

# みずほレポート

2012年6月18日

## 域内の資金偏在に現れる ECB共通政策の限界

—万能ではない3年LTRO、強まるECBの手詰まり感

- ◆ ECBの期間3年の資金供給オペ(3年LTRO)により一旦、金融不安は後退。イタリア・スペインでは3年LTROが市中銀行の資金繰りを支え、預金流出による影響を緩和
- ◆ しかし、そうした効果は一時的で、両国からの預金流出に歯止めがかからず。加えて、市中銀行の国債保有が増加したことでソブリン・銀行の信用リスクの一体性が強まるという副作用が発生
- ◆ 一方、ドイツ等には南欧から流出した預金が流入し、資金余剰感が一段と強まっている。ユーロ域内における資金付け替えを通じ、ECBには民間の抱えていた「南欧リスク」が移転
- ◆ こうした「金融面の域内分断化」状態が続けば、ECBの共通政策の枠組みでは危機対応策の効果が上がらず、問題を増幅させることにつながりかねず
- ◆ 個別国対応が可能となる国債購入策(SMP)では3年LTROよりも効果が期待できる一方、モラルハザード問題を軽視できず。ECBの危機対応には手詰まり感が強まりつつある状況

---

市場調査部シニアエコノミスト 中村正嗣  
03-3591-1265 masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp

---

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

---

## 目 次

---

1. はじめに：ECBの大規模資金供給による金融不安の緩和	1
2. ECBの3年LTROによるユーロ圏市中銀行への影響	2
(1) 3年LTROの効果：ドラギECB総裁の見解	2
(2) 3年LTROの狙いとユーロ圏市中銀行のBS変化	2
3. ユーロ圏各国で異なる3年LTROの影響度	4
(1) ユーロ域内の「南北」で異なる3年LTROへの資金需要	4
(2) 各国市中銀行のBS変化：資金流出が止まらないスペイン・イタリア	5
(3) 海外マネーの流入により過剰流動性懸念が高まるドイツ	6
(4) 市中銀行の資金調達環境が大幅に改善したフランス	7
4. 3年LTROに対する評価と残る課題	7
(1) 南欧の資本収支を支えたECBマネー	7
(2) ユーロ域内の資金偏在とECBに移転された「南欧リスク」	9
(3) ソブリンと銀行の健全性の一体化	10
(4) 「共通金融政策」という枠組みでの危機対応の限界	11
(5) 国債購入策(SMP)は3年LTROよりも望ましい政策か？	11
(6) 手詰まり感が強まるECB	13
5. おわりに	14

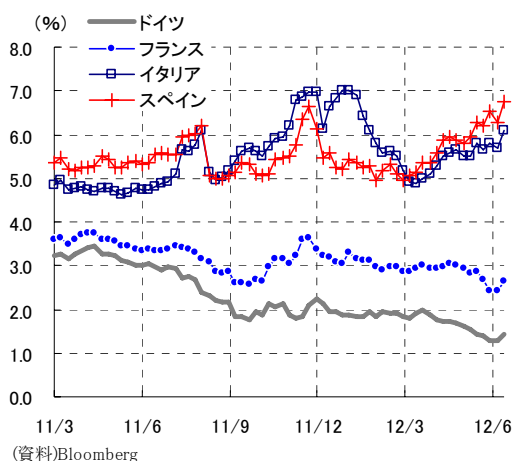
## 1. はじめに：ECBの大規模資金供給による金融不安の緩和

昨年末にかけて、ユーロ圏債務問題が混迷を深めたことで世界的に金融危機的様相が強まった。欧米の株価は大きく下落し、インターバンク市場の流動性が干上がったことで欧州大手行の資金繰り懸念すら囁かれた。こうした状況を反転させるきっかけが欧米中銀の流動性対策であった。同年11月末にFRBやECB、日銀など主要6中銀はドル資金供給オペの金利引き下げを発表し、世界的なドル資金需給の逼迫感が緩和した。加えて、ECBが期間3年の資金供給オペ(3年LTRO、Longer-Term Refinancing Operation)の実施を発表(12/8)、初回の3年LTRO(12/21入札、12/22供給)には4,900億ユーロもの応札が集まった。これらを受けて全般的に市場のセンチメントが改善し、昨年末から2012年初にかけては株価上昇や南欧国債利回りの大幅な低下につながった(図表1)。3年LTRO第二弾(2/29入札、3/1供給)では約5,300億ユーロと初回を上回る資金供給となり、2回の合計で1兆ユーロ近い資金が銀行システムに供給された(図表2)。

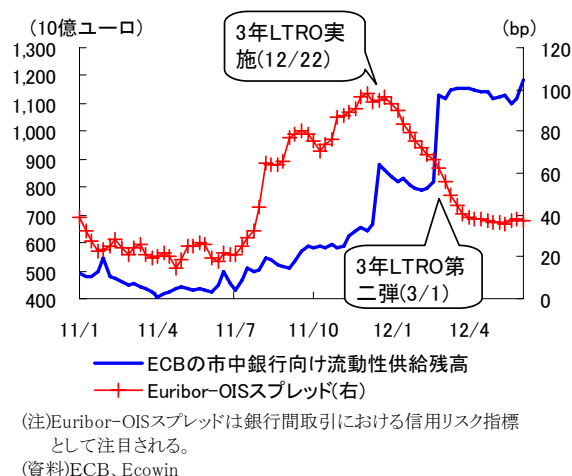
しかし、この春以降、再び欧州債務問題への懸念が高まり、スペインやイタリアの国債利回りは上昇に転じている。スペインの財政収支目標の下方修正や同国の国債入札の不調などをきっかけとしており、足元ではギリシャの政治情勢を巡る先行き不透明感が強く意識されている。このため、「3年LTROの効果が既に息切れしており、追加対策が必要」との声も聞かれ始めた。

図表2に示す通り、リスク・プレミアムが低下したという点からは3年LTROの効果がうかがえる。他方、中央銀行の危機対応によって金融市場の資金の流れが正常化したのかどうかは、リスク・プレミアムという価格面だけでは捉えきれない。そこで、本稿では市中銀行の資産・負債構造(BS)の変化を分析することで、量的側面からLTROの効果を評価する。特に、個別国における市中銀行のBSの動きをみることによって、LTROの効果と限界を明らかにする。結論を先に述べれば、3年LTRO実施により金融システムへのストレスは、一旦は緩和された。しかし、南欧諸国では預金流出圧力が根強い一方、ドイツ等には南欧から引き揚げられた資金が流入しており、域内の格差がますます広がっている。こうした状況に対してECBの共通金融政策の枠組みでは限界が生じつつある。

図表1 各国10年物国債利回り



図表2 信用リスク指標とECBオペ残高



## 2. ECBの3年LTROによるユーロ圏市中銀行への影響

### (1) 3年LTROの効果：ドラギECB総裁の見解

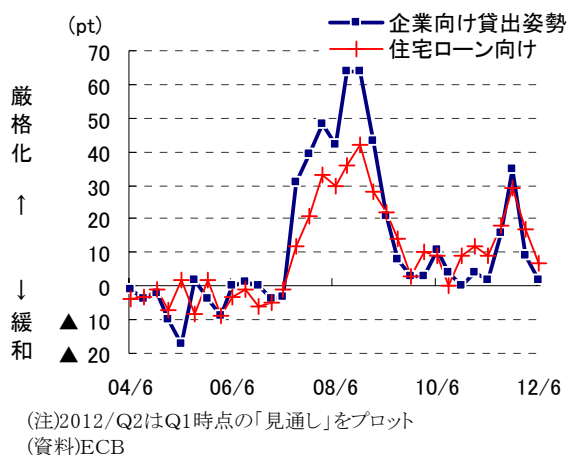
ドラギECB総裁によれば、3年LTROの効果として以下の5点が指摘されている。すなわち、①深刻なクレジット・クランチの発生を防止したこと、②市中銀行の貸出姿勢が緩和し、供給面からの金融逼迫懸念が後退したこと、③多くの銀行で預金ベースの強化につながったこと、④M3の改善につながったこと、⑤金融市場の不確実性やボラティリティの低下につながったことである。

