

間市場での資金供給者のリストを見ると、数多くの小規模な銀行や貯蓄金融機関が大規模な銀行に対する、しばしばクロスボーダーでの、資金供給者であったことが分かる。当時、銀行間貸出に対する大口貸出規制はなかったため、貸出額は多くのケースで貸出金融機関の資本を超えていた。このため、政府主導の大規模銀行救済は避けられないものであった。これがなければ、多くの小規模銀行も支援なしに2008年の第4四半期を生き延びることはなかったであろう。

さらに、欧州の預金保証スキームは一般に危機のシステム的な性質に鑑みて不十分なものであった。利用できる資金量は不十分であり、すぐに枯渇し、預金保証のためには政府による追加的介入を必要とした。それに加えて、EU全体にわたる付保預金額の引上げや統一化を含めた、消費者保護や信頼回復のための数多くの対策が採られた。現行スキームの国境を越えた調整では全く不十分であった。他の国とりわけイギリスやオランダの預金者をかなり抱えていたアイスランドの銀行のケースはもっとも顕著な事例であった。両国政府はそれぞれ自国の預金者を保護するために介入せざるをえなかった。

資金調達市場における流動性の消失はリーマン破綻のもっとも目立った帰結であったが、その他の資本市場商品の流動性も消失した。銀行は資金調達のために大規模な資産売却を試みたが、買い手がいなかった。こうしたことから現物市場と指数市場との乖離が大きく拡大した。社債金利とクレジット・デフォルト・スワップ(CDSs)との開きが急速に拡大した。株式オプション市場では、短期オプションは利用可能であったが、長期オプションの流動性は枯渇してしまった。そこで、トレーディング勘定を指数取引商品やダイナミックヘッジ戦略でヘッジしていた投資銀行は、突然大規模なベースリスクに晒されることになった。このことが、トレーディング勘定の巨大さと組み合わせると、投資銀行における当時の数十億の損失の主要な要因となった。さらに、自己勘定売買の戦略がトレーディング損失をかなり拡大した。

現代的なリスク管理手法は強く景気循環増幅的（プロシクリカル）であることが判明した。2つの機関の間でのデリバティブ取引の有担保化は本来的に意味のあることだが、両方の取引当事者を価格のボラティリティや自身の信用劣化に晒すことにもなる。ボラティリティが上昇し、格付けが引下げられた時（リーマン後）、銀行がお互いに提供する担保は、流動性を手に入れることができなくなったまさにその時に、積み増しされねばならなかった。多くの銀行はこうした必要を予想せず、十分な緩衝資産を持っておらず、そのことが問題をさらに悪化させた。

マネー・マーケット・ファンドは、利回り向上のために銀行の劣後債務に投資していたが、「額面割れ」に近づくか既にそうになっていた。米国のマネー・マーケット・ファンドへの「取付け」が発生し、米国政府はこうしたファンドを保証する他に方法はないと考えた。欧州のマネー・マーケット・ファンド業界も、それはずっと規模が小さいが、同様の問題に直面した。

要約すると、リーマン破綻の主要な特徴は銀行にとっての流動性枯渇であり、それは正にシステム・リスクの発現に他ならなかった。短期のホールセール資金調達に大きく依存していた金融機関はすべて国家支援に頼らざるをえなくなった。中央銀行による巨額の流動性注入は、金融システムを破綻させずに作動させ続けるには必要なものであった。また政府は、金融システムの崩壊を防ぐには、破綻しかかっている金融機関に出資し、新規発行負債を保証せざるをえなかった（ボックス2.1と2.2を参照）。国際決済システムの脆弱性が、またシステム危機への対処面での預金保証スキームの構造的弱点多、顕在化した。多くの投資銀行のヘッジ戦略は、ベースリスクが劇的に増大する時には破綻してしまう、ということが判明した。

ボックス2.1：リーマン後：国による支援の発動

リーマン・ブラザーズの経営破綻により2008年9月に危機が激化した時、先進国の政府は、個々の金融機関を対象とする個別的行動と金融システム全体にわたる計画との両方を通じて、銀行や金融機関の支援に踏み出した。そうした対策には以下のものが含まれていた。銀行取付け防止のための預金保険の強化、銀行の資本基盤強化のための資本注入、銀行のホールセール資金調達維持のための銀行債務に対する明示的な保証、銀行の巨額のポートフォリオ損失リスクを減らすための痛んだ「レガシー」資産の購入や保証である。納税者のお金が暗黙にか明示的にか、リスクに晒された（ボックス2.2を参照）。そうした巨額の政府介入の全体としての目的は、金融仲介機関の広範な破綻の防止と正常な金融仲介機能の回復促進であった。銀行システムを支援するための政府行動の規模は未曾有のものであった。

