

松 山 大 学 論 集
第 33 卷 第 6 号 抜 刷
2 0 2 2 年 2 月 発 行

ユーロ圏の金融危機

松 浦 一 悦

ユーロ圏の金融危機

松 浦 一 悦

目 次

はじめに

第1章 ユーロ圏金融危機の性格規定を巡って

第2章 ユーロ圏債務国の貿易・経常収支赤字の要因

1. 輸出側の要因～単位労働コストの上昇

2. 輸入側の要因～長短資本の流入による内需の拡大

第3章 ユーロ圏金融危機のプロセス

1. ギリシャ

2. アイルランド

3. ポルトガル

4. スペイン

おわりに～国際収支調整手段としての TARGET・バランス

は じ め に

2008年9月のリーマン・ショックを契機として、サブプライム・ローン関連の債券価格が大幅に下落し、アメリカの短期金融市場の一つである資産担保コマーシャルペーパー市場¹⁾において突然のパニックが発生した。欧州系銀行・金融機関はアメリカの短期金融市場で資金調達し、その資金をサブプライム・ローンを含む不動産・住宅関連の債券へ投資していたため、欧州の銀行・

1) 優良企業が発行する短期社債である CP (コマーシャル・ペーパー) は、通常、無担保で発行される。これに対して、資産を担保にして発行される CP のことを「資産担保 CP」(Asset Backed Commercial Paper: ABCP) と呼ぶ。無担保で CP を発行できない企業でも、優良な担保を裏付けにすることによって、ABCP で資金を調達することができる。

金融機関は資金の返済と投資の失敗に直面し、経営危機に陥った²⁾

同時期に、欧州でも不動産バブルが崩壊したことにより、スペインやアイルランド等では国内不動産融資に狂奔した銀行はバブルの崩壊に見舞われた。こうした金融機関の経営難は金融不安を生み出し、それはクレジット・クラッチを引き起こすことにより実体経済を取縮させた。EU 28カ国の実質経済成長率は2008年に前年比で大きく落ち込み、2009年にマイナス4.3を記録した。また、2000年代前半から低下していた失業率は、2008年の7%で下げ止まり、2009年から上昇を続けたのである。

欧州の各国は不況対策として財政支出を増やし、さらに、巨額の不良債権の処理に呻吟する銀行救済のために公的資金を投入せざるを得なかった。このような支出の増加に税収の減少が重なり、財政赤字－特に周縁国の財政赤字－は急増した。その結果、大量の国債が発行され、市場における国債の累積額が記録的な水準となった。やがて国家債務リスク（国債の信用リスク、政府が財政赤字の財源を確保できないリスク）が顕在化し、債務不履行（デフォルト）の懸念が高まった。また、国家債務危機（ソブリン債務危機）の発生により、多額の国債を保有する銀行は資産の劣化から自己資本の再構成を迫られたため、融資の縮小により、さらにクレジット・クラッチが進んだ。こうして欧州の金融危機は、銀行危機と財政危機の複合的なものとして表れ、さらにこれがユーロ危機（対応困難なユーロ暴落）へと発展したのである。

ユーロ圏金融危機は2009年の第1次ギリシャ金融危機に始まり、2010年にアイルランド、2011年にポルトガル、2012年にスペイン、2015年7月の第3次ギリシャ金融危機へと広がった。ユーロ圏金融危機の性格規定を巡って、概

2) 例えば、2007年9月にイギリスのノーザン・ロック住宅金融組合は経営破綻し、イングランド銀行から特別融資を受けた。サブプライム・ローン問題により資金繰りが悪化したことが引き金となった。ベルギー・オランダ系の大手銀行フォルティスは2008年9月に経営破綻し、ベルギー、オランダ、ルクセンブルクの3か国政府は同行に112億ユーロを投入すると発表した。同月にドイツの不動産金融大手のヒポ・リアルエステートも破綻し、政府と民間銀行との救済を受けることとなった（『みずほ欧州経済情報』2008年10月14日、1-2頁）。

ね国家債務危機となる流動性危機とみるか、あるいは国際収支危機とみるかについて論争が行われた。本稿は、こうした論争を意識しながら、ユーロ圏金融危機の特質を明らかにすることを課題としている。

第1章は、ユーロ圏金融危機の性格規定を巡って、概ね国家債務危機となる流動性危機とみるか、あるいは国際収支危機とみるかという論争を紹介する。第2章は、ユーロ圏の国家債務危機以前の実体経済の動向を經常収支赤字の増加という側面から考察する。第3章は国家債務危機が債務国において発生するプロセスを4か国ごとに論じる。第4章はユーロシステムのターゲット・バランスの国際収支赤字の補填手段としての役割を論じる。

第1章 ユーロ圏金融危機の性格規定を巡って

ユーロ圏金融危機の性格規定を巡って、概ね国家債務危機となる流動性危機とみるか、あるいは国際収支危機とみるかについて論争が行われた³⁾

前者の立場は、経済通貨同盟(EMU)にはターゲット・バランス⁴⁾(TARGET・Balance 以下、TBと略す)。とユーロシステムによる流動性供給ルートを通じた決済メカニズムが備わっているため、国際収支は常に均衡する。したがって、国際収支は生じないことから、ユーロ圏金融危機は国家債務危機と考える(貨幣的ソブリン危機説)。後者の立場は、EMUでは国際収支不均衡が生じる場合、為替相場リスクは発生しないが、通貨同盟に内在する為替相場リスクは国際収支危機という形態としてではなく、国家債務危機として現れると考える(国際収支危機説)。

最初に、貨幣的ソブリン危機説の代表例として、M. ラヴォアとP. グラウエの議論をみておく。M. ラヴォアは、ケインズの国際清算同盟案(Proposal for an International Clearing Union: ICU)とTBを並行して議論する。両方の場合でも、經常収支赤字国はそれぞれICUと欧州中央銀行(ECB)のTBのネット

3) Cesaratto, S., (a), (b), 2015を参照されたい。

4) 当初のTBは後にTB2となったが、本稿では二つを区別せずTBに統一する。

負債ポジションの増加により自動的に補填される一方、黒字国はネット資産ポジションが増加する。国際決済は国際準備－すなわち、第三国あるいは経常黒字により発行された準備通貨－を必要としないため、この仮定では国際収支危機と金融危機の可能性はない。このように考えるならば、経常収支赤字国は、国際準備が不足しても、経常収支均衡の回復を目的とする制約的な経済政策を遂行する義務はなく、あるいは対外債務の返済を履行できなくなるほど国際準備が不足しても金融デフォルトの発生を強いられることはない⁵⁾。

M. ラヴォアによれば、TB にはユーロ圏中央銀行が ECB から借り入れる金額に制限がないため、ユーロ圏内の国際収支不均衡は問題とならない。したがって、M. ラヴォアは、国際収支不均衡を不問にする欧州中央銀行の機構と自己規制の中に根本的問題があると主張する。

一方、P. グラウエの議論にはユーロ圏内の国際収支危機の視点はなく－したがって、通貨危機の視点はなく－、ユーロ圏加盟国の中央銀行の支え（＝最後の貸し手機能）の欠如が流動性危機を引き起こし、国家債務危機へと悪化すると主張する。

EMU の諸国は自ら裁量権のない通貨建てで公債を発行せざるを得ない。その結果、政府は政府債務の繰延のために現金が常に利用可能であることをもはや保証することができない。EMU への加盟前は、加盟国は他の独立国家と同様に自国通貨を発行することができ、それにより満期到来の公債の保有者に対し常に返済できる現金が用意できることが暗黙に保証されていた。つまり、各国は独立国家として危機時に中央銀行が流動性を供給する権限を保有していた。ユーロ圏が立案された時に理解されていなかったことは、ユーロ圏諸国の政府により提供される保証が欠如すれば、自己制約的流動性危機が生じる可能性があり、それは債務危機に展開しうることである⁶⁾。

5) Cesaratto, S. (a), 2015, p. 143.

6) Grauwe, P. D., the Political Economy of the Euro, The Annual Review of Political Science, January 2013, p. 163.

以上のように、貨幣的ソブリン危機説によれば、TBにより国際収支は常にバランスがとれるため、外貨準備不足による国際収支危機、ないし通貨危機を問題にしない。したがって、欧州危機は国家債務危機であると主張する。

次に、ユーロ圏金融危機を国際収支危機と捉える国際収支危機説をみておく。この説の特徴は、ユーロ圏は単一通貨制度下にあるとはいえ、国民国家の集合体であるので、国際収支不均衡は解決すべき問題と認識する点である。ユーロ圏参加国の国際収支が赤字の場合、対外債務の決済はTBを通じて常に繰り延べられるため、債務の繰り延べはやがて国家債務危機という形態で現れる。以下、国際収支危機説の見解を述べておく。

H. ジンは次のように主張する。TBはユーロ圏の国際収支不均衡の自動調整をいくぶん人工的に妨げる装置として作用している。TBによる信用供与が無制限かつ無条件に実施されることは通貨同盟の核心的特徴であり、TBによるユーロ圏内の国際収支赤字国への与信は目立たないペイルアウト（破産の危機にある企業や政府に資金援助して救済すること）である。2010-12年の期間に周縁諸国から資本逃避が増加したにも拘らず、TBは周縁国の国際収支赤字をファイナンスすることにより、古典的国際収支危機の発生は最終的に回避された⁷⁾

TBにより経常収支赤字国から黒字国へ持続的な支払いの流れが可能となり、その結果、資金フローは国際決済を繰り延べることより、赤字国には多額のTBの負債が積み上がった。そればかりでなく、経常収支赤字国内の商業銀行が失うユーロ準備は様々なリファイナンス・オペを通じて中央銀行により再び創出される。

H. ジンはユーロ圏を欧州通貨制度（固定相場制）と比較して、ユーロ圏金融危機の特徴を論じている。もし固定相場制であれば、2010-2013年間にユーロ圏にみられた大規模の資本逃避は、1992年の欧州通貨制度危機と同様に、

7) Sinn, H. W., and T. Wollmershäuser, 2012, pp. 17-21, Cesaratto, S., 2015, (a), p. 144.

経常収支赤字国を通貨制度からの離脱へと導いたであろう⁸⁾。しかし、TBの働きによりユーロ圏経常収支赤字国の国際収支危機は発生しなかった。ここで留意すべきは、周縁国の対外債務－したがってTBの潜在的な不均衡のさらなる拡大－によるEMU加盟国内での潜在的な為替の切り下げあるいは転換リスク(為替相場リスク)は続いたことである⁹⁾。

また、同じ国際収支危機説の立場に立つコート-ティマンは次のように述べる。金融・国家債務危機が発生すると、民間外国投資家はもはや累積した経常収支赤字を補填し続ける意思がなくなった。通貨当局は、機能不全となった市場で支払い能力のある銀行の流動性ニーズを満たすために、ECBの意思決定の結果として、主要な仲介機能を引き受けたのである。ユーロ圏諸国の国際収支内のTBの存在は、アイルランドのケースのように資本の流入が流出に転じた場合、累積した経常収支赤字を補填する民間貨幣フローの代わりに通貨当局が果たしたと解釈できる¹⁰⁾。

TBに反映されるユーロシステムの流動性支援は、EMUにおける国際収支のスムーズな調整に役立つ。TBは(ユーロシステムから)独立したメカニズムではない。ユーロシステムの流動性支援は、中央銀行のオペを通じて通常取引機関(=銀行)に対し流動性ポジションを支えることを目的としている。資

8) Sinn, H. W., and T. Wollmershäuser, 2012, pp. 21-27.

