

ギリシャの銀行危機長期化と政策対応

土 田 陽 介

要 旨

ギリシャの銀行危機は、政府部門の累積債務問題という銀行部門にとって真に「外生的」な要因によって引き起こされた。したがって、その銀行危機は政府部門の累積債務問題の展開に従属する関係にあると整理され、この点において他の重債務国と銀行危機の性質を著しく違えている。

銀行危機長期化の背景分析を危機対応の不適切という評価軸から、さらにそれを個々の戦術と全体の戦略の2つのレベルに分けて論じると、前者に関しては、EUによる強いコントロールという制度的な制約のためにギリシャ当局が十分な政策対応を採ることができなかったことが、銀行危機の長期化をもたらした大きな理由になっている。さらに後者については、EUがギリシャ政府のエージェンシーコストの軽減に努めようとした結果、かえって銀行危機への対処コストが増大したと理解できる。

ギリシャの銀行危機が投げかける問題は、経済通貨同盟の下で政策の裁量を失った構成国に対して、経済通貨同盟そのものがどのような政策支援を行うべきかという論点である。ギリシャの経験に基づけば、少なくとも依頼人である経済通貨同盟の代理人である構成国の政府が支払能力危機に陥っている事態においては、経済通貨同盟に対して、構成国の政府のモラルハザードに伴うエージェンシーコストよりも、構成国の銀行危機の長期化に伴う対処コストへの負担の方が重く押し掛かるリスクが高いということに尽きよう。

目 次

- | | |
|-----------------------|-------------|
| I. はじめに | 1. 外部環境の変化 |
| II. ギリシャの銀行危機と政策対応の展開 | 2. 危機対応の不適切 |
| III. 銀行危機長期化の背景分析 | IV. まとめにかえて |

I. はじめに

ギリシャにおける政府部門の累積債務問題は、2009年10月の政権交代時に発覚した財政統計の改ざんに端を発するものである。それ以降、情勢は一時的に落ち着くことがあっても着実に悪化しており、様々な経済指標の内容が物語るように、同国の経済は疲弊しきっていると、いっても過言ではない（図表1）。この政府部門の累積債務問題がトリガーとなるかたちで、ギリシャでは金融システムの中核を担う銀行部門もまた危機に陥っており、終息することができないまま、本稿執筆現在（16年7月）まで至っている。

2009年末に顕在化した欧州債務問題の過程で、欧州連合（EU）と国際通貨基金（IMF）から金融支援を受けた重債務国のうち、アイル

ランドやスペイン、キプロスでも銀行危機は生じた。もっとも、それらの国の銀行危機は、その着火点が08年秋に生じたリーマン・ショック以降の国際金融市場の変調という「外生的」な要因にあるとはいえ、本質的には、銀行部門そのものが抱えていた「内生的」な要因に基づく不良債権問題に起因している。具体的には、アイルランドやスペインの場合は不動産バブルの崩壊に伴う不良債権問題が、そしてキプロスの場合はギリシャ向け債権の焦げ付きを受けた不良債権問題が、それぞれ銀行危機につながったと整理される。そして、その終息に要する巨額の財政負担の発生が嫌気されたことが、政府部門の累積債務問題の深刻化につながったのである。したがって、上記3ヶ国では銀行危機に終息の目途が経てば、政府部門の累積債務問題も落ち着く構造にあったと理解できよう。

他方でギリシャの場合、その因果関係は逆転

図表1 ギリシャのマクロ経済動向

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
一人当たり GDP ¹⁾	19,769	21,061	21,845	21,386	20,324	18,643	17,311	16,451	16,250	—
実質 GDP ²⁾	5.7	3.3	-0.3	-4.3	-5.5	-9.1	-7.3	-3.2	0.7	-0.2
内需寄与度	8.5	6.0	-0.6	-7.3	-7.5	-12.0	-10.4	-4.3	0.9	-1.3
外需寄与度	-2.8	-2.7	0.3	3.0	2.0	2.9	3.1	1.1	-0.3	1.1
経常収支 ³⁾	-10.7	-13.9	-14.4	-10.8	-10.1	-9.9	-2.5	-2.1	-2.1	-0.1
財・サービス収支	-9.0	-10.7	-11.1	-7.6	-6.8	-6.0	-2.4	-2.8	-2.3	-0.2
対外債務 ³⁾	—	—	151.6	175.9	185.4	188.2	237.0	237.7	239.0	251.5
政府部門	—	—	79.8	95.3	81.3	76.7	128.0	150.2	151.6	150.6
財政収支 ³⁾	-5.9	-6.7	-10.2	-15.2	-11.2	-10.2	-8.8	-13.0	-3.6	-7.2
基礎的収支	-1.5	-2.2	-5.4	-10.1	-5.4	-3.0	-3.7	-9.0	0.4	-3.4
公的債務残高 ³⁾	103.5	103.1	109.4	126.7	146.2	171.3	156.9	177.7	180.1	176.9
消費者物価 ²⁾	3.3	3.0	4.2	1.3	4.7	3.1	1.0	-0.9	-1.4	-1.1
コア	2.4	3.1	3.1	2.3	2.6	1.1	-0.3	-2.4	-1.5	-0.4
失業率 ⁴⁾	9.0	8.4	7.8	9.6	12.7	17.9	24.6	27.5	26.6	25.0
25歳未満	24.9	22.7	21.9	25.8	32.8	44.6	55.5	58.4	52.6	49.8
25歳以上	7.5	7.2	6.7	8.4	11.2	16.0	22.3	25.4	24.8	23.5
長期金利（10年債） ⁴⁾	4.1	4.5	4.8	5.2	9.1	15.7	22.5	10.1	6.9	9.7
株価（ASE）	4,015	4,911	3,301	2,186	1,664	1,152	717	1,004	1,133	734

(注) 1) ユーロ

2) 前年比, %

3) 対 GDP 比, %

4) %

5) 1980年12月31日 = 基準日 (100)

