

# ユーロ圏の財政金融危機と 欧州中央銀行の対応

The Response of the European Central Bank to the Fiscal  
and Financial Crisis in the Euro Area

天野俊彦  
Toshihiko AMANO

## 要 旨

ギリシャ国債の暴落に端を発したユーロ圏の財政危機は、他の周辺国に波及するとともに、金融危機にも転化し、財政危機と金融危機が悪循環を生ずる事態になった。ユーロ圏各国政府が抜本的な対策を迅速に打ち出せない中で、欧州中央銀行が危機対応の正面に出ることになった。同行の主たる政策対応は、証券市場プログラム（SMP）、公開市場操作における3年という長期資金の無制限供給（3年物LTRO）及び厳格な財政・構造政策の実施を約束した国の国債の無制限購入（OMT）の三つであった。このうち、SMPは規模が限定されていたこと、暫定的措置とされたことなどから市場に与えたインパクトが小さく、成功したとはいえなかった。しかし、3年物LTROは、逼迫していた周辺国銀行の資金繰りを救い金融危機の深刻化を防止する上で大きな効果を上げた。2012年7月に発信された、ユーロを守るために欧州中央銀行は権限内でできるすべてのことを行うというドラギ総裁の強力なメッセージは、市場の懸念を大幅に和らげた。さらに、そのメッセージを具体化して9月に発表されたOMTは、発動される前から危機鎮静効果を生じ、焦点であったスペイン、イタリアの国債の流通利回りは大幅に低下し、ユーロ圏の財政金融危機は小康状態となった。これはドラギ総裁の巧みなプレゼンテーションとOMTの仕組みがよく考えられたものであったことによる。全体としてみれば、危機対策としての欧州中央銀行の金融政策は成功裏に行われてきたといえる。しかし、金融政策は時間を稼ぐ効果はあるが、危機の根本的要因を解決するわけではない。危機が解決できるかどうかは、ユーロ圏各国政府が、欧州中央銀行が作り出した時間内に抜本的対策を取れるかどうかにかかっている。また、欧州中央銀行が大量に供給した流動性は一部の周辺国に偏在しており、これらの国で非効率な金融機関の延命など様々な弊害も生じる恐れがあり、可及的速やかに、かつ円滑に出口戦略が取られていくことが必要である。さらに、今後欧

州中央銀行が、OMT に強力に反対したドイツ連銀とドイツ国民との関係をどのように修復していくかも重要な課題である。

キーワード：ユーロ、欧州中央銀行、財政危機、金融危機

## 1. はじめに

### (1) ユーロ圏の財政金融危機と加盟国政府の対応

近年主要先進国では、財政の制約や政治家が必要な政策決定を迅速にできないために、経済政策の中で金融政策のウエイトが増大する一方、金利水準が大幅に低下したため、インターバンク市場における政策金利の操作という伝統的な手法の有効性が弱まり、中央銀行が難しい立場に置かれている。とりわけ困難な立場に置かれ苦闘してきたのが欧州中央銀行である。ユーロ圏の財政金融危機が長期化する中で、危機の背景には、周辺国の財政規律の欠如にとどまらず、ユーロ圏の中核国と周辺諸国の間で経済のファンダメンタルズに大きな格差がある中で同一通貨、同一金融政策が適用されていること、金融政策が一元化されたが財政は各国に委ねられていること、リーマン・ショックにより弱体化した銀行部門の体力回復が不十分であったことといった根本的、構造的要因があることが認識されるようになった。これらに対処する具体的方策として共同債の発行、ユーロ圏を統合した預金保険、破たん処理機関の創設を含む金融機関監督の一元化等が提案されてきた。しかし、これらは、いずれもドイツ等の豊かな中核国から周辺国への資源の移転を伴うものであり、中核国は同意していない。問題国を金融支援するための常設機関 ESM の創設、金融監督の段階的一元化、財政規律を強化したフィスカル・コンパクトなど一部進展した面もあるが、ユーロ圏各国政府の対応は、意思決定に時間がかかり過ぎ、また打ち出された対策も規模、即効性という観点から危機対策として不十分であった。

### (2) 欧州中央銀行の置かれた立場

そのような状況において、欧州中央銀行は、ユーロ圏全体を対象とする実効性ある政策を機動的実施することができる唯一の機関である。政府がなすべき政策が実行されないため、財政金融危機が深刻化する中で、欧州中央銀行に対する期待と圧力が高まった。これに対し、欧州中央銀行は、中央銀行としての独立性の維持を図りつつ、また、中期的な物価の安定という本来の目標を追求しながら、危機に対応するための金融政策を模索し続けてきた。本稿ではギリシャ危機勃

発以降のユーロ圏の財政金融危機の推移を追いながら、欧州中央銀行が講じてきた対策を詳しく見ていくとともに、その評価を行い、また、今後に残された課題を検討する。

## 2. ギリシャ危機の勃発と欧州中央銀行

### (1) ギリシャ危機と欧州中央銀行

ユーロ圏の財政金融危機は、2009年10月のギリシャの選挙においてパパンドレウ氏が率いる野党 SPP が勝利し、政権交代が行われ、前政権が公表した2009年の財政赤字の対 GDP 比の見通しが実際には2倍以上の12.5%に達することが明らかにされ、ギリシャ国債が暴落したことに始まる。危機開始後の半年間は、対応は EU（実際には、独仏を中核とするユーロ圏諸国政府）が中心となり、欧州中央銀行の果たした役割はそれほど大きくなかったように思われる。事態を楽観視していたとは言えないかも知れないが、欧州中央銀行が正面に出ていかなければならない事態とは考えていなかったと思われる。

このことは2010年1月14日に行われた記者会見におけるトリシェ総裁の発言からも伺われる。ギリシャ国債の格付けが引き下げられたことに関連し、欧州中央銀行が公開市場操作の際に求める担保の適格要件に関する方針が影響を受けるかとの質問に対し、トリシェ総裁は、「特定国のために担保に関する枠組みを変えることはない。全ての加盟国に同じ枠組みが適用される。」と明確に否定した。しかし、その四カ月後の5月にはギリシャ国債については格付け要件を適用しないとの決定が行われた。恐らく、1月の時点ではそのような方策が必要になるとは考えていなかったように推測される。また、ギリシャの混乱が国境を越えてユーロ圏諸国に広がるリスクについての質問に対しては、「ギリシャの GDP がユーロ圏の GDP に占める割合は2.5%から3%の間である。米国においてカリフォルニア州が占める割合と対比してほしい。」と答えている。そしてギリシャのユーロからの離脱の可能性についての質問に対しては、馬鹿馬鹿しい仮定に基づく質問にはコメントしないと答えた<sup>(1)</sup>。

自力で財政危機を乗り越えることを断念したギリシャは、EU及びIMFに対し金融支援を求めた。

2010年5月2日、EUとIMFは、ギリシャ政府が2009年に13.6%に達した財政赤字の対 GDP 比を歳出削減と増税により2014年までに3%に引き下げるという厳しい緊縮政策を実施することを条件に1110億ユーロの金融支援を行うことに同意した。金融支援のための交渉においてはEU、IMFとともに欧州中央銀行も参加し、この三国際機関代表から成る窓口はトロイカと呼ばれることになった。欧州中央銀行は、金融支援には参加しなかったが、5月3日、ギリシャ政府がトロイカの要求を受け入れたことを評価するとして、ユーロシステム<sup>(2)</sup>における資金供給

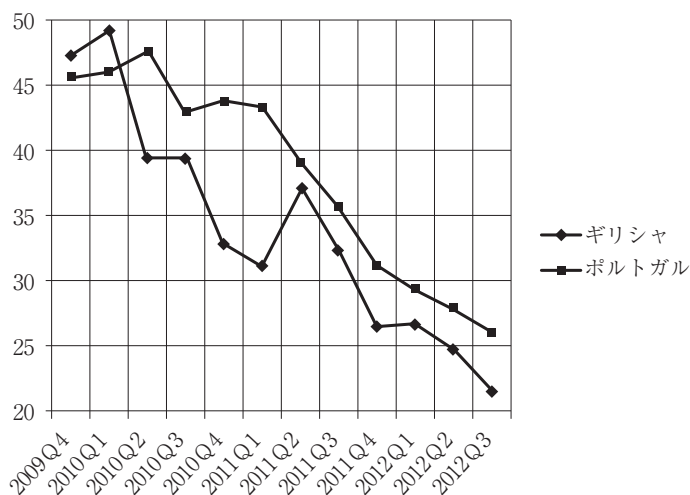
のためのオペレーションにおいて必要な担保に使用できる証券の適格要件を緩和した。

担保として使用できる証券については、リーマン・ショック直後の2008年10月15日に大幅な緩和が行われ、それまで格付けがA-以上という要件をBBB-まで引き下げることとされた。

2010年5月の決定は、ギリシャ政府の国債、保証債についてはBBB-という格付け要件も適用しないというものである。つまり、ギリシャ国債がどれだけ格付けを引き下げられても担保適格性を有するとされたのである。この措置は、地味なものであるが、ギリシャの民間銀行にとっては死活的な重要性を持っていた。2010年4月27日、スタンダード&プアーズ社は、ギリシャ国債の格付けをそれまでのBBB+から一挙にBB+まで引き下げたため、最低格付け要件が維持されれば、ギリシャの銀行は国債を担保とするギリシャ中央銀行からの資金供給を受けられなくなるところであった。同様の担保要件緩和措置は、その後EU、IMFからの金融支援を受けることになったアイルランド及びポルトガルに対しても適用された。

ギリシャの救済策が取りまとめられたにもかかわらず、金融支援の前提条件となる緊縮政策に反対する運動が広まり、公務員の大規模なストライキや死者を出したデモンストレーションが発生するといった事態になった。そのため、金融支援の条件が満たされるかにつき疑問が生じたのみならず、市場関係者の間では、この救済策が実行されたとしても財政再建を達成するには不十分で、ギリシャの債務のリストラチャリングが避けられず、投資家は国債の元利払いの減免による損失を蒙るのではないかとの懸念が広がった。債務のリストラチャリングは他のユーロ圏周辺国の国債についてもありうるとの観測も広がったため、ギリシャのみならず、ポルトガル、スペインの国債利回りも上昇した。このころから、国債に対する信認が揺らぎ始めた国々の金融機関は資金調達に困難を感じるようになった。第1、第2図が示すように、これら三国の金融機