9) R. フレンケルはユーロ圏の危機を1980年代から2000年代初期に新興国で発生した危機と比較し、次のように議論を展開する。新興国の危機は、経常収支赤字の持続的増加－ある点から国際準備の減少傾向－は、一方では為替相場ルールの信任を引き下げ、他方では国際通貨建て発行される債券の債務不履行の可能性を高める。それに対しユーロ圏では、TBとECBの融資オペの組み合わせは為替リスクを削減する。ユーロ圏の政府債務の持続可能性におけるデフォルト・リスク・プレミアムの役割は、新興国経済における(公的および民間)外債債務の持続可能性において果たす役割と類似している。国家債務リスクとは、法外な費用で政府債務を補填する義務が生じるとき、国家が通貨同盟の離脱を強いられるリスクである。為替相場危機(ドラギのいう転換リスク)と国家債務危機は相反するものではなく、同時に発生するものである。ただし、ユーロ金融危機は為替相場危機として現れないが、国家債務危機として現れた(Frenkel, R., 2014, p. 13.)。S. セサラットもフランケルと同様に、EMUでは為替リスクが表面化しない代わりに国家債務リスクが現れると説明し、国際収支危機説を展開した(Cesaratto, S. (a), 2015, p. 149.)

10) Court-Thimann, P., 2013, p. 23.

金供給の目的は、決して経常収支不均衡の補填ではない。それらはユーロ圏の物価安定の維持を目的とする金融政策の全て間接的な効果である¹¹⁾

ユーロシステムのTBによる経常収支不均衡ショックの吸収はEMUの建設に根ざしている。EMUにおいて、第1に、決済システムは、EMUの国内およびEMU国間で同価値の通貨流通を保証し、第2に、ユーロシステムは政策権限の中でEMUの維持に貢献するための決定を行う¹²⁾。このようにコート-ティマンは、EMUの働きを維持する目的とするTBを通じた政策の間接的効果は、事実上経常収支不均衡を補填するための資金供給にある点を強調した。

奥田宏司氏は、スペインの国際収支の分析から、07年、08年の時点で経常赤字を民間投資収支における資金流入だけではファイナンスできず、不足の大部分をスペイン中銀のユーロシステムに対する債務(TB)でファイナンスせざるを得なくなっていた事態を指摘し、TBはスペインの国際収支危機を隠蔽する役割を果たしていたと主張される。さらに、スペインの経常収支の経常収支は09年から半分以下に急減しているが、11年には国家債務危機により投資収支がマイナス(資金流出)となった。そのとき経常収支赤字のファイナンスと資金引き上げによる巨額の「総合収支」赤字のファイナンスを、中銀のECBに対する債務(TB)が果たしていることを指摘し、これは本来、国際収支危機として極めて深刻なはずであったと述べられている¹³⁾。このように、TBは07年、08年の不動産バブルの発生を背景に資産の不良債権化による銀行経営の悪化から資金が海外へ流出した時、また、11年に国家債務危機による資金の海外流出が生じた時も同様に、国際収支危機が覆い隠されたのである。

以上の記述を整理しておく。貨幣的ソブリン危機説によれば、民間の資金フローとTARGETにより国際収支は常に均衡するため国際収支不均衡は問題とならず、EMUでは為替相場の消滅により為替リスクは生じないため、変動相

11) Court-Thimann, P., 2013, p. 23.

12) Court-Thimann, P., 2013, p. 24.

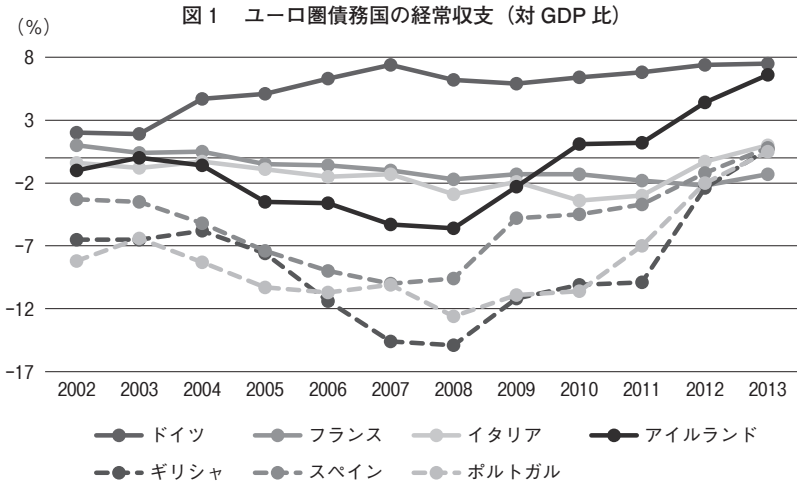
13) 奥田, 2020年, 261頁。

場制度にみられる資本逃避による国際収支危機は生じない。したがって、金融危機は国家債務危機と主張する。これに対し、国際収支危機説によれば、経常収支不均衡が生じる場合、変動相場制では為替相場リスク（ドラギは交換性リスクと呼ぶ）に晒されるが、EMUでは通貨制度に内在する為替相場リスクは国際収支危機の形態はとらずに、国家債務リスクとして顕在化する。このように国家債務リスクが顕在化するものは、本質的に国際収支危機であると主張する。

本稿は、ユーロ金融危機を国際収支危機説の立場から捉えて、以下考察を続ける。EUは国民国家ではなく、国民国家の連合である。この立場からみれば、ユーロ圏参加国間で生じる対外債務は最終的には資産で決済されなければならない。しかし、ユーロ圏はTBを通じて国際収支不均衡が常に調整されるため、通常国民国家にみられる持続的な経常収支赤字に因る外貨準備不足、これに起因する国際収支危機は生じない。第3章では、国際収支危機が回避されることにより、国家債務危機が生じたことを実証的に明らかにする。

ところで、国家債務危機に陥った国に共通してみられることは、持続的な経常収支赤字である（図1）。ユーロ導入後のギリシャは、経常収支赤字が2000年代後半でGDP比10%を超えていた。1997年東アジア通貨危機が発生する前のタイの経常収支赤字が対GDP比5%前後であったから、この赤字規模はいかに大きかったか想像できよう。

次章は、ユーロ圏債務国の貿易・経常収支赤字の要因として、ユニット・レバー・コストの上昇と長短資本流入による国内過剰投資の持続について考察する。



第2章 ユーロ圏債務国の貿易・経常収支赤字の要因

1. 輸出側の要因～単位労働コストの上昇

生産1単位当たりの賃金を表す単位労働コスト（ULC）の水準は輸出サイドに関わる価格競争力を規定する要因である。ここでは貿易収支赤字国のULCの水準を考察していく。

価格競争力を決定する要因は、①外国と比較する労働生産性の相対的な変化、②生産要素の価格－賃金を始めとする生産要素価格の相対的な変化－である。これらの2つの要素をマクロレベル－産業レベルおよび国家レベル－の視点からみれば、国民的生産力水準と国内賃金上昇率であろう。こうした考え方に立ち、一国の貿易収支レベルを示す指標として、ULC¹⁴⁾の変化をみておこう。ULC上昇率は次のように表される。

$$\text{ULC 上昇率} = 1 \text{人当たり賃金上昇率} - \text{労働生産性上昇率}^{15)}$$

この式が示すように、ULC 上昇率は、1人当たりの賃金上昇率と正の相関関係、労働生産性上昇率とは負の相関関係にある。ユーロ圏債務国（南欧諸国とアイルランド）は労働生産性が相対的に低いため ULC が高くなる結果、国際競争力の低さから貿易収支が赤字になると主張されることがある。こうした主張は正しいといえるだろうか。

まず、表 1 が示すように、ユーロ圏債務国の ULC 上昇率は、国と年によって差はあるものの—例えば、ポルトガルは 2004 年・2006 年・2007 年に、ギリシャは 2003 年・2006 年にユーロ圏の数字を下回る—、概ねユーロ圏より高い水準で推移している。ドイツは 2000 年代前半に不況下にあったため、GDP の低下により労働生産性は低下した（労働者生産性 = GDP ÷ 雇用者数で表示するため）。

表 1 労働者一人当たりの名目レーバ・ユニット・コスト（対前年比変化率）

年	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ユーロ圏 (18カ国)		1.9	2.4	2.2	0.7	1.5	0.8	1.5	3.7	4.5	-0.6	0.6	1.9	1.3	1.1
ドイツ	0.7	-0.1	0.8	1.2	-0.6	-0.5	-1.8	-0.6	2.4	6.3	-1.2	0.6	3.3	2.4	1.9
アイルランド	2.8	5.6	1.1	5.3	4.0	4.8	3.5	5.3	7.4	-2.6	-7.4	-3.2	0.5	4.2	0.8
ギリシャ	0.5	2.1	9.9	1.1	1.6	9.1	-1.1	2.5	5.1	7.4	0.3	-0.2	-3.3	-7.0	-1.6
スペイン	2.5	3.2	3.2	3.0	2.9	3.5	3.3	4.1	5.7	1.6	-1.6	-1.1	-2.9	-0.6	-0.4
ポルトガル	4.4	4.0	3.2	3.6	0.2	3.4	0.7	1.0	2.8	2.7	-1.2	-2.0	-3.2	2.5	-0.9

Eurostat, Database, (<http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, 2015 年 7 月 20 日アクセス) を基に筆者作成。

14) ULC と経常収支赤字の関係を考察した ESCB の調査グループによる研究によれば、ULC の上昇は経常収支の悪化と相関関係にある—負の相関関係—があると評価している。ULC は価格競争力を体現している。労働コストは企業の価格構造の主要な一部を構成するという仮定の下で ULC は妥当な指標である。ただし、ULC は価格競争力に関する数多くの実質実効為替相場 (REER) 指標の一つに過ぎない。金融危機以前には GDP デフレーターに基づく REER 指標と総合経済 ULC に基づく REER は同じ動きを示したと主張する。他方、ULC の基づく REER と消費者物価指数に基づく REER との相関関係は弱いと分析している (ECB, *Occasional Paper Series*, No. 139, Dec. 2012.)。

15) ユニット・レーバ・コスト = 一人当たり賃金 ÷ 労働生産性。なぜならば、(賃金 / 生産量) = (賃金 / 雇用量) ÷ (生産量 / 雇用量)。

表2 1人当たり実質労働生産性（対前年比変化率）

年	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ユーロ圏 (18カ国)		0.8	0.2	0.2	1.4	0.6	1.5	1.1	-0.4	-2.7	2.6	1.5	-0.4	0.3	0.3
ドイツ	0.7	2.0	0.5	0.4	0.8	0.7	2.9	1.5	-0.3	-5.7	3.8	2.2	-0.7	-0.5	0.8
アイルランド	4.8	2.1	4.2	1.1	1.1	0.7	0.8	0.5	-2.0	1.6	3.9	4.6	0.3	-2.1	3.0
ギリシャ	3.6	3.4	0.7	5.2	2.5	0.0	3.9	2.2	-1.7	-3.9	-2.8	-2.1	1.4	-0.1	0.0
スペイン	0.3	0.6	0.3	-0.1	-0.6	-0.5	0.0	0.5	0.9	2.9	1.8	2.0	1.7	1.4	0.1
ポルトガル	1.6	0.2	0.4	0.0	2.5	1.2	1.2	2.5	-0.2	-0.3	3.4	0.1	0.1	1.3	-0.5

Eurostat, Database, (<http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, 2015年7月20日アクセス)を基に筆者作成。

次に表2によれば、ユーロ圏債務国の労働生産性上昇率は、ギリシャが2005年を除いて-2004年のアテネオリンピック特需を反映して労働生産性は2003年に大幅に上昇し、2005年はその反動でGDPが低下した-2007年まではユーロ圏とドイツを凌駕した。アイルランドは2000年前半まで労働生産性上昇率がユーロ圏を上回ったが、2000年代後半の景気後退を反映して労働生産性上昇率がユーロ圏を下回っている¹⁶⁾。スペインは2002年を除いてユーロ圏を下回っている。ポルトガルは2000年代前半の景気後退期に労働生産性上昇率が停滞しユーロ圏を下回ったが、2000年代後半にはユーロ圏を上回った。

