

松 山 大 学 論 集
第 22 卷 第 1 号 抜 刷
2 0 1 0 年 4 月 発 行

欧 州 の 金 融 危 機
—— 世界金融危機との関連において ——

松 浦 一 悦

欧州の金融危機

—— 世界金融危機との関連において ——

松 浦 一 悦

はじめに

第1章 西欧における住宅バブルの崩壊

1. 西欧における住宅バブルの形成と崩壊
2. アメリカの金融危機の波及

第2章 EUの中東欧への拡大と中東欧の金融危機

1. 中東欧のEUへの包摂
2. 中東欧における金融危機

第3章 EUの中東欧に対する金融危機対策

結びにかえて

は じ め に

2008年9月のアメリカ発世界金融危機はEUを巻き込み、ユーロ圏だけでなく中東欧諸国でも不動産価格と株式価格の大幅な下落を伴い、信用の収縮と金融不安が広がった。EUの大手金融機関はアメリカのサブプライム・ローン関連の証券投資に失敗し、巨額の損失を被った。また、アメリカからの対EU投融資が減少した結果、EUの金融市場は逼迫し、それを背景とする銀行間市場金利の急上昇は負債管理を短期資金に依存する金融機関の経営を圧迫した。さらに、アメリカの対EU投融資が収縮すると、EU金融市場で流動性不足が生じ、金融機関は流動性危機に直面した。中東欧諸国はマクロ経済政策運営をユーロ圏およびアメリカからの外資流入に大きく頼っていたが、外貨の急激な流出が生じることによって、通貨安・債券安・株安に直面し、信用不安は実体経済を直撃した。このような欧州金融危機の顕在化は、EUとアメリカの金融

取引における相互依存関係の深さを浮き彫りにしたのである。

1990年代に始まる欧州経済通貨同盟の動きは、一方では欧州域内の構造改革を梃子として、生産要素の流動性を高めるために単一市場化を進め、他方では国際競争力を強化するために域外市場への開放とグローバリゼーションを進めた。これは、国内資本をEU域外資本との競争環境に晒し、また、EU域内の家計部門を国際貿易や国際資本取引に深く関わらせるようになった。EU政策当局はアメリカ主導の金融グローバリゼーションに対抗するために、域内単一市場におけるEU企業の競争力を強化しなければならず、そのためには、EU域内における金融の規制緩和および自由化を進めると同時に、EU域外に向けてもグローバル化の手法を取らざるを得なかった。このようにEUとアメリカとの国際資金取引の相互依存関係を強めたEUの政策の帰結として、2008年9月欧州金融危機を位置付ける必要がある。以上のような視点から、欧州金融危機の特質とEU政策当局の対応を考察することが、本稿の課題である。この課題について、以下の順序で考察してみたい。

第1章で、欧州の資産価格の高騰の要因を整理する。そして、2007年から顕在化し始めるアメリカの金融不安と2008年9月金融危機を背景にして、アメリカからの資金フローの収縮がEU金融市場に与えた影響を述べる。第2章で、中東欧の移行経済が市場経済化を進める過程で、中東欧が資金的にEUおよびアメリカに依存している点を概観する。そして、欧州金融危機が中東欧に与えている影響を考察し、金融危機が中東欧に広がった背景を述べる。そして第3に、EU政策当局が中東欧の金融危機に対しどのような政策を実施しているのか、その政策を評価してみたい。

第1章 西欧における住宅バブルの崩壊

1. 西欧における住宅バブルの形成と崩壊

① 一般物価水準と資産価格

株価の理論値は、通常、配当割引モデルによる株式評価によって示される。

すなわち、一般には株価を規定する基本的条件は配当と代替的な利子率であり、この基本的条件から乖離した株価変動が「バブル」とみなされる。不動産については、一般の商品とは異なり、労働の裏付けのある社会的価値を有していない点から、適正価格は存在しないので、どの程度基準価格から実勢価格が乖離しているのを判断することは困難である。しかし、住宅価格が一般物価水準を大幅に上回るペースで継続的に上昇する事態は、適正な価格から大きく乖離していると考えられることから、住宅バブルと表現することができよう。

一方、マクロ経済の視座から見ると、株価および住宅価格等の資産価格のバブルは、実体経済の成長を大きく超えて上昇を続ける状態をいう。ここでは基準にする実体経済の動きとして、実質 GDP 成長率（表 1）と一般物価水準の上昇率を触れておこう。1999 年 1 月に 11 カ国でユーロが導入されて以来、ユーロ圏は概ね好景気を謳歌してきた。90 年代末から 2000 年代初頭にユーロ圏は景気拡大のユーフォリア期を経験し、2002 年と 2003 年にはドイツとフランスのコア諸国がリセッションに見舞われて、一旦ユーロ圏全体の実質 GDP 成長率は減速したが、その後再び 2004 年から景気は緩やかに拡大を続けた。そして、2008 年にアメリカの景気後退が明らかになると、歩調を合わせるかのようにユーロ圏の高成長は終焉を迎えた。同時期に、ユーロ圏における一般物価水準の上昇率（HICP）は、ECB が政策目標とする 2 %前後で推移しており、3.3%を記録した 2008 年以外は概して安定してきた。

ユーロ圏における株価と住宅価格の上昇率は構成国によって程度は異なるが、一般物価の上昇率を大幅に上回るペースで上昇した。例えば、スペイン、アイルランドやイギリスなどの国において、住宅価格の上昇率は対前年同期比で 10%を超える時期が多く見られ、住宅価格は加熱気味の上昇を続けていった（図 1、図 2）。総じて、20 世紀末からユーロ圏における資産価格、とりわけ住宅価格は実体経済の繁栄を背景にして、一般物価水準を遥かに上回るペースで上昇を続け、2007 年のサブプライム・ローン問題を契機に下落を始め

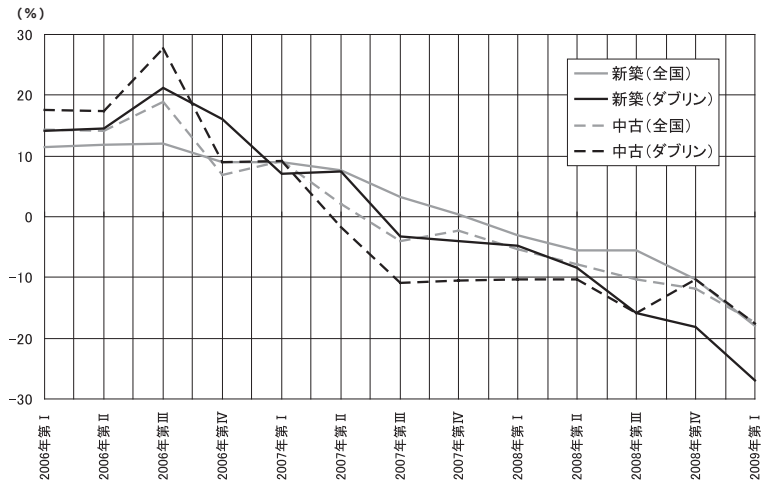
表1 実質 GDP の成長率 (対前年比同期比)

(単位: %)

