

# EUにおける国際金融危機対策に関する研究

—欧州域内金融協力に焦点を当てて—

布田功治 政治経済学部経済学科専任講師

[プロジェクト報告]

## A Study on EU's Measures against International Financial Crises: Focusing on Regional Financial Cooperation in Europe

Koji FUDA

Junior Associate Professor, Department of Economics, School of Political Science & Economics, Tokai University

This paper aims to show the characteristics of the institutions (EFSF, ESM and EFSM) that serve as international lenders of last resort (ILLRs) in EU.

European financial crises have not occurred in a strict sense, despite the collapse of Lehman Brothers and the Greek government's debt crisis, because EU's measures against international financial crises have functioned effectively. This study explores the functions of those measures focusing on regional financial cooperation in Europe including ILLRs.

EFSF, ESM and EFSM are considered to have the following characteristics in their functions. First, their financial assistance to euro member states is accompanied by fiscal restructuring and structural reforms. Secondly, their examination of loans to member countries will be easier in the future when the European Parliament finalizes the legislation on bank resolution and deposit guarantee schemes. Thirdly, they can actually recapitalize some illiquid banks directly.

The LLR system has traditionally intended to offer loans to illiquid banks directly. These days, it can be said that they do so indirectly; in other words, institutions acting as ILLRs may buy out entire operations. Actually, most policy-makers and researchers think that indirect LLR is more desirable from the viewpoint of the effective use of market mechanism.

However, ILLRs in EU (EFSF, ESM and EFSM) seem to be changing the method of assistance from indirect LLR to a direct one considering the above three points that I stated as the characteristics of their functions. It is an interesting issue whether ILLRs in EU will return to direct LLR or not. This research will continue by interviewing the staff of EFSF, ESM and EFSM and analyzing various types of data about these institutions.

Accepted, Dec. 24, 2013

## 1. これまでの研究状況と研究成果

### 1-1 本研究の目的

本研究は、グローバル化の進展による新しい国際金融危機対策のあり方について、EUを事例として分析するものである。近年の欧州金融危機対策に関して多くの識者は、従来のような各国ごとの危機対策はもはやその有効性を大きく低下させているという共通認識を持っている。

上記を踏まえて本研究では、対話と共生を理念とするEUという枠組みを通じて欧州諸国がいかなる危機対策を共同で構築してきたのか、そしてこれからどのように展開していくべきなのかを示すことを目的としている。

まず事実として述べておきたいことは、世界金融危機の様相を呈したリーマン・ショック以降現在に至るまで、欧州で

はインターバンク市場を介した金融機関の連鎖破たんという厳密な意味での欧州金融危機は発生していない。リーマン・ショックやギリシャの債務問題など欧州金融危機を引き起こしかねない事例が次々と発生したにも関わらず、実際には危機が生じなかった理由として、欧州域内金融協力での国際的な最後の貸し手が実施されたことを指摘できる<sup>1</sup>。

そこで以下ではまず本研究の進展状況を示すものとして、欧州域内金融協力の下での国際的な最後の貸し手に関する調査結果を簡潔に整理して提示する。

### 1-2 欧州域内金融協力の下での国際的な最後の貸し手

欧州域内金融協力での最後の貸し手として一般的に注目されるのは、国際通貨基金 (IMF)、欧州金融安定化ファシリティ (EFSF: European Financial Stability Facility)、欧州安定化メカニズム (ESM: European Stability Mechanism) である。

とはいえ、実際に調査していく中でそれら以外にも、EU

原稿受理日: 2013年12月24日

図表1 世界金融危機以降の欧州における国際的な最後の貸し手

支援合意年月日	被支援国	支援機関	支援要求年月日
2008年10月	ハンガリー	IMF, EC (European Community), 世銀	
2008年12月	ラトビア	IMF, EC (European Community), ノルディック諸国 (スウェーデン, デンマーク, フィンランド, エストニア), 世銀, 欧州復興開発銀行, チェコ, ポーランド	
2009年5月1日	ルーマニア	IMF, EC (European Community), 世銀, 欧州復興開発銀行, 欧州投資銀行	2009年1月1日
2010年5月2日	ギリシャ	IMF, ユーロ加盟国	
2010年12月7日	アイルランド	IMF, EFSF, EFSM, イギリス中銀, デンマーク中銀, スウェーデン中銀	2010年11月21日
2011年5月17日	ポルトガル	IMF, EFSF, EFSM	2011年4月7日
2012年3月14日	ギリシャ	IMF, EFSF	
2012年7月20日	スペイン	ESM	2012年6月25日
2013年4月2日	キプロス	IMF, ESM	2012年6月25日

