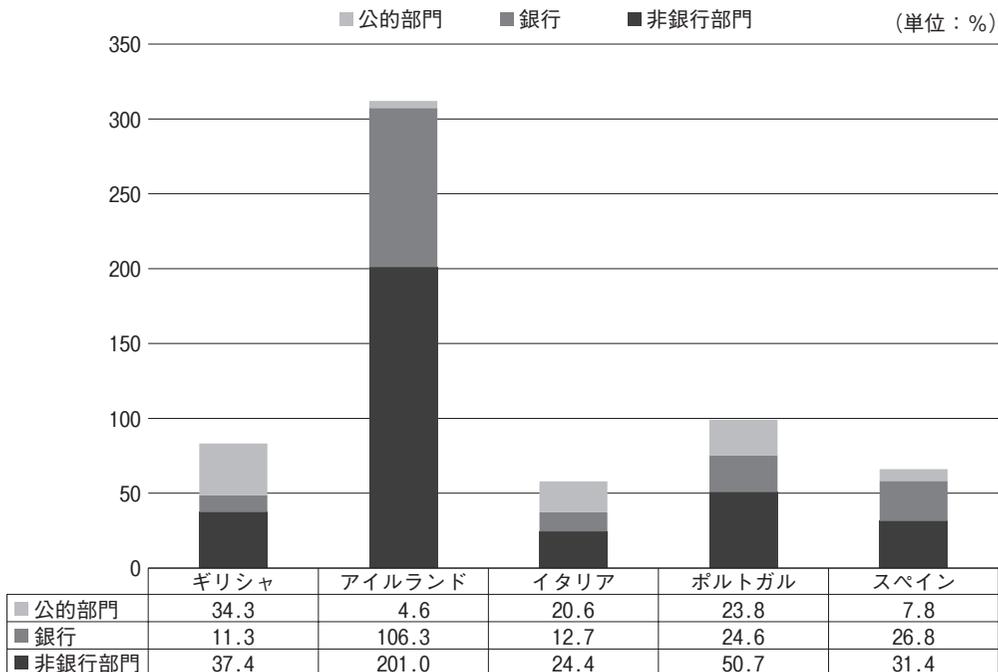
ユーロ危機のいわば震源地⁶⁾となったギリシャの2000年代はスペイン、アイルランドほどではないにしても、投資、消費の拡大と信用の膨張、バブルの形成がみられた。まず何より特

図表3 対アイルランド非金融部門債権および外国債権・クロスボーダー債権対銀行残高(対GDP比)の推移 (単位: %)



[出所] BIS 資料より作成。

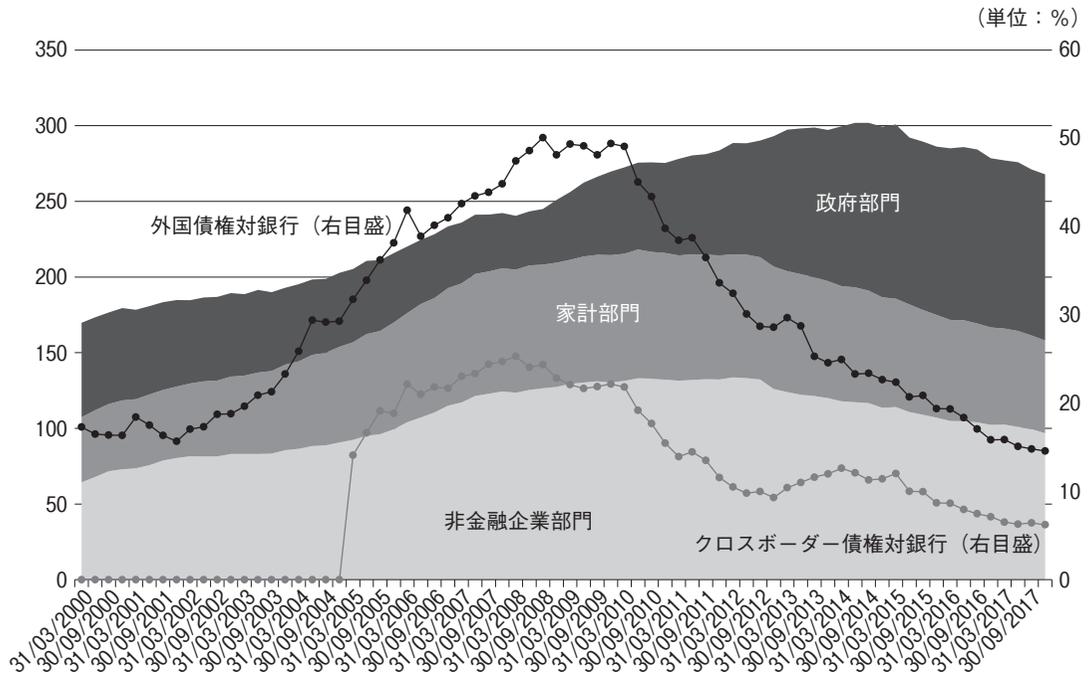
図表4 国際銀行対ユーロ域周辺国債権残高部門別構成 (対GDP比: 2008年第1四半期)



[出所] BIS, IMF データより作成。

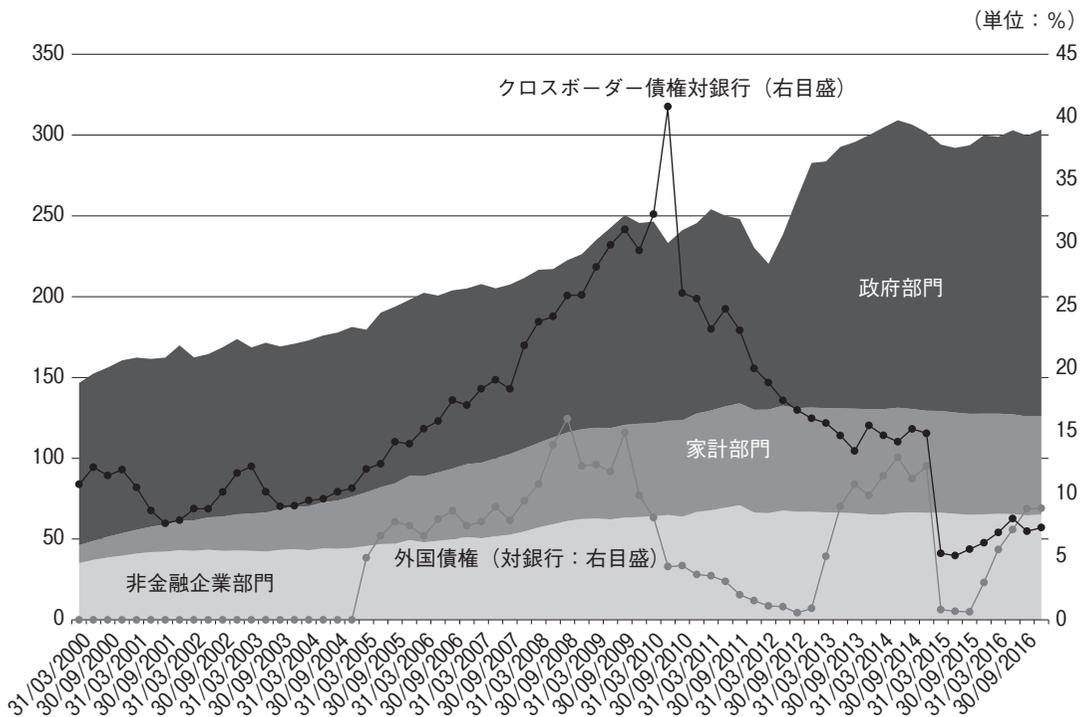
ユーロ危機の複合性

図表5 対スペイン非金融部門および外国債権・クロスボーダー対銀行残高(対 GDP 比)の推移



〔出所〕 BIS 資料より作成。

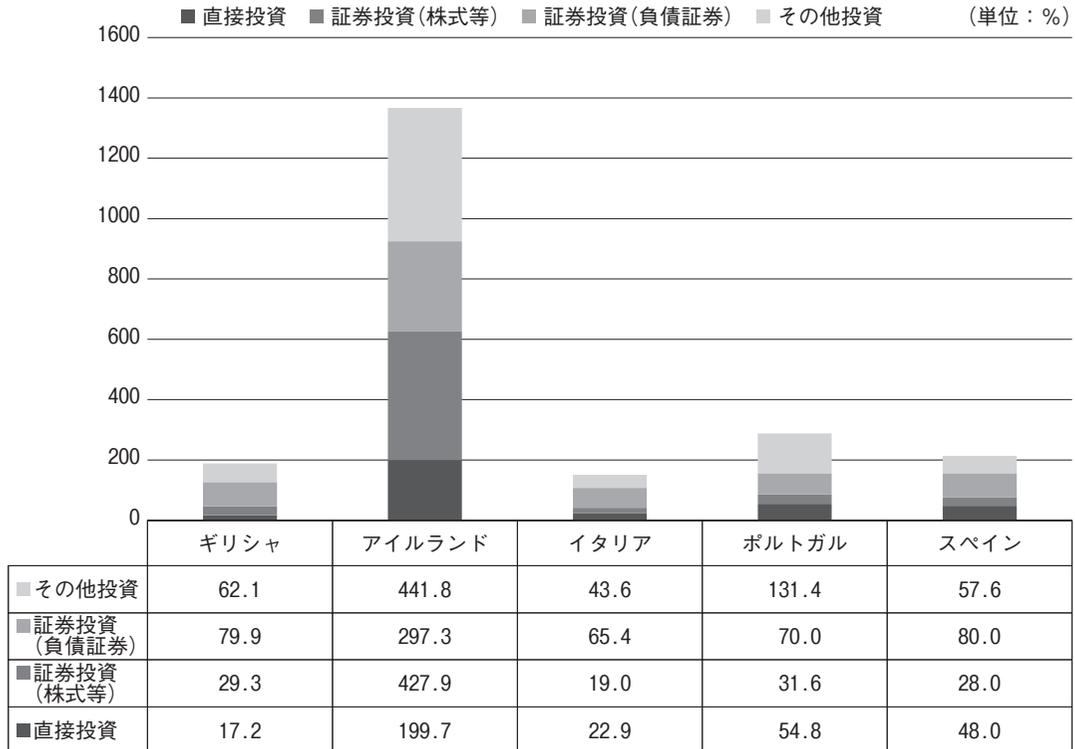
図表6 対ギリシャ非金融部門債権と外国・クロスボーダー債権対銀行残高(対 GDP 比)の推移



微的なものとして指摘できるのは、起点において1990年代から継続する対政府部門信用残高の大きさである（図表6）。2000年には対GDP比で107%に達し、絶対額は2008年まで年平均7.1%で増加した。これに対して2008年同比率は108.3%と微増にとどまったが、これはとりもなおさず、GDPの拡大、すなわち成長率が高かったためである。最も膨張が著しかったのは、住宅ローン、消費者ローンから構成される対家計部門向け信用である。2002年では対GDP比13.9%と比較的低水準にとどまっていたのが、その後6年間、年平均27.1%で増加して2008年には対GDP比55.6%と大幅に上昇している。住宅ローンに関していえば、銀行が選択基準を厳格にした場合には受信できないであろうサブプライムローンの存在が指摘され、関

連して建設部門のブームも明らかにされている⁷⁾。対外資本流入を、国際収支ベースと国際銀行信用ベースでそれぞれピークに達した2007年（図表7）と2008年（図表4参照）についてみると、前者では対GDP比188.7%、後者で83.2%、どちらもスペインと類似した量（比率）となっている。そしてここで特徴的なのは国際収支ベースで対金融負債勘定の37.3%が負債証券≒国債であり、国際銀行信用（連結ベース）の41.3%が対公的部門でありGIPPSのなかではこの比率が最も高い。のちに勃発するソブリン債務危機の契機となったのが海外の投資家・銀行による大量の国債の売却であったことはここで想起しておいてよい。

図表7 対外金融負債勘定残高内訳対GDP比（2007年）



〔出所〕 IMF データより作成。

II. 世界金融危機の影響と共振 ——流動性危機から銀行危機へ

欧州の銀行が世界金融危機の発生・展開に深くコミットしたことはすでに明らかにされているが⁸⁾、反転して同危機が欧州の銀行に甚大な影響を及ぼすのは2007年夏以降である。2007年7月30日、ドイツの州政府系の産業信用銀行（IKB）は傘下の仕組み投資機関がサブプライム関連投資から多額の損失を被ることを公表した。この投資機関はその資金調達をコマーシャルペーパー（CP）市場に依存する仕組み資産を裏付けにするいわゆる ABCP であったが、これを契機に ABCP 市場の資産の質に対する懸念が急速に広がり、1兆2,000億ドルあった米国の同市場規模は年末までに4,000億ドルまで一挙に収縮した。サブプライム資産に投資していた欧州銀行はドル資金調達を ABCP 市場での短期の CP の持続的な借り換え（roll-over）に大きく依存していた。このような中 ABCP 市場のパニックは、「リスクな住宅金融に関係ないものをも」含めてすべての短期金融市場（money market）にまで懸念を広げた⁹⁾。

さらに同年8月9日、フランス最大銀行 BNP パリバ傘下の投資ファンド3社は組み込んでいたサブプライム証券の市場評価不能を理由にファンドの償還を停止する。いわゆるパリバ・ショックである¹⁰⁾。

7月末から8月初旬にかけての欧州銀行に係るこの2つの事件は国際金融市場、なかでも国際銀行業の「神経システム（the nervous system）」であるインターバンク市場の梗塞の危機をもたらした。BNP の声明が公表される前日の8月8日には米ドル銀行間市場の3か月

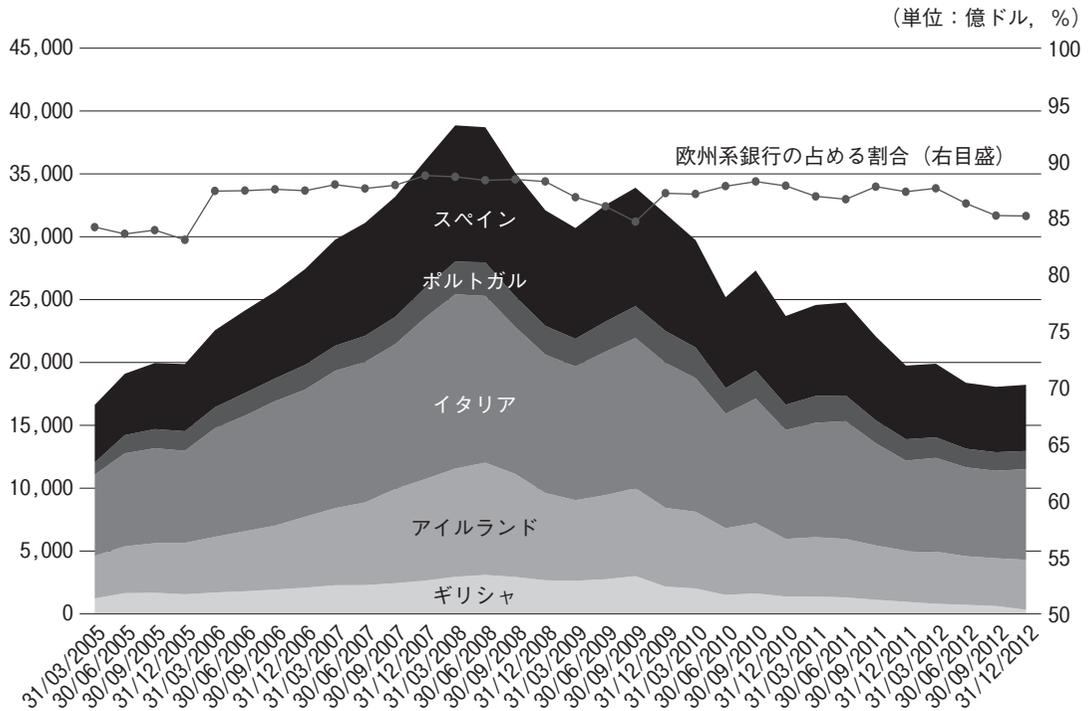
物ローンのプレミアムはそれまでよりわずかに13ベース・ポイント（0.13%）高かったが、パリバ・ショック後は40ベースポイント（0.4%）まで急騰した¹¹⁾。銀行間のデフォルト（債務不履行）リスクが急増したのである。

