

## 南欧危機とユーロ体制の現実 — ギリシャ危機を踏まえて —

奥 田 宏 司

はじめに

- I、ユーロ通貨統合とインバランス要因の形成
- II、ユーロの決済機構と TARGET Balances
- III、ギリシャ危機の展開と銀行等およびギリシャ中銀のバランスシート
- IV、南欧危機とユーロ体制の現実——まとめに代えて

はじめに

小論執筆の直接的動機は、ギリシャへの緊縮政策の要求をギリシャの国民の立場に立って考えてみるということ、そのまま緊縮政策を受け入れると生活水準は大幅に切り下げられ、反対に拒否した場合、その後、どのような事態になっていくのか、ユーロ離脱という選択肢はありうるのか、それらを考えることであった。さらに、以上のことともに、ギリシャ等の南欧危機を踏まえて、ユーロ通貨統合がそもそもユーロ諸国間の経済格差を解消し、ユーロ諸国間の協力や連帯を生み出すものであるのかどうかを検討する必要があるというのも動機になった。その検討には統合後のユーロ体制の現実を明らかにしなければならない。

筆者は、以前以下のように記していた。「ユーロ通貨統合はヨーロッパの社会的・政治的安定をめざしたものとはいえ、参加各国間に経済格差がある状態で行われ、通貨統合は格差を是正するどころか、ドイツなどの「北側」に有利に、スペインなどの「南側」に不利に作用し、格差を拡大する方向に作用することになった」<sup>1)</sup>。この記述の事態をより掘り下げて究明する必要がある。この問題意識は星野郁氏の最近の著書において次のように言われているのと相通じるものであろう。「ヨーロッパ統合の現実を冷静に見据え、その意義と限界、現状の問題点を明らかにすることこそが、われわれ第三国の研究者が果たすべき使命ではあるまいか」<sup>2)</sup>。

また、ユーロ体制の成立が、ドル体制と同様に「通貨・金融の権力構造」を創り出していない

いか、この検討も求められる。筆者はかなり前にこのことに言及していたが、南欧危機によってより明確になったものと考えられる。以下の文章である。「ドル体制という時、何らかの「通貨・金融の権力構造」が形成されていなければならない・・これと同じように「ユーロ体制」が成立しているのではなかろうか」<sup>3)</sup>。「ユーロ導入に伴い、欧州中央銀行が設立され、ユーロ参加各国は独自の金融政策を放棄し ECB の実施する金融政策に任している。したがって、そこには「協力」とともに強制力が働いている」<sup>4)</sup>。「「ユーロ体制」は周辺国が通貨危機に見舞われた時に、体制としての諸特徴をあらわにするかもしれない」<sup>5)</sup>。後者の引用で念頭におかれていた「周辺国」は非ユーロ・欧州諸国であり、それらの諸国はリーマン・ショック直後に諸困難に遭遇するが、ユーロ不安・危機はまずはユーロ域内の「南」諸国において勃発した。

さて、小論は以上のような問題意識をもちながら、ユーロ体制成立以後、当初は統合によってユーロ各国の成長率が高まったが、同時にユーロ地域間の格差が拡大していった事実を確認し（第1節）、そのあと、ユーロ決済機構（TARGET）の構築のゆえにユーロ地域間の最終決済のためには外貨準備を必要としなくなったことから TARGET が国際収支のインバランスを隠蔽する役割を果たしたと、同じく ECB とユーロ決済機構（TARGET）の設立により各国中央銀行は「最後の貸手機能」を失い、危機の勃発の際にはユーロシステム（実質は ECB）が「最後の貸手機能」を果たすことになったことを明らかにする（第2節）。そして、第3節ではギリシャにおける財政粉飾を契機とする国債デフォルト危機、銀行危機、経済危機への進展を示し、第4節で改めてユーロ体制の現実をまとめたい。

## I、ユーロ通貨統合とインバランス要因の形成

### 1) ユーロ通貨統合とインバランス要因の形成

1999年のユーロ通貨統合は当初、ユーロ圏の経済成長をもたらす、経済政策の収斂を通じて長期的な安定を強化するものと期待されていた。たしかに、後述のように通貨統合によってドイツ、フランス等からスペイン、ギリシャ等への投資が増大していくことによって成長が促されたことは確かである。ところが、この過程は同時にユーロ諸国間に種々のインバランスを生み出す過程でもあった。以下、3点にわたってインバランス形成要因について述べよう<sup>6)</sup>。

第1に、第1表を見られたい。ユーロ地域全体の経常収支は統合直後の数年間は赤字であったが、数年後には黒字に転化し07年まで黒字が継続した。リーマン・ショックによって08年は大きな赤字になるが、10年には赤字はほぼ消滅している。ユーロ地域全体の貿易収支は08年を除き黒字で推移している。

ところが、ユーロ地域諸国の経常収支、貿易収支の状況は大きく2つの群に分かれている。ドイツ、オランダは一貫して貿易収支が黒字で08年にも赤字になっていない。もちろん、こ

第1表 ユーロ各国の経常収支と貿易収支<sup>1)</sup> (億ドル)

	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ユーロ地域の全体	-838 (259)	192 (654)	249 (758)	-1,982 (-214)	-313 (558)	122 (211)	160 (33)	1,714 (1,169)	3,052 (2,228)
ドイツ	-323 (555)	1,406 (1,931)	2,491 (2,708)	2,281 (2,630)	1,886 (1,885)	2,122 (2,093)	2,472 (2,230)	2,554 (2,340)	2,740 (2,578)
オランダ	73 (178)	466 (476)	525 (574)	391 (618)	389 (511)	578 (532)	754 (585)	736 (555)	831 (667)
オーストリア	-14 (-40)	62 (-18)	132 (18)	201 (-6)	110 (-33)	131 (0)	66 (-55)	95 (-41)	112 (-1)
スペイン	-232 (-371)	-834 (-852)	-1,445 (-1,252)	-1,545 (-1,266)	-753 (-590)	-625 (-633)	-540 (-593)	-163 (-335)	107 (-151)
ポルトガル	-122 (-152)	-198 (-226)	-235 (-265)	-319 (-338)	-256 (-248)	-242 (-253)	-167 (-197)	-44 (-116)	12 (-96)
ギリシャ	-98 (-202)	-182 (-343)	-446 (-571)	-513 (-650)	-359 (-428)	-303 (-376)	-286 (-379)	-62 (-253)	18 (-229)

注1) ( ) 内は貿易収支。

出所: IMF, *International Financial Statistics, Yearbook* 2011 (2000~2009), 2014 (2010~2013) より。

の両国は経常収支も黒字である。それに対して、スペイン、ポルトガル、ギリシャは通貨統合の初期（ギリシャのユーロへの参加は2001年）から貿易収支が赤字であり、リーマン・ショックの影響が現われる前の07年まで赤字幅が増大している。リーマン・ショックの08年に赤字幅が最大になり、その後も赤字幅が少し小さくなるものの、かなりの額の赤字が続いている。ドイツ、オランダとスペイン、ポルトガル、ギリシャの間にあるのがオーストリアである。

さて、ユーロ地域全体の経常収支の状況から、ユーロ相場は07年まで強含みで推移してきた。ところが、ユーロ相場は、通貨統合が行なわれなかった場合に想定されるマルク相場、ギルダー相場よりも安く、ペセタ、エスクード、ドラクマよりも高く推移してきたと考えられる。なぜなら、ユーロ相場はユーロ地域全体の経常収支の状態により規定されるのに対して、通貨統合がなければマルク、ギルダーはドイツ、オランダ一国の経常収支に規定されるからである。そのために、通貨統合によってドイツ、オランダはユーロ域外への貿易に有利に、スペイン、ポルトガル、ギリシャは不利な状況におかれたと考えられる。

また、スペイン、ポルトガル、ギリシャは通貨統合の故に、経常収支赤字にもかかわらず自国通貨の相場が切り下がることはなく、ドイツ、オランダ等のユーロ諸国に対する貿易赤字が減少する過程は進行しなくなった。以上のように、通貨統合によってドイツ、オランダなどの貿易黒字とスペイン、ポルトガル、ギリシャの貿易赤字が常態化する状況が作り出されたのである。スペイン、ポルトガル、ギリシャ等は「最適通貨圏」には含まれていないことが明らかである。

第2に、EU統合の進展によりEU諸国間の資本取引が全く自由になることに加えて、通貨統合によって為替リスクもなくなった。ドイツ、フランス等から大量の資金がスペイン、ポル

トガル、ギリシャへ流入する環境が出来上がったのである。これは、1990年代のアジア通貨危機前のASEAN諸国の投資環境の形成に相当する（後述）か、それ以上の投資環境の出現である。ユーロ統合後、次の第3の要因がそれに加わり、大量の資金がスペイン、ポルトガル、ギリシャへ流入していく。

第3に、通貨統合によってユーロ地域において短期金利は統一される。それは次の節で詳論するユーロ決済機構（TARGET）の構築によって短資市場が統合されていくことにより実現されていく。他方、長期金利の方は縮まりつつも各国の経済格差により差異が残っていく。スペイン、ギリシャ等の長期金利は統合後急速に低下したとはいえ、ドイツ、フランス等よりも高位にとどまり、つまり、スペイン、ポルトガル、ギリシャにおいては長短金利差が大きく、このことと、上に述べた内外資本取引の完全自由化、為替リスクの消滅によってドイツ、フランス等からスペイン、ポルトガル、ギリシャへの資金移動が活発になり、それらの国の成長を促すとともにバブル的事象が発生する事態となった。

## 2) 統合後のユーロ各国の経済成長

ユーロ各国の成長率を見よう（第2表）。ユーロ統合の1999年からリーマン・ショックの2008年の期間および2008年からギリシャ危機が勃発した2010年の2つの期間が示されている。1999～2008年の期間、ユーロ地域全体の成長率は46.7%<sup>7)</sup>、それに対してドイツの成長率は23.4%、オランダは54.3%、オーストリアは43.0%、スペインは87.6%、ポルトガルは45.3%、ギリシャは61.8%<sup>8)</sup>などとなっている。概して、南欧諸国の成長率がユーロ地域全体のそれよりも高く、ドイツのそれは相対的に低い。ユーロ通貨統合が南欧諸国へ資金流入をも

第2表 ユーロ各国のGDPと成長

(億ユーロ)

	1999	2005	2007	2008	2009	2010	2011	1999～2008 の成長率 <sup>2)</sup>	2008～2010 の成長率 <sup>3)</sup>
ユーロ地域の 全体	62,606	80,648	89,432	91,836	89,565	91,452	94,197	46.7	-0.4
ドイツ	20,072	22,385	24,359	24,778	23,950	24,897	26,060	23.4	0.5
オランダ	3,862	5,134	5,718	5,962	5,720	5,867	5,995	54.3	-1.6
オーストリア	1,980	2,436	2,720	2,831	2,747	2,852	2,992	43.0	0.7
スペイン	5,800	9,090	10,540	10,880	10,540	10,460	10,460	87.6	-3.9
ポルトガル	1,184	1,537	1,693	1,720	1,686	1,729	1,711	45.3	0.5
ギリシャ	1,464 <sup>1)</sup>	1,948	2,221	2,369	2,350	2,222	2,085	61.8	-6.2

