

松 山 大 学 論 集  
第24卷第4 - 2号抜刷  
2012年10月発行

## アメリカ発世界金融危機と欧州危機

松 浦 一 悦

# アメリカ発世界金融危機と欧州危機

松 浦 一 悦

## 目 次

- 第1章 アメリカとEUの住宅投資ブームと資金フローの相互依存関係
  - (1) アメリカのサブプライム・ローン問題とは
    - ①サブプライム・ローンと証券化
    - ②アメリカ住宅ローン証券市場の拡大
  - (2) EUの住宅投資ブームと新興国の成長
  - (3) グローバル・インバランス下のアメリカ・EU間の資金の相互  
流
- 第2章 アメリカ発世界金融危機とEU経済への連鎖
  - (1) 金融危機の発生
  - (2) 金融危機の影響とアメリカ政府の対応
  - (3) アメリカ・EU間の資金フローの変容と欧州金融機関の不良債権  
の増大
- 第3章 欧州金融危機からユーロ危機へ
  - (1) 大陸欧州の銀行破綻と政策当局の対応
    - ①大陸欧州の銀行破綻
    - ②EUの金融規制の展開
  - (2) 実体経済の悪化と財政赤字の拡大
  - (3) 非ユーロ圏イギリスの金融危機
  - (4) ユーロ危機の発生
    - ①ギリシャ金融危機
    - ②ECBの働き
    - ③多発するソブリン危機

本稿の課題は、2008年9月に始まるアメリカ金融危機が欧州金融危機、さらにはユーロ危機へ波及するプロセスを明らかにし、グローバル資本主義危機の特質の一端を明らかにすることである。

第1章で、まずサブプライム住宅ローンの仕組みを述べ、次にアメリカとEU

で住宅ブームが同時に発生する中で、両地域間での資金の相互交流が活発であったことを明らかにする。第2章では、アメリカ発の金融危機が発生した背景を説明し、金融危機がどのようにしてEUに伝播したのかを述べている。第3章では、欧州の金融危機がユーロ危機を引き起こしてゆくプロセスを述べてみたい。

## 第1章 アメリカとEUの住宅投資ブームと資金フローの相互依存関係

### (1) アメリカのサブプライム・ローン問題とは

#### ①サブプライム・ローンと証券化

1990年代に二期続いたクリントン政権下でIT革命によって息を吹き返したアメリカ経済は、2001年1月にブッシュ政権(2009年1月まで)の誕生以降、新たな局目を迎えた。政権誕生からおよそ8ヶ月を過ぎた2001年9月11日に同時多発テロが発生し、これを契機にホワイト・ハウスは世界規模でのテロとの戦いを始めた。こうした事情を背景に、安全保障上の対外政府援助額の増加は財政支出の膨張要因となった。その一方で、1990年代に総合エネルギー取引とICTビジネスを行う企業として成長したエンロンは、巨額の不正経理・不正取引による粉飾決算が明るみに出て、2001年12月に破綻に追い込まれた。その後、イラク戦争による原油価格の高騰やエンロン事件による信用不安を背景にして、アメリカのNY証券取引所の株式相場は大幅に下落した。しかし、株価の引き上げを目的にアメリカ連邦準備制度(Federal Reserve Board, FRB)は政策金利を引き下げ、潤沢に流動性の供給をしていった。こうして生まれた金融緩和が、後に世界金融危機の発火点となるサブプライム・ローン問題の下地となったのである。