出所) European Commission ウェブサイトより筆者作成。

主体の欧州金融安定化メカニズム (EFSM: European Financial Stabilization Mechanism) やバイラテラルでの欧州各中央銀行間通貨スワップも重要な役割を果たしてきたことを確認できた (図表1)。また、欧州中央銀行 (ECB: European Central Bank) も国際的な最後の貸し手の実施条件の策定などに深く関与している。

### 1-3 本研究の分析対象の明確化

本研究の分析対象としてとりあげる国際的な最後の貸し手は、プルーデンス政策研究という学術分野に分類される。本研究ではこれまで欧州域内金融協力の実態調査とともに、プルーデンス政策の近年の研究動向も整理してきた。その先行研究サーベイを踏まえて本研究の分析対象および分析意義を明示したことも研究の進展状況としてとりあげたい。とりわけ、EFSF や ESM の主な特徴を3点に絞り、近年の研究動向とむすびつけて整理した点は本研究独自の視点と言えるだろう。

以下では、近年の国際学会でのプルーデンス政策の理論面および実証面での先行研究サーベイを示しつつ、その過程でプルーデンス政策の体系的理解を併せて提示する。そうすることで、本研究ではプルーデンス政策研究のどの部分に焦点を当てているか、そしてその部分の研究をこれまでどの程度進展させたかを示す。

2008年9月のリーマン・ショック以降の世界金融危機を契機として、金融システム安定化を目的とするプルーデンス (信用秩序維持あるいは金融システム安定化) 政策の望ましいあり方に関して、理論面かつ実証面での研究が国内外で急増している。

世界金融危機以前の研究では、個別銀行の破綻防止を目

図表2 プルーデンス政策の分類方法 I

	マイクロ・プルーデンス政策	マクロ・プルーデンス政策
目的	個別銀行の破綻防止	金融市場全体のパニック防止
主な具体的手段	自己資本比率規制, 金融監督, 預金保険, 貸出規制など	中央銀行による買いオペ

出所) 筆者作成。

図表3 プルーデンス政策の分類方法 II

	事前的措置	事後的措置
目的	個別銀行の健全経営促進	金融市場全体のパニック防止
主な具体的手段	自己資本比率規制, 金融監督, 貸出規制など	預金保険, 最後の貸し手, 公的資金注入など

出所) 筆者作成。

的とするマイクロ・プルーデンス政策に関する研究に多くの焦点が当てられていた (Crockett 2000, Kashyap, Raja, and Stein 2008; 熊倉修一 2008 など)。一方、近年では、リーマン・ショックを背景として、世界各国の金融システムが同時ショック (Fire sale および Credit crunch) に見舞われる事態に備えることを目的とするマクロ・プルーデンス政策にも関心が向けられるようになってきている (翁百合 2010, Hanson, Kashyap, and Stein 2011 など)<sup>2</sup>。この視点に沿えば、本研究での主な分析対象はマクロ・プルーデンス政策となる。

ただし、プルーデンス政策をマクロ面とマイクロ面に分類して整理する他にも、金融危機 (銀行の連鎖破たん) 勃発の前後および政策の担い手で区分して整理することもしばしば見受けられる (鹿野 2013)。後者の分類に沿えば、本研究での主な分析対象は事後的措置である。

ここで、プルーデンス政策の新しい分類方法と従来のそれとの違いの特徴を明らかにしておきたい。とりわけ注目すべきは、金融市場全体のパニック防止という目的はもちろん手段もほとんど共通している2つのプルーデンス政策の差異である。すなわち、図表2の中央銀行による買いオペと図表3

の最後の貸し手の差異を掘り下げたい。

両者はともに流動性困難（資金繰り困難）となった銀行の救済のために流動性供与を行い、パニック（取り付け騒ぎ）を防止するという点で共通する。ただし、図表2の中央銀行による買いオペは、Credit Crunchの発生したインターバンク市場に流動性を供給しさえすれば、一時的な資金繰り困難に陥っているだけで実は健全経営の金融機関に対して市場メカニズムを通じて融資がなされることを意図している。

