

EU における金融危機の公的管理

尾 上 修 悟

1. はじめに

米国に端を発した大金融危機は、ヨーロッパの金融システムをも直撃した。そのような危機が、グローバルな金融連関の中で生じた以上、ヨーロッパも被害を受けることは当然であった。否むしろ、ヨーロッパにおいて危機がより鮮明に現れるのではないか。そう考えても決して不思議ではない。というのも、そこでは、伝統的に金融システムの中核として銀行が据えられているがゆえに、そうした危機は、ストレートに銀行経営危機となって表面化するからである。この点は実際に、ヨーロッパにおける銀行の流動性不足から生まれる危機としてはっきりと現れた。銀行が、銀行間市場から短・中期資金を取り入れることができなくなるときはどうなるか。その結果は言うまでもなく、流動性危機から発する銀行倒産を示す。しかも、それが連鎖的なものとなれば、金融システムそのものが崩壊してしまう。現実 EU において、そのような深刻な予想が強まった。

このような事態に対し、EU はいかなる手段をもって対処したか。かれらはず、欧州中央銀行により、徹底した流動性供給を行った。次いで各国の政府が、自身の金融システムを厳しく管理することで、この大危機を乗り越えようとした。イギリスを含めた EU 主要国において、これらの動きが際立って見られた。そしてその際に、そうした公的管理の主導的な役割を果たしたのがフランスであった。フランス政府はこれまで、公的当局による金融システムの管理に最も力を入れてきた。事実、フランスの金融当局とフランス銀行は、この金融危機に対し、とりわけ流動性危機に対し、極めて迅速かつ積極的な政策的対応

を見せた。本稿の目的は、このような、金融危機に直面して推進された、フランスを中心とするEU諸国の金融システムに対する公的管理策を明らかにすると共に、それが果たす役割を検討することにある。

2. 金融の安定と中央銀行の役割

フランスの金融当局はこれまで、金融システムの安定に最も大きな役割を演じるのは中央銀行であることを強調してきた⁽¹⁾。最近でも、サブプライム危機と期を同じくして、フランス銀行の名誉総裁であるA.イカール(Icard)は、金融の安定に果たす中央銀行の役割について詳細に論じている⁽²⁾。以下では、彼の行論にしたがいがながら、中央銀行のそのような役割を概括することにしたい。

イカールはまず、中央銀行の関心の核は、金融の安定にこそある、と考える⁽³⁾。それゆえ中央銀行の第1の仕事は、正常時においてさえも危機時と同じく、銀行・金融システムの流動性に留意することに求められる。とりわけ、市場アクターが破綻した場合に、公衆の預金保護が真先に考えられねばならない。中央銀行はその際に、「最後の拠り所としての貸し手」として流動性を補完的に注入する。他方で中央銀行は、商業銀行の銀行業者としての役割を担う。すべての信用機関は、中央銀行に勘定を持ち、また、すべての銀行間決済はその勘定により行われる。このようにして、一国の支払い決済システムは、中央銀行の直接的な責任の下に置かれる。その結果、このシステムの混乱は、金融活動を遂行する上で、当然に大きなリスクを生み出す。それが、不安定な金融システムとなって現れることは言うまでもない。

では、現代における金融の安定とは何を指すか。それは、かつてのものといかなる点で変化したか。今日、金融システムは転換した、とみなされている。それはまた、新しいタイプの不安定性とシステムミック・リスクの概念の拡大をも示した⁽⁴⁾。第1に、金融市場は、非常に発展・多様化し、ますます複雑になった。第2に、それと平行して、中央銀行の推進の下に、リアル・タイムでのグロス決済システム、及び証券の決済と引渡しのメカニズムが設定された。これにより、決済と結びついたシステムミック・リスクは、正常時にはかなり低

下したものの、逆に例外的な事象で現れる諸問題はむしろ悪化した。第3に、銀行、保険会社、並びに証券会社のような、諸々の金融機関の間の区別は、かつてのそれと比べて曖昧になるか、または消失する傾向を表した。それはまた、金融機関の統合化現象を意味した。そして、これらの3つの変化は、資本移動の自由化による金融システムの国際化を伴うものであった。

このような文脈の中で、システミック・リスクの概念も非常に変化した。借り手の破綻は今日、それがソブリンのものであれ、またノン・ソブリンのものであれ、ますます市場を通して明らかにされる。それは、かつてよりもより広い範囲に渡る投資家の側で、大きな影響を及ぼす。とりわけ、借り手の支払い能力上の危機（ソルヴェンシー・リスク）は、投機的ファンドに深刻な結果をもたらす。それらのファンドは、わずかしか規制されないし監督されない。それにも拘らず、その市場活動の額と規模の大きさは、深いシステミック・リスクを引き起こすのに十分であった。

これらの新しい現実直面し、中央銀行は、金融の安定に関する活動手段を多様化する⁶⁾。あるものは、公的な枠組と決りの中で、また他のものは、より自発的な方法で、そのような多様化を促進した。それは同時に、金融の安定領域を、中央銀行の一般的責任に関連するもの、と認識させながら行われた。なぜなら、そのことは、通貨の安定と本質的に結びついているからであった。

イカールは、中央銀行の基本的役割を以上のように把握しながら、さらに、金融の安定とは何か、という問題の検討に進む⁶⁾。彼はまず、金融システムを、貯蓄が投資に向けられるための機関、市場、並びにインフラストラクチャー、と捉える。金融の安定は、こうしたシステム自体の安定した機能により支えられる。では、それはいかにして達成されるか。イカールはここで、金融の規制、監督、並びにリスクの制御こそが、金融システム自体のみならず、金融の安定機能を取り戻すためにも必要である点を訴える。確かに、金融の安定を規定する1つのアプローチは、その対立的な事象がないこと、すなわち、金融の不安定性ないし金融危機が生じていないこと、を安定とみなす。これに対し、もう1つのアプローチは、よりポジティブなもので、金融の安定をシステミック・リスクの阻止に関連して規定する。彼は、この後者のアプローチが、不安定性

がないことよりも、むしろ不安定性を阻止することを強調する点に、その優位性を見出す。そして、この不安定性を阻止するための危機管理領域において、中央銀行は本質的な役割を演じる。イカールはこう論じながら、最終的に、金融の安定を次のように規定した⁷⁾。それは、「金融システムが、貯蓄の投資への配分を、時間、空間、並びにセクターをつうじて保証する環境であり、これらの活動により導かれるリスクの健全な制御、金融インフラストラクチャーの規則的な機能、及び、これらの様々な機能が危険にさらされることなく、ショックに抵抗する能力、を表す。」

要するに、貯蓄の投資への配分を保証することが、金融システムの本質的な機能である。同時に、そうした配分が、空間をつうじて行われる点に、グローバル化された金融システムの決定的な重要性を見ることができる。そうだとすれば、金融システムを健全な形になるように制御することこそが、システミック・リスクとしての危機を抑止する根本的な要素になることは間違いない。内生的であれ、外生的であれ、ショックに対して抵抗できる金融システムの能力を高めることが、金融の安定の究極的目標になる、と言ってよい。この点に関して、危機後に最も積極的に取り組んできた中央銀行が、実は欧州中央銀行であった。このことを端的に示すかのように、当時の欧州中央銀行総裁の J-C. トリシェ (Trichet) は、イカールの著書の序言で、やはり中央銀行の金融の安定に果す役割を強調している⁸⁾。トリシェも、イカールと同じく、金融の安定をその反対概念から規定することは、金融システムの監督の観点から実用的でない、と考える。金融の安定を保持するためには、金融システムのリスクと脆弱性の主たる源を確認しなければならないからである。では、この確認作業を担う主体は何か。トリシェは、中央銀行こそが、その担い手になるべきことを明快に説く。中央銀行の使命は、彼によれば、金融の安定を保持あるいは強化することに向けた、プルーデンシャルな規則の規定に積極的に参与すること、にある。

EUの中での協力・協調の強化は、実は、以上に示してきたような、金融の安定の問題に責任を負う中で主として発展してきた。そこで展開された、金融の安定に向けて行われる管理の促進は、EUにおける金融共同体のアクター全体の緊密な対話を維持することに基づく。この共同体こそが、全体として金融