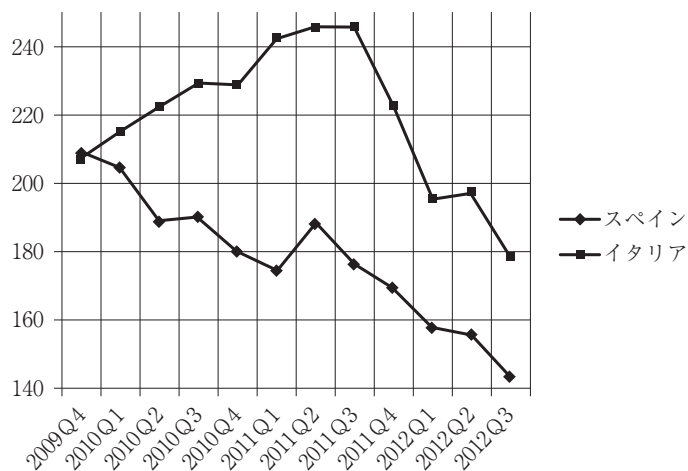
第1図 ユーロ圏他国金融機関からの預金受け入れ残高（単位：10億ユーロ）



資料：欧州中央銀行データから著者作成

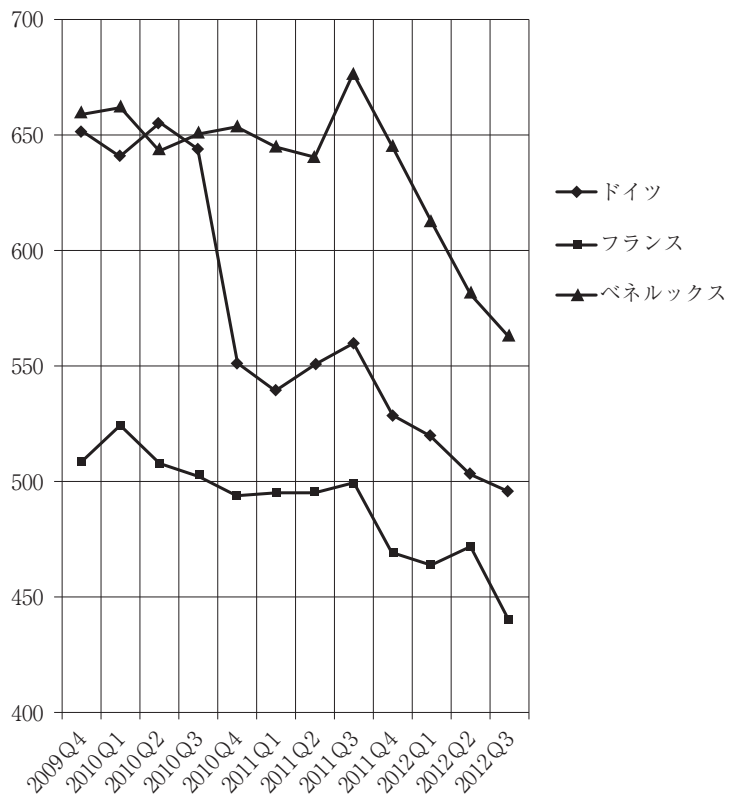
ユーロ圏の財政金融危機と欧州中央銀行の対応

第2図 ユーロ圏金融機関からの預金受け入れ残高（単位：10億ユーロ）



資料：欧州中央銀行データから著者作成

第3図 ドイツ、フランス、ベネルックス3国からのユーロ圏他国金融機関への貸付等残高<sup>(注)</sup>推移（単位：10億ユーロ）



資料：欧州中央銀行データから著者作成

(注) 各国の金融機関のユーロ圏の他の国の金融機関を相手とする貸出及び株式以外の証券の取得額の残高である。

関がユーロ圏の他の国の金融機関から受け入れた預金残高は、2010年第2四半期から減少を始めた。第3図は、中核国の金融機関が、自国以外のユーロ圏金融機関を相手として行う貸付及び株式以外の証券の購入額の残高の推移を見たものであるが、これもこの時期から減少し始めている。これは資本の流れが逆転し始めたことを示し、国債価格の下落により、国債を大量に保有する金融機関の財務が悪化することが懸念され、銀行間取引におけるカウンターパーティ・リスクが高まったことを反映している。国債の価格下落により、金融機関の経営に関する市場の不安感が増大すると、経営困難に陥った金融機関を政府が救済しなければならなくなり、財政状況がさらに悪化して国債のデフォルト・リスクが高まるのではないかという懸念も生じることとなった。すなわち、国債の価格下落と金融機関の経営悪化が悪循環を生じるという事態になってきた。マス・メディアではユーロ金融市場のメルト・ダウンといった見出しが見られるようになり、政策当局の危機感が強まった。このような中で、ユーロ圏の財務相は5月9日から5月10日にかけて徹夜の協議を行い、財政金融面で困難に陥ったユーロ圏の国を救済するために必要な金融支援を行う暫定的な救済機関としてEFSF (European Financial Stability Facility) を設立することを決定した。

### 3. 証券市場プログラム (SMP)

#### (1) SMP の概要

このようなユーロ圏政府の動きに対応し、2010年5月10日、欧州中央銀行は金融市場における深刻な緊張に対処するために新たな方策を取ることを決定した。その柱は証券市場プログラム (Securities Market Program、以下SMPと略) と呼ばれる市場からの国債等の証券購入であった。欧州中央銀行はSMPにつき以下のように説明した<sup>(3)</sup>。

- ① SMPの目的は、欧州中央銀行が証券の購入を行うことにより、機能不全に陥った一部の証券市場の深さと流動性を確保し、適切な金融政策の波及メカニズムを取り戻すことにある。
- ②また、この施策導入を決定するにあたって、欧州中央銀行は、ユーロ圏諸国政府が、今年及びその後の財政目標を達成するために必要なあらゆる措置を取ることを発表したこと、幾つかのユーロ圏諸国により、財政再建を加速し、財政の持続可能性を確保するために明確な追加的コミットメントがなされたことを考慮した。
- ③介入の規模 (scope) は、政策理事会が決定する。
- ④SMPは一時的な措置である。
- ⑤SMPに基づく証券購入に伴う流動性の供給は不胎化される。

## ユーロ圏の財政金融危機と欧州中央銀行の対応

欧州中央銀行は、①につき、SMP は、市場が過度の価格変動を伴うことなく証券の取引をこなすことができるという金融市場流動性（financial market liquidity）を確保するための措置であると説明している<sup>(4)</sup>。言い換えれば、一部の国の国債市場が価格形成機能不全に陥り、国債価格が本来の価格以下でしか取引できない状況にあるので、欧州中央銀行が買い手として参加することにより本来の価格に戻すということである。一方で、欧州中央銀行は、⑤のとおり、購入代金の支払いにより一時的に増加する民間銀行の中央銀行当座預金相当額は、入札により定期預金に振り替えるという形で不胎化するので中央銀行流動性は増加せず、金融政策が影響を受けることがないことを強調している

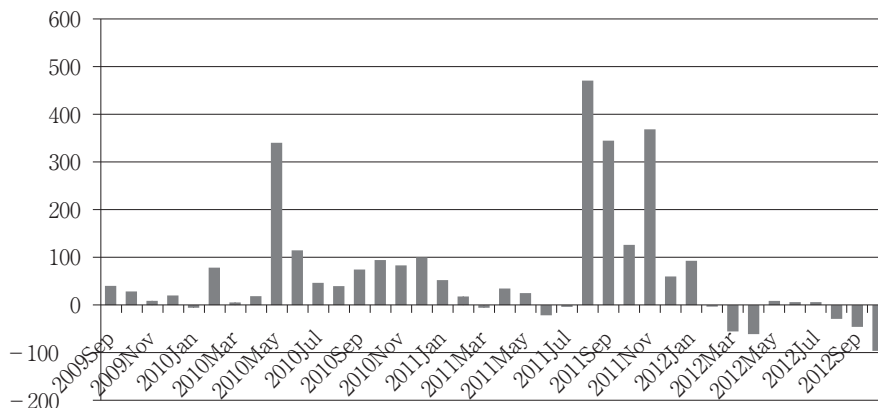
②は、SMP の発動には対象国政府の財政再建策及び構造改革が必要であるとの認識を示したものである。ユーロ圏諸国による金融支援であれ、SMP による国債購入であれ、対象国が確固とした財政再建のための施策等を約束しなければ、単に当該国に一時的に時間を与えるだけで意味のない施策となる。

したがって、財政再建のため必要な施策等を条件として約束させること（コンディショナリティの設定）はどうしても必要である。しかし、上記発表によれば、関係国の取った措置を欧州中央銀行が一方的に考慮したと述べられているだけで、建前の上では、SMP 発動のコンディショナリティは存在しなかった。実際には後述のように舞台裏で対象国が取るべき施策につき厳しい交渉が行われたことが明らかになった。

SMP は、2010年5月から2012年初まで断続的に行われ、国債の購入額は2115億ユーロであった。比較的大規模な国債購入が行われたのは2010年5月以降の数カ月、2011年8月以降の数カ月で、途中中断した時期もあった。（第4図参照）

ユーロ圏諸国によるEFSFの設立、欧州中央銀行のSMPの発動等により、市場は一応の落ち着きを見せた。しかし、SMPは持続的に国債市場を安定させることはできなかった。後述のよ

第4図 ユーロシステムの国債購入（単位：億ユーロ）



資料：欧州中央銀行 Statistical Data Warehouse データに基づき著者作成

うに、2011年夏から数か月間、欧州中央銀行がSMPにより相当規模の国債を購入したにもかかわらず、スペイン、イタリアの国債の流通利回りは大幅に上昇し、危機の拡大を防ぐことはできなかった。

## (2) SMP 導入の背景と金融政策としての意味

SMPの政策としての意味をどのように考えるべきであろうか。市場は、SMPによる問題国の国債購入は、ポルトガル、アイルランド、スペイン等問題国の国債の流通利回りが財政の維持可能性を失わせるほどの水準に上昇しないよう抑制することにあると受け止めた。これに対し、欧州中央銀行は、SMPの目的は、機能不全に陥った証券市場の一部の深さと流動性を確保し、適切な金融政策の波及メカニズムの機能を取り戻すことにある、すなわち金融政策の有効性を確保するための措置であるという説明を貫いた。これは、国債の購入が国債の発行者利回りの上昇を防止し、財政の維持を図ることが目的であると説明すれば、財政赤字のマネタリー・ファイナンス、すなわち中央銀行による財政赤字の補てんという非難を招くからであるが、ユーロ圏金融市場において問題国の国債流通利回りの上昇により、金融政策の波及メカニズムが変調をきたしてきていたことも事実であった。

通常の場合、中央銀行の金融政策はインターバンク市場におけるオーバーナイト物の金利水準を操作することにより実施される。オーバーナイト物金利の変化が将来のオーバーナイト金利の予想に影響を与え、さらに現在から将来にかけての予想短期金利の平均値に等しいとされる長期金利の水準にも影響を与えて、設備投資や住宅投資といった需要項目に影響を及ぼすというのが正常な金融政策の波及メカニズムである。

長期金利のベンチマークとなるのは国債の利回りであり、民間金融機関、民間事業会社が発行する社債の利回りは、国債の利回りを基本に決定される。その国債の利回りが、政策金利に対応した予想短期金利の平均値と全く無関係に決まるということになれば、欧州中央銀行の政策金利に関する決定は、家計や企業の意思決定に関わる中長期の金利水準に伝達されず、物価の安定という金融政策の目標も達成できないこととなる<sup>(5)</sup>。

国債価格の下落による金融機関経営の悪化懸念から、問題国の国債を多く抱える銀行との取引に警戒感が強まった<sup>(6)</sup>。その結果、前述のように中核国から周辺国への資金の流れが止まるに留まらず、逆流を始めた。これは金融市場の国境による分断化が進んだことを意味し、欧州中央銀行の操作対象である短期金融市場の一体性を確保することが難しくなった。そのため、欧州中央銀行の政策金利が各国の中長期金利へ波及していくメカニズムは遮断される状態となり、長期金利のベンチ・マークとなる国債の利回りは、各国それぞれの財政の先行きに対する不安を反映してばらばらに上昇を始めていた。



加えて国債価格の低下は金融機関の自己資本を減少させ、貸出能力が低下することも心配されるようになった。いわゆるバランス・シート・チャンネルを通ずる影響である。

また、国債市場の流動性が著しく低下すると、中央銀行の資金供給オペ（欧州中央銀行の場合は、リファイナンス・オペレーション）における国債の担保利用が制限され、これにより銀行から企業、家計への資金供給にも支障が生じることが懸念された。いわゆる流動性チャンネルを通ずる悪影響である。

すなわち、国債市場の変調が、様々なルートを通じて金融政策を機能不全に陥らせる恐れが生じてきたことは否定できない状況であった。その意味で、SMPの採用は、金融政策の有効性を回復するための措置であるという欧州中央銀行の説明には合理性があった。

