

2013年7月25日  
全4頁

## &lt;入門 欧州経済&gt; 第5回

# E C Bの欧州危機への対応

経済調査部 研究員  
矢澤 朋子

欧州中央銀行 (European Central Bank; E C B) は、現在欧州が陥っている「欧州危機」に対して様々な対策を行っています。欧州危機の起源はパリバ・ショックと呼ばれる出来事です。

2007年8月9日、フランス最大手(当時)のBNPパリバ銀行が傘下のファンドの解約凍結を発表しました。これは米国の金融機関にじわじわと影響が表れ始めていたサブプライム・ローン問題が、欧州の金融機関にも波及した出来事でした。サブプライム・ローンとは、米国において通常より信用度の低い借手を対象とする住宅を担保としたローンのこと(通常よりも金利が高い)で、2001年頃から始まった住宅価格の上昇を背景に高い人気を集めました。しかし、2007年夏頃からの住宅価格下落で返済が滞るケースが増加しました。問題はこのサブプライム・ローンを組み込んだ金融商品を欧米の金融機関が大量に保有していたことで、金融機関の資産劣化による経営不安が懸念されました。最終的に2008年9月15日には米国のリーマン・ブラザーズが破綻するに至り、リーマン・ショックとなって、世界の金融市場に大きな打撃を与えました。こうした金融危機に加えて、欧州では2009年10月にギリシャがユーロ導入決定時に財政赤字を過少に報告していた事実が発覚しました。それを契機にギリシャや他の南欧諸国などの財政危機が表面化し、いまだに解決に至っていません。

パリバ・ショック以降、E C Bは従来の金融政策<sup>1</sup>に加えて、非伝統的な金融政策を導入しています。非伝統的政策とは、金融危機や財政危機によって健全な銀行ですら資金調達が難しくなったため(流動性危機)、以前よりも機動的に、大量に流動性を供給することです。これまでE C Bが講じた施策は、無制限の資金供給オペレーション(通称オペ)、長期資金供給オペの期間延長、担保資産要件の緩和、主要国中銀との通貨スワップ協定締結、国債購入プログラムなどです。

## 無制限資金供給

非伝統的政策としてE C Bがまず行ったのは、貸付金額に制限を設けず、銀行が求めるだけの資金を貸し付けるオペ(E C Bと銀行との間の資金の貸し借り)でした。特に、パリバ・ショックの直後には緊急オペとして幾度となく無制限資金供給を行っています。また、通常のオペの金利は入札制となっていますが、リーマン・ショック後には固定金利で実施するようになりました。銀行の資金調達

1) 第4回「[欧州中央銀行 \(E C B\) とは](#)」2013年7月18日参照

コストを抑え、銀行が必要な金額すべてを借りられるようにするためです。E C Bは「必要な限り長期にわたって、固定金利、全額供給のオペを継続する」と何度も発表しており、2013年7月現在も無制限資金供給オペを継続しています。ユーロ圏内の銀行が資金調達に困り、経営危機に陥らないよう、「最後の貸し手」としての役割を果たしています。

## 長期資金供給オペの期間延長

E C Bの通常の金融政策では長期の資金供給オペ（Long-Term Refinancing Operation; L T R O）の満期は3か月です。パリバ・ショック直後はこの3か月L T R Oの回数を増やすなどして対応していましたが、徐々に6か月、1年という長期のL T R Oも実施するようになりました。

2011年10月6日、E C B政策理事会は異例とも言える、期間3年のL T R Oを2回実施することを決定しました。この目的は、銀行に長期の固定金利資金へのアクセスを保証することでした。当時、イタリア、スペインの10年物国債利回りは長期的に財政を維持することが不可能な水準と言われる7%近辺まで上昇していました。イタリア及びスペイン国債の多くを保有していたのがユーロ圏の銀行であったため、銀行同士が互いの資産劣化を懸念し、与信を控えるようになってしまいました。この結果、銀行間での資金調節機能（貸し借り）が滞る状態に陥りました<sup>2</sup>。このような状況の中、E C Bは期間3年のL T R O実施を発表し、そのアナウンスメント効果とも相まって、金融市場は急激な信用収縮状況から脱却しています。3年L T R Oの実施は、金融市場に非常に大きなインパクトを与えた政策と言えます。1回目の3年L T R Oは2011年12月22日に実施され、523機関に計4,892億ユーロが、2回目は2012年3月1日に800機関、計5,295億ユーロの資金が供給されました。



2) 国債利回り上昇（価格下落）→ 国債を保有する銀行の資産劣化 → 銀行の資金調達が困難に → 銀行の倒産懸念が高まる → 国が銀行の破綻処理や国有化などを行うリスク高まる → 国の財政負担が増えて、財政が悪化するリスク高まる → 国債の信用が落ち、国債利回り上昇（価格下落）…の悪循環が発生。