リーマン消滅後に重大なクレジットイベントが起きなかったのは、少なくとも部分的には、救済措置の速やかな実施のためである。Pannetta et al. (2009) は、2008年9月から2009年6月までの期間の主要国の行動の包括的な年表と内容説明を与えている。

未曾有の規模の支援のための国家介入は歪みや非効率性という犠牲を伴ってはいるが、全体としては、救済措置は「最悪ケースシナリオ」の回避に、特に主要な銀行の破綻リスクやシステムミック危機の恐れを減らすことで、貢献したといえるであろう。

2.2.3 第3波：「経済危機の局面」（2009年時点）：財政による景気刺激と自動安定化装置

大西洋の両側で大規模な銀行救済が行われた2008年の劇的な出来事の後、2009年の金融市場は比較的穏やかであった。2009年の価格の回復は銀行のバランスシートや損益計算書を立て直すのに役立った。財務上の業績面では、2009年は回復の年となった。多くの銀行が利益をかさ上げし、巨額のボーナス支払いといった古いやり方への回帰もあった。

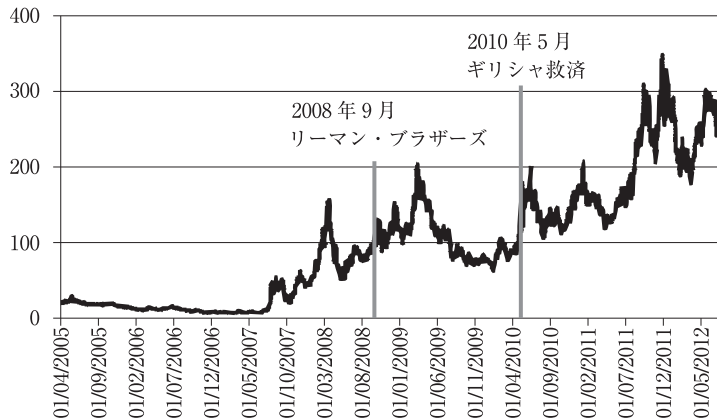
2009年中に必要とされる金融システム改革についての論議が加速した。新規に創設された金融安定理事会（FSB）が、バーゼル銀行監督委員会（バーゼル委員会）と共に、主導的役割を演じた。彼らの仕事は最終的にはトレーディング勘定、資本および流動性に関する新規ルール草案（バーゼル3）として結実し、2010年9月に公表された。

経済や公共財政の面では事態はさらに悪化していた。リーマン破綻後の金融仲介の深刻な機能麻痺が世界貿易に悪影響を及ぼし、結果として世界的に成長を妨げていた。世界の主要国はすべて、世界経済が世界規模の不況に陥るのを防止するために、大規模な景気刺激策を承認した。こうした財政面からの取り組みは、最悪ケースの「大不況」シナリオを防止する点ではかなりプラスの短期効果があったが、長期の影響は不確かであった。その上に、実質GDPの急落と景気後退の長期化見通しに伴う失業のかなり増大と税収の減少を受けて、自動安定化装置が作動し始めた。景気刺激のための支出は、ますます重要となった自動安定化装置と国家支援措置の費用と共に、全体としてソブリン債務水準に重大な影響を及ぼした（2.4.3を参照）。世界の長期成長の下方調整は、経済回復や債務の持続可能性の見通しを悪化させた。

2.2.4 第4波：「ソブリン危機の局面」（2010年時点）

ユーロ圏のソブリン債務は8.3兆ユーロ、2011年のGDPのほぼ87%に相当する。この数値は米国のソブリン

図2.2.1 欧州金融機関の iTraxx 5年物 CDS スプレッド



出所：ブルームバーグ。

債務レベルに相当し、日本よりはかなり低い。それ故、こうした比較の面からは、ソブリン債務問題は管理可能なように思われる。しかしながら、ユーロ圏はアメリカ合衆国のような財政同盟ではないし、いくつかのユーロ加盟国は上記の平均値に示されるよりはずっと債務が多い。ギリシャの新政権が2009年11月に国の財政赤字と債務残高についての真実の数値を明らかにした時、ソブリン・リスクは紙面のトップに躍り出ることになった。