### (3) SMPの問題点

しかし、一方でSMPについては以下のような問題があった。

- ①ある国の財政運営に対する不安が国債のデフォルト懸念を高め、国債流通利回り上昇を招き、それにより、金融政策とは関係なく長期金利が上昇したとしても、それにより直ちに中央銀行の国債購入が正当化されるわけではない。国債利回りの上昇により、金融政策の波及メカニズムが機能不全に陥ったからといって無原則に、中央銀行が国債の購入を行うのであれば、マネタリー・ファイナンスとの批判を免れない。単に国債流通利回りが大幅に上昇しただけでは、中央銀行による国債市場への介入が正当化される理由として不十分であり、流通利回りの上昇に加えどのような事情があれば介入が正当化されるのか、介入による利回りの引き下げはどこまで許されるのかにつき、もう一步踏み込んだ説明が必要であったように思われる。後述のOMTについては、この点につき、よく考え抜かれた説明が行われている。
- ②市場においては、SMPは、規模においても、継続期間においても中途半端で、ときどき思い出したように行われているとの批判が行われた。一時的に、周辺国の国債利回りは低下したものの、SMPが長期にわたり市場を威圧し、周辺国の国債流通利回りを安定させる効果はなかった。これは、SMPの介入の規模は、政策理事会が決定するとされ、介入の規模につき市場の期待を持たせるものではなかったことによるところが大きい。その後2012年9月に決定されたOMTにおいて、量的限界を事前に設定しないとされたことが市場の期待を高めたことと対照的である。また、SMPの暫定性を強調したことは、欧州中央銀行がやむを得ず導入した制度であり、継続的に活用するつもりはないとの印象を与えた。
- ③SMPに基づく国債購入を行う以上は、対象国に財政再建と構造改革に必要な政策を約束させる、すなわちコンディショナリティの設定が不可欠であることは前述のとおりである。SMPにおいては、建前上はコンディショナリティを設定せず、舞台裏で財政緊縮政策と構造改革政

策を実行させようとしたことに大きな問題があった。イタリア国債につき SMP を発動するに際し、欧州中央銀行は、2011年8月トリシェ総裁と後任のドラギ氏連名の書簡を発し、経済成長促進のための方策、バラスコーニ首相が約束していた時期よりも1年早く均衡予算を実現するための立法措置といった複数の具体的な事項を挙げ実行を迫った。しかし、予算に関する約束は守られたものの、年金改革に関する欧州中央銀行の要求は骨抜きになり、専門的職業の自由化、地方公共サービスの民営化、集団的な賃金交渉を地方レベルの合意でできるようにするといったその他の要請の実行は遅れることとなった。そのような中、2011年9月、きつい調子でイタリア政府に政策の実行を求める上記書簡の中身が漏えいするという事件が起きた。これは、欧州中央銀行にとって極めて困惑する事態であった。欧州中央銀行は、SMPに基づく国債購入にコンディショナリティが存在しないという建前を取っていたにもかかわらず、実際は、それに反する行動を取っていたことが明らかにされたからである<sup>(7)</sup>。このような事件があったこともあり、もともと特定国の国債購入に批判的であったドイツ連銀出身者を始めとする欧州中央銀行のタカ派は、SMPは欧州中央銀行と加盟国政府との駆け引き（wheeling）、交渉（dealing）を伴うため、中央銀行としての政治的独立性を損なう結果をもたらす危険があるとして批判を強めた<sup>(8)</sup>。

- ③さらに SMP の問題点として指摘されたのが、欧州中央銀行が債権者として民間投資家に対して優越的な地位を有していたことである。2012年3月に合意が成立したギリシャ国債のリストラクチャリング（債務の減免措置）において、民間投資家は保有国債と引き換えに新しい国債を交付されたが、元本の53.5%にも上る債権放棄を行う結果となった。このリストラクチャリングにおいて欧州中央銀行の保有国債については減免措置の適用が行われなかった。将来、仮にスペインやイタリアの国債についてリストラクチャリングが行われた場合、ギリシャの先例が適用されることになれば、欧州中央銀行がこれら諸国の国債を買えば買うほど民間投資家の保有する国債の減免幅は大きくなる。このため欧州中央銀行の債権者としての優越的地位は、国債購入による利回りの低下を妨げるという批判がされてきた<sup>(9)</sup>。欧州中央銀行を含む市場関係者もこの批判が当たっていることを認めていた。しかし、一方では、欧州中央銀行の保有国債に減免措置を適用することは加盟国の財政赤字を欧州中央銀行が補てんすることを意味し EU 条約上許されないという議論があり、同行の優越的地位は維持されてきた。

## 4. 大量の3年物資金の供給

### (1) 国債に対する不信感の増大

2011年7月から8月初にかけて、欧州と米国の双方で財政問題を巡り市場の不安をかき立てる事態が発生した。欧州では、ギリシャに対する第2次支援策の策定が、民間投資家の負担を巡って難航した。米国では、連邦政府の国債残高が国債発行限度に近づく中で、政府、議会の間で財政健全化を巡る対立が激化し、ぎりぎりの段階でかろうじて妥協が成立するという事態になった。8月5日にはS&P社が米国債の格付けをAAAからAA+に引下げた。このような中で、ユーロ圏における投資家の不安は、EU、IMFによる救済プログラムの対象になっている国の国債だけでなくスペイン、イタリアの国債に広がり両国の国債の流通利回りは急上昇した。スペイン国債（10年物）の利回りは、7月中旬には6.3%台まで上昇し、イタリア国債（10年物）も8月前半には6.2%近くまで上昇した。既に進行していた金融市場の分断化はさらに進み、周辺国の金融機関の資金調達には逼迫した。このような金融市場の緊張に対応し、欧州中央銀行は、一連の緊急の措置を取った。

まず、8月4日に政策理事会は、公開市場操作における資金供給の中心となる主要リファイナンス・オペに世界金融危機以来適用している固定レート満額割当方式（競争入札によることなく、担保さえ差し出せば、固定金利で無制限に資金供給を行う方式、リファイナンス・オペと固定レート満額割当方式の詳細は、以下の(2)の記述参照）を必要が認められる期間、少なくとも2012年1月までは継続することを決定した。同時に、6ヶ月の中長期リファイナンス・オペ（LTRO）を固定レート満額割当方式で実施することとした。これらは緊張を増した民間銀行の資金繰りを支援し、銀行が企業や家計に資金供給を続けられるようにすることを目的とするものであった。欧州中央銀行は、これらの措置を取らない場合は、銀行の資金調達のための市場へのアクセスが深刻に阻害される状況であったと説明している<sup>90)</sup>。

さらに8月7日、欧州中央銀行は再びSMPを積極的に実施することを発表した。SMPは、2010年5月に導入されたが、2011年3月末以降はこのプログラムに基づく証券購入は停止されていた。SMPの再開に当たり、欧州中央銀行はイタリア、スペイン政府が財政政策、構造政策において発表した措置、改革を考慮したとしている。この点については、イタリア政府との間で舞台裏の厳しい駆け引きがあったことは前述のとおりである。第4図の示すとおり、2011年8月から翌年初にかけて行われたSMPに基づく国債購入の規模は2010年5月から数ヶ月間行われた購入を上回るものであった。

このような措置が取られたこともあり、7月中旬に6.3%台まで上昇したスペイン国債（10年物）

の利回りは、その後10月中旬には5%程度まで低下した。また、8月前半には6.2%近くまで上昇したイタリア国債（10年物）も、8月後半には5%前後まで下落した。

しかし、これらの政策の効果は一時的なものであった。スペイン国債の利回りは、11月後半には、6.7%と財政が維持不可能と言われている7%の水準に近づいた。イタリア国債は、11月にはついに7%を超える水準に達した。11月25日にイタリア政府が発行した期間6カ月の短期国債証券の発行者利回りは1997年以来最高の6.5%にも達した。

国債市場の緊張は、金融市場全般に影響を与え、銀行間のファンディング取引は、さらに逼迫した。特に中長期の資金調達困難となり、短期の調達でつながらざるを得なくなった結果、金融危機の原因となりうる調達と運用の期間のミスマッチが拡大した。中小金融機関を始め一部の金融機関では担保不足となるところも出てきた<sup>11)</sup>。

金融機関から企業への貸し渋りも生じ、クレジット・クランチの懸念も取り沙汰されるようになった。市場では、2008年のリーマン・ブラザーズの破綻による市場混乱のような事態が生じるのではないかと懸念が広まった。関係者の間では、欧州中央銀行が、思い切った措置を取ることに踏み切るべきだとの声が高まった。欧州中央銀行幹部が再三にわたりマネタリー・ファイナンスの危険を説いていることに対して、火事で家屋が燃え盛っているにもかかわらず、消火活動をしないで、子どもにマッチの危険を教えている消防署のようだとか、欧州中央銀行は同じくフランクフルトに存在するドイツ連銀の保守的なカルチャーにどっぷりと浸ったため、原理原則に妥協するよりは、通貨ユーロが煙と消える方を選択するだろうといった批判が行われた<sup>12)</sup>。しかし、市場関係者の一部は、市場を熟知しているドラギ総裁は何らかの対応を取るだろうとの期待も強く有していた<sup>13)</sup>。

## (2) 大量の長期資金の供給

2011年12月8日、欧州中央銀行政策理事会は以下のような措置を発表した<sup>14)</sup>。

- ①政策金利を1.25%から1.0%に引き下げる。
- ②預金準備率を2%から1%に引き下げる。
- ③公開市場操作における中長期リファイナンス・オペの一環として、期間3年の長期資金を固定満額割当方式で供給する。
- ④公開市場操作において適格担保として受け入れる資産の要件を緩和する。

これらの措置のうち、①、②は伝統的な中央銀行の政策手段の発動であり、市場の予測の範囲内の措置であったが、③、④の非伝統的な措置、特に③は市場の予想を超えるもので、驚きを持って受け止められた。通常の欧州中央銀行の公開市場操作は、主要リファイナンス・オペ（main

refinance operations、以下 MRO という。) と呼ばれる 1 週間物の流動性供給オペと、より期間の長い中長期リファイナンス・オペ (longer-term refinance operations、以下 LTRO という。) によって行われてきた。

MRO は、短期金利を操作し、流動性状況を管理するとともに、ユーロ圏に欧州中央銀行の金融政策のスタンスにつき信号を送ることを目的とする。これに対し、LTRO は、金融セクターに対し、追加的、かつ、より長期のリファイナンス資金を供給することを目的としてきた。

LTRO の期間は当初 3 カ月であったが、その後世界金融危機の中で逼迫した金融機関のファンディングを円滑化するため、6 カ月物が導入されるとともに、入札に固定レート満額割当て方式が導入された。2009 年 5 月には期間 1 年の固定レート満額割当て方式の LTRO が導入された。

固定レート満額割当て方式 (fixed rate tender with full allotment) とは、通常の入札では、資金供給を望む金融機関が金利と希望額を提示して競争し、高い金利を提示した者から割り当てを受けるのに対し、適格担保を提供した全ての者に対し同一の金利で無制限に流動性を供給する入札方式である。これは、欧州中央銀行が世界金融危機勃発後導入した非伝統的措置の中でも最も重要な役割を果たした措置である<sup>55</sup>。適用される固定金利は当初は、入札が行われた時点での MRO の金利とされたが、その後は貸出期間中における MRO の平均金利とされ、期限到来時に金利支払いも行われる方式となった。

LTRO は、次第に長期化してきていたが、一挙に 3 年までの期間の延長は市場で予想されていなかった。④の適格担保の要件の緩和も思い切った内容であった。公開市場操作における担保として既にトリプル A の資産担保証券が適格性を認められていたが、これに加え住宅抵当貸付及び中小企業向け貸付を原資産とする格付けシングル A 以上の資産担保証券も適格とされた。