ここでは②、④、⑤について確認し、次項以降で①と③を検証する。②については、ECBの銀行貸出態度調査(調査期間：3/23～4/5)で示されている。1～3月期の企業・家計向け融資姿勢は前期から厳格化度合いが大きく緩和し、4～6月期見通しも改善方向となった(図表3)。また、各行の資金調達状況に関する質問では、短期流動性調達が大幅に改善したことが示された。実際、インターバンク市場の資金需給を示す目安として注目される銀行間金利(Euribor)とOIS(Overnight Index Swap-rate)のスプレッドが昨年12月の3年LTRO実施を境に縮小方向に転じており、銀行間市場の逼迫感は大きく緩和した(1頁、図表2を参照)。④の点について、ユーロ圏M3は2011年12月の前年比+1.5%から2012年3月には同+3.2%へと上昇した(図表4)。前月比ベースで見ると、昨年末にかけて3カ月連続で減少していたが、1月以降、増加に転じている。但し、4月が前月比減少しており、ユーロ圏債務問題の再燃による影響が示唆される。⑤については、春先にかけて株価上昇やボラティリティ・インデックスの低下などで確認できる。1～3月期は米景気の回復期待等も影響していたとみられるが、3年LTROがセンチメント改善の一因となったことには違いないだろう。

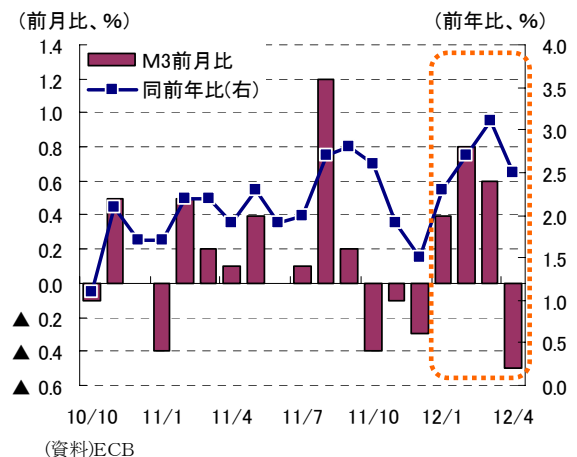
### (2) 3年LTROの狙いとユーロ圏市中銀行のBS変化

ECBは3年LTROなどの措置を「非標準的政策」と呼び、その目的を「金融政策の伝達メカニズムの機能を回復させること」としており、端的に言えば「市場機能の回復」を狙いとしている。具体的には、①金融システムを安定化させて信用創造チャネルを正常化させること、②国債市場の安定化を

図表3 ユーロ圏市中銀行の貸出姿勢



図表4 ユーロ圏マネーサプライ(M3)

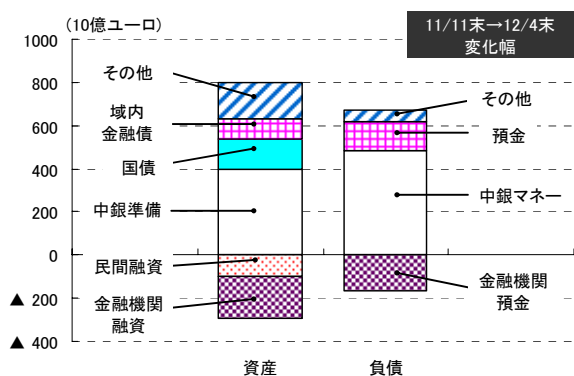


促すことだったと思われる。まず、①については、銀行間市場の機能不全や預金流出によって市中銀行が流動性危機に陥ることを防ぐと共に、民間向け投融资の急激な圧縮を回避することが目的である。危機対応による金融システムの安定化が不安心理の払拭につながれば、民間向け投融资の回復を促すと期待される。次に、②について、国債がレポ取引における主要な担保であることやその利回りが貸出金利の基準となることから、ソブリン・リスクの高まりによって国債価格が大幅に下落すれば、レポ市場への影響を通じて市中銀行の資金繰りを悪化させかねず、また、貸出金利の上昇を通じて「意図せざる引き締め効果」をもたらし得る。加えて、現実問題として、南欧諸国の国債利回り上昇により国債を大量に保有する市中銀行の信用不安につながっていたことから、前述の①にも関連してくるのだが、金融システムの秩序維持には国債市場の安定化が求められた。なお、国債市場への直接介入を実施しなかった背景については第4節にて後述する。3年LTROに期待されるこれら二つの効果が現れたのか、という観点から市中銀行のBS変化を分析していく。

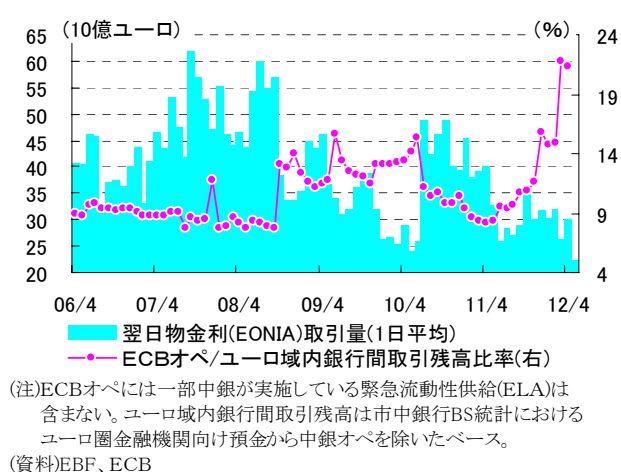
3年LTROの規模を見ると、2回の合計で1兆ユーロ近い資金が供給されたが、市中銀行への資金供給のネット増加分は約5,000億ユーロであった。ユーロシステム(ECBと各国中央銀行で構成されるユーロ圏中央銀行システムのことを指す。以下、本稿では単に「ECB」と表記する)の資金供給オペ(1週間物、1カ月物、3カ月物)の一部が3年LTROに振り替えられたため、ネット増加分はグロス供給額の半分ほどとなった。また、ECBの負債サイドでは、超過準備に相当する預金ファシリティが大幅に増加したが、1月より法定準備率が引き下げられたことを勘案すると、市中銀行のECBへの預金(法定準備預金+預金ファシリティ)は約3,500億ユーロ強の増加となった<sup>1</sup>。つまり、市中銀行のBS上では、ECBの資金供給と準備預金の差額分に相当する投融资の増加や外部調達(預金や債券発行)の減少が生じたことになる。

これらを踏まえてユーロ圏市中銀行のBS変化を見ると、総資産の変化の太宗がECBとの取引(中銀マネーによる調達と中銀準備としての預金)であり、危機対応で実施された3年LTROのマネーが

図表5 ユーロ圏市中銀行のBS変化



図表6 銀行間市場取引残高とECBマネー



<sup>1</sup> この数字は国債購入と見合いで実施しているターム預金ファシリティ(TDF、Term Deposit Facility)を含まない。昨年11月末以降のTDFの増加幅は約200億ユーロとなっている。なお、図表4における「中銀準備」にはTDFが含まれる。

