

ユーロ危機と銀行の国債保有

——ソブリンリスクと銀行の資金調達リスク——

代 田 純

要 旨

ユーロに加盟する、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルでは、ユーロに関わる財政金融政策およびIMF融資によって、国民から批判が強まり、政権が交代している。これは政治的緊張を伴っており、現在の事態はユーロ危機と呼ぶに値しよう。

ユーロ危機の背景としては、発足当初から加盟国間で経済格差が大きかったこと、ユーロ加盟国の拡大ペースが早かったこと、EU共通財政が制約されており、南欧への配分額が抑制されていること等を指摘できる。しかし本稿が最も重視する要因は、財政収支の逼迫により国債のデフォルト（再編を含む）リスクが高まり、さらに国債の主要な保有者としての欧州系銀行が、資金調達面でホールセール市場に依存する点である。

銀行の資産構成において、公債（国債を含む）は約5%程度の比率であり、さほど高いとは言いがたい。しかし、国債の保有構造においては、国内外の銀行による保有比率が高い。欧州系銀行の資金調達において、預金は50%程度で日米に比較して低く、他方でインターバンク市場など短期金融市場やカバードボンドなど債券市場への依存が高い。国債利回りの上昇は、銀行のホールセール市場でのコスト上昇に伝播していると思われる。

ソブリンリスクと銀行の資金調達（funding）リスクは、相互に影響しつつ、現在のユーロ危機の背景となっている。

目 次

- | | |
|---------------------|--------------------------|
| I. はじめに | 4. 共通財政の制約と南欧 |
| II. ユーロ危機の背景 | III. ユーロ危機の現局面 |
| 1. ユーロ加盟国の経済格差 | 1. 財政赤字の拡大と国債利回り上昇 |
| 2. ユーロ圏拡大のペース | 2. EU・ECBの対応 |
| 3. 銀行の資金調達とホールセール依存 | IV 周辺国（Periphery）の国債と銀行業 |

1. 国債の保有構造
2. 主要国銀行の国債保有
 - ① 英系銀行
 - ② 独仏の銀行
 - ③ 周辺国の銀行

- ④ 主要銀行と自己資本比率
- V. 欧州系銀行の資金調達構造
 1. 資金調達とホールセール依存
 2. ホールセール市場と新しいリスク
- VI. まとめに代えて

I. はじめに

ユーロ危機に関する通説は、現在のユーロ危機はユーロ圏諸国間での競争力格差（独等の経常黒字国と周辺国等の経常赤字国）の反映、といったものである。¹⁾本稿は、こうした理解を否定するものではないが、ユーロ危機の背景として、銀行業を中心とする金融システムとソプリン・リスク（国債に関わるリスク）の相互依存関係を重視するものである。

ユーロ導入に先立ち、マンデルらによって提唱された、最適通貨圏の条件は、平易に表現すれば、次のように要約されよう。①最適通貨圏では、構造的に同質である（=景気・インフレ格差が生じにくい）。②あるいは、構造が異なるにせよ、景気・インフレ格差を調整する機構がある。そのためには、A 生産要素（資本・労働）の移動性が高い。B 物価・賃金の伸縮性が高い。C 財政による公的な所得移転が整っている。²⁾

しかし、2011年3月現在、失業率はユーロ圏平均で9.9%、最高のスペインでは20.7%（前年3月19.6%）、最低のオランダでは4.2%（同4.5%）と大きな格差がある。³⁾同じく、インフレ率（年率換算、3月現在）は最高のエストニアで5.1%（前年3月1.4%）、最低のアイルランドでは1.2%（同-2.4%）と格差がある。同

月に、物価はユーロ圏平均で2.7%（同1.6%）上昇し、ECBは利上げを実施した。灯油、輸送用燃料など原油関連で上昇したことが背景として指摘されている。⁴⁾労働コスト上昇率（前年四半期比、時間あたり）は2010年第四四半期に、最高のポルトガルで4.2%、最低のギリシャで-6.5%となった。ポルトガルのインフレ率は3.9%であり、労働コスト上昇率が上回る。⁵⁾

こうした現状からすれば、最適通貨圏の条件は、ユーロのサステナビリティ（持続可能性）を支持するよりも、むしろ懐疑的な見通しをもたらす。以下では、ユーロ危機の背景として、各国財政の危機と国債のリスク、国債の保有主体としての銀行を取り巻く環境を中心に議論する。

II. ユーロ危機の背景

まず、ユーロ危機という定義について述べておく。現状では、単にユーロの為替レートが低下するだけではなく、①ギリシャを中心に周辺国のユーロ離脱が論じられること、②ユーロに関わる財政金融政策とIMF融資が背景となり、アイルランドやポルトガルで政権党が選挙で敗北し、政権交代が起り、政治的危機となっている。こうした展開は、危機と呼ぶに値しよう。以下では、ユーロ危機に至る要因につい

て、指摘していく。

1. ユーロ加盟国の経済格差

2008年現在、ルクセンブルクでは、1人あたりGDPが80,500ユーロであったが、ギリシャでは19,200ユーロで、4倍以上の格差があった。また2011年にユーロに参加した、エストニアでは12,000ユーロであり、7倍の格差があった。すでに指摘したように、失業率、インフレ率も同様に格差がある。本来、こうした格差があれば、共通の単一通貨（単一の金融政策）は困難であろう。

しかも、2002年1月（ユーロの一般レベルでの流通開始）、ECBの金利水準は、ドイツ連銀の金利を引き継ぎ（加盟国の平均、あるいはテイラール金利ではない）、3.25%（政策金利の主要レポオペ金利）でスタートし、2003年6月には2%まで低下した。1999年1月（ユーロのホールセールレベルでの流通開始）の時点では、ECBのレポオペ金利は3%であった。しかしスペインの政策金利は96年まで9%前後で、政策金利の急低下が発生した。またスペインなど周辺国（スペイン、ポルトガル、アイルランド、ギリシャ、以下同じ）でのインフレ率は1999年に2%台であり、2002年には3.6～4.7%であったから、2002年時点での実質金利はマイナスに近い状態であった。

2. ユーロ圏拡大のペース

ユーロは2002年、12カ国で一般での流通が開始された。2007～2011年も5年間で、5カ国が加入した。スロベニア、キプロス、マルタ、スロバキア、エストニアの5カ国であるが、ユーロ圏平均以下の1人あたりGDPを持つ国ばかりである。ユーロ圏拡大は、市場経済化とグ

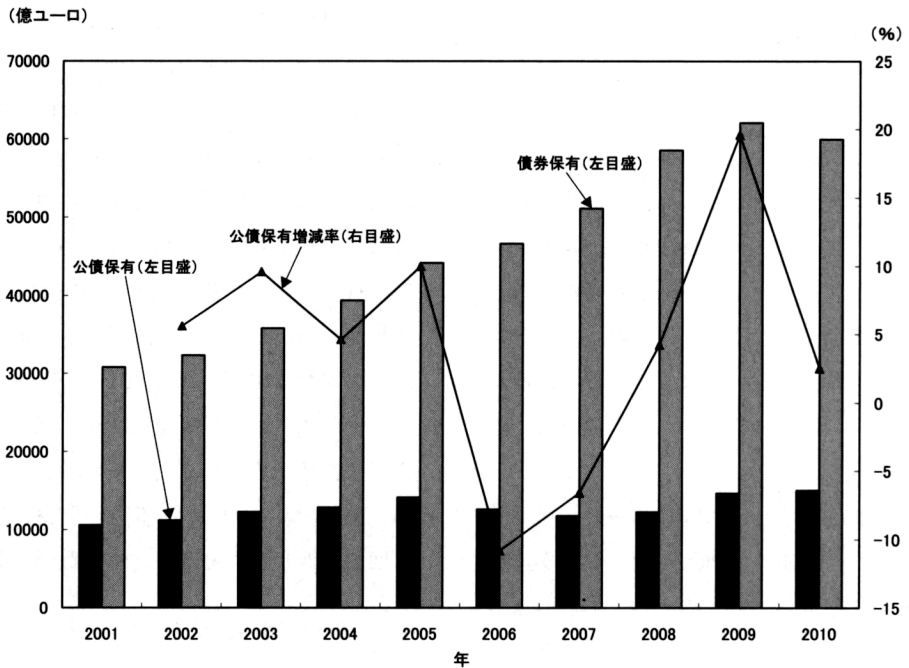
ローバル化のなかで加速した側面もあろう。為替相場がグローバルな変動や投機にさらされる時、弱小通貨は維持困難だからである。しかし、拡大によってユーロ圏内の格差拡大は否定できない。またユーロ圏の拡大（およびEUの拡大）による規制緩和と政策金利の低下を背景に、欧州系銀行が与信を増加させた。EUでは銀行免許が単一免許制となっており、EUに新規加盟国があれば、当該国で欧州系銀行は許認可の必要がなく、支店での営業が可能である。またユーロに新規参加国があれば、欧州系銀行は為替リスクなく、営業ができる。このため、EUやユーロへの加盟国増加が、銀行の貸出増加を促したことは否定できないであろう。