要するに不健全な金融機関を淘汰しつつパニックを防げるというのである。金融用語で言い換えれば、流動性不足の銀行へ資金を間接的に供給するということである。一方、図表3の最後の貸し手は、流動性不足の銀行へ間接的な資金供給に加えて直接的なそれも想定している。

以上のプルーデンス政策研究の先行研究動向に照らし合わせつつ、これまで実際に運用されてきた欧州域内金融協力での国際的な最後の貸し手の重要な特徴を3点にしばって整理しておきたい。第1に、金融危機を回避するために債務危機を回避したり構造改革を行ったりすることを明確な目的としていることである。第2に、将来的には主たる機関に一元的な金融監督の権限を付与しようとする動きがあることである。第3に、一見、間接的な資金供給方法に見えるとはいえ、実際には直接的な資金供給も行っていることとみなせることである。

#### 1-4 欧州域内金融協力での国際的な最後の貸し手における3つの特徴

EFSF（最終的にはESMに統合）による各国政府に対する資金供給の目的は、国際的な最後の貸し手によって金融危機の防止ないし被害緩和、財政赤字からの再建、そして経済成長を促進する構造改革実施である（EFSF&ESM 2013, p.34）。

アジア通貨危機後のアジア域内金融協力（域内通貨スワップであるCMI）と比較すると、前項の特徴は際立つ。というのも、アジア域内金融協力はIMFによる国際的な最後の貸し手の厳しい融資条件（コンディショナリティ）への批判を踏まえて開始されており、IMFに多くを依存せずに域内自助支援によって機動的に金融危機の防止ないしは被害緩和を図るものだった。一方、財政再建のみならず構造改革まで自ら率先して促進する点はEFSFやESM独自の集権的な特徴

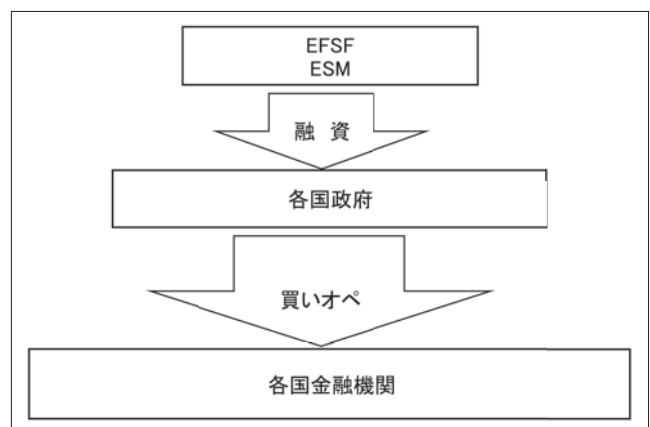
であると言えよう。

次に、将来的には主たる機関に一元的な金融監督の権限を付与しようとする動きがあることの意義を示す（EFSF & ESM 2013, p.10）。すなわち、健全経営だがマクロ経済ショック等の外部要因で一時的に資金不足に陥った金融機関を適切に選別して資金を供給したり、不健全経営の金融機関には経営改善指導や営業停止命令を行ったりする権限を付与しようとしている。これは、不健全経営の金融機関の構造改革（リストラ）という点で第1の特徴とつながっている。また、選別した金融機関に直接的な資金供給を行う点で第3のそれとも密接につながる。そして、国際的な最後の貸し手機関に一元的な金融監督権限を付与する点で、EFSFやESMの集権化をさらに促進するものとなるだろう。

最後に、EFSFやESMはマクロ・プルーデンス政策における中央銀行の買いオペ（間接的な資金供給）であると一般的にみなされているが、実際には直接的な資金供給の側面もあることを示したい。

EFSFやESMによる資金供給の重要な要素だけ抜き出した概念図を示すと、下記ようになる（図表4）。

下記の図では、EFSFやESMから各国金融機関への資金供給は、間接的な資金供給（各国政府の委託を受けた各国中央銀行による買いオペ）で行われていることになる。これは、先行研究でマクロ・プルーデンス政策と位置付けられているものに他ならない。ところが実情としては、2012年7月27日に実施されたEFSFからギリシャ政府機関への資金供給のように、ギリシャ政府機関による特定民間銀行への資金供給を認可しつつ、EFSFがギリシャ政府機関に融資している。