ユーロ建て銀行間金利プレミアムもドル市場とほぼ並行して上昇することになるが、BNP パリバの声明から数時間以内に、ECB は銀行に無制限の資金供給をおこなった。当日の終わりまでに、欧州の49行が合計948億ユーロ、各行平均でそれぞれ約20億ユーロを借入れた。

2008年に入ると3月18日、アメリカの最大手5大投資銀行のなかでは最小のベアスターズがJP モーガン・チェースによって米金融当局の仲介に救済買収される。ベアスターズは、2007年6月頃から傘下のヘッジファンドの破綻などによって業績の悪化、株価の下落がつづいていたが、サブプライム関連投資に深く関与する一方で、資本1ドルに対して負債35ドルという高いレバレッジ比率をつづけるなど、投資銀行の「シャドーバンキング化」の典型であった。

週末に決着したベアスターズの救済合併は米国だけではなく、週明けから世界、なかでもサブプライム投資に深く関与していた欧州の銀行に予期せぬ結果をもたらした。ユーロ域中核の銀行、とくにドイツやフランスの銀行はサブプライム投資の悪化に直面して、ユーロ域周辺国からの引き上げを開始した¹²⁾。欧州銀行を含む国際銀行による対 GIPPS 外国債権残高のピークは2008年第1四半期である（図表8）。これらの銀行は貸付（loan）の借換え（roll over）を拒否し始める。対する周辺国の銀行は撤退する銀行に対する返済資金に窮するようになってきた。アイルランドやスペインの銀行は

図表8 国際銀行対ユーロ周辺外国債権残高と欧州系銀行が占める割合の推移



〔出所〕 BIS データより作成。

いまや「資金不足」に陥ることになる。とくに、国内の住宅、建設バブルの崩壊によってバランスシートに重圧のかかっていたアイルランドの銀行は債権銀行に対する返済資金の必要に迫られて、逃避する資金の埋め合わせをECBからの借入りに依存し始める。しかしこのECBによる一時的な資金供給はアイルランドの数行に差し迫っていた支払い不能 (insolvency) に対処するものではなかった。したがってアイルランド政府は財政資金を使って銀行救済をおこなうこととなり、その結果、財政負担が大きく膨んだ。

2008年9月15日のリーマンブラザーズ破綻 (破産) のユーロ域銀行に与えた影響は、パリバ・ショック、ベアスターズ救済後に現出したインターバンク市場の梗塞、および大手銀行の破綻である。前者のインターバンク市場の梗

塞は量的にも規模が大きく、また質的には「ドル不足」という特殊な資金不足が普遍化した。この場合の「ドル不足」とは欧州の米国のサブプライム市場に大量に投資する一方で、為替リスクの回避という点からもドル建ての短期金融市場 (アメリカ国内および国際金融市場) に深く依存していたことから発生したものである¹³⁾。

リーマン破綻による危機の波及は国際金融業務、米国サブプライム市場に関与していたユーロ域の銀行に多大なものとなった。ベルギー・オランダ国籍のフォルティス、フランス・ベルギーを跨ぐデクシア、アイルランド子会社を有するドイツ抵当不動産銀行 (the German Hypo Real Estate) などが9月末までには破綻が明らかになった。全て短期資金を調達して米国サブプライム市場に投資していた。なかには

国内市場の困難に関与してのものもあった。デクシアはフランスの地方自治体への融資でつまづいた。ユーロ域の破綻した国際的な大手銀行は国民経済に比較してその規模が大きかったので、その政府による救済 (bail out) には多大なコストを要した。したがって、対応は小出しにされ、問題が長引くのが通例であった。デクシアの場合が好例で、公的資金での処理は小出しにされ数年間にわたったが、結局は問題の解決に失敗した¹⁴⁾。

国民経済したがって政府の財政規模に比較して銀行の規模が最大なのはアイルランドの銀行である。既述のように、アイルランドは2000年代初頭から、信用膨張をともなう不動産ブームを経験していたが、このブームは2006年末には停止し、経済は厳しい下降スパイラルに突入する。そして、その際、最も懸念されたのが銀行システムである。アイルランドの銀行は破綻に瀕するが、その原因は国内の不動産バブルの崩壊でありその意味では「ホームメイド」の銀行危機である。しかし繰り返し述べているようにその資金調達も多くを国際的なインターバンク市場に依存していた。リーマンショック後その市場は著しく収縮し、借換えの更新 (roll over) 不能や、資金が流出した。流動性危機が進行しているわけだが、これに対して、銀行は当初、ECB やアイルランド中央銀行からの資金借り入れで対処しようとした。しかしついに2008年9月末には、アイルランド政府が他の周辺国ではみられない6大銀行に対する「包括的債務保証 (blanket guarantee)」をやや唐突に導入することになった¹⁵⁾。アイルランドの銀行は資金調達をインターバンク市場を中心とした対外資金に大きく依存していた。この市場が2007年～2008年以降マヒし、リーマンショック後の流動

性の収縮を契機に銀行のソルベンシー (支払い可能性) の問題が浮上した。そして、ついに、2009年1月、アイルランド政府は2000年代のバブル経済の寵児で他銀行の「手本」と目されたアングロアイリッシュ銀行を買収し国有化した。この時点で政府は銀行の資本増強のためにGDPの5%を支出し、銀行貸付に対する保証額は、GDPの300%にも達した。

Ⅲ. ソブリン債務危機の勃発と銀行危機との相互作用——ギリシャ危機を中心に

1. ソブリン危機の勃発とユーロ周辺国への伝播

ユーロ危機が財政危機として発現したことは特徴的であるが、その背景となったのは2000年代前半から2007年まで、大西洋の両岸で進行していた経済ブームが2008年に金融危機 (パニック) =リーマンショックとして顕現し、2008年秋から2009年にかけて急速に深い景気後退 (great repression) 局面に入ったことである。したがって、財政収支の悪化は税収の鈍化と財政支出の増加を通じてユーロ域全般に進行していた。ことにユーロ周辺国ではアイルランドやスペインにおいて銀行システム危機に対処する銀行救済のための財政支出が加重されていた。いっぽうユーロ危機の震源地¹⁶⁾となったギリシャではアイルランドやスペインのように銀行危機がソブリン債務危機に先行した場合は異なり、ソブリン債務危機が銀行危機に先行したという点で特異であり、したがって危機の突発性を印象づけた。この点を政府債務残対GDP比の推移で確認すると (図表9)、アイルラン

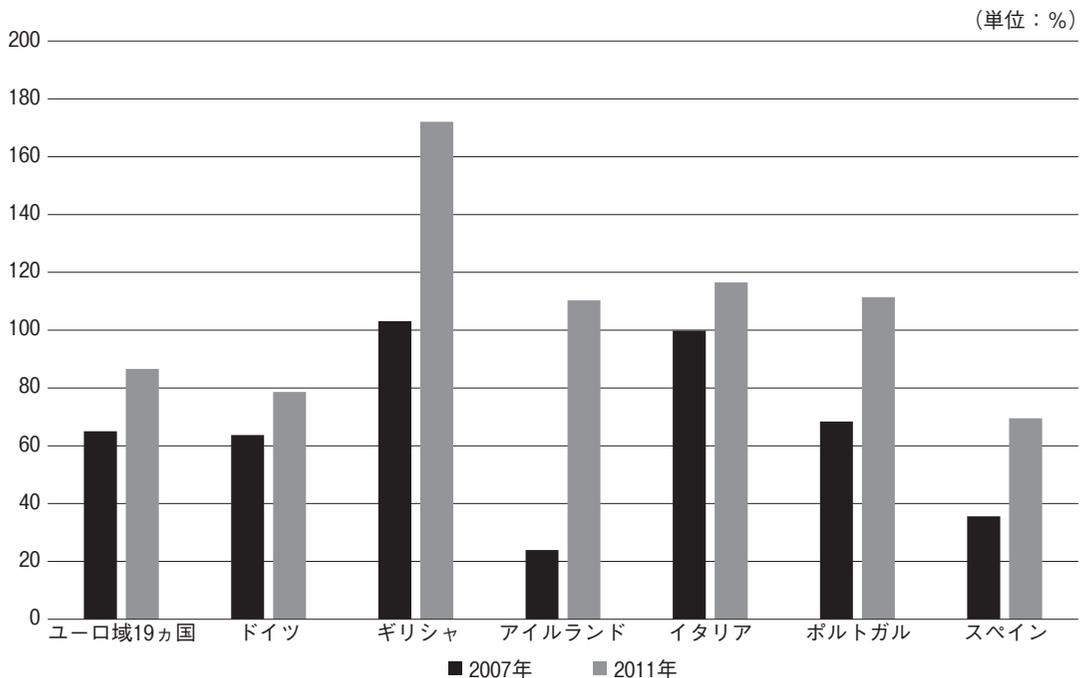
ドとスペインの同比率は2007年にはそれぞれ23.9%、35.6%とユーロ域19か国平均（65.5%）を大きく下回っていた。しかし同比率はそれぞれ、2011年には110.3%、69.5%となって大幅な上昇となった。一方、ギリシャはすでに2007年で、100%を越え（この点はイタリアも共通）高水準であったものが、2011年にはさらに上昇し172%にもなっている。ちなみに言えば、ギリシャの2011年の政府債務残高対GDP比の高水準の要因には、2008年以降、成長率がマイナスに転化しその後もスパイラル的にGDPが収縮したことがある（後述）。

以上のような背景のもとに、最初に市場（＝投資家）の関心がギリシャの財政状況に向けられたのは2009年10月、2009年の財政赤字の予想値が以前よりも大幅に引き上げられて12.5%になったこと（実際の実現値はさらに上昇して

15.1%）、また旧政権の下でなされた2008年の財政赤字公表値は実際を大幅に下回る虚偽だったことが暴露されたことである（図表10）。これを受けて、格付け会社がギリシャの国家財政の再評価を急ぎ、ムーディーズ（10月末）、S&P（12月7日）、フィッチ（12月8日）がそれぞれギリシャ国債の格下げをおこなった。格付け会社は発行債券の返済可能性（ソルベンシー）のリスク＝信用リスクを評価する機関であるから、市場に対する影響は少なくなかった、と思われる。事実、フィッチ社の格下げ公表の次の日、ギリシャ国債利回りおよびギリシャ政府のCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）のプレミアムは有意に上昇した（国債価格は下落した）。

このような市場の反応はギリシャにとどまらず、2010年1月末までには、その他の欧州、と

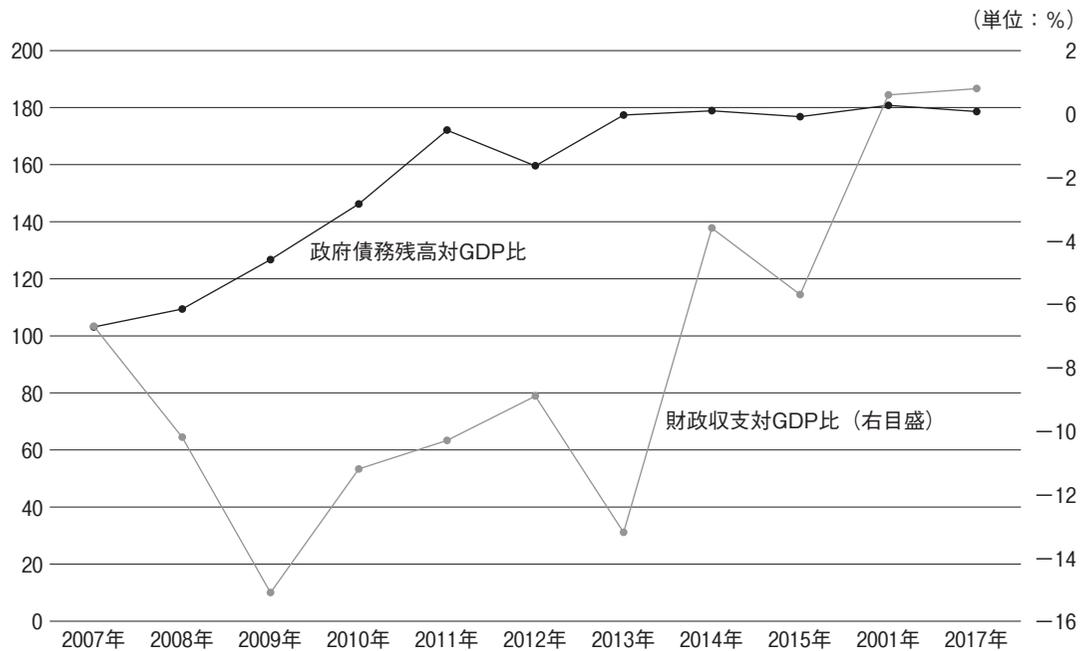
図表9 ユーロ周辺国とドイツなどの政府債務残高対GDP比



〔出所〕 Eurostat 資料より作成。

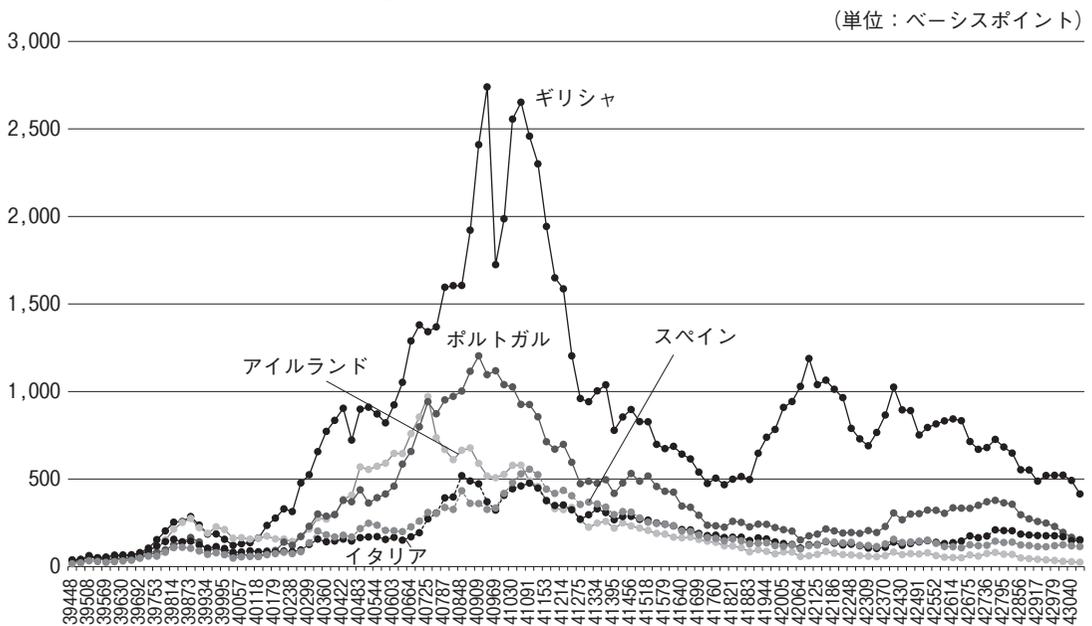
ユーロ危機の複合性

図表10 ギリシャの財政指標（政府債務残高と財政収支）



〔出所〕 Eurostat 資料より作成。

図表11 ユーロ域周辺諸国の対ドイツ国債利回りに対するスプレッドの推移



〔出所〕 ECB データベースより作成。

くにポルトガル、スペインの国債価格への波及・伝播が顕著であった(図表11)。たとえば2010年2月をはじめ、ポルトガル国債の入札は小規模であったにもかかわらずうまくいかず、この入札失敗が国債市場の懸念を増幅した。