3. 銀行の資金調達とホールセール依存

ユーロ圏銀行の資産構成を見ると、2010年末現在、総資産（銀行間与信をネットで差し引かず、総合計）32兆2,036億ユーロ、うち貸出（居住者向け）が17.8兆ユーロである。預金・貸出比率では107.6%であり、邦銀より預貸比率が高い。これは貸出が増加したことに加え、資金調達面で預金の比率が低く、ホールセール市場（カバードボンドなど債券、インターバンク市場、レポ市場等）の比率が高いためである。

図表1が示すように、ユーロ圏銀行による公債（一般政府、居住者）保有額は1兆5,204億ユーロであり、ユーロ圏銀行総資産の4.7%程度である。この公債が総資産において占める比率は高いとはいえない。しかし、国債を中心とする公債を保有することで、国債のデフォルト懸念（または債務再編懸念）から銀行のホールセールでの資金調達コストが上昇するため、銀行にとっての国債保有リスクは広範な意味を

図表1 ユーロ圏銀行の債券・公債保有



〔出所〕 ECB, *Monthly Report* 各号から作成。

持っている。また銀行による公債保有額の増減率は、2004年から2005年にかけて、4.6%、10%と高い伸び率であった。2006～2007年にマイナスであったが、2008年に4.2%増となり、2009年には19.6%増と極めて高い伸びとなった。パリバショックやリーマンショックなど金融危機を経て、公債保有額は増加してきた。

債券（公債、その他債券）全体の保有額は4兆9,460億ユーロであり、預金・証券比率は約30%に達する。預金が資金調達50%程度であり、債券発行の比重が高く、分母（預金）が小さいことによる。2010年に公債保有額は1.5兆ユーロに対し、その他債券は3.4兆ユーロと大きい。その他債券は、多くが証券化商品と見られる。減少傾向にあるが、ドイツの銀行の場

合、証券化商品の保有額は2010年6月末で、2,000億ユーロを超えている。その多くは、住宅ローン担保証券（RMBS）や商業用不動産担保証券（CMBS）である。⁶⁾

またユーロ圏銀行の場合、貸出残高も大きい。2010年現在、居住者向けだけで、貸出残高は17.8兆ユーロある。部門別貸出残高としては、家計（住宅ローン）が中心で、非金融法人が続く。非居住者向けも増加し、部門別貸出伸び率を見ると、2004～2005年にかけて、非居住者向けは25%を超える高い伸び率となった。同時に、2008年以降、不良債権発生背景ともなった。中東欧やスペインなど周辺国で深刻化している。⁷⁾

資金調達構造では、預金の比重が低く、ホー

図表2 EU 共通財政の再分配効果 (100万ユーロ)

	2001年	2006年	2008年
ドイツ	-6,971	-6,331	-8,774
フランス	-2,043	-3,018	-3,843
オランダ	-2,260	-2,589	-2,678
イギリス	955	-2,144	-844
イタリア	-2,031	-1,736	-4,101
スウェーデン (1995年)	-745	-857	-1463
ベルギー	-223	-711	-720
デンマーク	-542	-506	-543
オーストリア (1995年)	-542	-302	-356
フィンランド (1995年)	-153	-242	-318
ルクセンブルク	-140	-30	-22
マルタ		101	30
キプロス		102	-18
スロベニア		143	114
エストニア		176	227
ラトビア		256	407
スロバキア		323	726
チェコ		385	1,178
リトアニア		585	843
ハンガリー		1,115	1,112
ポーランド		2,997	4,441
2004年加盟10 (小計)		6,183	9,060
ルーマニア			1,581
ブルガリア			670
10+2007年加盟 (小計)			11,311
スペイン	7,661	3,808	2,813
ギリシャ	4,504	5,102	6,280
アイルランド	1,198	1,080	566
ポルトガル	1,774	2,291	2,695
PIGS 合計 (小計)	15,137	12,281	12,354

〔出所〕 EU, 2008 *Financial Report* 等から作成。

ルセール市場が多い。このため、カバードボンド市場など銀行の資金調達コストが国債（ソブリン）リスクに影響され上昇し、銀行の収益性が影響されやすい。

4. 共通財政の制約と南欧

EU 共通財政は、EU 加盟国の GDP 比 1% 強に制約されている。これには EU 加盟国、特に所得水準が平均より高く、共通財政にネットで拠出している諸国が、共通財政の拡大に反対している。自国の財政負担が増加するためである。

すでに述べたように、ユーロ圏内の所得格差は大きい。所得再分配機能は財政の重要な役割だが、限定されている。共通財政の財源は、農産物輸入課徴金、関税、各国付加価値税 1%、GNI 比例負担となっている。他方、共通財政の支出は、農業補助金、構造基金、格差是正基金等となっている。歴史的には農業補助金の比重が高かったが、ドロール・パッケージ以降、構造基金や格差是正基金の比重が高まり、農業補助金は抑制されている。歴史的には、農業補助金はフランスやデンマークなど、農業国だが所得水準の高い国向けに支出されてきた。⁸⁾

図表 2 は、各国別の再分配効果を示している。2001年には、周辺国合計で151億ユーロの純受取であった。しかし、2006~2008年に中東欧諸国が EU 加盟後、周辺国の純受取は約122億ユーロに減少した。また2008年でも約124億ユーロにとどまった。特にスペインが大幅に削減され、2001年の76億ユーロから、2008年には28億ユーロへ減少した。他方、中東欧諸国では113億ユーロの純受取となった。

ギリシャの2009年歳入（国家財政）合計は約900億ユーロであり、周辺国からすると、EU

財政の再分配は軽視できない。中東欧の加盟により、EU 共通財政からの周辺国の純受取が減少したことも、南欧の財政赤字が拡大し、周辺国経済が低迷した一因と見られる。

Ⅲ. ユーロ危機の現局面

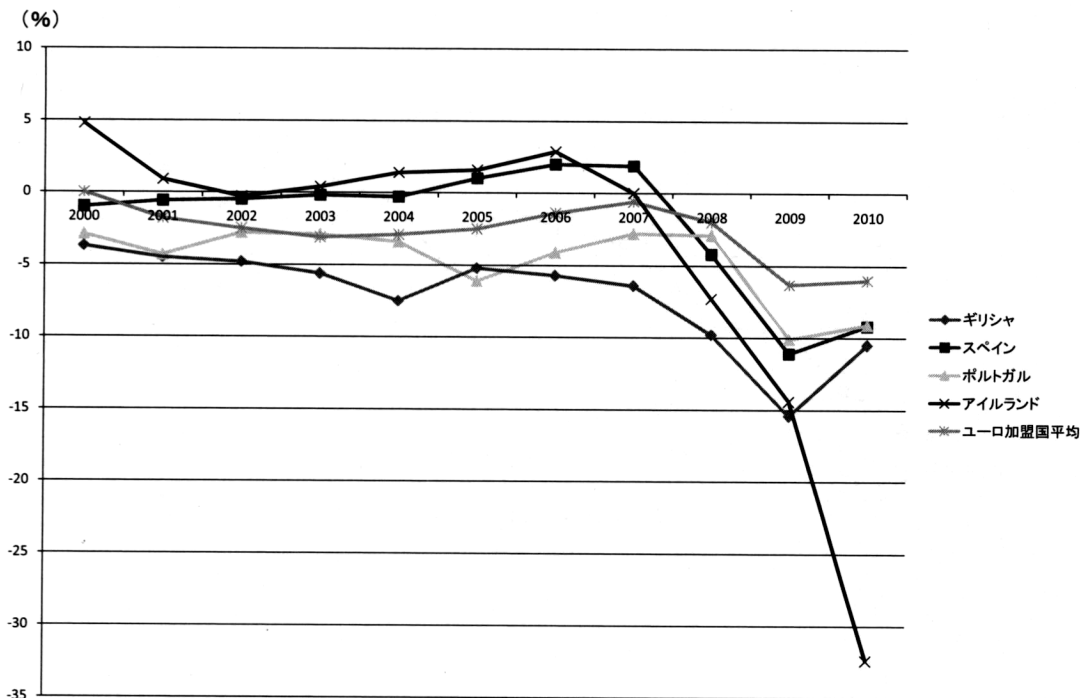
1. 財政赤字の拡大と国債利回り上昇

ギリシャ、アイルランド、ポルトガルに対する IMF と EU による共同緊急融資にかかわらず、依然としてユーロに懸念が続いている。元来、ユーロ危機の端緒は、ギリシャの国債借換えリスク（国債の借り換えが不安視）であった。

ユーロ圏諸国の財政赤字（図表 3）によると、ギリシャの財政赤字対 GDP 比は、2008年に-9.4%、2009年に-15.4%（政権交代後の上方修正、2010年現在）とされていた。また2010年現在では2010年の予想は-8.3%であった。ギリシャの場合は、放漫財政による財政破綻とされる。しかし2011年に入り、EU 統計局発表によると、2008年の財政赤字は-9.8%、2010年-10.5%と一層厳しい数値になった。⁹⁾