ギリシャの財政危機とそれの解決策についての議論が決着しない中で、誰がギリシャ債務の保有者であるかについての憶測が激しくなった。多くの投資家は、ギリシャのソブリン債務の大部分は欧州銀行によって保有されているのではと懸念した。2010年5月長期にわたる交渉の後、ギリシャ政府は結局 EU と IMF 主導の1100億ユーロの救済計画（2014年までの債務借り換えを可能にする規模まで拡大された）を受け入れた。同時に、その他の弱体化した EU 諸国を支援するための7,500億ユーロの緊急基金が EU 加盟諸国と IMF との共同で設立された。2010年11月にはアイルランドが緊急基金からの金融支援を要請した。2011年4月にはポルトガルがそれに続いた。

欧州レベルで十分な防火壁を作り上げ、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルのための解決策を見出すための長い政治的プロセスは、市場の信認回復のための努力と結びついて、欧州銀行部門に多大な負担を課すことになった。2010年までに、多くの機関投資家は保有金融株を完全に売却し、欧州銀行株を保有しただけでなかった。銀行は余りに複雑で透明性が不十分で、将来キャッシュフローは不確実であると考えたのである。

長期債市場の利用もまた、もっとも強力な銀行を除いて再び閉ざされ始めていた。5年物 CDS スプレッド（図2.2.1）の動きに示されているように、無担保優先債の投資家はより大きなリスクプレミアムを要求し始めていた。2010年5月までに CDS スプレッドは既にリーマン破綻後の水準より高くなっていた（2011年と2012年にはさらにもっと高くなった）。

もっとも影響を受けたのは中小規模の銀行であり、それはポルトガル、スペイン、イタリアだけでなく、その他の EU 加盟国にも及んだ。ギリシャではすべての銀行が資本市場へのアクセスを失った。

個々の金融機関にとっては、無担保債市場が一時的に利用できなくなることは、中央銀行が介入して流動性を供給することができる限りは、憂慮すべきことではない。しかしながら、もし長期債市場が長期にわた

り閉鎖されたままであるなら、危険な力学が発生しうる。無担保優先債の発行ができないので、欧州銀行はカバードボンドや ECB からの有担保短期資金調達に依存せざるをえなくなった。このため、債務の満期構成は短期化し、担保として提供している資産の規模は拡大した。こうした事態は共に無担保債保有者にとって銀行をより魅力のないものにした。

直接的帰結として、銀行の借り換え能力の欠如のため、銀行は資産負債のミスマッチを資産サイドを削減することによって対応せざるをえなくなった。ゆっくりとしかしながら着実に、欧州銀行は国内での存在を維持するために海外市場から撤退し始めた。ロンドンの商業不動産市場はもっとも早く外国銀行の撤退を経験し、信用供給が下落した。その次は東欧の EU 加盟諸国であった。

欧州銀行の信認回復のための規制当局の取り組みは、2010年および2011年には十分なものではなかった。多くの銀行が、2010年初めに欧州銀行監督委員会（CEBS）によって実施された EU 規模の初めてのストレステストに合格したが、資本市場や金融アナリストや一般国民は、その結果が欧州銀行システムに孕まれている真のリスクを反映しているかどうか確信を持ってなかった。その上、バーゼル3を巡る規制上の議論が進展し、より高い資本要件が改革の土台となるにつれて、うんざりした投資家は、投資対象のさらなる希薄化を恐れ、銀行株を手放した。

要約すると、実物経済は2010年には1年前の需要ショックから回復し始めていたが、高水準のソブリン債務という重しが欧州にとって差し迫った課題となってきた。大部分の機関投資家が欧州銀行バランスシートに巨額の国債ポートフォリオを抱え込まれていると考えていたため、欧州銀行システムに対する信認は触まれ、株価は世界の他の地域の銀行の株価から切り離され、債券市場は大部分の欧州金融機関にとってゆっくりとしかしながら着実に閉じられていった。

2011年の前半には、ギリシャがトロイカ⁶⁾によって設定された財政収支目標を達成することも、期待されたような資本市場への復帰もできそうもないことが明らかとなった。スタンダード・プアーズは2011年6月にギリシャのソブリン格付けを CCC に引き下げる決定をした。ギリシャの第2次救済計画が必要であることが明らかになった。長々とした交渉の後、2011年7月に1090億ユーロの第2次公的救済計画が承認された。それには民間の債務保有者の債務交換が含まれており、それは現存の証券を満期が長く金利が低い部分的に担保の付いた証券と交換するものであり、中南米の債務危機解決のために使われたブレイディ・ボンドと似たようなものだった。国際会計基準では、ギリシャ国債を保有していた金融機関は20%から30%だけの評価損を計上しなければならなかったであろう。部分的な債務再編は市場では国債市場にとって深い意味を持つ先例と受け止められていた。ギリシャ国債の事実上の債務切下げであるにもかかわらず、提案は債券保有者にとって自発的なものと見なされていたので、その時点ではソブリン CDS は発動されなかった⁷⁾。ソブリン CDS が発動されなかったことは、ヘッジ手段として有効でないことを示すかのように思われ、その後の損失についての投資家の不確実性をさらに高めることになった。