	2006年第IV	2007年第I	2007年第II	2007年第III	2007年第IV	2008年第I	2008年第II	2008年第III	2008年第IV	2009年第I	2009年第II	2009年第III
ユーロ圏	3.3	3.2	2.6	2.8	2.3	1.8	1.9	0.7	-1.8	-5.3	-5.7	-3.9
ユーロ圏16カ国	3.4	3.2	2.6	2.8	2.4	1.8	1.9	0.8	-1.8	-5.3	-5.7	-3.9
ユーロ圏15カ国	3.3	3.2	2.6	2.8	2.3	1.8	1.9	0.7	-1.8	-5.3	-5.7	-3.9
ユーロ圏13カ国	3.3	3.2	2.6	2.8	2.3	1.8	1.8	0.7	-1.8	-5.3	-5.7	-3.9
EU27カ国	3.4	3.5	2.8	2.7	2.5	1.9	2.0	1.0	-1.6	-5.3	-5.8	-4.1
EU25カ国	3.4	3.5	2.7	2.7	2.5	1.9	1.9	0.9	-1.7	-5.3	-5.7	-4.1
EU15カ国	3.2	3.3	2.6	2.5	2.2	1.7	1.7	0.7	-1.9	-5.4	-5.9	-4.2
ベルギー	2.6	2.9	3.3	2.9	2.7	2.1	1.9	1.1	-0.9	-4.1	-4.2	-3.4
ブルガリア	6.2	5.5	7.3	4.9	6.9	7.0	7.1	6.8	3.5	-3.5	-4.9	-5.4
チェコ	6.7	7.4	5.8	5.7	5.7	2.8	3.8	3.4	-0.1	-4.2	-5.0	-4.7
デンマーク	2.8	3.4	-0.1	1.6	2.0	-0.3	1.2	-0.7	-3.6	-3.8	-7.1	-5.2
ドイツ	4.0	3.5	2.5	2.4	1.5	2.1	3.4	1.4	-1.7	-6.4	-7.0	-4.7
エストニア	9.1	9.4	7.3	5.8	6.5	-0.3	-1.2	-3.2	-9.2	-15.0	-16.1	-15.6
アイルランド	3.7	8.4	5.2	4.0	6.5	-1.4	-1.6	-1.0	-8.0	-9.1	-7.9	-7.4
ギリシア	3.7	5.7	4.4	4.1	3.9	2.7	2.7	2.0	0.7	-0.5	-1.2	-1.7
スペイン	4.0	3.8	3.6	3.4	3.4	1.9	1.6	0.9	-0.9	-3.9	-5.1	-3.4
フランス	2.5	2.2	1.7	2.7	2.7	1.7	1.4	0.4	-1.8	-3.3	-3.3	-2.0
イタリア	2.4	2.3	1.7	1.8	0.5	0.2	-0.5	-0.9	-2.9	-6.5	-6.2	-4.3
キプロス	4.1	5.3	4.8	5.1	5.4	4.8	4.1	3.3	2.4	0.7	-1.5	-2.5
ラトビア	11.9	9.0	9.3	11.4	10.0	0.5	-1.8	-5.2	-10.3	-18.0	-18.7	-19.0
リトアニア	7.5	8.5	10.3	11.1	9.2	6.9	5.1	2.1	-2.2	-13.3	-19.5	-14.2
ルクセンブルグ	7.8	7.0	7.1	7.9	4.1	4.6	1.2	-0.7	-4.7	-6.3	-7.5	-2.5
ハンガリー	3.8	2.3	0.8	0.5	0.4	1.9	2.2	1.4	-2.5	-6.7	-7.5	-7.1
マルタ	3.1	4.9	3.8	4.5	2.9	2.5	2.8	2.5	0.8	-1.7	-3.2	-2.1
オランダ	3.3	3.1	3.0	4.1	4.3	3.6	3.2	1.9	-0.7	-4.5	-5.4	-3.7
オーストリア	3.9	4.5	3.9	3.1	2.8	3.4	3.0	2.3	-0.3	-5.0	-5.3	-2.9
ポーランド	7.1	7.1	6.9	5.8	7.3	6.5	5.9	5.5	2.6	0.9	1.2	1.2
ポルトガル	1.5	2.2	1.9	1.7	1.7	0.9	0.6	0.5	-1.8	-4.5	-4.1	-2.5
ルーマニア	8.1	6.1	5.9	5.8	6.8	8.2	9.3	9.2	2.9	-6.2	-8.7	-7.1
スロベニア	6.4	7.5	6.8	7.6	5.3	6.0	5.4	3.6	-0.8	-8.2	-9.2	-8.3
スロバキア	10.6	9.3	8.5	10.8	13.5	9.7	7.3	6.8	1.6	-5.7	-5.5	-4.8
フィンランド	4.2	4.7	4.6	3.7	3.8	2.6	2.6	1.8	-2.6	-7.5	-9.2	-9.1
スウェーデン	3.6	2.7	3.1	2.3	2.1	0.9	2.9	0.5	-4.9	-6.7	-6.8	-5.1
イギリス	2.5	4.1	2.7	1.6	1.9	1.8	1.2	0.6	-1.3	-5.5	-6.5	-4.5

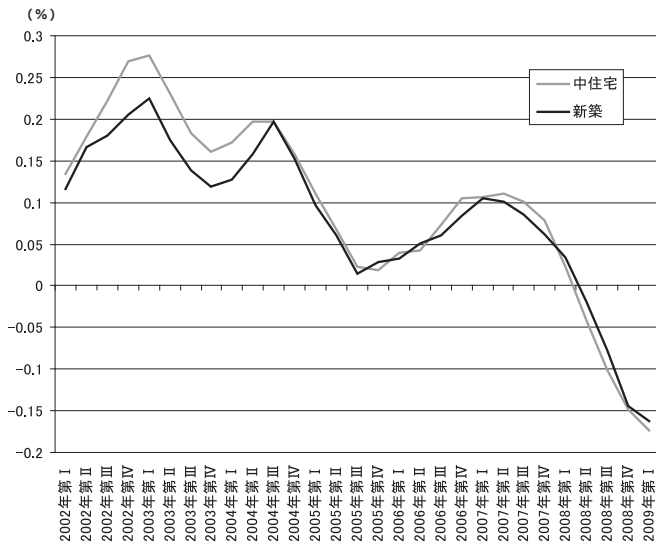
注：ユーロ圏は2006年まで12カ国、2007年まで13カ国、2008年まで15カ国、2009年から16カ国
出所) Eurostat.

図1 アイルランドの住宅価格の変化率



出所) Environmental, heritage and local Government, Quarterly Housing Statistics, Quarterly 4 2008, May 2009.

図2 イギリスの住宅価格の変化率



出所) UK, Nationwide.

た。

2007年に入り、アメリカでサブプライム・ローンの焦げ付きが顕在化すると、それに欧州の市場が反応して株価は07年3月に大幅に下落し、それ以降ボラティルな変動をし始めた(図3, 図4)。アメリカの不安定な住宅市場と株式市場の動きは欧州にも波及していく¹⁾。2000年代に、株価と住宅価格の上昇傾向が著しかったスペイン、アイルランド、イギリスなどの国において、2007年春以降、株価と住宅価格あるいは不動産価格の上昇傾向に歯止めがかかり、07年後半からそれらの資産価格は下落し始めた。特に、アイルランドとイギリスにおいて対前年同期比の中古住宅価格は2008年第4四半期には10%以上のマイナスを記録している。

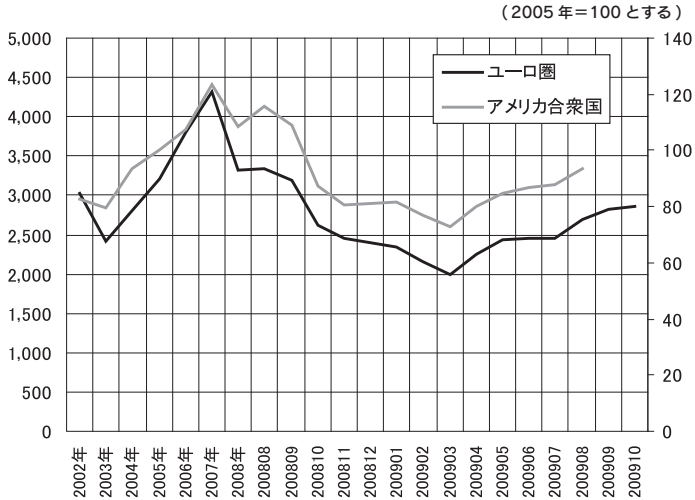
株価と住宅価格の下落は、銀行信用と実体経済にも影響を及ぼした。2008年に金融機関の信用量増加率は急速に低下し、特にモーゲイジ貸付の落ち込みは激しかった。アイルランドではEMUへの参加以降初めて、不動産部門と建築部門への貸付が2008年第4四半期に収縮した。イギリスでは住宅価格の下落を背景に、住宅の値上がり部分を担保にして融資を受けるホームエクイティ・ローンは減速し、さらにローンの返済が08年10月から増加している。これは消費の縮小を引き起こすものである²⁾。

資産価格の持続的な下落を受けて、銀行の貸し渋りから信用収縮が生じ、資金繰りに行き詰まる企業は生産の縮小あるいは生産停止に陥った。また、資産価格の負の所得効果の作用は、消費マインドの低下による消費の縮小を招いて

1) 住宅金融会社は顧客の不動産を担保に融資を行い、同社はその貸付債権を基にして住宅担保証券を投資銀行に売却する。投資銀行はサブプライム・ローンを基にした債権だけでなく、リスクが小さいものなども様々な担保証券を組成して(「パッケージ商品」(合成債務担保証券を組成して)、第三者にその証券を販売するという仕組みが出来ていた。そこに、土地・建物の値下がりによる担保割れが起こる。住宅金融会社の債権価値が下落すると、住宅担保証券も値下がりがする。その複雑な合成による証券の実質的価値も下落する。そして、相対取引のために売買が成立しないという状況、すなわち証券価値ゼロという状況が生じた。その結果、住宅担保証券や債務担保証券を保有していたヘッジファンドなどの投資家は、彼らに資金を預ける投資家の出資金返済・取引解除の要求に直面した。

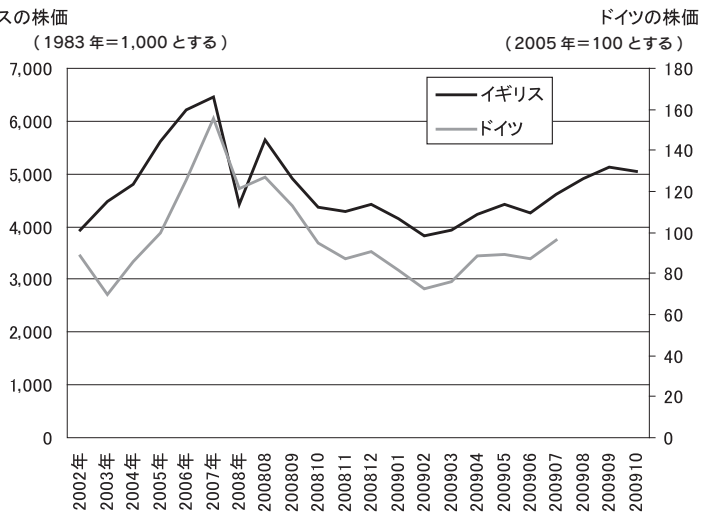
2) 『エコノミスト』2009年5月19日、30ページ。

図3 ユーロ圏とアメリカの株価指数



アメリカ：S & P 500 株価指数(期中平均)、ユーロ圏：ユーロ Stoxx 50(期中平均)
出所) 内閣府「海外経済データ」、日本銀行「金融経済統計月報」