[出所] ギリシャ国立統計局 (ELSTAT) 及びギリシャ中央銀行 (Bank of Greece)

しており、この点において他の重債務国と銀行危機の性質を著しく違えている。すなわちギリシャの銀行危機は、政府部門の累積債務問題という銀行部門にとって真に「外生的」な要因によって引き起こされた。したがって、その銀行危機は政府部門の累積債務問題の展開に従属する関係にあると整理できる。ここで見方を変えるなら、このギリシャにおける銀行危機と政策対応の展開は、現在まで続く同国政府の累積債務問題の「映し鏡」でもある。その問題点を抽出することは、経済通貨同盟の構成国の経済危機に際して構成国が取り得る政策の限界と経済通貨同盟そのものが施すべき支援の姿を検討する上での、大きな一助になるだろう¹⁾。

ギリシャの銀行危機が長期化した最大の理由は、その終息に当たり適切な政策が取られなかったことに帰することができる。その際、戦術レベルの議論のみならず、戦略レベルにおける妥当性を検証する必要がある。ただその戦略

策定の評価に当たっては、当該国であるギリシャ自身の問題もさることながら、むしろ経済通貨同盟である EU が描いた戦略設計そのものの妥当性こそが問われるべきであろう。こうした観点に基づき、本稿は、長期化するギリシャの銀行危機と政策対応の展開について分析することを試みる。構成は以下の通りである。次節においては、検討の事前段階として、ギリシャの銀行危機の政策対応の展開を整理する。それを受けて第Ⅲ節では、銀行危機が長期化した背景を具体的に検討し、最後に簡単なまとめを行う。

Ⅱ. ギリシャの銀行危機と政策対応の展開

以下本節では、ギリシャの銀行危機と政策対応の展開について、主に図表 2 を参照しながら整理してみたい。

図表 2 銀行部門の主要指標

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
不良債権比率 ¹⁾	5.4	4.5	5.0	7.7	10.4	16.0	24.5	31.9	34.2	—
企業ローン	6.0	4.6	4.3	6.7	8.7	14.2	23.4	31.8	33.7	—
消費財ローン	6.9	6.0	8.2	13.4	20.4	28.8	38.8	47.3	51.5	—
住宅ローン	3.4	3.6	5.3	7.4	10.0	14.9	21.4	26.1	28.8	—
引当金比率 ²⁾	54.9	64.3	56.0	48.6	49.1	47.6	47.4	45.5	50.4	—
預金残高 ³⁾	12.7	17.6	12.7	-0.3	0.3	-17.1	-5.8	-2.8	-2.3	-24.1
貸付残高 ³⁾	12.8	18.5	10.5	-5.3	31.0	-4.7	-9.5	-4.2	-1.9	-4.0
預貸比率 ⁴⁾	122.6	121.6	124.1	130.6	99.9	86.9	90.5	91.9	91.5	72.3
中銀からの流動性支援 ⁵⁾	1.5	2.2	8.7	10.1	19.0	27.0	27.4	17.9	14.1	27.9
自己資本比率 ⁶⁾	12.3	11.2	9.4	11.8	12.2	—	8.5	13.4	14.1	—
Tier I 比率	9.9	9.3	8.1	10.9	11.2	—	—	—	—	—
ROA ⁷⁾	0.8	1.4	0.7	0.1	-0.3	-0.3	-8.4	-1.8	1.2	—
ROE ⁷⁾	12.7	17.8	10.0	2.3	-4.2	-3.2	-90.2	-14.9	7.2	—
銀行数 ⁸⁾	62	63	66	66	62	58	52	40	40	40

(注) 1) 対貸付残高比率, %, 期末値。2011年は PSI の影響を受けて算出が不可能。

2) 対不良債権比率, %

3) 前年比, %

4) %

5) 対総資産比, %

6) 対リスク資産比率, %

7) 税引後利益ベース, %

8) Monetary Financial Institutions (MFI) のうち, Credit Institutions の数, 期末値

[出所] Bank of Greece 及び欧州中央銀行 (European Central Bank), 欧州委員会 (European Commission)

まず景気後退を受けて、不良債権問題が深刻化した。政府部門の累積債務問題が顕在化する直前の08年時点において、銀行部門による貸付残高に占める不良債権の比率は5.0%に過ぎなかった。しかしその後は住宅ローンや消費財ローンを中心に焦げ付きが増加し、政府が第一次金融支援を要請した10年になると、同比率は10.4%に急上昇した。最初に住宅ローンや消費財ローンで不良債権問題が悪化した背景には、家計部門がユーロ圏に加盟して以降、急激に借入を増やしたことがある。ユーロ導入に伴う金利の低下により、銀行の資金調達コストが減少した。その一方で、家計の資金需要も刺激されたために借り入れが急増し、家計部門向けローンは00年から05年の間、年平均30%以上のハイペースで増加が続く状態になった²⁾。このことは、銀行側からみれば家計向けに「貸し込み」を行ったことと同じ意味である。ただこの問題は、家計部門向けローンにとどまらず、景気悪化が続くなかで、結局は企業部門向けローンにも飛び火することになった。なお中小銀行を中心に縁故融資の問題も生じており、与信審査の甘さも不良債権問題の原因の1つになったとみられる³⁾。

もっとも、この問題以上に重篤であったのが、累積債務問題の深刻化を受けて政府部門向け債権、特に国債の価値が毀損し、銀行の資金繰りが困難になったことである。第一次金融支援の実施が合意された直前の10年4月、米国の格付け会社スタンダード&プアーズ(S&P)がギリシャ国債の評価を投資非適格級に引き下げた。このことを皮切りにギリシャの長期金利は急上昇し、政府部門の支払能力が大きく損なわれたことを受けて、銀行の資金繰りも急速に悪化した。こうした事態に伴い、EUとIMFは、ギリシャ政府の累積債務問題を緩和すべく、12年3月に合意した第二次金融支援の実施に際して、内外の民間債権者による損失負担(Private Sector Involvement, PSI)を実行した⁴⁾。これに伴い、12年の名目GDPとの対比で19.4%に相当する377.3億ユーロの損失負担を、銀行部門は余儀なくされた。その負担は四大銀行(アルファ銀行とユーロバンク、ナショナル銀行(NBG)、ピレウス銀行)と旧国策系銀行(農業銀行(ATE)と郵便銀行)に集中していたが、とりわけ最大手行であるNBGの損失負担は、全体の3割に相当する147.5億ユーロにも上った(図表3)。

