

ヨーロッパの金融危機対応戦略と金融市場の脆弱性

長部, 重康 / OSABE, Shigeyasu

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

The Hosei University Economic Review / 経済志林

(巻 / Volume)

77

(号 / Number)

3

(開始ページ / Start Page)

173

(終了ページ / End Page)

217

(発行年 / Year)

2010-03-15

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00006014>

ヨーロッパの金融危機対応戦略と 金融市場の脆弱性

長 部 重 康

はじめに

「リーマン・ショック」以降、世界の銀行資本総額は2007年末の8.3兆ドルから08年末の4兆ドル台へと半減した。BIS（国際決済銀行）は2009年6月に発表した『第79回年次報告』の中で、危機の原因をマクロとミクロに2分して、前者の要因としては、長期にわたる実質金利の低下がもたらした国際規模での「欲求と困難」（claims and difficulties）間のインバランスの拡大であり、後者では、インセンティブ、リスクの秤量、規制の3領域に問題があったとし指摘した¹⁾。

ヨーロッパでは今回の金融危機は「アメリカ問題」の発現だとみなす傾向が、あるいは「アングロサクソン・モデル」が引き起こした事件だとみなす傾向が強い²⁾。たしかにBISが指摘した国際的インバランスは、アメリカと新興国との間で大きく積み上がり、ヨーロッパは脇役でしかなかったのは事実であろう。だが21世紀に入って西ヨーロッパでは、アメリカと比べてより低い成長と金利とが続いたため、西欧金融機関は成長率の高い新興国や中東欧への進出を加速させる一方、利回りの高い米証券化商品へのリスク投資に大きく傾斜した。そのうえ英、独、スイスなどの大手銀行は

1) BIS (09), p.4.

2) Gros & Cinzia (09)

金融工学を駆使した自前のデリバティブ取引に乗り出した。ドイツの経済紙『ハンデルスブラット』の主筆は2008年10月の社説で、「最も悪質な金融の大量破壊兵器を生んだのは、ロンドンとやらんで、このフランクフルトである」と断言し、「わが国ほどデリバティブ商品が投資家に対して強引に売りさばかれた国は無い」³⁾と糾弾した。また身の丈を忘れて金融立国に走ったアイスランドやアイルランドなどは、今回の危機で国家崩壊の瀬戸際に追い詰められた。さらにスペインやイギリス、アイルランドなどでは、アメリカ発でない自前の住宅バブルの崩壊に直撃されていた。こうしてヨーロッパは国際金融危機へのエクスポージャーという点ではアメリカを超えているといえ、金融危機は単純には「アメリカ発」と片付けられない。

BISの指摘するマイクロ要因として、金融工学イノベーションとレバレッジ高騰によるリスク管理の甘さとが焦点となるが、いずれもヨーロッパと無縁ではない。デリバティブ分野では例えばSociété GénéraleやPNP Paris-Basなどの仏銀やDeutsche Bank, Crédit Swiss, Barclays (『Euromoney』誌からそれぞれBest equity derivative houseを受賞) が世界的リーダーとして活躍してきた。またレバレッジの高騰では、欧州の金融機関が米銀を、その投資銀行さえをも上回っていたうえに、もとはといえば欧米間の規制緩和競争に端を発している。ヨーロッパで1990年代後半より金融市場統合が進展し、1999年にはユーロが誕生した。規制緩和が大幅に進み、クロスボーダー取引が急拡大した。これに危機感を募らせたアメリカは、1999年にグラス・スティーガル法を撤廃して銀行・証券の垣根を取り払い、2004年には商業銀行のレバレッジ規制を緩和したのである。レバレッジ倍率の異常な高まりは、ヨーロッパの金融統合がもたらしたといっている⁴⁾。

アメリカを上回る打撃をもたらしたヨーロッパの金融危機だが、その主たる要因の一つとして、欧州通貨体制の内包する構造的脆弱性が指摘できる。まずヨーロッパでは多くの通貨が並存しており、複雑な危機対応が迫

3) Zieseemer (08)

4) 大村 (09)

られた。西欧にはユーロの他、ポンド・スターリング、スイス・フランと有力通貨が3つもあり、中東欧では多くの弱小通貨が乱立している。単一通貨ユーロは別格を誇るものの、今回の金融危機でその強さと弱さとの両面が露わになった。先ず強さだが、アイスランドやデンマーク、ポーランドなどで、危機に瀕した弱小通貨がこぞってユーロ入りを望んだ。寄らば大樹の陰、とユーロが力強いセーフティーネットになりうるとの期待が膨れあがったためである。他方で、国家主権に裏打されない「連邦制通貨」としての限界が露呈した。とりわけ財政と金融監督権限とが統合されていないために、ドルや円と比べて「片肺飛行」を余儀なくされる。

以下に、「パリバ・ショック」以降のEUによる危機対応の展開を跡付け、ヨーロッパ金融市場の構造的脆弱性を分析し、最後に規制改革と景気刺激とによる金融危機からの「出口戦略」を検討しよう。

なおEUの意思決定機関は域内国首脳による欧州理事会（European Council）であり、域内各国はローテーションのルールに従って半年間、平等に議長国を勤める。「リーマン・ショック」勃発時は、2008年7月1日から12月31日までの半年間、偶然、大国フランスの出番であった。サルコジ大統領がいわば「EU大統領」として危機対応を指揮することになったのである。ヨーロッパ各国は深刻な危機に動転して自国優先の「近隣窮乏化」に走ってしまったが、サルコジの獅子奮迅の活躍でヨーロッパは辛くも救われた⁵⁾。2009年12月にリスボン条約が発効したため、2010年1月からは閣僚理事会議長職は2年半の常設機関に変わり（議長国の輪番制は変わらない）、ベルギー首相のファンロンパイが初代の常設「EU大統領」に就任した。彼は調整型であり、結局実力派の登坂とはならなかった。

5) 詳しくは長部（09）

図表1 ヨーロッパの金融危機対応の動き (2007年初～09年5月)

2007年	年初以降	米, 住宅ローン会社の破綻発生
	6月13日	ECB, 政策金利を3.75%から4%へ引上
	7月29日	典, Roskilde銀行がサブプライム関連の損失で国有化
	8月1日	独, IKB産業銀行がKfW (独復興金融公庫) から資金支援
	8月9日	仏, BNP Paris-Basが傘下のファンドの償還・解約を凍結 ECBにつきFRB, BOE, カナダ中銀が緊急流動性供給
	9月14日	英, 住宅金融大手, Northern Rockが140年振りに取付け(08年2月17日に一時国有化)
	12月12日	欧米, 5中央銀行が流動性供給
	17日	FRB, ドル・スワップ協定, ECBへ200億ドル, スイス中銀へ40億ドル
2008年	3月11日	FRB, ドル供給限度引上げ, ECBへ300億ドル, 希中銀へ60億ドル
	7月9日	ECB, 政策金利を4%から4.25%に引上
	9月15日	米, Lehman Brothersが破綻, NYダウ504ドル急落
	18日	米, 欧, 短期金融市場が麻痺, 日, 米, 欧の10中銀, ドル資金供与枠を6200億ドルに拡大 FRB, 各国中銀に1800億ドルを供給, 9月24日, 10月6日に追加供給, 10月13日事実上無制限のドル供給 英, Lloyds TSBが住宅金融最大手HBOSの買収発表
	20日	愛, 預金保護限度を引上げ
	18日	FRB, 各国中銀に1800億ドルを供給
	28日	ベネルックス3国がFortisに公的資金注入
	29日	アイスランド, Glitnir銀行の国有化, 10月6日に預金全額保護, 7～8日に他の2行を国有化 独, 不動産住宅金融大手Hypo Real Estateへの官民共同の流動性供給
	30日	仏, 白, ルクセンブルクの金融大手Dexiaに3国が資本注入 (64億ユーロ, 1兆円) 英, 住宅金融の中堅行Bradford & Bingleyが西Santander銀行により支店網買収, 残り部門は国有化 愛, 民間銀行の預金・社債の全額保護(4000億ユーロ, GDPの2倍), 英銀行預金の愛銀への大量移動始まる
	10月1日	EU, 国境越え大手行への資本要件指令の改正案採択
	2日	希, 預金の全額保護
	3日	英, 預金保護限度を3.5から5万ポンドへ引上 米, 緊急経済安定化法成立
	4日	仏, エリゼ宮で仏独伊英会合の開催, 危機対応の共同声明, サルコジ提案の欧州救済基金構想をメルケルが拒否, 以後EU機能麻痺で「暗黒の1週間」
	5日	独, 銀行団がHypo Real Estateへの救済策参加を撤回, 政府による公的救済と個人預金の全額保護
	6日	独, 英で株価7～9%の急落, 米欧6中銀の同時利下げ (月) アイスランド, 非常事態宣言, 民間行を政府管理下に, 預金全額保護 典, 預金全額保護
	7日	EU, ECOFIN (経済・財務相理事会) で金融危機対応の共通原則に合意, 預金保護を5万ユーロに引上 西, 銀行資産買取基金の創設

	8日	英, 包括的銀行支援策「ブラウン・プラン」を発表, 債務保証(2500億ポンド)と資本注入枠(500億ポンド)設定 EU, ドラロジエール委員会(金融機関の監督・規制の検討)の設立提案 澳, 預金全額保護 欧, 米, 8中銀が協調利下げ, 日銀参加せず
	9日	愛, Caupthing銀行の国営化, 外銀6行の預金全額保護 蘭, 資本注入制度導入 伊, 資本注入, 債務保証制度導入
	10日	G7, 行動計画(資本注入等)策定. 1週間でNYダウ1874ドル, 日経平均2661円下落
	11日	仏, ドゴール墓前祭にメルケル出席, 仏独修復を演出
	12日	仏, エリゼ宮でユーログループ会合, ブラウン出席, セカンドベストとして, 「ブラウン・プラン」採択で15カ国合意, EUのエンジンは「仏独枢軸」から「仏英協商」へ 葡, 銀行の債務保証制度導入
	13日	仏, 修正経済金融法成立, 銀行資金繰り支援(3200億ユーロ)と資本注入枠(400億ユーロ) 英, RBS, Lloyds TSB, HBOSに資本注入 蘭, 銀行債務保証制度導入 澳, 西, 資本注入, 債務保証制度導入
	15日	ECB, 政策金利を4.25%から3.75%へ引下
	16日	瑞, 中銀によるUBSへの資産買取保証, 資本注入
	17日	独, 金融市場安定化法成立, 銀行資金繰り支援(4000億ユーロ)と資金注入枠(800億ユーロ)
	18日	サルコジ, キャンプデービッドのEU米首脳会談で, 11月15日金融サミット開催の合意取り付け
	19日	蘭, 金融最大手行INGへ資本注入(100億ユーロ)
	20日	仏, 最大手6行へ資本注入(105億ユーロ)
	21日	独, Bayern LB(バイエルン州立銀行)が初の資本注入申請
	24日	IMF, アイスランドへ緊急融資(21億ドル)
	28日	IMF, ハンガリーへ緊急融資(157億ドル)
	29日	EU, 金融支援の行動計画発表(2009年までの工程表)
	11月3日	独, Kommerzbankが資本注入申請
	5日	独, 500億ユーロの経済対策発表
	12日	ECB, 政策金利を3.75%から3.25%へ引下
	14日	IMF, セルビアに包括的信用供与で基本合意
	15日	G20, ワシントンで金融サミット
	22日	EU, ラトビアに緊急支援
	12月10日	ECB, 政策金利を3.25%から2.50%に引下
	12日	EU, 経済救済計画採択, 域内国にGDP比1.5%の需要刺激と競争力上げのスマート投資(スキルアップ, エネルギー効率, グリーン技術, インフラ整備)を要請
2009年	1月15日	愛, 大手行, Anglo-Irishを一時国有化
	19日	英, 金融システム安定化の追加策
	21日	ECB, 政策金利を2.50%から2.00%に引下 仏, 最大手6行への追加資本注入

