

じてすべての流動性を供給する仕組みになっており、スペイン政府が一国だけの都合でマネタイゼーションを実施させることはできない。政府債務危機で流動性が逼迫しても、中央銀行のマネー供給に期待することができない。ユーロはユーロ加盟国にとって国内通貨というより「外貨」のようだといわれるのはこのためである。政府債務危機により国債の売り投機が激化すると、国債利回りは急騰し、政府は国債発行が困難になる。投資家が引き起こす流動性危機は、それが十分に強力であれば、スペイン政府をデフォルトに追い込むことができる。

木村 [2013] が上の引用文で指摘したのはこのことであろう。しかし、それは政府に対する中央銀行の「最後の貸し手」機能である。これは本来の意味での「最後の貸し手」機能、つまり銀行に対するものではない。バーゼル銀行規制が先進諸国（具体的には OECD 諸国）の国債のリスクウェイトをゼロとしたこともあり、銀行がクロスボーダーで大規模に外国国債を保有するようになった。ユーロ危機の激化した2011年夏以降南欧諸国からの資本流出は急激となった。西欧の大銀行は南欧諸国の国債を大規模に保有していたので、流出は国債の投げ売りにつながり、ソブリン危機を激化させた。

この銀行とソブリンの危機の共振あるいは悪循環のプロセスはユーロ危機を通じて継続し、OMTによって最終的に沈静化したのである。上述のようにマネタイゼーションを禁止されたユーロ圏の政府にとって、ユーロは自ら管理できない通貨となり、投資家の動き次第でデフォルト危機にさえ追い込まれる立場になった。

このような銀行とソブリンの危機の共振という現象は、通貨統合を定めたマーストリヒト条約の交渉時点ではまだ明らかではなかった。大規模なクロスボーダーの国債保有、そこから生じてくる「ソブリンに対する LLR」というこの問題が先進 (OECD) 諸国において金融危機の中心課題になったのは21世紀に入ってからとってよいであろう。

他方で、銀行の流動性危機に対するユーロシステム (ECB とユーロ圏各国中央銀行) の「最後の貸し手」機能は、リーマン危機においてもユーロ危機においても発揮された。「外国部門」に依存したわけではない。ユーロシステムは2008年から「固定金利満額供与 (FRFA) 方式」によって銀行に流動性を供給した。民間銀行が担保を提供すれば、固定レートで銀行の要求する額の流動性を供給した⁷⁾。銀行の流動性不足に対する「最後の貸し手」機能は「外国部門」によらなくても満たされたのである。

また、ギリシャの2012年の急性の預金流出は図3のように、月額で GDP 比 2 桁の激しい流出であった。これだけ急激かつ巨額に流出すると、ギリシャの銀行は国債など担保提供が困難となる。

7) 民間資本が流出しても、普通の国ではマネーサプライの減少にはならない。外資はタイから流出する際に、パーツ売り・ドル買いを行うので、その相手となるタイの金融機関はパーツ買い・ドル売りとなり、売られたパーツはタイのマネーサプライとして残る。ところが、ユーロ圏ではギリシャから預金が流出すると、ギリシャの銀行システムからそっくりそのまま流出額に等しいマネーサプライが減少して、た

ECBはギリシャに「緊急流動性支援（ELA）」を承認した。ギリシャ中央銀行は2011年末から12年初めまでに1000億ユーロを超えるELAをギリシャの銀行に供与し、ユーロ危機沈静化により一時約500億ユーロまで減少したELAを12年春に再び約1200億ユーロまで引き上げている⁸⁾。このELAも、流動性危機に陥った銀行への流動性供与という意味で「最後の貸し手」機能に含めることができる。