注1) ギリシャは2001年（ユーロに参加した年）の数値。

2)  $(2008 \text{ の値} - 1999 \text{ の値}) \div 1999 \text{ の値} \times 100, \%$ 。ギリシャは2001～2008の成長率。

3)  $(2010 \text{ の値} - 2008 \text{ の値}) \div 2008 \text{ の値} \times 100, \%$ 。

出所：前表と同じ。Yearbook 2011 (1999～2009), 2014 (2010～2011)

たらし、それらの国の成長を促すとともにバブル的事象が発生する事態となったことは事実であろう。バブル的事象の一端としてスペインの住宅価格の上昇率を示しておこう。スペインの住宅価格の上昇率は05年に年率15%近くあったが、以後下落してリーマン・ショックの08年にほぼゼロ%になり09年以後は下落に転じている<sup>9)</sup>。

ところが、リーマン・ショック後、ギリシャ危機勃発までの期間（2008～10年）の成長率はユーロ地域全体でマイナス0.4%とマイナスを記録することになった。各国別ではギリシャがマイナスの6.2%、スペインがマイナスの3.9%、オランダがマイナス1.6%、ドイツが0.5%などと、とりわけギリシャ、スペインのマイナス成長がめだつ。後掲の第3表、第4表に示されているように、スペイン、ギリシャへの資金流入が07年、08年から減少し始め、投資収支の黒字（資金流入）幅が減少していく。10年、11年には流出している<sup>10)</sup>。海外からの資金流入による高位の成長率の達成というパターンが崩壊しているのである。

### 3) スペイン、ギリシャの国際収支

先にふれた南欧への資金流入の概要をスペインとギリシャの国際収支表によって確認しよう。まずはスペインの国際収支である（第3表）が、2007年にかけて経常収支赤字が増大していている。06年に877億ユーロ、07年には1053億ユーロに達し、それらの赤字をファイナンスしているのが投資収支黒字（資金流入）である。06年に1091億ユーロ、07年には867億ユーロである。この資金流入により経済成長が保障され経常赤字が増加しているのである。しかし、07年には経常赤字の全額を民間資金流入だけではファイナンスしきれず、不足分の大部分（186億ユーロ）をスペイン中銀のユーロシステムに対する債務（TARGRT Balance——第3表ではプラスで表示）283億ユーロでファイナンスされている。

08年に経常赤字は同水準で推移しながら投資収支の黒字はさらに減少し、中銀のユーロシ

第3表 スペインの国際収支

（億ユーロ）

	2004	2006	2007	2008	2009	2010	2011
経常収支	-442	-877	-1,053	-1,047	-505	-470	-340
貿易収支	-537	-833	-911	-856	-416	-482	-19 <sup>3)</sup>
資本移転収支など	84	62	46	55	42	63	41
投資収支 <sup>1)</sup>	489	1,091	867	700	415	276	-795
誤差・脱漏	9	-18	-3	-10	-57	-27	3
中央銀行 <sup>2)</sup>	-140	-258	143	302	105	157	1,092
ユーロシステムに対する債務	-138	-123	283	317	61	98	1,241

注1) スペイン中銀を除く、(+)は資金流入、(-)は資金流出。

2) (-)は対外債権増、(+)は債務増。

3) 2011年は貿易・サービス収支。旅行収支(+322)を除くと、341億ユーロの赤字。

出所：Banco de Espania, *Economic Bulletin*, Economic Indicators 7.1, 7.2 より。

第4表 ギリシャの国際収支(1) (億ユーロ)

	2004	2006	2007	2008	2009	2010	2011
経常収支	-105	-237	-323	-348	-258	-240	-206
貿易収支	-254	-353	-415	-440	-308	-283	-272
資本移転収支など	24	30	43	41	20	21	27
投資収支 <sup>1)</sup>	78	204	274	299	244	220	178
政府債務 <sup>2)</sup>	-11	-5	-23	-6	-23	300	399

注1) (+) は資金流入。

2) 「その他の投資」の負債に占める「政府債務」。IMF、EFSFからの融資、TARGET Balanceを含む。

出所：ギリシャ中銀、Press Releases より。

システムに対する債務も増大している。以後、海外資金の流入による経済成長が破綻して、09年から経常収支赤字が半分以下に急減している。11年にはギリシャ危機がスペインにも波及し、スペインへの証券投資が700億ユーロの引揚げ（第3表には記載していないが同じ資料）となり、投資収支が800億ユーロにちかいマイナス（資金流出）となっている。経常赤字のファイナンスと資金引揚げによるファイナンスのために中銀のユーロシステムに対する債務が1241億ユーロという巨額に達している。

ギリシャの国際収支は第4表に示されている。ギリシャの場合はリーマン・ショックによる資金流入の影響はそれほど大きくなく、資金流入は減少していない。ところが、ギリシャの財政粉飾が明るみになった（09年秋）翌10年には民間資金の流出が発生し「政府債務」が一挙に300億ユーロにものぼる。「政府債務」にはIMF、EFSFからの融資、TARGET Balanceを含むと考えられる（危機時のギリシャ危機の国際収支については後述）。

#### 4) 南欧危機のアジア通貨危機との類似点

本節第1項で少し触れたように、南欧危機には1990年代のアジア通貨危機と類似のいくつかの点があった。第1点目は、ともに内外資本取引の自由化と為替リスクの解消である。アジアの場合には1980年代末から90年代前半に世界銀行・IMFによって強力に内外資本取引の自由化がすすめられ、同時に90年代の危機まで「ドル・ペッグ制」が維持された。事実上、為替リスクがないものと意識され、米・日との金利差とあいまって大量の資金がASEAN諸国に流入し、「東アジアの奇跡」と言われるような高い成長を達成するとともにバブルを発生させた<sup>11)</sup>。

ユーロ地域でも以上のことはほぼ同じであった。ユーロ諸国の場合には、EU統合の進展によってすでにEU諸国間には内外資本取引の自由化が達成されていたが、ユーロ通貨統合により為替リスクは完全になくなるとともに、短期金利はECBの金融政策によってほぼユーロ全

域において統一されていくが、長期金利は各国間に金利差が残った。以上の環境の創出のもとで独・仏などから南欧地域に大量の資金が移動し、それがバブル的現象を引き起こし、リーマン・ショック、ギリシャの財政粉飾をきっかけに南欧危機へと発展していった。

第2点目は、ともに国際収支危機に陥っていたということである。アジア通貨危機の場合には、流入していた短資がタイでのバブル崩壊によって、突如、アジアから流出に転化し国際収支危機が発生し通貨危機が勃発した<sup>12)</sup>。南欧危機の場合には資金流入が経常収支赤字をファイナンスしていたが、財政危機（＝国債デフォルト危機）により資金流出（＝投資収支危機）が発生した。ところが、南欧危機の場合には、国際収支危機が TARGET Balances によって覆い隠され（ファイナンスされ）、また、ユーロが統合された通貨であるため本国通貨の急落（通貨危機）としては現れなかった。他方、アジア通貨危機の場合には、流入してきた通貨が外貨であったために国際収支危機が直ちに通貨危機となって勃発した。したがって、南欧危機には国際収支危機を覆い隠す TARGET の分析が不可欠となる。

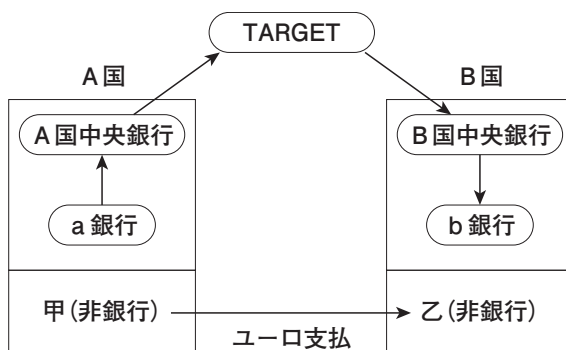
## II、ユーロの決済機構と TARGET Balances

### 1) ユーロの決済機構（TARGET）

2010年以降のギリシャ、スペイン等の南欧危機については、ユーロ決済機構（TARGET）の実態を抜きに論じることはほとんどできない。しかし、ユーロ統合が実現した1999年前後に TARGET については論じられることは少なかった<sup>13)</sup>。また、TAEGET について簡単な論究がなされても TARGET Balances について論じられることはなかった。それは、当時の ECB の TARGET に関する文書等においてさえも TARGET Balances という用語が出てくることはなかったからでもある<sup>14)</sup>。ECB の文書等ではじめて TARGET Balances という用語が登場するのは2011年10月の月報（*Monthly Bulletin*）である。しかし、それは ECB に先立ちドイツ・ブンデスバンクが2011年3月の月報（*Monthly Report*）で TARGET Balances について論じ、ブンデスバンクの債権の TARGET Balance が3000億ユーロを上回っていること、他方、アイルランド、ギリシャ、ポルトガル、スペインなどの債務の TARGET Balances が増加していることを明らかにし、「2007年以降のドイツの TARGET2 債権の増加はネットでの資本輸出と考えられる」<sup>15)</sup>と記して、ユーロ諸国間での TARGET Balances の不均衡化が拡大していることを強調している。このブンデスバンクの月報によって ECB も TARGET Balances についての何らかの見解を公表せざる得なくなった。それが、2011年10月の *Monthly Bulletin* における簡単な言及であった<sup>16)</sup>。

本節では、TARGET (TARGET は2007年から高度化されて TARGET2 に移行していったが、基本的な決済の在り方は従来のものと変わらないので、以下では TARGET2 も TAEGET と

第1図 TARGET を利用したユーロ決済



- (1) A国の甲（非銀行部門）が種々の国際取引の結果、B国の乙（非銀行部門）へユーロでの支払いを行う（小切手、為替手形、振替通知を通じて）。それは最終的には甲がa銀行に設定している口座から金額が引き落とされ、乙がb銀行に設定している口座にその金額が振り込まれる。
- (2) 甲から乙への支払いは、a銀行からb銀行への送金が必要となるが、それはa銀行からA国中央銀行へ、A国中央銀行から欧州中央銀行（ECB）が管理するTARGETを通じてB国中央銀行へ、B国中央銀行からb銀行へと経由して行われる。
- (3) その結果、a銀行がA国中央銀行に設定している口座からその金額が引き落とされ、b銀行がB国中央銀行に設定している口座に振り込まれる。
- (4) 最後に、A国中央銀行とB国中央銀行の間での決済が必要になるが、B国中央銀行はECBへの債権（債権のTARGET Balance）を、A国中央銀行はECBに対して債務（債務のTARGET Balance）をもつことになる。これで国際取引の決済が完了する。