図表3 PSIにより生じたギリシャ銀行部門による損失負担の概要

	債権総額 ¹⁾			PSIによる損失 ¹⁾			損失総額の対比 ²⁾	
	合計	国債	貸付	合計	国債	貸付	自己資本	総資産
NBG	14,749	13,748	1,001	11,736	10,985	751	161.0	11.0
ユーロバンク	7,336	7,001	335	5,781	5,517	264	164.5	7.5
アルファ銀行	6,043	3,898	2,145	4,786	3,087	1,699	105.7	8.1
ピレウス銀行	7,343	7,063	280	5,911	5,686	225	226.0	12.0
ATE	5,772	5,164	608	4,329	3,873	456	1,144.2	17.1
郵便銀行	4,372	4,197	175	3,444	3,306	138	618.3	24.8
その他 ³⁾	2,994	2,572	422	1,746	1,422	324	—	—
合計	48,609	43,643	4,966	37,733	33,876	3,857	170.6	10.1

(注) 1) 百万ユーロ

2) %

3) 8行

[出所] Bank of Greece [2012], Table II.1を参考に作成。

このようにシステミックなリスクが高まるなかで、ギリシャ政府と中銀は抜本的な銀行危機対応に迫られるようになった。まず政府は、第二次金融支援で得た482億ユーロの資金枠を利用し、四大銀行に対して公的資金を注入し、自己資本の増強を図った。具体的には、いわゆるパーゼルⅢで基準に定められた自己資本比率(8%)の維持を目指し、欧州金融安定化基金(EFSF)のカウンターパートナーであるギリシャ金融安定化基金(HFSF)⁵⁾が、12年6月、四大銀行に対して180億ユーロの公的資金を当座の資本として注入した⁶⁾。その後HFSFは、四大銀行による株式割当増資(普通株や偶発転換社債)を引き受けるかたちで、当初計画より2ヶ月遅れた13年6月までに、残りの公的資金を四大銀行に対して注入した⁷⁾。その結果、PSIにより毀損した自己資本は大幅に回復し、自己資本比率は11年には計算不能な水準であったのが、13年には13.4%にまで改善した。なお、HFSFの『年次報告書』などからも確認できるが、この公的資金の注入に伴い13年にかけて四大銀行に対する政府の出資比率は8割を超える水準となった。もっとも、その後各行が公募増資に努めるとともに、欧州復興開発銀行

(EBRD)による2.5億ユーロ相当の出資を受けた結果、ギリシャ政府の出資比率は徐々に低下している⁸⁾。

一方で、残りの銀行(信用金庫と旧国策系銀行)に関しては、預金保険機構(HDIGF)との協業の下、13年4月までに公募増資を行うか、それができなかった場合は事業を清算するという措置が取られた。銀行清算のスキームには、中銀の指令に基づき新勘定に移された優良事業は四大銀行が引き継ぐ一方で、旧勘定に残された不良事業はHFSFが清算するという、いわゆる新旧分離勘定方式が採用された。その概要は図表4の通りであるが、この際、政治的・政策的性格が強い旧国策系二行も、その不正融資体質の根深さから清算対象となり、ATEの優良事業はピレウス銀行が、郵便銀行の優良事業はユーロバンクが、それぞれ継承することになった⁹⁾。なお、この措置が取られる以前の段階では、四大銀行のなかから自発的な再編の動きがみられた。具体的には、11年8月に当時三位のアルファバンクが二位のユーロバンクを吸収合併することで合意に達したものの、12年3月にPSIの実施合意を受けて合併が困難となったために、この計画は撤回され

図表4 銀行再編の概要

形態	名称	清算時	清算後の動向
信用 金庫	Achaiki	2012年	NBGが優良事業を買収 アルファ銀行が優良事業を買収 アルファ銀行が優良事業を買収 アルファ銀行が優良事業を買収
	Lamia	2012年	
	Lesvos-Limnos	2012年	
	Dodecanese	2013年	
	Evia	2013年	
	West Macedonia	2013年	
銀行	Proton Bank	2012年	ユーロバンクが優良事業を買収 ピレウス銀行が優良事業を買収 ユーロバンクが優良事業を買収 郵便銀行に合流した上でユーロバンクが買収 NBGが優良事業を買収 NBGが優良事業を買収
	農業銀行(ATE)	2012年	
	郵便銀行	2013年	
	T-Bank	2013年	
	First Business Bank	2013年	
	Probank	2013年	

(注) 信用金庫は主に地方都市や島しょ部で展開する地域金融機関

〔出所〕ギリシャ金融安定化基金(HFSF)及び各行の『年報』より作成。

た。なお、欧州中央銀行（ECB）によれば、こうした一連の統廃合を受けて、銀行（Credit Institutions）の数は、09年には最多で66行であったのが、15年12月時点では40行まで整理されている。

これらの事実から明らかのように、ギリシャ当局は銀行部門の選択と集中を強化し、四大銀行を軸とする構造に再編することで危機を乗り越えようとした。しかしながら、預金者の信頼（コンフィデンス）の低下を受けて預金逃避に歯止めがかからず、預貸比率も大幅な低下を余儀なくされるなかで、信用収縮は深刻なものになった。銀行部門はECBの「最後の貸し手（LLR）機能」への依存度を強めたが、12年2月に主要格付け4社（ドミニオン・ボンド・レーティング・サービスズ（DBRS）、フィッチ・レーディングス、ムーディーズ、S&P）の全てが国債の評価を投資不適格級へと引き下げたことを受けて、ギリシャの銀行はECBによるオペの対象から外れることになった。それ以降、銀行部門の資金繰りは、ECBの承認の下、ギリシャ中銀によって行われる緊急流動性支援（Emergency Liquidity Assistance, ELA）に支えられることになった。なお、このギリシャ中銀によるELAは、ターゲット2勘定を通じてユーロ圏の他の構成諸国の中銀（特にドイツ連銀）から借り入れた資金で賄われているが、それがユーロシステム内の不均衡問題、つまり中銀間の資金貸借を通じた財政移転問題として広く論じられたことは、周知の事実である¹⁰⁾。