の安定を理解し、また機会を見て、金融システムの脆弱性を確認するようにねらいをつける。欧州中央銀行の、EUにおける金融の安定に果す役割は、このように捉えられたのである。

3. 中央銀行による金融安定化政策

金融危機から脱出するための対策に関し、各国、とりわけEU諸国はやはり、中央銀行の政策を1つの軸に据えて考えた。その政策は、大きく3つに分けられる。それらは、第1に、流動性の供給、第2に、非伝統的な政策、そして第3に、中央銀行間の協力、を指す。以下で、各々について見ることにしよう。

3.1. 中央銀行による流動性供給の増大

今回の金融危機で、金融資産の非流動化現象がはっきりと示された。危機の発生に対し、保証として使われるはずの金融資産の価値が暴落したことは、危機を悪化させた主たる要因であった。金融資産が成果を生まないことにより、資産の循環が途絶えた。これにより、金融資産の非流動化が深まったのである。一体、そのような金融資産の流通を支えるはずの金融市場で何が起こったのか。

フランス銀行の調査によれば、今日の金融市場は、様々な転換に直面している⁹⁾。第1に、満期のレベルにおける転換が見られる。そこでは、より短期のレベル（1週間以下）に関して流動性は豊富であり、また、1年ないし2年の期間に関する流動性を生み出すこともできる。しかし、この2つの満期の間（1ヵ月、3ヵ月、並びに6ヵ月）で流動性が枯渇している。それゆえ、この中期の部分の流動性を供給する唯一の組織として中央銀行が登場する。第2に、市場に参入するアクターのレベルでも転換が生じた。あるアクターは、唯一非常に短期で貸し付けるのに対し、他のアクターは、より長期の満期に集中する。このように、満期に応じたアクターの特化が見られる。そして第3に、地理的レベルでの転換が現れた。今回、ユーロ圏の銀行間における国境を越える流動性の循環が中断した。例えば、ドイツの銀行は、もともとフランスの銀行に対して大きな貸付を行う習慣を持っていた。それにも拘らず、危機後にかえらば、

むしろ流動性を貯めこむ傾向を現した。そこでフランスの銀行は、流動性需要を中央銀行に一層依存する必要が生じた。以上に見られるように、今日の金融市場では、流動性の供給が不足する要因が散在している。こうした事情の下で、流動性の不足分を誰が補うのか。この点が問われねばならない。

そもそも、伝統的な金融仲介の枠組においては、銀行こそが、経済全体に流動性を供給する担い手であった。ところが、金融の自由化が進む中で、金融システムは、流動性管理のより効率的なアプローチを発展させてきた⁽¹⁰⁾。銀行は、金融革新のおかげで、「オリジネート・ホールド・モデル」から、「オリジネート・ディストリビュート・モデル」に移行した。それは、より多くの市場金融を前提とするものであった。このことは確かに、一方で一国経済における信用収縮を緩和した。しかし他方で、その際の金融手段は、その管理技術にあまりに信頼を寄せすぎた。ここに問題が潜んでいた。そこでの技術はますますソフトウェア化され、実際の危機のときに、金融機関は、その資産・負債管理の調整を難しくさせたからである。金融手段の管理を最適化するのには、明らかに限界がある。この点が、今回の危機ではっきりと示された。最近の再仲介化という傾向は、銀行が、一国経済全体にとって基本的な流動性供給者であり続けることを説いている。

ところで、銀行は、中央銀行のマネーに直接アクセスすることにより、その資金供給にキャパシティを持つことができる。しかも、このアクセスは、銀行にしか与えられない。それは、銀行が特別な要求を満たすことによる。この点は、ヘッジファンドのような、非規制的な組織と対照的である。銀行は、事実、自己資本、流動性、並びに、かれらの危険にさらされる度合やポジションに関する情報の提供について、最小限の要求を尊重しなければならない。これらの規制的制約こそが、満期転換のキャパシティや資産・負債管理の最適化政策を相殺する。例えば、最近の米国連銀は、中央銀行マネーへのアクセスの拡大を、より圧力のかかった監督と引換えにしか行っていない⁽¹¹⁾。それは、金融システムの健全さを保証するためであった。

このように、一国の銀行による流動性供給は、中央銀行マネーを用いることで補足される。ただし、それはあくまでも、銀行が様々な規制を受けることを

前提とする。フランス銀行総裁のC.ノワイエ（Noyer）は、「流動性の管理は、金融市場を正常に機能させる」⁽¹²⁾と指摘している。そして、その最終的な管理主体は、やはり中央銀行に求められる。実際にこれまで、中央銀行、とりわけ欧州中央銀行は、複数の軸にしたがいながら、短期の流動性を維持する手段を設けてきた。それらは、再金融の融資手段の延長、外貨建て金融の設定、資格を有するカウンターパーティの総数の拡大、再金融が認められる見返りのパラメーターの拡大、並びに無制限の流動性を供給するための入札方法の変更、などで表される⁽¹³⁾。表1は、欧州中央銀行、イングランド銀行、並びに米国連銀による危機後の流動性供給手段を示している。見られるように、サブプライム危機直後の2007年12月以来、2009年半ばまで、欧州中央銀行は、イングランド銀行や米国連銀のそれよりも、はるかに多くの流動性供給手段を提供していたことがよくわかる。

3.2. 中央銀行による非伝統的政策の進展

一方、今回の金融危機は、流動性供給という直載的方法だけで解決できるほど軽いものではなかった。その厳しさは、これまでの伝統的政策を部分的に機能させなくしてしまった、と言っても過言ではない。銀行は伝統的に、銀行間市場での短期の借入れにより再金融される。ところが、2007年の金融危機は、この銀行の再金融を困難にさせた。銀行は、危機にさらされることを前提として、相互に貸し付けることを渋ったからである。まさに、銀行間のクレジット・クランチが生じてしまった。欧州中央銀行を始めとして、各国の中央銀行が、市場に短期資金を未曾有の規模で注入したのもそのためであった。それは確かに、金融市場を静める役割を果たした。しかし、このような中央銀行の市場介入は、本来、控え目に行われるのが原則であった。この点は、とくに欧州中央銀行についてははっきりと示された。かれらは、つねにインフレの抑制を念頭に置いて政策を遂行していたからである。実際に欧州中央銀行は、リーマン・ショックが起こるまでは、公開市場操作の額を増やさないように注視していた。かれらは、金融危機が強まる中で、そのバランスシートの規模を拡大したのである⁽¹⁴⁾。

表 1 中央銀行の流動性支援策

	欧州中央銀行	イングランド銀行	米国連邦準備銀行 (Fed)
2007年12月－ 2008年1月	28日物レポによる100億ドルの供給	ドルの入札	2週間物入札
2008年3月	ドル建て流動性の新供給 (150億)：ターム・オークション・ファシリティ (TAF)		ターム・証券貸付ファシリティ (TSLF) の創出 (対プライム・ディーラー) プライマリー・ディーラー・クレジット・ファシリティ (PDCF) の創出 (対プライム・ディーラー)
4月		特別流動性スキーム：低い質の証券スワップ	
5月	28日物 TAF の供給 (150億ドルから250億ドル)		
7月	84日物 TAF の導入 (280億ドル)		84日物 TAF の導入
9月	1日物 TAF の導入 (400億ドル) 28日物と84日物 TAF が1100億ドルを超える	1日物 TAF の導入 (400億ドル)	
	1週間物 TAF の導入協議		
	Fed とのスワップ・ラインの増大 (1200億から2400億ドル)	Fed とのスワップ・ラインの増大 (400億から800億ドル)	PDCF と TSLF に対する見返りの拡大 TSLF は2000億ドルを超える
10月	Fed により設けられたドル建ての額は無制限。1週間物 TAF の導入		
		ディスカウント・ウィンドウ・ファシリティの創出	メキシコ、ブラジル、シンガポール、並びに韓国へのスワップ・ライン (各々300億ドル)
2009年1月	ABS に関する見返りに対する規則の改正：3月1日より発行に対して AAA		
4月			欧州中央銀行との FX スワップ・ラインの設置
6月	Fed と欧州中央銀行との外貨建てスワップ協定 (2010年2月まで)		