出所：筆者作成。

記す<sup>17)</sup>を通じるユーロの決済のあり様について簡単に示したあと、ユーロ諸国間の不均衡がTARGET Balancesの累積となって現われることを今一度確認したい。

TARGETを利用した国際決済は以下のようなになる（第1図）。ここで注意しておかねばならないことは、ユーロ地域の各銀行は各国の中央銀行に決済口座を有しており、ECBには有していないということである。それを踏まえて国際決済を見ていこう。A国のa銀行、B国のb銀行はそれぞれの中央銀行に通貨統合前に国内決済用に「預け金」をもっていたが、統合後、それを使って国内だけでなくユーロ域内の国際決済ができるようになったのである。a銀行が他のユーロ参加国のb銀行に対して支払を行なう際、各国中央銀行のグロス決済制度を経由しながらECBが管理するTARGETを使ってA国中央銀行にあるa銀行の「預け金」が引き落とされ、B国中央銀行にあるb銀行の「預け金」がふやされるのである。最後に、2つの中央銀行はECBに対してTARGET Balancesを、つまり、A国の中央銀行はECBに対して債



務が、B国の中央銀行はECBに対して債権が記帳される<sup>18)</sup>。ユーロ地域内諸国間の国際決済ではユーロシステム（ECBとユーロ各国中央銀行）全体では債権・債務は均衡する。

## 2) TARGET Balancesの形成と国際収支

さらに、次の指摘が重要である。A国全体のユーロ建・経常収支と非銀行部門のユーロ建・資本収支の合計での赤字額よりも、A国の全銀行部門による他のユーロ諸国の銀行からのユーロ資金の調達額が下回った場合、A国中央銀行のTARGET Balanceは債務超過の事態になる。何故なら、その場合A国の全銀行部門は他のユーロ各国の銀行等への支払超過状態であるから、A国中央銀行に置かれているA国銀行等の「預け金」が引き落とされ、他のユーロ地域の銀行等が各中央銀行に置いている「預け金口座」に振り込まれるが、その引き落とし、振り込みはTARGETを介して行われるからである。つまり、A国中央銀行は債務のTARGET Balanceが、他のユーロ各国の中央銀行は債権のTARGET BalancesがECBに記帳されるのである。

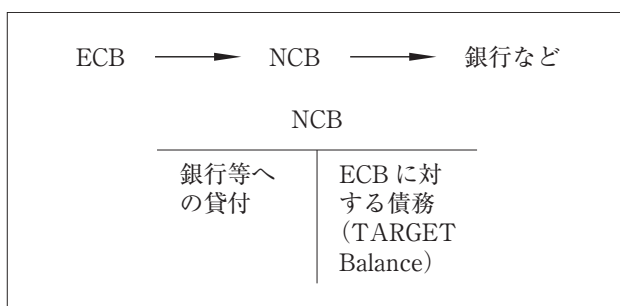
すなわち、A国のユーロ建・「総合収支」（経常収支と銀行部門も含む資本収支を合わせたもの）赤字は、A国中央銀行のユーロシステムに対する債務で埋め合わされたのである<sup>19)</sup>。それ故、ユーロ各国の他のユーロ諸国に対する国際収支は、経常収支+資本収支+TARGET Balance=0と表示される<sup>20)</sup>（式①、資本収支、TARGET Balanceの債権はマイナスで表示）。したがって、ユーロ諸国は他のユーロ諸国への最終支払いとして外貨準備を用いない。TARGET Balancesがそれを「代位」するのである（注21）もぜひ見られたい<sup>21)</sup>。

次にこの事態ではA国の銀行等は「中央銀行預け金」が不足しているから、それを補充しなければならない。しかし、他の諸国の金融機関からユーロ資金を調達できずとすれば、その補充のためにA国の銀行等はユーロシステム（ECBと各国中央銀行=NCBs）から借入れを行わなければならない。それはA国中央銀行を経由しておこなわれる。つまり、A国中央銀行がECBに対して債務を負い（債務のTARGET Balanceの形成）、A国中央銀行がA国の銀行等に対して債権をもつのである（第2図）。

以上のように、各国中央銀行を経由してのECBによる民間銀行への信用供与は、そのまま当該国のユーロ建・総合収支赤字のファイナンスにつながっているということである。もちろん、A国の銀行等が他のユーロ地域の短資市場からではなく、ユーロシステムから資金供与を受けようとするのには高いコストが必要であり裁定が働く（EONIAと限界貸付ファシリティ金利）。他の市場からのユーロ資金の調達が進行すれば、TARGET Balancesは均衡していく。とはいえ、各国中央銀行を経由してのユーロシステムの民間銀行への信用供与はその国の総合収支赤字に対する決済の最後の手段になっていることを忘れてはならない<sup>22)</sup>。

TARGETは2007年11月から翌年5月にかけてTARGET2に強化・高度化されていったが、

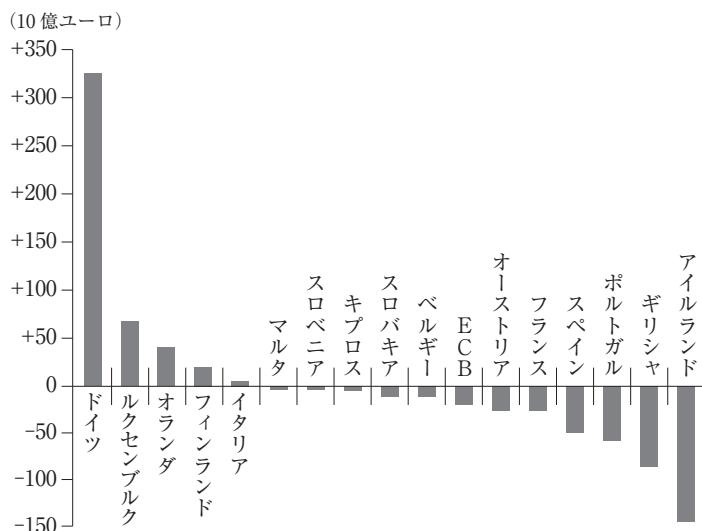
第2図 ユーロシステムから銀行などへの信用供与



出所：筆者作成。

以上の基本点は変わらない。筆者は他の拙稿で次のような趣旨を記している。ユーロの単一決済制度は強化されたが、国家統合が果たされないままの（＝各国の経済主権がほとんど維持されながらの）単一通貨制度の決済制度の高度化は、単一通貨制度に固有の問題を解決するにはつながらず、それをより鮮明にすることになる。その固有問題とは、各国のユーロ建・総合収支赤字、黒字が出ててもその収支はユーロ参加国の中央銀行に TARGET Balances が形成されてしまうという事態である<sup>23)</sup>。ギリシャなどのユーロ参加国からユーロ資金が流出して（資本逃避の進行）危機が発生しても、ギリシャなどの TARGET Balances（債務）が急増し、他のユーロ地域の中央銀行の TARGET Balances の債権が積み上げられていくことになる（第3

第3図 各国ごとの TARGET Balances (2010 年末)



出所：Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, March 2011, p.35 より。

図)。したがって、ギリシャなどの危機に陥った諸国でも他のユーロ諸国との取引に関する限り対外赤字は「自動的」にファイナンスされる<sup>24)</sup>。アイルランド、ギリシャ等が08年以降、国際収支上の事実上の「危機」に陥っても、それが外貨準備の喪失として表面化することはなく通貨危機とはならなかったのである。

### 3) 各国中央銀行の「最後の貸手機能」の喪失

ユーロ諸国の MFIs<sup>25)</sup>（銀行など預金口座が設定されている金融機関、以下でも同じ）は、流動性の過不足を通常はユーロ建インターバンク市場での資金取引によって調整している。その金利が EONIA（オーバーナイト・ユーロ金利）、EURIBOR（ユーロ銀行間出し手金利）である。この場合、他のユーロ諸国の銀行からの資金調達になれば TARGET Balances も変化する。クロスボーダーの銀行間資金取引の決済には2つの中央銀行間の決済が伴うからである。資金調達を行なった国の中銀においては債権の TARGET Balance が、資金を供与した国の中銀には債務の TARGET Balance が発生することになる。したがって、のちに見るギリシャからの海外資金の流出のように、ギリシャの銀行などが海外の銀行などからの資金引揚げに直面したときは、資金の流れが上の事態と逆となり、引き揚げにあった国（ギリシャなど）の中銀の債務の TARGET Balance が発生する。

ユーロ諸国の銀行などが流動性不足をユーロ建インターバンク市場から調達できず（この事態は「総合収支」の赤字）、ユーロシステムから調達する場合、銀行などは ECB に口座を設定していないから、前述のようにその信用供与は各国中央銀行（NCBs）を経由することになる。つまり、ユーロシステムの金融政策は各国中央銀行を通して実施されるのである。信用供与は各国中央銀行（NCBs）に設定されている銀行などの口座に振り込まれることになり、NCBs には銀行などに対する債権と ECB に対する債務が発生する（第2図参照）。銀行などは、中銀に対する負債と中銀預金（流動性）をもつことになる。したがって、ユーロシステムからの信用供与においては中銀のバランスシートの負債側には TARGET Balance が発生することになる<sup>26)</sup>。

銀行などが国内の預金者からの引き揚げに直面（国際収支には反映しない）し、ユーロシステムから流動性を急遽受ける場合もこれとほぼ同じ事態になる。銀行等は、中銀に対する負債と中銀預金（流動性補充）をもつことになり、ユーロシステムは銀行などへの貸付と銀行などの中銀への預金をもつことになる。また、その国の中銀の債務の TARGET Balance が増加することになる。この場合は、国内の預金引揚げで国際収支上の赤字要因ではないにもかかわらず中銀の TARGET Balance が増大する。さらに重要なことは各国中央銀行が単独で貸手機能をもっていない、つまり、貸手機能は ECB と中銀の協同機能となっていて、中銀は「最後の貸手機能」を「半分」以上失っているということである。のちに見るようにギリシャ危機の際

に、ギリシャの ECB への依存が強まっていくのはギリシャ中央銀行が「最後の貸手機能」を失い、それが ECB に委ねられているからである。

以上の考察から以下のことが言えよう。通貨統合による ECB の設立と TARGET の構築は、第 1 に、経常収支赤字よりも銀行部門をも含む資本収支の資金取り入れが少なくとも（この事態は銀行部門が流動性不足を海外のユーロ建インターバンク市場からは十分に補充できていないという事態であり、経常収支と資本収支（銀行部門の長短・資本収支を含む）を合わせた「総合収支」で赤字という事態である<sup>27)</sup>）、その不足分が外貨準備で決済されることはなく、各国中銀の TARGET Balances の累積となることによりファイナンスされる。それ故、前述のようにユーロ諸国は他のユーロ諸国への最終的決済のための外貨準備を保有していないのである。また、その場合には銀行等は流動性不足をユーロシステムからの信用供与によって補充しなければならず、当該国の中銀には債務の TARGET Balance と国内銀行とに対する債権が発生する。