さらに、一時的な措置として、ユーロシステムを構成する各国中央銀行が、自己の責任において銀行の貸出債権を担保として受け入れることが許容された。これは、リファイナンス・オペによる銀行への流動性供給ができる限り広範囲の金融機関に及ぶようにするための配慮と考えられるが、証券のみならず銀行貸付債権までを担保として認めたことは、一部の銀行が深刻な担保不足に陥っていたことを推測させる。

3 年物の長期リファイナンス・オペ (以下 3 年物 LTRO という。) に基づく資金供給は、2011 年 12 月に 523 行の銀行を対象に 4892 億ユーロ、翌年 2 月には 800 行に対し 5295 億ユーロと 2 回にわたって行われ、その総額は 1 兆ユーロを上回り、欧州中央銀行の歴史において最大のオペレーションとなった。これまで実施された短期のリファイナンス・オペで 3 年物 LTRO に代替されたものがあったため、ユーロシステムの貸出の純増は、約 5130 億ユーロであった。

### (3) 3年物LTROの効果

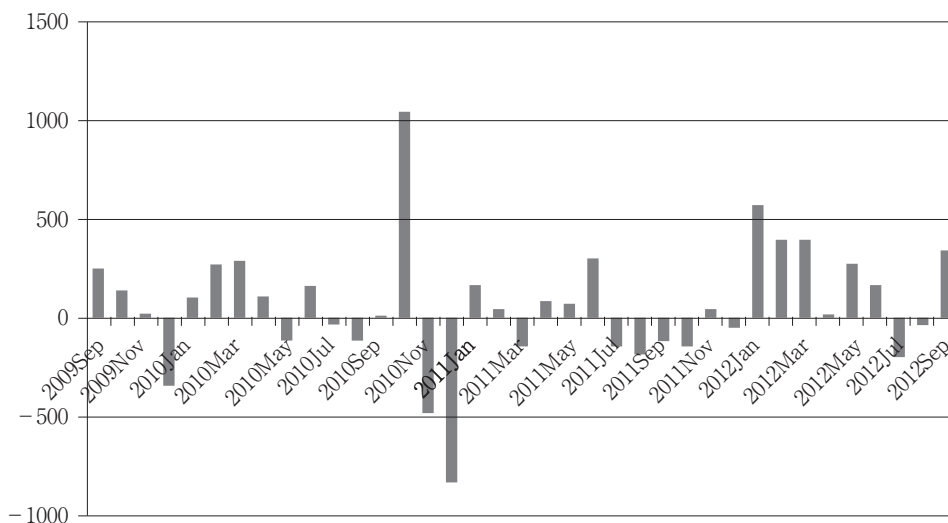
3年物LTROは、期間1週間のMRO金利（貸出時点では1%）で3年という公開市場操作においては異例に長い期間の資金を無制限に供給するというものであり、市場の期待を上回る思い切った措置と受け止められ、市場にポジティブな心理的影響を与えることとなった。リーマン・ショック時に、米国のポールソン財務長官による政府系住宅金融機関への巨額の資金投入がバズーカ砲と呼ばれたことになぞらえドラギ・バズーカ、あるいはドラギ・マジックと表現するメディアも現れた。

3年物低利資金の供給は、以下のように周辺国の銀行と国債市場に落ち着きをもたらし、危機がエスカレートすることを防止し、危機收拾のための時間を稼ぐこととなった。

第一に、3年物LTROは、強い緊張下にあった一部銀行の資金繰りを緩和した。IMFによればユーロ圏金融機関は、カバード・ボンド等により調達した資金の要返済金額が2012年中に6300億ユーロに上っていたが、3年物LTROにより、その60%以上がカバーされた<sup>(16)</sup>。また、前述のように適格担保要件が緩和されたことによりユーロ圏の中小の金融機関も3年物LTROを利用することができた。欧州中央銀行は、特に2012年2月のLTROにおいて、中小金融機関に対する資金供給の確保を重視したことを強調している<sup>(17)</sup>。

第二に、3年物LTROは、問題国の国債市場を支える効果ももたらした。第5図が示すように、2011年後半大幅な国債売り越しであったユーロ圏の銀行は、2012年初から相当額の買い越しとなった。IMFによれば、2012年前半、スペインとイタリアの銀行は、3年物LTROにより調達

第5図 ユーロ圏金融機関月次国債購入額（単位：億ユーロ）



資料：欧州中央銀行 Statistical Data Warehouseより著者作成

した資金のうち約 1150 億ユーロを国債の購入に充て、国債利回りと MRO 金利の差により収益を得るとともに、結果的に国債利回りの低下に寄与することとなった<sup>48)</sup>。第 9 図のようにスペイン、イタリアの国債の流通利回りは 2012 年前半大きく低下している。

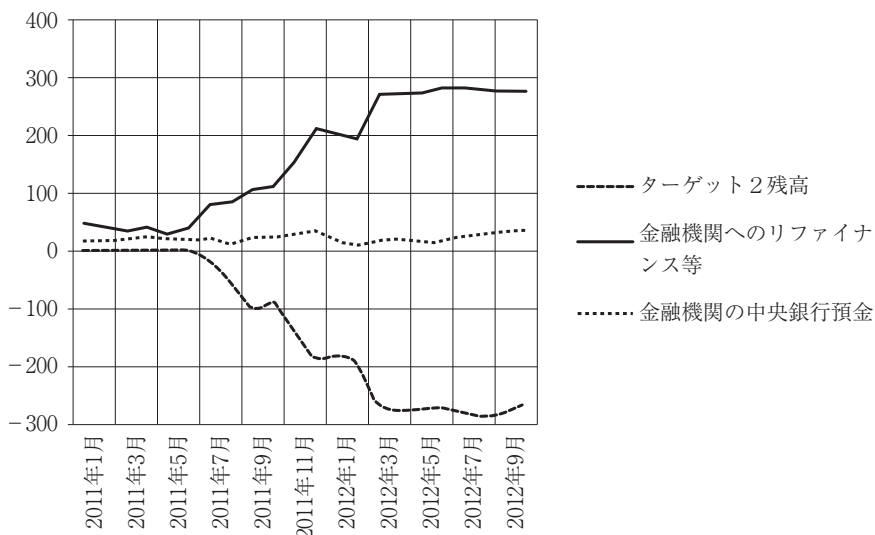
12 月 8 日の記者会見において、ドラギ総裁は、3 年物 LTRO 及び適格担保要件の緩和は、銀行部門の流動性へのアクセスを改善し、ユーロ圏のマネーマーケット機能強化を目的とするとともに、これらの措置が非金融法人及び家計への信用供与を支持することを期待していると述べた。しかし、非金融法人及び家計への貸出は増加しなかった。2011 年 12 月末と 2012 年度 6 月末時点で、ユーロ圏金融機関の非金融法人への貸出残高は、それぞれ 4.72 兆ユーロ、4.70 兆ユーロ、家計への貸出残高は、それぞれ 5.24 兆ユーロ、5.27 兆ユーロで両者ともほとんど横這いであった。ただ、3 年物 LTRO による大量の資金供給がなければ、民間部門への資金供給が大幅に落ち込んだかもしれない可能性は高い。

#### (4) Target 2 残高の急増と中央銀行の流動性供給

ユーロ圏金融市場の状況と 3 年物 LTRO に代表される固定レート満額割当ての流動性供給の意味を、ユーロシステムの決済機構 Target 2 の数字との関係で見ていきたい。Target 2 は、ユーロ圏加盟国国内、加盟国間の決済を中央銀行通貨により行う決済機構である<sup>49)</sup>。貿易等の経常取引のみならず金融取引の決済もこの機構を通じて行われる。A 国の A 会社（取引銀行は A 銀行）が、B 国の B 会社（取引銀行は B 銀行）に 100 万ユーロの送金を行う場合の手順は次のとおりである。以下、ユーロシステムを構成する A 国中央銀行を A 国 NCB、B 国中央銀行を B 国 NCB と呼ぶ。

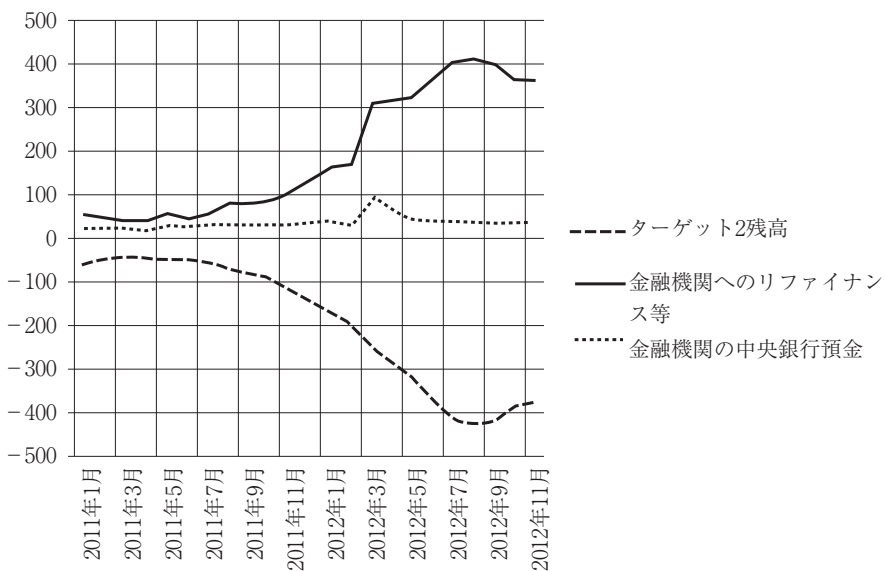
- ① A 銀行は A 会社の預金残高を 100 万ユーロ減少し、Target 2 に送金を注文する。
- ② Target 2 は、A 銀行が A 国 NCB に有する当座預金を 100 万ユーロ減額する一方で、B 銀行が B 国 NCB に有する当座預金の残高を 100 万ユーロ増加する。
- ③この際、取りあえず A 国 NCB は、A 銀行の当座預金減少額 100 万ユーロと同額を B 国 NCB に対する借りとして記録し、B 国 NCB は、B 銀行の当座預金増加額 100 万ユーロと同額を A 国 NCB に対する貸しとして記録する。
- ④ B 銀行は、B 会社の預金残高を 100 万ユーロ増額して、A 会社から B 会社への送金は完結する。
- ④ B 国の会社から A 国の会社へ送金が行われる場合は、以上とは逆の流れが生じ、A 国 NCB が B 国 NCB に対し、貸しを記録し、B 国 NCB は A 国 NCB に対し借りを記録する。
- ⑤ユーロ圏加盟国の各 NCB は毎日の決済業務終了時に貸しと借りを相互に相殺する。その結果、相殺されなかった金額が貸しとなる NCB と借りとなる NCB が生じることとなる。
- ⑥各国 NCB に残った貸しと借りは欧州中央銀行に移転され、貸しとなった NCB は欧州中央銀行

第6図 イタリア中央銀行のバランス・シート (単位: 10 億ユーロ)



資料: イタリア中央銀行データから著者作成

第7図 スペイン中央銀行のバランス・シート (単位: 10 億ユーロ)