銀行間市場を代替することになったために資産・負債が両建てで増加している(前頁図表5)。これ以外の点では、まず、市中銀行の国債投資が拡大し、国債利回りの低下につながる一因となった。また、銀行債保有が増加した点からは、市中銀行の債券投資に対する積極的な動きが債券発行環境の改善を促したと思われる<sup>2</sup>。加えて、預金が増加に転じたことで市中銀行の資金繰り安定化に貢献した。昨年末にかけてはユーロ圏内外の預金が増加していたが、2012年に入り再び増加に転じ、昨年9月とほぼ同水準まで回復した。ユーロ圏銀行セクターへの安心感が醸成されたためと考えられる。

一方、ユーロ域内の銀行間取引が大きく縮小したままであり、ECBの資金供給残高は銀行間市場の2割強と、ユーロ導入以来の規模まで膨らみ、銀行間市場の取引も低調さが続いている(前頁図表6)。また、民間向け融資の減少基調が続いており、投融资の回復を促すという3年LTROに期待される効果は出ていない。もっとも、民間向け融資の減少は実体経済の悪化により資金需要自体が落ち込んでいるという側面もあるため、融資の急激な縮小が起こらなかったと言う点では、3年LTROの成果と言えるかもしれない。

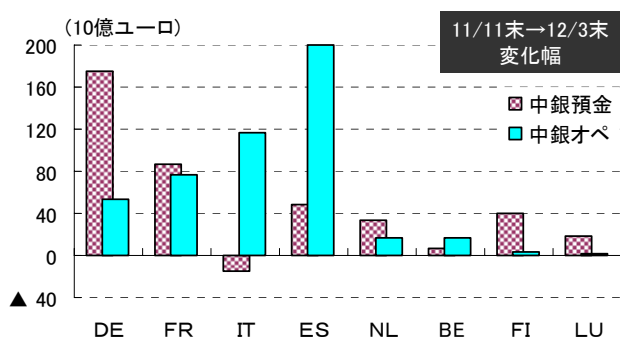
### 3. ユーロ圏各国で異なる3年LTROの影響度

#### (1) ユーロ域内の「南北」で異なる3年LTROへの資金需要

前節ではユーロ圏全体での動きを見たが、実際には、債務危機の震源地である南欧諸国と、質への逃避先として国債利回りが歴史的な水準に低下しているドイツのような国では、状況に大きな違いが生じていても不思議ではない。本節ではユーロ圏主要国の動向を分析し、3年LTROの効果に関して詳細な検証を進める。

既に述べた通り3年LTROによりECBの資金供給はネットで約5,000億ユーロ増加したが、域内各国において同じ割合で増加したわけではない。3年LTROに伴う各中銀の資金供給残高の変化(2011年11月末から2012年3月末までの変化幅)を見ると、スペインが約2,000億ユーロと域内で最大の規模となり、

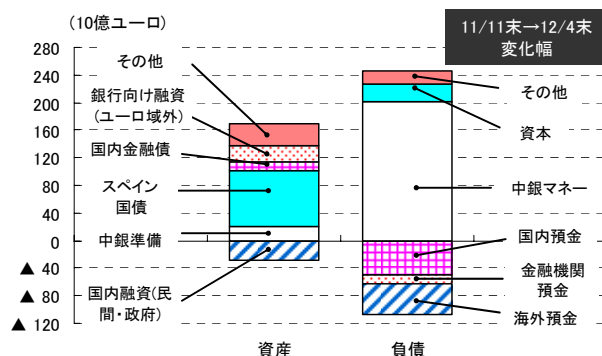
図表7 各国中銀のオペ・準備預金の変化



(注)中銀預金は法定準備+預金ファシリティ(ターム物を含む)。略称は以下の通り。DE:ドイツ、FR:フランス、IT:イタリア、ES:スペイン、NL:オランダ、BE:ベルギー、FI:フィンランド、LU:ルクセンブルク

(資料)各国中央銀行よりみずほ総合研究所作成

図表8 スペイン市中銀行のBS変化



(注)資産サイドのその他は、他のユーロ域内金融機関向け融資、他のユーロ域内民間・政府向け融資、国内民間債券、海外証券(債券・株式)。負債サイドのその他は、その他負債、発行債券(CP含む)。金融機関預金はスペイン内外の合計。

(資料)スペイン中銀よりみずほ総合研究所作成

<sup>2</sup> 但し、銀行債保有の増加はイタリア要因が大きい。その背景については第3節を参照されたい。

次いでイタリアが約1,200億ユーロ増加し、両国だけで全体のおよそ6割を占めた(前頁図表7)<sup>3</sup>。しかも、市中銀行の預金残高に対する中銀マネーの供給残高比率が1割超と、ユーロ圏平均(およそ5%)の2倍以上に達したほか、両国の過去平均(2%前後)と比較しても異常と言える規模であった。

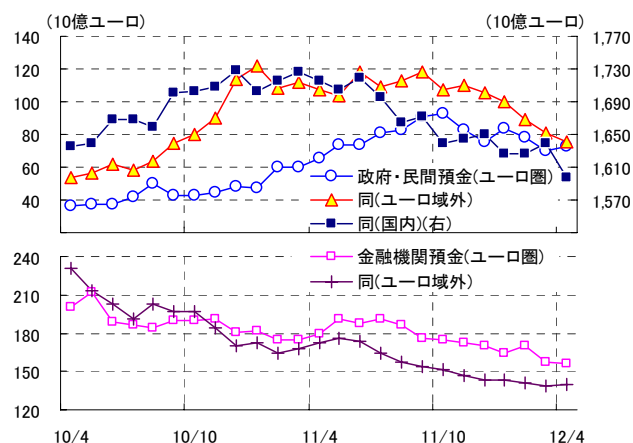
一方、中銀預金をみると、フランスやドイツで大きいという特徴がある。特に、ドイツはフランスと異なり、中銀預金の増加幅が中銀の資金供給よりも大きく、3月末の残高が4,200億ユーロと、ドイツ市中銀行総資産の5%超に達した。この比率は過去平均(平時では約0.6%)を大きく上回り、預金準備率が引き下げられていることも踏まえると、やはり異常である。オランダやフィンランドなどでも同様の傾向がみられ、ユーロ域内の「南北」で大きな差が生じた。次に、主要国の市中銀行のBSに目を転じる。

## (2) 各国市中銀行のBS変化：資金流出が止まらないスペイン・イタリア

中銀マネーが最も増大したスペインにおける市中銀行のBS変化を見ると、まず、負債側では中銀からの調達の高さと共に、預金の減少が目立つ(前頁図表8)。スペインでは国内外の各主体の預金がいずれも減少傾向にある(図表9)。海外預金のうち、金融機関預金が過去2年以上に渡って減少し続けており、昨年半ば以降は、政府・民間預金も減少に転じた<sup>4</sup>。預金の大部分を占める国内預金も減少傾向に歯止めがかかる兆しはうかがえない。こうした広範な預金流出は、不良債権問題を抱える国内金融機関の健全性への懸念が高まっているためと考えられる。