第 2 に、各国銀行等の中央銀行借入れはユーロシステムからの借入となり、各国中銀は実質的な、換言すれば自立的な信用供与機関ではなくなっている。通貨統合により実質的な信用供与は ECB に移譲されているもかかわらず、ECB には銀行などの口座は設定されておらず以前と同様に各国中銀にそれが設定されていて、ECB からの信用供与は各国中銀に設定されている銀行などの口座に振り込まれるというかたちで、各国中銀は ECB からの信用供与の仲介の役割を担うだけである。各国中銀は「最後の貸手機能」を事実上失い、ECB にそれが移譲されている。それ故に、国内銀行からの居住者による多額の預金引き揚げの際にも実際は ECB が資金を供給することになり、債務の TARGET Balance が増加することになる。以上をまとめると、各国の中銀のバランスシートは、第 4 図のようになる。

第 4 図 各中央銀行の TARGET Balances

債務の TARGET Balance を保有する中央銀行		債権の TARGET Balance を保有する中央銀行		TARGET Balance を保有しない中央銀行		
資産	負債	資産	負債	資産	負債	
貸付	銀行券	貸付	銀行券	貸付	銀行券	
	預金		TARGET2 債権			預金
	TARGET2 債務		その他(金融的資産を含む)			その他
その他	その他(金融的資産を含む)	その他				

出所：ECB, *Monthly Bulletin*, October 2011, p.38 より。

### Ⅲ、ギリシャ危機の展開と銀行等およびギリシャ中銀のバランスシート

2009年秋のギリシャの政権交代によって前政権による財政赤字の粉飾が明るみになり、一挙にギリシャ危機が勃発することになった（実際のギリシャの財政状況は第5表）。この財政粉飾によりギリシャ国債の価格が下落し始め、ギリシャ国債を大量に保有していたギリシャの銀行をはじめ各国の銀行に激震が走った。財政危機が銀行危機へ発展するのではという危惧が広がり、ギリシャの銀行に融資していた各国の銀行（ユーロ地域および域外の銀行）は資金回収に回った。また、ギリシャの銀行から預金が引き出された。その結果、ギリシャの銀行は大量の資金を失うことになり危機に陥っていった。このように、危機は国債価格の急落と銀行危機となって現われることになった。

#### 1) ギリシャの銀行等のバランスシート

以上の経緯をギリシャの銀行等（MFIs）<sup>28)</sup>のバランスシートを示すことで明らかにしていこう。ギリシャの銀行等の国債保有は危機後も減少せず、11年前半期までは増加する。09年12月に336億ユーロであったのが、10年12月に448億ユーロ、11年6月には491億ユーロにまで増加している（後掲第7表）。これが何故であるのかはのちに見よう。その前に、銀行等の負債を検討しよう（第6表）。

他の銀行等に対する負債が、財政粉飾が表面化した直後の09年12月に915億ユーロにのぼっていたのが10年6月には758億ユーロに減少し、10年12月に663億ユーロ、11年12月には

第5表 ギリシャの財政 （億ユーロ）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
(1) 一般財政収支 <sup>1)</sup>	-117	-246	-167	-168	-76	-109
(2) 公的投資収支 <sup>2)</sup>	-48	-73	-51	-27	-22	-20
(3) (1) + (2)	-163	-319	-218	-195	-98	-129
(4) 利子払 <sup>3)</sup>	108	123	132	163	72	62
(5) プライマリー・バランス <sup>4)</sup>	-55	-196	-86	-33	-25	-67
(6) 国債管理勘定の変化 <sup>5)</sup>	-10	-7	-16	-36	-9	1
(7) (3) + (6)	-174	-326	-234	-231	-107	-128

注1) Net Balance of the Ordinary Budget

2) Net Balance of the Public Investment Budget

3) Interest Payments

4) Primary Balance of the State Budget

5) Change in the state debit and public debt management accounts (change in other state accounts with the Bank of Greece)

出所：Bank of GreeceのPress Releases（2011年1月11日、2012年1月12日、2014年12月15日）より。

第6表 ギリシャの銀行等<sup>1)</sup>のバランスシート(負債)

(億ユーロ)

	2009.12	2010.6	2010.12	2011.6	2011.12	2012.6	2012.12	2013.6	2013.12
(1) ギリシャ中銀に対する負債	497	943	978	1,164	1,289	1,358	1,212	820	730
(2) 銀行など(その他の MFIs) に対する負債	915	758	663	651	446	372	317	363	379
銀行 <sup>2)</sup>	905	752	653	643	439	367	309	357	375
国内	117	84	63	58	22	12	10	32	26
その他ユーロ地域	473	394	329	372	265	248	191	108	123
その他諸国	313	274	262	214	153	108	108	217	226
MMFs <sup>3)</sup>	11	6	10	8	6	6	8	6	8
(3) 非銀行部門からの預金、レボ	2,795	2,949	2,802	2,494	2,323	2,058	2,189	2,147	2,128
国内	2,455	2,288	2,289	1,973	1,828	1,586	1,733	1,759	1,770
中央政府	35	74	86	39	41	38	71	73	75
その他	2,420	2,214	2,139	1,934	1,787	1,548	1,662	1,686	1,695
その他のユーロ地域	18	19	17	16	14	14	17	14	14
その他諸国	322	642	556	505	481	457	439	374	344
(4) その他 <sup>4)</sup>	719	797	707	716	711	588	704	861	837
総負債	4,926	5,447	5,150	5,025	4,769	4,376	4,422	4,191	4,074

注1) ギリシャ中銀を除く MFIs

2) Credit Institutions

3) Money Market Funds

4) 原表の(4)～(9)欄の計

出所：Bank of Greece, Aggregated Balance Sheets of Monetary Financial Institutions より。

446億ユーロ、12年12月には317億ユーロと、09年12月の3分の1にまで減少している。

内訳をみると、マネー・マーケット・ファンドに対する負債は小さく(09年12月で11億ユーロ、12年6月に6億ユーロ)、大部分が銀行等(credit institutions)に対する負債である。さらに、ギリシャ国内の銀行等と他のユーロ地域の銀行等に区分すると、前者は09年12月に117億ユーロであったのが12年12月には10億ユーロにまで、後者は09年12月には473億ユーロにのぼっていたのが12年12月には191億ユーロにまで減少している。また、ユーロ域外の銀行等に対しても09年12月には313億ユーロにのぼっていた負債が12年12月には108億ユーロにまで減少している。

ギリシャの銀行等は危機以前にインターバンク市場から取り入れていた資金の大半を失い、またインターバンク市場から新たな資金調達ができない状態に陥っていることがわかる。とくに、ギリシャ以外のユーロ地域に所在する銀行等、ユーロ域外の銀行等のギリシャの銀行等からの資金引き揚げが、危機の勃発の早期に、かつ大規模に行われていることが知れよう。ところで、ユーロ域外の銀行はもちろん、他のユーロ地域の銀行等がギリシャの銀行から大量の資金を引き揚げる(資本収支における資金流出)ことは、本来は国際収支危機につながるが、他のユーロ地域の銀行等による資金引揚げはギリシャ中央銀行のECBに対する債務のTARGET Balanceが増加するだけで、ギリシャの外貨準備が減少するわけではない(「自動的ファイナンス」)。

ギリシャの銀行等の負債で次に目に留まるのは、国内の非 MFI s（一般企業、個人）からの預金およびレボの減少である。しかし、その大きな減少は危機勃発から一年半ほど経過してからである。それは09年12月に2420億ユーロに達していたが、10年12月にも2139億ユーロを維持している。しかし、11年12月には1787億ユーロに、12年6月には1548億ユーロに減少している。11年に入ってからギリシャの銀行等から企業・個人の預金が大量に流出しているのである。

以上のように、09年10月に財政赤字の隠蔽が明るみになって、直ちにギリシャ以外に所在する銀行がギリシャの銀行から資金を引き揚げ、それとともに11年初めから国内の非銀行部門からの預金引き出しが進んでいき、ギリシャの銀行は過度の流動性不足に陥っていった。

それに対応するかたちで「最後の貸手」として「機能」するのが、市中銀行のギリシャ中央銀行からの「借入」である。ギリシャの銀行等のギリシャ中央銀行に対する負債が一気に増大している。09年12月に497億ユーロであったのが10年6月に早くも943億ユーロと09年12月の1.9倍の額に増大し、12年6月には1358億ユーロとなり、09年12月から861億ユーロも増大し2.7倍にもなっている。

その間のインターバンク市場における資金流出が543億ユーロ、国内非銀行部門の預金等の引き出しが872億ユーロ、合計で1415億ユーロであったが、その60%以上の資金をギリシャの銀行等はギリシャ中銀からの資金で補っているのである。残りの部分は資産の減少でギリシャの銀行等は補っている。

そこで、ギリシャの銀行などの資産を見ることにしよう。第7表を見られたい。金額において一番に目立つのは、その他銀行等に対する資産の減少である。09年12月にそれは1122億ユーロであったが、10年12月には889億ユーロと233億ユーロも減らしている。12年6月には490億ユーロにまで減少し、それ以後も減少を続けている。とくに、ギリシャの銀行等のインターバンク市場からの資金引揚げ規模が大きいのは他のユーロ地域からである。09年12月にギリシャの銀行等は他のユーロ地域の銀行等に対して619億ユーロの資産を保有していたが、10年12月には456億ユーロに、12年6月には222億ユーロにまで減少し、09年12月から12年6月までに397億ユーロの資金を引き揚げている。その他諸国の銀行等に対しては、この間124億ユーロである。

さらに、ギリシャの銀行等は過度の流動性不足に対応してユーロ域外（イギリス、アメリカ等）に保有していた証券保有を徐々に減少させている。09年12月に364億ユーロにのぼっていたそれら証券保有が11年6月には211億ユーロに減少している。このように、ギリシャの銀行等は過度の流動性不足に直面して、インターバンク市場で運用していた資金を引き揚げるとともにユーロ域外の証券保有を減少させているのである。

一方、ギリシャの銀行等のギリシャ国債の保有は11年6月まで逆に増大している。09年12

第7表 ギリシャの銀行等<sup>1)</sup>のバランスシート(資産)

(億ユーロ)