2回目の欧州規模の改善されたストレステストは、新設の欧州銀行監督機構（EBA）によって組織され、欧州銀行のソブリン債務エクスポージャーに焦点を当てようとするものであった。2011年7月15日の報道発表で EBA は、ギリシャ国債とギリシャ銀行に対する欧州銀行のエクスポージャーの総額が310億ユーロになると発

6) トロイカとは、欧州委員会と欧州中央銀行と IMF のことである。

7) 後に2012年3月にクレジットイベントが宣言され、ソブリン CDS が発動された（以下を参照）。

表した。こうしたソブリン・エクスポージャーに対して390億ユーロの準備が保有されていた。

しかしながら、米国の短期資金運用業者は別の結論に達していた。欧州銀行はギリシャ債務のずっと大きな割合を損失計上しなければならないであろうという不安の中で、マネー・マーケット・ファンドはユーロ圏へのエクスポージャーを削減し始めた。巨額の資金引き揚げは、スワップ市場と外国為替市場の両方で重大な緊張を引き起こした。欧州銀行の大部分は、顧客がユーロで支払うがドル建てかドルでも値付けされている商品が必要としていたため構造的にドル不足であったが、この緊張によりドル資金調達へのアクセスを失った。ECBの米国連邦準備とのスワップ枠が緊急支援を提供した。2011年8月には、銀行、特にドル資金調達に依存している銀行の株価が圧力に晒された。その後より広範な銀行部門が同様の状況となった。9月には欧州と米国の両方の長期債市場がもっとも強力な銀行に対してさえも閉じられ、2011年の残りの期間開かれることはなかった。欧州銀行の大部分はドル建て資産を売却し始めた。貸出や貿易金融の取引は、約100ベースポイントのスプレッドで取り組まれたものが、2011年11月までには流通市場で600ベースポイントで売却されるようになった。

2011年の夏、スペインとイタリアの国債市場にはさらに金融的圧力が加わった。スペインとイタリアの信用スプレッドが拡大するにつれて、欧州銀行システムは信用上の課題に直面しているという多くのファンドマネージャーの確信も高まった。2011年秋の両国の政権交代は不安を幾分和らげた。しかしながら、両国の金融システムは2011年の第4四半期には約500億ユーロの対外資金の流出に見舞われた。スペインとイタリアの借り換え必要額はその年それぞれ720億ユーロと2,000億ユーロに達しており、両国はユーロ圏の国債市場の非常に大きな部分を占めていた。

EUと加盟国は、金融支援を必要としている加盟国が利用できる危機対策の現存の仕組み（欧州金融安定化基金、EFSF）を高度化し、将来の危機への備えとしての恒久的な仕組み（欧州安定メカニズム、ESM）の設立に向けて前進した。その上、国家と国内銀行の信用連鎖の悪循環を断ち切り、EU銀行の信認を向上させるために、EBAの調整により、欧州の巨大銀行にとってのコア Tier1資本要件は一時的にリスクウェイト資産の9%に引き上げられた（2012年6月30日までに）。

2011年が経過するにつれて、ギリシャは7月に合意された第2次救済計画の条件を満たすことができないことが明らかになってきた。IMFの算定を基に、EUは民間部門に対してより厳しい条件を求めた。50%かそれ以上の債務減額が提案された。こうした交渉は2011年の残りの期間続けられ、最終的に2012年2月に決着した。2012年3月に民間のギリシャ国債保有者は保有国債の正味現在価値で78%の削減を受け入れ、その時点でソブリンCDSが発動された。