以上のギリシャの国債利回りの上昇(国債価格の下落)とそのユーロ周辺国への伝播はその後、2010年末、2011年さらには2012年半ばまで3次にわたって規模を拡大させながら展開される。その背景¹⁷⁾には、ドイツやフランス、オランダなどユーロ中心国の銀行から周辺国への貸付や投資が信用リスクの発生を契機に回収を開始したことがある(図表12、図表13、図表14)。

ギリシャ政府は市場での国債発行が利払いの高騰から困難であると判断して、5月2日EUおよびIMFからの一括支援策を受け入れる。

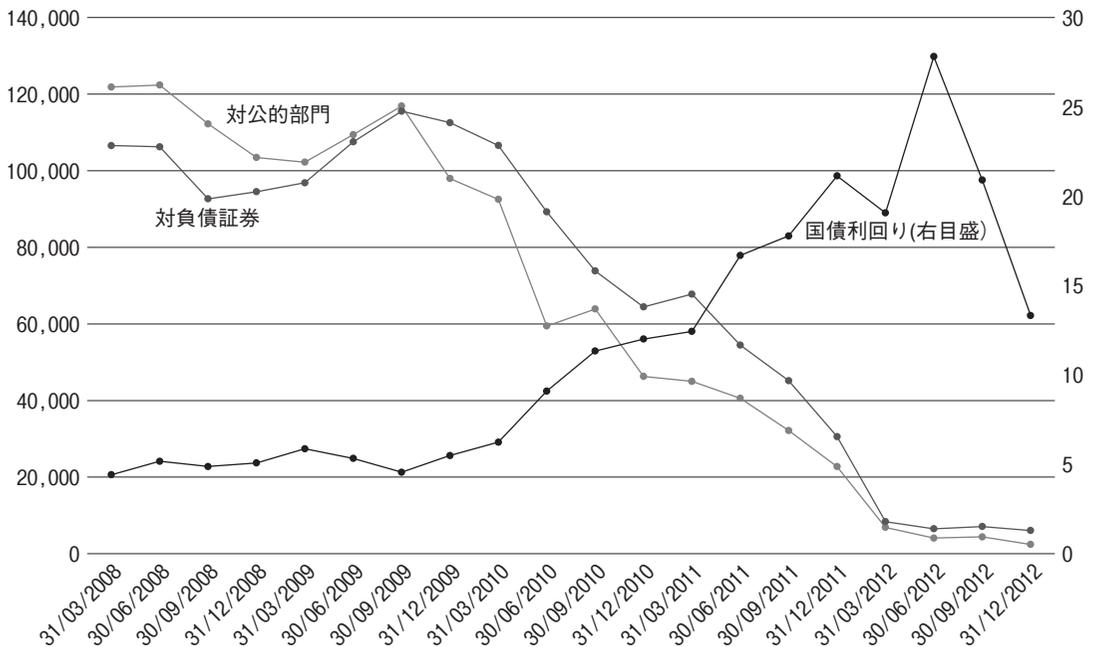
2. ソブリン債務危機と緊縮政策

2008年秋から2009年にかけて急速に深い景気後退(great repression)局面に入るがこの過程で、政府債務負担と経済成長の減速という二つの負の遺産を残した。これに対してユーロ域各国の政策担当者はジレンマに直面する。債務問題に対処するためには政府は増税と政府支出の削減すなわち緊縮(austerity)政策が必要とされるが一方で、緊縮政策は財サービスに対する需要を削減し、ひいては所得の減少、経済成長の一層の後退をもたらす可能性がある。

しかし、ユーロ域共通の緊縮政策への信念はマーストリヒト条約以来20年間以上にわたり繰り返された財政規律という徳目への誓約である。その衝動はドイツに由来するが、ドイツはすべてのユーロ加盟国の財政赤字が対GDP比

図表12 国際銀行の対ギリシャ債権(公的部門・負債証券)残高と国債利回り(期間10年)の推移

(単位: 億ユーロ, %)

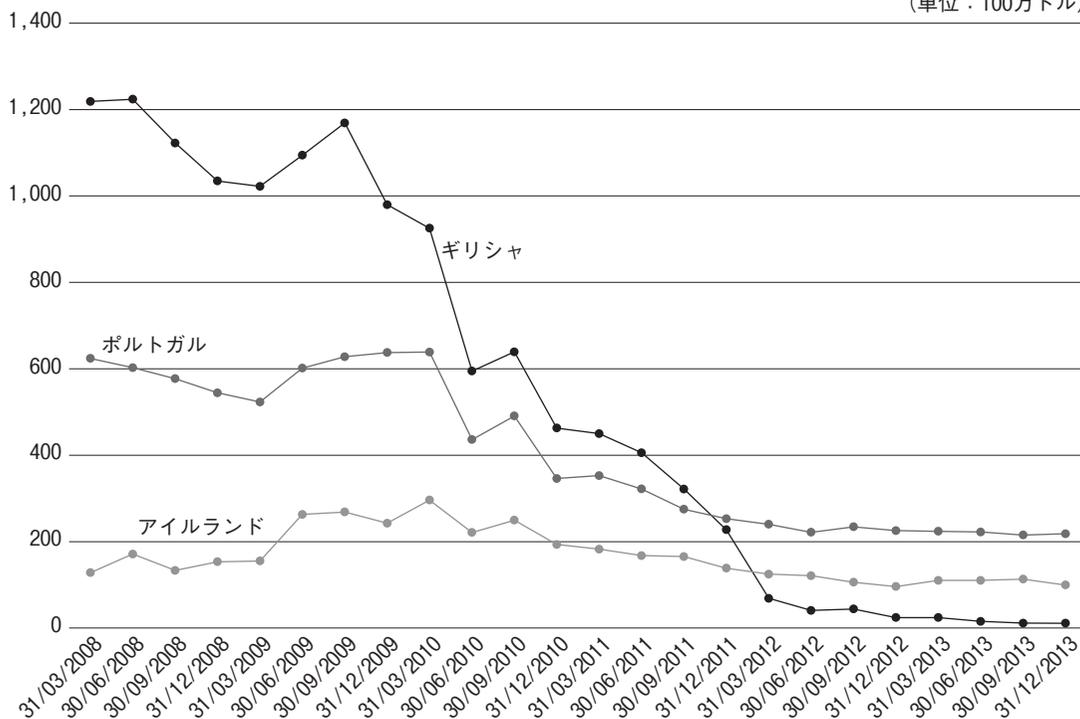


(出所) BIS, Eurostat 資料より作成。

ユーロ危機の複合性

図表13 国際銀行対ギリシャ・アイルランド・ポルトガル公的部門債権残高の推移

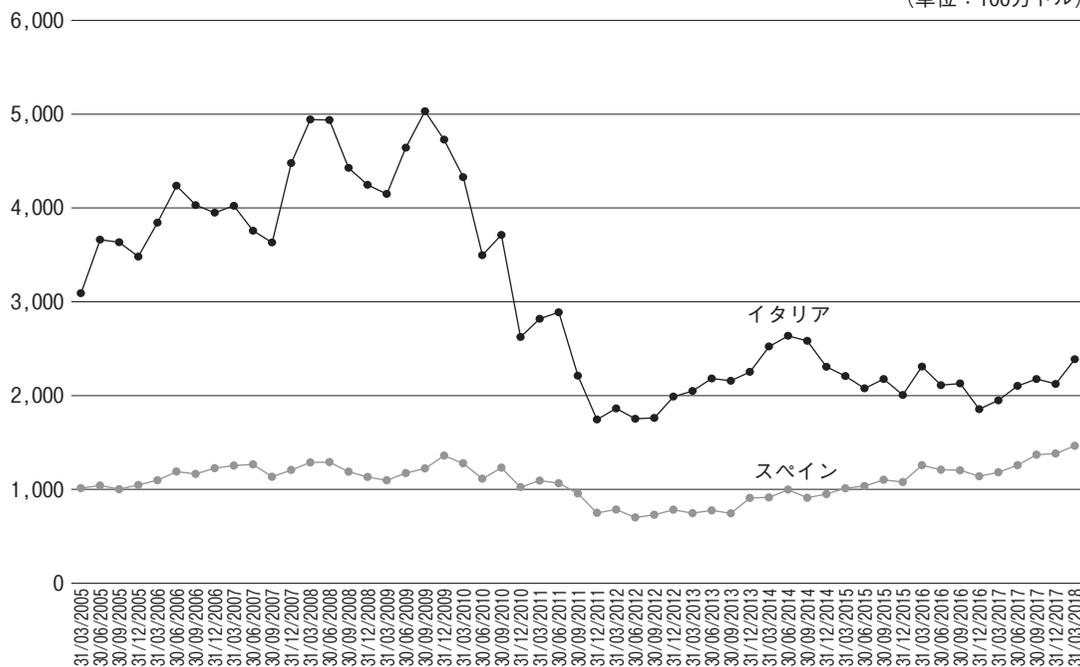
(単位：100万ドル)



[出所] BIS 資料より作成。

図表14 国際銀行の対イタリア、スペイン公的債権残高の推移

(単位：100万ドル)



[出所] BIS 資料より作成。

図表15 財政再建＝緊張政策の事前的影響 (2011－2013)

	2011			2012			2013		
	財政上の影響 (% of 2011 GDP)	内課税 による	内支出 による	財政上の影響 (% of 2011 GDP)	内課税 による	内支出 による	財政上の影響 (% of 2011 GDP)	内課税 による	内支出 による
オーストリア	-0.9	-0.4	-0.5	-0.4	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	-0.1
ベルギー	-0.7	0.0	-0.7	-1.2	-0.5	-0.7	-1.3	-0.4	-0.9
フィンランド	-0.3	-0.3	-0.1	-0.6	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
フランス	-1.4	-1.1	-0.3	-1.7	-1.1	-0.6	-1.7	-0.8	-0.8
ドイツ	-0.5	-0.2	-0.3	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.0
ギリシャ	-2.7	-1.2	-1.5	-5.1	-3.5	-1.6	-2.0	-0.9	-1.1
アイルランド	-3.4	-0.9	-2.5	-2.4	-1.0	-1.4	-2.1	0.7	-1.4
イタリア	-0.5	-0.3	-0.2	-3.0	-2.4	-0.6	-1.5	-0.6	-0.9
オランダ	-0.8	-0.3	-0.5	-0.6	-0.5	-0.1	-0.6	-0.5	-0.2
ポルトガル	-5.9	-2.7	-3.2	-2.1	0.0	-2.1	-1.9	-0.5	-1.4
スペイン	-2.5	-0.5	-2.0	-2.1	-0.4	-1.7	-1.4	-0.3	-1.1
英国	-2.1	-1.1	-1.0	-1.8	-0.2	-1.6	-1.0	0.0	-1.0

(注) 財政上の影響とは政策の変更の公表の結果として、事前的に予想される収入／支出対 GDP 比 (%) の変化と定義される。

[出所] Holland, D. and Portes, J. (2012), p. 8.

3%を超えないという条件のもとに単一通貨＝ユーロ導入に同意したのである。ドイツを含めて全加盟国は事態が逼迫した時にはいつでもこのルールを無視したが、財政緊縮の徳目はユーロ圏文化の不可欠な一環であり、ユーロ圏のアイデンティティの一部になっていた¹⁸⁾。

図表15は英国を含めて、ユーロ諸国への財政緊縮＝財政再建がマクロ的な需要への影響をみたものである。2011年の財政政策の変更 (⇒緊

図表16 財政再建＝緊縮政策の GDP 水準への影響 (単位: %)

	2011年	2012年	2013年
オーストリア	-1.0	-2.1	-2.9
ベルギー	-2.2	-4.3	-5.2
フィンランド	-0.9	-1.8	-2.2
フランス	-1.4	-2.9	-4.0
ドイツ	-1.0	-1.9	-2.2
ギリシャ	-4.6	-13.0	-13.2
アイルランド	-1.2	-3.1	-5.0
イタリア	-0.7	-2.6	-4.1
オランダ	-1.9	-3.3	-3.9
ポルトガル	-4.4	-7.8	-9.7
スペイン	-2.5	-5.3	-6.7
英国	-2.2	-4.3	-5.0
ユーロ域	-1.5	-3.1	-4.0

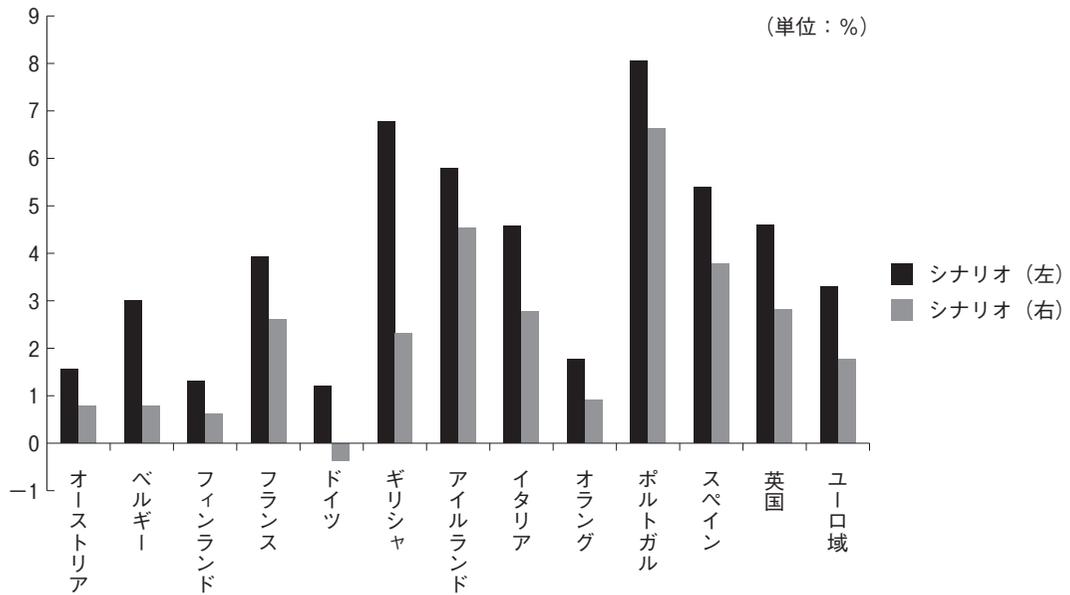
(注) このシミュレーションの前提は流動性の制約が大きくかつ金利調整の機能が毀損している現状を想定。

[出所] Holland, D. and Portes, J. (2012), Table5から作成。

縮財政) によって3年間にわたってマクロ的な需要の変化(対 GDP)を課税による(可処分)収入の変化と政府支出の変化に区分してみたものである。ほぼすべての国で緊縮政策＝財政再建への政策転換が確認できるが、いわゆるトロイカから金融支援を受けたギリシャ、ポルトガル、アイルランドへの緊縮政策の規模が大きいことがわかる。3年間にわたる累積的規模＝需要減はギリシャ、ポルトガルで対 GDP 比約10%、アイルランドで同比8%となっている。図表16はこれらの緊縮政策が GDP への影響を推定したものである。その際には、政策金利がほぼ0%で推移し金融システムの毀損からの流動性の制約がみられる現実的な想定を介している。ギリシャでは2012年、13年と2年連続で GDP はマイナス13%となっている。つづいてマイナス成長の程度が大きいのはポルトガル、スペインなど南欧周辺国となっている。