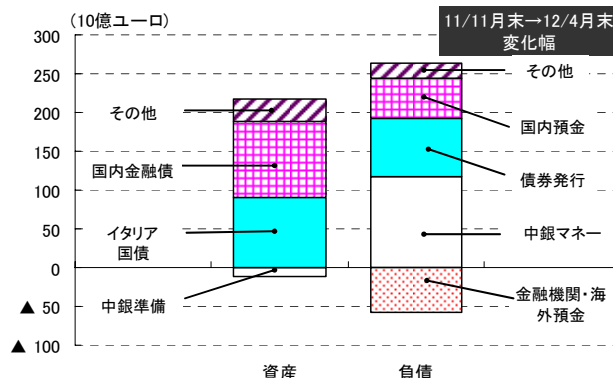
次に資産側を見ると、中銀準備が僅かな増加に留まった一方、自国国債の増加が目立つ。しかも、3年LTR0が実施された昨年12月以降の国債増加は過去にないペースであった。国内市中銀行による積極的な国債投資が年初におけるスペイン国債利回りの低下につながっており、スペインでは3年LTR0に期待された効果が現れたと言える。国債投資拡大の背景には、市場のセンチメント改善によりスベ

図表9 スペイン市中銀行の預金



(資料)スペイン中銀よりみずほ総合研究所作成

図表10 イタリア市中銀行のBS変化



(注)資産サイドの「その他」には、国内外向け融資・証券・国内金融債以外の債券などを含む。金融機関・海外預金は、国内外金融機関預金と国外民間・政府預金。負債サイドの「その他」には資本などを含む。  
(資料)イタリア中銀、ECBよりみずほ総合研究所作成

<sup>3</sup> ECBは各オペの入札結果を発表し、週次のBS統計を公表している。一方、各国中銀は月次ベースでしかBS統計を発表していない。そこで、各国における3年LTR0の需要については2011年11月末から2012年3月末にかけての資金供給額の変化幅を用いた。

<sup>4</sup> 本稿において、個別国の説明で用いる「海外」という表現には、特段の断りがない限り、当該国以外のユーロ圏諸国も含まれる。



イン国債の割安感が意識されたこと等が考えられる。但し、結果的に、国債購入の主体がほぼ国内市中銀行のみに留まり、国債市場における市中銀行のプレゼンスが高まってしまったことで副作用も生じた。この点は第4節で詳述する。

続いてイタリア市中銀行のBS変化を見ると、中銀からの資金調達の高さのほか、債券発行による市場調達も急増したという特徴がある(前頁図表10)。3年LTROによって金融不安が後退したことで市場調達が可能になったためだろう。スペインと同様、調達した資金により預金流出の影響が緩和されている。預金の動向を見ると、イタリアでは国内預金が回復しており、市中銀行の資金繰りを支えている。他方、海外預金、特に、金融機関預金の減少基調が続いており、スペインほどではないが、先行きの資金繰り不安を抱えたままと言える。

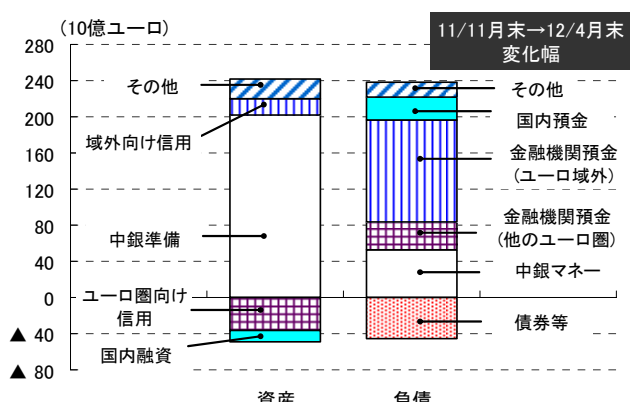
資産側を見ると、市中銀行の債券発行とほぼ同規模で国内銀行債の保有が増加しており、銀行セクター内での持ち合いが発生したことになる。一部の観測報道で聞かれたように、ECBのオペに参加するための適格担保資産を確保するという理由から銀行債の保有が増加したという可能性がある。また、国内銀行債を除くと、スペイン同様、自国国債の保有残高が大幅に増加した。

### (3) 海外マネーの流入により過剰流動性懸念が高まるドイツ

ドイツ市中銀行のBS変化はスペイン・イタリアと大きく異なる(図表11)。既に見たように、中銀マネーの増加幅が小さく、3年LTROの利用は一部に留まったとみられる。一方、預金が大幅に増加しており、特に、海外金融機関がその大部分を占めている。ユーロ圏全体では預金が増加し、スペイン・イタリアなどでは預金が流出していることを踏まえると、ドイツにおける海外金融機関預金の増加は、南欧諸国からの預け替えとみられる。預金が増加したため、ドイツ市中銀行では債券発行による資金調達の必要性が大きく低下した。

資産側を見ると、中銀準備が大幅に増加している。LTRO実施前からドイツ市中銀行の中銀準備は高水準が続いており、LTRO実施後、国内のカネ余り度合いが一段と増した。また、ユーロ圏向け投融資が減少しており、南欧等からの資金回収が進んでいるものと推測される。他方、保有国債はほぼ変化

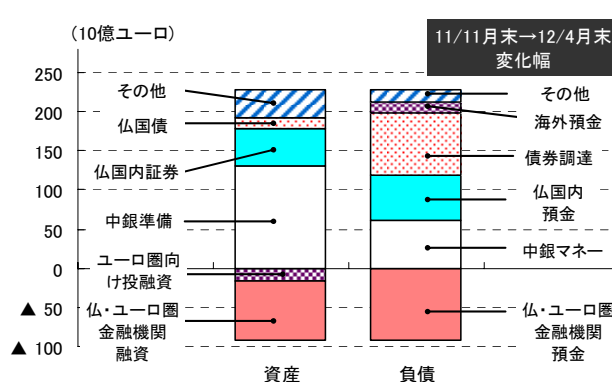
図表 11 ドイツ市中銀行のBS変化



(注)ユーロ圏向け信用は金融機関・政府・民間融資、証券保有。負債側の債券等にはCPを含む。

(資料)ドイツ連銀よりみずほ総合研究所作成

図表 12 フランス市中銀行のBS変化



(注)ユーロ圏向け投融資は政府・民間融資、債券・株式。仏国内証券は国債を除く債券・株式。海外預金は仏以外のユーロ圏政府・民間預金、ユーロ域外預金(金融機関を含むベース)

(資料)フランス中銀、ECBよりみずほ総合研究所作成

していない(保有国債は前頁図表11で「その他」に含む)。ドイツ国債利回りが歴史的な低水準にあるため、割高感から国内銀行は国債投資を手控えているようだ。

#### (4) 市中銀行の資金調達環境が大幅に改善したフランス

フランス市中銀行のBS変化はユーロ圏全体の動きに概ね類似している(前頁図表12)。負債側では中銀オペの利用と共に預金、債券発行が増加したが、仏国内・ユーロ圏金融機関預金が減少した。資産側では、中銀準備が大きく増加したほか、国内債券・株式保有も増えている。また、仏国内・ユーロ圏金融機関向け融資や他のユーロ圏向け投融资が減少した。

フランスでは、昨夏以降、海外預金が減少し、債券・MMFの発行も滞ったことで、市中銀行は主に海外向け投融资を縮小すると共に、中銀マネーへの依存を強めた。そうした中、3年LTROが実施されると、中銀マネーにより資金繰りが安定化したことに加えて、債券・MMFでの調達が可能となり、海外預金の減少にも歯止めがかかるなど、資金繰り環境が大きく好転した。資金繰りに余裕が出たことで、国債のほか、国内債券・株式などの民間向け投融资が拡大に転じた。このように「中銀の危機対応を受けた民間向け投融资の拡大」という動きは他のユーロ圏主要国では見られない。また、市中銀行の国債保有拡大が小幅に留まる中、昨年末以降、フランス国債市場は安定感を取り戻している。全般的にフランスに対する過度な悲観的見方が緩和したためとみられる。