図4 ドイツとイギリスの株価指数の変化
イギリスの株価



ドイツ：CDAX 株価指数、イギリス：FT-SE100 Index
出所) 図3 と同じ

いる。その結果として、ユーロ圏における工業生産指数は低下し（表2）、失業率は上昇する傾向にある（表3）。

② 資産価格高騰の要因

ユーロ圏における住宅ブームの背後にある基底的要因は、実体経済に対する

表2 欧州諸国の工業生産指数

月次	アメリカ 合衆国	ユーロ圏					イギリス
	2002=100	2005=100	ドイツ 2005=100	スペイン 2000=100	フランス 2005=100	イタリア 2005=100	2005=100
	(0020)	(0070)	(0080)	(0090)	(0100)	(0110)	(0120)
2002	100.0	96.5	94.3	97.1	99.3	102.1	100.8
2003	101.3	96.7	94.5	98.4	98.2	101.5	100.2
2004	103.8	98.7	96.8	100.2	99.5	101.1	101.3
2005	107.2	100.0	99.6	101.0	99.6	100.3	100.0
2006	109.7	104.2	105.4	105.0	100.9	103.9	100.0
2007	111.3	108.1	111.6	107.1	102.1	106.2	100.3
2008	108.8	106.3	111.5	...	99.7	102.6	97.2
2008.08	109.2	107.6	114.1	96.9	100.5	101.8	96.7
2008.09	104.8	106.7	111.5	95.1	99.4	100.1	96.9
2008.10	106.2	101.7	109.3	92.6	96.0	97.5	94.5
2008.11	104.8	99.8	104.8	90.3	93.3	94.1	92.4
2008.12	102.4	94.5	100.8	87.2	91.8	90.2	90.7
2009.01	100.1	92.8	94.1	86.4	87.8	88.7	88.3
2009.02	99.3	89.1	91.0	85.1	87.4	85.1	87.7
2009.03	97.7	88.7	91.3	82.6	86.4	81.4	87.5
2009.04	97.2	88.3	88.7	84.7	85.3	82.3	87.6
2009.05	96.2	89.3	92.7	82.5	87.3	82.3	87.1
2009.06	95.8	90.1	93.8	82.9	87.4	82.3	87.6
2009.07	96.7	90.4	92.9	82.3	88.0	83.9	87.9
2009.08	97.9	91.5	94.6	83.2	90.5	88.8	85.6
2009.09	98.6	91.7	97.2	82.1	89.1	84.1	86.9
2009.10	98.6

出所) 内閣府「海外経済データ」(HP), 内閣府「海外経済データ」

表3 欧州における失業率の変化(季節調整データ)

(単位: %)

	2006年第IV		2007年第I		2007年第II		2007年第III		2007年第IV		2008年第I		2008年第II		2008年第III		2008年第IV		2009年第I		2009年第II		2009年第III		2009年第IV	
EU (27カ国)	7.8	7.4	7.2	7.1	6.9	6.7	6.8	7.0	7.5	8.2	8.8	9.2	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
ユーロ圏(16カ国)	8.0	7.7	7.5	7.4	7.3	7.2	7.4	7.6	8.0	8.8	9.3	9.7	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
ベルギー	8.0	7.8	7.9	7.0	7.1	6.9	6.7	7.3	7.0	7.7	7.7	8.0	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
ブルガリア	8.4	7.6	7.0	6.8	6.3	6.1	5.8	5.3	5.2	5.9	6.3	7.0	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
チェコ	6.6	5.9	5.4	5.1	4.9	4.5	4.3	4.3	4.5	5.6	6.4	7.3	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
デンマーク	3.7	4.1	3.7	3.9	3.4	3.2	3.1	3.3	3.8	4.7	5.9	6.2	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
ドイツ	9.2	8.8	8.5	8.3	8.0	7.6	7.3	7.2	7.1	7.3	7.6	7.6	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
エストニア	5.5	5.0	5.2	4.3	4.0	4.0	4.1	6.5	7.7	10.9	13.3	15.2	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
アイルランド	4.3	4.4	4.6	4.6	4.7	4.7	5.3	6.4	7.7	10.3	12.0	12.2	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
ギリシア	8.7	8.6	8.4	8.2	8.0	7.8	7.5	7.5	7.9	8.8	9.2	9.7	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
スペイン	8.3	8.1	8.0	8.3	8.6	9.2	10.5	11.8	14.0	16.5	17.9	18.7	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
フランス	9.0	8.8	8.5	8.2	7.9	7.6	7.7	7.9	8.3	8.9	9.3	9.6	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
イタリア	6.4	6.1	6.0	6.2	6.3	6.5	6.8	6.7	7.0	7.4	7.5	7.8	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
キプロス	4.2	4.2	4.0	3.9	3.8	3.7	3.5	3.5	3.7	4.3	5.2	5.7	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
ラトビア	6.2	6.5	5.9	6.1	5.5	6.1	6.2	7.5	10.2	13.2	16.4	19.0	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
リトアニア	4.9	4.6	4.2	4.3	4.1	4.5	4.7	6.4	8.1	10.9	13.5	14.6	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
ルクセンブルグ	4.6	4.4	4.2	4.1	4.2	4.4	4.8	5.1	5.2	5.4	5.7	5.9	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
ハンガリー	7.6	7.2	7.1	7.3	7.8	7.6	7.8	7.8	8.1	9.2	9.7	10.5	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
マルタ	6.8	6.7	6.4	6.4	6.2	5.9	5.9	5.9	6.1	6.5	7.1	7.2	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
オランダ	3.7	3.5	3.2	3.1	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.9	3.3	3.6	4.0	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
オーストリア	4.5	4.4	4.6	4.6	4.1	4.0	3.6	3.8	4.0	4.4	4.8	5.3	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
ポーランド	12.3	10.8	9.8	9.3	8.6	7.6	7.3	6.9	6.9	7.7	8.1	8.4	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
ポルトガル	8.2	8.3	8.2	8.1	7.8	7.7	7.6	7.8	8.0	8.8	9.5	9.9	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
ルーマニア	7.2	6.4	6.7	6.4	6.2	5.7	5.8	5.7	5.9	6.2	6.4	7.2	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
スロベニア	5.4	5.3	4.9	4.6	4.6	4.7	4.4	4.3	4.2	5.0	5.9	6.4	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
スロバキア	12.3	11.5	11.2	11.3	10.7	10.2	9.9	9.0	9.1	10.1	11.2	12.6	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
フィンランド	7.4	7.1	6.9	6.9	6.6	6.3	6.2	6.4	6.7	7.4	8.2	8.6	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
スウェーデン	6.6	6.4	6.2	6.1	6.0	6.0	6.1	6.3	6.8	7.5	8.2	8.6	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
イギリス	5.5	5.5	5.3	5.3	5.1	5.2	5.3	5.8	6.3	7.0	7.7	7.8	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:

出所) Eurostat.

過剰な資金の存在である。ミクロ的にみれば、大企業における内部資金が集積し、新たな投資先を見出せない資金、つまり、一定水準の期待利潤率を満足させる投資先がないという余剰資金が存在する。余剰資金を調達して運用を図る機関投資家やヘッジファンドは不動産関連投資を拡大することによって、潤沢な流動性が住宅市場と住宅担保債券市場に供給されたのである。他方、余剰資金は銀行制度にも集積し、銀行からヘッジファンドや住宅金融会社へ貸し付けられた。

第1に、モーゲイジ融資を行う銀行を取り巻く環境を述べておこう。この時期に経験した著しいモーゲイジの成長は、巨額の非伝統的な資金調達（非預金ベース）にアクセスする銀行の能力なしでは不可能であっただろう。小売預金の成長は全体の貸付のペースに追い付かなかったので、その差は卸売市場からの資金調達に依存していた。すなわち、銀行間市場と債券発行による資金調達によって補われたのである。例えば、アイルランドでは、2007年末までにインターバンク預金と債務証券による資金調達はアイルランドのモーゲイジ資金の53%を占めたが、1999年では30%を占めたにすぎなかった³⁾。そして、家計部門は商業銀行または住宅金融会社から住宅ローンを受け、住宅を購入する。このようにして、不動産に対する需要が増大した。

第2に、住宅ローン債権の証券化技術の発展と住宅担保証券市場の成長が挙げられる。住宅会社は貸付債権をまとめて住宅担保証券（MBS）として債券市場で転売し、融資資金を調達できた。また、金融会社はレポ取引により得た現金を手元に、新たなMBSなどを購入し、その証券を使って再びレポ取引をして現金を調達するというように、金融会社や投資家はレバレッジ（負債比率）を高めて、少ない手元現金で大量の資産を購入できた。この点で、EU金融市場においてレポ市場の成長は、住宅ローン債権の証券化を支えたのである。

第3に、欧州中央銀行（ECB）の市場迎合的な金融政策も、銀行の不動産融

3) CBFSAI. *Quarterly Bulletin 04*, 'Housing Finance Developments in Ireland' by Nicola Doyle, October, p. 85.