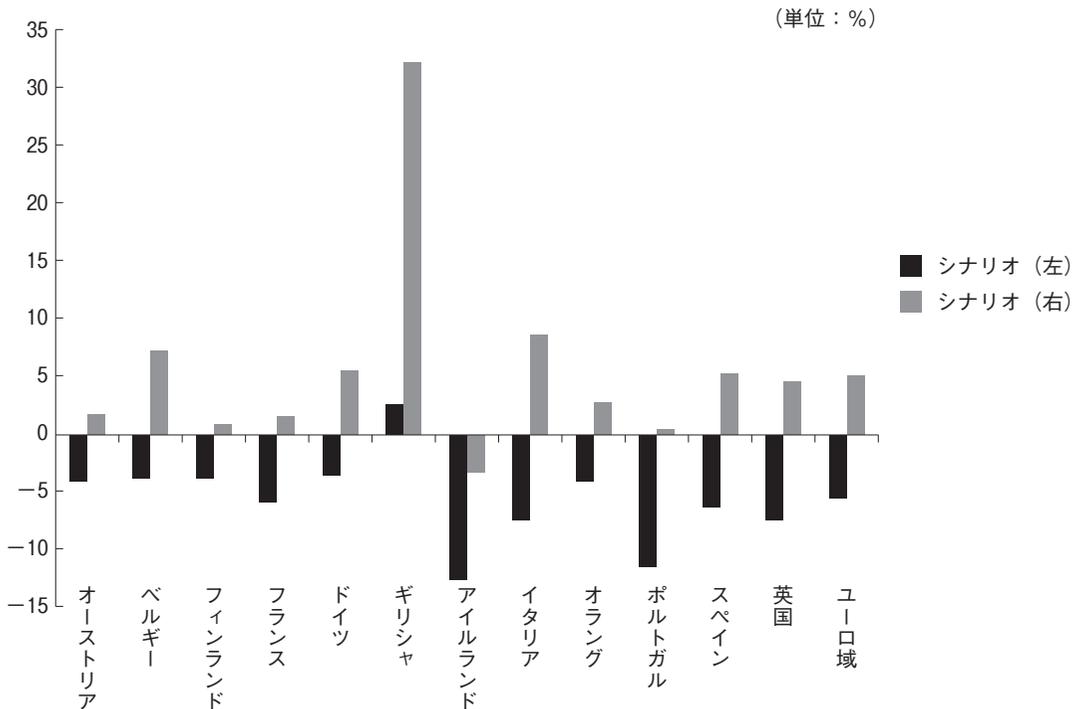
図表17と図表18はそれぞれ、緊縮政策が財政収支と政府債務残高(対 GDP)への影響(2013年)を推定したものである。ほとんどの国で財政収支の改善がみられる一方で、上述した流動

図表17 財政再建の財政収支へのインパクト



(注) シナリオ1とはほぼ均衡している経済
シナリオ2は流動性の制約が厳しく金利調整が損なわれている経済
〔出所〕 Holland, O. and Poutes, J. (2012)

図表18 財政再建の政府債務残高対 GDP 比率への影響



(注) シナリオ1, シナリオ2に関しては図表17の注参照。
〔出所〕 Holland, O. and Poutes, J. (2012)

性の制約や金利引き下げ余地が閉ざされている場合には財政収支の改善はその制約がない場合に比べて有意に低い。たとえば、ギリシャの場合、事前の財政再建プログラムが対 GDP 比 10%にも達するギリシャの場合では2013年までにわずか2%の財政収支の改善しかみられない。他方ではこのプログラムの導入によって生産の水準は13%までの減少が予想される。

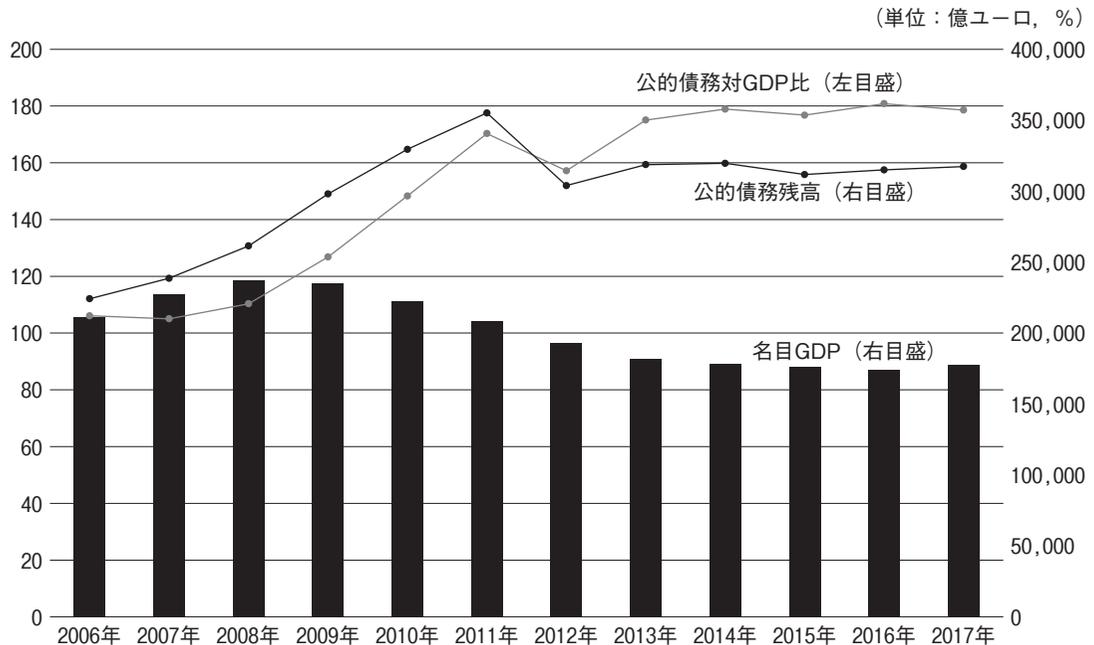
いっそう印象的なのは、上述の制約と同じものが課されている場合、財政再建計画はアイルランドを除くすべての国で対 GDP 政府債務残高比率をむしろ上昇させる。この見かけ上、意に反したこの結果は、この比率の分子の債務残高が比較的緩慢にしか低下しないのに対して分母の GDP の水準が急速に減少するからである。ギリシャに関してやや長期にみたものが図表19である。

3. ソブリン債務危機から銀行危機への影響と相互作用

銀行危機がソブリン危機を導くのは、アイルランドにみられたように破綻銀行の救済、国有化などによる財政赤字、政府債務の累積、国債利回りの上昇（国債価格の下落）の経路であった。しかしいったんソブリン危機が勃発すると、今度は反作用して銀行危機を引き起こす、すなわちソブリン危機と銀行危機は相互（悪）循環的となった。

ソブリン債務危機が銀行部門への与える影響は銀行の資金調達（funding）を介してである¹⁹⁾。ここでは一般的に述べれば、まず第1に、銀行の保有する（内・外）国債の価格下落は銀行のバランスシートを劣化させ、資金調達をより困難に、かつコスト高にする。第2は政府の信用力の悪化はホールセール市場（私的レ

図表19 ギリシャ公的債務残高対 GDP



〔出所〕 Eurostat, Hellenic Statistical Authority 資料より作成。

ユーロ危機の複合性

ポ市場など)や中央銀行からの資金調達にさいして利用可能な担保価値の減少をもたらす。第3に、政府の信用力の格下げが国内銀行の格下げに直結する。第4に政府の信用力の低下は銀行が政府からの明示的・暗黙裡の保証による利益を喪失させる。これらはいずれも関連する要因であるが、国際金融市場においてその影響が発現する点が指摘できる。政府の信用力低下は国際的銀行による当該国の国債保有によって直接的に、また国際インターバンク市場や国債市場間の伝播によって間接的に波及していく。

以下ではギリシャ危機に焦点を当てこの点をみてみよう。

(図表20)はギリシャの銀行の負債残高構成の推移だが、変動の激しい、また信用リスク=ソブリン債務リスクに敏感な銀行間負債≒預金はギリシャの政府債務危機が明らかになった2009年末以降2012年末にかけて、急速に減少している。MMFsを除く対銀行負債は905億ユーロから3年間で538億ユーロ、41%減少して、309億ユーロとなった。なかでも最大の比重を占めていた「その他ユーロ域銀行」からの債務は同時期に473億ユーロから60%減少して191億

ユーロになった。対銀行債務のなかで最大の減少率である。その後2013年、2014年と漸増するが、2015年には前年比43%減の67億ユーロまでになった。この背景には2015年前半以降、ギリシャに対する第3次金融支援をめぐる緊張(デフォルトやギリシャのユーロ離脱(いわゆるGrexit)などの懸念)があったと思われる。これらインターバンク預金のうち、国内からのものを除く海外からのものは、海外の銀行から流入していた預金がいまや回収に回っており、しかもユーロ建て預金が他のユーロ諸国に流出する場合は、後にみるように、中央銀行の当座預金(準備預金を含む)の流出=減少をもたらすのである。次に非銀行(企業、家計部門)預金をみると、こちらも2009年末の2,420億ユーロから2012年6月まで持続的に減少がつづき、872億ユーロ、36%減の1,586億ユーロまでになった。その後2年半はやや回復するが2015年には再び前年比23%減少した。インターバンク預金にしる、非銀行預金にしる2009年から2012年半ばまでおよび2015年の2波にわたって預金流出に襲われている。強烈的な流動性危機が進行したのである。これに対して銀行は中央銀行か

図表20 ギリシャの銀行等¹⁾のバランスシート(負債) (単位:億ユーロ)

年末	2009年12月	2010年6月	2010年12月	2011年6月	2011年12月	2012年6月	2012年12月	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
(1) ギリシャ中銀に対する負債	497	943	978	1,164	1,289	1,358	1,212	730	560	1,076	666	337
(2) 銀行など(その他のMFIs)に対する負債	915	758	663	651	445	372	317	379	398	114	244	178
銀行 ²⁾	905	752	653	643	439	367	309	375	392	113	243	177
国内	119	84	63	58	22	12	10	26	7	2	5	2
その他ユーロ地域	473	394	329	372	265	248	191	123	118	67	102	65
その他諸国	313	274	262	214	153	107	108	226	267	44	136	110
MMFs	11	6	10	8	6	6	8	4	6	1	1	1
(3) 非銀行部門からの預金、レボ	2,795	2,949	2,802	2,494	2,323	2,057	2,189	2,128	2,079	1,578	1,575	1,525
国内	2,455	2,288	2,229	1,973	1,828	1,586	1,733	1,770	1,732	1,338	1,321	1,378
中央政府	35	74	90	39	41	38	71	75	71	57	59	64
その他	2,420	2,214	2,139	1,934	1,787	1,548	1,662	1,695	1,661	1,281	1,262	1,315
その他のユーロ地域	18	19	17	16	14	14	17	14	14	14	17	15
その他諸国	322	256	226	201	180	161	161	120	120	51	64	50
(4) その他 ³⁾	718	797	707	716	712	704	704	837	941	1,091	1,033	975
負債合計	4,926	5,447	5,150	5,025	4,769	4,376	4,422	4,074	3,978	3,860	3,518	3,014

(注) 1) ギリシャ中央銀行を除く MFIs

2) Credit Institutions

3) 原表の(4)-(9)欄の計

[出所] Bank of Greece, Aggregate Balance Sheets of Monetary Financial Institutions より。

らの借入れによって流動性不足を埋めようとした。預金の減少にはほぼ対応するかたちで、対中央銀行負債残高は2009年の497億ユーロから2012年6月まで861億ユーロ増加して1358億ユーロとなっている。しかし預金の減少を完全に補完できたわけではない。

一方、資産側をみよう(図表21)。まず資産全体が2009年以降、半年後にやや増加したのち、2012年半ばまで減少をつづけようやく2012年末に漸増するが、その後は再び2017年まで減少をつづけた。この間のピーク2010年半ばと比較して56%まで縮小した。

次に、資産サイドのインターバンク市場をみると、2009年以降2010年半ばにわずかに増加した後は中断することなく2017年まで減少した。これは負債側の資金調達流動性が逼迫するな

かで、資産側の市場流動性を回収しているのである。なかでも減少の程度が激しいのはその他ユーロ域資産(預金)である。二つの点で興味深い点が指摘できる。一つは、負債サイドの銀行間預金額と比較すると当初は当該資産が負債額を上回り、ネットでは資産超だったが、2012年をさかいに負債超に転じたことである。二つ目は、ユーロ域以外の海外の銀行への銀行間資産(預金)残高の減少よりもユーロ域の銀行へのそのの方が減少の程度が著しい点である。これはユーロ域内の銀行の信用リスクがその他の海外の信用リスクを上回ったためであろう。いずれにせよ資産・負債サイドのインターバンク市場、とくにユーロ域内の銀行間市場はユーロ危機勃発以降、激しい収縮をつづけた。これはユーロ域内の銀行の信用リスクが伝播している

図表21 ギリシャの銀行等¹⁾のバランス・シート(資産) (単位:億ユーロ)

	2009年末	2010年6月	2010年12月	2011年6月	2011年12月	2012年6月	2012年12月	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
(1) 現金	25	22	21	22	24	24	25	20	19	17	18	18
(2) ギリシャ中銀に対する資産	82	101	106	108	51	35	31	40	35	17	9	20
(3) 銀行など(その他のMFIs)に対する資産	1,122	1,164	889	836	687	490	483	330	280	245	175	147
国内	129	90	72	65	28	18	18	30	12	3	6	3
その他ユーロ地域	619	604	456	457	373	222	228	105	65	50	34	33
その他諸国	374	470	361	313	286	250	237	195	204	191	134	111
(4) 非銀行部門に対する資産	2,141	2,809	2,806	2,714	2,674	2,527	2,420	2,317	2,273	2,183	2,065	1,937
国内	2,011	2,739	2,740	2,650	2,610	2,465	2,368	2,266	2,228	2,137	2,021	1,903
一般政府	120	158	182	133	142	80	97	91	112	98	74	69
その他	1,891	2,581	2,558	2,516	2,468	2,385	2,271	2,175	2,116	2,039	1,947	1,834
その他ユーロ地域	16	18	21	24	23	23	21	22	21	23	21	16
その他諸国	114	52	44	40	41	39	31	30	24	23	23	19
(5) 証券 ²⁾	960	782	753	751	718	664	796	731	709	735	629	284
国内	526	429	459	496	458	196	189	128	124	140	117	123
中央政府	336	417	448	491	450	188	186	127	124	139	117	121
その他ユーロ地域	70	57	49	39	36	218	365	389	388	440	328	79
その他諸国	364	296	245	211	224	250	243	214	198	156	184	82
株式等 ³⁾	190	187	194	199	203	184	189	176	154	141	93	87
国内	69	70	73	73	69	60	66	58	50	55	42	41
その他	121	117	121	127	135	124	123	118	104	87	51	46
その他資産 ⁴⁾	406	353	380	353	412	410	477	459	508	522	530	521
総資産	4,926	5,377	5,150	5,009	4,769	4,384	4,422	4,074	3,978	3,860	3,518	3,014
(参考) 不良債権比率	9.5	11.6	14.1	17.6	21.5	27.7	31.3	39.5	43.5	48.1	48.5	47.2
消費者ローン	15.6	21.0	26.7	32.1	38.1	46.0	50.8	55.8	57.8	63.0	62.4	57.8
住宅ローン	9.1	11.6	14.2	17.3	21.2	26.1	27.6	34.4	35.6	41.0	41.5	43.5
ビジネスローン	8.3	9.6	11.5	14.9	18.7	25.0	29.3	39.0	45.0	49.0	49.7	47.3