### 4. 3年LTROに対する評価と残る課題

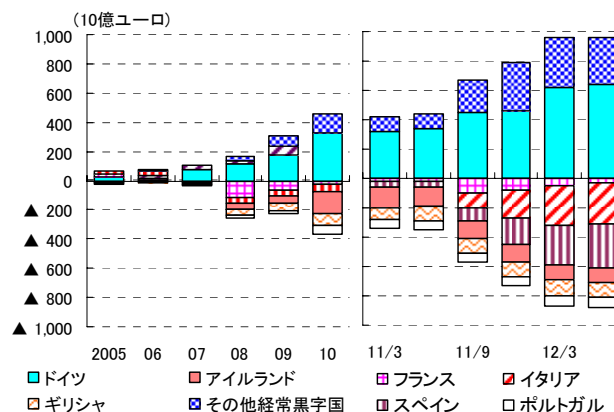
#### (1) 南欧の資本収支を支えたECBマネー

以上のように、3年LTROの実施後、主要4カ国の市中銀行のBSには各々異なる変化が生じた。これらを整理すると、3年LTROへの評価として以下の諸点を指摘できる。

まず、銀行間市場が縮小し、預金流出圧力が高まっていた中、3年LTROが市中銀行の資金繰りを支え、金融不安の深刻化を回避するという、危機対応として期待される成果をあげたと評価できる。財政懸念が高まっていたスペイン・イタリアのみならず、フランスにおいても市中銀行が市場調達に窮し、預金流出圧力に晒されていたことから、無策のままでは資金繰り破綻に陥る金融機関があったとしても不思議ではなかろう。また、預金減少によりデレバレッジを加速せざるを得なくなり、ドラギECB総裁が指摘したように、大規模なクレジット・クランチにつながっていた恐れもある。

ECBの危機対応により経済の急激な収縮を回避できたという証拠は、ユーロ圏各国中銀

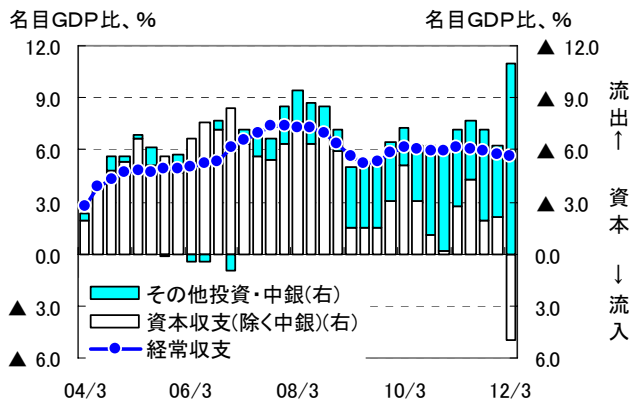
図表13 各国中銀のTARGET向け債権・債務



(注)各年末、四半期末時点。直近は2012年4月末時点。  
(資料)各国中央銀行よりみずほ総合研究所作成

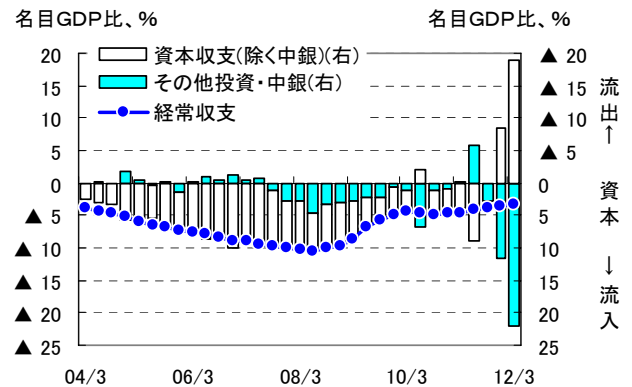
のバランスシートに現れるTARGET向け債権・債務(TARGETバランス)の変化と国際収支からも見てとれる(前頁図表13)。ここではTARGETに関する詳しい説明を割愛するが、当該期におけるTARGETバランスの増減は、経常収支の裏側である資本収支のうち、中央銀行分(「その他投資・中央銀行」勘定)に相当する<sup>5</sup>。このため、ユーロ圏各国の国際収支の恒等式は「経常収支=資本収支(その他投資・中銀を

図表 14 ドイツの国際収支



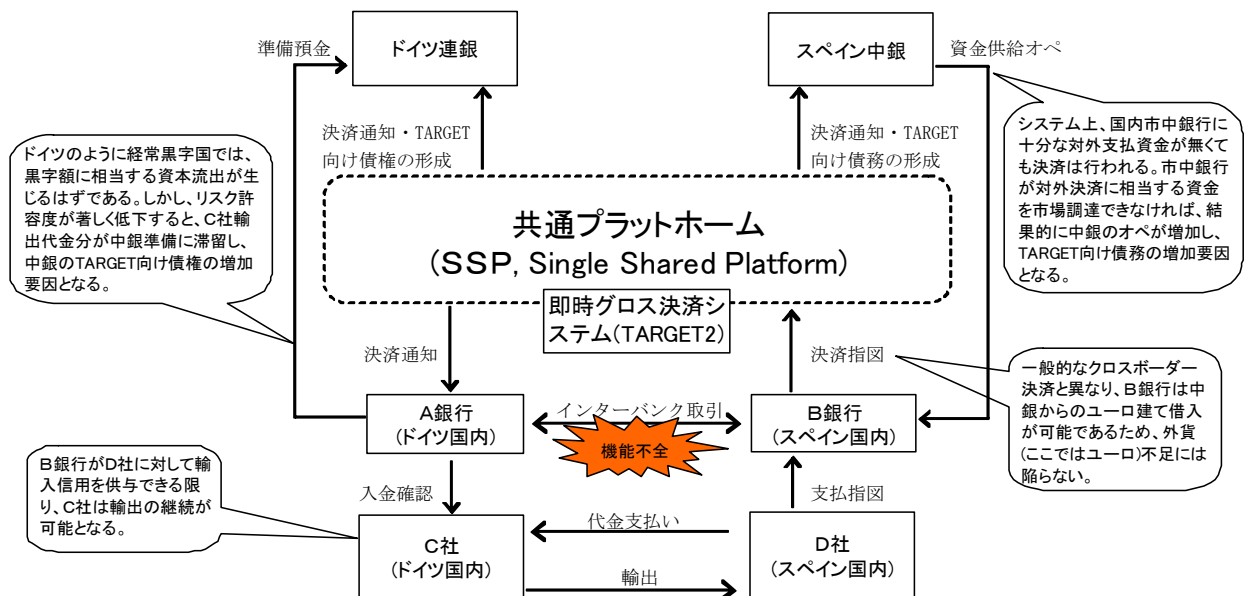
(注)後方4期平均。資本収支と経常収支の不一致分は誤差脱漏。  
(資料)ドイツ連銀

図表 15 スペイン国際収支



(注)後方4期平均。  
(資料)スペイン中銀、みずほ総合研究所

図表 16 ユーロ域内における決済と TARGET バランス形成の流れ(ドイツ・スペインの事例)