を支えることによって資産価格の高騰の要因となった。もっとも、この問題は、他の諸国においても市場経済に共通の課題として現れる問題点であって、ECB に特有な問題ではない。金融政策の目標を一般物価水準とする運営を行い、資産価格の動向は単に情報変数としてしか位置付けられていない限り、資産価格の高騰は避けられない⁴⁾。政策金利の一般物価水準上昇率の目標値である 2% はユーロ圏平均値であって、上昇率が 2% を大きく超える参加国が生じてても、ECB は政策金利を変更せず、また、物価が高騰する国において信用量の規制は行わなかった。その結果、自然利子率の高いはずの高成長国において、低金利を背景に銀行の通貨供給をユーロ導入国中央銀行（NCB）の信用供与が支えることによって、資産価格の高騰を伴う景気循環を助長したのである。

第 4 に、不動産市場の活発な取引を促進する要因として、金融のグローバルゼーションによる内外資金の相互交流の増大という環境変化がある。国際収支勘定の中の資本収支に現れる資本移動は、今や経常収支勘定を調整するに留まらず、経常収支勘定の規模から大きく離れて変動するのが常態化している。1990 年代末から、アイルランドやスペインにおいては、経常収支は大幅な赤字であるが、赤字幅を大幅に上回るだけの資本流入が生じた。国際収支勘定では、資本収支の対内直接投資、ポートフォリオ投資および銀行借入のネットの流入として現れた。これらの外資が国内金融市場に流入し、その一部は不動産市場および証券市場へ流用され、活発な投機活動を行った。

以上のような要因を背景にして、ヘッジファンドや機関投資家は投機対象としての不動産購入に向かい、さらに、銀行や住宅専門金融会社から家計向けの住宅融資が拡大することによって、家計部門は住宅購入を拡大させた。このモーゲイジ信用の増加もまた、家計部門の住宅に対する需要を増やし、住宅価格を押し上げる要因となった。

4) ECB の金融政策の問題点については、松浦（2009 年）の第 8 章で詳細に論じている。

2. アメリカの金融危機の波及

① アメリカ・EU間の資金フローの変容と欧州金融市場の流動性不足

アメリカでは、2006年代中頃から住宅投資の減少が顕著になり、2007年夏から失業率は徐々に上昇し、同年第Ⅲ四半期以降金融機関の法人収益は低下を始めた。そのような中で、加熱していた株式市場と住宅市場に陰りが見られ、市場の価格は不安定になると、投機家達は価格が下落する機会を窺っていた。2007年末から住宅価格の下落傾向に拍車がかかり、住宅関連債務デフォルト率が上昇するにつれ、2008年からアメリカの金融機関の業績は悪化を辿る。2008年3月に投資銀行ベア・スターンズが破綻し、同年6月に住宅貸付機関のファニーメイ、フレディマックの破綻と続き、さらに同年9月17日にリーマン・ブラザーズがついに破綻する。これに端を発するアメリカ発金融危機は欧州に直ちに飛び火した。

アメリカ発金融危機の影響は、アメリカによる対欧州向け資金フローの縮小を原因として、欧州金融市場の信用収縮が発生したことである。2007年第Ⅳ四半期に、アメリカの対EU向け証券投資と銀行貸し付けは大幅に減少した(表4を参照)。そして、アメリカの対EU向け証券投資は2008年第Ⅲ四半期と第Ⅳ四半期にはマイナス値となり、EU向け銀行貸し付けも2008年第Ⅱ四半期から同年第Ⅳ四半期までマイナス値をつけた。すなわち、EUからアメリカへ資金の還流が発生したのである。さらに、イギリスのシティは世界から資金を調達し、EUに資金を供給するという集配機能を果たしているが、2008年第Ⅱ四半期以降、欧州大陸向けの資金フローが減少している点が目立つ⁵⁾。その結果、国内金融市場の資金源についてアメリカからの投資資金に多く依存している欧州諸国、とりわけ中東欧諸国は、資金不足に陥った。そのため後述するように、アメリカのFRBは海外の14カ国・地域の通貨当局と通貨スワップ協定を結び、ドル資金を供給するのである。

5) BOE. Statistical Release, External Business of Banks Operating in the UK: 4th Quarter 2008を参照。

表4 アメリカの対EU国際取引

(単位: 100 万ドル, 季節調整済み, 貸付+, 借入-)

	2006:IV	2007: I	2007: II	2007: III	2007: IV	2008: I	2008: II	2008: III	2008: IV	2009: I
経常収支										
財・サービスの輸出と所得の受取り	200,431	206,992	224,254	228,437	233,580	230,307	241,464	234,381	207,946	175,532
財・サービスの輸出	111,142	114,735	122,323	122,871	127,544	132,781	145,335	142,285	129,393	113,104
所得の受取	89,289	92,256	101,930	105,566	106,035	97,526	96,130	92,096	78,553	62,428
財・サービスの輸入と所得の支払い	-217,037	-217,285	-241,710	-237,566	-229,525	-225,655	-255,105	-242,425	-211,231	-167,169
財・サービスの輸入	-135,255	-131,323	-147,982	-148,511	-149,670	-145,695	-166,367	-163,631	-142,286	-115,068
所得の支払い	-81,782	-85,956	-93,728	-89,056	-79,856	-79,959	-88,738	-78,794	-68,945	-52,111
経常移転, ネット	719	-3384	-2,765	-3,377	-1,720	-3,537	-2,228	-3,592	-2,816	-3,302
資本勘定										
資本勘定取引、ネット	-211	-210	280	-218	-222	-230	-235	1811	-241	-240
金融勘定										
アメリカ居住者所有の海外資産、金融派生取引を除く(増加/資金流出(-))	-201,347	-338,565	-289,120	-201,622	-184,716	-196,958	73,157	-4,856	302,532	87,564
アメリカの通貨当局の準備資産	-197	-224	-204	-219	-249	-316	-263	-365	-183	-191
アメリカ政府の資産(通貨当局準備資産以外のもの)	101	354	51	42	-23,548	3,058	-40,954	-186,566	-149,191	174,573
アメリカの民間部門の資産	-201,251	-338,695	-288,967	-201,445	-160,919	-199,700	114,375	182,075	451,906	-86,817
直接投資	-33,386	-41,943	-65,683	-48,763	-78,179	-48,742	-65,261	-33,429	-32,740	-11,788
海外証券	-105,997	-81,808	-71,858	-69,188	-16,231	-41,529	-27,766	66,522	45,687	-12,367
アメリカの銀行によって報告された非居住者に対する債権	-19,701	-40,050	-37,514	25,422	-33,082	47,611	53,307	124,264	65,198	21,060
アメリカにおける外国人民保有資産、金融派生取引を除く(増加/資金流入(+))	-42,167	-174,894	-113,902	-108,916	-33,427	-157,040	154,095	24,718	373,761	-83,722
アメリカの銀行によって報告された非居住者に対する債権	238,312	492,365	382,442	64,331	76,735	175,568	-184,379	-10,418	-254,543	-69,312
アメリカにおける外国通貨当局の資産	37,063	18,431	-7,122	20,828	51,510	48,075	27,756	1,074	103,225	-21,867
アメリカにおけるその他の海外の資産	201,249	473,934	389,564	43,503	25,255	127,493	-212,135	-11,492	-151,318	-47,445
直接投資	43,026	19,501	53,959	58,507	40,394	30,011	45,727	56,083	74,632	21,632
アメリカ財務省証券	-5,267	32,633	16,819	31,720	-386	-11,710	4,812	14,650	12,407	-3,731
アメリカの財務省証券以外の証券	101,012	129,048	201,705	-24,639	52,618	-10,308	-7,386	-56,689	17,124	-2,726
アメリカの非銀行部門によって報告された非居住者に対するアメリカの負債	54,513	90,390	74,416	66,053	-92,757	63,431	-47,583	64,650	-124,329	-22,403
アメリカの銀行によって報告されたアメリカの負債(他の地域のものを含まない)	7,965	202,362	42,665	-88,138	25,356	56,069	-207,705	-90,186	-131,152	-40,217
金融派生取引、ネット	113	11,731	3,841	10,123	-9,567	-8,027	-8,425	-11,180	-8,447	n.a.
統計上の不一致	-20,980	-151,644	-77,212	139,892	115,435	28,531	135,750	36,280	-33,200	-23,074
メネ										
財・サービス勘定	-24,113	-16,594	-25,659	-25,640	-22,125	-12,914	-21,032	-21,346	-12,893	-1,954
所得収支勘定	7,507	6,300	8,203	16,511	26,180	17,567	7,391	13,302	9,608	10,317
経常移転勘定	719	-3,384	-2,765	-3,377	-1,720	-3,537	-2,228	-3,592	-2,816	-3,302
経常収支勘定	-15,887	-13,678	-20,221	-12,506	2,335	1,116	-15,869	-11,637	-6,101	5,061

出所) Bureau of Economic Analysis, U.S. International Transactions Accounts Data

リーマン・ショックを転機とするアメリカと欧州の間の資金フローの変容は、通商白書（2009年度）に統計データが整理され紹介されている。それによると、アメリカから対欧州向けの銀行・ノンバンクによる資金フローはネットベースで、2007年第2四半期のプラス1,574億ドルから2008年第3四半期にはマイナス1,216億ドルへ変化し、また、証券投資によるフローはネットベースで同時期に、プラス719億ドルからマイナス708億ドルへ変化した。すなわち、2008年第3四半期には欧州からアメリカへの資金の還流が生じたのである⁶⁾。