一連の対策が打たれる一方、累積債務問題が小康状態となるなかで、銀行危機にも落ち着きの兆しがみえるようになってきた。例えば、12年末には27.4%まで拡大した中銀からの流動性支援の対総資産比率は、14年末には14.1%まで

低下した。その他の指標、例えば不良債権比率も上昇テンポが鈍化し、また預金残高の対前年比減少率も14年にかけて幅が縮小した。しかしながら15年1月にSYRIZA政権が成立すると、こうした楽観的なムードが一変して銀行危機はむしろ悪化の度合いを再び強めるようになった。ギリシャのユーロ圏離脱が現実味を帯びるなかで取り付け騒ぎが生じ、15年の預金残高の減少率は25.4%にまで膨らんだ。一方でECBによりELAの上限を据え置かれたため、SYRIZA政権は15年6月、遂に銀行の休業を断行するとともに、預金の引き出しに制限（1日60ユーロまで）を課す資本規制の導入を余儀なくされた。

このようにユーロ圏離脱観測が高まるなかで、ギリシャの金融システムは崩壊寸前にまで追い込まれたが、15年8月における第三次金融支援の実施合意を受けて緊張が再び緩和し、ELAも増額されたことに伴い、表面上、最悪期は脱している。ESMにより提供される第三次金融支援では、銀行危機支援のための資金枠が250億ユーロ用意されており、これに基づきHFSFは、同年12月に財務体質の悪化が顕著であったNBGとピレウス銀行に対して27.2億ユーロずつの公的資金を注入した。アルファバンクとユーロバンクは公募増資により自己資本の回復に成功したものの、預金者のコンフィデンスが改善したとはいえない。また不良債権の処理も一向に進んでおらず、後述のように、不良債権比率は同様に銀行危機に陥った他の重債務国よりも突出して高い水準のまま推移している。ギリシャの銀行部門は依然危機の渦中であり、予断を許さない状況にある¹¹⁾。

Ⅲ. 銀行危機長期化の背景分析

以上で確認してきたように、ギリシャの銀行部門は、当局による政策対応が採られたにもかかわらず、何時崩壊してもおかしくない状況にまで追い込まれてしまった。それでは何故、銀行危機は長期化を余儀なくされたのであろうか。本節ではその背景分析を試みる。

1. 外部環境の変化

銀行危機が長期化した理由は、まず銀行部門を取り巻く外部環境の変化という観点から説明することができる。

何より最初に指摘すべきは、銀行危機の引き金となった政府部門の累積債務問題自体が終息していないということである。10年5月の第一次金融支援の実施合意以降、ユーロ建て国債が発行されてはいるものの、ギリシャ経済は基本的に国際金融市場から切り離されたままであり、現在もEUとIMFからの第三次金融支援によって何とか生き長らえている状態にある。本来は危機に陥った銀行部門を救済することの期待される政府部門そのものが支払能力の著しい低下に直面するなかで、銀行危機が長期化を余儀なくされた側面は否めない。

この累積債務問題は以下のチャンネルを通じて銀行危機の長期化をもたらしたとみられる。最初が実体経済の悪化である。08年から13年にかけての深刻な景気悪化を受けて、ギリシャのGDPは名目で24.6%、実質で26.0%も減少した¹²⁾。こうした状況下では当然融資先の経済状況も悪化を余儀なくされており、これが不良債権問題の深刻化につながった。一方、この間の景気悪化を受けてディスインフレが進んだこと

は、経済規模との対比でみた実質的な不良債権の規模がむしろ増加する結果につながっている。

次に金融システムの変調がある。まず金利の期間構造が逆転するという問題が生じた。累積債務問題の深刻化を受けて国債のデフォルト観測が高まるなかで、ギリシャの金利の期間構造に極端な逆イールド状態が定着したのである。ギリシャ中銀によると、最悪期である第二次金融支援の実施合意の直前である12年1月時点においては、3年債と10年債の利回り格差は実に▲4,217bpsにまで拡大していた。その後利回り格差のマイナス幅は縮小しているが、16年2月時点で3年債と10年債の利回り格差は▲226bpsと、逆イールド自体は保たれている。こうした金利の期間構造は銀行の資金調達・運用上の大きなハードルになり、銀行経営を圧迫する結果につながったとみられる。

この逆イールドの定着に合わせて、資本市場の構造変化、具体的には債券発行市場における期間構造の短期化という問題も生じた。ギリシャ中銀によれば、15年における債券発行額は前年比79.3%増の1,316.4億ユーロにのぼったが、そのうち93.4%が短期債であった。さらにその大半（全体の62.3%）が銀行債であり、国債の構成比率は全体の31.1%にとどまった。反面で、経済危機前において発行された債権の大半は、長期の国債（01年から07年の間は平均で77.0%）であった。つまり銀行は、危機が続くなかで長期国債での資金運用が困難化する一方で、短期債での資金調達が余儀なくされたものと整理される。こうした資本市場の構造変化は銀行の預貸バランスに強い負荷を与えたといえよう。

最後に株価の大幅な下落がある。ギリシャ中

銀によると、代表的な株価指数であるアテネ総合（ASE）指数は、財政統計の改ざんが発覚した09年10月から15年末までに76.5%低下した。うち銀行株だけに限定すると、同指数の低下幅は実に99.8%まで拡大する。他方で、非金融法人企業の株に関しては、同指数の低下幅は48.3%にとどまっている。この間の公募増資による希薄化の影響も考慮しなければならないが、銀行株の動きは累積債務問題に伴う悪影響が銀行部門に殊更強く表れていたことをうかがわせるものである。