ELAはECBの承認を得て、ギリシャ中銀が供与する。統計的にも「外国部門」ではない。

II-3 「プログラム支援」3カ国への支援額は政府債務に準拠していた

EU・ユーロ圏諸国・IMFによる「プログラム支援」は、2010年5月のギリシャ第1次支援に始まった。その時には、上述した法的根拠の問題、支援機構の不在の問題があったので、ユーロ圏諸国が個別にギリシャ政府を支援するバイラテラル援助（800億ユーロ）とIMF（300億ユーロ）支援の合計1100億ユーロであった。ほぼ同じ頃、EUのEFSMの金額拡充、ユーロ圏のEFSF設置が実施されて、アイルランドとポルトガルのデフォルト危機にはこれらの支援制度とIMFが財政支援を行った。ギリシャの第2次支援1300億ユーロはEFSFが担当した（第1次支援残額が加わって、第2次支援額は1400億ユーロ超となった）。

2012年10月にESMが創設され、支援に加わった。また、アイルランド支援には、同国への民間銀行の資金供与において最大の役割を果たしたイギリスをはじめ、若干の非ユーロ圏EU諸国も金額は小さいものの、支援に加わった⁹⁾。

それらの支援は危機国の財政の必要に対応していた。すなわち、財政赤字の補填、国債償還、政府の銀行支援の合計から、公的部門の予想される債務のロールオーバー（借換）を引き去った額である。ポルトガルでは、その額に、追加的な流動性バッファが追加された（表1を参照）。

国際収支危機に陥った通常国を支援するIMFの支援額の計算は、逆流出する資本と経常収支

たとえば流入国のドイツに移る。銀行は自国中央銀行から不足する流動性の供与を受ける。スペインのマネーサプライは回復するのである。ユーロ圏全体としては、このようにして、マネーサプライ総量が増加する。Sinn & Wollmershaeuser [2011] は、ドイツのターゲット債権累積とともに、このタイプのマネーサプライ増加が金融政策に及ぼす影響に警鐘を鳴らしたのである。もっとも、ギリシャからの資本流入を受けたドイツの銀行はそれだけ中央銀行預金が増大するので、リファイナンス・オペレーションによる資金供与を受けなくて済むことができる。その分だけ、ドイツのマネーサプライ増加は抑制されるわけであるから、Sinnらの警鐘は必ずしも正確とはいえない。実際にも、ECBのオペによる資金供給額は07年の約4000億ユーロから12年夏には約1兆4000億ユーロへと3倍以上になった。07年オペによる資金供給の約50%を一国で占めていたドイツの銀行のシェアは12年夏には1桁台に低下した。これについては、Cour-Thimann, P. [2013] p.13のFigure 5, Figure 6を参照。

8) ギリシャとアイルランドのELAについては、拙稿 [2014] 224-225ページを参照。

9) プログラム支援国への支援概要については、拙稿 [2015] 222-225ページを参照。

表1 「プログラム支援」国のファイナンス・ニーズとその資金源

項 目	ギリシャ	アイルランド	ポルトガル
	2010Q2-13Q2	2010-2013	2011-2014
A 一般政府赤字	530		220
B 債務の償還	1,383		809
C 調整	15		21
D 総ファイナンス・ニーズ (A + B + C)	1,928	989	1,050
E 債務発行／ロールオーバー	935	489	470
F 民営化	0	0	50
G ネットのファイナンス・ニーズ (D - E - F)	992	500	530
H 銀行支援	100	350	250
I 総ファイナンス・ニーズ (G + H)	1,092	850	780
J IMF の支援	300	225	260
K EFSM, EFSF, ESM, EU 諸国	800	450	520

[出所] Pisani-Ferry/Sapir/Wolff [2013], p.15.

赤字、つまり国際収支赤字をファイナンスする必要に準拠するであろう。ところが、ユーロ圏諸国の国際収支は、上で見たように、民間資本の流出を公的資本がカバーして、国際収支は均衡していたので、IMFの従来の計算方式はまったく当てはまらない。表1のように、ユーロ圏とIMFのプログラム支援はもっぱら政府のファイナンス・ニーズに照応しており、政府支援のためにだけ使用されたのである。これもまた、ユーロ危機の「本質」を經常収支不均衡と対外債務危機とする見方の無理を表しているように見える。だが、話はここで終わらない(Ⅲへと続く)。