26日	アイスランド、金融危機で世界初の政権崩壊
28日	英、金融安定化の追加策
3月11日	ECB、政策金利を2.00%から1.50%に引下
25日	EU、IMF、ルーマニアへの特別融資（205億ドル）
4月2日	G20、ロンドンでG20の第2回金融サミット
8日	ECB、政策金利を1.50%から1.25%に引下
14日	ポーランド、IMFへ融資枠申請（205億ドル）
24日	独、Hypo Real Estateが公的資金受入（56.7億ユーロ）、
5月7日	EU、カバー・ボンド（担保付優良金融債）買取導入
8日	ECB、政策金利を1.25%から1.00%に引下

出典：各種資料より長部作成

第1章 EUの金融危機対応戦略

〈パリバ・ショックは忘れられた〉

サブプライム・ローン発の金融危機は、ヨーロッパにおいて「リーマン・ショック」の1年前、2007年8月9日に、「パリバ・ショック」として発現していた(図表1)。デリバティブ開発で世界を先導してアメリカへの進出を積極化させたBNP Paris-Basが、傘下の3つの資産担保証券（ABS）ファンドの解約・募集を凍結したのである。公表された理由は、米でのサブプライム・ローン市場の混乱（「証券化市場の一部で流動性が枯渇」⁶⁾）で資産価格算出が困難になったためであった。3ファンドの資産額は7月末に21億ユーロと評価されたが、危機直前には16億ユーロにまで急落していた。これに先立つ7月末に、独中堅のIKBドイツ産業銀行がサブプライム・ローン関連の投資で35億ユーロの損失を出したとの衝撃的ニュースがヨーロッパを駆け巡ったが、KfW（ドイツ復興金融公庫）による公的介入が決断され、傷は比較的小さく済んだ。だが他にも独大手のKommerzbankやDresdner Bank、英のHSBIなどでも巨額な損失発生が取りざたされていた。ヨーロッパは、アメリカとは違って不動産信用規制が厳格なためサブプラ

6) AP, 9 Aug.07.

イム・ローン問題とは無縁だ、とのこれまでの楽観的見方は急速にしぼみつつあった。

BNP Paris-Basのファンド凍結を引き金に、金融株を中心に欧州証券市場は急落し、欧、米インターバンク市場は凍りついた。未曾有の流動性危機が襲いかかる。ECB（欧州中央銀行）は果敢にも8月9日には950億ユーロという巨額の緊急オペの発動を決断し、その後も数日間で合計1170億ユーロという巨額の資金を市場に供給しつづけた。また米準備制度理事会（FRB）も9日には240億ドル、10日に350億ドルを市場に流し、イングランド銀行、カナダ銀行なども協調して流動性供給につとめた。これが奏効して混乱は短期間で収束し、ファンド凍結も20日間で解除された。

ECBトリシェ総裁はその迅速な決断で大いに評価されたものの、あまりの巨額な介入でかえって「市場の恐怖を正当化した」（ファンドマネージャー）⁷⁾との批判の声も上がった。連邦制をとるユーロシステム⁸⁾の下では、ミクロの個別銀行への資金繰りは各国中銀が担当する。これが積みあがった全体の資金繰り状況をECBが即座に把握するのは不可能であり、時間がかかる。そのため緊急時には過剰反応に走りやすい⁹⁾。だがより深刻なことは、トリシェがFRBとのスワップ協定締結に躊躇した事実にある。ERB側にも積極的対応をはばかる議会筋への政治的事情があったとみられたものの、とりわけトリシェはECBの至上命題たるインフレ抑止がドル流動性の直接注入で損なわれるのを懸念して、締結に踏み切れなかったといわれる。ドル資金の枯渇で動転した欧州銀行筋は、協定締結を強く懇願していた。ドル建のサブプライム資産から組成されたCDO（債務担保証券）を大量に購入していた欧州金融機関は、ドル資金調達を米投資銀行と同様に預金ではまかなえぬため、インターバンクや資本市場などホールセール市場

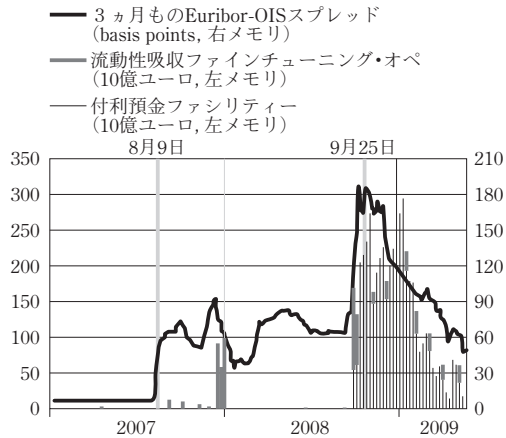
7) FT, 10 Aug.07.

8) ドロール元欧州委員長は1998年秋のユーロをめぐる国際会議で、共同体化されたECBと各国中銀による「ハイブリッド構造」たる欧州中央銀行制度（ESCB）を、「連邦制」（federalism）と呼んだ（長部98）。ECBとESCBの詳細は田中・長部・岩田（06）第5章を参照。

9) 加藤（07）

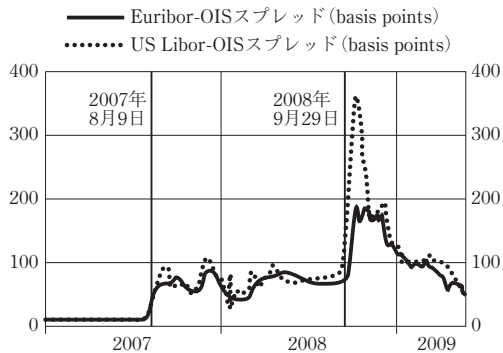
に依存せざるを得ない。インターバンク市場が凍りつくとドルの資金繰りに窮してしまい、巨額ファンドの償還・解約が出れば支払い不能に陥ってしまおう¹⁰⁾。スワップ協定は12月まで先送りされたが、トリシェはドル不足という危機の本質を見抜けなかったのである。

図表2a EU圏インターバンク市場の3段階（2007年1月～09年5月）



出典：ECB (09), p.141.

図表2b 欧米の3ヵ月インターバンク金利スプレッド (2007年1月～09年5月)



出典：ECB (09), p.142.

2007年8月9日以降、ユーロ圏金融市場には、米金融市場と同様に、劇的な変化が訪れた。ショック前の第1段階では金融市場はスムーズに機能しており、金利ではユーロ圏インターバンク金利（Euribor）とオーバーナイト指標スワップ金利（OIS）との間のスプレッドはほぼ0.03～0.05%と低い水準で安定して推移していた（図表2a）。また域内の国別市場格差は少なく、流動性はとくに短期ものでは借手貸手間でスムーズに流されていた。だがショック以降、カウンターパーティー・リスク急騰によりスプレッドは一気に高まり、ECBは先にみたように巨額な流動性供給を断行した。これが奏功して市場は、とくにオーバーナイト金利は比較的短期間で落ち着きを取り戻すことができたものの、3ヶ月のタームもの金利スプレッドは大幅に高止まりし、欧州金融市場は第2段階に入った。ECBは8月22日、期間3ヶ月の資金供給オペの増額を発表してオーバーナイトのインターバンク市場は急拡大し、流動性規模は約3割増（07年8月9日までの平均400億から、その後の08年9月26日までの平均520億ユーロへ）へ跳ね上がった。

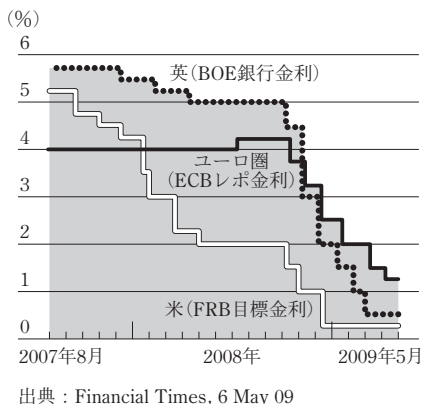
翌9月に、英では、住宅金融機関Northern Rockがイングランド銀行と金融庁とによる公的介入の先送り（独と対照的であり、結局翌2月に一時国有化¹¹⁾）という政策ミスから、140年ぶりの取り付け騒ぎが生じたものの、「パリバ・ショック」は急速に忘れ去られ、ECBをはじめ各国監視当局も警戒モードを緩めてしまった。

この間、国際競争の公正さ確保を強調し始めたサルコジ仏大統領と、以前からヘッジファンド規制の主張を強めていたメルケル独首相に、ブラウン英首相が加わって、今回の危機対応が協議された。そして2007年10月には危機の原因として、以下の3点が指摘された。すなわち、①銀行は、無分別にリスクをとり、②市場は、危機の初期段階で十分な情報と流動性を提供できずに急激な価値崩落を招き、③規制当局は、市場の機能不全も

10) 米倉（08）,（09b）pp.53～55.

11) 小口（09）

図表3 政策金利の引下 (2007年8月～09年5月)



流動性不足も予見できず、銀行の支払い不能も想定していなかった、というのである。そしてこの指摘を踏まえて、欧州委員会に対してとくに金融の規制・監督での改革でイニシアティブを発揮するよう求めた。これを受けてECOFIN（経済・財務相理事会）で、何度かにわたって金融改革が討議されたものの、目だった成果は上がらなかった¹²⁾。

〈近隣窮乏化への誘惑〉

2008年9月15日、Lehman Brothersが破綻して「リーマン・ショック」が勃発する。だがヨーロッパでは1年前の「パリバ・ショック」はすっかり忘れ去られており、今回の破産は大西洋をはさんだ対岸の火とみなされ警戒感著しく欠けていた。それに先立つ7月9日、ECBトリシェ総裁は政策金利の4から4.25%への引上げに踏み切っていた。FRBはすでに2007年8月以降7回にわたる小刻みな利下げで目標金利を5.25から2%へと大幅に引き下げており、英イングランド銀行もまたこの間5.75から5%へと3回の切下げを済ませていた。今回はECBのみが突出した単独切上げであ

12) Autret (08)

った(図表3)。後に『*Euromoney*』誌のインタビューで「後知恵ながら、夏の利上げは正しかったのか」と問われて、トリシェは「スタグフレーションの恐れが深刻化し、インフレ期待が碇を解き放たれるリスクが蔓延していた」¹³⁾と利上げを正当化してみせた。たしかに石油価格は7月に1バーレル146ドルと1年で倍増したが、ヨーロッパはこれを契機にすでに景気後退入りしていたのである。利上げでユーロ高は高進し、景気は一気に鈍化した。今やECBの体質となった、インフレ懸念への過剰反応、という政策ミスだと断じる向きも根強い。

ECBは、その設立条約であるマーストリヒト条約によって、「主要な目的が物価安定」と明記され、それに続いて「物価安定の目的を損なうことなく、…共同体の全般的経済政策(雇用、成長、競争力、経済パフォーマンスの収斂)を支援する」(第105条第1項)と謳っている。この反インフレ原理主義ともいうべき姿勢はBundesbank(ドイツ連銀)のDNAを引き継ぐものに他ならないが、第1次大戦後、第2次大戦後の激しいハイパーインフレに襲われたドイツの歴史的トラウマの投影といえる。世界の中央銀行の中でも特異な姿勢といえるが、例えばFRBでは金融政策の目的を、それを規定する1978年の完全雇用・均衡成長法(ハンフリー・ホーキンス法)の名称が示すように「雇用、物価、長期金利、成長」などとしており、特定の優先順位をつけてはいない¹⁴⁾。

他方バローゾ欧州委員長はリーマン・ショック勃発後、EU諸国に対して危機波及の阻止を警告することは無かった。独のシュタインビュルク蔵相にいたってはあろうことか、「金融超大国は終わった」とコメントして他人の不幸を笑うシャーデンフロイデの発露に出た。だが2008年6月以降、半年間の閣僚理事会議長に就任していたサルコジ仏大統領は、「予測を超えた未曾有な規模の金融危機が、ヨーロッパ、フランスを襲うのは必死だ」

13) Horwood & Johnson (09)