(注) 清水(2009)、奥田(2011)、日本銀行(2008)を元にみずほ総合研究所作成。

<sup>5</sup> TARGET とはユーロ域内の決済システムのことを指し、各国中銀の決済用口座を用いることで域内におけるクロスボーダー決済が国内決済と同様に行われることを可能としている。なお、現在は機能が高度化された「TARGET2」となっているが、本稿では「TARGET」と表記する。ユーロ域内でのクロスボーダー決済が生じると、決済を行う両中銀にはTARGET向け債権・債務が形成される仕組みである。但し、ECB(各国中銀を含めた連結ベース)のバランスシート上では相殺されて現れない勘定となる。また、「債権・債務」と表記しているが、例えば、TARGET向け債権を有するドイツ連銀が他のユーロ圏諸国に対して直接的な融資等を行っているわけではない。ECB内の資金移動を帳簿上、「債権・債務」と表記しているものであり、「返済をしたりまたはされたりする必要はなく、本当の意味での貸し借りではない」(清水(2009))。TARGETの仕組みに関する詳細については、清水(2009)のほか、奥田(2011)、日本銀行(2008)、ECB(2011)、Jobst(2011)、Whelan(2011)などが詳しい。

除くベース) + TARGET バランスの増減」(除く誤差脱漏)と表すことができる。これを踏まえて各国の動向を見ると、ドイツでは経常黒字に見合う資本流出に替わってTARGET向け債権が増大しており、逆に、スペイン(イタリアも同様)では経常赤字を賄う資本流入が無く、TARGET向け債務が膨らんだ(前頁図表14・15)<sup>6</sup>。本来、経常赤字国において資本流入が途絶すれば、為替の大幅な減価と国内需要の急激な縮小に見舞われたはずである。単純化した例を挙げれば、スペインでは2011年の資本収支(その他投資・中銀を除くベース、名目GDP比)が▲8.4%であったことから、輸出を所与とすると、経常黒字(名目GDP比)が8.4%相当となるように、輸入急減につながる内需の大幅な縮小が起こっていたと想定される。3年LTROによる大規模な資金供給は、こうした国際収支不均衡に伴う調整圧力を緩和し、内需の急収縮を食い止めたのである。

## (2) ユーロ域内の資金偏在とECBに移転された「南欧リスク」

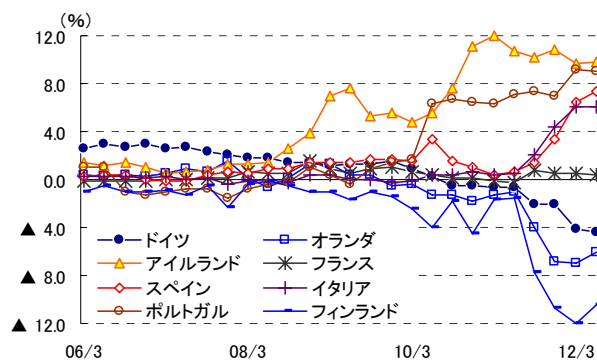
一方、3年LTRO実施後の状況には課題や問題点も浮かび上がる。

第一に、ECBの資金供給が南欧諸国の資本収支を支え、内需の急激な悪化の回避につながったことの裏返しとして、ECBには「南欧リスク」が移転された。

既に指摘したように、各国の3年LTROへの需要には大きな隔たりがあり、中銀のBSの不均衡として現れている。本来、銀行間市場の麻痺という危機に対して中銀が流動性供給を行えば、供給と準備預金が両建てで積み上がり、市場機能が正常化していく過程で両建ては解消されると想定される。図表5(3頁)に示す通り、少なくとも、ユーロ圏全体では市中銀行の中銀取引は両建て構造となっている。

しかし、実際には、資金供給のみ増大している国がある一方、中銀準備のみが増加している国があるなど、大きな違いが生じており、そうした不均衡が解消する兆しも見られない。ここで、各中銀のネット供給額(中銀マネーの供給額－中銀準備)を各国市中銀行のECB依存度とすると、スペインやイタリアでは中銀依存度が急激に高まり、トロイカ(欧州委員会・ECB・IMF)から支援を受けているアイルランド・ポルトガルと近い水準まで上昇している(図表17。図表に示して

図表 17 各国の中銀マネー依存度



(注)各国市中銀行総資産に対する各国中銀のネット資金供給(資金供給－中銀準備)の比率。アイルランドは緊急流動性供給(ELA)を含む。直近は2012年4月。  
(資料)各国中央銀行、ECBよりみずほ総合研究所作成

<sup>6</sup> ドイツとスペインにおいて TARGET バランスが形成される事例として示したものが前頁図表 16 である。通常、各国間における資金過不足の差は金利差につながるが、単一金融政策を実施し、為替リスクが消滅したユーロ域内においては、平時であれば、資金余剰国(＝経常黒字国)から資本不足国(＝経常赤字国)へと、金利差がなくなるまで資本移動が起こると想定される。図表 16 に沿って説明すれば、貿易決済によって生じた TARGET バランスは、両国市中銀行間のインターバンク取引等により貿易決済と逆のマネーフローが発生し、解消される。昨年後半以降は、スペインへの民間資本流入が途絶し、その分が中銀マネーによって賄われ、スペイン中銀の負債サイドに TARGET 向け負債が形成された。ドイツでは経常黒字に相当する資本流出が起こらなかったため、その資金が中銀の超過準備として滞留し、ドイツ連銀の資産サイドに TARGET 向け債権が形成された。次節と関連する点だが、TARGET バランスの大きさは、ユーロ域内における金融面の不均衡の度合いを端的に示すバロメーターとも言える。

いないが、ギリシャは30%近い)。中銀マネーへの依存度が高まった要因は、流出した民間マネーが3年LTROによって穴埋めされたためであり、見方を変えれば、ECBが南欧民間向けエクスポージャーを引き受けたことに他ならない。

一方、ドイツやオランダなど、域内北部の諸国では、前述した中銀依存度がマイナスと、資金余剰感が強まっている。これは他のユーロ圏を含む海外から預金が入り、ユーロ圏向け投融资を回収したことが要因である。つまり、ドイツなどはECBに南欧民間向けエクスポージャーを移転することで資金回収を図ったことになり、そのマネーが超過準備としてECBに還流しているのである。

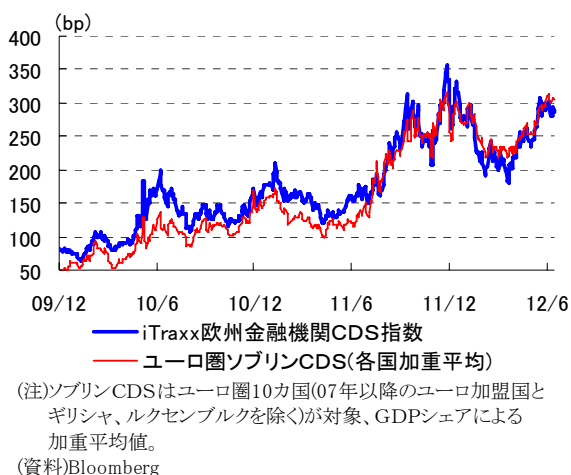
### (3) ソブリンと銀行の健全性の一体化

ユーロ圏債務問題が深刻化していく中、図表18に示すように、ソブリンと欧州金融機関のCDSには強い連動性がみられる。くわえて、南欧諸国では3年LTROで調達した資金による国債買い増しの動きが生じたため、ソブリンと銀行の信用リスクの一体性が更に高まることになった。これが二つ目の問題点である。