他方で、巨額の国際収支支援はTARGET債務の増大であった。それは民間銀行からの預金流出を反映しているが、預金を喪失した民間銀行は自国の中央銀行を通じて流動性を供給された。すでに指摘したように、この点は、ドル資金の借換ができなくなった民間銀行が資金調達できずに破綻し、金融システム危機となったタイなど東アジア通貨危機やその他の開発途上国の国際収支危機・通貨危機になかった特色である。

Ⅲ 内需崩壊と公的資本流入——債務の返済について

Ⅲ-1 危機5カ国の内需と輸入の崩壊

ギリシャなどプログラム支援国ではタイのような「經常収支の暴力的黒字化」は起きず、經常収支は徐々に均衡へと向かった。だが、2014年、ギリシャ(とスペイン)の失業率は25%超となった。ポルトガルは17%である。ユーロ危機の持続的な金融パニックはPIG3カ国の長期金利(10年債利回り)を「危機ライン」といわれた7%超へとかなり長期間引き上げ、スペインとイタリアも一時7%に接近した。ギリシャでは2011年11月に政府が崩壊するなど政治危機も起きて、12年夏

にかけて20%を超えた。イタリアを含めて、銀行はインターバンク市場を利用できなくなり、上述したように、自国中央銀行からFRFA（Fixed Rate Full Allotment）方式により、担保を差し出せばそれに応じた資金供与を受けることになった。しかし、担保の質や量の問題もあり、市場金利は上昇し、とりわけ中小企業の資金調達は困難となった。

アイルランドは強力な輸出力により、マイナス成長は2012年（-0.3%）のみであったが、PGS3カ国ではマイナス成長と低成長の持続が示すようにGDPは中期的に打撃を受け、内需と輸入も相応の落ち込みとなった。不動産バブル破裂のスペインは5年連続のマイナス成長、ポルトガルは2010年1～9月のプラス成長を挟んで4年のマイナス成長、イタリアは2008、09年、そして2012～14年がマイナス成長、であった。もっともマイナス成長の度合いは小さかった。だが、最悪のギリシャは08年から6年連続のマイナス成長によりGDPは25%超縮小した。これは急性ではないものの、内需と輸入の崩壊といえよう。

つまり、タイのように短期間で急激な内需崩壊と輸入の激減はユーロ圏では起きなかったが、リーマン危機からユーロ危機までの間、中期的に経済はダメージを受け続け、回復には長い時間が必要となった。

タイでは、財政が健全だったこと、名目為替相場の大幅な切り下げと最大の輸出先アメリカの高い経済成長・輸入依存度の高まりなどの好条件によって、比較的短期間で経済成長はプラスに転じた。だが、ユーロ圏では名目為替相場の切り下げはできないので、実質為替相場の切り下げ、つまり賃金下落をベースとする低インフレを通じて、徐々に国際競争力を高めるほかない。いうまでもなく、最大の輸出先であるユーロ圏の経済成長が高まれば、南欧諸国の輸出は伸びる。だが、安定成長、物価安定主義のユーロ圏ではこの面でも、経済を財政支出で牽引するといった方策は望みがたく、ユーロ安による域外への輸出の伸びに期待することになる。不均衡の調整は長期にわたることになる。

ユーロ圏が危機国に押しつけた財政緊縮政策が危機国の成長率を引き下げた主因であるといわれる。また、ユーロ圏の経常収支黒字国の財政支出増大策の推奨がよくなされる。だが、グローバル金融資本主義の下では、顕著な財政赤字を金融市場が許さないという根本的な問題がある。ギリシャにせよイタリアにせよ、2011年11月に成立した実務家内閣が思い切った財政緊縮措置と労働市場柔軟化改革を打ち出し、それが金融パニック沈静化に効果をあげた経過を見ても、南欧諸国の内需崩壊・低成長の主因として財政緊縮を挙げるのは安易な面があるのを否定できない。もっとも、金融パニックが落ち着いた2013年以降については、ユーロ圏あるいはEUとしての財政政策の活用が必要であることは明らかである。だが、ドイツを先頭にそうした政策に否定的な意見が強く、望み薄のまま今日に至っている。