14) 国際金融情報センター(1999), pp.71~72

と判断し、直ちに危機対応班を立ち上げた。

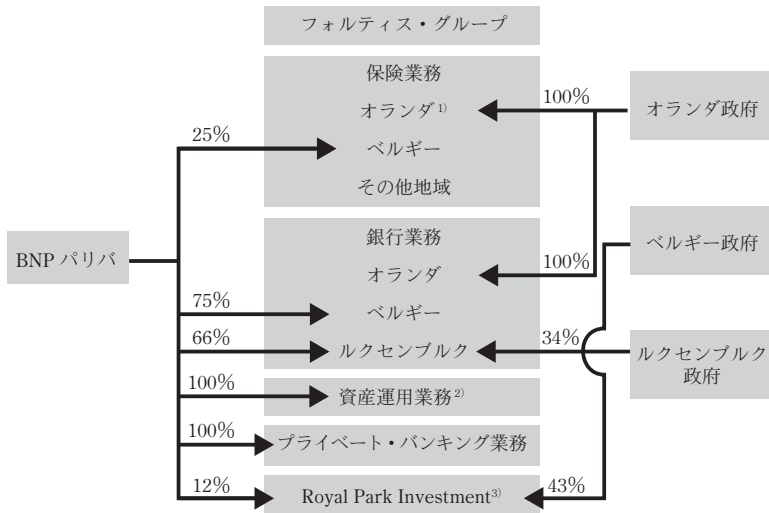
それから2週間後、9月28～30日に金融危機はヨーロッパを一挙に飲み込んだ。Fortis（ベネルクス3国）、Bradford & Bingley（英）、Glitnir（アイスランド）、Dexia（白、仏）と、リーマン関連の証券を抱えた銀行が相次いで信用危機に陥り、関係各国は国有化や公的資金注入に追い込まれた。30日にはアイルランド政府が6大銀行の預金・社債の全額保護に踏み切り、総額4000億ユーロ、GDPの2倍という巨額な緊急措置を発表するにいたった。隣国イギリスでは、直ちに国内預金のアイルランドへ向けての大量移動が始まる。旧宗主国でありその後も特別な関係を誇ってきたイギリスに対して、アイルランドは何の通告もせず、何の事前調整もしていなかった。英は10月3日に、預金保護の上限を3.5から5万ポンドへと大幅に引き上げて対抗するしかすべはなかった。欧州金融界の権威でロンドン大学教授のヴィレム・ピユイター教授は「中世には軍隊が腺ペストの死体をつめて都市砲撃したが、それに匹敵する傍若無人の近隣窮乏化（the beggar-they-neighbour）の挑発だ¹⁵⁾」と糾弾した。欧州議会の経済通貨委員長は「我勝ちの逃亡」（le sauve-qui-peut）¹⁶⁾と慨嘆した。オランダはベネルクス3カ国による救済が決まったFortisについて、国内の支店と傘下の保険グループのみを国有化すると国家エゴを發揮し、この結果、ベルギーとルクセンブルクも同様な自国優先対応を余儀なくされた（図表4）。

サルコジ大統領はこの深刻な欧州亀裂を早急に繕うべく、10月4日にはエリゼ宮で仏、独、英、伊の4大会合を召集し、「今こそ足並みを揃えよう」と呼びかけた。預金保護限度枠の2から5万ユーロへの引上げとEU金融規制の強化・調和で合意が成った。だが今回の目玉は、欧州版「モルソン・プラン」たる欧州銀行救済基金を立ち上げることにある。前日の3日、米では総額2500億ドルに上る資本注入実施の緊急経済安定化法がようやく成立していた。これを追い風に、英、伊首相と欧州委員長、ECB総裁

15) Thornhill (08)

16) Benoit (08)

図表4 フォルティスの分割国有化（2008）



注：1) ABN アムロを含む。
 2) ABN アムロを含む。
 3) ベルギーのフォルティス・バンクが保有する証券化商品等を移管した特別目的会社。
 出典：フォルティス，BNPパリバ資料（野村資本市場研究所 09）

はサルコジ・プランにこぞって賛成した。だがメルケル独首相のみは頑なに拒否をつらぬき，ここに欧州共同救済策は挫折した。以後EUの動きは1週間にわたり，凍りついてしまう。

ドイツは金融大国ゆえに，汎欧支援となれば少なくとも4分の1は負担させられる。だが財政規律について，フランス，イタリアなど南欧諸国に対する猜疑心は消えない。また遡ればオイルショック後の不況期に，ドイツは機関車役を押し付けられてインフレ高騰の憂き目をみた苦い経験がある。とりわけ1990年の統一以降，経済の不調に長く苦しんだが，これを耐えて労働コストの削減という荒療治を断行してようやく苦境を脱しえた，との思いも強い。そう簡単には，大判振る舞いに乗れなかったのである。独の緑の党，前外相フィッシャーは「ヨーロッパ最大の経済国が，自国優先

に走ったとの印象を与えた」¹⁷⁾と嘆き、コーンブラム元駐独米大使（現ラザール・ドイツ会長）は「メルケルは対案を出さず、金融危機の深化を傍観した」¹⁸⁾と非難した。

早くも翌5日の日曜、メルケルは冷酷なしっぺい返しを食らい、銀行個人預金の全額保護に追い込まれてしまう。パリとロンドンに怒りに震えた。このとき、独の不動産融資大手Hypo Real Estateが流動性危機で破綻の瀬戸際にあり、独連銀と銀行団とによる協調融資をうける交渉が進んでいた。だが10月4日、銀行団が突如支援を撤回して交渉は暗礁に乗り上げ¹⁹⁾、金融不安に一挙に火がついたのである。翌6日月曜日、市場が開くと独、英で株価が急落し、市場は近隣窮乏化に走ったメルケルに不信を突きつけた。6日にはデンマークが預金の全額保護に追い込まれ、7日にはアイスランドが全額保護とさらに銀行国有化をも余儀なくされた。

10月8日、英でブラウン首相は包括的な銀行救済策の前倒し実施に踏み切った。これまでは「泥縄式個別行救済策」が続けられてきたが、これに替わって英銀主要8行向けに2500億ポンドの債務保証と500億ポンドの資本注入枠とを約束するものである。11日にはドゴール墓前祭が開かれて仏独修復が演出され、翌12日にはエリゼ宮でユーロ・グループのサミットが開かれブラウンは出席を求められた。サルコジはユーロ諸国にこのブラウン・アプローチをセカンドベストとして採択するよう要請し、独も含めて15カ国の合意が成った。「暗黒の1週間」によろやく幕が下されたのである。ユーロ・グループ議長のルクセンブルグ首相ユンカーは、「ヨーロッパが今日ほど強くまとまったことは無い」と胸を張った。これまで欧州統合を牽引してきた「仏独枢軸」に替わり、以後、「仏英協商」が金融危機対応を仕切っていく。12月には『Der Spiegel』が、メルケルの写真に「マダ

17) Fischer (08)

18) *Newsweek*, 12Nov.08.

19) 小嶋 (09)

図表5 独、仏、英の金融システム安定化策 (2008～09)

ドイツ	<p>「金融安定化法」に基づき、800億ユーロ(約10.2兆円)の資本注入枠を確保。</p> <p>資本注入(下記2行の発表額): 187億ユーロ(約2.4兆円)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・コメルツ銀行 182億ユーロ ・アレーアル銀行 5億ユーロ <p>総額400億ユーロ(約5.1兆円)の資本注入枠を創設。</p>	<p>不良債権を金融機関がら切り離すための「バット・ハンク」の創設を盛り込んだ法案を発表。</p>	<p>政府等がハイボ・リアル・エステートに対し融資を実施。</p> <p>融資額: 500億ユーロ(約6.4兆円)</p> <p>※なお、ヒボを念頭に金融機関の国有化を可能にする法律を制定。</p>	<p>政府が銀行間取引に対して、債務を保証。</p> <p>事業規模: 4,000億ユーロ(約51兆円)</p>	<p>預金の全額保護を実施。実施前の法定保護上限は預金の90% (2万ユーロ(約260万円)を上限)。</p>	
フランス	<p>資本注入(発表額): 合計215億ユーロ(約2.8兆円)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・大手金融機関 6行 ・大手金融機関ユーロ(1回目) ・総額106億ユーロ(1回目) ・総額110億ユーロ(2回目) 			<p>政府が銀行間取引に対して、債務を保証。</p> <p>事業規模: 3,200億ユーロ(約41兆円)</p>	<p>変更なし。現行は、7万ユーロ(約900万円)。</p>	
イギリス	<p>総額500億ポンド(約7.2兆円)の資本注入策を発表。</p> <p>資本注入(発表額): 合計500億ポンド(約7.2兆円)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・RBS 330億ポンド ・HBOS 115億ポンド ・ロイズ 55億ポンド <p>※RBSに対しては、必要に応じて60億ポンドの追加注入を実施することとされている。</p>	<p>「資産保護スキーム」により、金融機関の保有資産(資産担保証券等)に対して政府保証を実施。</p> <p>保証資産額: 5,850億ポンド(約84兆円)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・RBS 3,250億ポンド ・ロイズ 2,600億ポンド 		<p>政府が金融機関が新規に発行する債務を保証。</p> <p>事業規模: 2,500億ポンド(約36兆円)</p>	<p>ROEがCP、社債、中期の英国債の購入を含む資産買取制度(AFF)を発表。</p> <p>買取規模: 1,250億ポンド(約18兆円)</p>	<p>預金保護の上限を3万5,000ポンド(約500万円)から5万ポンド(約720万円)に引き上げ。</p>

注: この他、ECBがカバード・ポンド(担保付金融債)の買取りを発表(600億ユーロ、約7.7兆円)
 出典: 内閣府(09), p.18.

ム・ノー」と大書した表紙を掲げて特集号を出した²⁰⁾。

欧州救済基金の流産で、金融危機は一挙に拡大・深化し、結局各国は個別の巨額救済策実施に追い込まれてしまう（図表5）。

〈金融市場の動きと金融安定化措置〉

リーマン・ショック以後の欧州金融市場の動きを振り返っておこう。ユーロ圏金融市場ではインターバンク金利スプレッドが急騰し、アメリカの4倍とまでは行かずとも2倍以上に跳ね上がった（図表2b）。9月24日にはWashington Mutualの破産が報じられて危機の拡大が確実になると、これ以降、ユーロ圏金融市場には激しい質的变化が生じ第3段階に入る。それはECBが付利する銀行からのオーバーナイト預金、deposit facilityの急騰が生じた現象であり、2008年9月第1週の0.9億から9月28日からの1週間に1694億ユーロへと一気に跳ね上がった。これとは対照的にオーバーナイトの無担保インターバンク市場では、一日の平均取引高が9月22日以降の1週間に半減し、293億ユーロに落ち込んだ。この間にECBは預金ファシリティーにより総額1529億ユーロの流動性を吸収している。

リーマン・ショック以降の第3段階の特質は、金利スプレッドは急騰したものの流動性の供給が大幅に低下し、逆に流動性吸収が急騰した点にある。この特異な動きは、銀行が未曾有の信用危機に直面して余裕資金のオーバーナイト貸付を抑制し、安全なECBへの預金ファシリティーという形で自己資金の積み増しに走ったことによる。9月末には、欧州金融市場は極度の緊張状態に陥ってしまう。ECBは10月8日、公開市場操作の入札手続きと常設ファシリティー回路との変更に踏み切った。一方では無制限の長期リファイナンス・オペを開始し、10月半ば以降には入札金利から固定金利に変更した。他方では常設ファシリティーによる流動性供給と吸収とを急拡大させ、機能低下に陥ったインターバンク市場機能の代替・補完に

20) *Der Spiegel*, 49/08.