(出所) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, Janvier 2010, No3, P.45-46より作成。

他方で、もしも金融危機が、デフレーションの状況を導くのであれば、それはさらなる心配を引き起こす。このシナリオを回避するためにも、中央銀行に対して、今までの政策枠組を変更することが求められた。そこでかれらは、「非伝統的」と称される革新的な手段を導入したのである。この非伝統的手段を用いるねらいは、政策の伝達経路の正常な機能を確立することにあった。それは、大きく分けて3つのカテゴリーに分けることができる⁽¹⁵⁾。第1に、一国経済の流通通貨総量の大きな増大。これは、一般に言われる量的緩和（QE）策の中に含まれる。第2に、政策金利の変更。これは、諸機関の予想を方向付ける方法で、政策金利の将来を約束しながら行われる。そして第3に、信用市場の緩和。これは、中央銀行による市場での証券の直接的購入を通して行われる。中央銀行はそもそも、経済機関の貨幣需要を満たさなければならない。この観点からすれば、中央銀行による公的な証券購入は、緩和策の中で最もよく用いられる策を表す。要するに、もしも信用の経路がブロックされてしまうのであれば、中央銀行が、最終的に一国経済を直接に金融するために、商業銀行や市場に置き換わる。

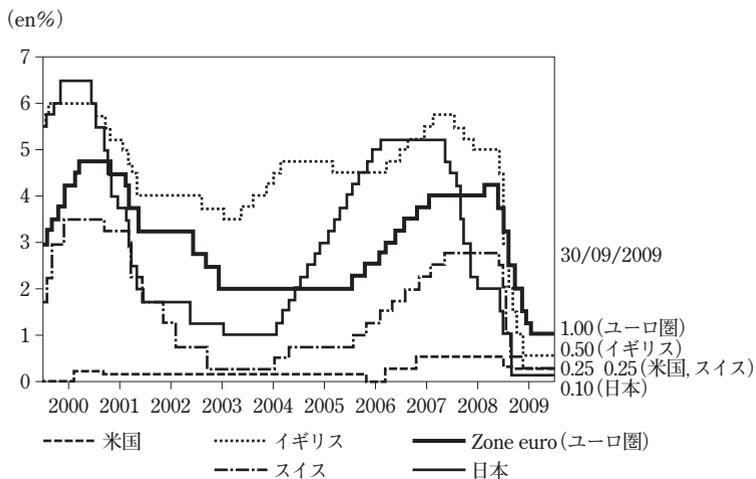
ところで、中央銀行は今回、その政策金利を頻繁に、かつまた大幅に低下させた。表2は、先進主要地域における中央銀行の政策金利の推移を示している。見られるように、リーマン・ショック以降、各中央銀行は、一様に政策金利を大きく引き下げていることがわかる。また、図1より、2007年のサブプライム危機以降に、各国の政策金利が急激に低下した点を確認することができる。そして、そのような政策金利をベースとして、市場における銀行間貸出し金利も同様に低下した。図2は、12ヵ月物インターバンク・レートの推移を表している。そこでもやはり、リーマン・ショック以降の当該金利の低下傾向を確認することができる。ただ、ここで注意すべき点は、欧州中央銀行が、その政策金利を米国連銀と同じようには引き下げなかった、という点であろう。確かに、両地域の経済的状況が同じであったはずはない。それでも、金融危機が勃発してから1年半の間に、両者の間の利子率格差は大きかった点を知ることができる⁽¹⁶⁾。もちろん、欧州中央銀行も、利子率を素早く引き上げるようなことはしていない。しかし、かれらが、他国ほどに政策金利を引き下げなかったのは、

表2 中央銀行の政策金利の推移

	欧州中央銀行	イングランド銀行	米国連邦準備銀行	日本銀行
2008年10月	協議行動：金利の50ポイント低下			政策金利の20ポイント低下で0.20%
11月	金利の50ポイント低下で3.25%	金利の150ポイント低下で3%		
12月	金利の75ポイント低下で2.50%	金利の100ポイント低下で2%	フェデラル・ファンドの目標金利の1%低下	政策金利の10ポイント低下で0.10%
2009年1月	金利の50ポイント低下で2%	金利の50ポイント低下で1.50%		
2月		金利の50ポイント低下で1%		
3月	金利の50ポイント低下で1.5%	金利の50ポイント低下で0.5%		
4月	金利の25ポイント低下で1.25%			
5月	金利の25ポイント低下で1%			

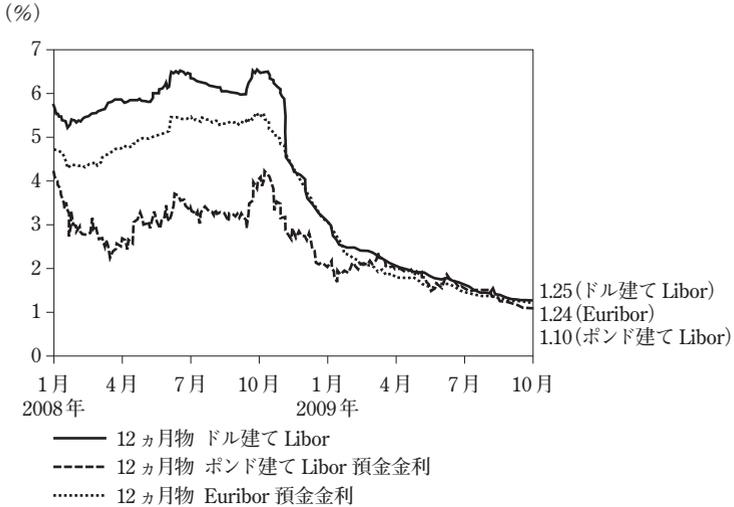
(出所) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, Janvier 2010, No3, P.46より作成。

図1 中央銀行の政策金利の推移



(出所) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, Janvier 2010, P.47より作成。

図2 12カ月物インターバンク・レートの推移



(出所) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, Janvier 2010, P.47
より作成。

やはり、ユーロの番人として、インフレを抑制することに執心していたからに他ならない。

一方、この非伝統的政策は、ユーロシステムと米国との間で著しく異なっていた。この違いは、両者における仲介金融の重要性の差異に由来する⁽¹⁷⁾。ユーロ圏においては、非金融機関による市場への依存が、米国に比べて比較的小さい。ユーロシステムはしたがって、基本的に銀行の再金融の必要に応じる。実際にユーロシステムは、カヴァー付き債券の購入プログラムを開始した。この点について、フランス銀行総裁のノワイエは次のように述べる。「ユーロシステムの中央銀行は、その機能的枠組のすべての可能性を用いてきた。それは、銀行システムにおける流動性を注入するために大きく介入しながら行われた。それらの操作は、市場の変化に応じながら、大規模かつ急速であった。ユーロ圏において、短期での再金融リスクはかなり減少した。というのも、現在、ユーロシステムは、諸機関の需要に対し、固定利子で、かつまた無制限の方法で応じているからである。これらの活動を補完する上で、中央銀行は、新たな

融資手段を発展させた。それは、市場機能を再建するためであった。私はただ、理事会で発表された最新の2つの活動を述べるにすぎない。1つは、1年間にわたる金融操作の導入。これは、信用機関にとって利用可能な再金融の範囲を完全にする。もう1つは、カヴァー付き債券を600億ユーロ購入するプログラムの発表。そうした債券の発行は、主として不動産部門向け銀行の大きな再金融資金源になる。⁽¹⁸⁾このようなユーロシステムによる操作と対照的に、米国連銀は当初、銀行の再金融活動に強く関与しなかった。ところが、ここに来てかれらも、そうした活動を積極的に展開する。それは、非常に様々な証券の直接的購入をつうじて行われた。この点は、イギリスのイングランド銀行の行動にも同様に見られるようになった。