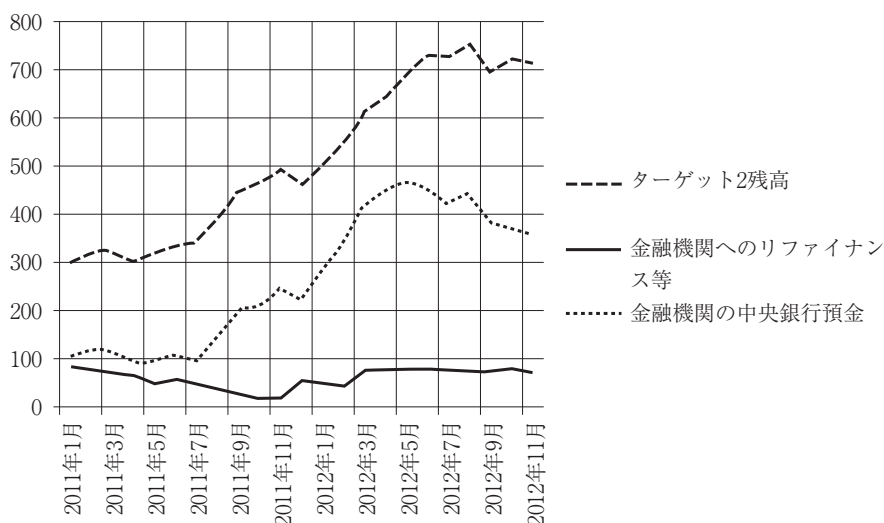
資料: スペイン中央銀行データより著者作成

行に対し貸しポジション (Target 2における貸し残高) を有し、借りとなったNCBは欧州中央銀行に借りポジション (Target 2における借り残高) を負うこととなる。

Target 2における借り残高については、金額の限度も期限もない。ただし、借り残高を負うNCBは、MROの金利(政策金利)で利子を支払わねばならない。当然ながらユーロシステムを



第8図 ドイツ連邦銀行のバランス・シート（単位：10億ユーロ）



資料：ドイツ連邦銀行データから著者作成

構成する17の各国中央銀行の貸借残高の合計はゼロになる。

このような Target 2 における貸借残高は、経常取引に伴うものであれ金融取引に伴うものであれ、資金の流れが双方向で行われているときはそれほど大きくはならない。しかし、資金の流れが一方向になると残高が拡大する。2008年の世界金融危機以前は Target 2 の貸借残高は極めて小さいものであった<sup>20)</sup>。しかし、世界金融危機の発生とともに、残高は次第に上昇を始め、ドイツ、イタリア、ルクセンブルグ等の中央銀行が貸し残高を記録する一方、アイルランド、ギリシャ、スペイン等の中央銀行が借り残高を示すようになった。ユーロ圏の財政金融危機が始まった以降は、さらに貸借残高が拡大し、特に2011年夏以降は、第6図、第7図が示すようにイタリア、スペインの借り残高が急上昇する一方、第8図のようにドイツの貸し残高が急上昇した。

借り残高が増加するのは、資金の流出が資金の流入を上回ったことを意味する。ユーロ圏においては、基本的に周辺国は経常収支赤字国であり、中核国は経常収支黒字国である。周辺国は経常取引に伴う資金は流出超過となるが、中核国から貸付、銀行間の預金、直接投資、ポートフォリオ投資等の形で資本の流入があれば、すなわち資本収支が黒字であれば、Target 2 の借り残高は発生しない。しかし、第1図から第3図が示すように、ユーロ圏中核国から周辺国への資金の流れは、止まるに留まらず、逆転を始めた。すなわち、中核国は過去に投資した資金の回収（資本逃避）を始めた。このため、周辺国銀行は、経常収支の赤字をファイナンスするだけでなく、中核国からの預金引き出し、国債の売却といった資本逃避に伴う送金をしなければならないこととなった。これらの送金は Target 2 を通じて行われるが、送金を依頼するためには自国中央銀

行の当座預金口座に所要の残高がなければならない。残高が不足する場合、銀行の対応としては、貸付債権・保有有価証券の売却、ユーロ圏以外の国からの借り入れ、自国中央銀行からの借り入れの三つがありうる。このうち、貸付債権・保有有価証券の売却を多数の銀行が一斉に行えば多額のキャピタル・ロスを発生させる恐れがあり、また、ユーロ圏の他国銀行がカウンターパーティ・リスクの増大により資本を引き上げている状況ではユーロ圏以外の国から調達をすることも困難である。したがって、送金のための中央銀行流動性の確保は中央銀行からの借り入れによって行わざるを得ないこととなる。A銀行がA国NCBからの借り入れによって送金を行った場合、A国NCBは、自らのバランス・シートの借方にA銀行に対する貸付債権を計上すると同時に貸方にTarget 2における借りを記録することとなる。周辺国銀行にとっては幸いなことに欧州中央銀行は、公開市場操作における資金供給において2008年10月以来、固定金利満額割り当て制度を導入していたため、担保さえあれば自国NCBから期間3年のLTROを含め無制限の流動性供給を受けることができた。

かくして第6図、第7図の示すとおり、スペイン、イタリアの中央銀行では、銀行の送金のための流動性を供給するリファイナンス・オペの貸付残高が急増する一方で中央銀行のTarget 2の借り残高が急増することとなった。他方、ドイツ連邦銀行では同国民間銀行が周辺国に対し行っていた貸付、預金等の還流に伴い、Target 2を通ずる周辺国からの送金が、民間銀行の連銀に対する当座預金として積み上がり、一方で連銀のTarget 2における貸し残高が急増した。

周辺国とは逆に還流してきた資金が潤沢にあるため銀行は連銀からの貸付に対する依存度が低下しリファンダンス・オペ残高は低水準で推移することとなった。以上のような中核国と周辺国における対照的なTarget 2残高の推移は、次のような状況を示している。

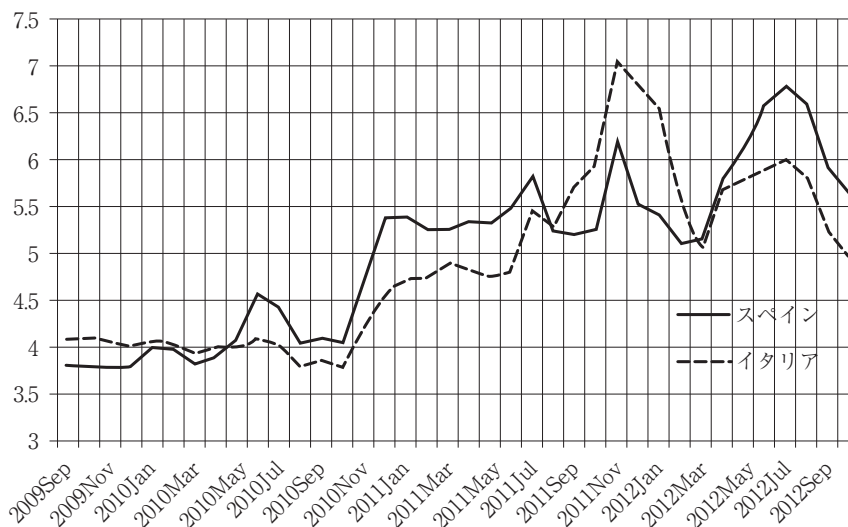
- ①ユーロシステムを構成するNCBにより、分権的に行われている中央銀行流動性の供給は、結果的に周辺国に偏る不均等なものであった<sup>20)</sup>。
- ②周辺国における中央銀行流動性の供給は、経常収支の赤字をファイナンスする役割を果たしただけでなく中核国への資本逃避を円滑に進めるといふ、ある意味では皮肉な役割を果たした。
- ③中核国銀行は、結果的に周辺国に対するエクスポージャーを自国NCBに対するエクスポージャーに変換し、リスクは公的部門であるNCBに移ることとなった。

## 5. ドラギ総裁のロンドンにおける講演と OMT

### (1) スペイン、イタリア国債の利回り上昇

欧州中央銀行の3年物LTROにより、ユーロ圏の国債市場は一時落ち着きを取り戻したが、3

第9図 スペイン、イタリア国債の利回り推移（10年債、月次平均、単位：％）



資料出所：欧州中央銀行

月後半からスペイン、イタリア等問題国の国債流通利回りは、じりじりと上昇を続けた。そのような中で、2012年5月には、スペインの銀行の救済が大きな問題として浮上してきた。スペイン政府は、厳しいコンディショナリティを求められる政府全体の救済を求めるのではなく、銀行救済だけに限りユーロ圏諸国の支援を求めるという方針を取った。紆余曲折を経た交渉の結果、ユーロ圏諸国もこれに応じ、EFSF ないしこれを引き継ぐ ESM からスペインの銀行救済のための支援が行われることとなった。これを受けて一時スペイン国債の流通利回りは低下したが、それはごく短期間にとどまり、7月末にはスペインの残存期間2年の国債の流通利回りは一時7%を上回る高水準を記録することとなった。同国の10年物国債の流通利回りは7月後半には7.5%を超えるに至った。イタリア国債（10年）の流通利回りも7月後半に一時6.5%の水準を超えた。

## (2) 金融市場分断の深刻化

3年物 LTRO 発動後、欧州中央銀行は積極的な動きを示さずに様子を見守りユーロ危機への対応の主たる責任は各国政府が負っているとのスタンスを取った。しかし、第1図から第3図に見るように2012年春以降も資本逃避は止まらず、金融市場の分断はさらに進行した。これは第6図から第8図のとおり Target 2 残高の不均衡が2012年春から夏にかけて拡大したことにも示されている。インターバンク市場は、各国国内ではある程度機能していたものの国境を越えては機能しなくなったことを欧州中央銀行自体が認めるに至った<sup>23)</sup>。2012年12月に行われたインタビュー<sup>24)</sup>において、ドラギ総裁は当時の状況を以下のように語っている。「本年4月末までにあ

らゆる種類のスプレッドが再び拡大し、ユーロに対する売りポジションが増大し始めたことが認識された。これらの兆候は、金融市場の分断がこれ以上に進めば、欧州中央銀行が物価安定を図ることを不可能にするという段階に至ったことを明確に示した。」

金融市場の分断をファイナンシャル・タイムズ紙は、金融のバルカン化と呼び、国際展開する大銀行において、子会社が所在する周辺国がユーロを離脱した場合に調達、運用が異なる通貨となることによるリスクを避けるため、子会社の資金調達を所在国内で済ませる傾向が強まったとして以下のような事例を報じている<sup>24)</sup>。

- フランスのBNPパリバは、イタリアの子会社BNLの資金調達に際し、親会社が調達して貸し付けるのではなく、BNL自体が社債を発行して行うこととした。これは、仮にイタリアがユーロから離脱した場合、BNLがユーロ建ての負債とイタリアリラ建ての資産を持つ事態となることを防止するためである。
- 欧州中央銀行の2回にわたる3年物LTROの利用についても、欧州の大銀行グループにおいては親会社が資金供給をまとめて受けるのではなく、子会社が属する国の中央銀行から借りたと伝えられた。例えば、バークレイ、ドイツ銀行のスペイン子会社はスペイン中央銀行から借りたと伝えられる。

各国の銀行が市場で資金調達する場合の金利は大きな格差が生じ、後述のドラギ総裁の発言により、緊張がある程度緩んだ2012年8月時点でも、市場において期間1年の資金を調達するために、イタリアの銀行は3%弱、スペインの銀行は4%弱の金利を支払わねばならなかったのに対し、ドイツの銀行は、ほとんどゼロ金利で調達できるというような状況であった<sup>25)</sup>。

### (3) ドラギ総裁のメッセージ

前記のように、国債市場の変調から始まったユーロ圏の危機は、単なる財政危機に留まらず、全面的な金融危機に発展することとなった。このような事態に直面した欧州中央銀行のドラギ総裁は思い切った行動に出ることとなった。2012年7月26日、ロンドンにおける講演においてドラギ総裁は次のように述べた<sup>26)</sup>。

「欧州中央銀行は、ユーロを守るため、与えられた権限の範囲内で、あらゆる措置を取る用意がある。私を信じて欲しい。その措置は十分なものになる。」(Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro, and believe me, it will be enough.)