以上の説明から、ギリシャはULCの上昇率が2000年から2007年まで（2003年と2006年を除いて）ユーロ圏とドイツを上回り、一人当たり労働生産性の上昇率が（2005年を除いて）ユーロ圏とドイツを上回っている¹⁷⁾。このようにギリシャのULC上昇率が高い時に、労働生産性上昇率は低いのではなく、高いのである。つまり、ギリシャのULC上昇率が高いのは、賃金上昇率が労働生産性上昇率を上回っていたことによると推測できる。さらに、ギリシャの

16) 2001-2005年において、ユーロ圏の中でもアイルランドとギリシャの労働生産性の伸び率は顕著であった（ECB, *Occasional Paper Series*, No. 53, Oct. 2006, p. 10）。

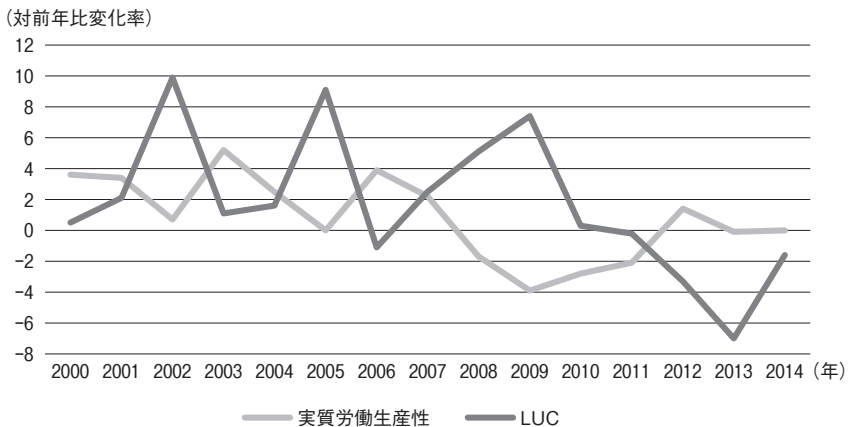
17) 2001-2005年において、ユーロ圏の中でもアイルランドとギリシャの労働生産性の伸び率は顕著であったことが指摘されている（ECB, *Occasional Paper Series*, No. 53, Oct. 2006, p. 10）。

2003年と2006年のULC上昇率の低下は、賃金上昇率を上回る実質労働生産性上昇率が生じたことに因ると考えられる（表1と表2のデータを抽出して作成した図2を参照されたい）。

賃金上昇率が労働生産性上昇率を上回ることによりULC上昇率が高いという状況は、2000年代前半の 아일랜드 と2000年代後半のポルトガルにも当てはまる。また、賃金上昇率を上回る実質労働生産性上昇率が生じたことによるULC上昇率が低下する状況は、2000年代前半の 아일랜드 と2000年代後半のポルトガルにもみられる。なお、スペインは2000年代に実質労働生産性上昇率が概ねユーロ圏を下回る状況で、ULC上昇率が継続しているのは、賃金上昇率の上昇が続いたためである。

このように金融危機前のユーロ圏債務国は、2000年代に労働生産性上昇率が賃金上昇率と比べて相対的に低いためULC上昇率は高くなり、結果として国際競争力が低いという見方は正しくない。ULC上昇率が高いのは、労働生産性上昇率が低いからではなく、労働生産性上昇率を上回る賃金上昇率の上昇

図2 ULCと実質労働生産性の関係（ギリシャ）



(出所) 表1, 表2より作成

に因るものである。また、ユーロ圏債務国は賃金上昇率を上回る実質労働生産性上昇率が生じることにより、ULC 上昇率が抑制されたといえる。

2. 輸入側の要因～長短資本の流入による内需の拡大

1999年1月のユーロ導入により為替リスクが解消され、ユーロ圏で単一金利の短期金融市場が形成された。1999年代末のユーフォリアの中で周縁国の景気は拡大期にあった。2000年代前半に南欧諸国とアイルランドの一人当たりGDP成長率はコア国のドイツやフランスを上回り¹⁸⁾、それらの周縁国では景気拡大による物価水準の上昇が実質金利を引き下げたことにより¹⁹⁾、資金調達費用の低下は企業および家計の旺盛の資金需要を喚起した。その結果、内需拡大により投資超過が発生し、海外からの資金流入は国内貯蓄不足を補うことにより、景気拡大を持続させた。しかも、海外からの資金流入により銀行の準備増加は、信用創造による貸付増加を通じて、景気の持続的拡大を可能にした²⁰⁾。

ドイツとフランスは2000年代前半に景気減速下での歳入減少による財政収支赤字が安定成長協定の基準に違反したため、緊縮財政を強いられることとなった。財政規律の観点から支出を抑制しつつ税収増を図るためには、何よりも景気回復が求められ、それにはユーロ圏の金融緩和の維持が必要とされたのである。一方、ユーロ圏債務国は国内のインフレリスクと資産価格の上昇圧力が懸念されていたため、金融引き締めが求められた。しかし、ECBはコア諸国の景気回復を優先させたため、金利水準を据え置いたのである。

こうしてユーロ圏債務国は、ユーロ圏内での借入が容易になり、資金流入が国内景気をさらに過熱させることとなった。スペインやアイルランドでは低金

18) 一人当たりGDP成長率は、Eurostat, database, economy and finance, Real GDP per capita, 10-Dec-2020 accessを参照。

19) 消費者物価上昇率は、OECD, dataset, consumer price indices, 10-Sep-2020 accessを参照。

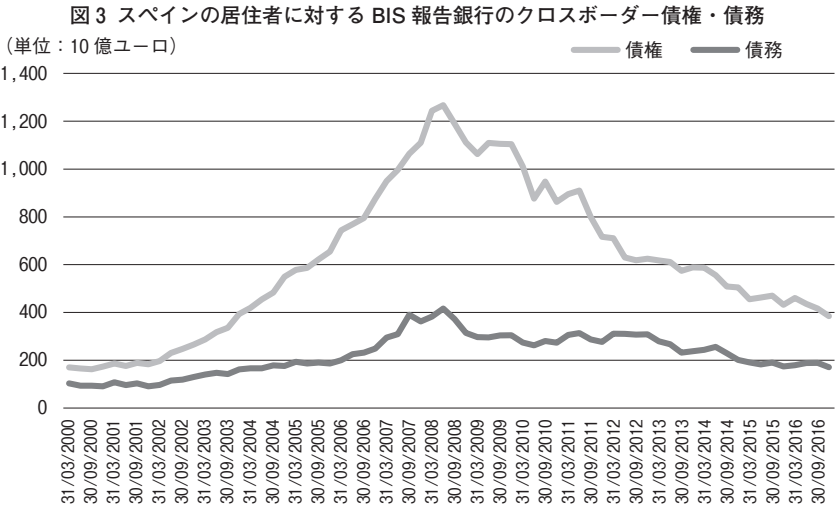
20) アイルランドと南欧諸国ではGDPに対する国内信用量の比率はドイツとフランスを上回っていた (Giavazzi, F. and Spaventa, L. 2011, pp. 215-219を参照)。

利の住宅ローンは家計の持ち家志向を高め、住宅価格の上昇を引き起こした。住宅価格は次第に住宅バブルといわれるほどに高騰し、資産価格効果を通じて消費は一層増加した。また、低金利の消費者ローンが家計向けの耐久消費財の販売を促進したことも消費を増加させた。企業は銀行から設備資金を調達し易くなる他、社債、CP、株式等の発行による資金の調達が活発化したため、設備投資も増加し、新たな起業も後押しされた。

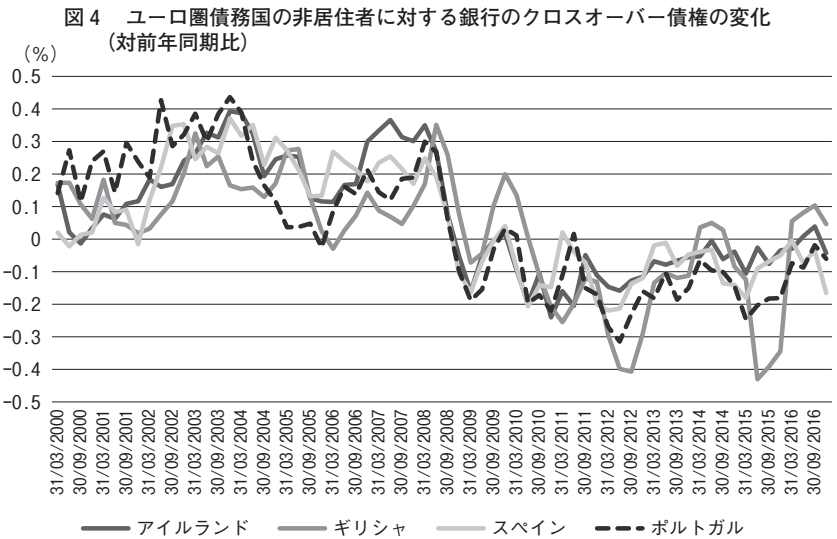
内需の拡大と不動産ブームを背景に、ユーロ圏債務国は輸入の増加による貿易・経常収支赤字が拡大し、赤字は外資の流入が補填することにより、リーマン・ショックまで景気の拡大は持続した²¹⁾ 流入する外資の考察は第3章で行うが、ここで海外の銀行によるユーロ圏債務国への融資状況を見ておく。

4カ国とも居住者の銀行借入は2000年代にリーマン・ショックまで著しく増加し、借入が貸付を大幅に上回る、すなわち、大幅なネット借入超過を表している。例えば、スペインの居住者に対するBIS報告銀行の債権と債務の変化が示しているように、債権残高は2000年から2008年までに約6倍に増加し、債権が債務を著しく超過した(図3を参照)。4カ国の居住者による銀行借入の変化率(対前年同期比)は30%から40%であることから、海外の銀行からの借入規模が如何に大きかったが想像できる(図4)。

21) 経常赤字国への資本流入の副作用は、非貿易財の住宅建設のブームあるいは消費の増加であった。通貨統合が対外制約を取り除く一方で、ユーロ圏の平均的なインフレ率を目標とする共通の金融政策は、問題になる国の増大するインバランスを防ぐのに何もできなかった(Goavazzi and Spaventa, 2010, pp. 201-202)。



(出所) BIS, Bank's cross border positions, by residence and sector of counterparty, outstanding base



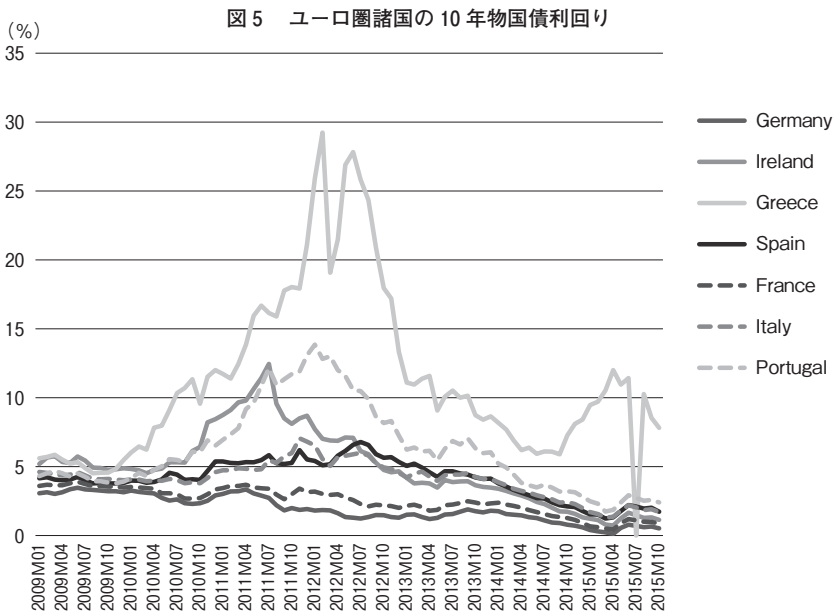
(出所) BIS, Banks' cross border position, by residence and counterparty, outstanding base