そこで表3より、米国連銀、イングランド銀行、並びに欧州中央銀行における、資産の直接的購入について見てみよう。まず、米国連銀は、コマーシャル・ペーパー、長期国債、政府機関の債務証券、並びに政府機関により保証された資産担保付証券、等を含むかなり広範囲の資産を購入している。一方、イングランド銀行は、コマーシャル・ペーパー、コーポレート・ボンド、並びに長期国債を、そして欧州中央銀行も、唯一、カヴァー付ボンドを購入している。これらの資産の中には、言うまでもなく、非公募証券も含まれている。このようにして、米英とユーロ圏の各中央銀行は、いずれも積極的に非伝統的政策の一環として、資産の直接的購入に踏み切った。ただし、ここで注意すべき点は、欧州中央銀行による債券の直接的購入が、米国連銀やイングランド銀行のそれに比べて少ない、という点である。それは、欧州中央銀行の購入資金が、各加盟国の拠出金から成り立っており、したがって、その購入規模は自ずと限定されているためであった。この点が、今後の欧州中央銀行とユーロ圏にとって、克服すべき大きな課題になることは疑いない。

3.3. 中央銀行間の協力体制の確立

この金融危機に際して、各国の中央銀行は、以上に見たような、現地通貨建て流動性を供給するための枠組を作成する以外に、さらに、外貨建て流動性供給を促進する上での協力体制を強化した。それは、「スワップ合意」と称され

表3 米国, イギリス, 並びにユーロ圏における資産の直接購入対策

	SPV をつう じた CP と ABCP	コーポレー ト・ボンド	長期国債	政府機関の 債務証券	政府機関に より保証さ れた MBS	カヴァー付 ボンド
米国 (Fed) (10億ドル)						
2008年末の市場規模	1650		6338	3224		
最高限度	1800CPFF ⁽¹⁾		300 ⁽²⁾	175 ⁽³⁾	1250	
現金化 (2009年11月9日)	351 (2009年1月)		300	147	775	
イギリス (イングランド銀行) (10億スターリング)						
2008年末の市場規模	43(CP)	300	473(ギルト)			
最高限度	←	200 ⁽⁴⁾	→			
現金化 (2009年11月9日)	2.3 (2009年5月)	1.4	173			
ユーロシステム (欧州中央銀行) (10億ユーロ)						
2008年末の市場規模						1500
最高限度						60
現金化 (2009年11月9日)						21.6

(出所) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, Janvier, 2010, No3, P.50より作成。

(注) (1) CPFF (コマーシャル・ペーパー・ファンディング・ファシリティ) は, SPV をつうじてコマーシャル・ペーパー (CP と ABCP) を発行者の側で直接に購入させる。このファシリティは2010年2月まで延長された。

(2) 米国での財務省証券の購入対策は2009年10末に行われた。

(3) 政府機関の債務証券の買取りに割当てられた最高額は, 当初2000億ドルで, それは11月に1750億ドルに減少した。

(4) イギリスでの資産買取りファシリティの額は当初750億スターリング, 次いで2000億スターリングに進展した。

る。この合意は, とくに, ドル建てだけでなく, ユーロ建て, さらにスイス・フラン建ての流動性を供給するために達成された⁽¹⁹⁾。以下で, その具体的な姿を見ることにしよう。

まず, ドル建て流動性供給のためのスワップ合意を見てみよう。米国連銀は, スワップ・メカニズムに従いながら, 他の中央銀行の金融手段にドル建て信用の手段を与えた。表4は, 米国連銀により合意されたドル建てスワップを示し

表4 米国連銀により合意されたドル建てスワップ

受益する中央銀行	ドル供給金額 (10億ドル)	満期
欧州中央銀行	無制限	2010年2月
イギリス	無制限	2010年2月
日本	無制限	2010年2月
スイス	無制限	2010年2月
スウェーデン	30	2010年2月
オーストラリア	30	2010年2月
カナダ	30	2010年2月
ブラジル	30	2010年2月
メキシコ	30	2010年2月
韓国	30	2010年2月
シンガポール	30	2010年2月
デンマーク	15	2010年2月
ノルウェー	15	2010年2月
ニュージーランド	15	2010年2月

(出所) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, Janvier, 2010, No3, P.54より作成。

ている。見られるように、連銀は、世界全体の主要諸国、とりわけヨーロッパ諸国の中央銀行との間でスワップ合意を展開している。ヨーロッパ諸国の中央銀行の中には、欧州中央銀行以外に、イギリス、スウェーデン、並びにデンマークのEU諸国と、スイスやノルウェー等の中央銀行が含まれる。

一方、ユーロシステムも、ユーロ建て流動性を供給するための合意を、2008年10月末にヨーロッパの複数の中央銀行との間で、また、2009年にはニューヨーク連銀との間で達成した⁽²⁰⁾。それは、ユーロ圏に属さない信用機関のユーロ建て流動性に対するアクセスを改善するためであった。欧州中央銀行と他の中央銀行との間で合意されたユーロ供給の様子は、表5に見ることができる。このようなユーロ建て流動性供給は、基本的に為替スワップ・メカニズムにより、さらに最終的にはレボ準備操作により行われた。ここで為替スワップ・メカニズムは、ユーロシステムが、ユーロ圏に属さない国の中央銀行パートナー

表5 欧州中央銀行と他の中央銀行との間のユーロ供給の合意

受益する中央銀行	ユーロ供給金額 (10億ユーロ)
ハンガリー	5
ポーランド	10
デンマーク	12
スウェーデン	10
米国連銀	80

(出所) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, Janvier, 2010, No3, P.54より作成。

に対し、自国通貨建てで対価を支払うことと引換えにユーロ建て信用ラインを設けることを意味する。またレポ準備操作は、供給されるユーロ建て流動性と交換に、中央銀行のパートナーが、ユーロシステムに対し、ユーロ建て表示の見返り付証券を授けることを示している。

他方で、グローバルな流動性供給を担う機関がもう1つ存在する。それはIMFであった。IMFは、経済・金融危機を阻止し、国際収支の不均衡に直面する国を救済するため、その貸付の枠組を改革した⁽²¹⁾。こうして、新しい信用ラインが生み出される。それは、フレキシブル・クレジット・ライン (FCL) と呼ばれるもので、危機を阻止するための保証された融資 (ファシリティ) を示す。この手段は、短期の流動性ファシリティと逆に、非常に急速に用いられた。というのも、FCLは、コンディショナリティのないファシリティ、という優位性を表していたからであった。この点で、IMFも他の中央銀行と変わらぬ役割を果たしたのである。後に、欧州中央銀行とIMFが、協力関係に立ちながら金融困難国への支援を行うようになるのも、このような役割の共通性を基盤としている、と言ってよいであろう。

以上に見た諸事実からもわかるように、危機後に中央銀行が、金融システムの管理に、グローバルな規模で大きな役割を果たしてきたことは間違いない。2010年12月に開かれたフランス銀行とOECDの主催によるシンポジウム等においても、中央銀行による危機管理の組織上の役割が評価されている⁽²²⁾。中央

銀行はそこで、今や他の組織が麻痺してしまっている中で、際立った存在であることが認識された。それは確かに、非常に大胆な行動を起こしている。その行動はまさに、「最後の拠り所としての市場仲介者 (l'intermédiaire de marché de dernier ressort)」となって現れた。実際に、中央銀行は、金融市場に置き換わるものとして登場した。他方で、このような中央銀行の役割に関して、問題点がない訳ではない。まず、市場介入の保証で受け入れられる見返りの質が劣っているとすれば、それは、信用リスクの点で中央銀行側に不安を引き起こす。また、中央銀行にとって、危機脱出が、証券保有による債権からの解放に依存しているとすれば、そこにも問題が潜む。それは、それらの証券価値が依然として不確実なことによる。今後は、これらの問題を克服しながら、中央銀行の役割を高めていくことが、危機脱出のための1つの要件になる。

4. 金融システムの公的管理の強化

今回の金融危機は、とりわけ先進諸国の銀行を中心とした金融機関、及び金融市場の脆弱性を露呈させた。この金融システムを立て直し、健全で強固なものとするために大きな役割を果たしたのは、先に見た中央銀行だけではなかった。ここにきて、各国の政府が前面に立って金融システムの再建にとりかかる。そのための政策手段は様々に及んだ。以下では、フランス銀行の研究報告書によりながら、それらの政策を具体的に跡付けることにしたい。