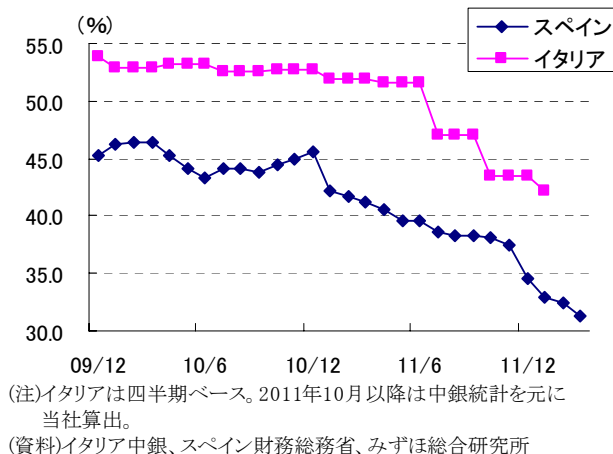
3年LTRO実施後、図表8・10(4・5頁)で示したように、スペインやイタリアでは自国国債を大幅に買い増す動きが見られた。当初は、国債への需要増加が国債利回りの低下を促し、国債市場の安定化が南欧債務問題への懸念を後退させ、金融市場のセンチメントを更に改善させるという好循環を創出した。これは第2節でも指摘した通り、3年LTROに期待された効果と言える。但し、この「期待された効果」を厳密に言えば、3年LTROによるセンチメント改善や市中銀行による国債購入が呼び水となって幅広い投資家層に国債投資への安心感を醸成し、投機の抑制を図ることだったはずである。この観点では、「期待された効果」よりも「問題点」が目立つ結果となった。イタリア・スペインでは海外勢の国債売却が続いていることで国債保有に占める海外投資家比率が急低下しており、国債市場における国内市中銀行のプレゼンスは一段と高まった(図表19)。その結果、財政懸念の高まりが銀行の健全性不安につながり易くなるという、副作用をもたらしてしまった。

こうした海外勢の南欧国債売却の動きは3年LTROによって誘発されたとは断言できない。しかし、

図表 18 ソブリンと欧州銀行のCDSプレミアム



図表 19 国債の海外保有比率



結果的に、国債保有者が海外勢から市中銀行を中心とした国内勢へと移転した。そして、市中銀行の国債投資の原資が民間マネーから中銀マネーへと移ったことを踏まえると、南欧ソブリン向けエクスポージャーについてもECBが引き受けたことを意味しているのである。

なお、財政懸念が銀行の健全性問題に波及するという経路と逆も存在する。ユーロ圏では銀行監督の権限が各国にあり、一般的にも、国内銀行に問題が生じれば、国内経済への影響を抑えるために政府が何らかの救済策を講じるはずという期待感がある。このため、アイルランドでみられたように、国内金融機関の不良債権問題への懸念が高まると、政府の救済コストが増大すると懸念につながり易い。こうした「ソブリン・銀行の相互依存症(bank-sovereign interdependence)」問題は、ユーロ圏債務危機の深刻化につながっている一因と言える(Pisani-Ferry(2012))。

#### **(4) 「共通金融政策」という枠組みでの危機対応の限界**

ソブリンと銀行の信用リスクが同一視され、域内の資金偏在傾向が強まっている状況から示唆されるように、3年LTROのようにユーロ圏各国に等しく実施するECBの共通金融政策では金融市場の正常化を促すことはもはや困難と思われる。ECBの危機対応に手詰まり感が出てきたことが三点目の課題として挙げられる。

今後もソブリン・リスクを背景にした域内の資金偏在の傾向が継続すれば、南欧では資金流出圧力に晒されて金融面の不安定さを抱え続けることになり、ECBとしては、無制限流動性供給オペなどの「非標準的政策」により市場機能を支えざるを得ないだろう。一方、それはECBが「南欧リスク」を引き受けることでドイツ等への資金流入を更に促す可能性があるため、ドイツ国内における過剰流動性問題を惹起する恐れがある。ドイツでは失業率が歴史的な低水準にあり、今春には高めの賃上げ協議が相次ぎ妥結された。企業・家計のバランスシートも健全であり、2011年の住宅価格上昇率は東西ドイツ統合後、最も高い伸びであった。ファンダメンタルズの良好さと「乾いた薪」とも言われる中銀の超過準備が膨大に積み上がっている状況を見れば、インフレ・ファイターであるECBはドイツのインフレへの懸念を強めるかもしれない。実際、ドイツ出身のECBメンバーからは「出口戦略」への言及など、タカ派なコメントが聞かれており、過剰流動性によるドイツの将来的なインフレ懸念を念頭に置いた発言と思われる。このため、今後、ユーロ圏債務危機が深刻化した際の危機対応として、追加の3年LTROを実施することにはECBメンバー内から異論が出易く、慎重とならざるを得ないのではないか。共通金融政策に伴うジレンマはユーロ導入以来、続いてきたことではあるが、共通政策の弊害が今まで以上に目立ち始めた状況と言える。

#### **(5) 国債購入策(SMP)は3年LTROよりも望ましい政策か？**

以上のような課題・問題点は、「結果的に観察された事象」であり、必ずしも「3年LTROがもたらした弊害」とまでは言い切れない。昨年末にかけての金融市場の逼迫を思い返せば、3年LTROというECBによる大規模な資金供給策が金融システムの安定化に大きく貢献したことは疑いようが無い。実際、2009年6月に実施した1年LTROは成功であり、その経験があったからこそ、今回の3年LTROが決

定されたと思われる。

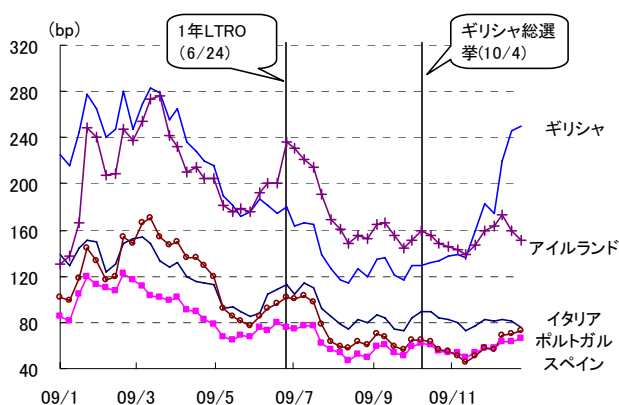
しかし、2009年当時はユーロ圏債務危機が噴出しておらず、金融危機からの回復局面の初期段階にあり、1年LTROの実施により景気回復に更に弾みがついた。また、1年LTROの実施を契機にユーロ域内の国債利回り格差が縮小に転じており、政策対応により市場機能の正常化が促されるという期待通りの成果があがった(図表20)。これに対して、今はソブリン・リスクが強く意識されているという環境の違いがある。このため、後知恵ではあるが、1年LTROの成功体験が再現されるとの期待は最初から無理があつたのかもしれない。また、「市中銀行の要求する全ての資金を供給する」という受動的な政策により、政策規模をECBがコントロールできなかったことから、3年LTROは「やり過ぎ」だった可能性すらある。

このため、3年LTROよりも国債購入策(SMP、証券市場プログラム)が有効な危機対応と考えられる。政策規模をECB自身がコントロールできる上に、ストレスのかかっている市場に直接介入することで、小規模な購入でも大きな効果を期待できるからである。ECBが「南欧リスク」を引き受けること自体は3年LTROと同様だが、3年LTROと異なり、ソブリンと銀行の信用リスクの一体性を更に強めてしまうという問題を回避できる可能性がある。

他方、今年2月以降、ECBがSMPを停止していることから示唆されるように、SMPにも問題はあつた(図表21)。まず、南欧諸国に対する財政ファイナンスという色彩が濃い政策に対しては、タカ派メンバーを中心にECB内に強い反対意見が存在する。事実、過去1年ほどの間に、ドイツ出身のECBメンバーが二人も任期途中で辞任しており、それはSMPに反対するための行動であつた。