努めたのである。

その後、金融危機が実体経済に波及し、2009年春には輸出が急落し、基幹輸出産業の化学、工作機械などの稼働率が大きく落ち込む事態を迎えた。このため5月には政策金利を1.25から1%へ引き下げるとともに、6月には「非常措置」(non-standard measure)の採用に踏み切り、まず公開市場操作による資金供給の最長期間を6ヶ月から1年に延長した。銀行は担保の枠内で、政策金利1%による1年ものの資金調達が無制限に可能になった。初の応札額は4400億ユーロと膨れ上がり、トリシェは「法外な成功」と胸を張った²¹⁾。だが米、英のような国債の買い取りについては、ハイパーインフレの記憶が消えないドイツの強い抵抗から踏み切れず、1年ものカバード・ボンド(高格付けの担保付金融債)の買取プログラム、総額600億ユーロを実施することになった。

さて金融システムの安定化策ではこうして各国別になり、2008年10月以降、EUが承認した国家援助の総額は、ユーロ圏諸国で3.5兆ユーロを上回り、GDP比37%に達する²²⁾(図表6)。実施の実績(明示されていないが、09年第2四半期まで)は1.2兆ユーロ(GDP11%)にとどまる。国家支援は大きく、①資本注入、②銀行債務保証、③不良資産買い取り、④融資の四項目に分けられる。

最大費目は債務保証であり、承認額で2.9兆ユーロ(GDP25%)、実施額で1兆ユーロ(8.3%)となった。危機勃発後、インターバンク市場の流動性枯渇に早急に手を打ち、信頼性回復につとめるためである。アイルランドの例のように、高度の保護を求めて預金が短期間に大量移動する危険性があるため、10月23日に、国家援助は域内国の外銀支店や子会社であっても全ての銀行に対して無差別オープンに与えるよう規定された。資本注入では銀行によるデレベレッジの開始をフォローすべく、委員会が12月5日に資本注入のガイドラインを発表したが、当該行はそのリスク度と営業

21) 加藤(09)

22) EU(09), pp.62~64.

図表6 銀行セクターへの公的介入 (2009)

%of GDP	資本注入		銀行債務保証		不良債権処理		流動性・資金操支援		合計	
	承認額	実施額	承認額	実施額	承認額	実施額	承認額	実施額	承認額	実施額
アイルランド	5.1	2.1	225.2	225.2					230.3	227.3
ベルギー	4.2	5.7	70.8	16.3	5.7	5.0	NA	NR	74.6	35.3
イギリス	3.5	2.6	21.7	9.5			25.1	18.7	50.3	30.8
オランダ	7.9	7.9	34.3	5.7		4.9		5.8	42.2	24.3
ルクセンブルグ	6.9	7.9	12.4	NR					19.3	18.5
スウェーデン	1.6	0.2	48.5	8.8			0.1		50.2	9.0
ラトヴィア	1.4		10.9	2.8			10.9	6.1	23.2	8.9
オーストリア	5.0	1.7	27.3	5.1	0.4	0.4	27.3	1.5	60.0	8.7
ドイツ	4.2	1.6	18.6	7.3	3.6	0.4		NR	26.4	6.3
スペイン			9.3	2.8			2.8	1.8	12.1	4.6
フランス	1.2	0.8	16.6	3.1	2.3	0.3			20.1	4.2
ポルトガル	2.4		12.5	3.0					14.9	3.0
ギリシャ	2.0		6.1	0.4			3.3	1.7	11.4	2.1
デンマーク	6.1	0.3	253.0	NR			NA	NR	243.8	0.5
ハンガリー	1.1	0.1	5.9						7.0	0.1
スロベニア			32.8						32.8	
スロヴァキア										
ルーマニア										
ポーランド										
マルタ										
リトアニア										
イタリア	1.3		NA						1.3	
フィンランド			27.7						27.7	
エストニア										
チェコ										
キプロス										
ブルガリア										
EU	2.6	0.5	24.7	7.8	12.0	0.5	4.3	3.0	43.6	11.8
ユーロ圏	2.6	1.4	20.6	8.3	12.0	0.7	1.3	0.7	36.5	11.1

注：実施国の規模順。NR：報告なし。NA：情報なし

出典：EC (09b), p.63.

年数とに応じてコスト負担を引受け、同時に出口戦略を提示するよう求められた。承認額は3000億ユーロ、GDP2.5%、実施額は1700億ユーロ、1.4%である。不良債権処理では2009年2月25日にガイドラインが規定された。その処理方法は、買い入れ、保証、あるいは両者の組み合わせ、といずれの形をとるにせよ当該行は透明性とディスクロージャー、国との間での適切な負担分担、実態経済価値に基づく不良資産の慎重な評価などが要求された。

この公的介入スキームは、国ごとの相違がきわめて大きい。承認額では、デンマークとアイルランドとがGDP比200%を大きく超えて突出している。だが実施額をみると、アイルランドが承認額をほぼ消化しているのに対して、デンマークのそれはわずか0.2%に止まる。ここでは不動産市場の崩落を懸念しての手厚い警戒策が立てられたため、抑止効果が十分利いて被害が未然に防がれたためであろう。実施規模が大きいのは英とベネルックス諸国だが、こうした国別パフォーマンスの相違は、次節でみるように、銀行部門の比重（英、愛、ルクセンブルク）、米発の不良資産へのエクスポージャー度（英、独）、自国不動産市場の崩落（英、愛、西、典）、そして中東欧の新興市場へのエクスポージャー度（スウェーデン、フィンランド、澳、希、白、蘭）などでの多寡が現れている。中東欧諸国は銀行支援策を実施していないが、これらの国で活動する主要行は西欧の外銀子会社や支店であり、母国による支援に期待できるためである。

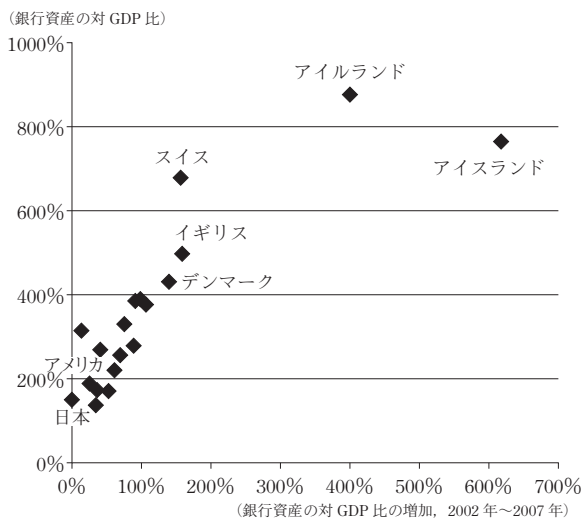
この結果、2008年7月から2009年3月までにユーロ圏銀行の総資本・準備額は4%増大し、債務資金調達状況も政府保証のおかげで大幅に改善され、インターバンク市場の金利スプレッドも平常化に向かう傾向を見せている（図表2a）。アメリカとは逆に、間接金融中心（約6割）のヨーロッパでは証券市場の厚みに限りがあり、巨額な国家保証債務が他の債券に対してクラウドディングアウトを引き起こす懸念が払拭できないが、幸いなことにこれまでのところ杞憂に終りそうである。

第2章 欧州金融市場の脆弱性

〈制度的脆弱性〉

欧州金融機関の資産残高は肥大化しアメリカの数倍にのぼった。金融破綻をみたアイルランドやイギリスはそれぞれ対GDP比9.5、5.5倍という過大な規模に膨れ上がっていた（図表7）。この異常な事実に象徴されるヨー

図表7 銀行資産の対 GDP 比 (2007)



出典：ECB, Eurostat, 各国統計（野村資本市場研究所, 09）

ロップにおける金融危機深刻化の原因は、大きく制度的要因と経済的要因とに2分されよう。前者では、なによりEUという制度設計のユニークさに起因する。共同体（主権をプールする超国家機関）と国家連合との相反する性格を兼ね持つハイブリッド構造が基底にあるためといえる。

欧州政府に相当する欧州委員会だが、執行権限は閣僚理事会（立法権）から委任されたにすぎず、予算規模も小さい。それゆえ欧州委員長の権威と能力、という個性が大きな意味をもつことになるが、1990年代には仏出身のドロール委員長のもとで、幾多の政治的経済的危機に際して委員会は常に指導的役割を演じてきた。だが今回はこれとは対照的に、バローゾ委員長は指導権を発揮できなかった。ポルトガルの小国出身で仏、独の支持を得ずに就任したという事情も働いている（2009年に再選されたが、今回は仏、独が支持）。ともあれ直接国民と対峙する国家首脳と比べて、EUリーダーの危機意識は希薄にならざるを得ない。預金保護限度額を引き上げ

る委員会提案は、2007年9月のNorthern Rockの破綻が生じてから1年もたってからである。EUはすでに見たように金融安定化のための巨額な政府保証や公的資本の注入を誇っているが、実態は戦略無き国別「赤十字作戦」の寄せ集めに過ぎなかった。委員会が薬効張りを修復して、1つの答えにまとめようと絶望的な努力続けたのは事実だが、結局は域内国の近隣窮乏化へ走る誘惑を抑えられずに「共同体方式」は放棄され、サルコジが決断したセカンドベストの解決、「政府間協力」に期待を寄せる他なかった。

こうして危機予測の努力を怠り、EU27の汎欧対応をコーディネートができなかった、とバローゾ委員長と欧州委員会とは激しい批判にさらされる。ブリュッセルのある政策シンクタンクのアナリストは「委員会は欧州統合のモーター役ではなく、かえってブレーキと化してしまった」²³⁾と嘆き、『Financial Times』の欧州版編集長はバローゾ委員会を「金融危機の中でうろたえる傍観者」²⁴⁾と切り捨てた。だがバローゾはこうした非難は公平でないと反論し、有力筋(サルコジやメルケルであろう)から、「あまり動くな」と釘を刺された事実を暴露する²⁵⁾。

制度上の欠陥も指摘できる。財政権限と金融規制監督機能とはなお統合されずに各国主権下にとどまるため、ユーロはドルや円とは異なり「最後の貸手」を欠き、片肺飛行を余儀なくされる。委員会の業務については、マクロ経済(財政計画・予算)と金融・通貨との権限が2委員間で分かれており、立案・遂行で障害が出る。深刻な事実も競争政策との衝突である。委員会は、金融危機で共同体方式での対応がかなわなかったため、単一市場、競争法、気候変動など、せめて「EUアイデンティティ」を擁護したいとの保守的姿勢に傾いた。各国対応の際に国家援助規制、財政規律、公正、自由市場などの理念が無視され、侵害されることを恐れたのである。フランスは11月末に銀行への公的資金注入にあたり、貸し渋り防止・融資

23) Barber (08)

24) Thornhill (08c)

25) *Le Monde*, 14nov.08.

拡大のために「優良」6行を対象とする400億ユーロの「緑の注入」（予防措置）をすすめようとした。このとき国家援助規制を理由に、クルース競争委員は認可を先送りにしてサルコジの怒りを掻きたてた。塊、西、ハンガリーにも待ったがかけられたが、委員会は既存の枠組遵守に汲々として大胆な危機対応に遅れてしまったのである。その10日後には、10月に決めた銀行救済の一般原則を見直す「ニューア・プローチ」を決めて「緑の注入」を容認するとしたものの、融資利率では差別化を求めた。

ECB（欧州中央銀行）の弱点は、先に触れたように、ドイツ連銀のDNAが埋め込まれたために終始インフレファイターを演じざるを得ず、危機対応に柔軟に対処しづらいことにある。また連邦制をとっているために、国別状況が大きく異なるマイクロ市場の実態に肉薄できずにファインチューニングで遅れを採り、大雑把かつ過大な市場介入に傾きがちである。こうした視点から、サルコジ大統領は2007年に就任以来同じフランス出身ながらすっかり「ドイツ化」してしまったトリシェ総裁に向かって激しい攻撃を繰返して、ECBの嫌われ者（*bête noire*）になった。

〈レバレッジの急騰と資産価格バブル〉

欧州金融機関の経済的脆弱性として、先ずレバレッジに注目しよう。金融機関は低コストの短期資金を集めて長期の高リスク資産に投資し、収益を上げる。総投資額/自己資本の比率たるレバレッジを高めることでより高い収益が実現されるが、当然それはリスク急騰とのトレード・オフの関係にある。リスク分散のイノベーション先行が欠かせない。

欧州銀行はユニバーサル・バンキング（商業銀行と投資銀行など業態分断がない）の形をとっており、一行でリテールからホールセールまで幅広い金融活動の展開が可能である。それゆえアメリカで1999年に、グラス・ステイーガル法の撤廃が急がれた事実は、すでにふれた。この結果、アメリカの銀行以上に、しかもその商業銀行のみならず投資銀行と比べても、より高いレバレッジに走ることになった。とくに一部銀行は最近3～4年