4.1. 国家による銀行の金融支援

まず、国家は、金融システムの中核に位置付けられるべき銀行の金融支援と経営強化に乗り出す。それは、大きく分けて2つの政策により遂行された。それらは第1に、銀行に対する資金注入、とりわけ中期資金の支援、第2に、銀行の自己資本の強化、として表される。

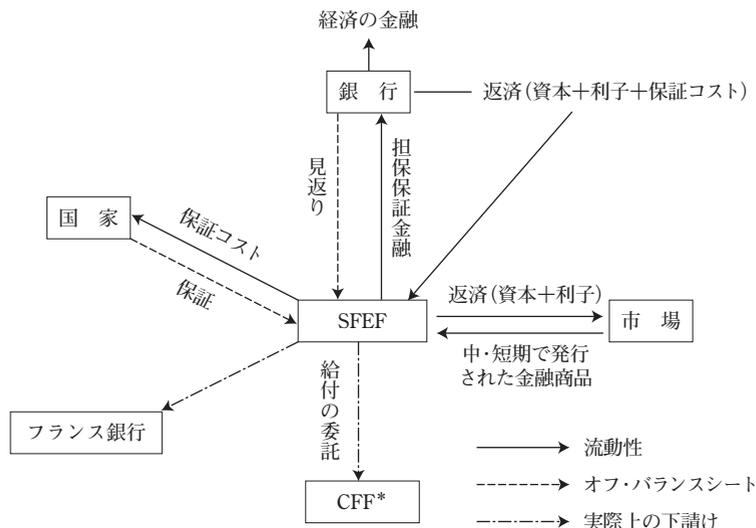
国家は最初に、中・長期資金の再金融を再度活発にさせることに着手した。それは、とりわけユーロ圏内で発揮される。その手段は、銀行の債券発行の保証メカニズムを組織化することであった。欧州中央銀行理事会は、銀行による

金融を保つための国民的プランに対し、同一の枠組を設けることを推奨する。2008年10月に、同理事会は、銀行の債務証券発行に対する国家保証メカニズムを公表した⁽²³⁾。この対策のねらいは、流動性へのアクセス問題を解決することにある。それは、長期債務証券の機能を改善することにより行われた。しかもそれは、異なる国々の金融機関の間で競争条件を同一にしたまま達成される必要があった。さらに、欧州中央銀行の流動性管理操作と金融政策の目的とを一致させながら、その達成が図られねばならなかった。

一方、各国政府も、銀行による金融がスムーズに行われることを支持する。この点は、とくにフランスのケースに鮮明に現れた。以下で、その政策内容を少し詳しく見ることにしたい⁽²⁴⁾。フランス政府は、2008年10月に、1つの機構を作り出す。それは、フランス経済金融協会（La société de financement de l'économie française, SFEF）と称され、困難にある銀行を金融するためのものであった。その資本のうち、国家が34%、及び7つのフランスの銀行グループが66%、各々所有する。SFEFは、中・長期の見返り付き貸付を、フランスの信用機関に与える機能を持つ。これに対して銀行は、個人、企業、並びに地方自治体に対する貸付を維持することに従事しなければならない。また、SFEFは、金融市場で再金融される。それは、国家により保証された、ユーロ建て、ドル建て、スイス・フラン建て、ないしはスターリング建ての債券を発行することで行われる。その際の債券は、満期が5年かそれ以下のAAAの格付けを有する債券を指す。そして、その再金融されたものが、次いで銀行に貸し付けられる。

このフランスの銀行支援対策は、とりわけオリジナル色の濃いものとして現れた。というのも、その対策においては、国家によって保証された債券が、他の国々では銀行により発行されるのに対し、フランスでは、直接に市場で発行されたからである。また、このフランス政府による銀行支援が、銀行に対しては金融コストをもたらず点も留意する必要がある。フランスでは、銀行は、SFEFに対してプレミアムを支払わねばならない。このプレミアムは、当然に国家に備蓄される。最終的に、フランスの銀行のSFEFを通した再金融コストは、次のように表された。

図3 SFEFの機能



(注) *：フランス不動産信用機関

(出所) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, Janvier, 2010, P.57より作成。

SFEFの発行金利+銀行の5年物CDSプレミアムのメディアン(2007年1月1日と2008年8月31日の間)+20ベース・ポイント

このように、フランス政府は、銀行を支援する一方、銀行も負担すべきことを忘れることがなかった。

SFEFは他方で、最小3ヵ月満期の資金を見返りに受け入れると共に、この見返りのプールをも管理する。そして、この管理は、フランス不動産銀行(Crédit Foncier de France, CFF)に委任された。同行は、発行市場(middle office)の追跡調査機能と、SFEF活動全体のポスト市場(back office)の機能を同時に保証する。この点で同行は、保証の元となる債権の追跡調査に責任を持つ。以上に見たようなSFEFの全般的な機能は、図3により総括的に表される。

ところで、SFEFをつうじたフランス政府の銀行支援対策は、様々なレベルでコントロールされた。それらは、4つのレベルに分けられる。第1に、銀行委員会のレベル。かれらは、国家の勘定のために、SFEFを利用する条件、及

びその金融状況の質をコントロールする。第2に、フランス銀行のレベル。とくにかれらは、設定された見返りが、その再金融操作にとって、欧州中央銀行に対しても同時にもたらされるものではないことを確認する。第3に、政府委員会のレベル。かれらは、企業の管理組織の会議を支援する。それは、国家の利害に影響を与える、すべての決定に対する投票権の行使で行われる。そして第4に、会計監査委員会、議会調査委員会、並びに会計検査院、のレベル。かれらは、活動の調査とコントロールに同様に介入する。

SFEFは、しかし、2009年10月8日にその活動を中止した。それは、金融市場の機能の改善を考慮したためであった。事実、市場の正常化への復帰により、国家による保証は、銀行にとってそれほど興味のあるものではなくなってしまった。ただ、2008年11月の創設以来、SFEFが、市場に対して約800億ユーロにのぼる債券を発行することで銀行を支援したことは忘れるべきでない。実際に短期間ではあっても、SFEFの果たした役割は極めて大きなものであった。それゆえ、2010年のフランスにおける金融法プロジェクトにおいても、信用機関が市場へのアクセスを困難としたときには、このSFEFによるサービスを復活させることが予定されている。

ユーロ圏において、政府による銀行支援が行われたのは、もちろん、フランスにおいてだけではない。ドイツも、金融市場安定特別ファンド(Sonderfonds Finanzmarkt stabilisierung, SoFFin)と称される機構を創設する⁽²⁵⁾。それは、2008年10月の金融市場安定法により作られた一時的な金融仲介機構を示す。このファンドは、公的機関により管理され、次の3つのタイプの安定化プログラムを用意した。それらは第1に、銀行間貸付の保証、第2に、銀行の再資本化、そして第3に、高リスク資産の買戻し、を指す。このような、銀行の金融に対する支援に関し、ファンドは、ドイツの銀行による証券発行に対して保証を与えた。実は、この点が、フランスのケースと決定的に異なっている。というのは、先に見たように、フランスのSFEFは、それ自体が、国家の保証により債券を発行したからである。

表6 SPPEによるフランスの銀行への自己資本注入
(10億ユーロ)

金融機関	第1期注入額	第2期注入額
Crédit agricole SA	3.0	－
BNP Paribas	2.55	5.1
Société générale	1.7	1.7
Crédit mutuel	1.2	－
Caisses d'Épargne	1.1	1.1
Banques Populaires	0.95	0.95

(出所) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, Janvier, 2010, No3, P.61より作成。