2011年12月には、ECBは金利1%で3年満期の「長期リファイナンスオペ」（LTRO）を銀行に提供することを決定した。第1回目では523の銀行が4,850億ユーロに達するLTRO資金調達を契約した。2012年2月には第2回目が続いて行われ、800の銀行が5,290億ユーロの契約を行った。2回のオペは欧州銀行部門の緊張を大きく緩和し、長期債市場の暫定的再開にもつながった。他方では、信用度の低い加盟国に本拠地のある銀行は、国からの道義的説得の有無にかかわらずキャリートレードを行う誘因が与えられていたであろうから、調達資金を国債投資の拡大に使うことで銀行・国家間の結びつきを強めてしまったであろう。その上、調達資金コストの低さが中小企業やその他の企業やその他の借り手にとって資金調達コストの低さにどの程度つながったかは明らかではない。

要約すると、欧州銀行システムの信認は2011年夏以降、ソブリン危機と弱々しい経済成長見通しもあり、さ

らに触まれた。2回のLTRO介入での巨額の資金需要にもかかわらず、2012年3月に無担保優先債を販売できたのはわずか17の欧州銀行だけであった。欧州銀行の圧倒的多数にとっては、資本市場は閉じられたままであった。米国マネー・マーケット・ファンドは欧州から資金を引き揚げ、すべての銀行に対する資本市場閉鎖の引き金を引いた。銀行はそれに対応すべく、バランスシートを圧縮し、信用供給を削減した。EBAの資本強化の取り組みと特にECBのLTROオペは事態の鎮静化に貢献した。しかしながら、こうした政策は、欧州の現在の中心的問題であるソブリン債務と銀行の支払い能力との間の結びつきを弱めることはできなかった。

2.2.5 第5波：「欧州信認危機の局面」：岐路に立つEU

欧州における金融統合は、危機以前の数年間、主としてホールセール市場においてではあるが、大いに進展した。ユーロの採用とその後すぐの金融サービス行動計画はこの統合プロセスの主要な節目であった。

しかしながら、危機は金融統合プロセスを急激に停止させ、さらなる分断のリスクがある。この問題は2.5.3で議論される。たとえば、クロスボーダーの信用フローの中には減少したり、逆流するものもあった。銀行は益々国内市場と国内貸出コミットメントの履行に焦点を合わせるようになった。ホールセールの資金調達コストとリテール金利の差は加盟国間で拡大している（European Commission (2112a)）。国内金融の安定性に重点を置いた監督当局のやり方はこのプロセスを悪化させた。

2012年6月、欧州理事会、欧州委員会、ユーログループ、ECBの各組織の長は共同報告「真の経済・通貨同盟を目指して」を発表した。そこでは未来のEMU（経済・通貨同盟）のための次の4つの不可欠の構成要素について述べられている。金融制度の統合、財政制度の統合、経済政策の枠組みの統合、民主的な正統性と説明責任の強化。ソブリン危機と銀行部門の信用連鎖の悪循環、EUの金融分断やマクロ経済的不均衡の問題に対処するために、2012年6月時点の欧州理事会はそうした真の経済通貨同盟を実現するための工程表を求めた。最初のステップとして、ユーロ圏サミットからの特別の要請に引き続き、欧州委員会は2012年9月12日に、その後の銀行同盟の設立を考えて、欧州における単一監督機構の設立のための立法の提案を行った。それとは別に、ECBは9月6日にユーロシステムによる国債流通市場でのアウトライト・マネタリー・トランザクション（OMT）についての多くの技術的特徴に関する決定を下した。OMTの明言された目的は、ECBの金融政策の単一性とECBの政策スタンスのユーロ圏全体の実物経済への的確な伝達を確保することである。OMTによりECBは国債市場の潜在的歪みに対処することができ、ユーロ圏からテールリスクを取り除くための有効な最後の砦として行動することを目指すことができる。他の数多くの事態の展開と組み合わせり、これらは2012年の初夏に比べて金融市場のムード改善をもたらした。しかしながら、EU金融システム安定性に対する多くの主要なリスクはこの報告書が出来上がる時点でも残っている。

2.3 回顧：危機に至るまでのEU銀行部門の動向

2.3.1 EU銀行部門の成長と規模

金融仲介の重要性の増大は、金融危機に至る数年間の欧州銀行部門の（相対的な）規模成長から明らかである。総資産成長はEU・GDP成長をはるかに上回り、EUの貨幣金融機関の総資産は2008年までに43兆ユーロ（ユーロ圏では32兆ユーロ）に達し、EU・GDPの約350%であった（図2.3.1参照）。危機の勃発に伴い、総資産に対するGDPの比率の安定化に示されるように、EU経済に比べた銀行部門の成長は相対的に低下した⁸⁾。

EU全体の数字は、銀行部門の規模や成長に関する加盟国間の大きな違いを隠してしまう（図2.3.2）。たと