第3章 ユーロ圏金融危機のプロセス

1. ギリシャ

2000年代におけるギリシャの財政収支赤字は、支出の高い伸び率に比べて税収が伸び悩んだため、赤字は膨らみ続けた。高成長の状況下での財政赤字は構造的であった。財政赤字のGDP比は、収支報告の粉飾が明るみに出た2009年10月には15%にも達していた。その後、国債利回りは上昇し始め、2010年4月に7%台を記録し、さらに上昇を続けた(図5を参照)。

2010年4月頃以降の国債利回りの急上昇に表れた国家債務リスクを回避するために、2010年5月にEU・IMF・ECBのトロイカによる1,100億ユーロの金融支援が決定し、さらに、同年6月に欧州金融安定ファリシテイ(EFSF)



(出所) Eurostat, Database, 30-9-2015 access

と欧州安定化メカニズム（EFSM）が発足し、この金融支援を支えた。同年5月以降の金融支援は、総額2,400億ユーロに上った。これが**第1次金融支援**である。だが、ギリシャの債務問題は改善の兆しが見られないため、同年7月にギリシャは第2次支援を要請する。

信用不安が熾り続けるギリシャでは2010年10月以降、国債利回りが再び上昇し始め、2011年6月には16%台へ跳ね上がっていた（**図5**を参照）。しかしその後、金融支援の条件である財政再建（公営企業の民営化や公的部門の人件費削減など）は進まず、そのことが政治混乱を招く原因となり、痛烈な金融パニックに襲われた。

2011年7月12日、ギリシャ国債の信用力を取引するクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の保証料は2,000ベース・ポイント（bp、20%）水準にあった。保証料率の値が高いほど信用力が低く、1,000bpは危険水域と市場ではみられていた²²⁾。2011年7月21日、ユーロ圏17カ国が総額1,600億ユーロ（約18兆円）の金融支援を決めたことで、ギリシャ債務危機はひとまず回避された。この金融支援の下で、ギリシャの市中銀行と民間投資家（与信者）は、ギリシャ国債の満期の延長による返済の繰り延べ、あるいは国債と高格付け債券との交換を余儀なくされた。債券の交換によって、民間与信者は債務元本の削減を避けることができなかった²³⁾。こうしたギリシャの債務の再構成は、市場の利害関係者にとってデフォルトに等しいものであったといえよう。実際、2011年7月22日に格付け会社フィッチは、この計画が債券保有者に費用の一部を負担させるため、ギリシャは限定されたデフォルトの法的手続きを行ったと発表した²⁴⁾。

しかし、2011年秋以降も国家債務危機は収まらず、ギリシャ国債の利回りは上昇を続けた。2012年3月にギリシャ政府は同国債を保有する民間投資家

22) 『日本経済新聞』2011年7月12日付け、夕刊。

23) Sharma, S. D. (2014), pp. 158-159.

24) Sharma, S. D. (2014), p. 161.

の83.5%が債務削減に応じたと発表することで、デフォルトはひとまず避けられた。これに合わせてEUとIMFによるギリシャ向け総額1,300億ユーロの追加金融支援が合意された(トロイカによる第2次金融支援)。銀行や保険会社などが保有するギリシャ国債の元本を半分弱まで減らしたうえで、支払う利息を抑えた新発の国債などと交換するという内容であった。ギリシャ財務省によると、全体の83.5%に当たる1,720億ユーロ分について投資家から同意を得た。ギリシャの国内法に基づき発行され、大手銀行などが投資する国債に限れば、参加率は85.8%となる²⁵⁾。これによって、2012年2月に29%をつけた国債利回りはようやく低下していった(図5)。

この時期の国際資本取引を国際収支表(表3)により確認しておく。証券投資の負債は2009年まで大幅なプラスであったが、ギリシャへの資金流入は増加した、2010年から大幅なマイナスを記録した(外資の引き上げを表す)。ところが、銀行取引の多くを反映する「その他投資」の負債は2010年に前年比で増加し、資金流入が増加し、2011年と2012年にも増加したことから、証券投資の負債の減少を相殺する動きを見せた。それでも、海外への資金還流の流れには逆らえず、2010年の国際収支表の「総合収支」(経常収支、資本移転収支、金融勘定の合計で、外貨準備と誤差脱漏を除く)は約133億ユーロの赤字であり、赤字が2013年まで続いた。

視点を変えて海外の銀行からの対ギリシャ向け債権の変化を見ておく。図6は海外の銀行による貸付先(資金の借手)を銀行、非銀行民間部門、公的部門に分けて債権の動きを示している。

第1に、公的部門への債権は2009年まで著しく増加し、第1次国家債務危機と第2次国家債務危機を背景に急減した。注目すべき点は、2011年7月の第2次金融支援決定後も、公的部門に対する債権が減少し続けたことである。

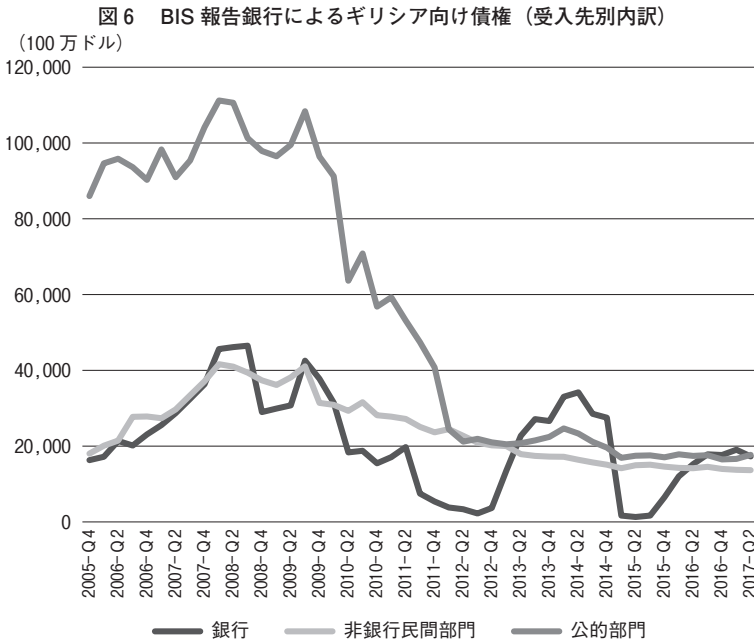
公的部門に対する債権の多くは、ギリシャ国債への投資である。海外銀行に

25) 『日本経済新聞』Web刊, 2015年3月9日。

表3 ギリシアの国際収支 (単位: 100万ドル)

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
経常収支 (準備と関連項目を除く)	-13,476.1	-18,233.2	-29,565.3	-44,397.3	-51,312.8	-35,913.2	-30,275.1	-28,592.9	-6,172.1	-4,946.5	-3,735.7	-459.3	-1,964.3
財の収支	-31,587.0	-34,235.7	-44,033.5	-56,925.6	-64,892.8	-42,856.7	-37,552.0	-37,883.6	-25,281.1	-27,616.2	-29,540.8	-19,118.8	-18,335.4
財およびサービス以外の収支	-12,555.8	-15,086.0	-24,889.1	-34,239.8	-38,477.1	-25,094.4	-20,260.0	-17,339.0	-5,996.1	-6,741.6	-5,247.8	-341.6	-1,286.1
財 サービスおよび第1次所得	-17,980.3	-22,126.0	-33,847.0	-46,708.9	-58,492.4	-34,536.8	-27,887.8	-26,481.9	-4,947.5	-7,340.7	-3,333.0	119.7	-1,305.5
第2次所得 受取り	7,900.6	8,615.2	8,596.9	9,052.8	10,189.4	3,758.2	2,974.0	2,761.6	3,019.4	6,179.3	3,425.2	2,124.0	1,983.5
第2次所得 支払い	3,396.3	4,722.3	4,305.3	6,831.1	6,009.8	5,114.6	5,361.4	4,862.5	4,244.0	3,785.1	3,828.0	2,703.0	2,652.3
資本収支 (準備と関連項目を除く)	2,989.9	2,563.0	3,821.9	5,956.9	5,995.1	2,817.7	2,776.3	3,659.7	3,009.7	4,031.9	3,354.6	2,192.0	1,129.6
経常収支および資本収支	-10,486.3	-15,670.2	-25,743.4	-38,630.4	-45,317.7	-33,095.5	-27,498.9	-24,923.2	-3,162.5	-914.6	-381.1	1,732.7	-834.8
金融収支 (準備と関連項目を除く)	-6,836.4	-15,633.2	-25,660.7	-38,027.4	-44,243.5	-34,930.4	-14,180.3	-11,918.3	-1,616.1	9,794.3	-3,295.0	-7,695.2	-5,207.4
直接投資 資産	1,070.6	1,508.3	4,234.2	5,260.8	3,206.0	2,439.9	1,696.9	1,817.4	678.5	-687.8	3,015.3	1,582.1	-1,576.5
直接投資 負債	2,147.4	690.0	5,409.2	1,957.7	5,733.4	2,782.6	533.7	1,092.1	1,663.3	2,945.4	2,696.8	1,268.3	3,060.8
ポートフォリオ投資 資産	13,835.3	23,193.7	9,374.4	21,635.8	-143.8	10,915.0	-17,061.1	-6,845.1	74,030.8	-2,373.7	11,094.1	7,265.0	7,579.0
ポートフォリオ投資 負債	31,300.7	32,307.9	18,737.9	45,545.5	24,890.9	43,144.1	-43,832.6	-33,419.5	-54,284.0	-10,036.2	3,019.6	-1,578.2	-2,869.9
金融デリバティブと雇用ストック オプション	429.3	-13.1	-919.7	622.5	661.2	1,151.1	-432.5	986.0	1,077.7	886.3	490.2	364.2	166.5
その他投資 資産	7,463.5	8,739.9	7,336.2	22,117.7	40,678.7	29,715.2	97.2	4,519.5	-23,071.6	-28,048.4	-9,463.3	18,757.2	-17,112.1
その他投資 負債	-3,813.0	16,064.2	21,538.7	40,161.1	58,021.4	33,244.9	41,879.7	44,723.6	106,952.2	-32,967.1	2,714.9	35,883.4	-5,926.6
経常収支、資本収支および金融収支	-3,649.9	-37.0	-82.7	-603.0	-1,074.2	1,835.0	-13,318.6	-13,004.9	-1,546.4	-10,708.9	2,913.9	9,317.9	4,372.6
純差配当	372.8	-66.9	361.2	1,050.7	1,112.7	-625.2	-617.9	-905.1	-590.5	4,253.0	2,558.6	1,266.8	-104.7
準備と関連項目	-3,277.0	-103.9	278.5	456.8	38.5	1,209.8	-13,936.4	-13,310.0	-2,136.9	-6,465.9	5,472.5	10,584.7	4,267.9
準備資産	-3,277.0	-103.9	278.5	456.8	38.5	1,209.8	-201.1	-44.1	18.7	140.1	626.1	382.8	635.8
ネット与信とIMFからの融資 (準備ポジションを除く)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13,735.3	13,266.0	2,155.6	6,596.0	-4,846.4	-10,201.8	-3,632.1

(出所) IMF, database, Greece : Balance of Payments Analytic Presentation by Country, 21-12-2020 access.



(出所) BIS, Consolidated Banking Statistics, 7-Jan-2018 access.