アイルランドでは同じく、2006年には2.9%（財政黒字）であったが、2009年には-14.4%と急激に悪化し、2010年には予想で-32.3%であった。スペインと同様、銀行破綻で公的資金を注入し、財政赤字が拡大したとされる。しかし EU 発表によると、2010年実績では-32.4%となった。アイルランドでは2011年2月の総選挙で、前首相ブライアン・コーヘンが率いる共和党（Fianna Fail）は77議席を20議席まで減らす惨敗となった。同党とカトリック教会はアイルランドの伝統的な秩序の支柱と言われた

図表3 ユーロ加盟国の財政赤字対 GDP 比率



〔出所〕 <http://epp.eurostat.> から作成。

が、IMF 支援に関わって有権者の不満が反映した。¹⁰⁾統一アイルランド党 (Fine Gael) が51議席を76議席まで伸ばし、エンダ・ケニーが新首相となった。しかし、新政権も法人税率引き上げを拒否している。¹¹⁾

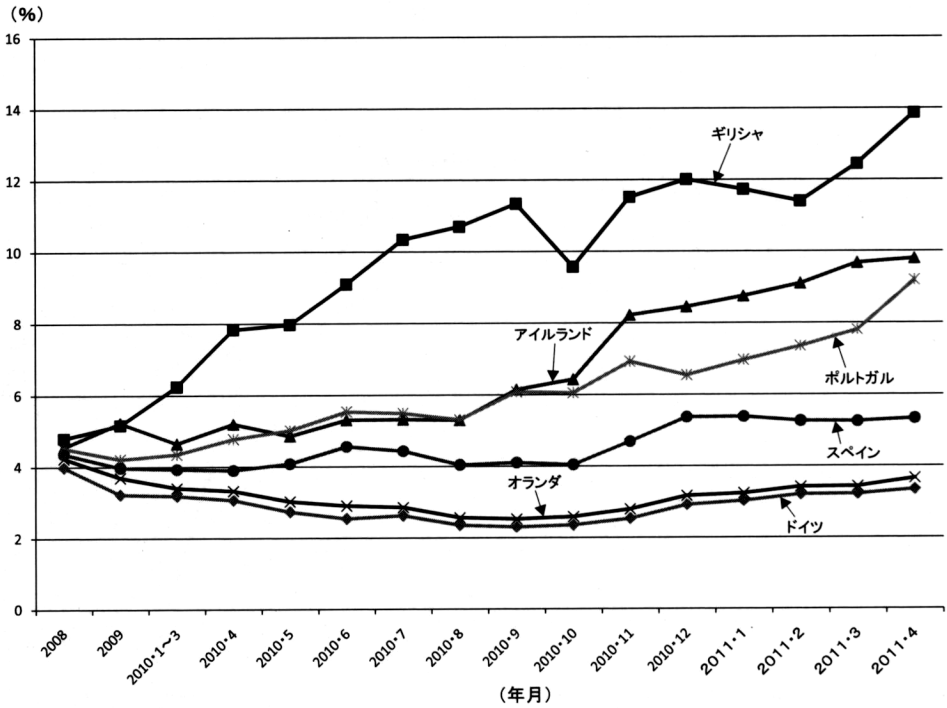
ポルトガルは2009年の財政赤字-9.3%、2010年予想で-7.3%とされていた。しかし2011年 EU 発表で、2009年は-10.1%に修正され、2010年実績は-9.1%となった。ソクラテス首相は2011年3月24日、緊縮財政案を議会に提案したが、野党 (中道右派) の反対で否決された。このため同首相は辞任 (6月5日の総選挙までは暫定首相) し、4月に入り、EU/IMF の緊急融資を要請した。4月上旬には長期国債利回りは8.83%まで上昇した。¹²⁾ポルトガルで

も政権交代となった。

スペインは同じく2009年-11.1%、2010年予想-9.2%であり、EU 発表の実績も同じであった。スペインの首相ザパテロは今年同値を-6%まで低下させると約束した。しかしスペインでは地方分権により、地方政府の権限が強く、公共支出の37%が地方政府による。このため財政赤字-6%への縮小は困難と言われている。スペインでは年金支給開始年齢を65歳から67歳に引き上げる (政府と労組で合意) など、財政赤字削減へ努力されている。¹³⁾他方、スペインの中央政府の公共支出全体に占める比率は50%程度で、EU では最低のグループになる。¹⁴⁾

2010年以降、ユーロ圏の国債売りが加速し、

図表4 ユーロ圏の長期金利



〔出所〕 <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> から作成。
 (注) 10年物長期国債利回り。

長期金利が上昇した(図表4)。ギリシャ国債利回りは、2010年12月に12.01%まで上昇し、2011年4月には15%台まで達した。また2年債利回りは24%となった。アイルランドでも2010年11月に9.25%まで上昇し、2011年4月に10%台へ達した。ポルトガルでは2011年1月に長期国債利回りは6.94%へ上昇し、4月には8.9%へ達した。5年債利回りは10%台となった。¹⁵⁾ 周辺国の国債利回りは、ユーロ発足後最高を更新し続け(2011年6月現在)、かつ長短逆転も発生している。

他方、ドイツ、オランダ等の勝ち組(貿易黒字国)では長期金利が低下し、二極分化が進んでいる。金融危機(2007~2008年のパリバ

ショックとリーマンショック)以降、二極分化が進行した(質への逃避)。しかし周辺国など金利上昇国では利払い費が増加し、発行国債が短期化し、国債借換え問題が恒常化している。財政の資金不足問題が継続している。

2. EU・ECBの対応

現在のEUの緊急金融対応スキームはESAと呼ばれる。ESA(European Stability Action)はESM(European Stability Mechanism)、IMFの支援、ECBの支援という3つの構成要因からなる。さらにESMは欧州金融安定化メカニズム(EFSM)と欧州金融安定ファシリティー(EFSF)からなる。

EFSM は EU による支援で、600億ユーロが上限である。2010年5月に、EU 理事会がリスボン条約122条に基づき、制御不能事態に直面している EMU 加盟国へ支援することとなった。EFSM においては、EU が債券を発行し、EU27カ国の保証により、EU が直接的債務者となる。¹⁶⁾ 支援国がデフォルトした場合、債務は EU 予算から返済される。EFSM は EU 加盟国全体による支援スキームであり、支援総額上限が600億ユーロと制約されることもやむをえない。アイルランド支援の EU 負担450億ユーロのうち、225億ユーロを EFSM が担っている。アイルランド国債利回りは9%台(2011年現在)だが、EU 債の発行利率は2.59%である。EFSM の貸付金利(アイルランド向けで5.51%)と EU 債発行利率との間で利鞘が発生し、EU 予算に組み入れられている。

他方、EFSF は2010年6月にユーロ導入国で合意し設立された。支援総額は4,400億ユーロまで可能であるが、実質は2,550億ユーロが上限である。EFSF はルクセンブルク法上の企業であり、債券発行と貸出が可能だが、企業として自己資本を積み重ねなければならないからである。EFSF からの支援は貸付であり、貸付金利はアイルランド向けで5.51%と言われる。

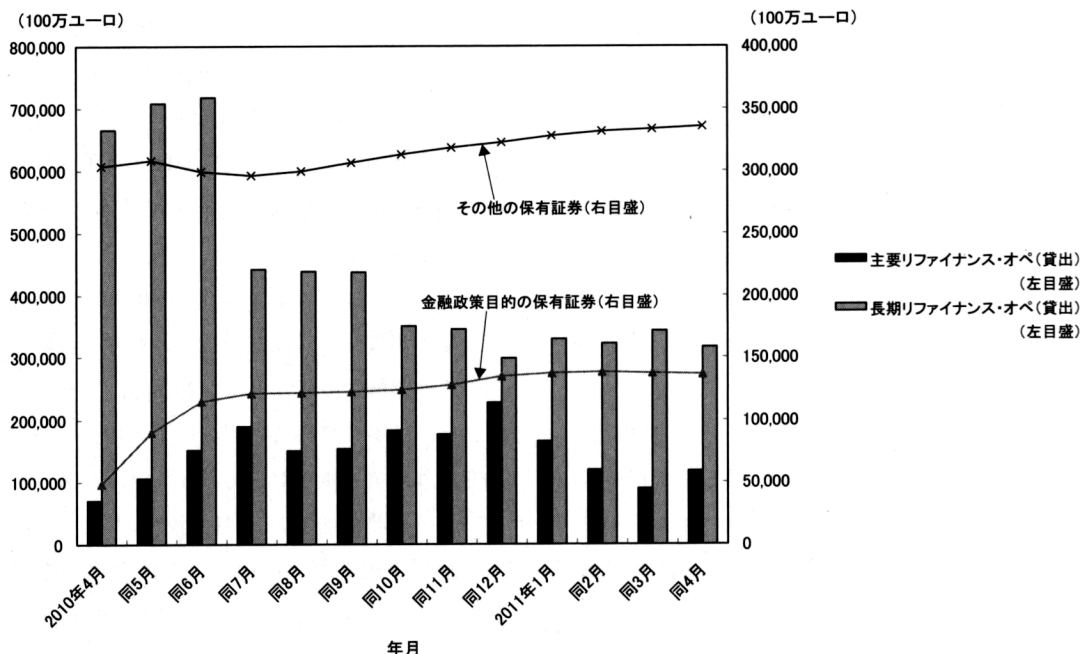
EFSF による債券発行期限が2013年6月となっており、EFSF は実質的に2013年までの存続となる。リスボン条約はユーロ導入国の救済を禁じており、2013年までにリスボン条約を改正し、現行の ESM と EFSF を元にして、「欧州版 IMF」(新 ESM または新 EFSF)が設立されると言われる。欧州版 IMF では民間投資家の負担、国債等の償還期限延長、金利減免、元本削減等の債務再編が議論されている。現行の EFSF には、エストニアとギリシャを除く15カ