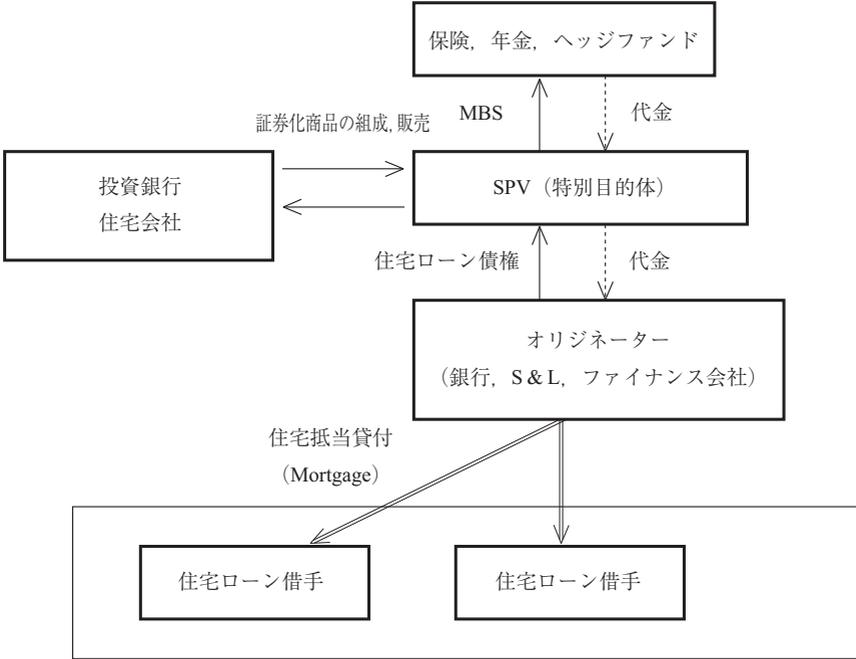
サブプライム・ローンとは返済不履行や自己破産の経歴を持つ人、また借入額がフロー所得の一定基準を超えている人といった信用力の低い顧客向けの住宅ローンを指す。こうした人々への貸付はリスクが高いため貸出金利も高く設

定されるはずであるが、この住宅ローンの場合、借入当初の2～3年は金利が低く抑えられ、借入当初の最優遇金利期間が終了すれば、返済額が増加する仕組みになっていた。このローンの借主のフロー所得が確保される限り、返済は可能であり、また、購入した住宅価格が上昇していれば借り換えが可能である。実際、アメリカでは2000年代から住宅価格が加速的に上昇し、信用力が低いサブプライム・ローン層向けの貸し出しを含めた住宅ローン(モーゲイジ)市場全体が拡大していった。

住宅ローンの爆発的な増大には、証券化(セキュライゼーション)という金融技術が大きく関わっていた。証券化とは様々な資産(住宅ローン債権やリース債権など)から生じるキャッシュ・フローを担保に証券を発行し、債権を流動化することである。図1は住宅ローンを証券化する仕組みを示しているが、まずオリジネーターとよばれる貸し手が借り手に住宅抵当貸付を行う。オリジネーターは早期に資金を回収するため、保有する住宅ローン債権を特別目的会社(Special Purpose Vehicle, SPV)という投資銀行などが設立したペーパー・カンパニーに売却する。SPVに集められた多数の住宅ローン債権をもとに不動産抵当貸付担保証券(Mortgage-Backed Security, MBS)または住宅ローン担保証券(Residential Mortgage-Backed Security, RMBS)という証券化商品が発行され、保険会社や年金基金といった機関投資家やヘッジファンドに販売される。

アメリカでは自動車ローンやリース債権、売掛債権など様々な債権が証券化の対象となっているが、中でも住宅ローンの証券化はその規模で他を圧倒している。住宅ローンは融資期間が30年程度と長期間になるケースが多く、貸し手である商業銀行やS&Lは長期間、信用リスクを抱える。証券化はこのような金融機関が長期の信用リスクを投資家に転売し、資産を流動化することを可能にした。だが、第三者に売却されていた貸付債権は必ず返済(=支払い決済)されるべきものであることは言うまでもない。また、投資家にとっても証券化商品は魅力的な投資対象であった。というのも証券化商品はトリプルAなど

図1 住宅ローンの証券化



の高い格付けのものでも流動性が低いため、社債や国債などと比較すると利回りが高かったのである。

ところで、住宅ローンの証券化が進む中で、サブプライム・ローンが成長するためには、新しい手法が必要であった。すなわち、サブプライム・ローンの場合、借り手の信用が低いことから、その証券化商品（RMBS）がそのままでは高格付けを得ることは困難であったため、仕組債（Structured Bond）<sup>1)</sup>という手法が利用され、サブプライム・ローンは高い格付けを得て、証券化された。

1) 仕組債とは、オプションやスワップなどのデリバティブ（金融派生商品）を組み込むことで、通常の債券のキャッシュ・フローとは異なるキャッシュ・フローを持つようにした債券である。