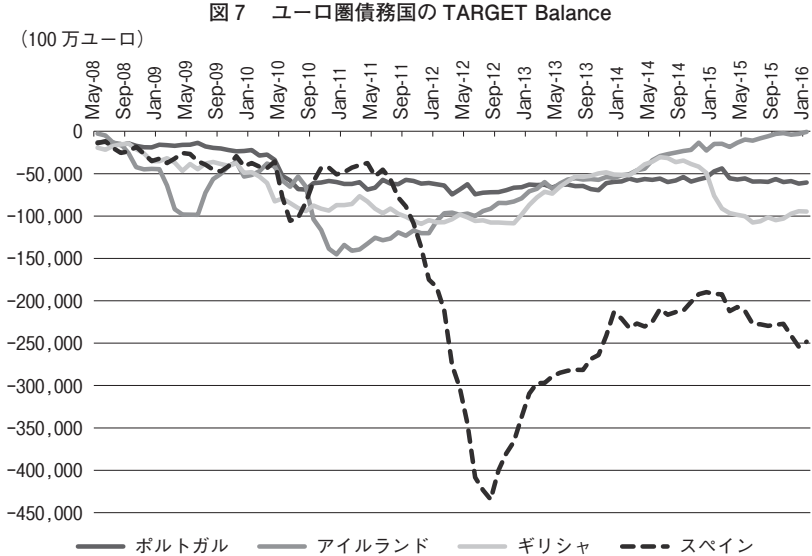
よるギリシャ国債投資の増加により、ギリシャ国債投資に占める非居住者の比率は2000年の約30%台から2009年の70%台へ増加した²⁶⁾。このような海外銀行を中心とした積極的なギリシャ国債投資は国家債務危機前まで続いた。国家債務危機を引き起こしたのはそうした海外銀行による国債売りであった。海外銀行による国債の売買は、国際収支表のポートフォリオ投資の負債の変化に反映されている。

第2に、ギリシャの銀行への融資は2000年代後半に大幅に増加し、対前年同期比は2007年と2008年には50%を超過していた。ギリシャの実質GDP成

26) Brugel Database, 22-March-2018, Sovereign Bond holding.

長率は同時期に2～3%であったので、ギリシャ銀行の借入資金は生産的投資以外の用途、例えば、有価証券や不動産投資等にも充用されていたと想像できよう。

ところで先に触れたように、ギリシャ国債利回りが2010年初頭から上昇し始め、2012年2月頃に落ち着くまで、ギリシャへのポートフォリオ投資（表3のポートフォリオ負債）が急減したこと－資金が流出したこと－が大きく影響し、総合収支は2010年から2013年まで赤字であった。国際収支表（表3）により、この間、総合収支赤字はIMFからのネット与信と融資により補填されていたことが読み取れる。国際収支表は、海外の全地域との国際取引を示すものであるが、ユーロ圏との国際取引についても総合収支は赤字であった。これは同時期にギリシャ中央銀行のTB債務が増加していることから窺える（図7を参照）。つまり、ユーロ圏内では一国の国際収支の均衡はTBにより補填さ



(出所) ECB, Statistical Data Warehouse, Target Balances of participating NCBs

れるため、ギリシャのNCBのTB債務の増加は、ユーロ圏に対するギリシャの国際収支赤字を補填しているからである。

ギリシャ中央銀行のTBの債務残高はリーマン・ショック以降増加し始め、トロイカの第2次ギリシャ金融支援が合意される2012年2月直前まで減少し続けた。こうして総合収支の赤字はギリシャ中央銀行のTB債務により補填されたため、国際収支危機に見舞われることにはならなかったが、金融危機は国家債務危機として現れたのである。

チプラス政権の誕生以降、再びギリシャ財政問題が深刻化するにつれ、国債利回りは上昇し始めた。国債利回りの上昇は2015年7月の第3次金融支援の承認まで続いたのである。2015年に証券投資の債券部門負債が大きなマイナスを記録していることは、外国人がギリシャ国債を売却したことによる外資の引き上げを示している(表3を参照)。2015年の金融収支は、前年と比べて債券部門以外による外資引き上げが生じなかったため、海外からのネット資金流入となり、約76億ドルの赤字であった。経常収支は国内経済の収縮により赤字規模は減少した。その結果、「総合収支」は約93億ドルの黒字であった。しかし留意すべき点は、ほぼ同額の資金がIMFへの返済に使われたことである。

IMFへの返済はギリシャの対ユーロ圏の資金取引に流動性不足を生じさせ、ギリシャはNCBのTBを通じて資金不足を補う以外なかった。図7が示すように、ギリシャNCBのTB債務は2014年夏から2015年5月にかけて急増した。こうしてギリシャは流動性危機を回避できたといえる。

2. アイルランド

2000年代のアイルランドでは、不動産ブームを背景に銀行が不動産と建築部門に積極的な融資を行っていた。だが、リーマン・ショックを契機に不動産ブームが終焉し、不動産関連部門への融資は低下していった。不動産向け融資の増加率は、2006年第II四半期に年率で65%であったが、2009年第II四半期には1.7%に減少した²⁷⁾リーマン・ショックまでの銀行融資の拡大を受けて、

2000年代に動産価格と住宅価格は上昇し続けたが、2007年から高すぎた水準から調整局面に入った。

住宅価格インデックスの変化率（増加率）は2007年初めのピークから低下し始め、2008年のリーマン・ショックを契機にマイナスに転じ、2010年第Ⅱ四半期までの間に35.2%も低下した。不動産価格は2006年第4四半期から低下し、2009年には変化率はマイナス30%程まで低下した²⁷⁾

不動産価格が持続的に下落し始めると、価格リスクを回避できない不動産業者は巨額の負債を抱え込み、そうした不動産業者に融資をしていた銀行は不良債権を抱え込まざるを得なくなった。また、景気下降局面での雇用量の減少と失業率の増加により、家計部門の所得は減少したため、住宅ローンの延滞や返済不能の世帯が増加した。こうして銀行の不良債権は増加した。銀行ローンの返済に窮する家計が住宅を手放す動きは、住宅価格の下落傾向を強めた。さらに、住宅価格の下落によるマイナスの資産効果は消費を縮小させる要因として作用した。

一方、銀行は既存の信用枠の減価と貸倒引当金の増額などを行った結果、民間部門への与信量の年間成長率は2008年から低下し始め、2009年6月にマイナスとなった。マイナスを記録したのは、1993年に当時のベースで統計を積み上げてきてから初めての年となった。銀行貸付が減少した要因は、①既存の信用設定の評価切り下げと不良債権の貸倒引当金の引き上げが銀行の貸付を制約する作用として働いたこと、②景気が悪化する中で資金需要が低下したことである²⁸⁾

こうした事態に対しアイルランド政府は、リーマン・ショック直後2008年9月、預金だけでなくほぼすべての債権を保証するという措置に踏み切った。この声明の直後から、アイルランド政府債の格付け低下が始まった。アイルラ

27) Central Bank of Ireland [C. B. I.], *Quarterly Bulletin* 04/October 2009, p. 42.

28) [C. B. I.], *Quarterly Bulletin* 04/October 2010, pp. 22-24. 住宅価格インデックスはESRI (Economic and Social Research Institute) による。

29) [C. B. I.], *Quarterly Bulletin* 04/October 2009, Chart 8: Annual rate of Credit Growth, p. 41.

ンド政府の債務増加と将来の返済能力についての不安を反映して、3つの主要な格付け会社はアイルランド政府債の格付けを大きく引き下げたのである³⁰⁾

アイルランド政府はこうした措置のほかにアングロ・アイリッシュ銀行の国有化や民間銀行への資本注入を実施した。2010年3月に政府はアングロ・アイリッシュ銀行に83億ユーロを注入し、さらに5月に20億ユーロを注入した。これらの資金提供は資本移転として再分類され、一般財政赤字に加えられた³¹⁾。また、アイルランド政府はバッドバンクという受け皿会社を発足させ、焦げ付いている国内銀行の不動産関連ローンを買収することとした。その後も資産の劣化は改善されなかったため、公的資金の回収は困難となった結果、一般政府の財政赤字は2010年にはGDP比で32%に膨れ上がっていた。

財政収支の悪化を受けて、政府債の利回りは2010年9月頃から上昇を始めた。利回りの上昇は、その後、債務削減に関してEUとアイルランド政府の政策に対する市場の不安から継続することとなる。

2010年10月末に開催されたEU首脳会議において、①3年間の時限措置とされていた欧州金融安定化基金(EFSF)を永続化することにし、そのためにEU基本条約に手を加えること、また、②同基金を2013年以上継続する時点で新たに金融支援を求める国があった場合には、その国の国債を保有している民間投資家にも損失の負担を求めることが決まったのである。

EU首脳会議の決定を受けて、その翌日からアイルランド国債売りが始まったが、その理由は、以下のようなことである。民間投資家による損失負担(ヘアカット)が、2013年半ば以降に発行される国債に適用されるのか、あるいはその前に発行された国債にも適用されるのか、より具体的には、2013年半ば時点でアイルランド国債を保有している投資家も損失を負担することになるのか、ということが明確でなかったためパニック的に国債を売る動きが出たことである³²⁾

30) Zestos, G. K., 2016, p. 223.

31) [C. B. I.], Quarterly Bulletin 04/October 2010, p. 27.

2010年11月、アイルランド政府は自力での財政再建を断念し、EUとIMFに財政支援を求めた。それを受け、同月末にEUはアイルランド向けの850億ユーロの支援を決定した³³⁾。その決定は、民間部門の負担は自動的に発生するわけではなく、ケース・バイ・ケースで判断し、ユーロ導入国の返済が困難になった場合、返済期限の延長、金利減免、元本削減など「債務再編」の交渉を開始するなどを条件とした。だが、こうしたIMFとEUによる危機対応が市場を安心させることができなかつたことは、その後アイルランド国債の利回りが上昇し続けたことから分かる（図5を参照）。

次に、アイルランド金融危機の対外的側面を見ておこう。アイルランド中央銀行季報はリーマン・ショック前後においてアイルランドの対外債務状況を次のように述べている。

2008年以降、民間の金融部門と非金融部門のグロス対外債務が減少する一方で、政府部門のグロス対外債務は大幅に増加した。アイルランド政府のグロス対外債務の外国人投資家による保有、すなわち、長短期の国債と手形（ノート）は2007年末から著しく増加した。短期の政府ノートと財務省短期証券の外国人保有は、国家財務省管理機構による財務省短期証券計画の導入により2008年と2009年の2年間で増加する一方、長期政府証券に対する外国からの投資は2007年末の293億ユーロから2010年3月の695億ユーロへ2.3倍に増加した³⁴⁾。その結果、アイルランドのネットの対外負債残高は2010年3月末でGDP比80%以上に達した³⁵⁾。このように対外負債残高規模の大きさは海外投資家の投資行動に左右される脆弱な構造を有していたことを示している。

国際収支表によりアイルランドのファイナンス状況を見ておこう。経常収支

32) 白井さゆり、2010年12月「金融危機～国際的連動」、62頁。

33) “Information on the EU-IMF Programme”, [C. B. I.], *Quarterly Bulletin* 01/October 2011, p. 27.

34) “Box A: The External Position of the Irish Economy, p. 35”, *Quarterly Bulletin* 04/October 2010, pp. 35-38.