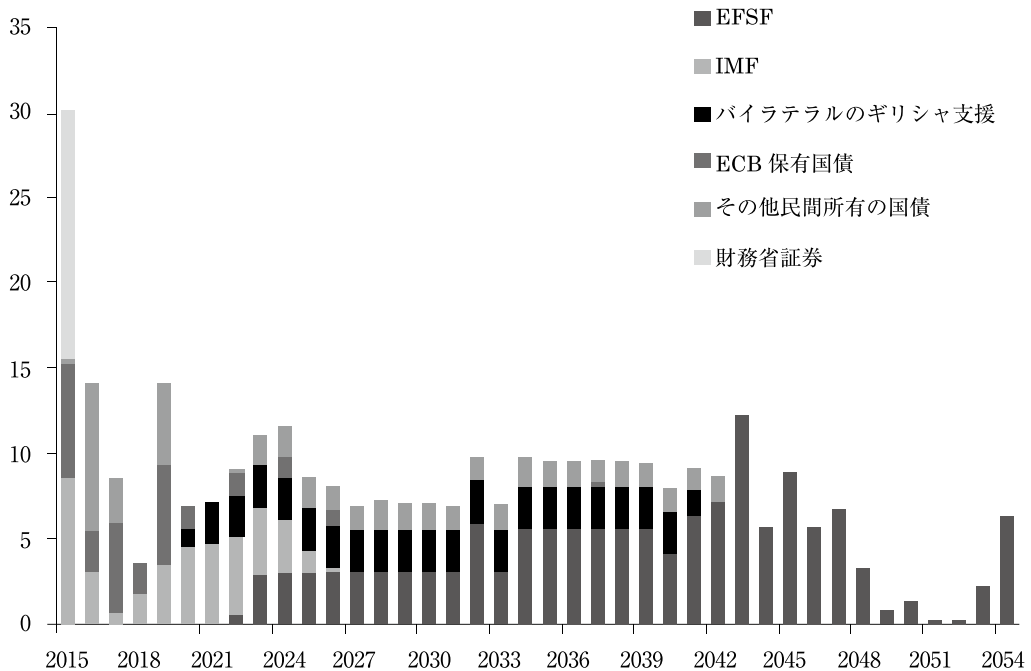
Ⅲ-2 ギリシャへの公的資本流入による対外債務とその返済について

タイのような短期の激しい「経常収支の暴力的黒字化」が南欧諸国で起きなかったのは、民間資本の流出を公的資本流入がカバーしたからであった。公的資本は、第1に、ユーロ圏諸国のバイラテラルな財政支援（ギリシャ第1次支援）、EFSFとEFSM（アイルランド、ポルトガルへの支援）、EFSF（ギリシャ第2次支援）の支援、さらにIMFの支援が加わる。以上は「プログラム支援」である。プログラム支援はローンであり、利子が付く。公的資本の第2は、ターゲットを通じる公的資本の流入であるが、こちらは、ECBの政策金利に等しい利子が付く。

最大の借り入れ国となったギリシャについて見てみよう。すでにギリシャの返済計画は2015年から2054年まで決められている（図4）。IMFとECB（証券市場プログラムSMPによるギリシャ国債購入の償還）への返済が先行し、2020年からバイラテラル支援の、また21年からEFSF分の返済が始まる。ユーロ圏諸国への返済は2020年以降にまわされて、さしあたりの返済の負担を減らしている。また、ユーロ圏諸国のローン金利は当初ギリシャの財政赤字隠しを罰する意味もあって5%超と高金利であったが、第2次支援への移行期に切り下げられて、市場金利に1ベースポ

図4 ギリシャの債務返済計画（タイプ別・満期別）

（単位：10億ユーロ）



[注] RBC Capifal Markets.

[出所] EFSF = European Financial Stability Facility; IMF = International Monetary Fund; GLF = Greek Loan Facility.