4.2. 銀行の自己資本の強化

次に、ヨーロッパの危機に対抗する1つのプランとして、国家による銀行の自己資本の強化を挙げることができる。それは、銀行が発行する証券に応募することにより行われる。このことは、例えばフランスでは、ある種の公的な協会を通して実施された⁽²⁶⁾。この協会は、国家出資参加協会 (La société de prise de participations de l'État, SPPE) と称され、そこでは、国による出資参加がなされる。SPPEは、国家により作り出され、また保有される公的存在として位置けられる。このSPPEをつうじて、銀行に対して自己資本が供給された。表6は、SPPEによるフランスの主要銀行への資本注入を示している。他方で銀行に対しては、それと引換えに、実体経済への貸付の増大と、ガヴァナンスや報酬に関する倫理に従うことが要求された。

このようにして、フランスのSPPEは、銀行の自己資本強化のための対策を様々に打ち出す。まず、フランス政府は、2008年10月に、その六大銀行が発行した、「超優先証券」(titres super-subordonnés, TSS)に応募した。事実、フランス政府は当時、デキシア (Dexia) の資本に、10億ユーロまで参入する。また、銀行は、TSSであれ、優先株であれ、議決権なしの証券を発行することを許された。実際に、フランス政府から資本の援助を受けた銀行は、資本増強のおかげで、2009年の後半にすでに効果を表していたことがわかる。

一方、銀行の自己資本の強化は、国有化という手段によっても進められた⁽²⁷⁾。

以下で、その具体例を挙げておきたい。まず、準国有化として次のようなものがある。2008年9月に、フランス、ベルギー、並びにルクセンブルグは、フランス・ベルギーの銀行・保険業者であるデキシアに約64億ユーロ注入する。その分担は、ベルギーの連邦、地域、株式の当局が30億ユーロ、フランスの政府と預金供託公庫が30億ユーロ、並びにルクセンブルグ政府が3億7600万ユーロ、として示される。これにより、ベルギーとフランスの当局が、デキシアの事実上の所有者となった。同時に、フランス政府の持分は25%以上に上昇した。また、2007年にベルギーで第1位、オランダで第2位であった金融機関のフォルティス（Fortis）・グループが、2008年9月に、国家の支援にすぎた。同年10月に、オランダ政府は、同グループの銀行・保険活動を国有化した。さらにベルギー政府は、フォルティス銀行を国有化する。それは、フランスのBNPパリバ（Paribas）に75%分を再売却する意図をもって行われた。他方でイギリス政府も、2008年2月にノーザン・ロック（Northern Rock）を公的なコントロールに置くと共に、同年10月には、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（Royal Bank of Scotland, RBS）、ロイズ（Lloyds）、TSB、HBOSなどの大銀行に、370億スターリングにも及ぶ資本を直接注入する。さらにイギリス政府は、一層大きな銀行である、ブラッドフォード（Bradford）&ビングレー（Bingley）、ロイズ・バンキング（Lloyds Banking）グループ等の資本にも参入した。

4.3. 政府による資産の保証

各国の政府は、今回の危機で非流動化した資産を保証する手段を用いた。ただし、かれらはその際に、資産の実質的損失しか保証しない。つまり、その場合の損失は、証券の市場価値変動と結びついた価値評価の損失ではない。政府がこのような手段に訴えて資産を保証したのは、公的な責任を制限することによって、モラル・ハザードを最終的に低下させたいからであった。この点は、ベルギー、フランス、イギリス、オランダの主要EU諸国や米国において、同様に見られる⁽²⁸⁾。これらのすべてのケースにおいて、実際に、銀行により与えられた損失は制限される一方で、モラル・ハザードも低下した。以下で、EU諸国を例にしながら事実関係を見ることにしよう。

フランスとベルギーの政府は、デクシアの子会社である FSAAM の資産に対し、全体で169億ドルの保証を与えた。これにより、当グループの米国市場でリスクにさらされる度合いが大きく減少した。またイギリスでは、5000億ポンドを上限とした、資産保護スキームが設けられ、リスク資産のカヴァー対策がとられた。これにより、このスキームに参加する銀行は、信用の最初の損失を10%まで責任をとる一方で、財務省は、将来の損失の90%を保証した。オランダでも、ING グループに対して同様のアプローチがとられた。オランダ政府は、見返り担保付き証券 (mortgage-backed securities, MBS) の90%まで保証した。

他方で各国政府は、資産の債権者の権利を制限する手段も用いた。この点は、EU 諸国、とりわけユーロ圏諸国にはっきりと現れた⁽²⁹⁾。以下で、いくつかの事例を取り上げてみよう。まず、ドイツでは、銀行の不良債権処理機構 (bad bank) が設立された。2009年3月にドイツは、当機構に関する法を設ける。それは、銀行による信用を開始し、国立銀行 (Landes banken) の強化を促進するためであった。そのねらいはまた、政府による直接的支出を避けることにより、損失の社会化を最小にすることにあった。国家はそれにより、疑わしい資産と引換えに、不良債権処理機構の発行する債券を保証する。しかし、最終的な資産の損失は、銀行の株主により支えられた。ここに、債権者の権利の制限を見ることができる。

スペインも、小さな金融機関に向けられた銀行再編ファンド (Fondo de Re-estructuración Ordenada Bancaria, FROB) を設けた。スペイン政府は、危機の当初から、金融機関支援のための対策を複数設けてきた。それらは、預金カヴァーの拡大、金融資産取得ファンド、並びに、銀行の発行証券に対する国家の保証システム、等を示す。そして、2009年6月に、ムーディーズ (Moody's) が、スペインの複数の銀行の信用格付けを低下させると、政府は、その支援対策を完全なものとした。それは、困難に陥った預金銀行の再建プロセスを容易にすると同時に、かれらの支払い可能性を強化するためであった。こうして FROB は当初、90億ユーロを供与したものの、その予算は2009年には3倍に膨れ上がると予想された。その資金の4分の3は国家から拠出され、残りは民間が負担した。このファンドは、中央銀行に対し、銀行への介入とかれらの株式

の再購入を行わせた。

一方、アイルランドは、債権者の権利を制限する公的な仕組みを導入した。2009年8-9月に、アイルランド政府は、不良債権処理機構である国民的資産管理会社（National Asset Management Company, NAMA）の創設に関するプロジェクトを表明する。それは、銀行のバランスシートから有害な資産を引き出すためであった。その対策は、総額で540億ユーロを予定した。また、その際に作り出された仕組みは、名目で770億ユーロの貸付と、30%の減税により示される。この貸付の内容は、信用プロモーターが490億ユーロ、不動産信用が280億ユーロで、そのうち、アイルランドが3分の2、イギリスが20%を各々引き受けるというものであった。銀行は、NAMAへの移行時に、かれらの勘定における損失を経験する。そしてかれらは、自分達の資産の移転と引換えに、国家により保証されたNAMAによる債券を発行する。これにより、銀行の流動性ポジションは改善される。最終的に、かれらの損失は、政府によりサポートされた。ただ、ここで注意すべき点は、このアイルランドのプロジェクトが、先に見たドイツのそれと異なる点であろう。ドイツでは、各金融機関が、その固有の不良債権処理を作り出すことができる。したがってここでは、最終的な損失は銀行の株主により吸収され、国家の負担は生じない。ここに、ドイツ政府の、納税者負担をできる限り避けようとする姿勢を見ることができる。

4.4. 国家へのリスク移転

リーマン・ショック以降、国家は、復興政策を遂行するために大きな資金を動員した。このような政府の介入は、金融危機に続く経済活動の停滞・崩落という事態を迎えて正当化された。自動安定装置を補完する無制限な復興財政手段は、最終的需要を維持するために不可欠なものとして出現する。その結果、これらの介入は、公的な財政赤字の非常に大きな深まりをもたらした。2009年の一国の赤字増大は、米国や日本、並びにユーロ圏において全く同様に見られた。フランス銀行は、この赤字の深化が、基本的に次の3つの要因の結果であることを指摘している⁽³⁰⁾。それらは第1に、経済活動の低下と結びついた財政収入の崩落、第2に、この財政収入の減少と、それに無関係に現れる公的支出