図表8 欧米の対GDP債務比率 (1999-2008)

	全経済		非金融企業部門		金融部門		家計・中小企業	
	ヨーロッパ	アメリカ	ヨーロッパ	アメリカ	ヨーロッパ	アメリカ	ヨーロッパ	アメリカ
1999年	3.51	2.66	1.61	0.79	0.48	0.88	0.67	0.46
2007年	4.54	3.47	2.32	1.17	0.61	1.28	0.92	0.49
2008年	4.73	3.46	2.42	1.17	0.61	1.24	0.97	0.49
1999-2007 年の変化	1.03	0.81	0.71	0.38	0.13	0.4	0.25	0.03

出典：ECB, FRB (Gros & Cinzia, 09)

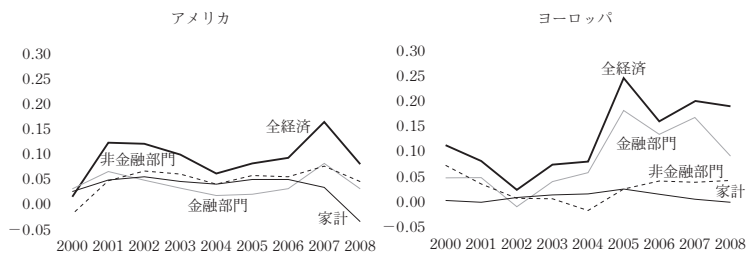
間に2倍以上にレバレッジを引き上げ、異常なスピードで資産拡大に走ってきた。(図表7)

さて金融危機ではほぼ例外なく、レバレッジ(信用創出)の拡大と資産価格急騰との結合が生じていたといえるが、この事実は今回もアメリカのみならずヨーロッパにおいても認められる²⁶⁾。リーマン・ショック以前の1999年から2007年までの対GDP負債比率を欧米間で比較すると(図表8)、全体としてヨーロッパがアメリカを上回って拡大している(103%に対して81%)。対照的なのは金融部門でのアメリカの負債の増大と、逆に非金融企業部門と家計部門でのヨーロッパの著しい伸びである。レバレッジの動きを見ると(図表9)、全経済と金融部門とではヨーロッパの方がずっと高く、ボラティリティーも大きい。アメリカでは2001年から上昇しているが、ヨーロッパではそれからずっと遅れて2004年以降の急騰となり、新興国ブームと結びついた結果といえる。金融危機がアメリカ発であっても、この新興国へのエクスポージャー度の急激な高まりが、ヨーロッパ金融部門のストレス(健全性破損)拡大にとっての重要な要因となった事実がわかる。

危機入り後、金融機関はバランスシートの圧縮と高いレバレッジの解消とが避けられなくなった。とりわけ流動性の逼迫で資金調達が困難になったアメリカの投資銀行は、資産売却を急ぐとともに商業銀行傘下に入って

26) Gros & Cinzia (09)

図表9 欧米のレバレッジ指標 (2000~08)



出典：Gros & Cinzia (09)

図表10 レバレッジ引下に必要な増資額 (2008)

2008年末時点のレバレッジ比率：27倍

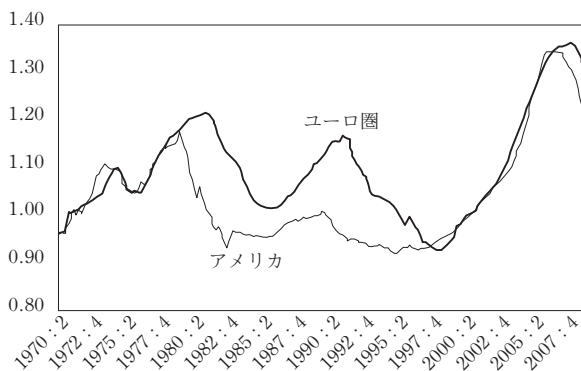
(億ドル)

引下げ後のレバレッジ比率	アメリカ	ユーロ圏	イギリス	その他 ヨーロッパ	合計
25倍 (金融危機前の水準)	2,750	3,750	1,250	1,000	8,750
17倍 (1990年代半ばの水準)	5,000	7,250	2,500	2,250	17,000

注：レバレッジ比率は有形資産 (TA) の有形普通株式株主資本 (TCE) に対する倍率。

出典：IMF (09), *Global Financial Stability Report*, Apr. (内閣府09,p.13)

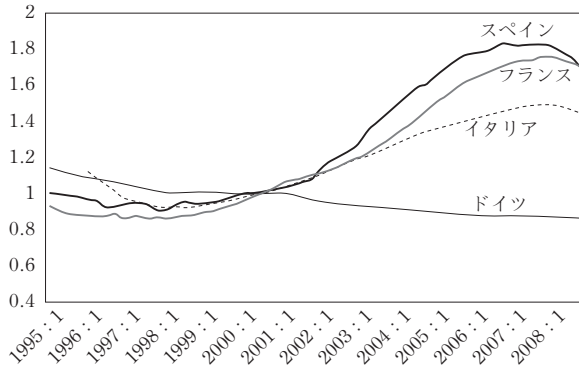
図表11 欧米の対家賃比住宅価格 (1970~2007)



注：ユーロ圏は独，仏，伊，西，フィンランド，愛，蘭の平均

出典：OECD, May 09 (Gros & Cinzia, 09)

図表 12 ユーロ圏国別の対家賃比住宅価格 (1995~2008)



出典 : Gros & Cinzia (09)

ビジネスモデルの転換を余儀なくされた。ユニバーサル・バンキングを採るヨーロッパでもまた、大きな変容が始まらざるをえない。各銀行は自己資本の増強のみならず、レバレッジを急騰以前の2003年まで引き下げざるを得なくなるが、そのための資産圧縮が米投資銀行では16%程度の引き下げが必要である。だがヨーロッパでは、イギリスが37%、ドイツが36%と大幅な引き下げを迫られ、比較的健全なフランスでも17%程度になるという。

資産売却は資産価格の急落をもたらして貸出しの圧縮を促すため、実体経済は大きな打撃を受けることになる。IMFの試算(『国際金融安定化報告』)によると、2008年の世界のレバレッジ水準を27とすると、これを金融危機前の水準(25倍)、ないし1990年代半ばの水準(17倍)に戻すと想定したときに、米、ユーロ圏、イギリス、その他ヨーロッパの各地域の増資額は巨額にのぼり、ヨーロッパはアメリカの2.3倍以上の増資を迫られることになるという(図表10)

次に資産価格だが、対家賃比住宅価格の推移(図表11)から明らかなように、1997年以降、EUはアメリカと同様に急騰したが、イギリスも同様な動きを示している。国別の相違が大きく(図表12)、ドイツでは一貫して住宅価格の低下が続いたが、スペインとフランス(80%増)、さらにはイタリ

ア（50%増）では急騰し、アメリカを上回る資産バブルとなった。バルトやバルカンの小国でも、住宅バブルがはじけた国が出た。ドイツとその他の国との間のこうした非対称性は、ドイツ統一という初期条件の根本的相違から来る。統一後、ドイツでは目覚ましい建設ブームが続いて1995年にピークを迎え、建設業の産出はGDPの14%にも達した。賃金も急騰したためドイツ連銀は公定歩合を大幅に引き上げざるを得なくなり、この結果ヨーロッパでは通貨危機が加速し、激しい景気後退の引き金が引かれた。1995年以降、ドイツでは建設は緩やかに収縮して2005年まで続き、対GDP比では8%にまで落ち込んだ。

他の欧州諸国では不動産ブームが訪れた。1999年のユーロ導入後、南欧やアイルランドなど周辺国では金利低下が著しい一方、インフレ率が比較的高止まりしたために実質金利が大幅に下がった。さらに移民や人口の増大が加わり、住宅投資は急増したのである。ITバブル後、2002年以降、景気回復が目覚ましいドイツや中東諸国から、アイルランド（不動産価格が95～06年3.6倍に急騰）、スペイン（同じく2.1倍）、オランダ（2倍）などに向け住宅投資が膨らんだ。流入する豊富な資金急増を背景に不動産投資を活発化させたイギリス（2.5倍）では、政府の緑地保護政策から住宅需要が逼迫していたという特異な事情があった。フランス（1.6倍）も限定的ながら価格低下に見舞われたが、パリでの急騰ははじけず（たえず中東などから引合いが続く）他地域に波及しなかった。イタリアではバブルは生じず、ドイツでは不動産価格は低下した。

金融危機による建設部門の急落は、ヨーロッパの不況を加速する。とりわけ1994年以降ヨーロッパ経済の優等生と称えられてきたスペインでは2007年後半以降、住宅価格が急落し、深刻な不況に見舞われた。スペインの建設業は対GDP比で他の欧州諸国の2倍に達し、観光以外にこれといった産業が無いため、経済の落ち込みは他のヨーロッパ諸国に比べて深刻化する。

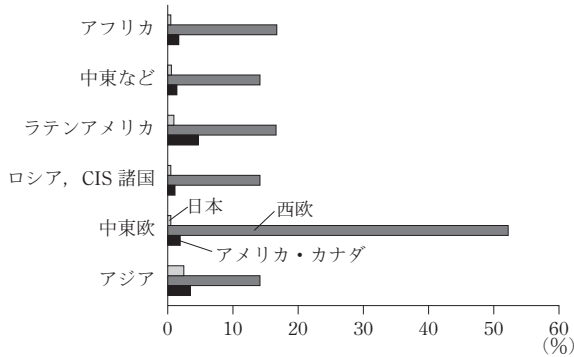
〈国際仲介の歪みとサブプライムの損失〉

金融危機のマクロ経済的要因として、2000年代に入って急拡大したグローバル・インバランス（経常収支不均衡、BISは前出のように「要求と困難の不均衡」と含みを持たせた表現）が指摘できる。経常赤字拡大がアメリカ一国に集中したのに対して、経常黒字は広く産油国、新興国に分散されるようになり、これを背景にオイルマネー、資源マネーなど国際的資金フローが急拡大した。国際金融仲介においてヨーロッパの金融機関は、世界の金融センター、シティーを舞台として長年にわたる豊富な伝統と経験とを生かして圧倒的な強みを発揮して、これら余剰資金を取り込んできた。

他方新興・途上国向け融資残高の対GDP比（2007年末モルガン・スタンレー推計）では日本5%、アメリカ4%に対して、ヨーロッパは20%と突出している。イングランド銀行副総裁は、「新興国の失速で、とりわけ米市場でドルを調達して世界中に与信を拡大してきたため傷が深い」と指摘する。とりわけ中東欧への融資では、域内GDP比で52%に上り、米・加の2.1%、日本の0.7%に比べて圧倒的優位を示している（図表13）。中東欧へはオーストリア、ドイツ、イタリアなどの貸し出しシェアが大きい（図表14）。

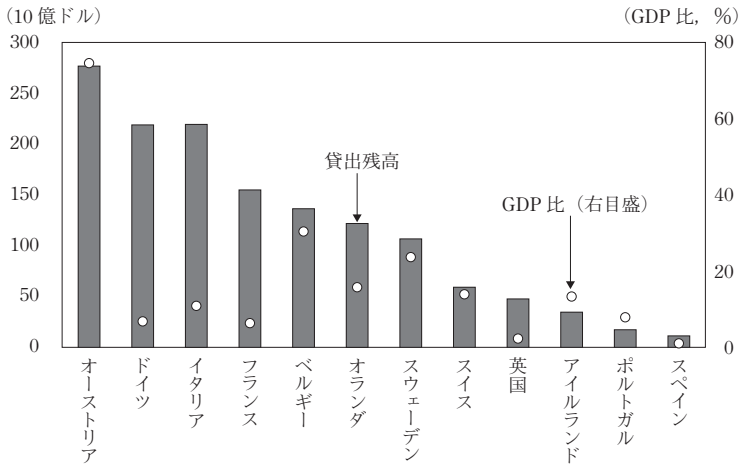
また中欧からカザフスタンにいたるまで移行国の地場銀行は、資産の8割がオーストリア、スウェーデン、ベルギー、イタリア、フランスなどの外資系銀行によって所有されており、とくに奥のRaiffensenとErst Bankとが2300億ユーロ、オーストリアの対GDP比80%相当という巨額な融資を広範に展開してきた。同様に、ベルギー銀行の融資額はそのGDPの30%、オランダは15%、イタリアは10%に達する。ErstとUniCredit（伊）を除き、大半の融資規模は地元の預金残高を大幅に上回っており、この差額を親銀行が融資している。IMFやEBRD（欧州復興開発銀行）の支援で東欧は小康状態を保っているが、IMFはすでに2009年4月に「東欧への融資焦げ付きを通じて、景気悪化の恐れがある」と指摘し、アメリカと比べてヨーロ

図表 13 新興国向け融資 (2007)



注：借入国の GDP 比
 出典：IMF (09), *World Economic Outlook*, April.