以上のようなアメリカからEUへの資金フローの収縮は、EU金融市場において流動性不足をもたらしたのである。2007年8月上旬に仏大手銀行BNPパリバが住宅ローン担保証券（RMBS）や債務担保証券（CDO）を組み込んだ傘下3つの投資ファンドの応募と償還を中止したことに端を発して、サブプライム・ローン問題は欧州にも広がり始めた。ファンドの閉鎖は、サブプライム・ローン関連の貸出債権の一部にデフォルトが発生し始めていたためであった。ドイツにおいては、2007年8月、ドイツ大手州立銀行、ウエストLBは同年春発覚した株取引の失敗による損失が発生した結果、同年1－6月期の最終損益は大幅な赤字となった⁷⁾。この時、ウエストLBは、ユーロ圏の逼迫したクレジット市場からの資金調達に行き詰まったのである。また、ザクセンLBは自行保有の資産担保証券を担保にしたコマーシャルペーパー（CP）の買い手がつかなくなり、資金調達が困難となった。その時、短期金利の指標であるユーロ翌日物金利はECBの誘導目標である4.0%から大きく外れ、取引がほとんど成立しないまま4.7%まで上昇していた。

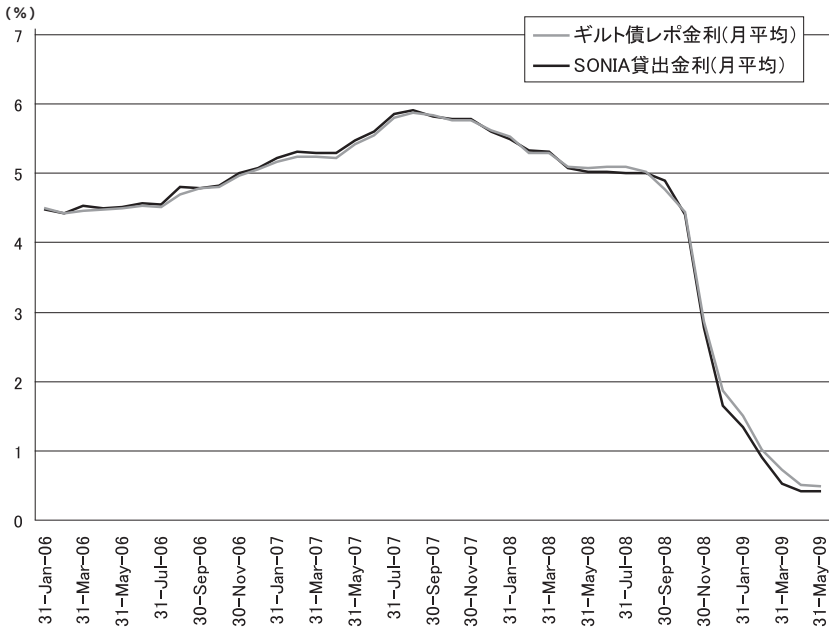
一方、ロンドン短期貨幣市場において、海外からの資金流入の減少は金融逼迫を引き起こしていた。そこに、金利の高騰によって銀行間市場における資金調達が困難になったことから、2007年9月に銀行破たんが相次いで発生し

6) 『通商白書』（2009年版）20ページ。

7) 『日本経済新聞』朝刊、2007年8月31日付け。

た。銀行破たんの直接的原因は、金融市場の逼迫による資金繰りの悪化である。金融逼迫を象徴する金利上昇の動きを記しておこう。イギリスの銀行間市場の SONIA 金利は 2006 年 2 月平均の 4.43% から 2007 年 8 月のピーク時の 5.91% へと 1.48 ポイントも上昇し、それ以降高い水準を維持した（図 5）。また、証券担保資産の複雑さは投資家による行動の不確実性を高め、それを背景に、金融機関は証券担保資産の価値の低下に過度に晒されることとなった。これは、銀行間信用市場におけるカウンターパーティ・リスクの認知を高め、取引量の低下と共に銀行間貸付の費用の大幅な増加を招いたのである。その結果、3 か月物ロンドン銀行間金利と 3 カ月物オーバーナイト・インデックス・スワップ金利の格差は、2007 年 7 月から大幅に上昇した⁸⁾。

図 5 イギリスの短期市場金利



出所) Bank of England, HP, data base.

では、近年のイギリスで起こった銀行破産の2つのケースを述べておこう。2009年9月にイングランド銀行はイギリスの中堅銀行ノーザン・ロックを救済するため緊急融資の実施する方向で英金融サービス機構（FSA）などの関係当局と調整すると報道した⁹⁾。これは、ノーザン・ロックの事実上の破たんを意味した。その報道が預金者への不安心理を喚起し、預金流失が加速したのである。ノーザン・ロックはサブプライム関連投資をほとんど行わなかったが、同銀行の負債に占める預金の割合はわずか2割強で、住宅ローンの証券化や金融市場での短期借入などへの依存度が圧倒的に高かった。そこに、サブプライム・ローン問題に端を発した信用収縮が始まると、流動性不足による短期金融市場の金利高騰がノーザン・ロックの負債管理を困難にした¹⁰⁾。

次に、サブプライム・ローンを手掛ける住宅金融会社、ビクトリア・モーゲイジが資金繰りに行き詰まり、実質破たんした。同社は銀行からの借り入れのほか、融資債権をまとめて住宅担保証券（MBS）として債券市場で転売して融資資金を調達していた¹¹⁾。しかし、イギリスでもサブプライム・ローンを組み込んだMBSへの投資家が急減し、市場金利が上昇していたのである。

② EU 金融機関の不良債権問題

2008年9月のアメリカ発金融危機はさらに欧州金融市場に深刻な影響を与えた。欧州の銀行は、貸出債権の不良化の拡大と保有有価証券の値下がり直面し、保有する有価証券の減損処理や貸倒引当金の増加という対応に追われて

8) BOE. *Quarterly Bulletin* 2009 Q3, p. 184.

9) 『日本経済新聞』朝刊, 2007年9月14日付け。

10) 『日経金融新聞』, 2007年10月4日, 5日, 6日付け。流動性危機が未曾有の世界的金融危機に発展していった要因の一つは、欧米金融機関の証券化ビジネスへの傾斜がもたらした金融機関自身のバランスシート構造の不安定化である。預金に代わって資金調達でのCP（約束手形）発行、短期・長期の社債発行および証券化商品の組成・販売などによる資金調達である。しかし、これらの資金調達のコストは、ゆるやかな動きを示す預金金利に比べて、より市場環境の影響を受けやすく変動が大きいという問題をはらんでいた（『通商白書』2009年版, 19ページ）。

11) 『日本経済新聞』朝刊, 2009年9月14日付。

いる。欧州大手銀行の不良債権問題は、アメリカのサブプライム・ローン関連の証券投資に関わる金融資産の悪化と欧州域内の貸付債権及び金融資産の悪化とが複合化している。

欧州中央銀行（ECB）は18日に公表した2009年12月の金融安定調査で、ユーロ圏の銀行が2007年10年に被る不良資産処理の損失が合計5,530億ユーロ（約72兆円）に達するとの予測を公表した。商業用不動産市場の冷え込みを背景に、銀行が保有する商業用不動産ローン担保証券（CMBS）などの評価損が増えると指摘した¹²⁾

最初に、EU金融機関のアメリカのサブプライム・ローン関連の不良債権問題について述べておこう。2000年代にアメリカのサブプライム・ローンが普及するにつれて、証券化された住宅ローン債権は内外の投資家に広く販売されており、アメリカの住宅ローン市場は国内外から流入する投資資金によって支えられていた。最大の投資を行っているのはアメリカの年金・保険・投資信託で、全体の24.4%を占めている。次いでアメリカの銀行、政府系住宅金融公社及び海外投資家がそれぞれ18%前後を占めている。通商白書（2009年）によれば、住宅ローン担保証券を含む機関債への投資に占める外国保有の割合は、2007年で21.3%を占めた¹³⁾。そのうちの多くの部分はEUの金融機関によって購入されたことは容易に想像できる

政府系住宅金融公社や年金・保険等の機関投資家に加えて、欧米諸国の商業銀行や大手投資銀行などの金融機関も米国住宅市場への投資に大きな役割を果たした。これらの金融機関は、組成・転売のためのSPV（Special Purpose Vehicle）というペーパーカンパニーを設立して、住宅ローン債権を大量に購入して仕組み債を組成し世界中の投資家に転売する業務を積極的に行った¹⁴⁾。また、欧米の大手金融機関の多くは、投資目的の会社を設立して、その会社を通じてCDO等の金融商品への投資活を行った¹⁵⁾。それらの投資は、短期

12) 『日本経済新聞』朝刊、2009年12月19日付。

13) 『通商白書』（2009年版）7ページ。

の売買活動による利鞘の獲得を目的としたものであるから、正確には投機活動と言うべきである。

次に、欧州銀行の欧州域内における不動産関連融資に関して、資産の不良化問題が顕在化する懸念が生まれている。2008年9月金融危機直前まで銀行融資による不動産開発投資が拡大し、その過程で商業用不動産価格は急上昇したが、危機後、不動産価格は下落し始めて、特にアイルランド、イギリスおよびフランスでは大幅に下落した。不動産融資の借り換えが今後本格化するなかで、市況が回復しなければ銀行は損失処理を迫られる可能性がある。