	2009.12	2010.6	2010.12	2011.6	2011.12	2012.6	2012.12	2013.6	2013.12
(1)現金	25	21	21	22	23	23	24	19	20
(2)ギリシャ中銀に対する資産	82	101	106	108	51	35	31	35	40
(3)銀行など(その他のMFI) に対する資産	1,122	1,164	889	836	687	490	483	353	330
国内	129	90	72	66	28	18	18	38	30
その他のユーロ地域	619	604	456	457	373	222	228	104	105
その他諸国	374	470	361	313	286	250	231	211	195
(4)非銀行部門に対する資産	2,141	2,809	2,806	2,714	2,674	2,527	2,420	2,359	2,317
国内	2,011	2,739	2,740	2,650	2,610	2,465	2,368	2,307	2,266
一般政府	120	158	182	133	142	80	97	74	91
その他	1,891	2,581	2,558	2,516	2,468	2,385	2,271	2,233	2,175
その他ユーロ地域	15	18	21	24	23	23	21	20	22
その他諸国	110	52	44	40	41	39	31	32	30
(5)証券 <sup>2)</sup>	960	782	753	751	718	664	796	777	731
国内	525	429	459	501	458	196	189	142	128
中央政府	336	417	448	491	450	188	186	140	127
その他ユーロ地域	70	57	49	39	36	218	365	391	389
その他諸国	364	296	245	211	224	250	243	244	214
(7)株式など <sup>3)</sup>	190	187	194	199	203	184	189	181	176
国内	69	70	73	72	69	60	66	61	58
その他	121	117	121	127	134	124	123	120	118
(8)その他 <sup>4)</sup>	406	383	381	395	413	453	479	467	460
総資産	4,926	5,447	5,150	5,025	4,769	4,376	4,422	4,191	4,074

注1) ギリシャ中銀を除くMFI。

2) 株式、デリバティブを除く。

3) MMFsを除く。

4) 原表の(6)(8)~(11)欄の計。

出所：前表と同じ。

月の336億ユーロから10年12月の448億ユーロ、11年6月の491億ユーロに。国債保有が減少するのは11年後半からで12年に入って急減している。詳述はのちになるが、これは、09年、10年時点では銀行等は国債を売ろうにも売れなかったからであり、さらに、国債保有の増大にはECB(ユーロシステム)の金融政策が関与している。国債価格の下落は財政危機を深めるばかりか国債を保有している銀行への不安となり、国債価格の維持がギリシャの経済・金融システム維持のために不可欠と考えられたのである。簡単に記せば、ECBはギリシャの銀行等に多額の信用を供与し銀行による国債保有を助け、間接的にギリシャ国債を支えたのである。ECBの金融政策により11年の中期までギリシャの銀行等はギリシャ国債を支える行動をとるが、同時にギリシャの銀行等はより重くソブリン危機を抱え込んだことになる。しかし、ECBがSMP(後述)などにより直接、ギリシャの国債の購入を始めると、ギリシャの銀行等のギリシャ国債保有額が11年後半から漸次減少していき12年に急減していく。12年の急減はECBのSMPよりもギリシャ政府の債務削減によるものである(後述)。12年6月には188億ユーロに、13年6月には140億ユーロに減少している。



しかし、国債以外の国内証券保有は危機の早い時点で急減している。09年12月には189億ユーロにのぼっていたのが、早くも10年6月には12億ユーロに減少している。国債に対する不安が他の国内証券への不安を増大させ、こちらの方は売り払っているのである。

また、ギリシャの国内非 MFIs（一般企業、個人）に対する資産は危機の当初増加している。09年12月の1891億ユーロであったのが、10年12月に2558億ユーロに。この資産が減少するのは11年に入ってからである。減少額は10年12月から13年12月にかけて383億ユーロにのぼり、11年からギリシャ国内経済が厳しい状況に陥っていることがわかる。

## 2) ギリシャ中央銀行のバランスシート

まず負債であるが（第8表）、現金発行高は09年12月216億ユーロであったのが、10年12月に225億ユーロ、11年12月に237億ユーロ、12年12月に243億ユーロと微増していつているのに対して、国内の銀行等からの負債（銀行等の中銀預金）が11年後半期に急減している。11年6月に108億ユーロであったのが、11年12月には51億ユーロに。以後も12年末まで減少していき、13年からも微増にとどまっている。マネタリーベースが減少しているのである。

その結果、銀行等の資産（銀行等の非銀行部門への貸付等の資産）も11年に入り減少し（第7表）、非 MFIs（非銀行部門）の銀行等への預金（第6表）が減少していつてマネーストックが減少している（第9表）。非銀行部門の銀行等への預金は10年6月に2214億ユーロにのぼっていたのが、11年6月に1934億ユーロに、12年6月には1548億ユーロに減少して、現金と非銀行部門の銀行等への預金を合計したマネーストックは09年12月に2636億ユーロであったのが、12年6月には1786億ユーロにまで落ち込んでいる。マネタリーベースの減少に加えて、信用創造が進まず信用乗数が09年12月に8.85であったのが12年6月には6.54に低下してマネーストックの大幅な減少が生じたのである。ギリシャ経済危機の重要な一端がうかがい知

第8表 ギリシャ中央銀行のバランスシート（負債）（億ユーロ）

	2009.12	2010.6	2010.12	2011.6	2011.12	2012.6	2012.12	2013.6	2013.12
(1)現金	216	218	225	226	237	238	243	243	254
(2)銀行など(MFIs)に対する負債	572	948	977	1,076	1,098	1,095	1,015	628	551
国内	82	101	106	108	51	35	31	35	40
その他ユーロ地域	490	847	871	968	1,048	1,060	983	593	511
(3)非銀行部門からの預金など	13	28	23	25	52	55	63	76	60
国内	13	28	23	25	50	49	58	71	55
中央政府	9	27	21	23	48	47	55	68	52
その他	4	1	1	1	2	2	3	3	4
(4)その他 <sup>1)</sup>	71	152	168	241	304	352	282	250	236
総負債	873	1,347	1,393	1,568	1,691	1,741	1,603	1,196	1,102

注1) 原表の(4)(5)(6)欄の計

出所：Bank of Greece, Aggregated Balance Sheets of Monetary Financial Institutions より。

第9表 ギリシャのマネタリーベースとマネーストックの推移<sup>1)</sup>

(億ユーロ)

	マネタリーベース(A)			マネーストック(B)			B/A
		現金	中銀預金		現金	非 MFIs の預金	
2009.12	298	216	82	2,636	216	2,420	8.85
10. 6	319	218	101	2,432	218	2,214	7.62
10.12	331	225	106	2,364	225	2,139	7.14
11. 6	334	226	108	2,160	226	1,934	6.74
11.12	272	237	51	2,024	237	1,787	7.44
12. 6	273	238	35	1,786	238	1,548	6.54
12.12	274	243	31	1,905	243	1,662	6.95
13. 6	278	243	35	1,929	243	1,686	6.94
13.12	294	254	40	1,949	254	1,695	6.63

注1) マネタリーベースは第8表の(1)(2)欄より。マネーストックは第8表の(1)欄と第6表の(3)欄より。

出所：小論第6表、第8表より作成。

れる。

さて、ギリシャ中銀の負債で次に注目しなければならないことは、ギリシャ以外のユーロ地域の MFIs に対する負債の増加である。09年12月に490億ユーロであったのが、10年12月には871億ユーロに、11年12月には1048億ユーロに増加している。この負債の急増はどのような事態を示しているのであろうか。ユーロ各国の中銀が負債をもつ相手機関は基本的に自国内の MFIs (銀行等)、自国政府であり、最後に ECB である。他のユーロ諸国に所在する MFIs からの負債はごく一部である。したがって、第8表における MFIs に対する負債項目のうち「他のユーロ地域」欄の数値はほとんどがギリシャ中銀の ECB に対する負債なのである。

第2節で論じたように、ユーロ統合後、各国の銀行等は自国の中央銀行から直接に信用供与を受けることはなくなった。それはユーロシステム (ECB) から供与される。しかも、各国の銀行等は ECB に口座設定することは認められていない。そこで、銀行等は自国の中銀を通じて ECB から信用供与を受けることになる。第2図で示したように、ECB からの信用供与の資金の流れは ECB から各国の中銀へ (中銀の ECB に対する債務 = TARGET Balance の増大)、中銀から銀行等へととなっていく。その結果、中銀のバランスシートには負債に ECB からの借入、資産に国内の銀行等への貸付が記載されることになる (第2図)。

以上のことを確認したうえで、ギリシャ中銀のバランスシートの資産を見よう (第10表)。国内の銀行等 (MFIs) に対する資産が危機後急速に増大している。09年12月に497億ユーロであったのが、10年6月には943億ユーロに、11年6月には1164億ユーロに、12年6月には1358億ユーロにまで増大している。なお、ギリシャ中銀のバランスシートで資産の他項目はほとんど変化していない。

第10表 ギリシャ中央銀行のバランスシート(資産) (億ユーロ)

	2009.12	2010.6	2010.12	2011.6	2011.12	2012.6	2012.12	2013.6	2013.12
(1)銀行など(MFIs)に対する資産	510	955	990	1,176	1,301	1,370	1,224	833	743
国内	497	943	978	1,164	1,289	1,358	1,212	820	730
その他のユーロ地域	11	12	12	12	12	12	12	12	12
その他諸国	1	0	0	0	0	0	0	1	1
(2)非銀行部門に対する資産	87	86	85	83	85	81	81	73	72
国内	87	86	85	83	85	81	81	73	72
中央政府	83	82	81	79	82	77	77	69	68
その他	4	4	4	4	4	4	4	4	4
(3)証券(株式、デリバティブを除く)	207	224	239	230	212	197	208	213	211
(4)その他 <sup>1)</sup>	69	82	79	79	93	92	90	77	75
総資産	873	1,347	1,393	1,568	1,691	1,741	1,603	1,196	1,102

注1) 原表の(4)(5)(6)(7)(8)(9)欄の計。

出所：第8表と同じ。

以上で、ギリシャ中銀の役割が鮮明になったであろう。財政赤字の粉飾によって銀行危機が進行する中で、ギリシャの銀行等は緊急の流動性を、ギリシャ中銀を経由してECBから調達しているのである。ギリシャ中銀はECBからの資金を銀行等へ仲介する役割を果たしているに過ぎない。その結果ギリシャ中銀はECBに対して多額の債務(TARGET Balance)をもつことになる。ギリシャ中銀が「最後の貸手機能」を果たしているのではないのである。ECBが「最後の貸手機能」を果たしている。