2. 危機対応の不適切

先に述べた外部環境の変化に加えて、危機対応の不適切が指摘できる。そうした危機対応の誤りは、戦術レベルと戦略レベルに別けて説明される。

（1）政策対応の不十分さ

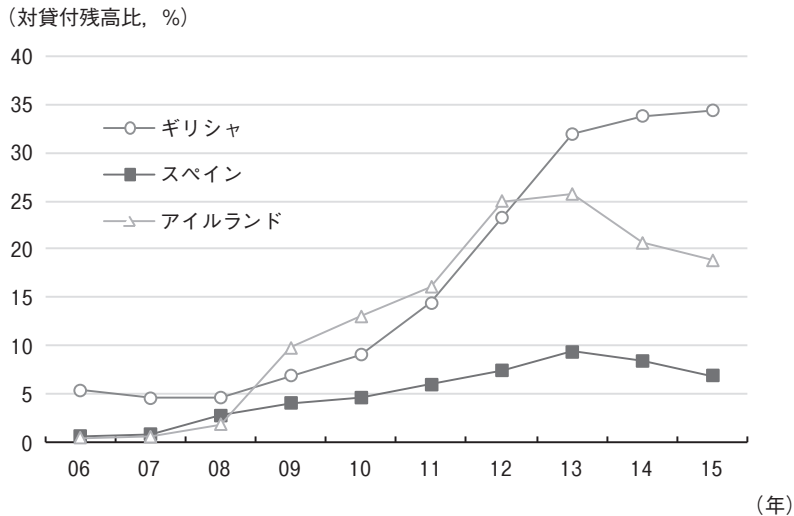
まず戦術レベルに関して、政策対応の不十分さが指摘できる。銀行危機を終息させる上では、政府と中銀による支援策が必要不可欠である。金融システムを安定化させるための具体的な戦術は①流動性供給の拡大、②預金保護の拡充、③規制の先送り、④資本増強、⑤不良債権の一括処理の5点に、概ね大別される¹³⁾。これまでの議論から明白なように、ギリシャの政策当局による安定化策は①と④の二点に限定されており、さらにそれらは事実上EUやECBによる強いコントロールの下に置かれていた。こうした制度的な制約のためにギリシャ当局が十分な政策対応を採ることができなかったことが、銀行危機の長期化をもたらした大きな理由になっていると考えられる。

他方、採用が見送られた政策のうち、とりわ

け不良債権の一括処理が行われなかったことは、銀行経営を圧迫したのみならず信用収縮を通じて实体经济の悪化を加速させたといえよう。日本の整理回収銀行のような公的バッドバンクを設立し、銀行部門から不良債権を引き離すことができれば、銀行は不良債権処理の重荷がなくなるために、通常の金融仲介業務に専念することができるかと期待される。実際ギリシャと同様に銀行危機を経験した重債務国のうち、アイルランドでは国家資産管理機構（NAMA）が、またスペインでも銀行再建資産管理会社（SAREB）が公的バッドバンクとして設立され、それぞれの下で不良債権の一括処理が行われており、景気の回復も後押しとなって一定の成果を上げている（図表5）¹⁴⁾。しかしながら、深刻な不良債権問題を抱えながらも、ギリシャでは公的バッドバンクによる不良債権の一括処理は実施されなかった。HFSF法（Law 4046/2012）第2条はその責務の1つに不良債権処理を定めているものの、HFSFが公的バッドバンクとして機能した事実は本稿執筆時点まで確認できておらず、不良債権の処理は各行単位で行われている¹⁵⁾。

ギリシャで公的バッドバンクによる不良債権の一括処理が見送られた背景には、政府部門の累積債務問題が深刻化するなかで、追加的な支出を伴うこのスキームが忌避されたことがあると考えられる。アイルランドやスペインの場合、不良債権問題は不動産バブルの崩壊を受けたものであり、したがってバッドバンクによる処理対象も不動産関連融資に事実上限定された¹⁶⁾。一方でギリシャの場合、深刻な景気後退を受けて消費財ローンや企業ローンも焦げ付きが鮮明であり（図表2）、仮にバッドバンクによる政策処理が試みられたとしても、その費用

図表5 不良債権比率の国際比較



〔出所〕 IMF, *Global Financial Stability Report* より作成。

負担に支払能力が低下した政府が耐えられなかった可能性は否定できない。また後述のように、ギリシャ経済のモラルハザードを警戒するなかで、救済色の強いこのスキームの採用にEUが難色を示した可能性も高いとみられる。

とはいえ、公的バッドバンクによる不良債権の一括処理を行わなくても、銀行危機が意識された初期段階で、より大胆な流動性供給や資本増強を断行できたならば、より早い段階で銀行危機の終息が図られたかもしれない。しかしながら、流動性供給はECBによって事実上管理されていたし、また資本増強に関してもEUとIMFからの金融支援に依存しており、さらにそれは事実上PSIの補完措置として行われたに過ぎない。そのため、ギリシャ当局は自らの判断によって流動性供給を一段と拡大したり、あるいは資本増強を増額したり不良債権処理を一括で行ったりすることは不可能だったわけである。皮肉にも、EUという制度的枠組みによりもたらされた危機対策の裁量の乏しきや機動性の低さが、ギリシャの銀行危機の長期化につながったと整理される。

つまり、超法規的措置としてEUがギリシャにより大胆な対応策の実施を許していれば、銀行危機の終息はより速かった可能性が否定できないということである。EUとともにギリシャへの金融支援に当たったIMFもまた、PSIとの関連において、13年の『カントリーレポート』のなかでその可能性について言及している。具体的には、PSIによる損失負担が12年3月の第二次金融支援の合意以前の早い段階で実施されていれば、政府部門の累積債務問題や銀行危機の長期化は防げた可能性があるとして、IMFは指摘している¹⁷⁾。実際、PSIを含めた債務再編の実施に関しては、10年10月にドーヴィルで開催されたユーロ圏首脳会議の際に必要なことが認められていた（いわゆる「ドーヴィル合意」）。しかしながら、PSIの実施は、結局のところ銀行部門のシステミックリスクがより一段と高まっていた12年まで引き延ばされている。