この発言は、ユーロの先行きに関し、率直に強い危機感を示すとともに、ユーロ圏分解を防ぐために欧州中央銀行は、取りうる最大限の措置を打ち出すという強力なメッセージを発信したものであり、ユーロ圏の財政金融危機発生以来、市場に最も大きな影響を与えた当局の行動となっ

た。ドラギ総裁は講演において、ユーロ圏においては、中央銀行の金融政策を実施する場となるインターバンク市場が機能不全に陥っているとし、機能不全をもたらした要因のうち、カウンター・パーティの流動性不足から生じるデフォルトのリスクに対しては、3年物 LTRO により、ネットで 5000 億ユーロの流動性を供給して必要な措置を取ったと述べて後、以下のように言明した。

「現在、金融の分断をもたらしている大きな要因は、各国の国債金利のプレミアムが、コンバーティビリティ・リスク (convertibility risk) に強く影響され上昇していることである。プレミアムが、借り手に関わる要素からして本来あるべき水準とかけ離れてしまっている場合、その問題は欧州中央銀行のマンドートの範囲の問題となる。すなわち、国債のプレミアムの大きさが金融政策の波及メカニズムの機能を妨げる限り、この問題は欧州中央銀行のマンドート内の問題となる。」

コンバーティビリティ・リスクは、ドラギ総裁が初めて用いた表現である。ユーロ圏から離脱した国のユーロ建債務が新通貨建てになってしまうリスク (redenomination risk) を意味する。すなわち、欧州中央銀行が公式にユーロの分解の危機が存在することを認め、周辺国の国債利回りの上昇は、ユーロ分解のリスクを反映したプレミアム上昇にあるとした上で、このプレミアムを縮小することは欧州中央銀行の任務であると表明したわけである。この時点では、欧州中央銀行が取ろうとしている具体的な措置についての説明はなかった。

しかし、市場関係者は、コンバーティビリティ・リスクに対応するプレミアムの是正は欧州中央銀行の任務であるとの発言は、欧州中央銀行が問題国の国債の購入を行うことを意味すると理解し、また、ドラギ総裁が強い危機感を示し、欧州中央銀行として取りうる最大限の措置を取るとの決意を表明したことから、国債の購入は極めて大規模なものになると予測した。市場は、直ちに反応し、7月23日には7.5%に達していたスペイン国債(10年)の利回りは7月30日には6.6%台に低下した。7月24日に6.6%であったイタリア国債の利回りは7月27日には5.9%に低下した。その後も両国債の利回りは基調的には低下を続けた。

#### (4) OMT の発表

2012年9月6日、欧州中央銀行政策理事会は、7月のドラギ総裁の決意表明を具体化する措置を決定した<sup>27)</sup>。その概要は次のとおりである。

①欧州中央銀行は、流通市場においてユーロ圏政府が発行した国債のうち残存期間1年から3年の間のものを購入するプログラム (Outright Monetary Transactions、以下 OMT という。) を導入する。このプログラムは、ユーロ圏国債市場における深刻な歪みを是正するとともに、通貨ユーロの逆転可能性 (reversibility of the euro) についての根拠なき不安を鎮めることにより、金融

政策の波及メカニズムを擁護し、金融政策の単一性を保持すること目的とする。

- ② OMT の実施は、ユーロ圏の設立した困難国救済機関である ESM<sup>28)</sup>に支援を求めるユーロ圏加盟国について作成される経済再建のためのプログラムに付属する厳格かつ効果的なコンディショナリティが実行されることを前提とする<sup>29)</sup>。プログラムは、ESM による発行市場からの債券購入を含むことが必要である。欧州中央銀行は、金融政策の観点から正当化される範囲で、また、コンディショナリティが完全に履行される場合のみ OMT を実施する。国ごとのコンディショナリティの策定と計画の履行状況を監視するため IMF の参画が求められる。
- ③ OMT の量的限界を事前に設定することはしない。
- ④ 欧州中央銀行が、OMT の実施により取得したユーロ圏諸国の国債につき、欧州中央銀行の法的な地位は民間国債保有者と同等 (pari pass) であることを認める。
- ⑤ 欧州中央銀行が、OMT の実施により供給した流動性は完全に不胎化 (sterilize) される。
- ⑥ ユーロシステムにおける公開市場操作のために金融機関が提供する担保に関し、OMT 及び EU-IMF プログラム適用対象国 (既に金融支援を受けているギリシャ、アイルランド、ポルトガル) の国債、政府保証債等については最低格付け要件を適用しない。また、ユーロシステムにおける公開市場操作一般について、ユーロ建て以外に、米ドル、英国ポンド、日本円建ての債券も担保として認める。

以下、SMP と対比しながら OMT につき詳しくみていきたい。

- ① SMP は、欧州中央銀行単独の施策であったが、OMT の実施は、ユーロ圏の困難国救済機関である ESM との協働を条件としている。OMT の対象になるのは、ESM に支援を求め、ESM が経済再建のためのプログラムを作成した国でなければならない。プログラムの作成には、欧州委員会、IMF 及びこれらと連携した (in liaison with) 欧州中央銀行も参加する、また、プログラムには、当該国が実施を約束する詳細かつ広範な経済政策 (コンディショナリティ) が付されている。欧州中央銀行が、OMT の発動の前提条件として ESM のプログラムに付属したコンディショナリティの履行を求めたことには大きな意味がある。

第一に、コンディショナリティの実効性を確保する観点からは、欧州委員会 (実体はユーロ圏各国政府)、IMF が正面に出て内容を交渉し、また、その実行を監視することが望ましい。

SMP においては、前述のとおり、欧州中央銀行自身がコンディショナリティを交渉し監視にあたり、イタリア政府と摩擦を引き起こした。金融政策の発動の要件を各国政府と交渉することは、中央銀行としては極めて居心地のよくない事態であり、また、中央銀行が、そのような政治的駆け引きに長けているわけではない。その意味で、欧州中央銀行は関与しながらも、正面には、欧州委員会、IMF を立てて交渉と監視を行わせ、最終的な OMT の発動の可否は欧州中央銀行が決定するというやり方は賢明な方策と言えよう。

第二に、ESM との協働を前提とすることは、新発国債や今回 OMT の購入対象外となった残存期間 3 年超の国債の購入を ESM に実施してもらい対応の規模を拡大できるというメリットがある。

欧州中央銀行が新発国債を購入することはできない。EU 法により禁止されているマネタリー・ファイナンスに真正面から抵触するからである。なお、「プログラムは ESM による発行市場からの債券購入を含むことが必要である」とされているため、OMT の対象になり得る国は市場へのアクセスを維持していることが必要でありギリシャのように新発債を市場で発行できる状況にない国は対象にならないと解されている<sup>99</sup>。

- ② SMP は、一時的な措置であるとされ、また、その規模は政策理事会が決定するとされていたが、OMT については、暫定性を示す表現は一切見られず、また規模については事前に決定しない、すなわち無制限とされた。SMP の規模が小さく、その発動も初めは鳴り物入りで大規模に行われたものの、いつの間にか中断し、また思い出したように行われたという批判があったことを考慮したものと思われる。
- ③ SMP においては、購入する公的債券、民間債券の期限は限定されていなかったが、OMT においては残存期間 1 年から 3 年の短中期債に限定している。残存期間の長い国債の購入は金利が上昇した場合の価格変動リスクが大きいので、短中期債への限定は、中央銀行の財務の健全性という観点から合理的である。この点については、既発国債の大量購入はマネタリー・ファイナンスに近いとして、ドイツ連銀が展開した強力な OMT 反対論をかわすためという解釈もある。本来、中央銀行の金融政策は短期の金融市場を対象とするものであるから、対象を残存期間の短い国債に限定した方が、OMT を欧州中央銀行の政策として正当化しやすいということである。
- ④ SMP において、欧州中央銀行が購入した国債等については、債務のリストラチャリングが行われる場合に優先的な法的権利が確保されていたが、OMT においては、欧州中央銀行が優遇を求めないとしている。

これらの内容は、7 月 26 日のドラギ総裁の講演以来市場関係者の間で想定されていた内容と概ね一致していたが、OMT が無制限であること、欧州中央銀行の保有国債と民間投資家の保有国債を同等に扱うことといった事前の予想を上回る内容も含まれ市場は非常に好感を持って受け取めた。7 月 26 日のドラギ総裁の発言以来低下を続けてきたスペイン、イタリアの国債の流通利回りは、9 月 6 日の OMT 発表後一段と低下を続けた。スペイン国債（10 年）の利回りは、9 月 3 日には 6.9%であったが、9 月 7 日には 5.6%まで低下し、12 月 13 日には 5.3%となった。イタリア国債（10 年）は、9 月 3 日の 5.8%が、9 月 7 日は 5.1%となり、12 月 13 日には 4.4%まで低下している。

OMT の適用第 1 号として想定されていたのはスペインであった。しかし、12 月中旬に至るも

スペイン政府は OMT 発動を求めている。これは、国内政治上の配慮から発動の前提となる厳しいコンディショナリティを受け入れることを躊躇しているからである。にもかかわらず、スペインの国債市場は上記のとおり 7月 26 日以降落ち着きを取り戻し、財政維持不可能とされる 7% の水準をかなり下回る状況にある。2012 年末が近づくとつれ、市場ではユーロ危機は 7月 26 日に一つの転換点を迎えたとの見方も出るようになった。ユーロ圏の財政金融危機の根本的な原因が、OMT によって是正される訳ではないが、当面の危機管理のための金融政策としては、OMT は大きな成功を収めたといえよう。

### (5) OMT に伴う問題

2012 年末までのところは、制度を創設しただけで実施されていないにもかかわらず、OMT は危機を抑え込む効果を有しているが、実際に発動する場合には、難しい問題が生じる可能性がある。その第一は、欧州中央銀行は、どの程度の利回り水準で介入し、どの程度プレミアムを縮小すべきかという問題である。各国国債の流通利回りを決定する要因は以下のように定式化することができる。

国債流通利回り = 将来にわたる政策金利の期待値 + リスク・プレミアム

リスク・プレミアム ( $P_r$ ) は、インフレ率のボラティリティを反映したプレミアム ( $P_i$ )、実質 GDP 成長率のボラティリティに対応した ( $P_g$ )、さらに財政破綻によるデフォルト・リスクに対応するプレミアム ( $P_d$ ) から構成される<sup>3)</sup>。

これらに加え最近では、ドラギ総裁のいうコンバーティビリティ・リスクが存在するとすれば、これに対応するプレミアム ( $P_c$ ) が加わることになる。

すなわち、 $P_r = P_i + P_g + P_d + P_c$

このうち、 $P_i$  と  $P_g$  は、金融政策が影響を与えうるプレミアムである。中央銀行のマクロ経済政策が適正に行われ、金融政策に対する信頼が醸成されればインフレ、成長率のボラティリティは小さくなると市場が期待するようになるからである。

しかし、デフォルトのリスクを反映する  $P_d$  は、ユーロ圏加盟国の財政の健全性、各国が抱える構造問題といった政府が解決すべき問題を反映するリスクであり中央銀行が影響力を行使することができるプレミアムではない。OMT を創設する根拠はユーロの分解リスクを反映した  $P_c$  の除去にあるわけであるから、実際の OMT の発動に当たっては、欧州中央銀行は、 $P_c$  とそれ以外の通常のリスク・プレミアムを区別して算出すると同時に  $P_c$  がどの程度を超えた場合に OMT を発動するかを決定しなければならない。しかし、コンバーティビリティ・リスクが存在するとしても、デフォルト・リスクと密接に関連するのでこれに対応する  $P_c$  を  $P_d$  と区別して計量的に把握することは容易でないように思われる。そうかといって、欧州中央銀行が無原則



には OMT の発動により、結果的に  $P_c$  を大幅に上回る利回りの引下げを行えば、マネタリー・ファイナンスのものになってしまう。欧州中央銀行においては、様々な定量的分析を行い、何らかの内部限りの介入の基準が策定されると思われるが、単一のモデルで機械的に開始水準、介入幅を決定することは困難で、最終的には総合的な判断ということになる可能性もある。