図表 14 西欧金融機関の中・東欧諸国等への貸出残高と GDP 比

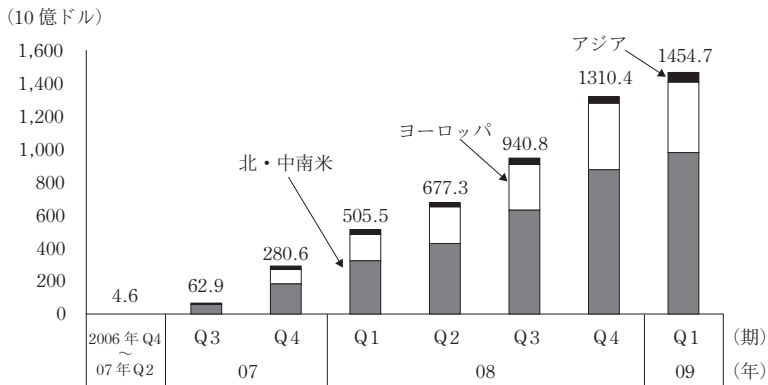


出典：BIS (内閣府, 09,p.98.)

PPAは危機対応に遅れをとっていると警告を発した。

グローバル・インバランスの急拡大でアメリカに過剰資金が流入し、サブプライム・ローンが膨張したが、国際仲介ではアメリカを大きく上回る圧倒的な存在を示す欧州金融機関ゆえに、サブプライムによる損失も巨額

図表 15 世界の主要金融機関の損失額



出典：ブルームバーグ集計（内閣府，09,p.11.）

に上る。ブルームバーグの推計では、2009年5月時点で損失額は総額1兆4,500億ドルに上ると見られ、そのうち約3分2が米、3分1が欧による（図表15）。IMFが2009年4月に発表した『国際金融安定化白書』によると、今後発生が予想される損失も含めて、潜在損失額は4.1兆ドルに達すると試算されている。

住宅バブルと縁が無かったドイツだが、スペインやオランダ、イギリスなどへの不動産投資や新興国投資を増大させるとともに、サブプライム関連の証券化商品に大幅にのめりこんだ。すでにふれたように、フランクフルトの「金融工学汚染」はニューヨーク以上ともいわれる。KIB産業銀行、Hypo Real Estate, Bayern LB（バイエルン州立銀行）が資本注入を余儀なくされた。大手のDeutsche BankやKommertzbankも大きく痛んでおり、独銀は「今後2年間で総資産の4分の3を失おう」と警告する専門家もいる²⁷⁾。

州の手厚い保護を受ける州立銀行（Landes banken）がいまや最大のアキ

27) FT, June10, 09

レス隼となり、IMFから抜本的な改革の必要を指摘されている。連邦政府は州銀7行を不良行清算により健全行一行へ集約させる構想さえもつが、これに対する州政府の抵抗は激しい。ドイツはスイスに続いて2009年5月に、バッドバンク（不良資産受け皿銀行）導入の方針を固めた²⁸⁾。銀行は高リスクの資産担保証券（ABS）などを簿価の9割の価格でバッドバンクに移管して、政府保証債と交換する。市場の正常化による価格回復を待つ狙いである。住宅バブルがはじけたスペインでは、1980年代に見舞われた金融危機の教訓から、スペイン中央銀行がオフバランス取引に対しても8%の自己資本準備を要求したため、証券化による劣化はまぬがれた。中南米への展開が目覚ましいBanco SantanderやBBVAなどは欧州の超優良行とみなされている。

第3章 危機からの出口戦略

〈規制監督体制の改革〉

EUは広い意味での金融危機からの「出口戦略」として、金融システムの規制監督体制の改革とケインジアンによる景気刺激策とを採用した。

まず規制改革であるが、金融危機はヨーロッパの金融制度に対するシステムック・リスクを顕在化させた。実体経済は大きく傷ついたが、それによって金融制度がさらなる打撃をうける。この「負のフィードバック回路」(negative feedback loop)への陥落が心配されるが、これを回避するためには金融規制改革の制度設計を早急に開始する必要がある。国際的にはサルコジがブッシュ大統領を説得して、11月半ばにはワシントンでG20の金融サミット開催を実現し、2009年4月のロンドン・サミットでの実質審議に道を開いた。EU内部では、ドラロジエール（元仏銀総裁、元IMF専務理

28) Schäfer & Zimmermann (09)

事)を議長に9名の専門家より成る委員会が11月に結成され、2009年2月には改革案を取りまとめた。これをもとに5月末には欧州委員会が改革案を発表した。

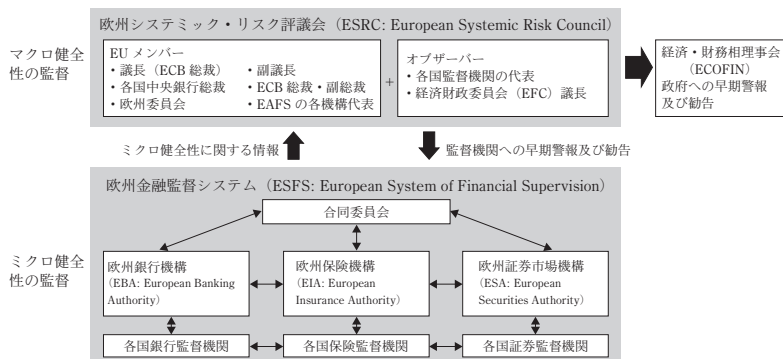
今回の銀行救済劇では巨額な公的資金が注ぎ込まれ、規制監督責任は財政政策と不可分である事実が大写しになった。それゆえ単一金融市場が実現しても、財政がなお各国の主権のもとにある以上、規制監督権限も各国の権限に置かれるべきだ、との理屈も成り立つ。だがEUが規制監督制度の改革を急がなければならない理由は、金融危機以前から以下の3点にわたって明確になっていた。①金融統合の進展でクロスボーダー取引が急拡大するとともに、金融市場を通して実体経済へのリスク波及の度合いが飛躍的に高まった。②EUは2001年以降ラムファルシー・プロセス²⁹⁾のもとで各国金融規制の調和を図る合意をしているが一向進まず、監督機関相互間の収斂は不十分のままである。③単一金融市場は建前に終わり、実態は各国市場のパッチワークに過ぎない。こうして各国別規制が残ったが、これによって納税者の利益が守られるとみるのは幻想に過ぎず、負担分担(burden sharing)が不可避になったのである。また今回の危機ではクロスボーダー活動を展開する金融機関は、例えば先にみたFortisは3カ国の規制を受けており、スムーズな救済策がはかられなかった。

欧州委員会は、2009年秋以降、ECBに倣った連邦制を採用して各国監督機関の協力を強める改革(cooperative structure)を本格化させる。『ドラロジエール・レポート』(De Larosière Report)³⁰⁾が、単一のスーパー規制・監督機関の新設は政治的に不可能だとして断念したためである。2009～10年を準備期間とし、2011～12年に欧州全域を対象とする2機関、欧州システム・リスク評議会(European Systemic Risk Council)と欧州金融監督システム(European System of Financial Supervision)を創設し、それぞれ横断

29) Efenhoff(09), pp.75～76.

30) ECB(09a)

図表 16 EUの新金融監督体制



出典：EC (09a), 野村(09)に修正。

的に金融システムのマクロ健全性監視と個別金融機関のミクロ健全性監視にあたる（図表16）。ESRCは特定国のリスクを域内国に伝える「早期警報システム」を備え、議長はECB総裁を想定している。ESFSには各国の金融監督機関が結集し、傘下には既存の銀行、保険、証券の業態別EU専門委員会を格上げしたあらたな協力機関を置く。なおESRCにオブザーバー参加する経済財政委員会（EFC）とは各国財務相の高官にECB代表が加わった機関であり、目的はEMU（経済通貨同盟）を円滑に進めるためにECOFIN（経済・財務相理事会）の開催をコーディネートすることにある³¹⁾。

4月のロンドンG20サミットでは「金融安定理事会」の新設が合意されたが、この受け皿としてEUは2009秋までに新機関の法案をまとめ、2010年からの創設を目指す。

EUではこのほか、信用格付機関の規制改革（2009年4月）、リスク部門の報酬原則の推奨公表（同）、自己資本指令改定（5月）など、矢継ぎ早の金融改革を策定している。

31) Dinan(00), p.143.

〈景気刺激から雇用維持へ〉

IMFによれば、2009年の世界の成長率はマイナス0.5～1%と、戦後初のマイナスに陥った。金融危機が実体経済に及んできた2008年11月末に、欧州委員会は総額2000億ユーロ規模（GDP1.5%）の大型刺激策、「欧州経済回復プラン」の実施を各国に要請したが³²⁾、その後の景気悪化とともにドイツなどは積み増しに踏み切った。2009～10年に、独、仏、英の3カ国で約1000億ユーロ（図表17）、EU27カ国全体では、総額4000億ユーロ（GDP3%を超える）に上るとみられるが、7900億ドルのアメリカの刺激策に比べると規模の小ささは否めない。このため2009年4月初めのロンドン金融サミットでは、米、日、中国などが追加財政出動での協調を強く主張したのに対して、財政悪化を嫌うヨーロッパ諸国は金融規制強化の必要性を強調して、溝は埋まらなかった。

その後5月にはユーロ圏の鉱工業生産が前年8月以来9ヶ月ぶりにプラスに転じ、ようやく製造業の生産縮小に歯止めがかかった。だが失業率の悪化には歯止めがかからないため、各国は政策の軸足を景気刺激から時短労働支援などの雇用対策へと移し始めた。

域内諸国の景気対策は2つに分かれる。住宅バブル崩壊で家計負債が積み上がっているイギリス（負債総額はGDPの4.5倍）とスペインとでは消費と住宅支出とを直接刺激する大規模策の実施が迫られる。「アングロサクソン型」金融モデルを誇ったイギリスは、いまや先進国でもっとも深刻な不況に陥り、ポンドは対ユーロで3割も下落し、住宅市場は完全に崩壊した。①金融サービスへの過度の依存、②ロシア、インドなどの新興国からの資金が膨らませた住宅バブルの崩壊、③ユーロ参加拒否の付けでポンド危機を招来、という構造的危機が露呈したためである。そのうえ、労働党支持率急落という政治不信が加わり、イギリスは1930年代の大恐慌を上回る深

32) EC (09b), pp.67～69.