そもそもPSIは、銀行部門に対して政府部門の累積債務問題の対処コストの負担を強いるスキームである。しかるに、それが12年という既に銀行危機が顕在化した段階で実行されたこ

とについても、その妥当性に関して検証がなされるべきだろう¹⁸⁾。Vousinas [2015] など PSI を行われなければ、増資に要した金額が相当程度削減された可能性を指摘する研究もある¹⁹⁾。PSI を実施したゆえに銀行部門の健全性が一段と傷つき、危機対策に伴うコストがかさむことになった可能性もまた、問われて然るべきといえる。

(2) モラルハザード防止への過度の傾斜

個別の政策対応の不十分さは、言い換えれば、事態が悪化するたびに対策を採るといふ、いわば「戦力の逐次投入」を続けた EU の支援戦略観に基づくものといえる。最大の疑問は、EU が何故そうした戦略観を描いたのか、ということである。その理由は、戦略設計に当たりギリシャ当局を支援した EU が、ギリシャのモラルハザードの防止に過度に傾斜したことにあると考えられる。

政府や中銀による政策支援の常態化は、被支援対象である銀行のみならず、銀行の経営を監督すべき株主や預金者、さらには融資先のモラルハザードを喚起する恐れがある。モラルハザードが広がれば、各経済主体は最終的には支援が実施されることを前提に行動するため、危機の再発が免れない事態に陥り、政策支援に伴う費用負担だけが嵩むようになる。加えて、ギリシャの場合は、ギリシャ政府自体のモラルハザードも警戒された。政府が累積債務問題に陥るなかで、危機対応の費用の殆どが EU や IMF からの金融支援により賄われていた。そのため EU は、銀行とそれが仲介する預金者や融資先のみならず、ギリシャ政府そのものがモラルハザードに陥る危険性を警戒する必要に迫られたわけである。言い換えればこの関係は、ギリ

シャの銀行危機の終息を政策目標に、EU を「依頼人」としギリシャ政府を「代理人」としたプリンシパル=エージェント関係であったと整理することができる。さらに EU は、ギリシャ向けの金融支援の常態化することにより、ユーロ圏の構成する他の諸国にもモラルハザードが広がる可能性にも留意する必要があったことになる²⁰⁾。

つまり、こうしたモラルハザードの「負の連鎖」をどう予防するかという観点から、EU の金融支援戦略は設計されており、それゆえに銀行危機の終息支援策もその戦略観の下で実施されたと整理できる。実際に第二次金融支援を念頭にユーロ圏財務相会合で検討された PSI の実施に当たっては、納税者と投資家にも損失負担（つまりペイルイン）を強いることで経済全体へのモラルハザードの広がりを防ごうとしていたと考えられる。とりわけ欧州債務問題に際して、その支援戦略の構築に強い影響力を有したドイツのショイブレ財務相は、モラルハザードの問題を強く警戒してきた²¹⁾。14年5月に出された「金融機関の再生・破綻処理に関する指令 (Directive 2014/59/EU)」は、そうした EU の危機管理の戦略観の集大成といえよう²²⁾。

確かに、危機の再発を防ぐ観点に立てば、安定化政策のみならず構造改革の実行は必要不可欠であるし、被支援対象のモラルハザードを防ぐための適切なインセンティブの設計が求められる。その意味で、いたずらに政策支援を大規模化・常態化させることは決して望ましくない戦略といえる。ただ Amaglobeli *et al.* [2015] も明言するように、銀行危機終息には政府の費用負担は必要不可欠であるし、また危機の初動対応が迅速であれば長期でみた政府の費用負担が軽減する可能性は高いと考えられる。ギリ

シャの銀行危機の展開をみれば明らかなように、EUがギリシャ政府との間で生じるエージェンシーコストの軽減に努めようとした結果、かえって構成国の銀行危機の長期化に伴う対処コストへの負担の方が重く押し掛かることになったという理解が成立する。

IV. まとめにかえて

以上、本稿では、ギリシャの銀行危機が長期化した背景の分析を試みた。

第I節で本稿の狙いを述べた後、続く第II節で銀行危機と政策対応の展開について整理した。ギリシャ政府と中銀は銀行部門の選択と集中を強化し、四大銀行を軸とする構造に再編することで危機を乗り越えようとした。政府の累積債務問題が落ち着くなかで銀行危機にも終息の兆しがみえた局面もあったが、15年1月にSYRIZA政権が成立しギリシャのユーロ圏離脱観測が高まるなかで、金融システムは崩壊寸前まで追い込まれた。その後、第三次金融支援の実施合意(15年8月)を受けて、表面上、最悪期は脱したものの、ギリシャの銀行部門は依然危機の渦中にあり、予断を許さない状況にあることを指摘した。

この整理を受けて第III節では、銀行危機長期化の背景分析を①外部環境の変化と②危機対応の不適切という評価軸から考察した。外部環境の変化に関しては、何より銀行危機の起点となった累積債務問題自体が終息していないことに加えて、実体経済が極端に悪化したこと(経済規模の縮小や物価上昇の弱化)、金利の期間構造が逆転したこと、株価が大幅に下落したことの4点を指摘した。他方で、危機対応の不適切という観点からは、それを個々の戦術と全体

の戦略の2つのレベルに分けて論じた。前者に関しては、EUによる強いコントロールという制度的な制約のためにギリシャ当局が十分な政策対応を採ることができなかったことが、銀行危機の長期化をもたらした大きな理由になっている可能性を指摘した。さらに後者については、EUがギリシャ政府のエージェンシーコストの軽減に努めようとした結果、かえって銀行危機への対処コストが増大したという理解が成立することを述べた。