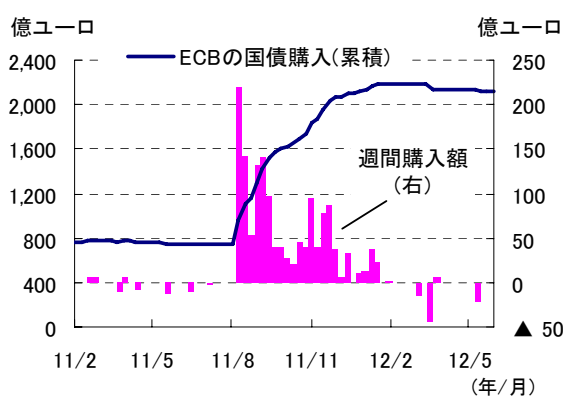
さらに、個別対応がもたらす本質的な問題として、国債利回りが低下し、財政懸念が後退すれば、政府が財政再建・構造改革への取り組みをやめてしまうと言うモラルハザードのリスクがある<sup>7</sup>。しかも、このリスクは昨夏に実際に顕現化してしまった。2011年8月、スペイン・イタリアの国債利回り

図表 20 1年LTRO実施後の各国国債利回り(09年)



(注) 各国の10年物国債利回りドイツ10年物国債利回りのスプレッド  
(資料) Bloomberg

図表 21 ECBの国債購入の推移



(注) 週間の変動には評価損益、償還を含む  
(資料) ECB

<sup>7</sup> 第2節で述べたように、3年LTROに期待される効果の一つが国債利回りの低下であり、実際、一時的には期待通りとなった。しかし、資金供給を受けた市中銀行が国債投資を拡大するのか、事前的には明らかではない。また、ECBの資金供給オペの担保には国債よりも信用力が劣る証券が用いられることが多く、必ずしも、オペに参加するために国債購入が増加するわけではない。このため、国債購入が既知であるSMPと比べて、3年LTROは政府のモラルハザードにつながりにくいと言える。

上昇が続いていた中、両国から財政赤字削減策の実行の言質を取り付けたトリシェ ECB 総裁(当時)は、「SMPを積極的に実施する」との声明を発表した。その声明の通り、ECBの国債購入額は週当たり200億ユーロ規模にも達した。ところが、イタリアのベルルスコーニ首相(当時)は、国債利回りが低下した途端、ECBに約束した財政赤字削減策を次々と撤回し、ECBやユーロ圏各国から強い反発を浴びると、赤字削減策を再び発表するといったように、政策対応が二転三転した。過去について「もし」と言っても仕方がないが、3年LTROの代わりに大規模なSMPを実施していた場合を想像すると、3月に署名した財政協定やセーフティネットの規模拡大(3月末のユーロ圏財務省会合)、金融監督制度の改革案(6/6発表)など、構造改革に向けた政策対応が今ほどに進んでいなかったかもしれない。結局のところ、問題の火種が残る結果になっていた可能性が高いと思われる。

## (6) 手詰まり感が強まるECB

足元では、スペインが金融支援を要請(6/9)したものの、国債利回りの上昇に歯止めがかかっていない。ユーロ圏債務危機が再燃しつつある中、実体経済の下振れリスクも増していることから、ECBが更なる危機対応に迫られるとの見方が強まっている。

では、ECBの「次の一手」として何が考えられるだろうか。まず、3年LTROの追加実施の可能性は低いと考えられる。本稿で指摘した域内の資金偏在傾向を更に強めることにもなりかねないからだ。同様の理由から、オペの適格担保基準を更に緩和することも望ましいとは言えない<sup>8</sup>。幅広い資産を裏づけに市中銀行への資金供給を実施した場合、その後起こることは3年LTROと大差ないだろう。実際、ドラギECB総裁は、6月6日のECB政策理事会において、資金偏在問題に対応すべきは政府であり、金融政策では解決できないとの見解を示し、政府サイドの対応の遅れを批判している。

他方、ストレスの高まっている国債市場への直接介入となるSMPには相応の効果を期待できる。銀行とソブリンの信用リスクの一体化を弱め、預金流出への一定の歯止めとなる可能性があるためだ。課題はモラルハザードをいかに回避するかであり、ひとえにユーロ圏各国政府の姿勢にかかっている。また、ECB内での合意形成も大きな課題である。

そもそも、南欧の預金流出問題の根本的な背景には、ユーロ圏債務問題に対して各国政府が有効な対策を打ち出せないとの懸念や、ギリシャのユーロ離脱リスクが取り沙汰されていることがある。このため、ECBのみが政策対応を打ち出しても、イタリアやスペインからの預金流出を食い止めることは難しいだろう。本稿のこれまでの分析と検証を踏まえると、ECBが実施した「時間稼ぎ」には限界が近づきつつあるように思われる<sup>9</sup>。

<sup>8</sup> 昨年12月8日のECB政策理事会では、3年LTROのほか、オペの適格担保基準を緩和し、ローン債権等も認めることを決定した。

<sup>9</sup> ECBの政策対応として、当然ながら政策金利の引き下げも選択肢である。ECBの政策金利は現在1%であり、利下げ余地はある。但し、多額の資金供給オペによりECBが暗黙の誘導目標としている翌日物金利(EONIA)が0.3%近辺まで低下していることから利下げによる大きな効果は期待できない。加えて、金融システムが機能不全に陥っている状況において、金利調整は適切な政策手段ではない。SMPや3年LTROなど、非標準的政策と組み合わせて実施する必要があると考えられる。



## 5. おわりに

3年LTROの実施により、ひとまず、金融危機の深刻化を回避することはできた。昨年後半と比較し、今のところ、ユーロ圏の銀行システム全体には多額の中銀マネーが供給された状況にある。しかし、銀行間市場の正常化が遅れ、域内の資金偏在傾向が続いている。南欧では預金流出が継続し、ドイツ等の北部諸国には南欧から引き揚げられたマネーが流入していることで資金余剰感が強まるという、「金融面の域内分断化」現象が起こっているのである。ユーロ圏債務危機に対して、ECBの政策対応には手詰まり感が見られ始めた。

ECBの危機対応が十分な効果を生まず、ユーロ圏債務危機が深刻化しているという問題の根には、各国政府が危機打開に向けた効果的な政策を打ち出せないとの懸念がある。ユーロ圏各国政府は債務危機から脱却していくためのユーロ体制の制度改革やセーフティネット強化に取り組まなくてはならない。ECBの実施してきた「時間稼ぎ」の効果が徐々に失われつつあるという現状を、ユーロ圏の政策当局は再認識し、早急に対応を強化するべきである。

以上

[参考文献]

- 奥田宏司 (2011) 「ユーロ決済機構の高度化(TARGET2)について —TARGET Balanceと『欧州版 IMF』設立の関連—」(立命館国際研究24-1、June 2011)
- 清水良樹 (2009) 「ユーロ域内取引における国際収支不均衡とその限界」(立教経済学研究第63巻第2号)
- 日本銀行 (2008) 『決済システムレポート2007-08』
- Draghi, Mario (2012), “Introductory statement to the press conference (with Q&A)”, European Central Bank, 3 May 2012
- European Central Bank (2011), Monthly Bulletin, October
- de Grauwe, Paul (2009), “Economics of Monetary Union”, Oxford University Press
- (田中素香・山口昌樹訳 (2011) 『通貨同盟の経済学(原書第8版)ユーロの理論と現状分析』勁草書房)
- Jobst, Clemens (2011), “A balance sheet view on TARGET – and why restrictions on TARGET would have hit Germany first”, vox, 19 July 2011
- Pisani-Ferry, Jean (2012), “The euro crisis and the new impossible trinity”, Bruegel policy contribution, January 2012
- Whelan, Karl (2011), “Professor Sinn misses the target”, vox, 9 June 2011