## ②アメリカ住宅ローン証券市場の拡大

アメリカの住宅市場の拡大を資金面で支えたのは、住宅ローンの証券化を通じて米国内外から調達された膨大な資金であった。アメリカの住宅ローン担保証券（RMBS）の市場規模は日本の約60倍に達する。RMBSの年間発行額は2006年1月時点で住宅ローン新規貸出額の約8割におよび（日本は約20%）、住宅ローン残高の63%が証券化されていた。政府系住宅系金融公社や民間住宅ローン会社が発行するRMBSの発行残高は順調な拡大を遂げ、2000年には国債を抜いて発行残高で首位となり、2007年には約9兆ドルに達した<sup>2)</sup>

アメリカ住宅ローン市場に巨額の資金を提供したのは、米国をはじめとする先進諸国の年金・保険・投資信託などの機関投資家である。世界の年金・保険・投資信託の中でのアメリカの規模は最も大きく、2007年時点で全体の約47%を占めていた。機関投資家にとって、その投資商品として住宅ローン担保証券が格好の対象となった。

海外から流入する資金もアメリカのサブプライム・ローンを支えた。アメリカ債券市場に流入する海外資金はアジア通貨危機の1998年以降毎年増え続け、ピークの2006年には買い越し額1兆ドルに達した。これは、同年のアメリカ債券発行総額6.2兆ドルの約6分の1に相当する。この内2007年時点での外国保有分は、国債47.7%、機関投資債（債券、住宅ローン担保証券）は21.6%、社債は24.6%であった<sup>3)</sup>

ところで、2004年にFRBは不動産価格高騰を問題視して、金融引き締めを狙ってFF金利（Federal Fund rate）—アメリカのコール市場金利—の段階的引き上げを2006年まで行った。だが、アメリカの高い金利を目指して海外からの資金が流入し続けたため、国内金融引き締めの効果は生じなかった。こうしてサブプライム・ローン市場は、貨幣形態の過剰資本を世界中から取り込みつ

2) 経済産業省『通商白書 2009年』3頁。

3) FRB, Flow of accounts of the United States, Supplementary tables, Flow of Funds, Matrix, release Dates, 2012年8月23日アクセス。

つ、この間急成長を続けたのである。

## (2) EUの住宅投資ブームと新興国の成長

2000年代にイギリス、アイルランド、スペインでは景気拡大を伴う住宅ブームが生じた。だが、欧州金融危機の影響が広がると、信用収縮と家計のバランスシート調整圧力が一気に高まり、住宅価格の急落によって金融機関の不良資産が増加した。イギリスはユーロ圏には入っておらず、他の国とは住宅バブルの発生した事情が異なるので、後で取り上げる。

ところで、1990年代中盤以降アイルランドとスペインはユーロ圏の中でも比較的高い経済成長率を示し、消費の拡大は常に物価上昇を伴っていた。ブームに際し欧州中央銀行（ECB）は金融引き締めによって加熱する景気を抑制する役を演じるべきであったが、ECBはユーロ圏全体の物価水準の上昇率を考慮する一元的金利政策を取らざるを得ないため、金利水準はアイルランドやスペインにとっては低く据え置かれることとなった。このため国内の物価水準は上昇し、政策金利が低く抑制されたことは、実質金利水準を低下させた。さらに、1990年代に国内金融自由化を進めたことによって、内外の資金の相互交流が活発化し、2000年代には海外の資金の流入が拡大した。こうした状況下で、企業の設備投資や住宅投資が拡大していった。住宅投資を支えたのが銀行の住宅金融であり、2000年代に住宅ローンは対前年比20%を超える伸び率を示した。住宅価格が上昇する中、住宅ローン残高も膨れ上がり、住宅バブルが発生する。そしてバブルが崩壊するや否や、支払い決済のための資金がショートしてしまったことは、後に述べる。

EUの経済成長を特徴づけるもう一つの要素は中・東欧の新興工業国の成長である。中・東欧など欧州新興諸国は1990年代の体制転換を契機に欧米を中心とする海外からの直接投資を原動力として経済成長を遂げてきた。2000年代にはEU中心国の金融機関が子会社を通じて中・東欧諸国へ積極的な事業展開を図り、銀行融資による資金の流入が増加した。IMFのWorld Economic

Outlook によれば、中・東欧諸国への流入資金の40%が直接投資であるが、残り60%は西欧の銀行融資であった<sup>4)</sup>。こうした海外からの資金の一部は不動産や消費者金融にも流入し、結果として住宅ブームを引き起こした。