図表17 ヨーロッパ主要国の財政刺激策の概要 (2009～11)

規模	時期	I. 雇用・セーフティネット	II. 有効需要創出	III. 成長力強化
ドイツ	09年 10年	【雇用安定策】 • 職業訓練 [25億ユーロ] • 時短への助成金の支給期間を拡大 [20億ユーロ]	<ul style="list-style-type: none"> 所得減税 (最低税率引下げ等) [90億ユーロ] 児童手当 (一時金) の支給 [1人100ユーロ] 医療保険料負担率引下げ [90億ユーロ] 環境対応の新車に対する自動車税の一時免除 設備投資減税 企業の資金繰り支援 [融資] [150億ユーロ] 	<ul style="list-style-type: none"> 住宅改修支援 (省エネ化) [30億ユーロ] 環境対応車への買替え補助 [1月15億ユーロ→4月50億ユーロ] 中小企業の研究開発支援 [4.5億ユーロ]
フランス	09年 10年	雇用対策 (零細企業への雇用補助金等) [12億ユーロ] • 失業保険対象となっていない失業者への手当の支給 [1.2億ユーロ]	<ul style="list-style-type: none"> 公共投資 (学校、病院、道路等) [150億ユーロ] 地方政府による公共投資促進 [30億ユーロ] 	住宅改修支援 (省エネを含む) [2億ユーロ]
イギリス	08年度 09年度 10年度	雇用対策 (失業者の求職支援、職業訓練等) [13億ポンド (29億ポンド)]	<ul style="list-style-type: none"> 公共住宅の建設 [6ユーロ] 公共住宅の建設 [105ユーロ] 	<ul style="list-style-type: none"> 中・低所得者層の所得税減 [8億ユーロ] 住宅取得支援 (利子補給付) [6億ユーロ] 自動車産業支援 (メーカーへの融資、関連子会社支援) [78億ユーロ] 企業の資金繰り支援 [114億ユーロ] 中小企業金融の拡充 [2億ユーロ]
			<ul style="list-style-type: none"> 所得税の課税最低限の引上げ [28億ポンド] 付加価値税 (消費税) の一時的税率引下げ (17.5%→15%) [124億ポンド] 中小企業向け貸出に対する政府保証 [10億ポンド] 自動車買換え支援 (3億ポンド) 	<ul style="list-style-type: none"> CO₂削減の設備投資促進 [5億ポンド (17億ポンド)] 環境対応車に対する自動車税引下げ (環境対応車以外は引上げ) [16億ポンド] 低炭素関連投資 [89億ポンド]

注：1) 各国が発表した財政刺激策から主なものを掲載。

2) 予算規模は各国政府資料等に数字が記されているものを掲載。英国の経済対策は11月のブレ・パッケージ時のもの。ただし、() は4月22日のパッケージット・レポートで予算額が拡大されたもの。

3) 1ユーロ≒128円、1ポンド≒144円で換算した (09年5月15日)

出典：内閣府 (09)・p.101.

刻な危機に直面している。200億ポンドの景気対策を打つが、その目玉は付加価値税（VAT）の税率17.5%から15%への大幅に引下げであった。だがサルコジ仏大統領は、「減税は財政赤字を膨らませるだけだ」と切り捨て、独の当時の蔵相シュタインビュルクも、この「粗野なケインズ主義」は「高額な金を投げ捨て、重荷を若き世代に課す愚策だ」とこき下ろした。ドイツとフランスは公共部門、とりわけインフラ投資に重点投資する。

ドイツは膨れ上がった統一のコスト増に加えて社会的市場経済のほころびから、1990年代には長期経済不振に苦しんだ。労働コストの切り下げという荒療治でようやく「欧州の優等生」に復活できた。それゆえ財政健全化にこだわるあまり、イギリス並みに深刻な金融危機の打撃を受けていたにもかかわらず、当初、大型救済策の発動に躊躇した。背景には賃金切下げの荒療治というトラウマに加えて、すでにみたハイパーインフレという痛恨の歴史的記憶が重なる。だがドイツでは中小企業が銀行の間接金融に大幅に依存しているため、銀行救済は不可避である。さらに工業製品、とくに資本財の国際競争力で突出するドイツは、金融危機によるロシアなど新興国や中東欧への資本財輸出崩壊の打撃をもろに受ける。住宅バブルが起きなかったため家計は健全で国内消費の落ち込みは軽微に止まるとしても、2009年第1四半期にはユーロ圏最悪のGDPの収縮を記録せざるを得なかった。

フランスは銀行セクターが英、独と比べて比較的健全である。リーテル業務と預貸業務とで75%に上り、サブプライムや証券化の度合いが低く、支払い能力比率が高いためである。この結果、余裕を持ってサルコジ指揮で「コルベール主義」（国内の通商障壁撤廃、海外競争での保護、国内産業の育成）を展開できる。かれが「危機対応の武器」と位置づけるのが「戦略投資基金」（FSI）であり、巨大政策金融機関である預金供託金庫（CDC）と政府との拠出で、戦略企業への敵対的買収を狙う「略奪者」からの防戦を果たそうとするものである。サルコジ戦略でさらにユニークな対策は、「スーパーボンド」、大型国債の発行計画である。2009年6月に左右の元首

相2名、ロカールとフェビウスとを共同議長とする委員会を設け、4ヶ月かけて研究開発、インフラ整備、エネルギー、教育、健康、バイオなどへの特別投資のために優先目標を策定する、とした。初年度は1800億ユーロに達するとみられる。国債発行に当たっては先ず目的ありきのはずだが、仏の国富基金ではこれが逆転している。フランスの格付けはきわめて高いので、いかなる規模の発行も容易に市場で消化できる、と専門家は太鼓判を押す。金融危機対策の「戦時国債」としてではなく、新たな国づくり参加のチャンスを庶民に与えようというのであろう。

〈自動車産業の苦境〉

アメリカではクライスラーとGMが破産し、自動車産業に暗雲が立ち込めたが、ヨーロッパでも深刻度が深まる。とくにGMの欧州子会社オペル（英、独、西、白、露、奥、ポーランドに工場が点在）の再建計画は破綻後一年以上迷走を続けてきた。当初はカナダの部品メーカー、マグナとロシアの銀行とへ売却する暫定合意に達したが、その後新生GMが誕生して持ち直した。露への技術流出への懸念からオペル売却を撤回するにいたった。2009年11月には生産能力の20～25%の縮小、従業員5万人中最大1万人規模の人員削減、各国政府への財政支援の要請（約33億の必要資金のうち20億ユーロ）、という再建策を示した。ドイツではダイムラーやBMWも生産調整に追い込まれ、政府から時短分給与の肩代わりを大量申請している。北欧のメーカーでは、GM系サブが2009年2月に破綻した。2009年1月にクライスラーに支援の手を差し伸べていたフィアットが、早くも2月には格付け会社から投資不適格に引き下げられ、深刻な経営危機を露呈した。日、独、仏に追い上げられ、国内シェアは3割前後まで落ち込み、世界不況で追い討ちをかけられたためである。だが6月にはクライスラーは再建手続が完了し、フィアットの傘下に入った。

ヨーロッパ産業の戦略部門は自動車にあり、欧州各国は自動車買い替え支援策を危機対応の景気刺激策の中心に位置づけた（図表18）。欧州の新車

図表18 ヨーロッパ各国の自動車買換え支援策

内容	要件	支給額	申請期間	予算規模
ドイツ 環境対応車への買換え支援	使用年数9年以上の自動車から、一定のCO ₂ 排出基準を満たしている自動車に買換える場合	2,500ユーロ (約32万円)	09年1月27日から12月末(ただし、1月14日購入分までしかのぼって適用)	当初の予算規模は15億ユーロ(約1,920億円)、申請が殺到したため、ドイツ政府は4月8日を50億ユーロ(約6,400億円)に拡大
フランス 環境対応車への買換え支援	使用年数10年以上の自動車から、一定のCO ₂ 排出基準を満たしている自動車に買換える場合	1,000ユーロ (約13万円)	08年12月4日～09年12月末	既存の措置の拡充であり、これに伴う財政負担増は2億2,000万ユーロ(約282億円)
イギリス 環境対応車購入支援	一定の基準(買換えより厳しい基準)を満たしている車を購入する場合	最大5,000ユーロ (約64万円)の購入支援を追加実施	09年2月9日から	総額5億ユーロ (約640億円)
イギリス 自動車買換え支援	使用年数10年以上の自動車(12か月以上所有したものに限る)から買換える場合	2,000ポンド (約29万円)	09年5月～10年2月末	2,000ポンドの補助のうち、半分を政府が負担し、残り半分は企業が負担 政府の予算規模は3億ポンド(約432億円)
イタリア 環境対応車への買換え支援	使用年数9年以上の自動車から、一定の排出基準を満たしている自動車に買換える場合	1,500ユーロ (約19万円) なお、メタンガス、電気、水を燃料とし、かつ一定の排出基準をクリアしている自動車に買換える場合は、3,000ユーロ(約38万円)を補助	09年2月7日～09年12月末(10年3月末までに自動車登録をする必要がある)	総額20億ユーロ (約2,560億円)
オーストリア 環境対応車への買換え支援	使用年数13年以上の自動車(12か月以上所有したものに限る)から、一定のCO ₂ 排出基準を満たしている自動車に買換える場合	1,500ユーロ (約19万円)	09年4月～09年12月末	総額4,500万ユーロ (約58億円)のうち半分を政府が負担し、残り半分は企業が負担
スペイン 環境対応車への買換え支援	一定のCO ₂ 排出基準を満たしている車に買換える場合	2,000ユーロ (約19万円) (政府、自治体がそれぞれ500ユーロ、自動車業界が1,000ユーロを負担)	09年6月1日から1年間	最大1億ユーロ (約128億円)

注：1) 各国政府資料、報道等より作成。
 2) 1ユーロ≒128円、1ポンド≒144円で換算 (09年5月15日)
 出典：内閣府(09),p.103.

販売台数は2009年3月に前月比8%減と、連続11ヶ月のマイナスを示したものの、このとき初の一ケタ台の減少となり、ようやく欧州全体の販売減に歯止めがかかった。最大市場のドイツでは39.9%増となったが、9年以上使った車を最新の燃費性能の良い車に買いかえると、2500ユーロ（33万円）の補助金を支給される。イタリアでは買い替えに最大500ユーロの補助金を出す。フランス、スペイン、などでも雇用悪化を懸念して自動車メーカーへのテコ入れを急いでいる。サルコジはルノーとプジョーへの政府補助金投入（合計60億ユーロ）と引き換えに、チェコ工場の引上げを迫って激しい国際的批判を浴びた。

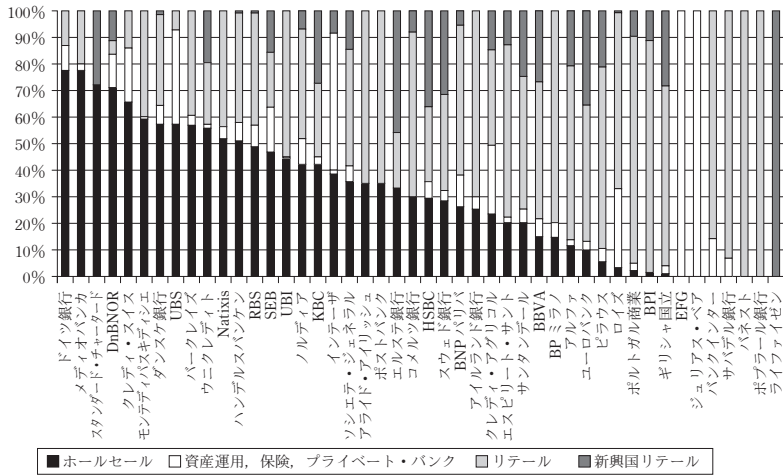
乗用車の落ち込みと並んでトラックなど商用車の落ち込みも激しい。2009年4月に、新車販売台数は1年前の24.3万台から14万台へと42.4%減少し、デンマーク、フィンランド、アイルランド、スペインでは60~68%の落ち込みとなり、中東欧欧州では70~92%も減少した。

欧州委員会は2009年2月に、フランス、イタリアなど6カ国による自動車支援策で詳細な調査に入った。大手自動車の生産拠点多い中東欧諸国が、フランス、イタリアなどの保護主義的動きに反発を強め、域内対立が激しくなったためである。各国も自国産業支援のために欧州委員会の認可を急ぐ必要があるため、部分的修正を受け入れざるを得なくなった。

結 び

金融危機の波及で、ヨーロッパは大きな転換点に立った。これまで欧州統合は紆余曲折を経ながらも着実に進んできたのだが、今回の危機では予期せぬ近隣窮乏化の動きが急拡大し、欧州委員会の指導性は地に落ちた。とりわけこれまで欧州統合のエンジン役を果たしてきた「仏独枢軸」が、メルケルのあいつぐナイン発動から機能せず、サルコジの規則・慣例を無視した獅子奮迅の活躍でヨーロッパはかろうじて危機から救われた。大陸の動きに背を向け続けてきたイギリスだが、今回は積極的に欧州協力に踏