国が保証しており、各国は無条件で撤回可能な追加保証を義務としている。EFSF は2011年に170億ユーロの債券発行を予定するが、アイルランドへの EU 支援450億ユーロのうち177億ユーロを担っている。EFSF 債は2011年1月に50億ユーロ発行され、5年物で表面利率は2.89%となった。

EFSF にはユーロ圏の各国が出資しているが、その出資比率は調整分担率とも呼ばれる。EFSF の調整分担率はドイツ28.4%、フランス21.3%、イタリア18.7%、スペイン12.4%が中心であり、アイルランド、ギリシャ、エストニア、ユーロ非参加の EU 諸国はゼロとなっている。欧州中央銀行 (ECB) への出資比率を見ると、ドイツは26.5%、フランス19.9%イタリア17.5%であり、ドイツ等では EFSF への出資比率が ECB への出資比率を上回っている。これは ECB にはアイルランド、ギリシャの他、イギリスなどのユーロ非参加の EU 諸国も出資しているためである。こうしたことから、ドイツ国内などには EFSF などによる周辺国への支援には批判的な声も多い。しかし逆に、EFSF は独仏による純粋な周辺国への援助ではなく、周辺国への過剰な融資と不良債権を抱えた独仏系銀行への支援、といった見方もある。¹⁷⁾ EFSF は2011年6月現在、貸付を実施しているだけであり、周辺国の国債買い上げ等は実施していない。¹⁸⁾ なお、アイルランド向けには EFSM と EFSF が活用されたが、ギリシャ向け支援は別枠であり、1,100億ユーロを EU が800億ユーロ、IMF が300億ユーロ負担している。

ESA の重要なもうひとつの柱は ECB による支援であった。ECB の資金供給と国債など債券保有について見ておく。ECB の資金供給は

図表5 ECBの資産残高



[出所] ECB, Monthly Report 各号から作成。

レポオペによる貸出である。図表5がECBのレポオペ残高、証券保有額を示している。ECBのレポオペは、主要レポオペと長期レポオペからなる。主要レポオペは、主要リファイナンス・オペ（2週間）である。主要レポオペの残高は2010年4月約700億ユーロ、7月約1,900億ユーロ、12月約2,280億ユーロと、2010年に急速に増加した。2010年11～12月に実施された、アイルランド緊急支援の反映とみられる。

長期レポオペは、長期リファイナンス・オペ（3ヶ月）である。長期レポオペ残高は2010年6月に約7,183億ユーロであったが、7月から減少し、2011年4月には3,163億ユーロとなった。一見すると減少しているが、ECBは2009年6月に期間1年という異例の資金供給を

4,420億ユーロ実施しており、これが借換えられたものと推定される。¹⁹⁾借換えの結果として、短期の主要レポオペが増した。長期レポオペ残高の2010年6月までの増加は、主として周辺国銀行向け貸出と言われている。

ECBによる国別のレポオペ残高は各国中銀からのみ判明し、ECBからは不明である。ECBのレポオペは、インターバンク市場で調達できない（あるいはコストが高い）、周辺国銀行が利用している。レポオペの国別残高は、2010年10月時点では、アイルランドが1,300億ユーロ（長短合計）と最高で、ポルトガル、ギリシャ、スペインが続いていた。²⁰⁾

周辺国銀行の資金調達は短期化し、またコストが上昇している。英エコノミストによると、独仏などの銀行の債務期間構造は2006年から

2011年にかけて長期化しているが、周辺国では急速に短期化している。ギリシャの銀行では債務期間が約5年から約2年に短期化している。²¹⁾

資金調達構造がホールセール市場に依存する、欧州系銀行の場合、インターバンクなどホールセール市場での資金調達コスト上昇は、利鞘などで大きな影響を受ける。このためECBがレポオペによって、周辺国の銀行に信用供与している。ECBによるレポオペによる資金供給も、銀行のホールセール資金調達の重要な部分である。

ECBはレポオペによる資金供給のほか、2010年5月から国債やカバードボンドの買い切りオペを開始した。図表5から、金融政策目的の保有証券を見ると、2010年4月には485億ユーロであったが、5月に900億ユーロ、7月に1,215億ユーロ、2011年4月に1,365億ユーロと推移している。保有証券残高は900億ユーロ程度増加して、その後横ばいで推移している。インフレファイターであるドイツの意向を反映し、国債買い切りオペにはブレーキがかかった可能性がある。

IV. 周辺国 (Periphery) の国債と銀行業

1. 国債の保有構造

現在のユーロ危機は、周辺国国債のデフォルト(再編を含む)リスクと銀行業の資金調達リスク(ホールセール市場でのファンディングコスト上昇)が相互依存関係のなかで悪化していることに一因がある。IMFのレポートは、「ソブリンから銀行への、銀行からソブリンへのス

ピルオーバー」と呼んでいる。²²⁾ スピルオーバー (spillover) とは、もともとマズグレイブなど公共経済学の議論で、地方政府が公共支出を実施した場合、その公共支出の便益が当該の地方政府ではなく、隣接する地方政府に漏れてしまうことを指す。IMFの議論は、国債(ソブリン)のリスクと銀行のリスクが相互に伝播して悪化している事態を指すと見られる。

周辺国の財政が悪化した契機のひとつは、リーマンショックにより国債利回りが上昇し、長期債の起債が困難となり、短期債の比率が高まったことである。しかも短期債の利回りも上昇し、利払い費負担が増加したうえ、短期債ゆえ借換えに迫られることとなった。本来、税収基盤が整備されていれば利払い費を吸収できるが、ギリシャやポルトガルなど南欧諸国では間接税の比重が高く、直接税は「シャドーエコノミー」と呼ばれる経済体質のもと、税収は貧弱である。²³⁾ 他方で、年金や失業保険の制度は充実しており、進行する高齢化や上昇した失業率のため、社会保障関係の支出は急増した。こうした財政構造のなかで、国債の返済が困難となり、2011年6月現在、ギリシャ国債については元本削減 (restructuring) や返済期限延長 (reprofiling) が議論されている。²⁴⁾

問題は、この国債リスクが銀行など金融システムのリスクと密接に関連していることである。周辺国の長期国債利回りが上昇するなかで、銀行のカバードボンドの利回りも影響され、銀行の資金調達コストも上昇したことである。もちろん、銀行が周辺国国債を保有しており、国債の価格低下や国債の再編成により損失を被る可能性も懸念されている。

周辺国国債の保有構造を見ておく。ポルトガル国債(一般政府債)の保有構造では、2005年

図表6 アイルランド長期国債の保有と満期構成

(100万ユーロ)

		2009・9	2009・12	2010・3	2010・6	2010・9	2010・12
居住者		11,360	11,865	12,144	12,583	14,263	15,991
	中央銀行等	8,074	8,297	8,234	9,778	11,019	12,697
	一般政府	337	314	312	416	741	842
	金融仲介機関	2,623	2,921	3,352	2,135	2,216	2,169
	(保険・年金)	2,307	2,568	2,688	1,789	1,843	1,774
	非金融法人	199	128	38	32	38	31
	家計	127	205	208	222	249	252
非居住者		49,903	58,993	68,719	72,164	75,346	74,111
合計		61,263	70,858	80,863	84,747	89,609	90,102
残存期間構成	3年未満	10,258	11,062	10,841	16,012	16,002	16,409
	3年～5年	14,422	14,625	16,021	10,837	11,864	11,889
	5～10年	21,712	29,296	29,815	43,861	45,751	53,520
	10～15年	14,871	8,875	24,186	14,037	15,992	8,284
	15年以上	0	7,000	—	—	—	—
合計		61,263	70,858	80,863	84,747	89,609	90,102

〔出所〕 Central Bank of Ireland, *Quarterly Bulletin*, January および April 2011から作成。

に非居住者による保有比率は74.6%，2009年に74.9%とやはり非居住者が70%を超していた。居住者のなかでは国内金融機関が2009年に164億ユーロと高い。²⁵⁾ただし，最新のIMFレポートによると，ポルトガル国債の保有構造において，「海外・非銀行」と「国内・銀行」のシェアが5～10%弱程度上昇したとされる。他方，「海外・銀行」は2010年に10%程度低下した。²⁶⁾

国内銀行の保有シェア上昇には，最近の国債発行市場の動向も一因と見られる。周辺国では，公募入札による国債発行が困難になっているため，シンジケート団引受による発行が増加している。シ団は国内主要銀行等から構成され，シ団銀行は売れ残りが発生した場合，自分で保有せざるを得ないからである。