しかし、対外債務の拡大を伴う中・東欧諸国の経済成長は、EU中心諸国およびアメリカからの外資に依存していたため、もし欧米諸国からの銀行融資が減少し、また、外資の引き揚げが生じれば、国内の資産価格の低下やクレジット・クラッシュが家計と企業へ悪影響を及ぼすことが懸念されていた。

もう一つの懸念材料は、2000年代後半に中・東欧諸国の家計における外貨建債務が急増したことである。この種の外貨建債務は十分な為替リスクのヘッジを行っていなかったことから、後に、外資の流出による自国為替相場の急激な下落と家計の債務負担の増加を招くことになった。

### (3) グローバル・インバランス下のアメリカ・EU間の資金の相互交流

1990年代と比べて2000年代以降、日本、中国および産油国などの経常収支黒字額が増加するのに対し、アメリカの経常収支赤字が増加する傾向が一層強まった。この世界的な経常収支の不均衡をグローバル・インバランスという<sup>5)</sup>。その下で、黒字国からの資本の一部はアメリカの住宅関連証券への投資に向かったが、大部分はアメリカ政府債のような安全な資産の購入に利用された。その結果として、実質長期金利を引き下げ、その他の投資家に対しよりリスクの高い資産の購入を促すだけでなく、金融機関のバランスシートを拡張させたのである<sup>6)</sup>。

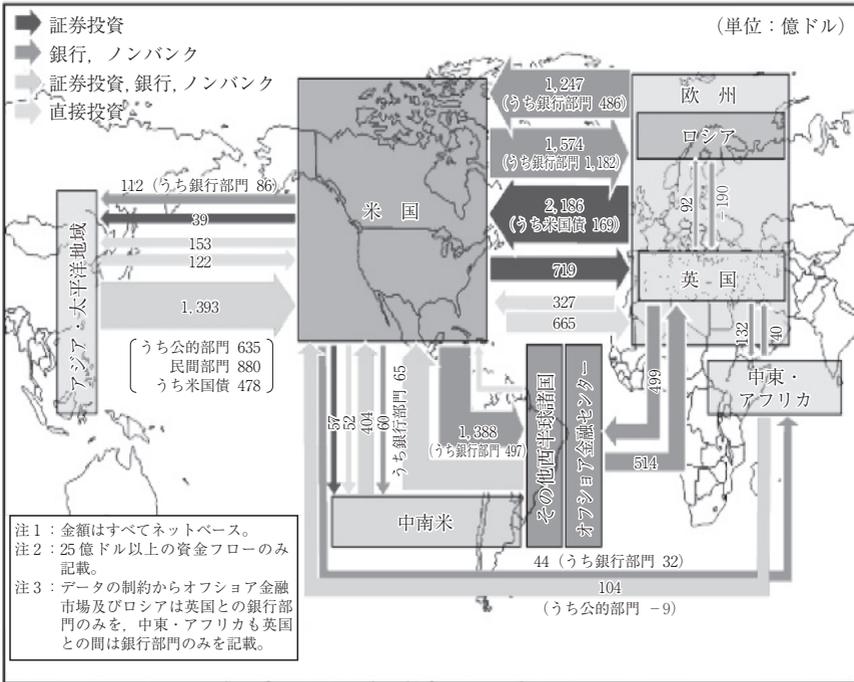
アメリカへの対外投資を行った地域の中でEUの存在は際立っていた。図2で2007年時点での国際資金フローを見てみよう。対外投資は直接投資、証券投資および銀行融資に大別できる。その内、EUによるアメリカへの証券投資

4) IMF, *World Economic Outlook*, April 2008, p. 86.

5) 内閣府『世界経済の潮流』(2008年II, 平成20年12月15日), 「第1章 世界金融危機の発生と拡大」を参照。

6) 'Global imbalance and financial crisis', Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 2009 Q3.