35) 2010年3月末、アイルランドのネット対外債務ポジションは1,298億ユーロであった。

は2000年代を通じて赤字が続き、2008年にGDP比マイナス5.6%、2009年にマイナス2.3%であった。表4が示すように、2009年には経常収支は赤字、金融収支は黒字（ネットの資金流出）であり、総合国際収支は赤字である。その赤字の殆どは誤差脱漏により調整された。ただし、ユーロ圏では参加国は資金の対外流出により国内金融市場の流動性不足が発生する場合、海外と資本取引する銀行に中央銀行が信用供与すれば、中央銀行のTB債務増加、相手国中央銀行のTB債権増加となり、自国の金融収支赤字が補填される。図7が示す2009年のアイルランド中央銀行のTBの債務増加は、アイルランドの対ユーロ圏の国際収支赤字が補填されていることの証左である。

2010年に経常収支が黒字となり、金融収支が赤字（ネットの資金流入）であり、総合国際収支総合収支（＝経常収支＋資本収支－金融収支）は黒字である。しかし、金融収支を詳細にみれば、海外への証券投資による資金は自国へ還流し（証券投資の純負債はマイナスを示し）、外国人投資家による国債売りによる資金の流出に見舞われた。また、海外から金融機関へ融資された資金は本国へ還流した（その他投資の純負債はマイナスを表示した）。こうした国際資本取引の収縮は、国内金融市場の不安定性を増幅するものであった。対ユーロ圏の国際収支の視点で見れば、トロイカの金融支援を受け入れた2010年後半の金融パニックにおいて、対ユーロ圏の国際収支は赤字が拡大する中（資金の急激な流出が生じたため）、アイルランド中央銀行のTB債務が増加することにより、対ユーロ圏の国際収支赤字は補填されたことが窺える。

通常の国民経済の場合、急激な資金の対外流出は国際収支危機を生み出し、それにより通貨危機が発生する。しかし、ユーロ圏では総合国際収支赤字は中央銀行のTBの負債増加により補填されるため、国際収支危機は生じない。ただし、外国人投資家による国債売却の加速化は政府国債の利回りを上昇させ、政府をデフォルトに追い込んだ。

(単位：100万ドル)

表4 アイルランドの国際収支

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
経常収支勘定 US Dollars	-7,662.13	-13,848.55	-15,302.98	-5,007.39	2,319.86	2,829.02	-7,708.57	3,711.54	2,786.02	12,912.45	-12,520.89
財・サービスの純財収支	38,113.65	39,236.01	45,519.98	55,494.18	56,654.46	60,316.63	47,356.21	45,759.99	54,174.98	125,778.29	117,313.01
財・サービスの純サービス収支	22,888.76	25,499.50	23,713.27	35,648.70	38,453.01	48,813.62	39,254.07	44,816.32	46,853.58	84,090.34	46,909.30
財・サービス収支および第1次所得収支	-7,268.55	-12,587.99	-13,427.44	-3,170.33	4,158.43	4,521.63	-4,350.47	7,607.09	6,445.72	16,618.77	-8,313.89
資本移動等収支	378.51	155.20	180.44	-1,754.69	-827.20	-273.17	108.20	-1,261.47	-8,995.69	-1,455.06	-5,378.67
経常収支＋資本移動等収支	-7,483.62	-13,683.35	-15,122.54	-6,762.07	1,492.46	2,555.85	-7,600.38	2,450.08	-6,209.67	11,457.39	-17,899.56
金融収支	-6,137.67	-16,808.87	-25,303.62	943.71	-8,390.51	3,845.71	-13,125.41	5,514.54	-16,521.17	6,577.96	-11,284.20
直接投資の合計	20,832.37	-4,010.89	34,912.96	540.85	-20,925.42	-25,222.41	-26,152.98	-21,251.15	-6,747.67	-47,433.56	-9,219.28
直接投資、金融資産の純購入	42,902.43	55,923.87	58,200.25	54,515.16	16,823.04	-1,523.06	31,937.43	49,580.02	90,634.59	189,626.67	93,696.41
直接投資、ネット負債	22,070.06	99,934.76	23,287.69	53,974.31	37,748.46	23,699.35	58,090.41	70,811.17	97,382.26	237,060.22	102,915.69
証券投資の合計	-11,922.88	10,347.79	62,441.98	-34,395.40	-119,316.99	-37,189.03	443.14	47,683.80	-38,061.11	-99,086.56	30,284.54
証券投資、ネット資産	287,168.42	232,609.31	45,053.69	790.66	-17,742.41	4,175.59	97,161.64	132,430.57	230,473.35	160,781.75	128,211.28
証券投資、ネット負債	279,091.30	222,261.52	-17,387.89	35,186.06	101,574.58	41,364.62	96,718.50	84,736.78	268,534.46	259,868.30	97,946.75
株式証券	160,496.69	138,369.94	-8,038.29	30,830.35	152,312.40	85,238.24	109,212.91	99,958.56	245,142.74	205,801.51	144,496.98
債券	118,594.42	83,891.58	-9,349.60	4,355.70	-50,737.82	-43,873.62	-12,494.41	-15,221.79	23,391.73	54,066.79	-46,550.23
金融デリバティブ	-370.95	16,327.30	-1,355.48	3,365.06	16,020.21	-551.92	15,122.71	3,691.05	39,072.11	50,293.45	4,632.56
その他投資の合計	-14,676.20	-39,473.07	-121,302.29	31,433.20	115,831.69	66,809.07	-2,538.27	-24,619.15	-10,784.49	102,804.62	-36,962.02
その他投資、金融資産の購入	154,960.14	196,815.89	106,309.47	-72,123.24	35,390.51	-4,246.39	-109,621.19	-7,026.81	74,116.18	109,786.24	-3,136.10
その他投資、純負債	169,636.34	236,288.96	227,611.76	-103,556.44	-80,441.19	-71,055.46	-107,082.92	17,592.34	84,900.67	6,981.61	33,825.92
経常収支＋資本移動等収支＋金融収支	-1,345.95	3,115.52	10,181.08	-7,705.77	9,882.97	-1,289.86	5,525.04	-3,064.47	10,311.49	4,879.43	-6,615.35
誤差脱論	1,233.97	-3,099.52	-10,024.32	8,739.34	-9,924.68	-16,360.93	-13,995.32	-1,357.89	897.93	6,889.48	8,051.05
国際準備資産と関連項目	-111.98	16.00	156.76	1,033.56	-41.71	-17,640.40	-8,470.28	-4,422.36	11,309.43	11,768.91	1,435.69
IMFからのネット・クレジットと融資	-	-	-	-	-	17,197.90	8,453.15	4,435.76	-11,136.09	-11,225.51	-

(出所) IMF, Data Access to Macroeconomic & Financial Data, Data Tables MP&M : Data Reports by Economy, upload monthly, 2-Feb-2021 access.

3. ポルトガル

ポルトガルは1990年代に高い経済成長を遂げてユーロ導入に踏み切ったが、2000年代前半にはユーロ圏内では相対的な低成長を記録した。対外的には、2000年代に価格競争力の低下により輸出が伸び悩む一方で、内需依存の成長が続く中で、貿易・経常赤字規模はギリシャに次ぐ大きさであった。

2008年秋のリーマン・ショックを受けて、ポルトガルは景気が腰折れし、2011年から2013年にかけてマイナス成長となった。実質GDP成長率の低下により政府財政赤字(対GDP比)は2009年マイナス9.9%、2010年マイナス11.4%、2011年マイナス7.7%を記録した。財政赤字を背景に、2009年末から国家債務リスクを表す政府債利回りは上昇を続けた。

利回りの上昇は、ポルトガル政府債の一連の信用格付け引下げとポルトガル政府による国際金融機関に対する金融支援要請の動きを反映して、2011年3月中旬からより顕著となった。2011年4月、ポルトガル政府は財政再建の目途が立たず、EUとIMFに金融支援を要請し、同年5月に両者間で金融支援の合意に達した。公式の救済合意により、ポルトガルは780億ユーロの支援を受けられることで、IMFのコンディショナリティに従うこととなった。こうしてポルトガルは、緊縮改革、財政再建および大規模な民営化計画を課せられたのである。

2011年5月のポルトガルとEUの金融支援合意に市場は反応し、ポルトガル国債の利回りは一時的に上昇を止めたが、その後再び拡大を続けた。その結果、ユーロ圏における国債利回りのベンチマークであるドイツ国債とポルトガル国債の利回りスプレッドも拡大した³⁶⁾。それに加えて、より猛烈な危機の伝染に対するEUによる金融支援メカニズムの反応についての不確かさは、構造的な脆弱性をもつ国に強い圧力を加えた。

すなわち、2011年7月のユーロ圏サミットでギリシャに対する第2次金融

36) Bank of Portugal [B. O. P.], *Economic Bulletin*, Autumn 2011, Volume 17, Number 3, pp. 32-33. このスプレッドは両国における国債の信用と流動性の違いを反映するものである。

支援パッケージが承認されると、ポルトガル債とドイツ債のスプレッドは縮小した。それに続いて、ECBが2011年3月末以来停止された証券市場プログラム（SMP）を積極的に実施すると発表した後、同年8月スプレッドの縮小は続いた。しかし、こうしたEUのアナウンスだけでは市場を鎮静化することはできなかった。すなわち、同年9月に入ると、ギリシャの財政・金融状況の悪化から市場の不安定性が高まる最中、ポルトガル債とドイツ債の利回りのスプレッドは再び拡大した。2011年9月には2010年末と比べて約600ベース・ポイント増加し、970ベース・ポイントを記録したのである³⁷⁾

次に、銀行の評価を示すCDSの変化をみておこう。主要な民間銀行グループのクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）スプレットは、2011年前半にかなり低下したが、同年4月のポルトガル政府によるIMFへの正式な金融支援要請の後、ポルトガルの銀行の債券に関連するリスクが上昇傾向を強めた。その結果、国内銀行のCDSのユーロ圏ベンチマーク・インデックス（ダウジョーンズ iTraxx Financials）に対するスプレッドは、2010年初めの約20ベース・ポイントから2011年9月中旬の約900ベース・ポイントに拡大した³⁸⁾

こうした銀行に対する評価が低下する背景には、銀行の不良債権問題が存在していた。銀行による企業部門向け融資の不良債権比率は2006年1.5%、2009年3.9%、2012年9.4%と増加した。企業部門別の比率が高い部門は順に、2012年で建築業37.5%、不動産業17%、卸売小売業15.8%である³⁹⁾。ポルトガルもアイルランドと同様に、銀行は2000年代に不動産関連部門への融資に傾斜し、バブルの崩壊により不良債権を抱え込んでいった。

民間銀行は積み上がる不良債権の処理のため貸倒引当金を増やさざるを得ず、また貸付の審査基準を引き上げざるを得ないため、銀行の貸付額は減少し

37) Ibid, p. 33.

38) Ibid, p. 33.

39) [B. O. P.], *Statistical Bulletin*, various issues.

ていった。後述するように、外資の引き上げと外資の流入減少により貨幣市場の取引額は縮小したため、ポルトガル経済はユーロシステムからの資金調達に大きく依存し続けていた⁴⁰⁾ こうした状況下で銀行破綻による金融システムの維持のため大手銀行に対する公的資金の注入が2012年から2013年にかけて実施された。ポルトガル政府は2012年6月にミレニウム BCP, バンコ BPI, ポルトガル貯蓄銀行 (CGD) に対して11億ユーロの資本注入を行った。

次に、ポルトガル経済の対外的側面をみておこう。2000年代から2012年まで経常収支は赤字であり、国内のマクロバランスは投資超過であった。その結果、ポルトガルの対外純債務規模(対GDP比)は、2010年第Ⅳ四半期84.4%、2011年第Ⅰ四半期86.2%、2012年第Ⅱ四半期92.4%、2013年第Ⅱ四半期102.5%を記録した⁴¹⁾ このような巨額の対外純債務を抱える経済の対外ファイナンスは不安定とならざるを得ず、投機的な本移動はそうした不安定性を強めることとなった。

ポルトガル中央銀行の季報はポルトガルの国際資本取引について次のように言及している。2010年に金融機関による海外負債(外国からの借入)の減少および非金融機関の居住者による海外資産(外国への貸付)の増加により資金流出が生じ、それをカバーする通貨当局(ユーロシステム)による資金流入が生じた。通貨当局による借入は2010年前半に急増したことが示されている⁴²⁾ 通貨当局による借入はポルトガル中央銀行のTBの負債の増加としてあらわれたことが確認できる(図7)。

2012年前半はポルトガル居住者によるホールセールの債券国際市場における資金調達、主に中長期満期債券による資金調達が困難であることを反映している。特に、証券投資のネットの負債は2012年前半に大幅に減少した(表5のポルトガル国際収支、証券投資の負債は大幅なマイナスを記録した)。この

40) [B. O. P], *Economic Bulletin*, Autumn 2012, Volume 18, Number 3, p. 21.

41) [B. O. P], *Statistical Bulletin* 9/2011, p. 54, 9/2012, p. 54, 3/2014, p. 54.

42) [B. O. P], *Economic Bulletin*, 2012, p. 61, Chart 4. 4. 4.