ポルトガルにおける国債の種類では，短期証券が2006年89億ユーロ（国債残高での構成比8.9%）から2009年に200億ユーロ（同16%）と倍増した。他方，中長期の債券は横ばいとなっている。こうした国債の満期構成短期化が借換え問題の背景にある。

2010年12月末現在，アイルランドの国債残高は1,096億ユーロであるが，このうちユーロ建ての長期国債が901億ユーロを占め，このユーロ建て長期国債について保有構造が公表されている。図表6が示すように，アイルランドの長期国債保有（ユーロ建て，以下省略）では，2009年9月に非居住者の保有比率が81.5%，2010年9月に84.1%であったが，2010年12月には82.3%へ低下した。国債残高が増加するなか

で、2010年9月まで非居住者の比率が上昇していたが、やや低下しつつある。居住者では中央銀行等が127億ユーロ（2010年12月末）と高かった。

しかし同じくIMFの最新レポートによると、「海外・銀行」と「国内・非銀行」が合わせて15%程度シェアを低下させ、他方で「国内・銀行」が15%程度シェアを高めたとされる。

残存期間構成としては、3年未満、5～10年が2010年12月までに増加した。3年未満債については、2009年9月には102.6億ユーロ（国債残高での構成比16.7%）であったが、2010年12月には164億ユーロ（同18.2%）に増加しており、やはりポルトガルと同様に相対的にも絶対的にも短期債が増加した。²⁷⁾

したがって、ポルトガルとアイルランドに共通する傾向として、非居住者の保有比率が高かったこと、居住者では金融機関（銀行）が高いこと、最近1年間ほどで国内銀行の保有シェアが上昇したこと、短期債の比率が上昇、等を指摘できる。²⁸⁾国内銀行による短期債保有が増加していると見られるが、銀行からすれば、短期国債は比較的金利リスクが小さいため、相対的には保有しやすい面もあると見られる。

非居住者の国籍別内訳については、不明である。しかし、一定の推定は、BISによる銀行の貸出・借入統計（証券形態を除く）等から可能である。2010年9月現在、ギリシャ向け貸出は1,593億ドル、独403億ドル、アイルランド向けは英1,798億ドル、独1,541億ドル、ポルトガル向けはスペイン864億ドル、独400億ドル、仏372億ドル、スペイン向けは独2,009億ドル、仏1,822億ドルが中心になっている。4カ国向け貸出を合計すると、独4,352億ドル、仏3,309億ドル、英3,414億ドルと中心になっている。²⁹⁾ギ

リシャ向けでは独仏中心、アイルランド向けでは英独中心、ポルトガル向けではスペイン・ドイツ中心であり、これに準じて国債が保有されていると推定される。³⁰⁾

最近、ドイツの銀行の対外貸出債権部門別内訳が連邦銀行ホームページに公表された。図表7が示すが、2011年1月現在、特徴としては、アイルランド向け債権は858億ユーロで対企業向けが中心、スペイン向け債権は1,331億ユーロで対企業、銀行が中心である。周辺国向け貸出でドイツは大きな残高を抱えており、周辺国向け貸出の動向とドイツの金融、ひいてはユーロ圏に大きな影響を与えよう。ただし、上記のBISによる貸出残高（2010年9月現在）から縮小しており、ドイツの銀行が貸出を回収している可能性がある。

2011年7月15日に発表されたEBA（欧州銀行監督機構）によるストレステスト・レポートによると、ギリシャ国債の保有構成において、ギリシャ国内分が67%と大幅に上昇した。また、アイルランドでも61%、ポルトガルでも63%が国内保有とされている。海外勢が大幅に売却した可能性がある。³¹⁾

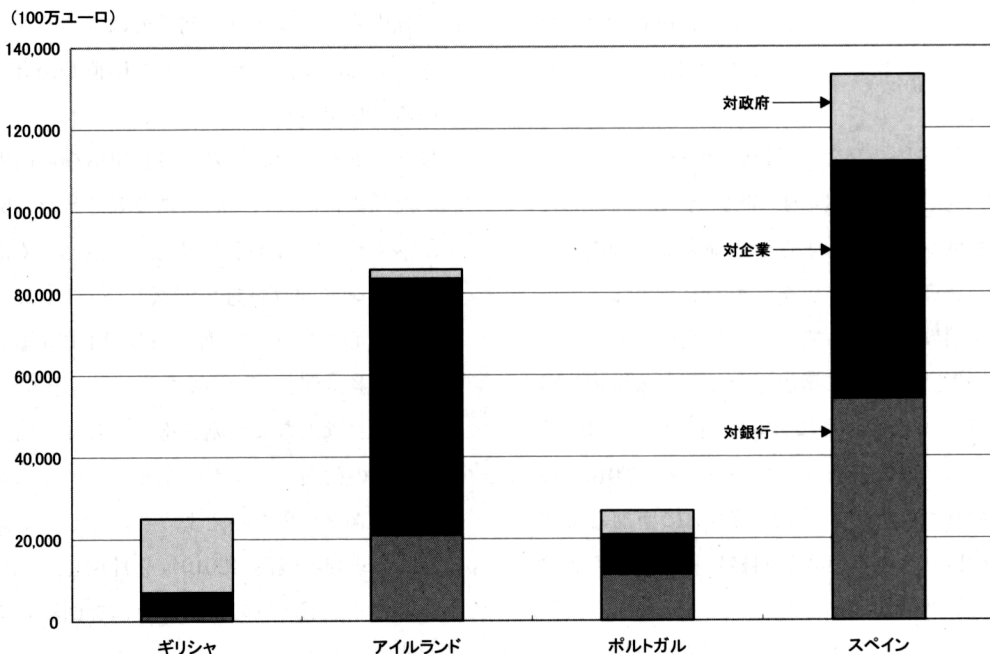
2. 主要国銀行の国債保有

以下での国債保有額は2010年ストレステストにもとづく。

① 英系銀行

イギリスの銀行は、アイルランド向け与信が大きい。貸出先は個人の住宅関係等が中心と見られる。他方、アイルランド国債の保有は、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS）で40億ポンド弱、香港上海銀行（HSBC）で8億ドル、さほど大きいわけではない。アイルランド国債の非居住者保有額

図表7 ドイツ系銀行の対外債権



〔出所〕 <http://www.bundesbank.de/statistik> から作成。

〔注〕 2011年1月末現在。

(2010年9月)は753億ユーロであったから、英系銀行のアイルランド国債保有は10%未満となる。むしろ英系主要行は、独仏英など主要国国債の保有額が中心であり、ドイツ国債については、RBSが208億ポンド、パークレイズが155億ポンド、HSBCが167億ドル、ロイズTSBが14億ポンド保有している。³²⁾

② 独仏の銀行

ドイツ系銀行12行は合計で、ギリシャ国債を157億ユーロ保有していた。ヒポ・リアルエステート、コメルツが大きい。ヒポはギリシャ国債を79億ユーロ、コメルツは29億ユーロ保有していた。アイルランド国債もヒポが103億ユーロ保有、ポルトガル国債もヒポが37億、LBBW

(バーデン・ビュルツブルク州銀行)が22億ユーロ保有していた。

州銀行(LB)は2009年現在10行あるが、税前利益合計は52億ユーロの赤字(2009年年度決算)であった。資産評価損益による赤字が大きく、業務純益(total surplus in operating business)に対し、資産評価損が44%となり、大銀行の16%を大きく超過している。³³⁾

図表8が示すように、パークレイズ・キャピタルの試算によると、2010年のストレステストにおいて使用されたヘアカット(国債価格下落)率を、銀行勘定の国債にも適用すると、ドイツの銀行は州銀行を中心に自己資本の低下が著しい。LBBWが6.3%、ヘッセン・チュービンゲンが6.4%、ウエスト州銀行が6.5%、ノル

図表8 主要銀行による国債保有と自己資本推計

(100万ユーロ, %)

	周辺国国債保有額	ポルトガル	スペイン	アイルランド	ギリシャ	自己資本比率 (銀行勘定含む)	不足額
英系	銀行名						
	RBS (ポンド)	660	821	3,919	2,010		
	パークレイズ (ポンド)	1,024	4,376	146	388		
	HSBC (ドル)	698	101	816	1,935		
ドイツ系							
	バイエルン州銀行	3	697	193	198	7.90%	-140
	コメルツ	1,100	3,600	0	2,900		
	デカ	890	570	65	148	7.60%	-137
	DZ	1,320	5,190	310	1,195		
	ヒポ・リアル・エステート	3,741	13,811	10,283	7,913	NA	NA
	LBBW	2,243	4,212	602	1,444	6.30%	-2,853
	ヘッセン・チュービンゲン	163	1,831	46	88	6.40%	-1,138
	ウエスト州銀行	1,741	1,047	296	399	6.50%	-768
	ノルド州銀行	460	857	274	197	4.70%	-3,516
仏系							
	C・アグリコール	1,478	2,286	—	854		
	SG	404	901	—	4,225		
	BNPパリバ	2,526	3,021	—	5,005		
スペイン系							
	サンタンデール	5,118	50,642	16			
	BBVA	646	52,131	16			
	カハ・マドリッド	—	24,225	—			
アイルランド系							
	バンク・オブ・アイルランド	—	—	1,186		7%	-877
	アライド・アイリシュ	257	391	4,136		5.60%	-1,772
ポルトガル系							
	Caixa Geral de Deposito	6,765	330	231		7.40%	-442
ノルウエー							
	政府年金基金	336	1207	254	1,170		
EBA ヘアカット率	2011年	19.80%	14.60%	19.10%	17.10%		
CEBS ヘアカット率	2010年	14.10%	12.00%	12.80%	23.10%		
CDS からの同率		18.80%	10.10%	21.60%	31.80%		