図2 アメリカを中心とする国際資金フローの動き



(資料) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, "SURVEY OF CURRENT BUSINESS January, 2009" Bank of England, "External business of banks operating in the UK: Analysis by region and country" から作成。  
 (出所) 経済産業省『通商白書』2009年, 20頁。

は最大であり、その内アメリカ国債はわずかな部分しか占めておらず、社債・株式投資が対アメリカ投資の大半を占めていたことがうかがえる。また、EUからの資金はオフショア金融センターやカリブ海諸国等の租税避難地へ一旦移され、そこからアメリカへ投資される場合もあった。

他方、2008年までEUへ最も多く投資をしていたのがアメリカである。アメリカからEUへの資金フローの内銀行およびノンバンクによる融資が顕著であり、直接投資、証券投資がそれに続いた。以上のように、アメリカとEUの

間には資金面の相互依存関係が作られており、そのことのために2008年9月のリーマンショックを境とした相互の資金引き揚げは、両地域で信用収縮を同時に引き起こしたのである。

## 第2章 アメリカ発世界金融危機とEU経済への連鎖

### (1) 金融危機の発生

R. シラーは1990年代の米国のITバブルを「根拠なき熱狂」と呼び、その後の住宅バブルの拡大に早くから警鐘を鳴らしてきた<sup>7)</sup>。シラーの予見通り、アメリカの金融危機は以下のような経過を辿って発生した。

まず、2008年9月のリーマンショックを境にアメリカ金融危機が始まるが、金融危機が準備される期間の実体経済の動きをみておこう。2006年中頃から住宅価格の下落が始まり、逆に、住宅ローン延滞率・差し押さえ率は上昇を始めた。ただし、住宅着工数は2006年初頭からすでに低下しており、その後も低下の一途を辿ることになる<sup>8)</sup>。また、住宅販売件数は新築と中古ともに2006年初頭から低下していた<sup>9)</sup>。

住宅投資の減少は住宅着工数の減少を引き起こし、それに伴い家計向けとしては比較的高額な耐久消費財購入水準も落ち込み、ひいてはこれら消費財を生産する企業の生産高・設備投資も2007年後半から落ち込みが目立つようになり、2008年の第3四半期に遂にマイナス0.2%となった。企業収益は同年第3四半期以降に対前年比でマイナスを記録し、そのことが企業の予想利潤率を低め<sup>10)</sup>、企業の設備投資が抑制されたのである。こうして設備投資の減少は次に雇用水準を低下させ、2007年夏以降失業率は少しずつではあるが上昇を始め

7) シラー, R. / 植草一秀・沢崎冬日共訳『投機バブル・根拠なき熱狂ーアメリカ株式市場、暴落の必然』ダイヤモンド社, 2001年。

8) U. S. Deptment of Commerce, United States' Census, New Residential Consutruction の Data より, 2012年8月20日アクセス。

9) 経済産業省『通商白書』2009年, 第1-2-1-7図, 第1-2-1-8図。

10) 経済産業省『通商白書』2009年, 35頁。

た。その結果、雇用者数の減少と雇用者所得の低下によって、住宅ローン支払いのための雇用者所得も低下し、2007年後半には住宅ローンの延滞率が増加した。

こうして新規住宅着工数は伸び悩みをはじめ、同時に住宅価格が急落して住宅の市場価格はローン残高を下回るようになってきた。このことを家計部門のバランスシートに移し替えて考えてみると次のようになる。すなわち、資産側では時価評価の不動産価格の下落によって総資産は低下する一方で、負債側の住宅ローンはローン支払い分を除いた残高価額以外は変わらないため、家計の純資産はプラスからマイナスへと転じてしまうのである。

サブプライム・ローン・バブルの破綻はアメリカ経済にとって、いわば致命的であった。なぜなら、2000年のITバブル破綻後、アメリカ経済は個人向け住宅投資ブームによって牽引されてきたからである。事実、アメリカでは、2001年以降、ホーム・エクイティ・ローンやキャッシュアウト・リファイナンス等、住宅ローン担保を中心とした家計向け金融サービスを充実させることで、それらの借入は家計部門の消費拡大をもたらしてきた。ところが、家計消費の拡大の前提条件としての住宅価格の持続的な上昇が崩れてしまったことによって逆資産効果が生まれ、消費が大きく且つ急速に冷え込んでいった。

アメリカにおいて支出の7割を占めるの個人消費の大幅な低下は企業の設備投資および生産稼働率に決定的な影響を及ぼした。すなわち、鉱業生産指数は2008年9月以降低下し始め、設備稼働率も自動車部門を中心に大幅に低下していった。企業の設備投資は2007年後半から既に低下傾向を見せていたが、2008年第3四半期に対前期比マイナスとなり、2009年第I四半期にはマイナス4.5%を記録した。さらに、金融機関の企業向け融資基準が厳格化したことも企業の設備投資を抑制させた。