---

## 担保資産要件の緩和

E C Bが行うオペに利用できる担保は、通常、国債などの信用力が高いものに限られています。E C Bはこの担保要件を大幅に緩和し、ユーロ圏内で発行された外貨建て債券やA B S（Asset Backed Security）と呼ばれる資産担保証券なども担保資産として認めるようになりました。また、担保として受け入れる資産の格付も緩和しました。しかし、安易に担保要件を緩和するだけではE C Bの資産が劣化する可能性が増し、信用力が低くなるリスクがあります。それを回避するため、新たな担保要件ではヘアカット率（割引率）<sup>3</sup>が以前よりも厳しく設定されました。

## 通貨スワップ協定締結

リーマン・ショック以降の流動性危機の際、ユーロ圏の銀行は外貨の調達も困難になっていました。E C Bは外貨での流動性拡大を目的として米連邦準備制度理事会（F R B）を初めとした、英国、日本、スイスなどの中央銀行と通貨スワップ協定を結び、為替スワップを実施しました。これは、例えばE C Bが米ドルを銀行に（求められるだけ）供給し、同時にある一定期間後に同額の米ドルを銀行がE C Bに売るという取引です。この入札は固定価格で行われたため、将来の為替レートや金利の変動によって生じる損失を回避することができ、銀行は安心して外貨の供給を受けることができました。為替スワップは米ドルが中心でしたが、スイスフランや英ポンドなどでも行われました。

## カバード・ボンド購入プログラム（CBPP）

E C Bはカバード・ボンド（担保付債券）を直接購入するというプログラム（Covered Bond Purchase Programme; C B P P）をこれまでに2009年、2011年と2回実施しています。このプログラムの目的は、金融危機から影響を受けていた銀行や企業の資金調達を円滑にし、銀行の貸付を維持・拡大することです。E C Bは1回目、2回目合わせて約764億ユーロのカバード・ボンドを直接購入しました。これによりカバード・ボンドの新規発行が増加し、特に発行市場が活発化しました。

## OMT－国債買取プログラム

2012年8月2日、E C Bは国債買取プログラム（Outright Monetary Transactions; O M T）の実施を発表しました。このプログラムは、国債利回りが（実際の財政状況から大きくかけ離れて）急上昇している国が「自国の国債を買い取って欲しい」という申請をした場合、E C Bが流通市場で申請

---

3) 例えばヘアカット率10%の場合、銀行は差し出した担保額面の90%しか資金を借りられないことになる。

---

国の国債を買い取るというものです。E C Bの国債買取プログラムはこれが初めてではなく、2010年5月に導入した証券市場プログラム (Securities Markets Programme; S M P) が最初です。しかし、S M Pでは国債市場を安定させることはできませんでした。O M TはこのS M Pの失敗を教訓に作られたプログラムとなります。

O M Tでは、国債買取金額に上限は設けられていません。ただし、O M Tにより国債を購入してもらうには、欧州の財政支援基金<sup>4</sup>に財政支援を申請し、財政再建プログラムを受け入れるという条件が課されます。E C Bによる国債買取によって、申請国は極端に高い利回りに苦しめられたり、資金調達に行き詰まったりすることはなくなります。しかし、財政再建プログラムに基づいて厳しい財政再建の義務を課されることとなります。定期的な査察を受け入れ、財政再建が不十分とみなされるとO M Tが停止／延期されてしまう場合もあります。

O M Tの詳細は2012年9月6日に発表されましたが<sup>5</sup>、「国債買取金額に制限を設けない」という決定が市場から高く評価されました。これには、資金の循環システムが滞っている金融市場を正しく機能させ、金融政策が正常に伝達される状況を作り出すというO M Tの目的達成に対する、E C Bの強い意思が表れています。あらかじめ上限を設定しないことで、国債利回りの急上昇に対して「打つ手がない」という状況が起こらないようにしました。

O M Tは財政破綻懸念が大きくなり、国債利回りが急上昇していたスペイン、次いでイタリアの救済を念頭に置いた政策でした。発表前の7月にそれぞれ7.5%、6.5%程度であったスペイン、イタリアの10年物国債利回りは、詳細発表時の9月6日には5.9%、5.2%、そして翌週金曜日の9月14日には5.7%、5.0%まで低下しました。それ以降も利回りは緩やかに下降し、2013年6月時点ではほぼリーマン・ショック前の水準(4.5%、4.1%)まで戻っています。

E C Bは、欧州危機に対してこのような非伝統的な金融政策を多く実施しています。しかし、これらが欧州危機を根本的に解決するわけではありません。財政危機に陥っているユーロ圏加盟国が財政を立て直さない限り、危機は解決されません。E C Bは財政危機国が資金調達に行き詰まることなく、財政再建を進めるための時間稼ぎをしていると言えます。

(以上)

---

4) E F S F (欧州金融安定化機構)。現在は後継機関であるE S M (欧州安定メカニズム)。

5) 詳細は、大和総研レポート「[E C Bが無制限の国債購入計画を決定](#)」2012年9月7日 経済調査部 山崎 加津子 参照