(注) 1) ギリシャ中央銀行を除く MFIs。

2) 株式、ダイバティブを除く。

3) MMFs を除く。

4) 原表の(6)(8)~(11)欄の計。

(出所) Bank of Greece, Aggregate Balance Sheets of Monetary Financial Institution より。

ユーロ危機の複合性

姿とってよい。図表22は銀行間市場の信用リスクを表すといわれるEURIBOR/EONIA Swap スプレッドの推移を米ドル・LIBOR/OIS スプレッドとともに示したものである。まず両スプレッドとも2007年8月頃（パリバ・ショック）以降、上昇に転じているが、当初はドル建てのスプレッドの方がユーロ建てのスプレッドを上回っていた。とくに2008年9月のリーマンショック以降はその較差は拡大した。いわゆる「ドル不足」の発生時の現象である。しかし、2009年後半からはユーロ建てスプレッドの方がドル建てのそれを上回り、かつ前者は2011年から2012年にかけて再度のピークを記録した。ギリシャの銀行とユーロ域銀行との間のインターバンク市場が収縮していることに対応している²⁰⁾。

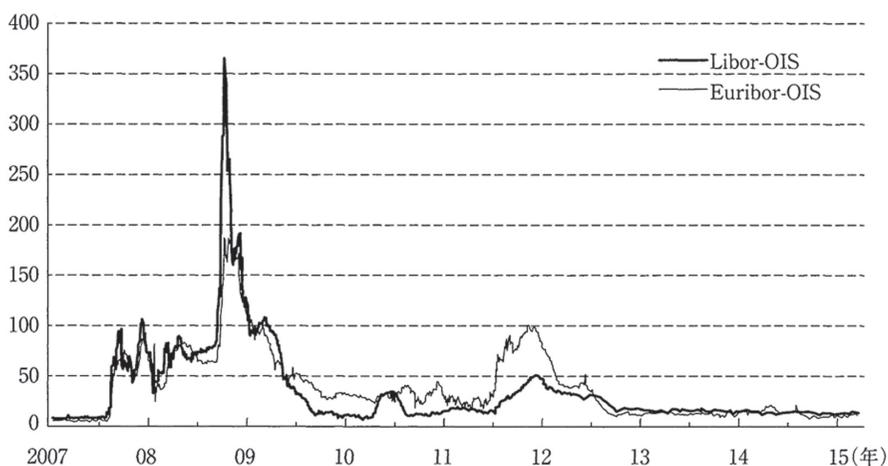
次に、銀行の信用業務の中核である「非銀行部門に対する資産」項目をみると、ユーロ域、その他海外地域への貸出はネグジブルであり、あくまでも中心は国内の「その他」、すな

わち国内企業、個人部門向けが中心である。危機勃発後から半年間で貸出残高26%を増加させ2,581億ユーロに乗せた後は漸減がつづき2017年には2009年の残高を下回った。したがって、ネットでいえば回収超になっており、信用創造は行われおらず、クレジットクランチが続いたと考えられる。ちなみに、(図表21)の参考欄に示したギリシャの銀行の不良債権比率は2009年以降、増加をつづけその他の金融危機を示す指標が減速する2012年以降も急増して、2016年には48.5%と驚異的な水準になっている。なかでも消費ローンの不良債権比率はさらに高い60%台となっている。

さらに銀行の証券投資なかでも国債投資の推移をみよう。ここでは貸付その他と異なって、特徴的な動きがみられる。国債投資残高は2009年には336億ユーロだったものが2011年まで漸増をつづけ、年末には450億ユーロに達した。しかしその後2012年半ばには大幅に（マイナス267億ユーロ）減少させ、その後は漸減で推移

図表22 インターバンク市場の信用リスク（ユーロとドル）

(単位：ベースポイント)



(注) Overnight Index Swap (OIS) とのスプレッド。

[出所] 新形 (2016) 59ページ, 図表4-2。

原資料: Bloomberg

している。ギリシャの銀行はおそらく2009年から2011年までは海外、特にユーロ域の投資家（銀行）による国債売却の「受け皿」になったのであろう。その際には国債を担保にして中央銀行からの借入れを行ったであろう。その後は減少が続くが、これはOMT（短・中期国債買い切りオペー2012年9月導入）などの金融政策によってユーロシステムによる国債購入に支えられた側面がある。

次に、ギリシャ中央銀行のバランスシート資産側をみてみよう（図表23）。

ユーロ域の中央銀行のバランスシートを検討することは、とりまなおさずユーロ域の金融政策を検討することである。なぜならば、ユーロ域の各国中央銀行は、原則として、ECB（European Central Bank：欧州中央銀行）の政策理事会の決定に従ってオペの実施を執行しているにすぎないからである。ギリシャ中央銀行の資産規模の推移をみると、2011年までにユーロ危機以前の2007年から約4倍の1,684億ユーロに膨張し、2012年もほぼ変わらない規模で推移したあと、2年間は減少したが2015年には再度ほぼ2011年の規模に急増し、その後は漸減してい

る。まず金融調整のための貸出はギリシャ危機直後の2010年に前年のほぼ2倍の977億ユーロに達した。内訳はおもに主要リファイナンス・オペ（151億ユーロ）と長期リファイナンス・オペ（609億ユーロ）である。その後、通常の金融調整のための貸出は危機が進行する2011年にはむしろ漸減し、それ以降も2011年の規模に戻ることはなかった。一方、注目されるのは「金融機関向けその他債権」である。2011年に一挙に520億ユーロが供給され2012年には2倍化しその後2年間は急減するが2015年には再び690億ユーロとなった。

2009年までのバランスシートに登場しなかった「金融機関向けその他貸出」とはELA（Emergency Liquidity Assistance：緊急流動性支援）による貸出である。ELAとは①ECB政策委員会がオペとは別に、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流動性不足に陥ってはいるものの超過債務ではない金融機関に対する、⑥システミック・リスクに対応するための、⑦ECB理事会における3分の2以上の賛成による承認を必要とする、

図表23 ギリシャ中央銀行のバランスシート（資産）（単位：億ユーロ）

年末	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
外貨準備	31	32	47	60	68	60	52	63	67	78	77
外貨貸出	7	25	3	3	10	3	3	6	6	2	3
金融調整（貸出）	87	384	497	977	762	193	632	560	386	230	121
金融機関向けその他債権	0	0	0	0	520	1,019	98	0	690	437	217
証券	170	145	207	238	211	208	214	311	400	572	739
金融政策目的	-	-	7	49	78	70	61	58	207	425	606
その他証券	-	-	200	190	134	138	153	253	191	147	133
対政府債権	82	78	73	69	67	62	57	52	48	63	57
対ユーロシステム債権	14	15	16	16	16	18	17	18	18	19	19
ECB持分	4	4	4	5	5	5	5	6	6	6	6
ECBへの外貨移転債権	10	10	11	11	11	11	11	12	12	12	12
その他資産	35	30	23	23	30	35	22	22	20	23	21
総資産	426	709	866	1,386	1,684	1,598	1,095	1,032	1,635	1,424	1,254

〔出所〕 Annual Report of the Bank of Greece 各号より作成。

ユーロ危機の複合性

貸付のことである。とくに重要な点は通常の「金融調節の（貸出）」から発生する損失の負担のケースとは異なり、ELA の場合には、当該国の債務保証を要すること、また万一 ELA に貸倒れ（損失）が発生した場合にはユーロシステム（ユーロ域の他の中央銀行）はその負担を負わない²¹⁾。

以上の金融政策にともなう、また ELA などの正規の金融政策を伴わない中央銀行の信用供与は民間銀行の負債側の「ギリシャ中銀に対する負債」に対応している。

次に、中央銀行の負債項目をみよう（図表 24）。まず銀行券²²⁾であるが、2007年以降、一見、順調に増加しているように見える。たしかに GDP が成長している経済では銀行券の発行はそれに伴って増加する（=いわゆる成長通貨）のであるが、ギリシャ経済は2008年以降マイナス成長が6年間つづき、とくに2010年から2011年、2012年にかけて成長率（%）は-5.5、-9.1、-4.0となっている。しかも市中銀行の預金額も2010年半ばから2017年まで漸減をつづけていることを考えると銀行券の発行増は前向きなものではなく、預金の取り付け、現金の退職、さらには資本逃避（capital flight）の性格を有する「後ろ向き」のものが含まれると思われる。つぎに準備預金と当座預金はやや違った

動きを示すが、前者は2010年にピークの105億になったのち2011年には一挙に半減し、その後2016年まで漸減している。後者、当座預金は2007年以降2013年まで漸減したままである。両預金は機能がやや異なるがいずれも中央銀行が金融政策を実行するさいに創造した「自己宛債務」=中央銀行預金（通貨）が中心で、いわゆるベースマネーの中核である。金融政策にともなう信用供与は資産側に「金融調整（貸出）」、ELA などの「金融機関向けその他債権」「金融政策目的の証券」が記帳され、それに対して負債側でそれに対応して中央銀行預金（準備預金、当座預金）が創造される。中央銀行レベルでの信用（貨幣）創造である。したがって、当初はこれらの金額は一致するはずである。現実にはこれは大きく乖離してそれを埋めている最大の負債項目が ECB、ユーロシステムに対する負債、なかでも TARGET2 債務である。TARGET2、TARGET2 バランスに関しては後に詳述するが、ここで要約的に述べれば、ギリシャ国内からその他ユーロ諸国へのユーロ建て資金の流出がその他ユーロ諸国からギリシャへの流入を上回った場合、その差額だけのギリシャ中央銀行預金（貨幣）が流出して減少する。そしてそのネットの差額は ECB、ユーロシステムへの債務である TARGET 債務を形成

図表24 ギリシャ中央銀行のバランスシート（負債）（単位：億ユーロ）

年末	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
銀行券	163	183	209	218	230	236	246	272	288	299	311
準備預金（定期などを含む）	71	78	80	105	47	22	20	31	14	9	20
当座預金	66	49	46	33	25	17	7	29	13	9	20
政府預金	12	15	13	8	38	57	35	69	37	83	111
対ユーロシステム債務	132	378	491	951	1,232	1,128	620	545	1,140	856	642
銀行券調整	24	25	1	79	184	145	108	52	196	133	48
TARGET2債務	108	353	490	871	1,048	984	511	493	944	723	594
その他	48	55	73	104	137	155	174	115	156	177	170
総負債	426	709	866	1,386	1,684	1,598	1,095	1,032	1,635	1,424	1,254

〔出所〕 Annual Report of the Bank of Greece 各号より作成。

し、上の事情が続けば残高として積み上っていく。いま、TARGET2債務の残高の推移を確認すると2007年に108億ユーロだったものが、その後急増し、2011年には1,048億ユーロに達し、その後漸減したのち、2015年には再び944億ユーロと急増している²³⁾。

IV. TARGET バランスの形成とユーロシステム

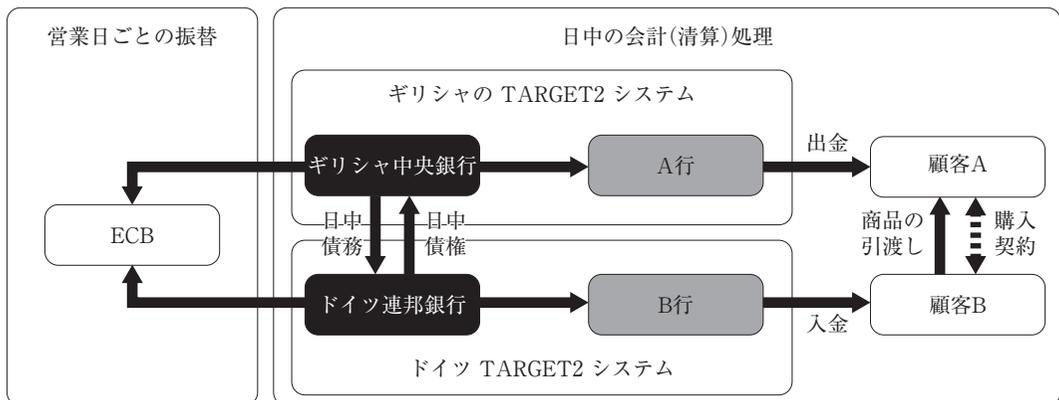
1. TARGET システムと TARGET バランス

TARGET バランスの前提となる TARGET 決済システムはユーロ導入の1999年1月に活動を開始したが、2008年5月に第二世代の TARGET2 に引き継がれた。TARGET2 は RTGS (即時グロス決済システム) が組み込まれて新たな改良も加えられたが、基本的な目的は変わらず、ユーロ各国の中央銀行とその上位に位置する ECB (欧州中央銀行) から構成されるユーロシステムの金融政策のニーズを充足し、そのためにも、とくにユーロ域のクロス

ボーダーの支払い・決済の効率的・安定的機能を提供することである²⁴⁾。TARGET2 システム (以下 TARGET と略す) は民間銀行、ユーロ各国中央銀行 (NCB) および、中央銀行の「銀行」たる ECB の三層からなっている。TARGET にアクセスするためには民間銀行は各中央銀行に口座を開設し、さらに各 NCB は ECB に口座を開設する必要がある。

さて、TARGET2 バランス (以下 TARGET バランスと略す) であるが、それを抽象的に定義すれば、「TARGET システムを介して、中央銀行の準備 (預金) をつかってクロスボーダーの支払いから生じるユーロシステム間のネットの債権・債務である。²⁵⁾」模式図を使って TARGET バランスの形成を説明しよう (図表25)。ギリシャの銀行に預金口座をもつ顧客 a がドイツの企業 b から商品を購入し、その支払いを TARGET を使って行う。a は取引銀行 A に預金での支払いを指示し、預金口座から支払い金額が引き落とされ、それに対応して A 行はギリシャ中銀の自行口座から同額を引き落とし、同時に B 行のドイツ中銀 (ドイツ連銀) に保有する預け金口座に入金し、B 行は顧客 b の

図表25 TARGET バランス 2 の形成



〔出所〕 Deutsche Bundesbank, *Monthly Report December 2017*, p.25より作成。

預金口座に入金する。この時点で、顧客 ab 間の債権・債務は決済され、また A 行と B 行間の債権債務も決済されている。しかしギリシャ中銀がドイツ連銀に負う債務は決済されておらず残存する。しかし両中央銀行間の債権債務は営業日ごとに ECB の対ギリシャ中銀債権、対ドイツ連銀債務に振り替えられる。言い換えれば、ギリシャ中銀は TARGET バランス債務を、ドイツ連銀は TARGET 債権を持つことになる。その際、ECB は中央清算機関 (central counterparty) として機能していることにもなる。ユーロ域内の中央銀行間のバイラテラル (2 国間) の債権債務は参加国中銀数が n 行とすると $n(n-1)$ 個 (2017 年 現在 で $17 \times 16 = 272$) にもなるが、それが ECB 対参加国中央銀行数の債権ないし債務に集約されるのである。