もう一つ、欧州中央銀行にとって悩ましい問題として指摘されていたのが、OMT 対象国がコンディショナリティを遵守しない場合の取扱いである。OMT が発動された後に、対象国がコンディショナリティを遵守しなかった場合、欧州中央銀行は当該国の国債購入を止めるか続けるかの決断を迫られることになる。筋論から言えば当然購入を停止すべきであるが、その場合、停止措置が市場にショックを与え当該国の国債流通利回りは急上昇し、財政維持が不可能な水準に達する可能性がある。つまり、欧州中央銀行が生命維持装置を止める役割を果たすことになるので、実際は停止措置を取れないのではないかとの見方があった。しかし、コンディショナリティの実施の監視に欧州委員会、IMF が参加することで欧州中央銀行の負荷は大幅に軽減されることとなった。ドラギ総裁は、シュピーゲル誌におけるインタビューで以下のように述べている<sup>82</sup>。

- ① 国債の購入は ESM が作成した経済再建のためのプログラムのレビュー期間中は中止される。
- ② 欧州中央銀行は、IMF 及び欧州委員会に対し、当該国が合意したコンディショナリティを守っているかどうかの評価を要請する。
- ③ IMF 及び欧州委員会から肯定的評価がなされた場合に限り、欧州中央銀行は OMT を再開する。

この手続きによれば、欧州中央銀行自身が生命維持装置のスイッチを切ったという非難は避けられるわけである。もっとも、欧州中央銀行の中には、OMT の停止は餌として与えた人参を取り上げるようなもので、棍棒で殴るような罰を与えるわけではないので、それほど心配をする必要はないという見方もあると伝えられている。ギリシャ中央銀行によるギリシャの銀行への資金供給を停止すれば、生命維持装置を外すと同様の効果が生じるが、市場で国債を発行し続けている対象国については利回りが上昇するだけで、直ちに資金調達が停止するわけではないからである<sup>83</sup>。

## 6. 評価と展望

本章では、ユーロ圏の財政金融危機発生以来、欧州中央銀行が取ってきた政策の評価をおこなうとともに、残された課題についても触れることとしたい。

## (1) SMP と 3 年物 LTRO

危機勃発以来、欧州中央銀行が取ってきた主要な対応策は、固定レート満額割当ての LTRO、SMP、OMT であった。これらのうち、SMP は、前記のとおり、十分な効果を上げることができなかった。これは欧州中央銀行自体が認めている。2012 年 9 月の講演において、J. アスムッセン理事は、「SMP は関係国が必要な改革と財政収支改善を実行させるインセンティブを用意できなかった。SMP は欧州中央銀行のバランスシートのかんりのシェアを占めたが、持続可能な形で事態を安定させることはできなかった。また、欧州中央銀行が民間債権者との関係において優越的地位を持つ債権者になるといった意図しなかった副作用を生じた。」と述べている<sup>64</sup>。しかし、SMP は後の OMT 立案の際に、貴重な教訓を残すという役割は果たしたと考えられる。

ドラギ総裁就任後に実施された 3 年物 LTRO は、危機対応策として極めて有効であった。3 年物 LTRO は、金融市場の分断により、ファンディング、特に過去に調達した資金の償還期を迎え、借換資金の調達に苦しんでいた金融機関に潤沢な流動性を供給することにより、金融危機を回避するとともに、企業、家計への貸出の減少を抑止し、一定程度問題国の国債金利の上昇を抑える効果を持った。加えて、異例の低利長期資金の無制限供給が、市場にサプライズを与え、欧州中央銀行に対する信頼感を醸成し、その後の 7 月のドラギ総裁の発言及び OMT が予想以上の市場鎮静効果を上げる伏線を作ったと考えられる。

## (2) ドイツ連邦銀行の OMT 批判

市場関係者、マスメディアの大多数が OMT を称賛し、またユーロ圏各国政府も歓迎ないし容認（ドイツ）との姿勢を示したのに対し、ユーロシステムを構成するドイツ連銀のみは反対の姿勢を貫いた。

欧州中央銀行政策理事会の理事 23 人のうち、OMT 導入に反対したのはドイツ連銀のバイトマン総裁だけだった。政策理事会の決定後ドイツ連銀は直ちに以下のような内容の声明を発表し、欧州中央銀行を非難した<sup>65</sup>。これは極めて異例のことであった。

- ① 欧州中央銀行による国債購入は紙幣を印刷して政府を支援することとほとんど同様である。
- ② 国債購入は、金融政策が財政政策に従属するリスクをもたらす。
- ③ 国債購入により問題国が実施しなければならない必要な改革を先延ばしすることになれば、政治指導者の危機解決能力に対する信頼をさらに低下させることになる。

バイトマン総裁は、OMT 決定前の 8 月にシュピーゲル誌が行ったインタビュー<sup>66</sup>において、詳しく反対論の背景を説明している。反対論の柱は以下のように要約できよう。

- ①マーストリヒト条約は、1970年代に西欧の多くの先進国の中央銀行が財政政策の僕となり、インフレ率と失業率が同時に上昇するというスタグフレーションを引き起こした失敗から学び、欧州中央銀行が財政政策から独立し、物価安定のための金融政策に専念すべきことを規定した。にもかかわらず、国債の流通利回りの低下を目的として欧州中央銀行が国債を購入することは、この規定の趣旨を損ない、欧州中央銀行の金融政策が政治に支配される危険をもたらす。この結果、本来の目的である物価安定がなおざりにされる恐れがある。
- ②欧州中央銀行がOMTのような政策を実施することは、ユーロ圏各国の政治家に一時的なゆとりと安心感を与え、緊急に実施しなければならない抜本的な施策を先延ばしにする結果をもたらす。
- ③欧州中央銀行が困難に陥っている国の国債を大量に購入し、その国債の価格下落により損失を生じた場合は、損失の最終的な負担はユーロ加盟国の納税者が負う。これは、加盟国のリスクを共同化することを意味する。このような決定は、民主主義国家においては議会が行うべきであり、中央銀行が行うべきではない。
- ④ユーロの通貨価値を守ることは欧州中央銀行の任務であるが、どの国がユーロを採用するかは政府と、政治家が決めることで欧州中央銀行の任務ではない。

バイトマン総裁のこうした批判をどう考えるべきであろうか。前記①に関し、同総裁は、OMTがEUの条約に照らし、違法であるとは言っておらず、マネタリー・ファイナンスとほとんど同様であるという言い方をしている。欧州中央銀行による政府への信用供与の禁止を規定するEUの機能に関する条約第123条の条文は以下のようになっている。

「欧州中央銀行、加盟国の中央銀行（以下、各国中央銀行という。）による欧州連合の機関、団体、事務所、エイジェンシー、中央政府、地域又は地方、その他の公的当局、公法によって律されるその他の団体又は加盟国による事業のための当座貸越契約又はその他のいかなる種類の信用供与は禁止される。欧州中央銀行及び各国中央銀行によるこれらの者からの債務証券の直接の購入も同様である。」

すなわち、政府から直接国債を引き受けることは禁止されているが、市場において政府以外の者から既発債を購入することは禁止されていない。バイトマン総裁の主張は、市場からの購入であっても、その目的が、全般的な金利水準の低下や市場への流動性供給ではなく、特定国の国債の流通利回り引下げにある場合は、実質的には条約が禁止する政府への信用供与に近いということであろう。前述のようにコンバーティビリティ・リスクとデフォルト・リスクを区別することが困難を伴うことからすれば、OMTによる利回りの引下げが、デフォルト・リスクを反映したプレミアムにまで及び結果的にマネタリー・ファイナンスに至る可能性はある。その意味で、バイトマン総裁の指摘は当たっている面もある。

OMTのような欧州中央銀行の政策が、政治家が抜本的な政策を先延ばしするリスクがあるというのもその通りである。この点はこれまで多数のマス・メディアによっても指摘されてきた。例えば、ファイナンシャル・タイムズ掲載の論説は次のように述べている。「ユーロ圏の不幸は、欧州中央銀行が行動を始めたまさにその瞬間に各国政府が安心してしまうということであった。それは、2011年末欧州中央銀行が、1兆ユーロのLTROを金融市場に注入したとき、危機解決のためのプロセスは即座に止まってしまったことに示されている。」<sup>67)</sup>

OMTによる問題国の国債購入がリスクの共同化という要素を持つこともその通りである。購入した国債の価格が下落したことにより欧州中央銀行に損失が生じた場合、まず欧州中央銀行の一般準備基金 (general reserve fund) の取り崩しで相殺されるが、それでも不足する場合は、加盟国中央銀行が欧州中央銀行に対する払い込み済み資本額に比例して負担するので最終的に各国国民の税負担につながる<sup>68)</sup>。これは、ユーロ圏諸国がファンドを設け共同債を発行して、それを原資に行った加盟国への貸付が貸倒れとなった場合に加盟国に負担が生じることと基本的には変わらない。

このようにバイトマン総裁の反対論は、一定の正当性があったにもかかわらず、支持が広がらず、ドラギ総裁の提案したOMTはバイトマン総裁を除く理事全員の賛成で承認された。しかも、OMTは発動される前から危機沈静に大きな効果を上げ、ドラギ総裁の戦略は大きな成功を収めた。

### (3) ドラギ総裁の戦略成功の背景

ドラギ総裁の戦略が成功した理由として以下の点が挙げられる。

第一に、ユーロ分解の危機を正面から認め、ユーロの通貨価値を守るべき欧州中央銀行としては、通貨価値の前提となるユーロの存続を図るという任務があることを宣明したことが、ユーロ崩壊のもたらす予測できないリスクに怯えていた多くの関係者の支持を得たことである。ユーロの通貨価値を守ることは欧州中央銀行の任務であるが、どの国がユーロを採用するかを決めることは欧州中央銀行の任務ではないというバイトマン総裁の主張は、ギリシャやポルトガルのような小国のユーロ離脱が問題の焦点であった場合は支持を集めたかも知れない。これらの国がユーロを離脱しても通貨ユーロの存続が直ちに危うくなるわけではないからである。しかし、この時期に焦点であったのは、大国スペイン、イタリアのユーロ離脱のリスクであり、通貨ユーロの存続自体が懸念されていた。そのような状況ではバイトマン総裁の主張に賛同する者は少数であった。

第二に、コンバーティビリティ・リスクという新しい概念を創出して国債購入を正当化し、マネタリー・ファイナンスという批判を切り返したことである。前述の通り、コンバーティビ

リテイ・リスクに対応するプレミアムの測定には困難があると思われるが、国債購入を正当化するための概念としては極めて有効であった。ユーロの存続を守ることは欧州中央銀行の任務であるという前提に立てば、ユーロ分解の懸念に対応するコンバーティビリティ・リスクの除去も欧州中央銀行の任務の範囲内であるという説明は分かりやすい。さらに、介入による国債の利回りの引き下げは、無制限に行うのではなくコンバーティビリティ・リスクに対応するプレミアムの範囲内で行うということで、マネタリー・ファイナンスの懸念を鎮めることができる。ドラギ戦略は、政策のアカウンタビリティにおいて極めて優れたものがあったといえよう。

第三に、中央銀行だけが有する「無制限の火力」の威力を最大限に活用したことである。危機に対応するための金融政策は、市場を威圧することが必要である。国債市場への介入においては、量的にも、時間的にも限度を設けず、目的を達成するまで介入を続けるという強い覚悟を示し、投機筋に売りを断念させる必要がある。OMTにおいては、SMPが限定的、暫定的であったため、市場に足元を見透かされた経験を踏まえ、購入額、期限に制限を設けないことを強調したことが、市場の鎮静化効果を生んだ。