(単位：100万ドル)

表5 ポルトガル国際収支

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
経常収支勘定	-23,232.5	-31,230.6	-25,122.6	-24,405.2	-14,718.0	-3,562.9	3,715.6	338.3	467.3
資本移動勘定	2,736.0	3,084.5	2,841.8	3,313.7	3,646.8	4,503.7	3,753.0	3,035.8	2,484.6
金融勘定	-19,721.3	-28,161.7	-23,563.8	-22,107.8	9,256.4	11,190.5	11,427.5	4,100.9	-8,084.4
直接投資の合計	4,544.4	-2,240.4	-1,950.4	-12,304.4	5,941.2	-16,849.1	-8,653.2	-8,619.3	-2,386.6
直接投資 資産	10,559.1	5,578.7	3,635.4	-3,337.5	15,762.3	4,547.3	7,092.0	3,426.5	-1,116.6
直接投資 負債	6,014.6	7,819.1	5,585.8	8,966.9	9,821.1	21,396.4	15,745.2	12,045.8	1,270.0
証券投資の合計									
証券投資 資産	9,673.3	16,020.8	21,937.8	2,413.4	-34,159.5	-13,701.3	-651.6	9,282.8	1,239.0
証券投資 負債	23,914.7	40,825.1	42,508.7	-11,512.3	-40,787.5	-51,818.1	-7,702.6	11,807.5	802.2
金融デリバティブ	-234.3	-211.7	-209.3	-503.1	-579.0	-92.7	1,342.1	2,604.9	424.9
その他投資の合計	-9,784.5	-906.9	-831.8	-23,227.3	-2,732.6	-9,979.3	11,682.3	12,642.5	-6,562.9
その他投資 資産	15,339.6	-9,187.4	3,170.7	10,320.6	179.4	2,644.0	-13,149.5	6,061.1	-8,973.6
その他投資 負債	25,124.1	-8,280.5	4,002.4	33,547.9	2,912.0	12,623.3	-24,831.8	-6,581.4	-2,410.7
経常収支＋資本移動収支＋金融収支	-775.1	15.7	1,283.0	1,016.4	-20,327.6	-10,249.7	-3,958.9	-726.8	11,036.4
誤差脱漏	-192.4	103.1	-233.6	303.6	439.3	-125.0	-33.6	539.6	-253.3
国際準備資産と関連項目	-964.7	117.3	1,047.8	1,317.1	-19,891.1	-10,373.5	-3,985.8	-184.6	10,786.3
国際準備資産	-964.7	117.3	1,047.8	1,317.1	-1,718.2	218.6	563.9	2,228.4	1,644.9
IMFからのネット・クレジットと融資	0.0	0.0	0.0	0.0	18,172.9	10,592.1	4,549.8	2,413.0	-9,141.4

(出所) IMF, database, Greece : Balance of Payments Analytic Presentation by Country, 21-12-2020 access.

とき、ポルトガル経済はポルトガルの銀行が ECB 金融政策操作に依存することで保証された。金融収支勘定の記帳上の操作は、通貨当局によるその他投資に対する TB 負債の大幅な増加として勘定された⁴³⁾

国際収支表(表5)によれば、2011年は金融収支が92億ドル黒字(資金流出)、総合収支が203億ドルの赤字(資金流出)であり、2012年は金融収支が111億ドルの黒字(資金流出)、総合収支が102億ドルの赤字(資金流出)であった。こうした総合収支の赤字はIFMからのクレジット枠の創設と借入によって補填されたが、対ユーロ圏の総合国際収支赤字の補填は、ポルトガル中央銀行のTBの債務増加が肩代わりしていた。

4. スペイン

2000年代の住宅建設の増加傾向は景気拡大の重要な要素であった。1998年制定の「住宅自由法」に後押しされる形で住宅供給は増加し、比較的安全な投資対象として住宅が浮上したことから、住宅ブームが生じたのである。

貯蓄金庫は、本来の個人向け住宅融資のほかに新たな宅地開発業者への大口融資に着手した。先行融資を受けた宅地開発業者と建設業者(土地買収費と開発費用の融資を受けていた)は、見計らいで建売住宅を建設して、早晚現れるはずの買い手に代わって、貯蓄金庫に弁済する手法が採れていた。だが、住宅が売却されないリスクは最終的に貯蓄金庫が負うことになる。そこでスペインでも、信用度が最良でない所得層向けの米国「サブプライム・ローン」に類似した「金融商品」が編み出された⁴⁴⁾

住宅建設ブームを支える住宅関連融資は、貯蓄金庫や銀行の信用創造だけでは賅えず、証券市場からのファイナンスにも頼ることとなる。すなわち、住宅ローンをバックにした証券(住宅ローン担保証券、RMBS)が「担保証券ファ

43) [B. O. P], *Economic Bulletin*, Autumn 2012, p. 60.

44) この弁済者の代位(弁済代位)によって、貯蓄銀行が保有している未来の購入者に対する抵当権は住宅開発業者に移転する(楠貞義, 2011年, 210-211頁を参照)。

ンド」によって発行され、機関投資家等向けに販売された。こうして調達された資金は、原資産（住宅）を担保として保有する宅地開発業者に還流する仕組みが作られたのである。住宅価格が右上がりでもブームが続く限りにおいて、RMBSはハイリターンをもたらす人気商品であったが、住宅価格が頭打ちになると担保価値は低迷して「担保価値」は色あせる⁴⁵⁾

また、スペインの住宅ローンの多くは借り手がリスクを負担する変動金利であったため、2005年以降の金利上昇は住宅購入者の債務不履行を増加させ、それによりRMBSの価格が下落すると、住宅開発業者へ資金が還流する仕組みが働かなくなった。その結果、住宅金庫から住宅開発業者への貸し付けは焦げ付いた。不動産バブルの崩壊はこうして住宅金庫とそれと競争する銀行の不良債権を増加させたのである。

ところで、スペインは不動産バブル崩壊を契機に2008年から景気が悪化する中で、支出の増加と事実上の減税措置により景気浮揚策を講じた。すなわち、2008年に強力な財政刺激と大幅な予算措置となる財政法案（GDP比1.6%と見積られる）が承認された。歳入面では、2008年4月に低所得者を対象とする個人所得税（400ユーロ）の還付が承認され実施された。支出面では、2008年11月に「地方投資の公的資金」が創出され、2009年4月に「経済および雇用の活性化のための特別公的資金」が創出された。経済は減速し、国民所得の低下より税収が減少し、同時に自動安定化装置が失業者給付の増加を促進したため（GDP比0.4%ほど）、財政状況は悪化していった⁴⁶⁾

次に、2009年6月に政府は不動産バブルの崩壊による市中銀行の破綻に備えた措置を取る。政府は「銀行の秩序ある再編のための基金（FORB）」をつくり、FORBは経営にはそれほど不安のない金融機関同士には合併を促進して経営を効率するための金融支援をする一方、事実上、経営破綻にある金融機関には別の金融機関との合併を促し、一時的にFORBの傘下に当該金融機

45) 同書、210頁。

46) Annual report, 2008, 5. The Spanish Economy, (Pdf 114/249.)

関を置き、合併のための金融支援を行った。基金の規模は90億ユーロであった⁴⁷⁾

このFORBにより政府は2012年に国内大手銀行を救済するが、その背後にあったのは、不動産価格の低下による不良債権問題の深刻化である。総固定資本形成、雇用および民間消費は、リーマン・ショック後回復をみせたが、2011年から再び低下し始めた⁴⁸⁾ 2005年から下落し始めていた住宅価格の変化率(対前年比)はリーマン・ショックを契機にマイナスとなり、2012年にマイナス8%を記録した⁴⁹⁾ 住宅価格の下落は不動産融資に深く関与していた銀行の不良資産を生み出し、それにより経営の悪化した銀行の救済に政府は財政資金を注入せざるを得なかった。2010年から2012年の間に約150億ユーロの公的資金が金融システムに投入された⁵⁰⁾ (主として不動産部門への融資をしている貯蓄銀行向けである)。

以上のような景気浮揚策と公的資金の投入により、政府の財政赤字は2008年から増加し続け、債務累積規模は2011年には70%に近づいていた⁵¹⁾ 2011年7月末に、国家債務リスクについて市場の懸念が強まる中、国債10年物債券利回りはユーロ導入以来最高の7.5%を記録した。その際のネット資本流出は、2011年後半に見られた高い水準を上回り、流出のスピードは一挙に加速した⁵²⁾ この時期にスペイン経済を苦しめる国家債務危機は、ユーロ導入後の初めての深刻な国際収支の資金調達危機となった⁵³⁾ こうしてスペイン中央銀

47) Bank of Spain (以下 [B. O. S.] と略す), *Annual Report 2009, Financial Developments in Spain*, p. 145. 高屋, 76 頁。

48) [B. O. S.], *Annual Report 2012*, p. 6.

49) [B. O. S.], *Annual Report 2012*, p. 9, 2011, p. 15.

50) Ruiz, J. R. and Stupariu, P. and et al., (2016), p. 1467. 2012年5月にスペイン政府は大手銀行バンキアに対し約45億ユーロの公的資金を投入し同行を国有化した。バンキアは国内7つの貯蓄銀行が2010年に合併して発足したが、スペインの不動産バブル崩壊による不良資産を原因として経営破綻に陥っていた(『日本経済新聞』朝刊, 2012年5月26日付)。

51) [B. O. S.], *Annual Report 2012*, p. 18.

52) [B. O. S.], *Annual Report 2011*, p. 7.

行の季報は、2011年後半に生じた国家債務危機は国際収支の資金調達危機と表現している。

国際収支表（表6）によれば、2011年に経常収支は赤字、金融収支は黒字となり、総合金融収支はほぼバランスが取れている。しかし、金融収支を詳細にみれば、海外への証券投資による資金は自国へ還流し（証券投資の資産はマイナスを示し）、外国人投資家による資金の本国への大規模な還流（証券投資の負債はマイナスを表示）が見られる。2011年の証券投資の傾向は2012年にも続いた。こうした証券投資の特徴は、先述したアイルランドの証券投資と共通している。

ただし、繰り返し述べているように、ユーロ圏参加国の総合収支（＝経常収支＋資本収支－金融収支）の赤字は、スペイン中央銀行のTB債務の増加により結果的に補填されるので、図7が2011年と2012年のTB債務の増加を示すように、通常の国民国家に現れる国際収支危機は生じない。しかし、海外への資金流出により国債利回りが上昇を続ける状況が発生した。こうして、先述した債務国と同様に、金融危機は国際収支危機として表面化せず、国家債務危機として現れた。

スペインへの支援は2012年7月に決定・開始され、2013年12月まで支援が行われることになった。EFSFを通じた最大1,000億ユーロの資金提供が決まり、その後、欧州安定メカニズム（ESM）⁵⁴⁾へ引き継がれた。

53) [B. O. S.], *Annual Report 2012*, p. 7 から引用。同 p. 8, Chart 1.3 を参照。

54) ESM は国際公法に基づく政府間機関であり、恒久的機関である。基本金は7,000億ユーロで、そのうち700億ユーロは予め払い込まれ、6,200億ユーロは請求次第払い込まれる。最高貸付金額（融資能力）は5,000億ユーロで、貸付金の請求権は優先債権者がもつ（<http://www.esm.europa.eu/>, 2015年9月20日アクセス）。