上の例では、ドイツからギリシャへの輸出に伴うギリシャからドイツへの支払を想定し、その際にはギリシャ中央銀行の TARGET 債務の形成を確認した。しかし逆の支払いの方向はもちろんあるわけで、その際、財やサービスの (ドイツからみての) 輸入だけではなく貸付や投資などの金融取引も考えられる。金融取引の場合には、新規の貸付、投資だけでなく返済や償還や売却によってクロスボーダーの支払いが発生する。先の例に戻ると、ギリシャからドイツへの支払の場合はギリシャにとっては TARGET 債務、ドイツにとっては TARGET 債権が形成された。反対に、ドイツからギリシャへの支払いが発生するのはドイツの銀行がギリシャの銀行へ貸付をおこない、その支払いが TARGET を使って実施される。その場合には、ギリシャ中銀に TARGET 債権が、ドイツ連銀には TARGET 債務が形成される。ドイツ

からギリシャへの商品の輸出に伴う支払金額とドイツからのギリシャへの貸付金額が同額であれば、その他の決済が一切ないと仮定すると、TARGET バランスは相殺されて 0 になる。ユーロ導入の 1999 年から 2006 年頃まではユーロ域内の TARGET バランスはほぼ 0 ないしきわめて少ない残高の範囲で変動していた、すなわちほぼ均衡していたのである (図表 26 参照)。

2. TARGET バランスの拡大とその背景 因

ユーロ導入から続いていた TARGET バランスの均衡化の状態は言い換えれば、ユーロ域内の金融市場の統合が極限までに進行していたことである。とくに各国の銀行システムにおいてクロスボーダーのインターバンク市場での資金調達が高度に発展していたのである。したがって、一国全体で見れば、銀行は支払いの流出を流入する資金調達で相殺できたのであり、銀行システムのクロスボーダーの支払いは全体としては均衡化していた。しかし、いったん金融危機が勃発すると、端的にはカンターパーティー (取引相手) に対する信用リスクを懸念して、インターバンク市場やその他の短期金融市場での資金調達が麻痺する。

その際、クロスボーダーのインターバンク市場での新規の資金調達が不可能になるだけでなく、過去の借入の返済や負債証券の償還の必要性が高まると、危機国の銀行システムは支払いの流出を流入でまかなうどころか、過去の負債の返済のための支払いの流出が追加される。さらに加えて、金融危機が深刻になれば、銀行預金は資本逃避として他のユーロ諸国に移転する可能性がある。これらの結果 TARGET バランスの債務額が増加する。一方、危機国の銀行に

貸出していた国の銀行システムは新規の貸付をせず、さらに過去の貸付の回収を行って TARGET によるネットの支払いが流入超になり、TARGET バランス債権が増加する。各中央銀行の中央銀行預金（準備預金を含む—以下同じ）は TARGET バランスの債務超側の銀行の中央銀行預金は減少し、反対に TARGET バランスの債権超側の銀行システムの中央銀行預金は増加している。

ネットで資金＝中央銀行預金の流出に見舞われた銀行システムは、市場での資金調達が必要な状況下では中央銀行からの資金調達（借入）に頼らざるを得ない。これに対してユーロシステムはカウンターパート（相手銀行）のソルベンシー（支払い可能性）を考慮しながら貸付ないし証券買取りオペなどの金融政策で資金＝中央銀行預金を供給する。

金融政策オペによって中央銀行の資産側に生じる民間銀行向けの債権はその償還期まで中央銀行のバランスシートに残存する。しかし、債務側に創造された準備預金は TARGET を使ったクロスボーダー向け支払いによって他のユーロ諸国の中央銀行に流出する。ある中央銀行に保有されている中央銀行預金はその中央銀行によって創造された中銀預金額と一致しない場合には、中央銀行の資産額と負債額を一致させるための調整項目が必要とされる。そしてこの調整項目が TARGET バランスである²⁶⁾。すなわち、中央銀行の負債側の中央銀行預金をはじめに創造した中銀預金を下回った場合には TARGET バランスの債務が記帳され、他方、バランスシートの負債側の中銀預金が当初、創造された中銀預金額を上回った中央銀行には TARGET バランスの債権（資産）が記帳される。かくして、中央銀行の信用オペ自体は

TARGET バランスには直接的には影響を与えないがそれによって創造された中銀預金が借り手銀行によってクロスボーダーでの支払に利用される場合には、TARGET バランスに影響を与える。たとえば、ある銀行が他のユーロ国の銀行に TARGET を使って支払いを行った場合には、送金側銀行の中央銀行は同銀行の中銀預け金を引き落とし、一方、受取銀行の中央銀行は受取銀行の預け金勘定に入金する。二つの銀行はそれぞれの資産と負債を均衡させるためにクロスボーダーでの支払いの結果、両方の中央銀行の TARGET バランス残高は変化させることになる。当初、送金側の中央銀行が TARGET バランス債務を有しており、対して受取側の中央銀行が TARGET バランスの債権を持っていたとするとクロスボーダーでの支払いの結果、送金側の中央銀行の TARGET バランスの負債額は増加し、受取側の中央銀行の TARGET バランスの債権は増加する（図表26）。

金融危機、そしてソブリン債務危機が進行するなかで、銀行間預金や顧客預金が他のユーロ諸国に流出がつづくギリシャなどの周辺国の銀行システムは資金が不足して最後には ECB、ユーロシステムに頼らざるを得ない。これに対して、通常の金融政策（主要リファイナンス・オペ、長期リファイナンス・オペ）の他にカバード・ボンドや証券市場プログラム（SMP）などの証券買い切りオペさらには既述した各中央銀行独自の ELA（緊急流動性支援）などによって流動性＝中央銀行預金が供給される。同預金が他のユーロ諸国に流出する場合には債務の TARGET バランスが増加する。他方、比較的、安定的なユーロ諸国の銀行システムには TARGET システムを介して資金が流入して資金が過剰になり、中央銀行レベルでは必要準備

図表26 各中央銀行の TARGET バランス

TARGET バランス債務を保有する中央銀行		TARGET バランス債権を保有する中央銀行		TARGET バランスを保有しない中央銀行	
資産	負債	資産	負債	資産	負債
貸付	銀行券	貸付	銀行券	貸付	銀行券
	預金		TARGET2 貸付債権		
その他 (金融資産を含む)	TARGET2 債務	その他 (金融資産を含む)	その他	その他 (金融資産を含む)	預金
	その他				その他

〔出所〕 ECB, *Monthly Bulletin*, October 2011, p.38より。

を超える当座預金が積みあがり、預金ファシリテイや流動性吸収オペによって資金吸収が試みられる。そのようなユーロ諸国の中央銀行には債権の TARGET バランスが増加する。危機のなかで、ユーロ域は資金が不足する諸国と資金が過剰になる諸国に分極化していった（図表27、図表28）。

3. 金融危機の連鎖と TARGET バランスの展開²⁷⁾

TARGET バランスの不均衡の開始は固有のユーロ危機の開始（2010年春以降）とは一致しない（図表29）。最初の局面は2007年8月、世界金融危機の前兆ともいべきいわゆるパリバ・ショック後、インターバンクの短期金融市場（マネーマーケット）が逼迫した時であり、とくにユーロ域の大国の TARGET バランスが拡大した。第二の局面はリーマンショック後の2008年10月以降である。アイルランドやギリシャなどの小国が、ユーロシステムから信用供与を享受しながら全般的な TARGET バランスの不均衡に寄与することになる。ソブリン債務危機が勃発する2010年春以降が第3の局面である。政府の債務危機に陥ったギリシャ、アイルランド、ポルトガル、そしてその伝播を受けるスペインが新規で顕著な TARGET バランスの

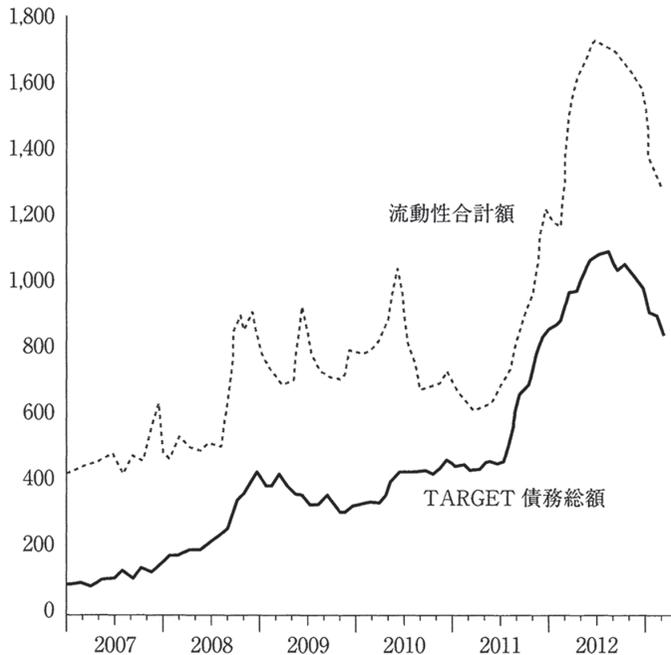
不均衡（債務）を示す。一方、イタリアは TARGET バランスの債権超が消滅する。同時に、ドイツ、オランダ、ルクセンブルクが TARGET 債権がいっそう拡大した。第4の局面はイタリア、スペインによる対外的な金融へのアクセス困難が深刻化して TARGET バランスの拡大に弾みがついた。とくに2012年5月から6月にかけては通貨同盟自体の健全性への疑念から資本逃避あるいは同じ理由から特定の国の銀行の資金調達に困難をきたした。そして結果的にみれば TARGET バランス不均衡の一つのピークになった。

その後2012年8月頃から TARGET バランスはほぼ2年間にわたって減少に向かう²⁸⁾。そのきっかけになったのは ECB の金融政策、とくに2012年9月6日に政策理事会採択された域内諸国国債の無制限購入を内容とする OMT (Outright Monetary Transaction) の実施などである。

V. TARGET バランスの不均衡と国際収支 = 金融収支危機の回避

TARGET バランスの変化はユーロ諸国の中央銀行預金の他のユーロ諸国へのネットの移転を意味するのでその国の国際収支に反映され

図表27 TARGET バランス債務総計とユーロシステムの流動性供給
(単位：億ユーロ)



(注) 流動性供給には主要リファイナンス・オペ (MRO)、長期リファイナンス・オペ (LTRO)、限界貸付ファシリティ、証券買切りオペ (カバード・買入れプログラム、証券市場プログラム (SMP)) およびその他 (ELA を含む)。

〔出所〕 ECB, *Monthly Bulletin*, May 2013, p.108.

る。もし特定のユーロ域国が TARGET を使って受け取るよりも多くの資金を送金した場合にはその差額はその国の国際収支金融勘定の対 ECB に対する同国中央銀行の同額の債務によって相殺される。すなわち TARGET バランスは国際収支金融勘定の一部である。

国際収支の恒等式は

$$\text{経常収支} + \text{資本収支} + \text{誤差・脱漏} = \text{金融収支} \quad (1)$$

このうち、金額の小さい資本収支と調整項目である誤差脱漏を無視すると

(1) 式は経常収支 = 金融収支 (2) に簡単化される。TARGET バランスは金融勘定に含まれる「その他投資」の一部を構成する。

$$\text{金融収支} = \text{直接投資} + \text{証券投資} + \text{派生金融商}$$

$$\text{品} + \text{その他投資} + \text{準備資産} \quad (3)$$

「その他投資」は部門別に次の項目に分解できる。

$$\text{その他投資} = \text{その他 (中央銀行)} + \text{その他 (政府)} + \text{その他 (貨幣的金融機関)} + \text{その他 (その他私的部門)} \quad (4)$$

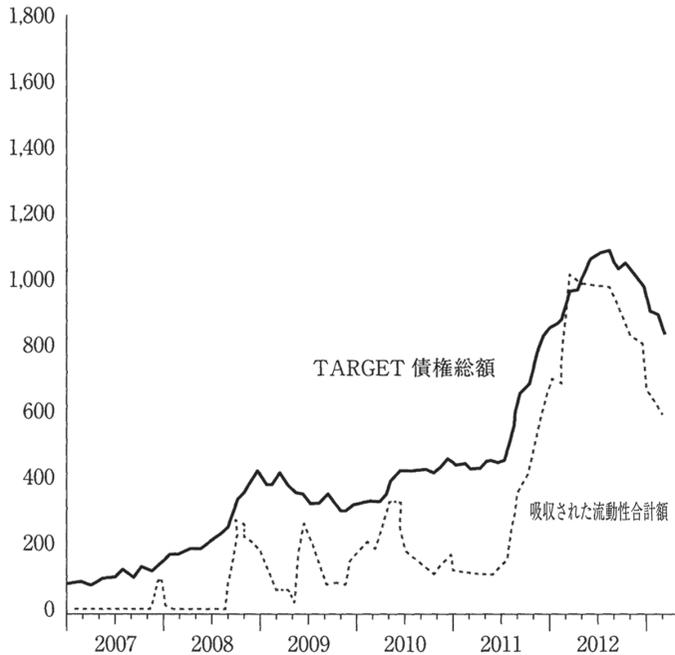
ユーロ域内の国際収支の対象にするので「準備資産」を除いて (2) と (3) と (4) を整理すると

$$\text{経常収支} = \text{直接投資} + \text{証券投資} + \text{派生金融商品} + \text{その他 (中央銀行)} + \text{その他 (政府)} + \text{その他 (貨幣的金融機関)} + \text{その他 (その他私的部門)} \quad (5)$$

TARGET バランスは特定ユーロ域国中央銀行預金の他のユーロ諸国中央銀行へのネットの

ユーロ危機の複合性

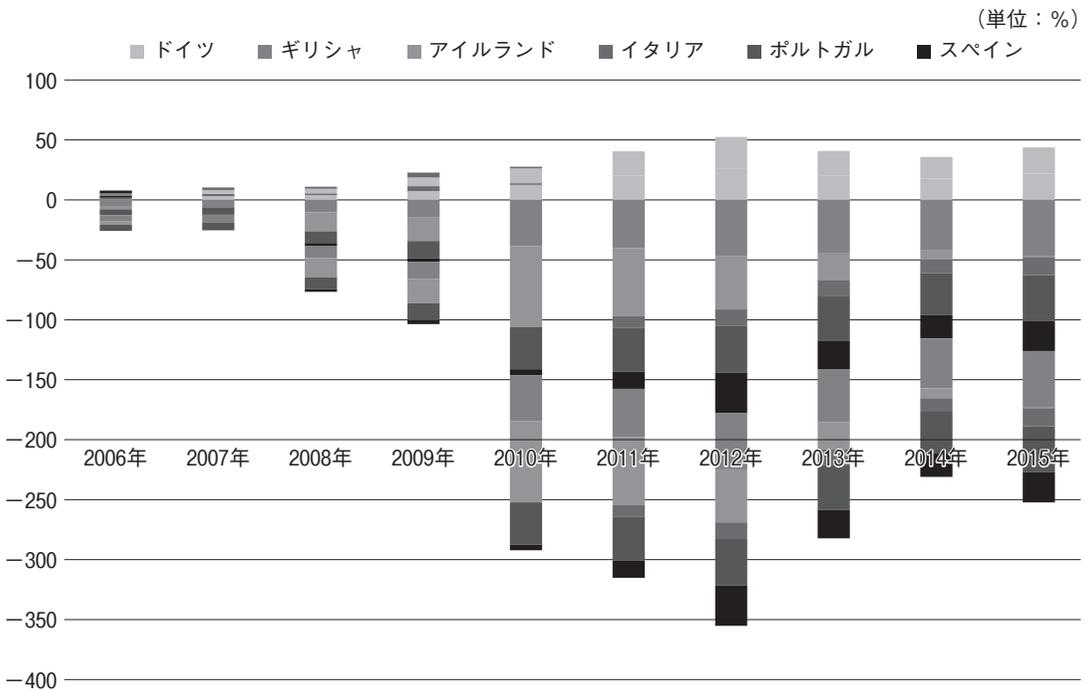
図表28 TARGET バランス債権総計とユーロシステムの流動性吸収
(単位：億ユーロ)



(注) 流動性吸収には預金ファシリティ、流動性吸収微調整オペおよび必要準備を超過した、当座預金保有を含む。

〔出所〕 ECB, *Monthly Bulletin*, May 2013, p.108.