の増大との間の鉤状効果，そして第3に，政府により採択された復興計画のインパクト，で表される。

ところで，一国の財政赤字を進める一要因となる自動安定装置は，とくにユーロ圏において最も強く働く，とみなされる。それは，より発達した社会保証システムと関連した政府の義務的支払いが，米国や日本と比べ，ユーロ圏でより著しいことによる。実際に，ユーロ圏の大多数の国において，公的支出のレベルがこれまで上昇してきた。そして今回の危機に際し，その厳しさはさらに強まった。表7は，ユーロ圏主要国（フランス，スペイン，イタリア）とイギリスにおける，実体経済維持のための危機対応策と，それに要した公的支出額を示したものである。見られるように，いずれの国においても，2008年以降に，社会保障を含めた実体経済の復興のために，相当の規模の財政支出を行っていることがわかる。ユーロ圏における財政上の復興計画は，2009年に，対国民所得比で1.1ポイント，また2010年に0.8ポイントを計上している⁽³¹⁾。この値は，今後さらに上方修正されるであろう。このような，復興計画によって被る財政負担は，先進主要諸国に一樣に現れる。復興と財政赤字のジレンマをどう克服していくか。これが今後の大きな課題になることは確かである。

財政支援を受ける復興計画は，一国の実体経済に対し，リセッション効果を短期の面で減少させる，と言われる。しかし，この計画の，中期的な経済活動を維持するための有効性を問うと，それを決定するのが難しい。そこには，財政的な乗数効果に関して大きな不確実性が立ちだかっている。そうした中で，欧州委員会は，ユーロ圏の成長に対する復興計画のインパクトをかなり前向きに評価する⁽³²⁾。このことは，ユーロ圏が，危機脱出のために，国家主導の復興を急速に進める用意のあることをよく物語っている。

一方，今回の金融・経済危機により引き起こされた公的な赤字と負債の高さは，財政政策の維持可能性の問題を喚起した。一般に，公的負債のダイナミズムは，次の3つの要因，すなわち，第1に，公的債務の累積，第2に，債務で示される利率と成長率との差，そして第3に，第1次残高（財政収入－公的支出）のレベル，に依存する⁽³³⁾。この第1次残高は，債務に対する利率と成長率との差をカバーするのに十分なレベルに維持する必要がある。先進諸国

表7 ユーロ圏とイギリスにおける実体経済維持のための危機対応策

国名	声明年月日	声明された対策	金額
フランス	2009年2月9日 自動車協定	○自動車製造者とその金融子会社に対する直接的貸付（利率6%で5年間）。これと見返りに製造者は雇用とフランス国内での工場の永続化に努める。	67億ユーロ
	2009年2月18日 社会サミット	○ある種の賃労働者に対する500ユーロの例外的特別手当 ○雇用と専門職教育に関する努力を調整するための社会的投資ファンドの創出 ○社会復帰から益する300万の家庭の毎月150ユーロの補足的な特別手当 ○失業補償金（総賃金の75%）支払いのための企業に対する助成	26億ユーロ 25～30億ユーロ
スペイン	2008年4月	○最低賃金の引上げ(570ユーロから800ユーロ) ○減税 ○住宅建設のための財政支援	約200億ユーロ（2年間、その内2008年に100億ユーロ）
	2008年8月	○中小企業維持対策 ○社会的住宅の建設	200億ユーロ
	2008年11月	○負担引受けの免除と失業者雇用に対する特別手当 ○R&D支出 ○自動車部門に対する支援	109億ユーロ
イタリア	2008年5月	○住民税の撤廃	
	2008年11月29日	○家計を支援し、法人税を減少し、並びに投資を刺激するための対策	56億ユーロ(2009年) 34億ユーロ(2010年)
イギリス	2008年9月	○不動産市場維持のための緊急プラン ○エネルギー価格の高騰で影響を受けた家庭への支援	9100万ポンド
	2008年11月25日	○TVAの通常比率の低下 ○社会的住宅の建設とリノベーション ○中小企業の支払い返済猶予 ○海外での配当金に対する課税の免除	200億ポンド (2011年まで)
	2009年1月初	○「ニュー・ディール」建設プログラム：10万人の雇用創出 ○社会協定：失業者の雇用と教育に対する助成 ○中小企業の信用に対する政府保証	100億ポンド 5億ポンド

(出所) Banque de France, *De la crise financière à la crise économique*, Janvier 2010, No3, P.72より作成。

において、成長の崩落がたとえ一時的な現象であったとしても、現実のリセッションが、公的債務レベルの上昇と第1次残高の赤字の深化をもたらすことは言うまでもない。

さて、以上に見たような公的収支の悪化という文脈の中で、次のような問がにわかに投げかけられた⁽³⁴⁾。それは、まず、国家の債務に対する支払い不足（ディフォルト）のリスクをいかに測るか、次いで、国家により発行された債券を、リスクなしに語れるのか、という問を示す。要するに、これらの問は、一言で言えば国家破綻の問題につうじる。それはまた、現実味を帯びたものになりつつある。事実、2007年7月以降、ソブリンCDSのプレミアムは歴史的な上昇を記録している。とくに2008年10月から、CDSプレミアムのレベルは、新興国と先進国のいずれにおいてもかなり高まった。このことは、かれらを取り巻く経済環境の悪化を当然に示している。

フランス銀行の分析によれば、先進諸国の2007年末から2009年3月までの、CDSプレミアムを増大させた要因は二重に見られる⁽³⁵⁾。第1に、国家の銀行を支えるための金融に従事する重要性が高まったこと。この点は、預金保証の天上の増大、銀行の再資本化、並びに銀行債務の保証、等に現れた。そして第2に、公的部門の債務が急速に増大したこと。このことは、政府による異なった救済プランの下で進展した。これらのプランは、言うてみれば、金融機関のもたらしたリスクの国家への移転を意味する。このようにして公的勘定が悪化することに伴い、ソブリン・リスク・プレミアム、すなわちCDSプレミアムは短期で上昇する傾向を表すと考えられる。そこで、CDSを投機の対象とする機関は、いち早くプロテクションを購入し、その後プロテクションを再売却することで、その時価評価によるゲインを実現させる、と期待した。こうした投機も、CDSプレミアム上昇の大きな要因になっていることは疑いない⁽³⁶⁾。

では、このソブリン・リスク・プレミアムはどのような結果をもたらしたか。今回の危機により、金融機関のケースを主としながら、コーポレート・プレミアムは当初から、歴史的に最大の値を示したと言われる。以下で、この点をフランス銀行の調査によりながら、銀行と企業の場合に即して見ることにしよう⁽³⁷⁾。まず銀行について、市場参加者は当初、政府の支援が増加するとはみな

さなかった。そこで最初の段階では、銀行のCDSプレミアムは上昇しなかった。ところが、国家の債務はその後大量に増加したため、ソブリンCDSプレミアムは機械的に上昇した。そして2009年2月より、今度はソブリン・リスクと銀行信用リスクが相互に高まった。これにより、CDS市場は、その固有の上昇を構造的にもたらした。このことは、ソブリンCDS発行者と金融機関間の関係をつうじて、また、銀行バランスシート・リスクの、救済プランで導かれた公的勘定への移転をつうじて表された。

次いで企業においても、このソブリン・リスク・プレミアムの上昇は、かれらの金融に対して大きな影響を与えた。実際に、2009年2月に、先進諸国の大多数の企業は、国家のものよりも低いCDSプレミアムを示した。このことは、かれらにとって金融条件の悪化を意味する。そもそも、国家の発行する債券の利子率は、1つの基準を提示すると共に、企業のそれよりも低い。しかし、この関係は、CDS市場についてはあてはまらない。その結果、ある企業のCDSプレミアムは、ソブリンCDSプレミアムよりも低下した。このことは企業にとって、CDS市場をつうじた金融を困難にさせた。

他方で国家に対しても、ソブリンCDSの発行は大きなインパクトを与えた。2008年初めより、いくつかの先進国の発行したソブリンCDSの格付けが悪化した⁽³⁸⁾。それらの中には、複数のユーロ圏諸国（ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペイン、アイルランド）が含まれている。さらに、ソブリンCDSに対して働いた強い圧力は、CDSプレミアムから導き出される格付けの劣化を引き起こした。最終的に、ソブリンCDSの格付けの低下は、公的な借入れのみならず、企業の借入れ条件をも悪化させた。このように、金融を取り巻く環境が悪化する中で、国家は、銀行支援を中心とした金融システムの安定に向けて、いかに対応すべきか。一步間違えれば、国家の金融支援は、金融機関のモラル・ハザードを増すだけに終るのであろう。この中で、国家は難しい蛇取りを迫られている。