図表 19 資本の配分から見た欧州主要銀行の事業構成



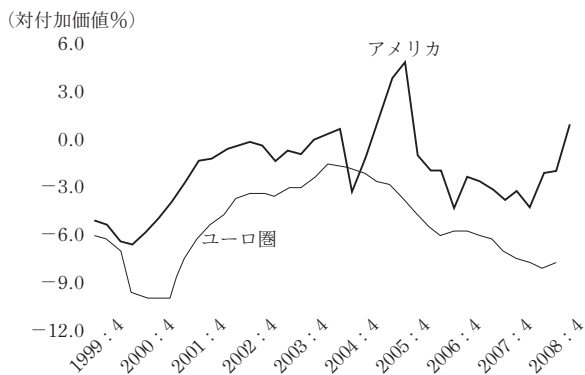
出典：野村資本市場研究所（09）

み切り、「仏英協商」がヨーロッパの危機対応を牽引した。イギリスは大陸以上に深刻な金融危機の打撃を受けたため、これまでのアングロサクソンの自由主義の主張を封印して、金融規制や銀行経営者の報酬制限、また景気刺激などでEU協調を明確にさせたのである。

実体経済では、増大した失業の吸収が今後の大きな課題となる。ヨーロッパ経済を牽引してきた自動車業界では、新興市場を睨んだ劇的な再編が避けられず、雇用問題も今後大きな陰を落とすだろう。他方で、積み上がった財政赤字も後遺症を拡げていく。ユーロ安定のための健全財政維持をねらった「安定成長協定」(Stability and Growth Pact, 財政赤字と累積債務との限度を対GDP比3%と60%に制限)は当面は柔軟運用を余儀なくされる。だが2009年末にはギリシアで12%超という途方も無い財政赤字隠しがあばかれて一挙に緊張が走り、ユーロは発足以来最大の存亡危機に直面している。

金融セクターではユニバーサル・バンキングが変容を余儀なくされ、い

図表 20 企業部門の資金調達ギャップ



注：資金調達ギャップは内部キャッシュフローから資本を除いたもの
出典：Gros & Cinzia (09)

くつかのパターンに収斂していかざるを得ない (図表19)³³⁾。第1タイプは「商業銀行中心モデル」であり、個人、中小企業を対象としたリーテール事業をグローバル展開する。HSBC, Santander, UniCredit などである。第2は、商業銀行、投資銀行業務に加えて、資産運用や保険など、多面的でバランスのいい業務展開で収益確保をめざす「総合金融モデル」であり、RBS, Barclays, BNP Paris-Bas, Société Générale などが入る。第3は、投資銀行やプライベートバンキング、資産運用などに注力する、「投資銀行中心モデル」であり、UBS, Crédit Swiss, Deutsche Bankなどが挙げられよう。アメリカでの投資銀行総崩れと比較すると、金融危機での打撃の大きさにもかかわらず、欧州銀行はしぶとく生き残っている。この力強さの淵源は、業務の多様性と相互補完性とにある。だが銀行間の競争が今後激化していき、タイプ別の収斂は進まざるをえない。

だが課題も残る。金融活動では今後デレバレッジの動きが加速され、与信能力は縮小することになる³⁴⁾。ヨーロッパの家計は十分な貯蓄があり、

33) 中山 (09)

34) Gros & Alcidi (09)

銀行仲介による信用収縮の影響は限定的であろう。だが企業部門における資金調達ギャップでは、アメリカの方がヨーロッパよりずっと小さい（図表20）。2009年の第1四半期には、アメリカの企業セクターは純貯蓄となったが、収益（あるいは経常業務による純キャッシュフロー）が投資支出を上回ったことを意味する。投資資金を維持するために、新たな信用は必要としない。もちろんハイテク部門ではキャッシュフローが大幅黒字になった反面、自動車部門では赤字がつづくなど部門別の相違は大きい。ヨーロッパでは逆に、内部金融の比率は3分の1にとどまり、資金調達ギャップは付加価値の6%にも達するのである。

米の家計はヨーロッパより脆弱なのは確かだが、アメリカの不動産担保には償還権が無く、比較的リベラルな個人破産法のおかげで、米家計の負債過剰はヨーロッパの企業の負債過剰よりずっと早く解消されよう。米の家計における信用損失はヨーロッパの10倍に達するものの、それらは大部分が証券化されて海外で広く買われている。ヨーロッパの投資家が、とくに最大の貯蓄黒字を溜め込んでいたドイツの銀行が、負担せざるを得ない構図である。

他方企業セクターでは、アメリカの資金調達が市場ベースのために危機による打撃は大きいものの、底入れすればその柔軟性ゆえに回復過程も早くなろう。だがヨーロッパの企業は銀行仲介に大きく依存しており（大規模民営化をとげた仏は例外的に市場シフト）、銀行は不良債権処理に時間がかかり貸し渋りが広がる恐れがある。その上巨額な政府支出で民間投資がクラウドファンディングアウトに直面する危険性についても、否定できない。財政赤字によるスペンディングは需要を支えるものの、失われた投資の代替にはならず、資本ストックと生産性上昇との低下をもたらす恐れがある。アメリカと比べて国際競争力で遅れを取るヨーロッパだが、今回の金融危機で構造的脆弱性がますます懸念されるのである。

本稿は法政大学経済学部2009年度国内留学の成果の一部である。

〈参考文献〉

- Atkins, Ralph (2009), Moment of truth, in *Financial Times*, 6 may.
- Autret, Florence (2008), La réponse européenne à la crise financière est-elle appropriée ?, in <http://www.laviedesidees.fr>
- Barber, Tony (2008), Europe's eureka, in *Financial Times*, 21Nov. 08.
- Benoit, Bertrand (2008), A measured Merkel, in *Financial Times*, 25 Dec.
- BIS (2008), *Quarterly Review*, March.
- BIS (2009), *79th Annual Report*, June.
- Council of the European Union (2000), *Brussels European Council*, 11 and 12 Dec. 2008, Presidency conclusions, 17271/08.
- Dinan, Demond ed. (2000), *Encyclopedia of the European Union*, Macmillan.
- ECB (2009), *Financial Stability Review*, June 2009.
- Efenhoff, Klaus ed. (2009), *The Financial Crisis and the European Union*, Nova Science Publishers.
- European Commission (2008a), *A European Economic Recovery Plan*, Brussels, 26 Nov. C (2008) 800 final.
- European Commission (2008b), *The recapitalisation of financial institutions in the current financial crisis: limitation of aid to the minimum necessary and safeguards against undue distortions of competition*, Brussels, 5 Dec., C (2008) 8259 final.
- European Commission (2009a), *De Larosière Report*.
- European Commission (2009b), *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, in *European Economy*, No.7., provisional version.
- Ferenezi, Thomas (2008), Le couple franco-allemand à l'épreuve, in *Le Monde*, 7 novembre.
- Fischer, Joschka (2008), Ein Projekt der Selbstschwächung—Spiegel-Gespräch, in *Der Spiegel*, 52.
- Gros, Daniel and Cinzia, Alcidi (2009), Why Europe will suffer more, in *Intereconomics*, July/August.
- Gubert, Romain (2008), Les hommes du president face à la crise, in *Le Point*, 9 oct.
- Horwood, Clive and Johnson, Mark (2009), Trichet's balancing act, in *Euromoney*, Jan.
- Jamet, Jean-françois (2008), Europe in the face of the financial crisis, in *European Issue*, no.89, 18 Fev.

- Lepartementier, Arnaud (2008), La rupture européenne de Nicolas Sarkozy, in *Le Monde* 2 juillet.
- Thornhill, John (2008a), Paris tempers scorn of Anglo-Saxon ways, in *Financial Times*, 23 Sept.
- Thornhill, John (2008b), An end to optimism, in *Financial Times*, 4/5 Oct.
- Thornhill, John (2008c), The lurking danger of nationalism for new model Europe, in *Financial Times*, 27/28 Dec.
- Ziesemer, Bernd (2008), Die acht Mythen der Finanzkrise, in *Handelsblatte*, 16.Okt.
- 井上 武 (2008) 「金融システム救済に動き出す欧州各国政府」『資本市場クォーターリー』Autumn。
- 岩田健治 (2009) 「なぜヨーロッパで危機が顕在化したのか？」『世界経済評論』3月号
- 大村敬一 (2009) 「『百年に一度』の金融危機から学ぶ金融デザインの課題」『Business & Economic Review』7月号
- 長部重康 (1998) 「EU通貨統合とフランス」『世界経済評論』11月号
——— (2009) 「サルコジの金融危機戦略—ヨーロッパは救われた」『世界経済評論』3月号
- 加藤出 (2007) 「欧米日、中央銀行の有事対応」『エコノミスト』9月18日号
——— (2009) 「中央銀行に“出口”はあるか」『金融ビジネス』, Summer.
- 国際金融情報センター (1999) 『世界の金融・資本市場 上』金融財政事情研究会
- 小口一彦 (2009) 「ヨーロッパにおける経済・金融危機 その2 英国」『ファイナンス』8月号
- 小嶋大造 (2009) 「ヨーロッパにおける経済・金融危機 その3 ドイツ」『ファイナンス』9月号
- 古内博行 (2009) 「2007/08年ドイツ金融恐慌の発生と新たな不況の到来」『千葉大学 経済研究』24巻第1号, 6月
- 杉田浩治 (2009) 「金融規制改革についての欧州の考え方—ド・ラロジエール・レポートの要旨」『証券レビュー』第49巻第4号
- 内閣府 (2009) 『世界経済の潮流—世界金融・経済危機の現況』
- 中山景介 (2009) 「金融危機で変わる欧州銀行の勢力図」『金融財政事情』7月13日
- 西村陽造 (2008) 「欧州での金融危機—危機は西欧から中東欧へ本格波及するののか？」『金融ジャーナル』12月号

- 星野 郁 (2009) 「ヨーロッパの金融構造の変貌と金融危機」『世界経済評論』
3月号
- 田中・長部・久保・岩田 (2006) 『新版 現代ヨーロッパ経済』有斐閣
- 田中素香 (2008) 「深刻な金融・経済危機のヨーロッパ」『世界経済評論』3月
号
- 渡部哲也 (2009) 『本当にヤバイ欧州経済』彩図社
- 米倉 茂 (2008) 「サブプライム国際金融危機対策—中央銀行間ドル・スワッ
プ協定」『国際金融』1194号, 11月1日号
- (2010a) 「欧州の銀行を丸呑みしたドル」, 『国際金融』1205号, 10月
1日号
- (2010b) 『新型ドル恐慌』彩流社

European Crisis Resolution and its Financial Market Vulnerability

Shigeyasu OSABE

《Abstract》

Europeans tend to interpret the financial panic of 2007-08 as a US problem or a collapse of the Anglo-Saxon model, but the facts suggest otherwise. The ultimate origin of the crisis was the progress of European financial market integration and the birth of the euro in the late 1990s, stimulating vigorous cross-border financial services in Europe. In an attempt to catch up with Europe, the US found itself obliged in 1999 to repeal the Glass-Steagall Act, which prohibited affiliations between commercial and investment banks. Subsequently, in the pursuit of further financial market deregulation, transatlantic competition intensified and ultimately ran out of control.

Moreover, the current economic turmoil in Europe has been exacerbated by institutional and economic vulnerability in the euro zone economies. The euro lacks, unlike the US dollar or the yen, an integration of fiscal policy and the financial regulatory system, and several countries including the UK, Spain and Ireland have suffered seriously from their own housing bubble bursts, and European universal banks have leverage ratios in securitised derivative business much higher than even American investments banks.

From this viewpoint, the author examines the scope and sources of the crisis resolution policies adopted by the European Union and the European Central Bank, clarifies European financial market vulnerability and analyses the current “Exit Strategy” in the form of regulatory and supervisory reforms and action plans for business stimulus.