## (2) 金融危機の影響とアメリカ政府の対応

サブプライム・ローン・バブルの崩壊を契機に、アメリカの金融機関の業績

は急速に悪化していった。多くの投資銀行は短期の借入を増やして、利回りの高い金融資産に投資し、利益と資産の伸び率を高めてきたが、RMBSの価格が急落することによって、自己勘定で資金運用していた投資銀行の資産は劣化していった。2008年3月に投資銀行ベア・リターンズが破綻し、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、9月17日にリーマン・ブラザーズがついに破綻した。2008年に25件であった破綻金融機関数が2009年には140件へと急激に増加したことは、金融恐慌の深刻さを物語っている<sup>11)</sup>。そして2007年以降大きく下落していた実質GDP成長率も一段の落ち込みをみせ、同年12月アメリカ経済は2001年3月以来初めての景気後退局面に突入した。

金融危機の進行を抑えるために、アメリカ政府はあらゆる手段をとった。2008年9月に政府は保険大手AIG (American International Group) に850億ドルの融資枠を設定し、AIG株79.9%を取得した。その後融資枠は同年11月1,230億ドルに拡大された。

さらに、2008年10月に金融安定化法案が成立した。それに基づき、2008年12月にジェネラルモーターズ (GM) の金融関連会社 (GMAC) に50億の公的資本注入を発表した。その他にもアメリカン・エキスプレスと金融大手CITグループに対しても公的資本注入を決定した。そして、FRBは政策金利であるFF金利の誘導目標を引き下げ、実質ゼロ金利政策を始めた。

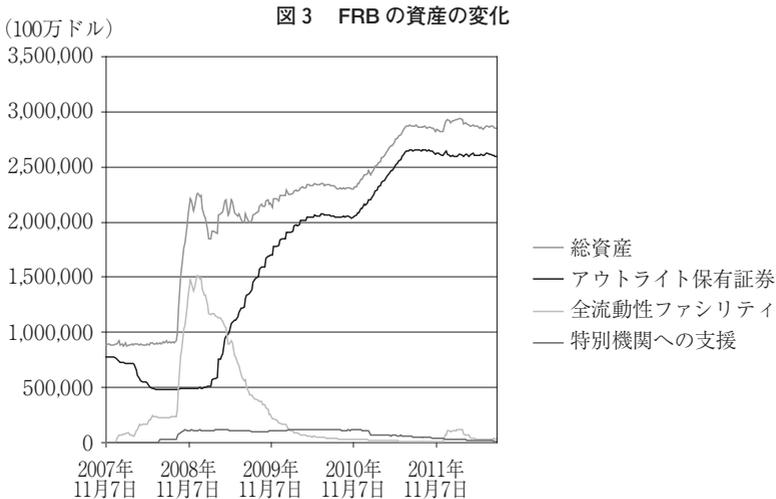
2009年1月オバマ政権が誕生した。アメリカ下院では景気対策法案が可決され、2月に新しい金融安定化策が発表された。その内容は、①新たな資本注入、②財務省、FRB、アメリカ連邦預金保険公社 (FDIC) が共同で不良資産買い取りの官民投資ファンドを設立する、③貸し渋り対策として、資産担保証券を保有する投資家へ融資するFRBの新制度の拡大、④住宅ローン対策などであった。

---

11) [http://www.fdic.gov/FDIC, Industry Analysis, Failed Bank List](http://www.fdic.gov/FDIC_Industry_Analysis_Failed_Bank_List), 2012年8月20日アクセス。

以上の内容は連邦政府の財政面での救済策であるが、それらに合わせて、FRBによる流動性供給策も実施された。FRBは2008年にFF金利の誘導目標を0-0.25%に引き下げて以来、超低金利政策を維持している。さらに、2009年3月、FRBは連邦公開市場委員会（FOMC）で長期国債の買い切りを決めた。この措置は1951年以来半世紀ぶりであった。国債買い切りばかりでなく、住宅ローン担保証券（RMBS）や政府機関債の購入額を大幅に増やした。これが量的緩和策第1弾（Quantitative Easing 1, QE1）であり、2010年11月まで3,000億の国債買入れを実施した。それから2010年11月から2011年6月までのQE2で総額6,000億の長期国債購入を実施し、償還期間が3年以下の国債を同時売却することによって、長期国債の保有比率を高めるツイスト・オペを2011年9月に決定した。

FRBの量的緩和策による流動性供給の増加傾向を図3で確認しておこう。FRBの貸借対照表の大きさの増加は保有される資産の構成の変化を伴っている。アウトライトで保有される証券の水準は2007年末から2008年に入って減



(出所) Federal Reserve Board, Data base.