表6 スペインの国際収支

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
経常収支（準備と関連項目を除く）	-83,910.5	-111,532.4	-139,290.4	-145,712.9	-60,421.6	-52,251.0	-39,976.7	735.1	27,585.4	22,666.4	24,106.6	39,297.5
財政収支	-88,479.4	-108,709.8	-129,229.8	-130,172.7	-58,671.2	-63,466.0	-59,911.0	-35,973.2	-16,830.5	-28,262.6	-22,939.0	-15,734.3
財・サービス収支	-55,410.8	-71,666.9	-85,471.1	-77,546.6	-13,093.2	-14,962.4	4,550.1	26,980.8	53,047.8	42,521.8	36,329.8	49,394.3
財・サービス収支・第1次所得収支	-71,455.6	-95,077.4	-121,663.9	-123,154.7	-41,134.6	-35,504.0	-21,785.3	16,419.4	44,076.4	37,041.8	36,018.7	52,324.8
資本移転等収支	7,222.6	4,987.1	5,455.1	5,581.4	5,934.9	5,337.9	4,859.9	6,929.9	8,264.9	5,977.9	7,688.2	2,672.2
経常収支＋資本移転等収支	-76,687.8	-106,545.3	-133,835.3	-140,131.6	-54,486.7	-46,913.2	-35,116.8	7,665.0	35,850.3	28,644.3	31,804.8	41,969.7
金融収支	-71,588.2	-101,879.1	-139,538.3	-141,270.1	-71,423.4	-43,499.8	-52,689.5	7,518.9	40,539.9	16,921.7	25,929.6	29,983.8
直接投資 資産	45,076.5	104,416.9	146,475.1	75,780.0	15,701.1	37,839.3	44,983.3	-2,520.1	33,109.9	45,916.7	56,337.5	56,638.7
直接投資 負債	27,007.8	32,927.8	68,229.7	74,088.6	9,549.8	36,609.3	26,832.0	20,848.5	47,373.2	32,943.3	23,037.1	44,253.3
証券投資 資産	119,929.5	12,503.3	7,464.5	-29,424.6	-983.5	-91,697.4	-51,030.3	-12,301.5	-19,400.7	64,041.8	89,043.7	41,580.3
証券投資 負債	172,618.3	244,021.0	124,090.4	-26,466.0	69,152.8	-45,206.5	-95,928.9	-66,520.9	67,045.2	72,023.4	77,052.0	-23,414.6
金融デリバティブ	-279.1	-2,527.1	5,911.8	12,617.1	8,271.2	-11,292.8	3,096.1	-10,796.2	1,483.3	1,192.7	4,243.7	2,978.8
その他投資 資産	51,797.4	113,740.0	39,553.5	1,889.4	-4,495.6	31,570.4	40,233.1	57,998.2	-53,054.0	23,496.3	17,885.7	23,529.0
その他投資 負債	88,487.7	53,065.9	146,624.5	154,505.1	11,215.6	18,517.7	159,078.5	70,534.0	-192,820.0	12,754.9	41,490.9	73,885.4
経常収支＋資本移転収支＋金融収支	-5,099.6	-4,666.2	5,703.0	1,138.6	16,936.7	-3,413.4	17,582.7	146.1	-4,689.6	11,722.5	5,875.2	11,975.9
誤差脱論	3,190.7	5,241.1	-5,483.6	-449.4	-10,969.7	4,462.8	-3,804.5	3,034.1	5,526.1	-6,822.7	-260.0	-2,706.0
国際準備資産と関連項目	-1,915.1	576.3	218.0	686.6	5,971.0	1,052.0	13,778.3	3,181.6	839.1	4,897.1	5,615.2	9,272.2
準備資産	-1,915.1	576.3	218.0	686.6	5,971.0	1,052.0	13,778.3	3,181.6	839.1	4,897.1	5,615.2	9,272.2
IMFからのネット・クレジットと融資	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

(出所) IMF, database, Spain : Balance of Payments Analytic Presentation by Country, 21-12-2020 access.

おわりに～国際収支調整手段としての TARGET・バランス

2000年代のユーロ圏債務国では、貿易・経常収支赤字は海外からの資本流入により持続的に拡大し、国内需要と不動産ブームが生じた。しかしブームが終焉すると、銀行の不良債権の増加が原因となり、信用審査基準の引き上げと貸倒引当金の増加による銀行貸付の減少はクレジット・クランチを引き起こした。クレジット・クランチは実体経済を収縮させ、銀行の不良債権をさらに増やしていった。政府は銀行救済のための公的資金投入あるいは銀行救済を目的とする銀行の不良債権の処理（買い取り）により公的支出が増加した結果として、政府債務は増加した。

ユーロ圏債務国は2000年代にマクロ的な投資超過により対外純債務状態にあった。それに加えて政府債務の増加により、国内経済は海外からの投資にさらに依存せざるを得なかった。政府債務の累積は財政赤字ファイナンスの不安を増大させたことにより政府債利回りは上昇し、政府債に対する不安から資本逃避が発生したのである。

ユーロ圏債務国における国債残高保有に占める外国人の比率が2000年代において増加していることは、財政赤字ファイナンスに対する外国人への依存度の高さを表している。ギリシャの場合、外国人の比率は1990年代後半から年を追うごとに増加し続け、2009年に73%に達した。ポルトガルの場合も同様の傾向を見せて、2008年にピークの74%に達した。2010年11月に財政破綻してEUとIMFに金融支援を求めたアイルランドの場合、外国人の比率は2000年代に増加し続け、既に2007年には94%に達していた⁵⁵⁾

財政赤字ファイナンスが外国人投資家への依存度を高めると、国債の信用に対する期待と将来の利回り予想に反応する非居住者の投資行動が財政ファイナンスの状態を作用する。投資家間に国債償還への疑惑が生まれると、国債投資

55) Bruegle Datasets, Sovereign bond holding, latest update August 2015, download dataset, (<http://bruegel.org/publications/datasets/sovereign-bond-holdings/>, 2015年10月7日アクセス)。

には利子に加えて高いデフォルト・リスク・プレミアムが上乘せされる。国債を大量保有する市中銀行にも、資金調達に際しリスク・プレミアムの負担が求められ、市中銀行の資金調達コストは上昇して貸出利率も高騰する。さらに、大規模な資本逃避が生じれば、国債流通利回りはさらに高騰し、デフォルト・リスクが高まる。このようなプロセスの下でユーロ圏債務国は事実上のデフォルトに陥った。こうした国家債務危機の背後に見られたのが、国債残高の保有に占める外国人比率の高さに示される脆弱な財政ファイナンス構造である。

ところで、金融危機まで経常収支赤字は民間資本流入で補填されていたが、欧州国家債務危機を契機に資本逃避（＝外資の急激な引き上げ）が生じると、国際収支（経常収支－金融収支）赤字はTBで埋められていたのである。2008年のユーロ圏金融危機以降、経常収支黒字国ドイツのTB債権が増加する一方で、赤字国ギリシャ、アイルランドおよびスペインの赤字国のTB債務が増加した様子がわかる。このようにみると、ECBはTBの枠組みの中での流動性創造を通じ広い意味で「最後の貸し手機能」を果たす結果として、債務国のTBは、債務国の国際収支危機あるいは流動性危機を回避する役割を果たしたのである⁵⁶⁾

ユーロ圏内の国際収支赤字はTBにより補填されるため、国際収支危機による流動性危機には見舞われなかった。つまり、ユーロ危機は、国際収支危機という現象形態として現れず、国際収支危機が銀行危機・国家債務危機という現象として現れたのである。

ユーロ圏は飽くまで国民国家の連合であって、一つの国民経済ではない。ユーロ圏において国際間債権債務の最終決済を行う際に、各国は自国の発行特権によりユーロを調達できるわけではなく、対外取引による経常黒字あるいは他のユーロ圏国からの資金調達によってユーロを獲得しなければならない。もし各国は国際収支赤字を補填できなければ、TBにより国際収支は常に補填され

56) Heine, M. and Herr, H., (2021), p. 107.

る。その結果、通常の国民国家にみられる持続的な国際収支赤字による外貨準備不足を原因とする通貨危機は生じなかった。

しかし、一国の国際収支赤字は黒字国との間で中央銀行間の債権債務関係が生じ、赤字国の債務返済は繰り延べられているだけであり、ユーロ圏にあっては国家間のユーロ建最終決済は最後まで残るのである。したがって、ユーロ圏内で一国の国際収支不均衡は常に TARGET を通じて調整されるが、国際収支調整問題が解決されたわけではない。こうして、国際収支赤字国は所得水準の引下げと生産要素水準の引き下げによる競争力強化のプロセスが先送りされる。

TB 債権のある国はそれだけ対外資産を保有している。もし債務国がユーロ圏を離脱すれば、対外資産を喪失するリスクを抱えているため、TARGET リスクはゼロではない⁵⁷⁾ 債権国は債務国から利息を受け取り続ける。一方、債務国は経常収支赤字がもたらす価格調整や所得調整メカニズムが作用しないため、国内の低生産性産業の温存と新産業の育成の遅延を生み出すであろう。また、国家と民間の債務の増加はそれをファイナンスする債券を生み出し、金融機関のビジネスチャンスを作り出す。EU にとって TB のこうした問題点の克服は EMU を進める上での重要な要素と思われる。

参 考 文 献

Bank of Portugal, *Economic Bulletin*, various issues.

Bank of Portugal, *Statistical Bulletin*, various issues.

Bank of Spain, *Annual Report*, various issues.

Brugel Database, Sovereign Bond Holding, (<https://www.bruegel.org/publications/datasets/sovereign-bond-holdings/>, 22-March-2018 access.)

Cesaratto, S. (a), 2015, Balance of Payments or Monetary Sovereignty? In Search of the EMU's Original Sin, *International Journal of Political Economy*, Vol. 44, 2015, pp. 142-156.

Cesaratto, S. (b), 2015, The Eurozone Crisis: A Balance-of-Payments Problem or a Crisis Due to

57) Clemens Fuest and Hans-Werner Sinn, 2018.

- a Flawed Monetary Design?, *International Journal of Political Economy*, Vol. 44, 2015, pp. 157-160.
- Central Bank of Ireland, *Quarterly Bulletin* 04/October 09.
- Central Bank of Ireland, *Quarterly Bulletin* 04/October 10.
- Clemens Fuest and Hans-Werner Sinn, 2018, Target Risks without Euro exits, CESiof Forum 4/ 2018 December Vol 19.
- ECB, *Occasional Paper Series*, “Labour Productivity Developments in the Euro Area”, No. 53, Oct. 2006.
- ECB, *Occasional Paper Series*, “Competitiveness and External Imbalances without the Euro Area”, No. 139, Dec. 2012.
- Sim, H.W. and Wollmershaeuser, T. (2012). “Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB’s Rescue Facility”, *NBER Working Paper* No. 17626, November.
- Grauwe, P. D. (2013). “The Political Economy of the Euro”, *The Annual Review of Political Science*, January 2013, p. 163.
- Court-Thimann, P. (2013). “Target Balances and the Crisis in the Euro Area”, CESifo Forum Special Issue April 2013, Vol. 14.
- Frenkel, R. (2014). “What have the crises in emerging markets and the Euro Zone in common and what differentiates them?”, *INICIATIVA PARA LA TRANSPARENCIA FINANCIERA*, pp. 1-17.
- Heine, M., Herr, H. (2021). *The European Central Bank*, agenda publishing.
- Giavazzi, F. and Spaventa, L. (2010). “Why the current account may matter in a monetary union: lessons from the financial crisis in the euro area”, edited by Beblavy, M., Cobham, D. and Ódor, L. (2011). *The Euro Area and Financial Crisis*, Cambridge University Press.
- Vlachos, V.A. (2013). Not as Usual, edited by BitzebumA., Papadopoulos, I. and Vlachos, V. A., Reflections on the Greek Sovereign Debt Crisis: The EU Institutional framework, Economic Adjustment in an Extensive Shadow Economy, Cambridge School Publishing.
- Ruiz, J. R., et al. (2015). “The Crisis of Spanish Savings Banks”, *Cambridge Journal of Economics* 2016, 40. 1455-1477.
- Sharma, S. D. (2014). *Global Financial Contagion*, Cambridge University Press.
- Zestos, G. K. (2016). *The Global Financial Crisis From US subprime mortgages to European sovereign debt*, Routledge.
- 『みずほ欧州経済情報』みずほ総合経済研究所, 2008年10月14日発行。
- 白井さゆり「世界経済の新たな動きに関する研究会」第2回合同, 2010年12月24日, 「金融危機～国際的連動」, 財務総合政策研究所。
- 楠貞義『現代のスペイン経済社会』勁草書房, 2011年。
- 奥田宏司『国際通貨体制の理論と体系』法律文化社, 2020年。