図表29 ユーロ周辺国とドイツの TARGET バランス対 GDP の推移



〔出所〕 ECB, Eurostat データより作成。

移転を意味するので、 Δ TARGET バランス = 中央銀行対外収支²⁾である。

Δ TARGET バランスを左辺に移項して整理すると

$$\Delta \text{ TARGET バランス} = \text{経常収支} - \text{直接投資} - \text{証券投資} - \text{派生金融商品} - \text{その他私的投資} - \text{その他公的投資 (TARGET バランスを除く)} \quad (6)$$

となる。

右辺がマイナスになれば、TARGET バランスの債務増（資金流入）、右辺がプラスであれば TARGET バランスの債権増（資金流出）となる。

既述のように、TARGET バランスは1999年から2006年まではほぼ均衡していたがユーロ危機が頂点に達した2012年半ばにその不均衡はピークに達した。

ユーロ危機が直撃したユーロ周辺国のなかで、国際収支統計に TARGET バランス = 対ユーロシステム債務が明示されているスペインを取り上げてみよう（図表30）。危機時の TARGET バランスがどの国際収支項目に規定されたかに注目して検討しよう。2006年以降ス

ペインの国際収支動向は3ないし4つの局面に分けることができる。2000年代前半から2006年までは私的な資本が銀行貸付や証券投資の形態で経常収支赤字をファイナンスした、正確にはユーロ域などからの銀行による与信（貸付や投資）の増大が経常収支の赤字を拡大させた局面である。これを2006年についてみると、経常収支赤字（883億ユーロ）を私的金融収支（1,114億ユーロ）でまかなっている。資金の流入形態は証券投資と銀行信用である。TARGET による支払いを受取が上回ったことによる TARGET バランスの債権増加が発生している。2007年に入ると経常収支赤字はいっそう増加して1,054億ユーロとなるが私的金融収支は経常赤字を埋めることができず、ユーロシステムへの債務283億ユーロが発生し、総合収支赤字をまかなっている。2008年から2010年まで経常収支赤字は漸減するが金融収支黒字も漸減して経常収支赤字を埋めることができなかった。2008年と2010年では資金流入となっていたスペイン外からの証券投資が回収に転換して、資金の流出につながっていく、とくに後者はスペインからの投資証券の売却超となってソブリン債

図表30 スペインの国際収支

(単位：億ユーロ)

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
経常収支	-883	-1,054	-1,047	-505	-470	-398	-115	156	102	402
金融収支 ¹⁾	1,114	867	700	415	276	-805	-1,743	819	56	-653
直接投資	-585	-532	16	-19	15	-70	242	144	94	-294
証券投資	1,996	104	-2	448	287	-275	-558	345	61	59
資産	-39	-87	-218	35	-647	-424	33	-64	530	701
負債	1,957	955	-220	483	-360	-700	-525	281	591	760
その他投資	-316	397	757	47	-112	-439	-1,510	340	51	-431
資産	661	561	123	40	176	357	457	-594	-51	79
負債	3,444	958	880	87	64	-83	1,054	-253	48	-352
中央銀行 ²⁾	-258	143	302	105	157	1,091	1,735	-1,171	-267	402
ユーロシステムに対する債務	-123	283	317	61	98	1,241	1,624	-1,367	-470	51

(注) 1) スペイン中央銀行を除く。(+)は資金流入、(-)は資金流出。

2) (-)は対外債権増、(+)は対外債務増。

[出所] Banco de Espania, *Economic Bulletin*, Economic Indicators 7.1, 7.2より。

ユーロ危機の複合性

務危機の影響がみてとれる。しかし、2011年から2012年になると局面は大きく変わり、経常収支赤字は連続してさらに縮小するが、逆に金融収支赤字は急増する（2011年－805億ユーロ）が2012年にはさらに金融収支赤字は2倍化して－1,743億ユーロまでに拡大する。特徴的なのはスペイン外からの証券投資と貸付が回収に回っていることである。経常収支赤字と金融収支赤字は合わせて約2,000億ユーロに達し、激しい資金流出が想像できる。2013年、2014年になると今度は一転して、経常収支、金融収支ともに黒字となり、総合収支はもちろん黒字でTARGET バランスは債権増になっている。

ここで2011年と2012年のケース、すなわち、経常収支赤字、金融収支赤字のケースを考えてみよう。本来であれば、このような総合収支の赤字は大国スペインに激しい通貨危機をもたらしたはずである。TARGET バランスの債務増でそれを回避した。忘れてはならないのは発生したであろう国際収支危機は経常収支危機ではなく、金融収支危機であることである。この点では1997年7月タイを皮切りに伝播したアジア通貨危機を想起させる。アジア通貨危機では1990年代初頭から経常収支の赤字を大幅に上回る金融収支黒字が貸付や投資の形態で流入し東アジア諸国の外貨準備を積み上げていった。しかし1997年7月以降、これら諸国内部の金融危機を契機に流入資金は逆流し、今度は縮小ないし黒字化しつつあった経常収支額を大幅に上回る金融収支（当時は資本収支という用語が使われていた）赤字に転化し、累積していた外貨準備はたちまちに枯渇し、ついには為替レートの急速かつ大幅な切り下げに見舞われた。金融支援に乗り出したIMFも当初は危機の本質は伝統的な経常収支赤字であると主張していたが、

2000年代に入ると、アジア通貨危機を資本（金融）収支危機であったと規定しはじめる³⁰⁾。2011年から2012年にかけてのユーロ危機を国際収支という観点からみると、アジア通貨危機と同根の資本＝資金の大量流入と大量流出が認められる。通貨危機として発現させなかったのは、ユーロシステムの機構的存在である。危機国から還流する資金の決済手段を供給したのはユーロシステムによる中央銀行預金の「創造」であり、「外貨準備」ではなかった。債務のTARGET バランスの増加はその結果である。

VI. むすびにかえて

異説はあるもののユーロ危機の開始は2009年10月、ギリシャ政府による前政府による財政赤字粉飾の暴露を契機にギリシャ国債の暴落＝利回りの高騰に求める見解が通説である。国債利回りの高騰は、アイルランド、ポルトガル、さらにはスペイン、イタリアまで伝播していった。したがってユーロ危機をソブリン債務危機に求めるのが一般的である。しかしユーロ危機をもたらした歴史的背景を考えると、ユーロ導入から時をおかず2000年代に展開された信用拡張を梃子にした投資・消費ブーム＝バブル経済の発展と崩壊に行き着くのである。とくにユーロ周辺国へのブームとバスト（崩壊）を誘引したのは内外からの銀行による信用供与であった。とくにユーロ中心国（ドイツ、フランス、オランダ）の銀行は一方では米国のサブプライム・ローンブームに深く関与し、他方でユーロ周辺国へ大量の与信（貸付・投資）を2007年前半まで続けた。他方、ユーロ周辺国の銀行ではいわゆる市場的銀行業（market-based banking³¹⁾の一定の発展がみられ、したがっ

て海外の銀行がこれら国内に信用供与する際には、直接、企業や政府に向かう場合もあるが、かなりの割合で直接的には国内銀行に与信（預金・貸付）されたのである。すなわち内外の銀行は国際金融市場の「神経システム」ともいわれるインターバンク市場を通じてネットワークを形成しているのである。この国際金融におけるインターバンク市場は、遠く1950年半ばに発生するユーロカレンシー（≒ダラー）市場に起源をもっているが、基本的には短期で不安定な市場であり、とくに信用リスクに過敏である。

米国に端を発する世界金融危機（great financial crisis）の予兆はドイツやフランスなどの欧州中心国で始まった（2007年）。その際、とくにアイルランド、スペインでは国内銀行が資金調達を依存していた国際的インターバンク市場が麻痺して、早くもECBからの流動性供給を受ける。バブルの崩壊で「ホームメード」の銀行危機が進行したなかで、既述した流動性危機は本格的な銀行倒産、さらには銀行の国有化をもたらす。

リーマンショック後の2008年10月から欧州も本格的な不況（great recession）に突入するが、この過程でユーロ周辺国の財政赤字や政府債務負担が急増する。とくに銀行への資本投入を行ったアイルランド政府やスペイン政府の財政悪化は顕著であった。これに対して、ユーロ危機の発端となったギリシャでは銀行危機→ソブリン債務危機という道筋ではなく、まずソブリン債務危機が突発したという点で特異であった。しかしギリシャは1990年代から継続するかたちですでに2000年には政府借入れ残高対GDP比は100%（107%）を超えていた。2008年の同比率は微増の108%だったが、絶対額ではこの間年平均7.1%で増加していた。政府部

門借入れ残高対GDP比率が微増に止まったのはこの間のGDPの増加、すなわち経済の成長に支えられていた。したがって、経済成長が鈍化し、さらにマイナス成長になれば、一気に財政悪化は表面化する。

ギリシャ国債の暴落＝利回り急騰は同様な財政悪化が予想されるアイルランド、ポルトガルに直ちに伝播し、時をおいて2012年までにはスペイン、イタリア、さらには周辺国ではないベルギー、フランスへも波及した。

ソブリン債務危機が銀行危機を惹起するのはさしあたり銀行の資金調達市場を介してである。この点をギリシャの銀行、ギリシャ中央銀行を対象に検討した。ギリシャの銀行では、ソブリン債務危機以来、インターバンク（預金）市場、顧客預金市場の収縮がつづき流動性危機が進行した。これに対して、ユーロシステム、中央銀行借入れで、資金不足を埋めようとするが完全には代位・補完できていない。

中央銀行サイドからみると様々な信用オペレーション、なかでもユーロシステムの正規の金融政策をとまなわないELA（緊急流動性支援）が間歇的に供与されているのが目立つ。中央銀行の負債側に目を移すと、まず銀行券発行が、マイナス成長が続くなかで増加している。「成長通貨」としてではなく、現金の退蔵や資本逃避の性格をもつ「後ろ向き」の発行が含まれている。次にいわゆるベースマネーの中心を占める中央銀行預金（準備預金、当座預金を含む）は2010年以降、極端に減少している。本来、中央銀行預金は金融政策にともなう信用供与に対応して、負債側に「創出」される。当初は資産側の信用供与額と負債側の中央銀行預金は一致するはずである。しかし残高ベースで見ると両者は大幅に乖離している。結論的に言え

ユーロ危機の複合性

ば、ギリシャ国内からその他ユーロ諸国へのユーロ建て資金の流出がその他ユーロ諸国からのギリシャへの流入を上回った場合、その差額だけの中央銀行預金その他のユーロ諸国に流出して減少する。そしてそのネットの差額はECB、ユーロシステムに対する債務であるTARGETバランスを形成し、それが持続すればTARGETバランスが残高として積み上がっていく。したがって中銀預金の減少をTARGETバランスの債務が埋めているのである。

つぎにユーロ域のキャッシュレス決済システムであるTARGETシステムを説明したあと、TARGETバランスの形成を具体的に示した。ユーロ導入から2006年頃まではTARGETバランスはほぼ均衡していたが、2007年に入ると世界金融危機の影響をうけてユーロ中心国から周辺国へ流入していた資金が還流をはじめ、それにしたがってTARGETシステムを使った決済の流れが不均衡となってTARGETバランスは積み上げていった。この流れはソブリン債務危機勃発後の2010年から2012年まで続く。銀行の資金が他のユーロ諸国に流出し流動性が不足する危機国の中央銀行は信用オペによってそれを代位しようとするが、資金流出が持続するかがり、中銀預金も流出し同中央銀行にはTARGETバランスの債務が積み上がり、対極にユーロ周辺国から流入資金が流出資金を上回るユーロ諸国にはTARGETバランスの債権が積み上がり、中央銀行への流入資金も過剰になる。ユーロ域の金融市場が分断されるのである。

最後にTARGETバランスと国際収支との関係をスペインを例に検討した。TARGETバランスの変化はユーロ諸国の中央銀行預金の他の

ユーロ諸国へのネットの移転を意味するのでその国の国際収支に反映される。

TARGET バランス = 中央銀行の対ユーロシステム債権（または債務）とすると TARGET バランスは国際収支金融勘定の一部である。スペインの TARGET バランスの形成がどの国際収支項目によって規定されるかに注目した。TARGET バランスを基準に総合収支の動向をみると、2006年では経常収支赤字を私的金融収支がまかなって余りあり、TARGET バランスは債権増になっている。2007年に入ると経常収支赤字はいつそう増大するが、私的金融収支で埋めることが出来ずユーロシステムへの債務（債務の TARGET バランス）が発生して総合収支をファイナンスしている。2008年から2010年にかけて経常収支赤字は漸減するが、私的金融収支黒字も漸減して、TARGET バランスは負債増となっている。しかし、ソブリン債務危機がピークをむかえる2011年から2012年にかけては大きく局面が変化し経常収支赤字は連続してさらに減少するが、逆に金融収支は赤字化して急増する。経常収支赤字と金融収支赤字を合わせた総合収支赤字はピークをむかえる。2013年からはさらに一転して経常収支は黒字化し金融収支も黒字化するのである。

本来であれば国際収支危機として発現したはずの2007年から2012年にかけて、とくに2011年、2012年は金融収支に急激で大幅な赤字がみられ、本来であれば、通貨危機として発現する（アジア通貨危機の例）はずであるが負債のTARGETバランスがこれを回避した。しかし危機国から回収される資金の決済手段を供給するのはユーロシステム（中央銀行）の信用オペであり、実体的には中央銀行預金（通貨）の供給であって「外貨準備」ではない。

ユーロ危機は以上のように銀行危機、ソブリン債務危機、国際収支＝金融収支危機が密接に関連して発現、展開され、TARGET バランスの不均衡の解消にみられるように2012年頃、一応の終息をみる。

しかし、ユーロ危機の震源地と目されるギリシャの実体経済に目をやると危機は終焉するどころか長い不況と停滞を続けたことがわかる。そしてようやく2018年8月20日、第3次金融支援を含めてEUからの金融支援プログラムからの脱却が報道されている。

主要な経済指標を列記すると（図表2参照）、国民総生産（GDP）は2008年以來マイナス成長が6年間つづき、2014年わずかにプラスに転じるが2015年から2年間にわたってマイナス成長である。2017年によりやくプラス成長に転じる。

先の報道によると、実質GDPは2018年半ば現在で、2007年の水準より25%低く、IMFの予測でも2023年のGDPは2007年水準よりも依然として17%低いとされている³²⁾。失業率は2013年には27%に上昇した後もさほど改善されず、2017年現在で21%となっており、人口1,000万人強の国にあって100万人が失業している。しかも若者、労働年齢層の失業率がそれぞれ約50%、40%になっている。2015年3月から30万人の新規雇用があったがほとんどが、一時雇用もしくはパートタイムだった。実質賃金は2009年のレベルを22%下回る。経済の駆動力になる投資（額）は危機前のピーク時の水準を30%下回っている。（図表2）によると、プラス成長に転化した2017年でも投資率（対GDP比）は過去10年間で最低、11.7%である。銀行の不良債権額は危機前（2007年）の約8倍になり融資残高の約50%にもなっており、銀行がほとんど

機能不全に陥っているとみていい。資産市場の代表である不動産価格は危機前のピーク時の水準を42%下回っている。そしてギリシャの公的債務残高比率は180%にも達している（図表19参照）。これはのちに述べる緊縮財政政策によって、財政収支はプラスに転している一方、同政策がGDPの収縮、マイナス成長を引き起こして、公的債務残高は横ばいにも拘わらず、同対GDP比は上昇し、依然高止まりで推移させているのである。