最後に検討したいのが、ギリシャの銀行危機の長期化が、EUが警戒したギリシャ政府がモラルハザードに陥ったことの「帰結」であったのかどうかということである。そもそもEUは、ギリシャ政府の累積債務問題の本質を、当初は支払能力危機ではなく流動性危機と誤認しており、それがギリシャの経済危機の終息を遅らせた可能性が指摘されている²³⁾。この理解に基づけば、EUが与えた流動性危機支援を前提とした「処方箋」は、当然のように機能しない。実際EUは、事態の悪化に応じて「戦力の逐次投入」を余儀なくされたのであるから、銀行危機の長期化の原因を代理人であるギリシャ政府に求めるのは適切ではなく、むしろ依頼人であるEUそのものの戦略判断ミスに帰すべきであると考えられる。

次に銀行のモラルハザードについてである。その深刻な不良債権問題が意味するように、ユーロ導入を受けて一種の「貸し込み」を行った事実については、否定的に評価されるべきである。そして、危機の再発を防ぐためには、ブルーデンス政策の強化に取り組む必要性もある。もっとも、政府の累積債務問題の悪化が飛び火するかたちで自らの支払能力の低下を余儀なくされるとともに、さらに政府や中銀からも

ギリシャの銀行危機長期化と政策対応

潤沢な支援を仰ぐことができなかつたという意味において、この銀行危機の長期化が銀行自身のモラルハザードの「帰結」であるとも評価し得ないだろう。

ギリシャの銀行危機が投げかける問題は、経済通貨同盟の下で政策の裁量を失った構成国に対して、経済通貨同盟そのものがどのような政策支援を行うべきかという論点である。ギリシャの経験に基づけば、少なくとも依頼人である経済通貨同盟の代理人である構成国の政府が支払能力危機に陥っている事態においては、構成国の政府のモラルハザードに伴うエージェントコストよりも、構成国の銀行危機の長期化に伴う対処コストへの負担の方が経済通貨同盟に対して重く押し掛かるリスクが高いということに尽きよう。

注

- 1) 同様の問題意識に基づき、累積債務問題下での国有企業民営化の展開を扱った論考として、拙稿 [2015b] がある。なお本文中で後述する民間債権者による損失負担 (Private Sector Involvement, PSI) を受けて、ギリシャの四大銀行 (アルファ銀行とユーロバンク、ナショナル銀行、ピレウス銀行) は政府 (正しくはギリシャ金融安定化基金) から資本注入を受けている。その際、四大銀行の何れに対しても政府の出資比率が8割以上となり、銀行の「国有化」が進むが、これは経過措置的な性格であり、前掲書で検討されている EU と IMF により課された民営化プログラムの対象からは外れている。
- 2) Kamberoglou and Stavrianou [2007], p.285.
- 3) プロトン銀行や農業銀行 (ATE)、郵便銀行などで、縁故融資に関する報道がなされている。
- 4) PSI のオファーは以下の通りである。すなわち、2,055 億ユーロの国債発行残高の96.9%に相当する1,990億ユーロ分に関しては①31.5%に相当する624億ユーロ分を新発債と交換する、②15.0%に相当する297億ユーロを EFSF による証券と交換する (満期は13年3月12日と14年3月12日の2つ)、③新発債と同額発行の GDP 連動債と交換する、という手段を通じて、借り換えが行われた (Bank of Greece [2012], p.12)。なお新発債の発行条件は満期が30年 (償還年は2042年) とされとともに、金利は15年まで2.00%、その後は20年まで3.00%、21年3.65%、以降は4.30%を適用とされた (*European Commission European Economy Occasional Papers 94*, p.47)。
- 5) HFSF は、銀行への公的資金注入を担う専門機関として、第一次金融支援実施合意後の10年6月に設立された時限機関である (Law 4046/2012)。
- 6) Bank of Greece [2012]。
- 7) なお、HFSF は PSI 以前にも、中銀により新旧分離勘定方式での処理が決定したプロトン銀行の支援に携わった実績がある。具体的には、HFSF は11年10月と12年2月の二回に分けて新勘定に公的資金を注入し、新プロトン銀行を設立した。最終的な出資額が2億6,500万ユーロに達した上で、その後、同行の事業はユーロバンクに対して売却された。なおプロトン銀行の政策処理は、同行が主要株主による取引に関連して資金洗浄を行うなどの不正に手を染めた結果を受けたものであり、政府部門の累積債務問題に伴うものとはいえ、銀行危機の長期化の問題とは切り離すべき問題であると整理される。
- 8) 四大銀行への HFSF の出資比率の変遷は付表の通りである。なお、EBRD による出資は各行とも8,000億ユーロを超えないように設定されている。

	2013年	2014年	2015年
アルファ銀行	81.7	66.2	11.0
ユーロバンク	95.2	35.4	2.4
NBG	84.4	57.2	40.4
ピレウス銀行	81.0	66.9	26.0

(出所) 図表4と同じ。

- 9) ATE は、2010年に実施された欧州銀行監督機構 (EBA) によるストレステストにより資本不足を指摘された結果、政府による再建対象となった。実際、翌11年には欧州委員会が再建計画を承認するなど、公的支援が行われる予定であったが、関係者に対する不正融資を1,300件、金額にして少なくとも50億ユーロを抱えていたとされ (“Minister Says ATE Bank Scandal is Biggest of Its Type,” *Kathimerini*, 26 August 2015)、再建ではなく清算という手段が採られることになった。また郵便銀行も不正融資の温床と化しており、同行破たん後の14年には、最高経営責任者 (CEO) であるアンゲロス・フィリビディス氏が、国際手配の上、滞在先のトルコで逮捕される事態になっている。
- 10) 例えば Buiter *et al.* [2011], Higgins and Klitgaard [2014], Sinn and Wollmershaeuser [2011] など。
- 11) 16年3月には、四大銀行の1つであるピレウス銀行と国内5位のアッティカ銀行について、資本不足が警戒される事態になっている。うちピレウス銀行に関しては、公募増資の目標額13.4億ユーロを5億ユーロ下回る状態であるとの報道がなされたが、ECB やギリシャ中銀はコメントを差し控えている (“Greece’s Piraeus and Attica banks probed over recapitalization,” *Financial Times*, 8 March 2016)。
- 12) 土田陽介 [2015c], 45頁。
- 13) Honohan and Klingebiel [2000]。
- 14) 正確には、NAMA と SAREB はいずれも官民共同出資のバッドバンクである。政府の出資比率は NAMA の場合で49% (より正確には NAMA 傘下の不良債権処理に限定した特定目的会社を設立し、うち49%の株式を NAMA が所有)、SAREB の場合は45%にとどまる。なお両者とも、国内を中心とする民間の金融機関も資本参加している。