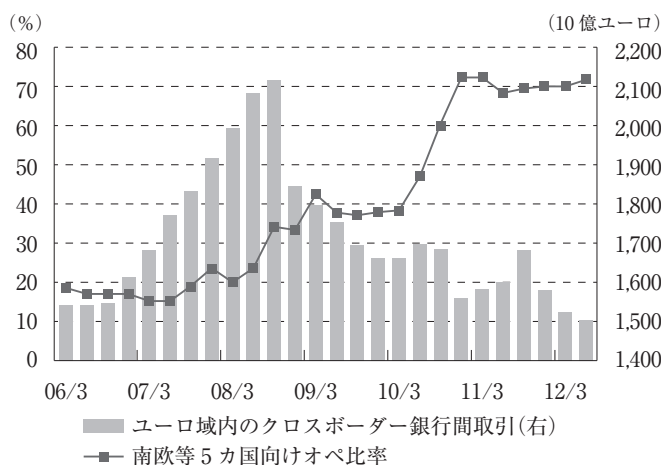
### 3) ECBの信用供与

それでは、ECBはどのような資金をギリシャ等に供与したのであろうか。ECB(ユーロシステム)のギリシャへの信用供与額自体はギリシャの銀行等のギリシャ中銀に対する負債でおおよその額が把握できるが、ECBのどのようなオペレーションによって供与を受けたのかは把握できない。そこで、どのようなオペレーションが利用されたかはECB全体の信用供与の諸項目の推移で概略を把握するほかない。

ギリシャ危機以後、南欧全体に広がっていった危機によってECBによる信用供与が南欧全体に拡大していった。第5図を見られたい。すでに、リーマン・ショック以後ユーロ域内のクロスボーダー銀行間取引が縮小していたが、ギリシャ危機の南欧等への波及に対応するかたちでECBによる南欧等5カ国向けの信用供与が10年から一挙に増加し、ECB全体の信用供与のうち5カ国が70%以上を占めるようになってきている。

ECBによる信用供与の各国別・形態別の詳細な内訳がわからないが、第11表を見られたい。2010年には主要リファイナンス・オペレーションが増加し、11年から12年にかけては長期リファイナンス・オペレーションが増大している。主要リファイナンス・オペレー

第5図 ユーロ域内の「金融の分断化」現象



(注) クロスボーダー銀行間取引は、ユーロ圏市中銀行の自国以外のユーロ圏諸国の市中銀行に対するローン残高。南欧等5カ国向けオペ比率は、イタリア、スペイン、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの各中銀による資金供給残高（緊急流動性供給（ELA）は除く）のECB全体に占める割合。

出所：中村正嗣「ECBの新たな国債購入策」『みずほインサイト』2012年8月20日、2ページより、ただし原資料はECB、各国中銀。

第11表 ユーロシステムのバランスシート(資産)

(億ユーロ)

	2009	2010	2011	2012	2013
(1)金など	2,669	3,674	4,235	4,387	3,029
(2)外貨での非居住者に対する債権	1,955	2,240	2,446	2,508	2,393
(3)外貨での居住者に対する債権	322	269	982	327	225
(4)ユーロでの非居住者に対する債権	192	226	254	191	201
(5)ユーロ地域の金融機関に対する信用供与	7,499	5,467	8,636	11,260	7,523
①主要リファイナンス・オペ	793	2,279	1,448	897	1,687
②長期リファイナンス・オペ	6,693	2,982	7,039	10,358	5,833
③微調整オペ	0	206	0	0	0
④構造オペ	0	0	0	0	0
⑤限界貸付ファシリティ	13	0.2	148	6	3
⑥限界コール資金	0.3	0.2	1	0	0
(6)その他のユーロ地域の金融機関に対する債権	263	457	1,765 <sup>1)</sup>	2,028	748
(7)ユーロ居住者発行の債券保有	3,287	4,574	6,188	5,861	5,898
①金融政策に伴う債券保有	288	1,348	2,739	2,772	2,359
②その他	2,999	3,226	3,449	3,090	3,538
(8)国債保有	362	350	339	300	253
(9)その他	2,523	2,765	2,487 <sup>1)</sup>	2,766	2,433
総額	19,030	20,022	27,333	29,627	22,733

注1) 2012年報での修正値。

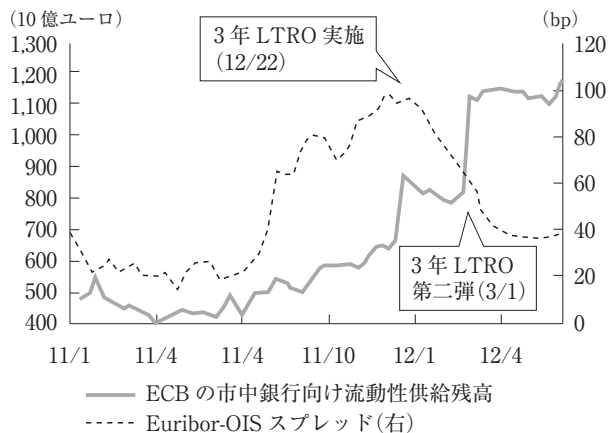
出所：ECB, *Annual Report* の各号より。

ションはユーロシステムによって実施される主要なオペレーションであり、ギリシャの財政粉飾直後のギリシャの銀行等からの流動性流出に際しても主要な流動性供給のオペであったと考えられる。しかし、ギリシャの銀行等からの流動性流出の規模が大きいため、また、危機がスペイン、イタリアなどに波及していったために、11年、12年には長期リファイナンス・オペレーションの額が大きくなっていく。長期リファイナンス・オペはもともとは期限3か月のオペであるが、パリバ・ショック（07年）後、6か月、1年という長期のオペも行われるようになり、11年12月には3年の長期オペ（3年LTRO、Longer-Term Refinancing Operation）が実施されるようになった。11年12月には4900億ユーロが供給され、12年3月初めに2回目の3年LTROが実施されて約5300億ユーロが供給された（2回の供与により約1兆ユーロ）<sup>29)</sup>。第6図に示されているように、この3年LTROによりECBの信用供給額が増加するとともに信用リスクも大幅に緩和されている。

1兆ユーロ（ネットではおおよそその半分）にのぼる3年LTROによる信用供与は、南欧諸国の銀行の国債購入を促し国債市場を安定させるうえである程度の効果をもち<sup>30)</sup>、前述のようにギリシャの銀行等も国債保有を11年6月まで増加させるか、保有水準を維持してきた。しかし、それ以後保有を急減させている。これには以下の展開がある。

ECBによる信用供与は南欧諸国の銀行等への信用供与だけでなく、ECBは国債の購入も始めた。その始まりが10年5月以降の「証券市場プログラム(SMP)」である(12年2月に停止)。第11表に表われているように、「金融政策に伴う債券保有」が10年から増加して、11年末に

第6図 信用リスク指標とECBオペ残高



(注) Euribor-OIS スプレッドは銀行間取引における信用リスク指標として注目される。

出所：中村正嗣「域内の資金偏在に現れるEC共通政策の限界」『みずほレポート』2012年6月18日、1ページより、ただし原資料はECBの資料。

は2739億ユーロになっている。「その他」も合わせると11年には保有残高が6188億ユーロにのぼる。13年以後SMPはESM（欧州安定メカニズム）と一体となるSMP2として継続されていく。SMP2による国債購入対象となる国はESMによる支援を求めなければならないし<sup>31)</sup>、ESMによる支援にはコンディショナリティが伴う。それ故、ECBによるギリシャ等の銀行等への3年LTROなどの流動性供与には付加されないコンディショナリティを、SMP2はECB自身も対象国に強く求めるスキームだと言えよう。

とはいえ、SMP、SMP2によるECBの国債購入（大部分はスペイン、イタリアの国債、ついでギリシャ等の国債）により、ギリシャの銀行等のバランスシート（資産）に示されていたように、ギリシャの銀行等の国債保有も11年6月以後、漸次減少していき12年に入り急減していく。12年のこの急減には、ECBによる国債購入よりも12年2月のギリシャへのEFSFとIMFによる支援とセットで行われたギリシャ政府による70%にものぼるといわれる国債の債務削減（実質的には国債デフォルト）によるところが大きい<sup>32)</sup>。

ともかく、SMP、SMP2によるECBの国債購入によってECBがソブリン・リスクを抱えるようになった。それゆえ、ECBの国債購入と同時に南欧諸国には厳しいコンディショナリティが課せられ、ギリシャ国民等は生活水準を大幅に切り下げられていくことになっていく。

#### 4) ギリシャの国際収支

さて、ギリシャ危機の勃発後のギリシャ国際収支がどのように変化したのか確認しておこう（第12表）。なお、ギリシャは他のユーロ諸国への対外支払のために外貨準備を保有していない<sup>33)</sup>から同表には外貨準備の項目がない。2009年に経常収支赤字は258億ユーロに達していた。他方、証券投資の負債、投資収支の「その他」（政府を除く）の負債が多額にのぼって海外からの流入資金が大きく、これらが経常赤字をファイナンスしていたのである。ところが、10年になると、経常赤字はほとんど減少しないまま、証券投資の負債がマイナスになる（海外部門によるギリシャへの投資の引揚げ）一方、資産では投資の引揚げが進んでいる。さらに、「その他」の負債が増大している（資金流入）が、それはほとんどが政府によるものとなっている（このうちには、ギリシャ中銀のECBに対する債務が含まれているものと考えられ<sup>34)</sup>、政府へのIMFやEFSF、13年からはESMからの支援が含まれよう）。多額の経常赤字に加えて海外からの資金が流出し、他方、海外への投資の引揚げと政府の対外負債、TARGET Balanceが急増するという国際収支危機が10年から勃発し、この国際収支構造は12年まで継続する。ギリシャはユーロ通貨統合に加わっており通貨危機が表面化していないが、前述の財政危機とともに深刻な2つの赤字の危機が起こっているのである。

しかし、2012年に経常収支赤字は一挙に46億ユーロにまで減少する。これは、ギリシャへの種々のコンディショナリティにもとづく財政改革、構造改革によるものと考えられる。第

第12表 ギリシャの国際収支(2)

(億ユーロ)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
経常収支	-258	-240	-206	-46	12	17
貿易収支	-308	-283	-272	-196	-172	-180
サービス収支	126	132	146	151	168	198
その他	-76	-90	-80	-2	17	-2
投資収支 <sup>1)</sup>	244	220	178	26	-35	-19
直接投資	3	7	-5	8	24	10
証券投資	279	-209	-198	-999	-66	-70
資産	-38	133	41	-581	10	-89
負債	316	-341	-239	-418	-76	19
その他	-37	420	381	1,017	7	41
資産	-239	76	76	139	175	3
負債	202	344	304	879	-168	38
政府	-23	300	399	1,091	301	40
参考						
IMF 融資 <sup>2)</sup>	—	137	133	22	66	-48