周知のように、ギリシャは2010年5月、EU、IMF、ECBからなるいわゆるトロイカから第一次の金融支援を受けた後、2012年3月に第2次金融支援、2015年8月には難航した交渉のすえ第3次金融支援をうけた。8年間の融資総額は2,890億ユーロにも達した。そしてこれらの金融支援にはいわゆるコンディショナリティー（融資条件）が付随しており、その主な内容は緊縮（財政）政策であり、構造政策であった。このうち、債務国ギリシャを最も苦しめたのは緊縮（austerity）政策であった。緊縮政策が不況期に導入される順景気循環的（procyclical）な財政政策であり、アメリカのニューディール期以降に登場するケインズ主義の反循環的（countercyclical）な財政政策とは正反対のものである。ニューディール体制の解体期（＝1970年代以降）に登場した規制緩和政策のなかから形成されるいわゆる新自由主義（neo-liberalism）がユーロ域の最大の債権国ドイツの社会的市場経済主義と結びついて強烈な緊縮政策を強制しその帰結がギリシャ経済の現状ではないだろうか。ユーロ危機ははまだ未了かもしれない。

ユーロ危機の複合性

注

- 1) Financial Times, (2019), "The eurozone needs a dose of fiscal stimulus", March, 27, 2019.
- 2) Hope, K. (2019), "Greece racks up surplus by keeping foot on investment brake", *Financial Times*, January 8.
- 3) James, H. (2012), p. 8, p.251.
- 4) Lane, P. R., (2011)
- 5) Royo, S. (2013), p.167.
- 6) ユーロ危機の震源地をギリシャでなくアイルランドとする有力な異説がある。サブプライム投資に深くコミットしていたユーロ域の中核銀行、とくにドイツ、フランスの銀行は2008年3月、米国投資銀行ベアスターンズの破綻、救済合併後、ユーロ周辺国から撤退をはじめ、スペインやアイルランドの銀行に対する貸付の借換え (rool-over) を拒否するようになる。当初はECBが流動性を投入して撤退する資金の肩代わりを果たす。しかしアイルランドの銀行の支払い不能に対しては政府による資本投入が不可欠であるという予想が醸成される。さらにこのことはすでにバブルの崩壊によって税収が枯渇しつつあるアイルランド政府の財源に対する懸念をいっそう駆り立て、アイルランド国債の保有者はより高い利回りを要求して国債の売却に転じる。2008年3月17日にはアイルランド国債利回りはちょうど4%を上回る程度だが、6月初めまでには5%近くになっていた。アイルランドの銀行危機と政府の財政危機を反映して、アイルランドとドイツの国債利回り較差も拡大した。銀行危機がソブリン債務危機を誘発していることが確認できる Mody (2018) pp.208-9. アイルランド危機をユーロ危機の起源とみる見解はIMFの一部にもみられる。IEO (2016) p.9.
- 7) Gkasis, P. (2017) p.101.
- 8) Shin, H. S. (2011)
- 9) FCIC (2011), p.248.
- 10) Ibid., p.250-2.
- 11) Mody, A. (2018), p.196. Ibid., p.196.
- 12) Ibid., p.208.
- 13) McGuire (2009)
- 14) Mody (2018), p.215.
- 15) Ibid. p.216.
- 16) 注4を参照。
- 17) そのほかにも国債利回りの自己実現的な上昇にはEU条約の法制度的規定が大きく寄与しているという見解がある。グラウエ (2011)「日本語版への読者」参照。リスボン条約123条は欧州中央銀行および加盟国中央銀行による中央政府などの公的機関の債務証券の直接的取得を禁止している。財政赤字のいわゆるマネタリゼーションが禁じられているのである。また同125条はEUあるいは同加盟国は、その他の国の公的部門の債務を保証したり引き受けることを禁じている。このことは、大部分の当局者によって政府間の救済 (bailout) に対する禁止と解釈されている。
- 18) Mody, A., (2018), pp.283-290.
- 19) BIS (2011).
- 20) Coeure, B., (2012).
- 21) 伊豆 (2016) 87-88ページ。
- 22) 負債側の銀行券には対ユーロシステム債務のなかの「銀行調整」も含まれる。ユーロシステム各中銀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は異なっており、まず各月末時点の銀行券発行残高のうち、8%をECBの発行額とし、残り92%を各国中銀のECBへの出資比率に応じて配分する。その計算結果が、各国中銀のバランスシート上の「銀行券」となる。したがってそれは計算上の数値にすぎず、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・債務上の「銀行券調整」である。割当額よりも多く発行した中央銀行はその差額を「負債」の「銀行券調整」に計上する。ギリシャ中銀の場合はこれに当たる。割当額よりも少ない銀行券しか発行していない中央銀行は差額を「資産」の「銀行券調整」に計上する。伊豆 (2016) 110ページの (注) 参照。
- 23) 注25参照。
- 24) TARGETはクロスボーダーだけではなく、もちろん国内のキャッシュレスの支払・決済に使用されている。2016年には1日当たり平均で、342,008件、1兆7,350億ユーロがTARGETで決済された。そのうち件数で約38%、金額で45% (約7,760億ユーロ) がクロスボーダーの決済が占めた。Eisenschmidt (2017), p.7.
- 25) Eisenschmidt (2017), p.5.
- 26) Ibid. p.10.
- 27) この節は Court-Thimann, P. (2013), pp.10-11. に拠る。
- 28) 2004年6月以降、ECBはユーロ域のデフレ圧力に対して追加的な金融緩和策を導入した。2014年後半には第3次カバード債券購入プログラム (CBPP3)、アセット・バック証券購入プログラム (ABSPP) を比較的小規模に開始するが、2015年5月には公共部門購入プログラム (PSPP) の名のもとにユーロ域の国債購入を大規模に開始した。ECBは資産購入プログラム (APP) と呼んでいるがいわゆる「量的緩和策」の導入である。ECBによる大量国債購入および購入した投資家・銀行の国債の売却 (ポートフォリオ・リバランス) が域内の資金フローにしたがって決済の方向を変化させ、再びTARGETバランスの不均衡を生み出しているというのがECBははじめ当局の説明である。したがって、狭義のユーロ危機時 (2010年~2012年) とTARGETバランス拡大の背景が異なるとされる Eisenschmidt (2017)。
- 29) TARGETバランスの変化は一般的にはユーロ域諸国のその他投資 (中央銀行) における最も重要な項目であるが、外貨預金のような追加的項目も含まれることもある。Eisenschmidt, J. et al. (2017), p.16
- 30) IEO (2002).
- 31) 欧州における市場の銀行業については Hardie (2013) を参照。
- 32) *Financial Times* (2018a) (2018b) (2018c).

参 考 文 献

- 有田哲文 (2011) 『ユーロ連鎖危機』朝日新聞出版
- 伊豆久 (2016), 『金融危機と中央銀行』九州大学出版会
- 小川英治編 (2015) 『ユーロ圏危機と世界経済』東京大学出版会.
- 奥田宏司, (2002), 『ドル体制とユーロ, 円』日本経済評論社.
- 奥田宏司, (2017), 『国際通貨体制の動向』日本経済評論社.
- 奥田宏司他編 (2015) 『現代国際金融 第3版』法律文化社
- 尾上修悟 (2014) 『欧州財政統合論』ミネルヴァ書房
- 尾上修悟 (2017), 『ギリシャ危機と揺らぐ欧州民主主義』明石書店
- 河村小百合 (2014), 『欧州中央銀行の金融政策』金融財政事情研究会
- 国際銀行史研究会編 (2018) 『金融の世界現代史』一色出版
- 代田純 (2011), 『ユーロと国債デフォルト危機』税務経理協会
- 高屋定美 (2011) 『欧州危機の真実』東洋経済新報社
- 田中素香 (2014), 「ユーロ危機と2つの金融資本主義」中央大学『経済学論纂』第54巻第3・4合併号, 3月。
- 田中素香 (2016), 「南欧ユーロ危機諸国の国際収支危機の独自性について」中央大学, 『経済学論纂』第56巻第3・4合併号, 3月。
- 田中素香 (2016), 『ユーロ危機とギリシャ反乱』岩波新書
- 田中素香他 (2018), 『現代ヨーロッパ経済 第5版』有斐閣
- 土田陽介 (2015), 「なぜギリシャ危機は終焉しないのか」『調査レポート』三菱UFJリサーチ&コンサルティング, 6月。
- 土田陽介 (2016), 「ギリシャの銀行危機長期化と政策対応」『証券経済研究』第95号, 日本証券経済研究所 9月。
- 中川辰洋 (2015) 「ギリシャ新政権の100日」日本証券経済研究所『証券経済研究』第90号, 6月。
- ハイナー・フラスベック他 (村澤真保呂他訳) (2015) 『ギリシャデフォルト宣言』河出書房新社
- ポール・デ・グラウエ (田中素香他訳) (2011) 『通貨同盟の経済学 原書第8版』勁草書房
- 星野郁, (2015), 『EU 経済・通貨統合とユーロ危機』日本経済評論社。
- マイケル・ルイス (東江一紀訳) (2012) 『ブーメラン』文藝春秋
- 鷺江義勝編著 (2009) 『リスボン条約による欧州統合の新展開』ミネルヴァ書房
- Al-Saffar, Y., et al, (2013), “The role of external balance sheets in the financial crisis”, Bank of England, FinanB2: B29cial Stability Paper No.24, Octorber.
- BIS Quarterly Review, March.
- BIS, (2011), “The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions”, CGFS Paoers, No 43, July.
- Blanchard, O. and Leigh, (2012) “Are We Underestimating short-Term Fiscal multiplier”, IMF, World Economic Outlook, Octorber.
- Blanchard, O. and Leigh, (2013) “Fiscal consolidation: At what speed?”, VOX, 03 May.
- Blanchard, O. and Leigh, (2013) “Grwth Forecast Errors and Fiscal Multipliers”, NBER Working Papers Series, 18779, February.
- Blanchard, O. (2015) “Greece: Past critiques and the path forward”, VOX, 10 July.
- Bordo, M. D. and James, H., (2013), “The European Crisis in the Context of the History of Previous Financial Crisis”, NBER Working Paper Series, 19112, June.
- Borio, C., et al, (2002), “Asset Prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”, BIS Working Papers, No.114, July.
- Borio, C., et al, (2011), “Global imbalances and the

- financial crisis: link or no link?", BIS Working Papers, No346, May.
- Coeure, B., (2012), "The important of money markets", Morgan Stanley 16th Global Investment Seminar, ECB, June.
- Court-Thimann, P. (2013), "Target Balances and the Crisis in the Euro Area", CES ifo, April.
- De Grauwe, (2011) "The Governanace of a Fragile Eyrozone", CEPS, Working Document, No346. May.
- Dembiermont, C. et al., (2013), "How much does the private sector really bororrow? A new database for total credit to the private nonfinancial sector",
- Dembiermont, C. et al., (2015), "A new database on genral government debt", BIS Quarterly Review, September.
- Deutsche Bundesbank (2017), "TARGET2 balance-mirroring developments in financial markets", Monthly Report, December.
- Deutsche Bundesbank, (2011), "The dynamics of Bundesbank's TARGET2 balance", Monthly Report, March.
- ECB, (2011), "TARGET 2 Balances of national central banks in the Euro Area", Monthly Bulletin, October.
- Eisenschmidt, J., et al. (2017), "The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances", ECB Occasional Paper Series, No196, September.
- Fatas, A. and Summers, L. H. (2016) "The Permanent Effects of Fiscal Consolidations", NBER Working Paper 22374.
- Financial Times, (2018a), "Greece's economy is rebounding -but there is far to go", August 18.
- Financial Crisis Inquiry Commission, (2011), The Financial Crisis Inquiry Report, January.
- Financial Times, (2018b), "Eurozone hails Greece's from bailout as end of crisis", August 20.
- Financial Times, (2018c), "The next steps for Greece now its bailout is ending", August 20.
- Flassbeck, H., et al. (2015), Against The Troika crisis and austerity in the eurozone, Verso.
- Garber, P., (2010), "The mechanics of Intra Euro Capital Flight", Deutsche Bank, December.
- Hardie, I., et al. (2013), Market-Based banking & theInternational financial crisis, Oxford.
- Holland, D. and Portes, J., (2012) "Self-defeting Austerity" Natinonal Institute Economic Review No.222, Octorber.
- Independent Evaluation Office of IMF, (2002), The Role of the IMF in Recent Capital Account Crises, June.
- Independent Evaluation Office of IMF, (2016), The IMF and the Crisis in Greece, Ireland, and Portugal, July.
- James, H., (2012), Making the European Monetary Union,
- Karyotis, G. et al. (2015), The Politics of Extreme Austerity, Palgrave Macmilan.
- Lane, P. R. (2012) "The European Sovereign Debt Crisis", journal of ecomic perspectives, Vol.26, number 3, Summer.
- Lane, P. R. (2013) "Capital Flow in the Euro Area", European Economy, Economic Papers 497, April.
- Lane, R. P. (2012) "Financial Globalisation and the Crisis", BIS Working Papers No 397, December.
- Lane, R. P. (2015) "The funding of the Irish Domestic Banking System During the Boom", Trinity College Dublin and CEPR, February.
- Lapavitsas, C., et al. (2012), Crisis in the Euro Zone, Verso.
- Laskos, C. et al. (2013), Crucible of resisittance Greece, The Eurozone & the World Economic Crisis, PlutoPress
- Lynn, M., BUST Greece, The Euro,and The Sovereign Debt Crisis, Bloomberg.

- Mavroudeas, S., (2016), *Greek Capitalism in Crisis*, Routledge
- McGuire, P. et al., (2009), "The US dollar shortage in global banking and the international policy response", BIS Working Papers No 272, March.
- Merler, S. and Jean Pisani-Ferry, (2012), "Sudden Stops in the Euro Area", Brugel policy Contribution, March.
- Mody, A. (2013) "Sovereign Debt and its Restructuring Framework in the Euro Area", Brugel Working Paper, August.
- Mody, A. (2015) "Living [Dangerously] Without A Fiscal Union", March. "Brugel Working Paper, March.
- Mody, A., (2015), "Obama joins the Greek chorus", Burugel, February 11, 2015.
- Mody, A., (2018), *Euro Tragedy A Drama in Nine Acts*, Oxford.
- Mody, A. et al, (2012), *The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereign Came to be at the Hip*, Economic Policy 27.
- Pagoulatos, G., (2014), "State-driven in Boom and in Bust: Structural Limitation of Financial Power in Greece", *Gverment and Opposition*, October.
- Pagoulatos, G., (2014), "State-driven in Boom and in Bust: Structural Limitation of Financial Power in Greece", *Gverment and Opposition*, October.
- Pissani-Ferry, et ai., (2013), "EU-IMF assistance to euro -area countries: an early assessment", Brugel Blue Print 19.
- Shin, H. S., (2011), "Global Banking Glut and Loan Risk Premium", IMF, November,
- Sinn, H. W. et al (2011), "Target Loans, Current Account Balances and Capital Flow: The ECB's Rescue Facillity", CESifo Working Papers, No3500, June.
- Stiglitz, J. E. (2016), *The EURO*, Penguin Random House UK. (峯村利哉訳)『ユーロから始まる世界経済の大崩壊』(2016) 徳間書店
- (付記：本稿は拙著『戦後国際金融の歴史的諸相』第6章「複合危機としてのユーロ危機」をベースに若干の加筆，訂正をおこなったものである。)
- (元中京大学経営学部教授)