少した。というのは、FRBは流動性ファシリティを通じて拡大される信用の増加を調整するために財務省証券を売却したからである。2009年以降、証券保有水準は大幅に増加した。これは、主にFOMCによって発表された大規模の資産購入計画の下で財務省証券、公社債、公社保証MBSの購入を反映している（FRBの量的緩和策については補論を参照）。

### (3) アメリカ・EU間の資金フローの変容と欧州金融機関の不良債権の増大

アメリカ発金融危機の発生以降、アメリカによる対欧州向け資金フローの縮小によって欧州金融市場の信用収縮が生じた。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。その後、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、資金がEUからアメリカへ還流したのである。

EUからアメリカへ資金が還流したルートの一つにアメリカのドル建MMF（Money Market Fund）がある。もともとMMFは、元本の安全性が高く、ドル建銀行預金に近い流動性を具えた金融商品として位置づけられ、銀行向け短期資金の有力な貸し手になってきた。ヘッジファンドやSPV（図1を参照）等いわゆる「影の銀行（Shadow Banking）」は、こうしたMMFへの主要な資金ソースであり、その相手先が欧州系銀行・金融機関であった。その欧州系銀行・金融機関が、アメリカのサブプライム・ローン危機で打撃を受け、次にアイスランド、アイルランドそしてギリシャ、東欧が相次ぐソブリン・リスクに直面するにいたって、これら欧州系銀行・金融機関が発行するCPやCDを「影の銀行」はMMFの投資対象資産から外すようになったのである。こうして欧州系銀行・金融機関は新規のドル建資金調達が困難になり、経営体としての資金繰りは一層厳しい局面に直面するようになったのである<sup>12)</sup>

12) 2012年7月時点で、MMF残高は2.5兆ドル（約200兆円）規模に上る（『日本経済新聞』2012年7月2日付け）。

また、資金がEUからアメリカへ還流する別の要因は、アメリカのサブプライム・ローン関連の債券価格の暴落に伴う資金の動きがあった。2000年代に欧州の投資家がアメリカからドルを短期で調達し、これでサブプライム・ローンを含んだ種々の証券化商品を購入していた。ところが、そうした諸金融商品が大幅な価格下落にあい、それらの金融商品を売却することでアメリカの諸金融機関への債務返済が出来なくなった。そこでイギリスの金融機関はオイルマネーの一部分とアメリカへの投資の引き揚げによってアメリカ金融機関の債権回収に対応した<sup>13)</sup>つまり、同時にEUからアメリカへ投資されていた資金がEUへ還流したのである。

その一方で、ロンドン短期金融市場においても、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月イギリスの中堅銀行ノーザン・ロックが取り付け騒ぎの中で破綻した。この時、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ポイントも上昇していた。

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。2007年8月上旬に仏大手銀行BNPパリバが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月期の最終損益が大幅な赤字となった。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

---

13) 奥田宏司『現代国際通貨体制』日本経済評論社、2011年、38-39頁。

にしたコマーシャルペーパー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。

大陸 EU における資金不足を助長させたもう一つの要因は、イギリスからの大陸 EU への資金供給が減少したことである。すなわち、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。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、深刻な資金不足に陥った。そのため後述するように、アメリカ FRB は海外 14 カ国・地域の通貨当局と通貨スワップ協定を結び、ドル資金を供給したのである<sup>14)</sup>

ところで、欧州において 2007 年末頃から資産価格の下落が顕著となり、欧州の金融機関にとっては不動産融資あるいは証券担保貸付による資産の不良化が目立ち始めた。それに加えて、欧州の金融機関にとっては、保有する住宅ローン担保証券 (RMBS) や債務担保証券 (CDO) などの米系住宅ローン関連の資産が劣化して、損失が膨らんでいった。