〔出所〕 Barclays Capital, *Credit Research* 2011年3月18日付を参考に代田作成。

〔注〕 CDS は、2011年3月7日現在。自己資本比率はTier1比率。

個別銀行の国債保有額は2010年ストレステスト発表時のデータによる。

ド州銀行が4.7%となっている。2010年のテストでは自己資本6% (Tier1) が基準 (銀行勘定を除外) とされたため、銀行勘定を含んでヘアカットすると、ノルド州銀行も不合格となる。

ドイツの州銀行は、州政府が中心的な株主で

あり、同時に州財政に貸出するというビジネスモデルであった。しかしドイツでも州などの地方債発行が増加し、銀行借入への依存が低下した。このため、州銀行は州政府という有力な貸出先を失い、国債や証券化商品など有価証券保有に資産運用対象を求めたと見られる。もちろ

ん、州銀行はドイツ国債を大量に保有しており、LBBW はドイツ国債を640億ユーロ、ノルド銀行は405億ユーロ保有していた。利回り面から周辺国の国債は高く、州銀行は周辺国国債も保有するようになったと見られる。

バークレイズによると、2011年3月現在でCDS (クレジット・デフォルト・スワップ) から推計されるヘアカット率は、2010年のストレステストで使用されたヘアカット率よりも大きい。例えば、ギリシャ国債のヘアカット率は2010年ストレステストで23.1%とされたが、2010年3月現在のCDS から推計すると31.8%とされる。CDS からの推計は、国債のデフォルト確率に、デフォルト時の元本返済比率 (デフォルトしても元本の一定比率は返済されるという前提) を乗じて試算されている。

しかし2011年ストレステストでのヘアカット率は、アイルランド19.1%、ポルトガル19.8%、スペイン14.6%と2010年よりも厳しくなった一方、ギリシャでは17.1%と甘くなっている。また2011年の自己資本基準はコア Tier 1で5%と厳しくなったものの、売買勘定と銀行勘定に関する対応は前回同様で、銀行勘定の国債はリスクゼロとされた。

図表8で、仏系銀行は、ギリシャ国債を約100億ユーロ保有していた。仏系銀行はギリシャに子会社 (現地銀行) を有しており、連結ベースではギリシャ国債の保有額が多くなりやすい。仏系銀行はポルトガル国債も約40億ユーロ保有していた。

③ 周辺国の銀行

スペインの銀行は、最大手のサンタンデルがスペイン国債を506億ユーロ保有するほか、ポルトガル国債を51億ユーロ保有していた。

BBVA も同順で521億、6億ユーロ保有していた。しかし、問題はスペイン国債をカハ・マドリードが242億ユーロ、カハ・バルセロナが201億ユーロ保有するなど、「カハ (地域相互銀行)」の国債保有である。スペインのカハは不動産向け貸出の不良債権化等で、2011年現在依然として厳しい経営状態にあり、カハ数は合併により45から17に減少した。³⁴⁾ またスペインのカハには公的資金として、150億ユーロの転換型優先株が、銀行再建基金 (FROB) や預金保険基金を通じて注入された。しかし依然、インターバンク市場から締め出されている。³⁵⁾ 2010年のEU ストレステストで不合格となった7行のうち、5行はスペインのカハであった。自己資本比率6%以下と判定されたためだが、カハの歴史上初めて、海外の資本を求めている。³⁶⁾ カハを含み、スペインの上位4行で1,500億ユーロ程度のスペイン国債を保有し、スペイン国債残高の31.8%にあたる。スペイン国債残高 (借入除く、証券形態) は4,715億ユーロとされる。

アイルランドの銀行では、アライド・アイルリッシュがアイルランド国債を41億ユーロ、アイルランド銀行が同じく12億ユーロ保有していた。アイルランドの中央銀行によると、国内銀行の国債保有額は110億ユーロであり、半分近い。これら2行で国内銀行保有額の主要部分を保有すると見られる。

ポルトガルでは、国内銀行 Caixa Geral de Deposito がポルトガル国債68億ユーロを保有し、4行で同債を137億ユーロ保有していた。ポルトガルの中央銀行資料によると、国内金融機関は164億ユーロ保有しており、4行でその主要部分を保有している。ポルトガルの銀行は、自国国債中心に保有している。ポルトガル

の銀行による国債保有は総資産5%程度であり、他の周辺国での銀行より低い³⁷⁾が、国債の比率は2010年に入り上昇している。³⁷⁾またポルトガルの銀行による国債保有は、自国の国債が中心で、80%程度を占めている。³⁸⁾

ギリシャの銀行はギリシャ国債を430億ユーロ保有していた。ギリシャ国債残高（借入除く、証券形態）は2,527億ユーロであり、国内銀行は17%を保有することになる。

④ 主要銀行と自己資本比率

2010年7月に欧州銀行監督委員会（CEBS）によるストレステストが実施された。ストレステストでは、銀行勘定を除き自己資本比率を推計し、自己資本比率（Tier1）6%を基準とし、ヘアカット比率は図表8が示すような比率が使用された。結果として、スペインのカハを中心に7行が不合格となった。

パークレイズ・キャピタルは銀行勘定を含みヘアカット率を適用し、自己資本比率（Tier1）を推計し、（2010年6月時点での）8%以下の銀行を公表した。ドイツ系銀行の多くが、不合格銀行となり、自己資本積み増しの必要がある。ドイツの銀行が、ユーロ危機と国債問題に関わって、焦点となろう。ドイツの銀行の対外資産のうち、15.5%が周辺国（イタリアを含む5カ国）向けである。³⁹⁾

V. 欧州系銀行の資金調達構造

1. 資金調達とホールセール依存

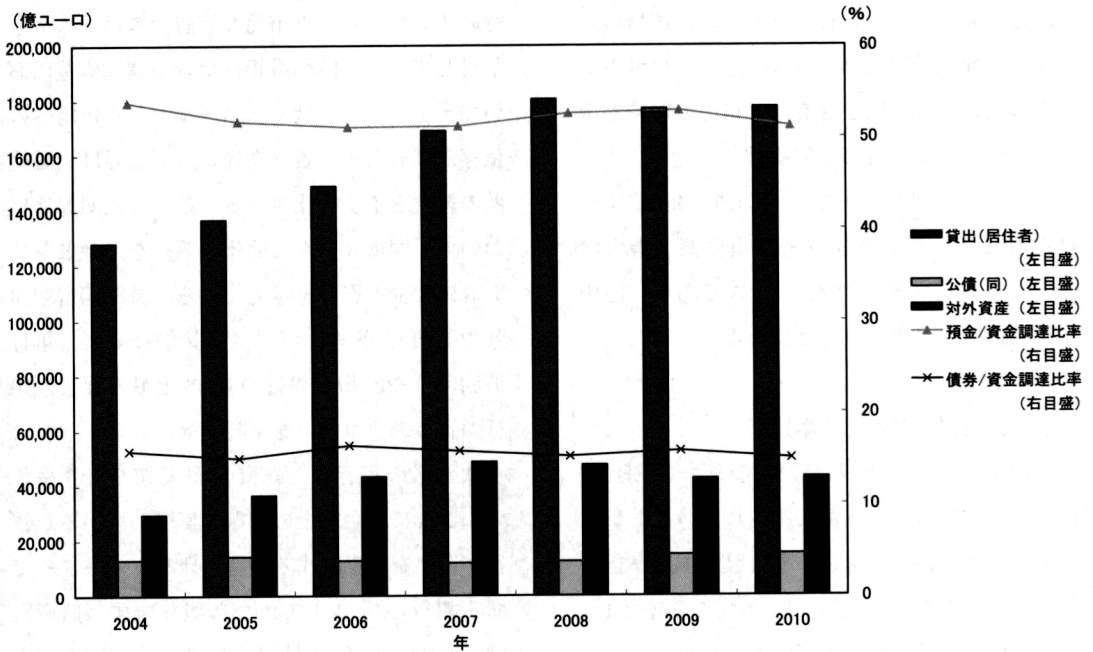
すでに明らかにしたように、銀行の総資産から見た場合、国債の比率は高いわけではない。しかし、周辺国の財政が危機的状態にあり、周

辺国債の再編が議論されるなかで、周辺国銀行のインターバンク市場など資金調達コストも上昇している。欧州系銀行は資金調達構造において預金の比重が低く、ホールセール市場への依存が高いため、資金調達コスト上昇は金融機関の経営を不安定化させる。こうした関連性において、国債リスクは欧州の銀行など金融システムに深刻な影響を与えている。長期国債利回りや国債CDSの上昇は、間接的にせよ、銀行債利回りや欧州系銀行のCDS上昇を促し、銀行の資金調達コストを上昇させている。