銀行の不動産関連ローンについて、もう一つの不安材料は家計部門への貸付である。ユーロ圏において、2000年代に良好な融資条件、堅調な住宅市場のダイナミズムを反映して、モーゲイジ債務は家計の債務の最も大きな要素を占めるようになった。ユーロ圏における家計部門の債務は2003年初頭から2007年末にかけて可処分所得の平均で約97%を占めた。同時期に可処分所得に対する住宅債務の比率は、イギリスで154%、アメリカで128%であった。ユーロ圏において、家計部門の純資産（住宅資産を含む総資産から総負債を引いたもの）の可処分所得に対する割合は2000年代に上昇し、その比率はイギリスほどではないが、アメリカより大きかった¹⁴⁾。そして、EUの家計部門の金融について銀行部門は極めて大きな役割を果たしている。ユーロ圏で貨幣金融機関は2007年で家計金融の85%を占め、イギリスとアメリカではそれぞれ26%と31%である。ただし、この評価はバランスシート上の最終的な与信の記録に基づくものであり、バランスシートから切り離されて証券化された融資を加えた融資元本統計でみると、ユーロ圏における貨幣金融機関(MFI)の比率は約90%で、イギリスにおけるMFIの比率は75%である¹⁵⁾。

14) 証券化商品を販売するに際して、モノラインと呼ばれる証券化商品を含む債券の保証に特化した保証会社が大きな役割を演じた。モノラインは、地方債に加え、サブプライム・ローンなどを組み込んだ証券化商品の保証業務を手掛けた。

15) 『通商白書』(2009年版) 19ページ。

16) ECB. *Occasional Paper*, No 101, March 2009, p. 67.

以上のように、家計部門の住宅借入が増加する中で、銀行の住宅ローンのウエイトは極めて高い。ただし、ECBのOccasional Paperによれば、アメリカの場合、サブプライム・ローンの受信者は低所得者が圧倒的に多いのに対し、ユーロ圏の住宅ローンの場合には、ローンの受信者は中高所得層の比率が高いことをデータで示している¹⁷⁾。このことから、ユーロ圏における銀行の住宅ローンに関する不良資産問題は、アメリカほど深刻化しないと推測することもできる。

さらに、ECBのOccasional Paperは、住宅ローンについて、主として量的な情報に基づいた広範囲な評価をすることによって、ユーロ圏の銀行部門の不良債権問題はアメリカと比較して大きくならないと推測する。第1に、ユーロ圏の個人の債務不履行はアメリカやイギリスと比較すれば、より一般的な現象にはなっていない。また、個人の自己破産の上昇率とモーゲイジ・デフォルトのモーゲイジ総額に対する比率の減少がユーロ圏においてみられる。第2は、ユーロ圏と英・米の法律の違いによって、ユーロでは借り手の破産が起こり難いことである。

アングロ・サクソンの法制度は相対的に規制が厳密でなく、貸し手に都合のよい倒産および破産手続きを含んでいる。また、慣習法によって統治されている国の適応は、より非司法的解決になりがちである。他方、ほとんどのユーロ圏諸国の法律は、司法の手続きの点で市民法に基づいている。そのため、市民法の司法権の中での裁判になると、全体の手続きの期間は長くなる傾向にある。例えば、ユーロ圏における破産手続きの完了に必要な平均的期間は2年間であるが、アメリカやイギリスでは僅か数ヶ月、例外的な場合にだけ1年が必要とされる¹⁹⁾。

17) Ibid., ECB, p. 70.

18) Ibid., ECB, pp. 14-19.

19) 市民法と慣習法とのその他の違いは、前者において債務者はさらなる行為が取られる前に、与信者と交渉するのを試みなければならないという事実に関連している。後者においては、そのような行為は通常例外的である (Ibid., ECB, pp. 72-73)。

このように、ユーロ圏における住宅ローンの受給者の債務返済不能によって生じる銀行貸付の不良資産化の深刻さは、アグロサクソン諸国との比較で相対的に小さいと評価することは可能である。しかし、2009年を通じて失業率は上昇し²⁰⁾、収入の減少と債務返済不能の家計が増加していることを踏まえると、銀行の不良資産問題は容易に解決できるものではない。また、2009年末時点で、ユーロ圏の住宅価格の下落傾向は収まっているものの、ピーク時の水準より大幅に下落した水準から回復できない。不動産価格の上昇を梃子にしたエクイティ・ファイナンスは2000年代に特にイギリスで伸長したが、不動産価格の低下によって、エクイティ・ファイナンスの払戻が増加した。しかも、受信者は失業や収入減少などの理由で債務の返済ができず、自己破産する場合もある。

金融危機の影響は実体経済に波及しており、EU市場における消費財や投資財に対する需要が徐々に減退するにつれ、ドイツやフランスのコア諸国において産業の設備投資と工業生産水準の低下が生じた。その結果、金融危機以降、実質GDP成長率はマイナスとなり、失業率は徐々に上昇を続けている。

第2章 EUの中東欧への拡大と中東欧の金融危機

1. 中東欧のEUへの包摂

EUは2004年5月に中東欧へ拡大し、10カ国を加えて25カ国となり、2007年には南東欧のブルガリアとルーマニアが加わり27カ国となった。これまでEUコア諸国から中東欧諸国への投資は、両地域の国際分業関係を強めることによって物的再生産構造の連結が形成され、また中東欧諸国はEUに制度的に包摂されることによって両地域間の経済的関係はさらに深まってきた。そのような環境で、アメリカ発世界金融危機が中東欧諸国を襲った。以下、中東欧とEUとの経済関係を1990年代から概観しておこう。

20) ユーロ圏の失業率は、2009年6月9.4%、9月9.8%、11月10%と上昇している(Eurostat, Newsrelease, 5/2010-8 January 2010)。

1990年代に中東欧諸国の多くは計画経済から市場経済へ転換を図る。市場経済化の動きは、国内金融制度の改革、国営企業の民営化による外資導入政策、EUの金融支援に支えられる社会インフラ整備によって促進されていた。

第1に、計画経済の負の遺産である非効率な国営企業が改革の対象となった。すなわち、国営企業は収益を生み出すことができずに赤字を計上し続け、国営銀行はその赤字の補填を強いられることによって資金ポジションは悪化していった。そこで国営銀行の改革として、1990年代初期に破産法が制定され、破産法は市場経済の規律を強化し、比較的早い時期に市場志向的な金融機関の再構成を促進することを目的としていた²¹⁾。しかし他方で、国営銀行において不良債権の削減による再資本化が進められた。例えば、1990年代前半に、ハンガリー通貨当局は国営銀行のポートフォリオ内の債務不履行債券を長期政府債によって置き換えるという操作を実行した。そして、それらの不良資産は、国営金融機関であるハンガリー投資開発銀行に移転されたのである。チェコでも、同じ手法によって、政府系銀行は国営銀行の不良債権の引受銀行となった。このような国営銀行の再資本化は、銀行部門にとって不良資産のストック問題を軽減するものであった。しかし、政府が不良資産を抱え込んだ形となり、不良債権問題の根本的な解決は先送りされただけであった。

金融制度改革は、外国資本に対する金融市場の開放を伴う。ハンガリー、ポーランドやチェコでは、通貨当局は国営銀行を海外投資家に売却する戦略を選択した。東欧諸国において外資系銀行の参入は1990年代中頃から本格化し、全銀行資産における外資系銀行保有資産の比率は急速に増加していった²²⁾。それに伴い、非居住者銀行からのクロスボーダー貸出は徐々に増加し、非金融企業の借入において支配的な地位を占めた²³⁾。

例えば、ハンガリーにおいて、寛容な国家の補助金と様々な種類の税制上の

21) Barisitz, S., 2008, p. 21.

特権に支えられて、モーゲイジ貸付は2000年代に始まり、対GDP比で見て2001年の2%から2005年には11%へ拡大した²⁴⁾。モーゲイジ貸付を含む家計向け貸付も急速に増加して、対GDP比で2001年の6%から2005年から17%へ増加した。このような借入に占める外貨の比率は年を追うごとに増加しており、2006年中頃では新規与信の約3分の2を占めた。東欧諸国においては、ユーロ圏に比べて相対的に高い国内金利と安定化している為替相場を背景にして、外資の流入傾向が続いたのである。しかし、家計と零細企業は十分なハード通貨の収入がなく、したがって為替リスクに対するヘッジを十分にしていなかったため、銀行の資産は為替変動に対する脆弱性を後に露呈することになる。

第2に、中東欧諸国は外資を積極的に導入する政策を取り、また、EUからの金融支援に支えられて、国内の社会的インフラの整備を進めて行った。そのため、中東欧諸国のEU加盟を見越して、同地域への海外直接投資(FDI)は1990年代末から拡大を続け、EU加盟の2004年以降、FDIはさらに増加する傾向が見られた。EUコア諸国から中東欧諸国への投資は、両地域間において産業内貿易ないし企業間貿易を促進させる作用がある。例えば、ドイツの自動車会社がチェコに工場を建設すると、チェコでの自動車生産に必要な部品をドイツの部品工場から輸入し、完成品を他国へ輸出するという場合である。1999年以降のチェコ、ブルガリアとエストニアの場合、EU27カ国からの輸入の比率が上昇する一方で、EU域外に対する輸出比率が上昇するという傾向が見られる。殆どの中東欧諸国でEU諸国との輸出入の比率は7割から8割を占めている点は、EU域内の地域的再生産構造が強まっていることを示唆している。

中東欧諸国への外資の流入をマクロ経済の視点から整理しておこう。概し

22) 幾つかの外資系銀行のダイナミックな拡大が1990年代中頃に起こった。例えば、オーストリア・クレディタンシュタルト・ハンガリー銀行とライフアイセン銀行は新地投資を行い、事業を大きく拡張した。全銀行資産における外資系銀行保有資産の比率は、1995年に41.8%を占め、その後比率は上昇して、2000年に66.7%、2005年には84.5%を占めるに至った(Barisitz, S., 2008, pp. 21, 87)。

23) Barisitz, S., 2008, p. 24.