第四に、危機対応の金融政策は市場に対する威圧感とともに、サプライズの要素があることが望ましいが、7月26日のロンドン講演におけるドラギ総裁の発言は、誰もが予想しない場で、しかも明確な表現でユーロを守る姿勢を示し、市場に強い印象を与えた。このことがOMTを発動せずして効果を発揮する環境を醸成した。

#### (4) 残された課題

欧州中央銀行の金融政策は、これまでのところ、懸念されたテール・リスクを顕現化させることなく押さえ込み、危機管理対策としては成功を収めてきた。しかし、金融政策は、基本的には時間を稼ぐための手段である。金融政策により、累積した公的債務が減少するわけではなく、危機の根本的要因の一つである加盟国間の経済のファンダメンタルズの格差を解消できるわけではない。

今後の第一の課題は、欧州中央銀行の施策が、政治家の安心感を招き、困難な課題に取り組むタイミングを遅らせる（欧米マス・メディアでは complacency という表現が使われる。）という状況をいかに回避するかである。最初の OMT 適用国と想定されていたスペイン政府が、国債流通利回りの低下により、適用を求めてきていないことが、まさに complacency の状況を示しているといえる。complacency に陥らないようにすることは、基本的には、政治家が主導する各国政府の課題であるが、欧州中央銀行も、今後の金融政策を展開する過程で、各国政府が必要な政策を可及的速やかに実行するよう絶えず圧力をかけていくことが必要であろう。

第二に、3年物 LTRO に代表される低利での大量流動性供給のもたらす問題への対処である。

ユーロ圏の財政金融危機の根本原因の一つとして、ユーロ圏の金融機関がリーマン危機の影響から十分に回復しておらず脆弱であることが挙げられているが、異例の緩和的資金供給は、破綻しても不思議なような非効率な金融機関の生き残りを可能にする。さらに、銀行への異例の潤沢な資金供給は、銀行から融資を受けている非効率な企業の存続も可能にする。ユーロ圏の財政金融危機の根本原因の一つが経済におけるファンダメンタルズの格差であることを考えると、現在のような金融政策は根本的解決の足を引っ張るという副作用を有する。特に、Target 2との関係で述べたようにリファイナンス・オペによる流動性供給は周辺国に偏在しているが、こういう国々こそが金融機関の体質の強化、構造改革による企業部門の競争力の強化が緊急に必要とされている。これら諸国は大量の中央銀行流動性への依存度をなるべく早く下げていく必要がある。これは、同時に欧州中央銀行が異例の非伝統的政策からいかに円滑に出口戦略を実行していくかという問題でもある。

第三に、欧州中央銀行がドイツとの関係をいかに維持していくかという課題がある。ドイツ政府は、OMTの創設を容認するとの立場を取ったが、ドイツのマス・メディア、議会では圧倒的にバイトマン総裁を支持する意見が多かった。ドイツはユーロ圏GDPの約四分の1を占める経済大国である。しかし、欧州中央銀行の政策決定機関である政策理事会におけるドイツの発言権は小国とほとんど変わらない<sup>99</sup>。政策理事会は、欧州中央銀行の執行部(members of the executive board)を構成する総裁以下6名の理事と17のユーロ加盟国の各国中央銀行の総裁によって構成されている。ドイツ連銀総裁はその17名のうちの一人にすぎない。17のユーロ加盟国のうちこれまでドイツと近く、周辺国に厳しい立場を取ってきたのはフィンランド、オランダの2カ国のみであるのに対し、いわゆる周辺国は、ギリシャ、ポルトガル、イタリア、スペイン、ポルトガル、マルタ、キプロス、アイルランドと数が多く、これらにフランスが協調すれば、政策理事会における力関係は周辺国に有利になる。ドイツにおいては、歴史的にドイツ連銀に対する国民の評価は高く、同行の物価安定を至上目的としてきた金融政策が経済の成功をもたらした重要な要因として評価されている。マーストリヒ条約及び同条約付属書も、ドイツ連銀をモデルにして、欧州中央銀行の金融政策は物価の安定を主たる目的とすると定めている。それにもかかわらず、ドイツが政策理事会において少数派であるために、物価安定を軽視した金融政策が採用されるという印象をドイツ国民が持つことになれば、域内大国であるドイツ国民の欧州中央銀行に対する支持は弱まっていく恐れがある。ドラギ総裁も、ドイツの重要性は理解しているようであり、2012年10月にドイツ連邦議会に出席し、対話を行うという異例の対応を行った。今後ともこの点については、的確な舵取りが求められよう。

## 注

(1) European Central Bank (2010a): Transcript of the questions asked and the answers given by Jean-

## ユーロ圏の財政金融危機と欧州中央銀行の対応

Claude Trichet, President of the ECB and Lucas Papademos, Vice-President of the ECB, 14 January 2010.

- (2) ユーロ圏各国には、欧州中央銀行設立後も 17 の各国中央銀行が存在し、これらと欧州中央銀行がユーロシステムを構成し、ユーロシステムが一体として中央銀行業務を遂行することとされている。政策金利の決定をはじめとする金融政策は欧州中央銀行が決定するが、公開市場操作等の業務は各国中央銀行が行う。欧州中央銀行は、このような分権的な体制を取った理由として、各国中央銀行が蓄積してきた専門的能力の活用を図れること、広大で多様なユーロ圏のアクセス・ポイントとして各国中央銀行を残すことが適当であったことを挙げている。(http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/orga/html/or\_001.en.html, 2012 年 12 月 20 日 23:30 アクセス)
- (3) European Central Bank (2010b): “ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets”, ECB press release, 10 May 2010.
- (4) European Central Bank (2010c): ECB Monthly Bulletin, June 2010, p24.
- (5) p8 の金融政策における国債の意義についての記述は ECB Monthly Bulletin, September 2011, p53 に基づいている。
- (6) International Monetary Fund (2010): Global Financial Stability Report, October 2010, pp4-5.
- (7) Financial Times (2011): “ECB letter shows pressure on Berlusconi”, 29 September 2011.
- (8) Financial Times (2012a): “Time for something different from ECB”, 31 July 2012.
- (9) International Monetary Fund (2012a): Euro Area Policies: 2012 Article IV Consultation–Selected Issues Paper July 2012, pp47-55.
- (10) European Central Bank (2011a): ECB Monthly Bulletin, September 2011, p57.
- (11) Mario Draghi (2011): “The euro, monetary policy and the design of a fiscal compact”, Speech at Ludwig Erhard Lecture, Berlin, 15 December 2011.
- (12) The New York Times (2011): “As Crisis Mounts, Europe’s Central Bank Stands Back”, 25 November 2011.
- (13) International Herald Tribune (2012): “As crisis deepens, ECB stands aloof”, 28 November 2012.
- (14) European Central Bank (2011b): “ECB announces measures to support lending and money market activity”, ECB Press Release, 8 December 2011.
- (15) José Manuel González-Páramo (2011): “The ECB’ monetary policy during the crisis”, Speech given at the Tenth Economic Policy Conference, Málaga, 21 October 2011.
- (16) International Monetary Fund (2012b): Global Financial Stability Report, April 2012, p77.
- (17) Benoît Cœuré (2012a): “The monetary policy of the European Central Bank”, Speech at the Barclays’ European Conference, Tokyo, 26 March 2012.
- (18) International Monetary Fund (2012b), p77.

- (19) [http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Standardartikel/Core\\_business\\_areas/Payment\\_systems/target2\\_balance.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Standardartikel/Core_business_areas/Payment_systems/target2_balance.html) 2013年1月6日 10:30AM アクセス
- (20) European Central Bank (2012a): Target Annual Report 2011, May 2012.
- (21) European Central Bank (2011c): ECB Monthly Bulletin, October 2011, pp.35-40.
- (22) Mario Draghi (2012a): Verbatim of the remarks made by at the Global Investment Conference in London, ECB, 26 July 2012.
- (23) Financial Times (2012b): “Whatever it takes: the Italian determined to save the euro”, 14 December 2012.
- (24) Financial Times (2012c): “Balkanization is the buzzword the banks don’t need”, 11 September 2012.
- (25) Financial Times (2012d): “So now, Mr. Draghi, there is a monetary crisis too”, 3 August 2012.
- (26) Mario Draghi (2012a).
- (27) Mario Draghi and Victor Constâncio (2012): Introductory statement to the press conference, Frankfurt am Main, 6 September 2012. 及び European Central Bank (2012): “Technical features of Outright Monetary Transactions”, Press Release, 6 September 2012.
- (28) EFSF は、困難国の救済のための暫定的な機関として2010年5月に設立されたが、その後恒久的な救済機関であるESMが2012年10月に設立されたため、OMTの発動の前提となるプログラムはESMが担当する。OMT決定時点では、移行時期が明らかでなかったためESMとEFSF両者が併記されているが、今後出て来る案件はESMが扱うので、本稿ではESMとしている。
- (29) ESMの金融支援を求めるユーロ圏加盟国については、ESMは欧州委員会、IMF及びこれらと協議連携する欧州中央銀行と協議しマクロ経済調整計画 (macroeconomic adjustment program) を作成する。これには、当該国が支援を受ける前提として実行を約束する詳細な政策 (コンディショナリティ) が付属している。コンディショナリティは、当該国と欧州委員会との間で交わされる了解覚書 (MOU) に記載する。ESMは、本格的な金融支援を要するには至らないが困難を抱える国に対してクレジット・ライン (enhanced conditions credit line) 供与を行うことができるが、この場合は事前警戒プログラム (precautionary program) が作成される。欧州中央銀行は、ESMによる発行市場からの債券購入を含むものであれば、後者のプログラムもOMT発動の要件を満たすとしている。
- (30) Benoît Cœuré (2012b), “Challenges to the single monetary policy and the European Central Bank’s response”, speech at the Institut d’études politiques, Paris, 20 September 2012.
- (31) このプレミアムの定式化はBenoît Cœuré (2012a) に基づいている。
- (32) <http://www.spiegel.de/international/europe/spiegel-interview-with-ecb-president-mario-draghi-a-863971.html> 2013年1月3日 10:05AM アクセス
- (33) Financial Times (2012): “Draghi keeps powder dry in bond-buying phony war”, 31 October 2012.
- (34) Jörg Asmussen (2012): “Stability guardians and crisis management: central banking in times of crisis



and beyond”, Speech at House of Finance, Goethe Universität, Frankfurt am Main, 11 September 2012.

③5 <https://mninews.marketnews.com/content/bundesbank-text-weidmann-reiterated-bond-buy-Criticism>  
2013年1月3日 11:10 アクセス

③6 “The central banks are not omnipotent”, Interview with Dr. Jens Weidmann, President of the Deutsche Bundesbank with the magazine Der Spiegel, Deutsche Bundesbank, 27 August 2012.

③7 Financial Times (2012e): “Here is my one piece of advice for Mr. Draghi”, 3 September 2012.

③8 Article 33.2 Protocol on the European System of Central Banks and of the European Central Bank

③9 厳密には加盟国の中で発言権に若干の差がある。現在の政策理事会では執行部メンバー 6 人は全員がすべての会議で投票権を有するが、各国中央銀行総裁 17 人のメンバーについては会議での投票権は 15 に限定され、ローテーションで投票に参加できることとされている。ローテーションは、各国総裁を GDP（ウェイト 6 分の 5）、金融機関のバランス・シートの総額（同 6 分の 1）の大きさに応じ三つのグループ（第 1 グループ 5 人、第 2 グループは加盟国数の半分 [端数は切り上げ]、第 3 グループは残りの総裁）に区分し、第 1 グループは 4、第 2 グループは 8、第 3 グループは 3 の投票権を与えられることになっている。この方法は、大国ほど投票権行使の回数が増えることを狙ったものであろうが、現在の 17 人では、第 2 グループは 9 人で 8 の投票権を与えられることになり、第 1 グループより有利という結果になっている。）