欧州系の銀行は、総資産が大きくなりやすい。これには会計上の問題も影響している。銀行が資産を流動化する場合、オリジネーターである銀行の信用リスクから切り離す（倒産隔離）ため、資産を銀行本体から完全に譲渡（真正売買）する必要がある。この場合、譲渡先が連結財務諸表に含まれるか、否か、という点で欧州（国際会計基準IFRSによる）は米国よりも厳しい。米国の従来の会計基準では、資産の譲渡先がSPE（特に適格SPE）の場合、銀行の連結対象から除外されてきた。このため、米国では銀行の連結バランスシートから除外可能であり、簿外資産として処理する余地があった。しかし欧州では、IFRS基準により、適格SPEの概念自体が無く、資産の譲渡先も連結対象に含まれる。⁴⁰⁾結果として、欧州では銀行の総資産、そして総負債も大きくなりやすく、資金調達において預金で不足する部分が生まれる。

また欧州系銀行の預貸率は、日米等と比較して高い。ユーロ参加16カ国（当時）平均で2009年には預貸率は120%を超え、またEU加盟27カ国平均では140%に迫っていた。これは、分母である預金が小さいこと、分子である貸出が

図表9 ユーロ圏銀行の資産と調達



〔出所〕 ECB, *Monthly Report* 各号から作成。

相対的に大きいことに起因する。預金が小さいことは、資金調達構造において、ホールセール市場への依存が大きいことの裏返しである。また欧州系銀行には、投資銀行機能を強化した銀行もあるが、中東欧や南欧へ進出し、貸出など商業銀行機能が中心の銀行も多いのである。このため、ホールセール市場で短期資金を調達しつつ、長期で貸出する銀行が増加した。

図表9は、ユーロ圏の銀行の主要な資産残高と資金調達を示している。ユーロ圏銀行の貸出残高は大きく、金融危機以降もさほど減少せず、18兆ユーロ前後で推移している。他方、銀行資産における公債はさほど大きいわけではなく、現在1.5兆ユーロ程度である。しかし、問題は資金調達における預金の比率が低く、預金／資金調達額（負債・資本の合計が分母、以下同じ）比率は2004年における53.8%から、2010

年には51.2%へ低下してきた。一方、ホールセール市場での調達のひとつであるカバードボンドなど債券発行の比率は高く、債券／資金調達額比率は15～16%で推移してきた。

金融危機前から、欧州系銀行はより低コストのインターバンク市場などマネーマーケット（短期金融市場）での資金調度を増やした。すなわちインターバンク市場のほか、CD（譲渡性預金）、CP（コマーシャルペーパー）、短期債等での資金調達であるが、銀行の資金調達に占める比重は、2003年における11.8%から、2007年には16%へ上昇した。また短期金融市場のなかでも、インターバンク市場での資金調度は、2003年には0.1%でしかなかったが、2007年には2.9%へ上昇した。インターバンク市場での伸び率は、2007年にユーロ圏では16%に達した。⁴¹⁾また証券化による資金調達もかなり増

加し、2007年には証券化のなかでは住宅ローン証券が52%、CDOが27%を占めていた。

こうして欧州系銀行は資金調達面でホールセール市場への依存を強めたが、同時にバランスシートの満期ミスマッチ（短期調達・長期運用）も拡大した。調達が短期化し、他方で運用は長期化したため、銀行はファンディング・リスク（短期負債の借換等）やカウンターパーティ・リスクにさらされた。

2. ホールセール市場と新しいリスク

ホールセールの短期金融市場で資金調達が増加したことは、銀行の過剰なレバレッジや満期ミスマッチをもたらし、金融システムの脆弱性の主要な要因となっている。資金調達におけるホールセール市場の役割増加は、新しいリスクをもたらした。

第一に、カウンターパーティ・リスクである。インターバンク市場など短期金融市場でMMFによって担われた役割は、あまり知られていない。MMFの保有者が解約することで、MMFは短期金融市場から流動性を引き出すため、短期金融市場の脆弱性を高めた。

欧州系銀行の米ドル・インターバンク（無担保）市場では、米MMFが資金の出し手となってきた。しかし2010年4～5月、米MMFは、国債（ソブリン）リスクを抱えた欧州系銀行に対し、資金供与に慎重となった。米MMFが欧州系銀行に、カウンターパーティ・リスクを懸念したと指摘される。⁴²⁾

第二に、欧州系銀行のファンディング・リスクについては、欧州系銀行がホールセール依存を深めたうえ、その満期借換が2011～2012年に集中する問題である。アイルランドの銀行は総負債の約50%を、ドイツの銀行は同じく約40%

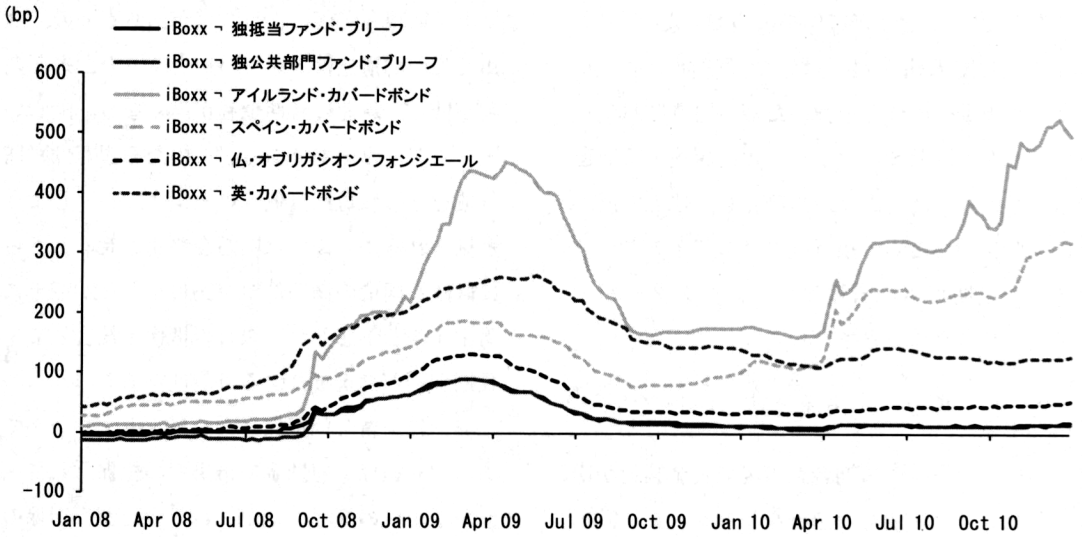
を2011～2012年に借換えねばならない。⁴³⁾2011年上半期現在、国によって差があるものの、欧州での金利構造は、オーバーナイトなど短期金利が低く、急速に長期金利が高くなる、険しいイールド・カーブである。このため銀行は短期負債をさらに短期負債へロールオーバーしようと見られるが、これは問題を悪化させる。さらに財政も国債の満期借換が2011年から2012年に集中すると予想され、銀行の借換と競合して、長期金利が高止まりする可能性がある。

第三に、新しい担保のクレジット・リスクである。有担保・短期金融市場での担保として、低い信用度の証券が使用されていたが、担保のリスクは過少評価されていた。このことは、米国でレポ取引の担保証券として2005年以降、MBSなどが認められたことで加速した。

第四に、マーケットリスクの過少評価である。金利低下が長期化し、担保資産の価値が上昇したため、レポ取引者はレポオベの担保による取引高を最大化するように、担保掛目を甘めにした。

金融危機以降は、銀行はリスクを管理し、安全性を求めようになり、レポ市場、単純な証券化商品やカバードボンドを志向している。⁴⁴⁾特に、カバードボンド市場は代替的な資金調達手段となっており、ECBによるカバードボンド買取りプログラムも影響しているようだ。図表10は、最近のカバードボンドの対国債スプレッドを示している。カバードボンドは、銀行による不動産抵当貸出や公共部門貸出を担保として、伝統的にはドイツを中心に発達した、銀行が発行する債券である。ABSなど資産担保証券との違いは、担保資産が銀行の資産として残り、オフバランスシートとならないことである。金融危機前から銀行の資金調達手段とし

図表10 カバード・ボンドの対国債スプレッド



〔出所〕 パークレイズ・キャピタルから作成。

て、カバードボンドはスペインなどを中心に急成長してきた。

しかし図表10が示すように、欧州系銀行のカバードボンドの利回りは急上昇している。アイルランドの銀行カバードボンドは、対国債で498bp（ベースス・ポイント）も高く、スペインの銀行カバードボンドも、同じく320bp高くなっている。2010年4月以降、アイルランドとスペインのカバードボンド利回りは傾向的に上昇している。2010年4月以降、アイルランド等の国債格付けが引き下げられ、国債利回りが上昇するなかで、銀行のカバードボンド利回りも上昇してきた。資金調達面でホールセール市場に依存する、欧州系銀行にとっては、カバードボンドの利回り上昇は非常に大きな問題である。⁴⁵⁾