図表4 欧州域内金融協力での国際的な最後の貸し手（EFSF, ESM）  
注）本研究で焦点を当てた要素のみを抽出したものであり、厳密に正確性を保った概念図ではない。  
出所）筆者作成。

すなわち、これは市場メカニズムによって健全な経営の金融機関へ融資がなされる間接的な資金供給ではなく、EFSFがギリシャ民間金融機関に直接的に資金を供給していることになるのである。

## 2. EUにおける国際的な最後の貸し手の分析意義（今後の研究の見通し）

間接的な資金供給の制度設計をとりながら、実際には直接的な資金供給を実施する場合もあるEUにおける国際的な最後の貸し手には、いずれ政策の整合性に矛盾が生じる可能性が高い。本研究ではこの矛盾の結果、時系列的には直接的な資金供給にいずれ回帰していくという仮説を立てている。

従来、最後の貸し手の実際の運用においては、直接的な資金供給の形態がとられてきた。つまり、中銀という金融当局の介入が正当化されてきたのである。ところが、近年、政府の役割を限定的なもののみならず市場メカニズムの機能こそが金融システムの安定化をもたらすという考えが主流となっている。この変化に応じ、市場メカニズムの機能を阻害しない形で、間接的な資金供給として最後の貸し手が実施されることが増えてきている。

ところが、EUにおける国際的な最後の貸し手では、名目的には間接的な資金供給の形態をとりながら、実質的には直接的な資金供給の形態もとられている。そして、その傾向を政府の役割の再評価としてとらえるならば、EUにおける国際的な最後の貸し手において、財政問題や構造改革も重要課題としてとりあげられたり、金融監督の一元化を目指したりしていることとあわせて、国際的な最後の貸し手のパラダイム転換が生じつつあるとも言えよう。

そこで、上記の本研究の仮説が適切であるか否かは、当事者であるESM関係者や金融監督機関関係者へのインタビューが必須となる。また、EFSFやESMのみならず、EFSMなどのウェブサイトでの情報公開も積極的に積み重ねられていることから、これらの情報整理のアップデートも積み重ねていく必要がある。ゆえに、今後、インタビューの実施と情報整理のアップデートを継続することで、ブルーデンス政策研究自体にも大きな影響を与えることが見込まれるのが、今後の研究の見通しと言えよう。

## 注

- 1) 金融機関は当座の決済のための資金不足に陥ったときに、他の金融機関から資金を借り入れる。そのような金融機関の貸借の場をインターバンク市場と呼ぶ。なんらかのきっかけで大多数の金融機関が資金不足に陥り、それらがインターバンク市場で借入れできない場合には決済に失敗する結果、大多数の金融機関が経営破たんすることになる。このようにインターバンク市場で民間金融機関が貸し手となりえない状況で、最後の砦として中央銀行が直接的あるいは間接的に資金不足金融機関に融資することを最後の貸し手(LLR: Lender of Last Resort)と呼ぶ。
- 2) Fire Saleとは、銀行などの金融機関が流動性(資金繰り)困難に陥った際に、保有する貸出債権や証券をかなり割安な価格で売却することを指す。Credit Crunchとは、銀行などの金融機関が流動性困難に陥る結果、インターバンク市場で資金貸借が停滞してしまうことを指す。

## 参考文献

- Crockett, Andrew (2000), "Marrying the Micro- and Macroprudential Dimensions of Financial Stability." *BIS Speeches*, September 21.
- EFSF & ESM (2013), "European Financial Stability Facility & European Stability Mechanism," in *EFSF website*, <http://www.efsf.europa.eu>, accessed Dec 20, 2013.
- Hanson, Samuel G. Anil K Kashyap and Jeremy C. Stein (2011), "A Macroprudential Approach to Financial Regulation." *Journal of Economic Perspectives*, Volume 25, Number 1, pp. 3-28.
- Kashyap, Anil K, Raghuram Rajan and Jeremy C. Stein (2008), "Rethinking Capital Regulation." In *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, pp. 431-471. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- 鹿野嘉昭(2013)『日本の金融制度 第3版』東洋経済新報社。
- 熊倉修一(2008)『日本銀行のプルーデンス政策と金融機関経営』白桃書房。
- 翁百合(2010)『金融危機とプルーデンス政策』日本経済新聞出版社。