24) Barisitz, S., 2008, p. 89.

て、中東欧諸国の財政収支と経常収支は共に大きな赤字を計上しており、それらの赤字の補填の多くは外資の借入に依存してきた。ユーロ圏の相対的な低金利と安定したユーロ相場を背景に、中東欧諸国による外貨建て借入が増加したのである。金利差を生み出したのは、中東欧諸国の高い経済成長とユーロ圏の低金利であるので、その条件が満たされずに資金の流入が止めば、実体経済は破綻することを暗示していた。また、為替相場が大幅に下落すれば、銀行の貸付ポートフォリオは為替差損を被るリスクは避けられなかった。

2. 中東欧における金融危機

中東欧（CCE）諸国は海外から投融資されていた資金が流出する事態に直面し、通貨安と株式・債券相場の急落が発生し、金融危機に陥った。危機に直撃された国々は外国銀行からの過剰借入れと経常・財政赤字が目立つ点で共通している。中東欧諸国における経常収支の対 GDP 比率と財政赤字の対 GDP 比率は、ユーロ圏のコア諸国と比べてかなり大きい。国の経常赤字は外資によって補填されなければならないが、外資の流入ルートとして外国銀行からの借入は極めて大きなウエイトを占めていた。バルト3国における外貨建て借入の規模（対 GDP 比）は2005年の約50%から2008年には80%へ上昇し、また、アルバニア、ブルガリア、ハンガリー、ルーマニア、ウクライナにおける外貨借入の規模は、2005年の約30%から2008年の50%へと上昇した。IMFの報告書によれば、中東欧諸国の外貨借入が急増する2007年半ばから2008年半ばの時期は、利子率スプレッドと為替相場変動の縮小および国内通貨での貯蓄傾向の向上によって特徴づけられる。借入を外貨建てに傾斜した通貨ミスマッチの要因として、次のような点を指摘する。すなわち、自国通貨が安定しているか、あるいは強い限り、外貨建て借入は一般的に自国通貨建てより調達費用が安くなり、自国通貨建て貯蓄はより高い収益をもたらす²⁵⁾。このような外資が

25) IMF (2009), [WEFS], Regional Economic Outlook, Europe Securing Recovery, October, p. 22.

中東欧諸国に流入し続ける背景には、ユーロ圏およびアメリカの相対的な低金利によって資金調達費用が抑制できたことと、自国の輸出先であるユーロ圏の安定した経済成長があった。

中東欧諸国はコア諸国による資本流入に依存する成長モデルになっていた。しかし、金融危機により欧州金融機関自身が資金繰りに窮するようになると、ユーロ圏の銀行間市場において金利が高騰した結果、コア諸国から中東欧諸国への資本流入が減少した。また、アメリカからの資金流入が急減したことも、東欧諸国の資金繰りを悪化させた。国内の流動性不足は、国内の銀行間市場を逼迫させ、クレジット・クランチを引き起こす。さらに、マクロ的な生産の縮小から雇用・所得も減少し、東欧諸国の実体経済は悪化したのである。

ポーランド経済は、2000年代に入って直接投資が流入し国内需要を押し上げ、2004年～08年の5年間でGDP成長率は5%と高い水準を維持してきた。もっとも、外需依存度は東欧諸国の中では相対的に低く、経常収支赤字規模も小さく、さらに家計向け外貨建てローンの対GDP比率は東欧諸国の中で最も小さいことから、民間銀行の対外債務が負債全体に占める比重は比較的小さかった²⁶⁾。そのため、2008年9月の金融危機の影響は軽微であった。だが、2009年1月以降、他の中東諸国通貨の急落による影響を受けて、通貨ズロチの為替相場は大幅に下落し、株価や債券価格も下落した。

EUのコア諸国と中東欧諸国は投資と貿易の相互依存関係を背景にして、両地域の実体経済は連鎖的に悪化する様相を呈する。すなわち、EUコア諸国の実体経済が縮小すると、EUへの輸出に依存していた東欧諸国は外需の減退によって工業生産高が大幅に低下した。さらに、東欧諸国の実体経済が悪化した結果として、コア諸国による東欧諸国への輸出も減少した。

東欧に融資を集中させてきた欧州の銀行は、東欧向け貸し出しが焦げ付く危険性が高まっている。オーストリアは、対GDP比率の7割に匹敵する額が東

26) Ibid., October. p. 22.

欧向け融資であり、ベルギーは30%、オランダ15%である²⁷⁾ ロシアを含めた東欧圏にはオーストラリア、ドイツ、イタリアがそれぞれ2,000億ドル（18兆6,000億円）、オランダ、ベルギーなどが1,000億ドル（9兆3,000億円）超の債権を保有しているとみられる。中東欧の金融危機の影響で、オーストラリアでは銀行株が急落し、ドイツのコメルツ銀行は中東欧業務の利益が大幅に低下し、北欧系銀行ではバルト3国向け融資の不良債権比率が上昇することなどから、東欧向け貸し出しが焦げ付くリスクが高まっている。

EU 諸国の大手銀行の状況について述べておこう。グローバルなリスクの再価格がすすむにつれて、デフォルトに対する銀行負債を保証する費用、それはCDS率によって計られるものであるが、いくつかのオーストリアの銀行とその他の欧州に銀行によって、著しく増加した。オーストリアの銀行の株式価格は2007年中ごろと2009年初めの間に約85%だけ暴落した。それらの展開は、中東欧諸国に対する巨額の債権に関連するリスクが高まったという市場の予測、マクロ経済の見通しが著しく悪化したことによる期待収益の低下、およびCDS市場における流動性不足を反映しているように見える²⁸⁾ オーストリアの銀行の金融業績は2008年の前半に健全であったが、業績は取引と手数料収入の低下を背景にして悪化し始めた。

CEEにおける金融混乱は収まったとしても、実体経済が回復するには時間がかかる。したがって、EUのコア諸国のCEEに対する債権問題は、容易には解決できないであろう。

第3章 EUの中東欧に対する金融危機対策

2008年9月からのアメリカ・EU金融危機が長引き、中東欧諸国の幾つかは通貨下落と資金流出に見舞われて、経済危機に陥った。ハンガリーの通貨フォリントが先導する形で、ルーマニア・レウ、ポーランド・ズロチなどの各国通

27) 『エコノミスト』2009年5月19日、23ページ。

28) OECD, *Economic Surveys Austria 2009*, 2009, p. 21.

貨が急落し、株式・債券相場も下落した。これは、金融危機に伴う信用収縮に加え、輸出の落ち込みを懸念して投資資金が流出したことによる。

2009年1月20日に、EU理事会はラトビアに対して総額31億ユーロの中期金融支援（平均7年の満期）を実施する用意をすることを決定した。この共同体の支援は、IMFのスタンドバイ合意の下で、15億SDRのIMFからの融資と共同で実施される予定である。また、スウェーデン、デンマーク、フィンランド、ノルウェイ、およびエストニアのノルディック諸国は19億ユーロの融資に貢献する予定であり、それに加えて、世界銀行は融資4億ユーロ、欧州復興開発銀行（EBRD）、チェコおよびポーランドは総額4億ユーロを提供する。それらの融資総額は2011年の第1四半期までで75億ユーロになる予定である²⁹⁾。

EU金融援助はラトビア当局の経済安定・成長計画の支援のもとで実施される。当計画の目的は、金融システムの国内および国際的信認を維持すること、価格競争力の悪化とインフレ上昇圧力を公共部門の賃金費用の削減によって直接的にかつ間接的に食い止めて反転させること、一連の構造改革によって経済成長の潜在力を強化することである。計画の中に提案される措置の実行は、大幅な経常赤字と高水準のインフレを含む不均衡の蓄積を改善することを支援し、また持続可能な経済の収斂および近い将来のユーロの導入というラトビアの目標にとって、下地を作るものであった。その計画の政府支出削減については、公務員の雇用の削減、各種ボーナスの削減、補助金や財・サービスにかけられる支出の削減などが記されている。そして、同政府はEUおよびIMFからの融資を受けるにあたり、2011年までに政府の一般会計赤字を対GDP比の3%以下にすることになっている。

EUは2009年3月の首脳会議で中東欧などの「危機国」への金融支援で合意した。合意の内容は、中東欧向け特別融資枠を3月時点の規模の2倍となる

29) European Commission, Memorandum of Understanding between the European Community and the Republic of Latvia を参照。

総額 500 億ユーロ（約 6.4 兆円）に増加すること、および IMF と協力して危機の予防に備えることである³⁰⁾。もっとも、その支援は景気浮揚策としての追加的財政支出を含むものではなく、飽くまで融資による支援である。財政出動による支援は、EU の地域政策による公的資金援助があるが、この点については後述する。