他方、レポ市場もホールセール・ファンディング市場として急速に成長している。レポオペ

によってもたらされる、合法的な担保と保証は、広範な投資家に安心感を与え、それがレポオペ急成長の主たる要因である。無担保の短期金融市場とは異なり、担保所有権の移転による保証は、資金の貸し手にカウンターパーティ・リスクに対する防御をもたらしている。証券化商品がレポオペの担保として使用されるようになり、利便性が高まった面もあるようだ。⁴⁶⁾

最近では、バーゼル規制等もあり、流動性に関する規制が導入され、銀行は一定の流動性資産を持たねばならず、インターバンク市場に抑制的に影響している。資金の出し手としての銀行が供給を減らしているためである。またインターバンク市場は、担保の必要性や流動性リスク等のため、資金調達コストが上昇している。

VI. まとめに代えて

ユーロ圏は発足以来、域内格差が大きい。また拡大のペースも早かった。ドイツ・フランスを中心とする銀行が、ユーロ圏内外で貸出を増加させた。今日、独仏系を中心に銀行は少ない不良債権を抱える。ユーロ圏の銀行の資産構成において、国債など公債は5%弱であり、大きいわけではない。しかし、国債の保有構造において、内外の銀行が大きなシェアを有すると推定される。国債価格の大幅な低下が発生すると、損失を利益だけでは補填できず、自己資本を取り崩し、自己資本比率低下が予想される。このため、規制当局から、銀行の自己資本積み増しが求められる。ギリシャなどの債務見直しが現実化すれば、銀行の経営が一層不安定化し、ユーロの危機が当面継続するだろう。

注

- 1) 前財務省玉木林太郎財務官による中央大学経済研究所国際金融研究会での報告「金融危機とグローバル・ガバナンスの構造変化」(2010年5月22日)、ニッセイ基礎研究所伊藤さゆり氏による公益財団法人日本証券経済研究所ヨーロッパ資本市場研究会での報告「信用不安に揺れる欧州経済とユーロ」(2010年7月5日)、大和総研山崎加津子氏による日本証券アナリスト協会での講演「ユーロ経済圏の課題」(2010年8月10日)などがこうした視点から報告されている。
- 2) Mundell, R. and A. Clesse eds. [2000], *The Euro as Stabilizer in the International Economic System*, Kluwer Academic Publishers.
- 3) Eurostat newsrelease, *euroindicators*, 29 April 2011
- 4) Eurostat newsrelease, *euroindicators*, 15 April 2011
- 5) Eurostat newsrelease, *euroindicators*, 16 March 2011
- 6) Deutsche Bundesbank, *Financial Stability Review*, November 2010, p72
 なお、バッド・バンクに移転された、ヒポ・レアルの1,910億ユーロ、ウエスト州銀行の680億ユーロは上記に含まれていない模様。*The Banker*, January 2011, p77 参照。
- 7) 欧州の債務(国債)危機はスペイン次第であり、それはギリシャよりも救済ははるかに困難である。そしてスペインは銀行が問題であり、銀行は追加の自己資本を150億ユーロ求めている。さらに銀行の問題は、不動産

不況と土地に行き着く。

The Economist, April 2, 2011

- 8) この点の詳細は、拙著、「EU 共通財政と公的金融」、植田・新岡編著、「国際財政論」、2010年、有斐閣、pp181~200を参照されたい。共通財政の制約があるなか、欧州投資銀行による政策金融が補完してきた。
- 9) Eurostat newsrelease, *euroindicators*, 26 April, 2011
- 10) *The Economist*, March 5, 2011, p55
- 11) *The Economist*, March 19, 2011, p69
- 12) *International Herald Tribune*, April 8, 2011
- 13) *International Herald Tribune*, January 29, 2011
The Economist, April 30, 2011, p50
- 14) *The Economist*, January 22, 2011
- 15) ポルトガル国債利回りは2011年2月に7%台へ上昇し、財政の負担能力を超えたとされた。ドイツ国債との利回り格差は1年前には1%であったが、2月には4%まで乖離した。*The Economist*, February 26, 2011
 2011年6月現在、ギリシャ国債のCDS保証料率は2000bp程度まで急騰しており、これは100の国債に対し、20の保証料を意味する。*International Herald Tribune*, June 18, 2011
- 16) 従来、EUの共通財政は債券不発行主義であった。このため欧州投資銀行(EIB)が債券を発行し、(EU財政を補完して)貸出を実施するという役割分担が形成されてきた。しかし、2010年5月にEFSMが発足し、EUが債券を発行することとなり、従来のEU財政債券不発行主義は転換したと見られる。2008年の国際収支補完ファシリティー発動とEFSM設立に起因するという見方もある。
- 17) *The Economist*, April 6, 2011, p68
- 18) EFSFによるギリシャ国債の買い上げについて、ギリシャのパパンドレウ首相は懇願したが、ドイツ連銀は不透明な政府間の移転として非難した。
The Economist, March 5, 2011, p75
- 19) *Financial Times*, June 2, 2010
- 20) Barclays Capital, *Euro Area Bank and Sovereign Debt: Preemptive Action needed*, November 30, 2010
 2010年6月16日、ECBはギリシャ国債の担保価値を5%引き下げた。(2008年秋以降、最大10%引き下げに追加)
- 21) *The Economist*, May 7, 2011, p70
- 22) IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2010, p4
- 23) Friedrich Schneider and Dominik Enste, *Shadow Economies Around the World: Size, Causes, and Consequences*, IMF Working Paper, 2000
 OECD加盟国のうち、シャドーエコノミーの対GDP比率はギリシャが30.1%で最高、スペインが23%、ポルトガルが22.8%と続く。シャドーエコノミーの定義としては、非合法取引として薬物取引のほか、合法な行為として、所得の不申告など脱税(Tax Evasion)や従業員の過少申告などの租税回避(Tax Avoidance)等である。
- 24) *The Economist*, June 4, 2011, p85
- 25) Banco de Portugal, *Annual Report 2009*

- 26) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2011, p24
- 27) Central Bank of Ireland, *Quarterly Bulletin*, January 2011
- 28) *The Economist*, January 15, 2011, p72では、2010年9月時点での外国人国債保有の対GDP比率をポルトガル66%、アイルランド54.2%としている。
- 29) BIS, *Quarterly Review*, December 2010
- 30) ドイツのアイルランド向け債権には、ドイツ系銀行のアイルランド子会社向け貸付が多く、純然たるアイルランド向け債権とは異なる、と指摘される。
The Banker, January 2011, p77
- 31) European Banking Authority, *European Banking Authority, 2011 EU-Wide Stress Test Aggregate Report*, p29
- 32) 個別行の国債保有額は、2010年7月公表のストレステストとしての発表額である。
多くは2009年年末、もしくは2010年3月末現在とされる。
- 33) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, September 2010, p21
- 34) *The Economist*, January 15, 2011, p74
- 35) *The Economist*, February 5, 2011, p73
- 36) *The Banker*, September 2010, p45
- 37) Banco de Portugal, *Financial Stability Report*, November 2010, p68
- 38) Banco de Portugal, *Financial Stability Report*, November 2010, p71
- 39) Deutsche Bundesbank, *Financial Stability Review*, November 2010, p60
- 40) IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2010, p15
なお、米国会計基準も、FAS166/167で適格SPEの概念を削除した。
- 41) ECB, *EU Banking Structures*, May 2009, p10
- 42) IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2010, p14
欧州系銀行は金融危機前、ネットベースで、短期の米ドル・外為スワップにより約5,000億ドル調達し、非銀行に対しより長期で約9,000億ドル運用していた。これは為替リスク、満期リスク（短期調達・長期運用）、借換（funding）リスクが巨大化したことを意味する。
BIS, *Annual Report*, 26 June 2011, p90
- 43) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2011, p13およびp25
- 44) ECB, *EU Banking Structures*, September 2010, p31
- 45) 林 宏美, 「規模の拡大と多様化が進展するカバード・ボンド市場」, 『資本市場クォーターリー』, 2008年春号参照。
- 46) IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2010, p65

参 考 文 献

図書

- Mundell, R. and A. Clesse eds. [2000], *The Euro as Stabilizer In the International Economic System*, Kluwer Academic Publishers.
- 植田和弘・新岡智編著, 『国際財政論』, 有斐閣, 2010年

各国中央銀行等レポート

- Deutsche Bundesbank, *Financial Stability Review* 各号
- Deutsche Bundesbank, *Monthly Report* 各号
- IMF, *Global Financial Stability Report* 各号
- Banco de Portugal, *Annual Report* 各号
- Banco de Portugal, *Financial Stability Report* 各号
- Central Bank of Ireland, *Quarterly Bulletin* 各号
- BIS, *Quarterly Review* 各号
- ECB, *EU Banking Structures* 各号
- Friedrich Schneider and Dominik Enste, *Shadow Economies Around the World: Size, Causes, and Consequences*, IMF Working Paper, 2000

新聞・雑誌

- The Economist* 各号
- International Herald Tribune* 各日付
- Financial Times* 各日付
- The Banker* 各日付

証券会社等レポート

- 野村証券『資本市場クォーターリー』各号

- Barclays Capital 投資レポート各号

ホームページ

- Eurostat ホームページ

(駒澤大学経済学部教授・当研究所客員研究員)