注1) (+) は資金流入、(-) は資金流出。

2) 単位は億ドル。

出所：ギリシャ中央銀行 Press Releases、参考欄は IMF の国際収支統計（各国別）より。

12表の参考欄を見られたい。これは、ギリシャの IMF からの融資額を示したものであるが、10年に137億ドル、11年に133億ドル、12年に22億ドル、13年に66億ドルと10年から IMF からの融資が続いており、その融資にコンディショナリティが付けられ、それに加えて ESM による融資もコンディショナリティが付加され、財政緊縮、構造改革等が実行されているのである。前掲の財政収支の第5表を見ると、12年から財政赤字が急速に減少していることがわかる。

2012年はコンディショナリティに記されている財政緊縮と構造改革等が内実化され<sup>35)</sup>、ギリシャ国民の生活水準が大幅に切り下げられはじめた年ということができよう。それを示すのが財政収支の表と国際収支の表であった。しかし、12年に経常赤字が急減したとはいえ、国際収支危機は解消されていない。海外からの資金は依然として流出しており、政府の対外負債増が大規模に継続している。国際収支危機が小康状態になるのは13年以後になってからである。

#### IV、南欧危機とユーロ体制の現実——まとめに代えて

「はじめに」に記したように、小論の課題は、ユーロ通貨統合がユーロ諸国間の経済格差を解消し、ユーロ諸国間の協力や連帯を生み出すものであるのかどうか、ユーロ体制の成立が、

ドル体制と同様に、「通貨・金融の権力構造」を創り出していないか、これらを検討することであったが、筆者は過去にユーロ体制は周辺国が通貨危機に見舞われた時に体制としての諸特徴をあらわにするかもしれないとも記していた<sup>36)</sup>。そこで、南欧危機後の現在、上記の論点を含めてユーロ体制の現実を改めていくつかの点で示しておきたい。

第1に、ユーロ通貨統合構想には、少なくとも次の2点が考慮されていたが、これらがどのような現実になったのかということである。まずは、1980年代、1990年代に西欧さらにはロシアを除く欧州全地域でのドイツ・マルクの基軸通貨化が進行していた<sup>37)</sup>。このマルクをEU統合の中にどのように取り入れるか。この戦略プランがユーロ通貨統合であったことは事実であろう。次は、欧州各国の成長率の向上と経済格差の是正への期待であった。

前者については、以下のように言えるであろう。ユーロ導入がなければマルクが欧州において本格的な基軸通貨に成長していたであろうし、通貨統合がマルクの「覇権」を緩和するそれなりの効果をもったとはいえるであろう。また、そのことで欧州の政治的安定が一応保たれたと言えるかもしれない。後者については、通貨統合は各国間の格差を是正する機能を有していないことが鮮明になっていった。ユーロ統合当初、潜在的に存在していたが明るみになっていなかったインバランス諸要因が08年のリーマン・ショックまでに累積されてきた。ユーロ地域内における貿易収支黒字・赤字の二分化、南欧諸国の財政赤字の急増がそのもっとも鮮明な事象である。ユーロ地域のすべてを包含する「最適通貨圏」は形成されていなかったことが明確になった。それゆえ、ユーロ統合は当初は「北」から「南」への投資により「南」の相対的に高い成長率が達成されたが、ユーロ各国間の経済格差を是正するどころか、逆に格差を拡大する方向へ機能したということであろう。

第2の現実とは、しかも、ユーロ統合によって「権力構造」が形成されてきたということである。それは、ユーロ統合に欠かせない欧州中央銀行（ECB）の設立およびユーロ決済機構（TARGET）の構築にもともと由来するものであった。通貨統合により金融政策は統一化されざるを得ないし、金融政策を実施する機関の設立が必要となった。一国の中央銀行が金融政策を決定し実行するわけにはいかない。したがって、現行形態であるかはともかく、何らかの形でECBが設立されることになる。また、通貨が統合されるのであるからユーロ各国をまたがる統一的決済機構の構築も必要となった。

ところが、各国の銀行等は決済口座をECBにではなく各国中央銀行に置くことになったから、各国のユーロ建「総合収支」（＝経常収支に銀行部門を含む資本収支を加えた収支）の赤字・黒字は各国中央銀行のECBに対するBalancesとなって表現され、ユーロ諸国間の決済のための外貨準備は不要となった。このTARGET Balancesがリーマン・ショックからギリシャ危機の時期にかけて過剰な累積となった。さらに、銀行等の決済口座が各国中銀に置かれるから、ECBの金融政策は各国中央銀行を介して実行されることになる。例えば、ECBによるA



国の a 銀行への信用供与は、A 国中銀の ECB に対する債務（TARGET Balance）と A 国中銀の a 銀行への債権となって現われ、実際上の信用供与機関は各国中銀ではなく ECB となる。ECB による各国銀行等への信用供与の決定は ECB 機関により行われ、各国中銀は「最後の貸手機能」を事実上失うことになる。ギリシャ危機の際、ギリシャの銀行等は極度の流動性喪失に陥るが、その救済の主導権はギリシャ中央銀行ではなく、ECB が握ることになったのである。かくして、ユーロ体制の「通貨・金融の権力構造」はユーロ地域内の周辺国が危機に陥った時に鮮明に表われることになった。

ユーロ体制の現実の第3点目は、いわゆる「最適通貨圏」が形成されていなかったこともあり、ユーロ体制の維持にはユーロ地域内の黒字国から赤字国への何らかの形でのファイナンスが不可欠であった。リーマン・ショックまでの「安定期」には「北側」金融機関の「南側」への民間資金による貸付・投資の形態で、その民間資金が滞り始める07年以後は TARGET Balances の形態で、さらに南欧危機が勃発してからは ECB による非伝統的オペレーションの実施、国債等の購入の形態、EFSF・ESM による金融支援の形態で。したがって、債権国ドイツは以上のどれかの形態で資金を供出するほかない。この事態はドル体制の場合とは異なる（ドル体制のもとではアメリカは債務国だが、ユーロ体制ではドイツは債権国とならざるを得ない）。しかし、ECB による国債等の購入（とくに SMP2）には EFSF・ESM との連携が伴い、EFSF・ESM の金融支援にはコンディショナリティが付随するから ECB、ESM 機関が「権力的権能」をもつに至ることは明らかであろう。

リーマン・ショックまでの「安定期」には「北側」金融機関の「南側」への民間資金による貸付・投資が進行していったが、第1節において触れたように、その投資環境がユーロ統合の初期に出来上がっていた。それは1990年代前期における世界銀行、IMF などが主導して形成されたアメリカをはじめとする先進諸国から ASEAN 地域への投資のための環境整備以上のものであったから、南欧危機はアジア通貨危機と類似する諸事象を有することになった。それがユーロ体制の現実の第4点目である。このことについては第1節において概述しているが、以下のことを追加しておきたい。

ギリシャ危機はスペイン、ポルトガル等へ波及し、これらの諸国も ECB の SMP2 プログラムによる国債の買い入れを求め、さらには ESM のよる支援を受けた。SMP2 には EFSF、ESM による支援が条件であり、EFSF、ESM にはコンディショナリティが付いてくる。したがって、南欧諸国全体においてコンディショナリティにもとづく「構造改革」が実施されることになるが、構造改革には個々の国内部で種々の政治的対立関係が発生する。それは1980年代のラテン・アメリカにおける途上国債務危機の場合にも同様であった。後者の場合には同時に構造改革に対して債務諸国の「共同行動」もとられた。「キト宣言」「カルタヘナ合意」などであった<sup>38)</sup>。しかし、2010年代の南欧危機においては「南欧連合」は生まれなかった。なぜ「南

欧連合」は生まれなかったであろうか。

次のことを検討することで、その理由の一端が明らかになろう。5点目は、ギリシャなどのユーロ離脱が可能であったかどうかということである。それは極めて困難であったと言わざるを得ない。

ギリシャ中銀が「最後の貸手機能」を失い、ECBにその権能が移っている以上、居住者によるギリシャの銀行等からの預金引き出しが急増しても、ECBが「最後の貸手機能」を果たさなければ、ギリシャにおける貨幣が枯渇してただちにギリシャ経済が大混乱に陥る可能性が出てくる。ともかく、結果的にはギリシャ危機の期間、ECBがギリシャの銀行等への流動性供給を中断することはなく、貨幣が枯渇するという事態は避けられた。ギリシャ中銀を仲介するユーロ現金発行は2010年以後増大し（前掲第8表）、他方、ギリシャの非銀行部門の銀行等における預金の方は大きく減少し（前掲第6表）、マネーストックは全体的に減少しながらマネーストックに占める現金の比率が増大している（前掲第9表）。ギリシャがユーロ離脱を決め、ECBがギリシャへの流動性供給を中断する意向を示せば、その時点でギリシャ経済が大混乱、マヒに陥るのである<sup>39)</sup>。

ユーロ離脱にはギリシャ中央銀行が「最後の貸手機能」を取り戻すことと、ドラクマ現金を発行しユーロをドラクマに転換できる条件ができていなくてはならないが、それらの条件が整うには少なくとも一定期間が必要であり、直ちには不可能である。「ユーロ化」も可能性としてありうる<sup>40)</sup>が、この実行にも一定期間の準備が必要である。また、ギリシャ中銀はECBに多額のTARGET Balanceを負っている。ユーロ離脱は国際収支危機をいっそう深刻なものにし、通貨危機を一挙に表面化させる。他のユーロ諸国からの金融支援がなくなり、より厳しい構造改革が不可避であり、国民を疲弊させるであろう。

ギリシャはユーロ地域に残留し構造改革を行なわざるを得ない。そもそも、経常収支赤字が長期間継続することで一国の「自立」が維持できないことは自明である。しかし、構造改革の実施に伴い、2つのことが問題になりうるだろう。

1つは、ユーロ統合は前に見たように「最適通貨圏」に合致していないし、「北」と「南」の格差を是正する機能を有していないから、ユーロ統合の維持には「北」から「南」への何らかの資金移動が不可欠ということである。それを保証する措置が「南」の構造改革とともに必要である。それがないままの通貨統合は当初の通貨統合の理念に反するばかりか格差を拡大し持続可能ではないだろう。したがって、「共通財政」等のその「措置」が検討されなければ、ギリシャ等は「ユーロ化」も含めて通貨統合から離脱する準備を始めなければならないだろう。しかし、ギリシャがユーロから離脱したとしてもユーロ体制から離れることはできない。貿易の大部分はユーロ建で行われるだろうし、対内外投資もそうであろう。そうであるなら、銀行間外為市場ではドラクマから非ユーロ・欧州諸通貨への転換に際してはユーロが為替媒介に使

われるだろうからである。さらに、ユーロがドラクマに対する相場の基準となろう。したがって、外貨準備も大部分がユーロで保有されるであろう。

もう1つは、構造改革には負担が諸階層に公平化される必要があるということである。構造改革が富裕層に有利なギリシャ社会を改革するものにつながっていかなくてはならないだろう。ユーロ離脱以前に国民主体の経済・社会改革が進められるかどうかである。