2009 年 5 月 6 日に EU 理事会はルーマニアに総額 50 億ユーロ中期金融援助を準備する決定を採択した³¹⁾。ルーマニアは世界的な金融危機を背景に、資金流出や通貨下落に直面しており、そのため国際機関と一体となって短期的な資金繰りを下支えする支援策がとられた。ルーマニアに対する EU の援助は、114 億 SDR（約 129.5 億ユーロ、ルーマニアの IMF クォータの 1,111%）のスタンドバイ合意を通じた IMF 支援と共同で実施される。そして、20 億ユーロの追加的多角的な支援が、世界銀行による 10 億ユーロの融資、EIB と EBRD による 10 億ユーロの融資によって提供される。EU の金融援助は、財政、金融部門および構造改革措置を含む包括的な経済政策計画の実行を条件としている。この支援の目的は、経済が短期的流動性圧力に耐えることを可能にすること、競争力を改善し、中期の不均衡是正を支援することであり、それらの目標を達成することによって、経済を健全で維持可能な基盤に戻すことである。ルーマニア政府の経済計画の目的は次の通りである。

①財政の健全化

健全な財政は調整計画の基礎である。財政赤字の漸次的削減を実現するために、支出抑制主導で健全化に取り組む必要がある。例えば、公共部門の賃金勘定の削減、財・サービスへの支出の削減、公共部門への補助金の削減によって、および自動車や事務機器のような備品に対する資本支出の削減を通

30) 『日本経済新聞』朝刊、2009 年 3 月 21 日付け。

31) European Commission, Memorandum of Understanding between the European Community and Romania を参照。

じて、財政支出の抑制を図るものである。なお、EU基金によって協調融資される投資事業には優先権が与えられる。

②財政ガバナンス

財政赤字の削減の達成を可能にするためには、財政上の戦略と過程について改善する措置が講じられる必要がある。中心となる要素は財政に責任ある法律である。その法律は、拘束力のある中期財政的枠組みの立ち上げを要求し、当該年に財政の修正に制限を設けて、財政上の実行を改善するために財政ルールを設定するものである。

③金融と財政部門政策

金融政策は価格安定とルーマニア中央銀行（NBR）のインフレ・ターゲット（2009年末と2010年末では $3.5\% \pm 1\%$ ）に連動して実施される。金融部門に関しては、ストレステストに基づいて、民間銀行は事前の10%の自己資本比率を確保するために、2009年9月までと2010年3月までに、必要な資本を補充する。外資系ルーマニア銀行の親銀行にとって、この措置は2009年3月のウィーンでの共同声明に即したものである。金融監督は銀行、保険および証券の分野で関連するEU法規に対応して強化される。それに加えて、流動性に関するより詳細な報告要件が導入される予定である。その一方で、十分な流動性供給を保証するために、NBRは信用供与のための担保として受け入れ可能な資産の幅を広げる予定である。そして、金融危機の特別な環境を配慮して、適正な自己資本比率の最低水準を適当な時期に8%から10%へ引き上げるべきと述べている。

④経済計画は、リスボン戦略の枠組みにおいてEU理事会によって発表された特定国提案の中にカバーされている政策分野に即したものである。改革に含まれる政策は、公共行政の効率性と実効性を改善すること、公共支出の質を高めること、EU基金の健全な利用と吸収の改善、企業環境を向上させることである。

中・東欧諸国への EU の支援はハンガリー、ラトビアに続く第三弾。先の EU 首脳会議では中・東欧向けの総額 250 億ユーロの特別融資枠を 500 億ユーロに倍増することを決定しており、一部をルーマニア向けに充てる。

結びにかえて

2008 年 9 月の金融危機に対し、ユーロ圏の当局は公的資金の投入および銀行の国有化措置によって銀行の破綻を防いだ。さらに、ECB の未曾有の流動性供給は、銀行間市場の低金利を支え、流動性リスクを解消した。その結果として、ユーロ圏におけるシステミック・リスクは解消され、市場は落ち着きを取り戻した。また、EU の中東諸国においても IFM と EU による金融支援策は、通貨当局による金融システムの安定性に対する強い姿勢を持つものとして市場は評価し、その結果として、外資による資金の引き揚げは抑制されて、外資の投資活動はとりあえず復活した。このように、2008 年 9 月に始まった金融危機は、同年 3 月以降は徐々にその姿を消して、金融市場の混乱は見られなくなった。これで EU 経済は不況を脱し、欧州金融危機はこのまま解決の方向に向かうのだろうか。あるいは銀行にとって流動性のアクセスが容易になることで不良債権問題が糊塗されるだけで、金融危機のマグマは燻り続けているのか。

確かに、EU の金融システムは安定性を取り戻したが、2009 年以降、ユーロ導入国の財政赤字を原因とするユーロ信認問題という別の形で金融システムの問題が顕在化している。ユーロ圏の各国は銀行救済のために公的資金を注入した結果として、また金融危機の影響による税収の落ち込みによって、財政収支が悪化した。「安定・成長協定」の基準である財政赤字は対 GDP 比 3%であるが、殆どの国がその基準を超えてしまった。2009 年の財政赤字規模はギリシアが 12.7%、アイルランド 12.5%、イギリス 12.1%、スペイン 11.2%、ドイツ 3.4%である。これらの中でもギリシアの財政状況は最も深刻であり、国内実体経済が悪化する中で、財政健全化に向けて改革が全く進まないことに市

場が反応し、ユーロに対する信認が疑問視され始めた。その帰結はユーロ売りによるユーロ相場下落である。この通貨アタックは、共通通貨を持ちながら構成国がそれぞれの国家主権を保有するため、「安定・成長協定」の順守を担保する制度が存在しないというユーロ圏の盲点を突いたものといえる。ギリシアが財政再建に失敗した場合、EUは金融支援によってユーロの信認を守ろうとするであろう。その場合、ドイツなど財政力の強い国が救済に回る可能性が強い。これはユーロ圏内で信用度の低い国のリスクをドイツのような信用度の高い国に付け加えることを意味する。だが、ドイツなどのコア諸国がこの負担に耐えられる保証はない。

他方、EUの中東欧諸国の金融危機は収まったものの、金融危機は解決したと言える環境にはない。なぜならば、実体経済の現状を見る限り、GDP成長率は対前年同四半期でバルト三国のエストニアでマイナス9.4%、ラトビアでマイナス17.9%、リトアニアでマイナス13.3%と深刻であった。また、同様に見てGDP成長率はハンガリーではマイナス5.3%、ルーマニアはマイナス6.9%であった。同時期のGDP成長率がプラスを計上したのはポーランドだけであった(表1)。次に、中東欧諸国の雇用情勢については、失業率はバルト三国のエストニアでは2009年12月時点で15.5%、ラトビアは2010年1月時点で22.9%と極めて高い。また、ハンガリーは11.1%(2010年1月時点)、スロバキアは13.7%(2010年1月時点)である³²⁾。概して、中東欧諸国の失業率は金融危機が襲った2008年9月以降2010年1月まで上昇を続けており、2010年3月時点で改善されている様子は見られない。

中東欧諸国で通貨アタックを受けた国の特徴は、財政赤字と経常赤字が顕著であったことである。これらの諸国は対外赤字を返済しなければならないが、このような実体経済の状況から、対外債務の元本と利払いは極めて困難な状況が続いていると推測でき、したがって、対外債務問題は依然として未解決のま

32) Eurostat, newsrelease, euroindicators, 29/2010-1 March 2010.

までであろう。そして言うまでもなく、景気が回復しなければ、財政再建は不可能である。また、先に触れておいたように、ユーロ圏のコア諸国の大手銀行は中東欧諸国に多くの融資残高を抱えているため、中東欧諸国の対外債務返済能力はそれらの大手銀行の経営健全性を大きく作用する問題となっている。

引用文献

『エコノミスト』毎日新聞社、2009年5月19日号。

『通商白書』（2009年版）経済産業省。

『日経金融新聞』各号。

『日本経済新聞』朝刊、各号。

松浦一悦『EU通貨統合とユーロ政策』ミネルヴァ書房、2009年。

Bank of England [BOE] (2008). Statistical Release, External Business of Banks Operating in the UK: 4th Quarter 2008.

Barisitz, S. (2008). *Banking in Central and Eastern Europe 1980-2006*, Routledge.

BOE (2009). *Quarterly Bulletin 2009 Q3*.

Central Bank of Financial Service Authority of Ireland [CBFSAI]. *Annual report*, various issues.

CBFSAI. *Quarterly Bulletin*, various issues.

European Central Bank [ECB] (2009). *Occasional Paper*, No 101, March.

European Commission, Memorandum of Understanding between the European Community and the Republic of Latvia.

European Commission, Memorandum of Understanding between the European Community and Romania.

Eurostat, Newsrelease, 5/2010-8 January 2010.

Eurostat, Newsrelease, euroindicators 29/2010-1 March 2010.

Eurostat, Newsrelease, euroindicators 34/2010-4 March 2010.

IMF (2009). *World Economic and Financial Survey [WEFS]*, Regional Economic Outlook, Europe Securing Recovery, October.

OECD (2009). *Economic Surveys Austria 2009*, OECD.

U. S. Department of Commerce, Survey of current Business [SCB]. U. S. International Transactions Accounts Data.

（付記）本稿は2009年度松山大学特別研究助成による研究成果の一部である。