5. おわりに

ここまで我々は、サブプライム危機以降に行われた、EUによる金融危機の公的管理について検討を重ねてきた。EUでは、各国の中央銀行とは別に、統一の中央銀行である欧州中央銀行が存在する。かれらはまず、一丸となって銀行システムの救済に乗り出した。それは、大規模な流動性供給となって現れた。さらに、各国政府までもが、フランスの場合に典型的に見られるように、銀行に対する支援体制を作った。これらの一連の動きは、いずれも金融のシステムミック・リスクを阻止することをねらいとした。そして、それらの政策は、ひとまず功を奏した。この点はまた、EU独自の成果をも表していた。

しかし他方で、このような金融システムの公的管理策は、金融機関のモラル・ハザードを引き起こしかねない点も明らかになった。なぜ金融機関だけが救われるのか。こうした素朴な疑問が発せられるのは当然であろう。このモラル・ハザードによる影響は、先に見たように国家にも及ぶ。その結果、市民も被害を受ける。そうだとすれば、公的管理の強化と平行して、モラル・ハザードを無くすことが合せて考えられねばならない。そこで最後に、銀行システムの管理に最も近い所に位置する中央銀行を例にしながら、金融機関のモラル・ハザード問題を検討することにした。

中央銀行はそもそも、いわゆる「最後の拠り所としての貸し手」の役割を演じることができる。かれらは、見返りとしての資産を保有しながら、銀行に対して補足的な流動性を貸し付けられるのである。この点は、金融危機の源となる銀行の流動性問題が生じたときにはっきりと現れる。中央銀行は確かに、銀行の再金融に際して流動性を補給する。実際に今回の危機に対し、主たる中央銀行は、欧州中央銀行も含めて、そのような行動を起こした。では、そうした「最後の拠り所としての貸し手」機能が発揮されることによって、いかなる問題が生じるか。

商業銀行は、かれらの保有する資産の市場価格が正常になれば、金融困難に陥ることはない。したがってかれらは、中央銀行により再金融されるために、市場での価値評価が十分でない資産をまず使おうとする。ところが、正常時に

において中央銀行は、再金融の見返りとして質の良い資産しか受け入れようとしない。あるいは中央銀行は、資産価値の下方修正（ヘアカット）を断行するかもしれない。そして、この修正が、市場の評価下げと密接に関連するならば、市場と銀行は、このタイプの再金融を行う誘因を持たないであろう。その結果、銀行側に流動性リスクが生まれる。

このようなりスクに際し、中央銀行は深刻な事態に直面する⁽³⁹⁾。第1に、中央銀行が市場で価値の下がった資産を、それを上回る価格で見返りとして受け入れたとすれば、それは、価値の低い資産をバランスシートに組み入れることになる。第2に、逆に中央銀行が、それらの資産を拒絶するならば、銀行の流動性危機が現れる。つまり、中央銀行は、市中銀行の抱えるリスクを肩代わりするかどうかが問われる。そこで、もし中央銀行自身がリスクを背負うことになるとすれば、質の悪い金融資産の再金融誘因が一層大きくなるであろう。その結果、中央銀行による最後の貸し手機能は、銀行の流動性危機を回避するため、市場価格とは異なる価格で資産を買い取る。これこそが、まさに銀行側のモラル・ハザードを引き起こす。

それでは、中央銀行は、このモラル・ハザードを許すつもりか、と問えば決してそうではない。かれらはつねに、そうしたハザードを生み出したくない、と考えている。しかし同時に、かれらは、流動性を枯渇させることによって、金融のシステムック・リスクを絶対に起こしたくない。この二律背反的な中央銀行の思惑を、一番よく知っているのは、実は金融市場である。中央銀行は、当然ながら市場から圧力をかけられる。この圧力は、銀行部門の集中度や金融統合が高まるにつれて大きくなる。中央銀行は、その力に屈する形で、それらの諸機関に大きな庇護を与えてしまう。その意味で、中央銀行は、いわゆる“too big to fail”問題により拘束される。

銀行の倒産にはもちろん、特別な注意を払わねばならない。それは、そうした倒産によって引き起こされる外部効果のためである。だからこそ、銀行のシステムチックな消失の危機が、モラル・ハザードという恐ろしい現象を生み出した。ここで留意すべき点は、EUでは、とりわけそのようなモラル・ハザードの可能性がより強まる、という点であろう。そこでは、銀行部門の集中度が、

他地域に比べてより高いからである。ではどうすればよいか。ここに我々は、銀行部門や金融市場を含めた、金融システム全体に対する公的ガバナンスの必要性を見出すことができる。EUが、他に先がけた形で、金融システムの公的管理策を打ち出したのはそのためであった。そして、このガバナンスは、国家自身の被るリスクの管理にも当然に向けられねばならない。先に論じたように、民間金融機関、とりわけ銀行の側に生じたリスクは、結局、国家に移転されてしまうからである。今日のEUの周辺部で現れているソブリン・リスクはまさしく、このプロセスを如実に物語っている。

注

- (1) 拙稿「フランスのグローバル金融規制策の展開—サブプライム危機への対応をめぐる—」西南学院大学経済学論集，第44巻第2・3号，2010年，を参照。
- (2) Icard, A., *Stabilité financière et banques centrales*, Economica, 2007.
- (3) *ibid.*, pp.1-2.
- (4) *ibid.*, pp.3-4.
- (5) *ibid.*, pp.5-6.
- (6) *ibid.*, pp.6-7.
- (7) *ibid.*, pp.8-9.
- (8) *ibid.*, pp.V-VII
- (9) Banque de France, *De la crise financière a la crise économique, Documents et débats*, No3, Banque de France, 2010, pp.41-42.
- (10) *ibid.*, p.42.
- (11) *ibid.*
- (12) *ibid.*, p.43.
- (13) *ibid.*, p.44.
- (14) Artus, P., Betbèze, J-P., de Boissieu, C., Capelle-Blacard, G., *De la crise des subprimes à la crise mondiale*, La documentation française, 2009, pp.98-99.
- (15) Banque de France, *op.cit.*, p.47.
- (16) Artus, P., Betbèze, J-P., de Boissieu, C., Capelle-Blancard, G., *op.cit.*, pp.101-102.
- (17) Banque de France, *op.cit.*, p.49.
- (18) *ibid.*, p.49.
- (19) *ibid.*, p.53.
- (20) *ibid.*
- (21) *ibid.*, p.54.
- (22) Fremann, P-M., Lecat, R., et Lopez, J., “Stratégies de sortie de crise et de croissance”, *Bulletin de la Banque de France*, 1er Trimestre, 2011, p.55. 及び Debaye, M., “La Banque de France dans les instances européennes et internationales”, *Bulletin de la Banque de France*, 1er Trimestre, 2011, pp.71-75.
- (23) Banque de France, *op.cit.*, p.56.

- (24) *ibid.*, pp.57-58.
- (25) *ibid.*, pp.58-59.
- (26) *ibid.*, pp.60-61.
- (27) *ibid.*, p.62.
- (28) *ibid.*, pp.63-64.
- (29) *ibid.*, pp.64-66.
- (30) *ibid.*, p.70.
- (31) *ibid.*
- (32) *ibid.*, p.73.
- (33) *ibid.*
- (34) *ibid.*, p.75.
- (35) *ibid.*
- (36) 本山美彦「欧州のソブリン CDS が示したもの」, 世界経済評論, 第54巻第5号, 2010年, 47-48ページ。
- (37) Banque de France, *op.cit.*, pp.76-77.
- (38) *ibid.*, p.77.
- (39) Artus, P., Betbeze, J-P., de Boissieu, C., Capelle-Blaucard, G., *op.cit.*, pp.106-107.