（2016年6月24日の朝、英の国民投票の結果が出る前に）

## 注

- 1) 拙稿「ユーロ不安の基本的性格とユーロの決済システム」『経済』21015年、8月号、125ページ。
- 2) 星野郁『EU経済・通貨統合とユーロ危機』日本経済評論社、2015年、viページ。小論ではこの星野氏の著書を受けてユーロ体制の現実を改めて究明したい。
- 3) 拙稿「欧州におけるユーロの地位とドル、ユーロによる重層的信用連鎖」『立命館国際研究』18巻1号、2005年、6月、185-186ページ。
- 4) 同上、186ページ。
- 5) 同上、186ページ。前掲の星野氏の著書においても次のように記されている。「ユーロ危機を経て・・・EUのエリートをしてネオリベラリズムな構造改革の推進に駆り立て・・・EUからの統制と競い合いレジームの再強化へと走らせている」（334ページ）。
- 6) 小論の本節の論述は、拙稿「ユーロ危機、対米ファイナンス、人民元建貿易などについて」『立命館国際研究』25巻1号、2012年6月をもとに加筆・修正したものである。
- 7) (2008年のGDP-1999年のGDP)/1999年のGDP×100で算出。各国とも同じ。
- 8) ギリシャのユーロへの参加は2001年であるので、この数値は2001～08年の期間の比率であり、1999年～2008年間の成長率ははるかに高くなろう。
- 9) 代田純『ユーロと国債デフォルト』税務経理学会、2012年、106ページ。
- 10) IMFの*International Financial Statistics, Yearbook*, 2011によると、「その他投資」における通貨当局分を除いたギリシャの民間部門への投資（直接投資、証券投資、その他投資）が08年に急減している。07年には332億ドルに達していたのが、08年には98億ドルである。代わって、通貨当局の債務が344億ドルにものぼるようになった。スペインでは「その他投資」における通貨当局分を除いた民間部門への投資（上記のギリシャと同様）が07年に減少し、通貨当局の債務が07年、08年に増加している。
- 11) 拙書『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社、2002年、第9章、第10章参照。拙書『現代国際通貨体制』日本経済評論社、2012年、162-163ページも見られたい。
- 12) 拙書『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房、2007年、第9章、とくに、227-231ページ参照。
- 13) 筆者は次のように記していた。「通貨統合は、統一的決済制度が新たに創設されてはじめて可能であるはずである。・・・通貨統合前は外国為替を用い、銀行のコルレス関係を利用して国際決済がなされていたのであるが、統合後はその決済がどのように変化したのか、このことをまず以って説明する必要がある」（拙稿「欧州通貨統合とTARGET」『立命館国際研究』14巻1号、2001年6月、36ページ、この論文はそのまのちに拙書『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社、2002年の第8章に収

録)。

- 14) 2001年6月の同上拙稿は、注5)において次のように記している。「TARGET Balance という用語は、欧州中央銀行の TARGET に関する文書には見当たらない(例えば、European Central Bank, *Third Progress Report on the TARGET Project*, Nov.1998, *TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System)*, July 1998, 'TARGET and payments in euro' in ECB, *Monthly Bulletin*, Nov.1999)。この用語はブンデスバンクの月報において「TARGET balances at the Bundesbank」(Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Jan.2000, p.23)として用いられ、… EU内ユーロ建・国際決済が最後には中央銀行間の債権・債務関係の形成につながり、その債権・債務が ESCB において記帳されているということである。ブンデスバンクのいう TARGET Balance は国際収支表の Financial account における Bundesbank の項をみればよい (*Monthly Report* にもその記述がみられる。例えば、Jan. 2001, pp.13-14)。Monthly Report の統計欄では External position of the Bundesbank in the European monetary union の「Claims within the Eurosystem」と「Other claims on non-euro-area residents」の一部がそれにあたる。欧州中央銀行等の TARGET について説明する文書に「TARGET Balance」という用語が使われていなくとも、バランスシート、為替理論の基本を踏まえれば、それは存在しなければならないものであり、その概念もつかめる」(前掲拙稿「欧州通貨統合と TARGET」56 ページ)。

ECB が TARGET Balances について言及しなかったことから、「TARGET を解説した邦語文献にもこの用語は出てこない(日本銀行『決済システムレポート、2007-2008』2008年、中島真志、宿輪純一『決済システムのすべて 第2版』東洋経済新報社、2005年)」(拙稿「ユーロ決済機構の高度化(TARGET2)について」『立命館国際研究』24巻1号、2011年6月、25ページ。この論文は拙書『現代国際通貨体制』2012年、第6章に収録。

- 15) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, March 2011, p.34.
- 16) この経緯については次の拙稿を見られたい。「ユーロ危機、対米ファイナンス、人民元建貿易などについて」『立命館国際研究』25巻1号、2012年6月。なお、TARGET Balances についての世界的な論議の様子については以下を見られたい。田中綾一「TARGET Balances 論争の総括」『関東学院法学』第25巻第1・2合併号、2015年11月。
- 17) TARGET の高度化(TARGET2 への移行)については、前掲拙稿「ユーロ決済機構の高度化(TARGET2)について」を参照されたい。
- 18) 前掲拙稿「欧州通貨統合と TARGET」38 ページ、拙書『ドル体制とユーロ、円』226~227 ページ、それぞれ参照。
- 19) 同上、43~44 ページ、234 ページ。
- 20) 同上、44 ページ、234 ページ。
- 21) なお、域内諸国においてドル建黒字とドル建赤字がある場合、黒字がある国の銀行はドルの買持(赤字の国の銀行は売持)となって、赤字がある国の銀行に対してドル売・ユーロ買を行なう。この為替取引のユーロ決済は TARGET が利用されるから、黒字の国では TARGET Balance の債権が増加(もしくは債務の TARGET Balance が減少)し、赤字の国では逆に TARGET Balance の債務が増加する。したがって、小論では詳論しないが、域外との外貨建国際取引も式①に影響を与える場合がある。
- 22) 前掲拙稿「欧州通貨統合と TARGET」44 ページ、前掲拙書『ドル体制とユーロ、円』234 ページ。
- 23) 拙稿「ユーロ決済機構の高度化(TARGET2)について」『立命館国際研究』24巻1号、2011年6月、14 ページ。この論文は拙書『現代国際通貨体制』日本経済評論社、2012年の第6章に収められている。

- 186 ページ。
- 24) 同上、24 ページ、199 ページ。
- 25) MFIs はユーロ地域の中央銀行、Credit Institutions（預金口座をもつ金融機関——居住者銀行）、Money Market Funds からなるが、小論ではとくに記さない場合は中央銀行、MMFs を除く。
- 26) 逆にユーロ地域のいくつかの国の銀行等が ECB に「預金ファシリティ」で資金を預け入れた場合は、それらの国の中央銀行は債権の TARGET Balances をもつことになる（ECB には債務の TARGET Balance が形成）。
- 27) 1995 年までの日本の国際収支の形式でいえば、「総合収支」に「金融勘定」の外貨準備増減を除き「金融勘定」の「その他」を加えた収支である。
- 28) MFIs については注 25) を見られたい。
- 29) 中村正嗣「域内の資金偏在に現われる ECB 共通政策の限界」『みずほレポート』21012 年 6 月 18 日、1 ページ。ただし、3 年 LTRO により他のオペレーションの一部が 3 年 LTRO に切り替えられ、3 年 LTRO の信用供与のネット額はグロス額の約半分の 5000 億ユーロ程度にとどまった（同、3 ページ）。
- 30) 同上、1 ページ。
- 31) 中村正嗣「ECB の新たな国債購入策」『みずほインサイト』2012 年 8 月 20 日、3 ページ。
- 32) 田中綾一・代田純「ユーロ体制の現状とギリシャ等の南欧危機」奥田・代田・櫻井編『現代国際金融 第 3 版』法律文化社、2016 年、146～147 ページ（代田稿）参照。ギリシャ政府は支援に伴う緊縮政策の受け入れと同時に債務削減を求め、この債務削減はドイツ、フランスなどの金融機関も含めギリシャ国債の全保有者（ギリシャの銀行等も含む）に及ぶものであった。
- 33) 小論の第 2 節参照。
- 34) 第 12 表には TARGET Balance の項目が示されていないが、Bank of Greece, Press Releases（2014 年 2 月 19 日の国際収支）によると、「その他投資」のうちには TARGET account が含まれていることが記されている。ユーロ建の「総合収支」（経常収支と資本収支の合計）の赤字は、ギリシャ中央銀行の ECB に対する債務、TARGET Balance となる。
- 35) コンディショナリティの負荷による構造改革の具体的概要は、財政支出の削減と労働市場改革が中心となり、前者のために福祉・社会保障制度改革が伴い、後者には最低賃金の引き下げ、退職金の削減、解雇規制の緩和、非正規雇用規制の緩和などが含まれる（星野郁氏の前掲書、131～146 ページ）。
- 36) 前掲拙稿「欧州におけるユーロの地位とドル、ユーロの重層的信用連鎖」186 ページ。
- 37) 前掲拙書『ドル体制とユーロ、円』第 II 部、第 4 章～第 7 章参照。
- 38) 拙書『途上国債務危機と IMF、世界銀行』同文館、1989 年、205～212 ページ。
- 39) この点で 1980 年代の途上国債務危機と異なる。LA など各国には自国通貨があり、中央銀行は「最後の貸手機能」をもっていたから極端なインフレが発生した諸国も多いが、短期間のうちに国内流動性が枯渇するという事態にはなりえなかった。
- 40) 「ユーロ化」には独自の通貨（ドラクマ）を復活させる必要がなく、したがって、ユーロのドラクマへの転換も必要がなく、ユーロ離脱の過渡期の措置としては簡便であるかもしれない。とはいえ、後述のように富裕層中心のギリシャ社会が改革されていくこと、経常収支赤字の体質是正がされていかないと無意味であろう。

（奥田 宏司，立命館大学国際関係学部教授）

## The Euro-system after the Greek Debt Crisis of 2009-2012

The purpose of this paper is to discuss the following issues. Firstly, we will consider whether the euro has contributed to reduction of the economic gaps among euro member states. This paper contends that it has rather widened than reduced such gaps among them.

Secondly, we will study whether the euro-system has generated new authorities empowering the European Central Bank and EU administrative institutions. By analyzing how TARGET, a euro settlement organ, has functioned, this paper asserts that it has given stronger powers, especially to the European Central Bank.

Thirdly, we will consider whether the austerity measures imposed by ECB and IMF on the Greek government were the only means it could have taken. This paper states that Greece had no other alternatives, adding however that the measures will work as long as Greece continues to receive financial support from ECB and other euro members. In addition, by making structural reforms, this paper stresses that the Greek government should endeavor to change Greek society so that the national wealth will be more evenly distributed among all the people.

(OKUDA, Hiroshi, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University)