- 15) なお各行単位では、14年頃から不良債権処理を専門とする部局が設立され、それによる債権管理が実施された。例えばピレウス銀行ではRecovery Banking Unit (RBU) と 'Non Core' Bank/Task Force と呼ばれる2つの独立した部局が設立され、債権管理に当たった。
- 16) IMF [2014], Schoenmaker [2015].
- 17) *IMF Country Report No.13/153*, p.33.
- 18) ECB も、PSI の実施によりユーロ圏全体の金融システムが不安定化する可能性について言及していた (*ECB Monthly Bulletin*, October 2011)。そしてその傾向が、PSI に強制色が濃くなればなる程強くなるとも指摘していた。
- 19) Vousinas [2015] は、仮に PSI を実施しなかった場合、増資に要した86.7億ユーロと実際に要した負担額から78%少ない規模にとどまった可能性を指摘している (Ibid., pp.9-10)。
- 20) Ardagna and Caselli [2014].
- 21) "Minister Schäuble's Keynote Speech: Bundesbank Symposium on Financial Stability," 28 February 2014. なおこうした経済政策思想は、ショイブレ財務相だけではなくドイツの政策当事者に広く共有される概念といえる。その背景には、ドイツにおける戦後一貫したハイパーインフレーションに対する「戒め」があると考えられる。言い換えれば、ドイツの経済政策思想では、中銀による金融政策の目標はあくまで「物価の安定」にあり、金融安定化の観点は非常に弱い。
- 22) 銀行などの信用機関や投資会社の破たん・清算を処理するためのルールを定めた指令。59条以降に、ペイルインによる処理に関する具体的な記述がある。
- 23) 土田陽介 [2015a], 田中素香 [2015].

参 考 文 献

- 土田陽介 [2015a] 「緊縮財政ではギリシャ危機は終息しない」『週刊東洋経済』第6605号 (2015年7月), 38~39頁。
- _____ [2015b] 「ギリシャにおける国有企業民営化の現段階」『証券経済研究』第91号 (2015年9月), 103~118頁。
- _____ [2015c] 「ギリシャの経済危機とそのソルベンシー」『国際金融』第1277号 (2015年10月), 44~52頁。
- 田中素香 [2015] 『ユーロ危機とギリシャ反乱』岩波新書, 1586.
- Amaglobeli, David, Nicolas End, Mariusz Jarmuzek, and Geremia Palomba. [2015] "From Systemic Banking Crises to Fiscal Costs: Risk Factors," *IMF Working Paper*, WP/15/166.
- Ardagna, Silvia and Francesco Caselli. [2014] "The Political Economy of the Greek Debt Crisis: A Tale of Two Bailouts," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, No. 4, pp.291-323.
- Bank of Greece. [2012] *Report on the Recapitalisation and Restructuring of the Greek Banking Sector*, Athens.
- Buiter, Willem, Ebrahim Rahbari and Juergen Michels. [2011] "The Implications of Intra-Euro Area Imbalances in Credit Flows," *CEPE [Center for Economic Policy Research] Policy Insight*, No.57.
- Cecchetti, Stephen, Robert McCauley and Patrick McGuire. [2012] "Interpreting Target 2 Balances," *BIS [Bank for International Settlement] Working Paper*, No.393.
- European Commission European Economy*, Various Issues.
- HFSF [Hellenic Financial Stability Fund] Annual Report*, Various Issues.
- Higgins, Matthew and Thomas Klitgaard. [2014] "The Balance of Payments Crisis in the Euro Area Periphery," *FRBNY [Federal Reserve Bank of New York] Current Issues in Economics and Finance*, Vol.20, Num. 2.
- Honohan, Patrick and Daniela Klingebiel. [2000] "Controlling Fiscal Costs of Banking Crises," *World Bank Policy Research Working Paper*, 2441.
- IMF [International Monetary Fund] Country Report Greece*, Various Issues.
- _____. [2014] "Spain: Financial Sector Reform-Final Progress Report," *IMF Country Report*, No.14/59.
- Kamberoglou, Nicos and Nikolaos Stavrianou. [2007] "Regional Dimensions of Dealing with Rapid

- Credit Growth: Perspectives from Greece, 1998-2005,” in Enoch, Charles and İnci Ötker-Robe eds., *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe*, chapter. 17, pp.284-295.
- Pasiouras, Fotios. [2012] *Greek Banking from the Pre-Euro Reforms to the Financial Crisis and Beyond*, Palgrave Macmillan.
- Schoenmaker, Dirk. [2015] “Stabilising and Healing the Irish Banking System: Policy Lessons,” prepared for the CBI [Central Bank of Ireland] -CEPR [Center for Economic Policy Research] -IMF Conference in *Ireland-Lessons from its Recovery from the Bank-Sovereign Loop*, 19 January 2015, Dublin.
- Sinn, Hans-Werner and Timo Wollmershaeuser. [2011] “Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB’s Rescue Facility,” *NBER [National Bureau of Economic Research] Working Paper*, No.17626.
- Vousinas, Georgos. [2015] *Recapitalization of the Greek Banking System & Fallacy of PSI*.
(三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング (株)
調査部研究員)