### 第 3 章 欧州金融危機からユーロ危機へ

#### (1) 大陸欧州の銀行破綻と政策当局の対応

##### ①大陸欧州の銀行破綻

2008 年 9 月のアメリカ発金融危機はさらに欧州金融機関を直撃した。欧州の銀行は、不良貸出債権の拡大と有価証券価格の値下がりに直面し、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た。同年 9 月末からのわずか 1 週間に 4 つの銀行が破綻した。ベネルクス三国を拠点とするフォ

14) ドル不足と通貨スワップによるドル資金の供給についての詳細は、McGuire, P. and Goetz von, P. "The dollar shortage in global banking", *BIS Quarterly Review*, March 2009, pp. 47-60 を参照。

ルテス、住宅ローンで業績を伸ばしたイギリス中堅銀行ブラッドフォード&ビングレー、ドイツの不動産金融大手ヒポ・リアルエステート、フランス、ベルギーを本拠とする多国籍銀行デキシアである。

このような銀行破綻をきっかけとする信用不安を払拭するため、2008年10月12日のユーロ圏15か国首脳会議を受けて13日にドイツ、フランスとスペインは総額9,600億ユーロ（約132兆円）に上る金融危機対策を決定した。共同行動計画は、優先株による公的資金投入、銀行間取引の政府保証、時価会計の一時的棚上げ等が含まれていた。また、同日イギリスは、大手3金融機関に約6兆円超の資本注入を決定した。

さらに10月に、銀行救済策として、アイスランド政府は大手カウブシング銀行を国有化し、オランダ政府は金融・保険最大手INGに100億ユーロ（約1兆3,600億円）の公的資金注入を決定した。2009年1月には、住宅バブルの崩壊で生じた不良債権処理に行き詰まったアングロ・アイリッシュ銀行を国有化し、その後公的資金を投入した。

その他の欧州の主要銀行については、2008年決算は14行中6行が最終赤字で、残る8行も実質的に減益だった。例えば、ドイツ銀行は08年通期決算で約39億ユーロ（約5,000億円）の最終赤字を計上したが、これは営業開始以来、初の赤字転落である。また、ドイツ国内2位のコメルツ銀行は、09年第I四半期決算は最終損益が約8億6,100万ユーロ（約2兆4,000億円）の赤字であった。ドイツ政府はコメルツ銀行に100億ユーロ（約1兆2,700億円）の公的資金を注入した。

## ② EUの金融規制の展開

EUの金融危機に対応して、金融制度改革の検討が進められている。大手の銀行が経営不振に陥り、また、経営破綻に追い込まれる中で、金融規制が根本的に見直された。

まず、銀行だけでなく銀行と深く取引に関与している金融機関も規制の対象

となっている。銀行の自己資本比率指令（Capital Requirement Directive, CRD）は「影の銀行制度」に対しても適用されることによって規制が強化されている。また、ヘッジファンドに対しては、許可制、自己資本規制導入、投資家への情報開示への開示強化などが法案化されようとしている。さらに、デリバティブ取引については、一般の金融機関に対して透明性の強化を図り、また、空売りについての一定のルールに従った市場への開示義務の導入がEU指令もしくはEU規制により定められようとしている。2011年10月に欧州委員会は金融商品取引に関する域内共通ルール「金融商品市場指令」（The Market in Financial Instrument Directive, MiFID）の改正案を発表した。その中身は、瞬時に大量の売買注文を出す高速取引の規制や商品デリバティブを取り扱う市場に緊急時の取引の制限や持ち高制限を導入することを求めている。

第2に、金融機関の破綻後の事後処理についてEUレベルでの調整が進められている。その一つはEU預金保険制度の見直しである。従来EUの最低限調和原則により、保険預金の最低保証額は2万ユーロと定められていたが、保証額の大きさは国によって異なっている。そのため、保証額の最も大きい国の銀行に預金が大量に流出する結果となった。そうした弊害を取り除くため、EUでの預金保証額は一律10万ユーロに引き上げられ一本化された。

第3に、金融機関の監督体制についての改革が進められた。①マイクロ・プルーデンス監督と②マクロ・プルーデンス監督の分野において、それぞれEUレベルの監督機関が創設された。①EUのマイクロ・プルーデンス監督に関しては、監督権限の強化、監督当局の実施体制の不備、本国監督原則に基づく受入国側の銀行監督能力の不足などの問題を改善するために、欧州監督機構（ESA）が設立された。ESAは、銀行と証券と年金保険をそれぞれ監督する欧州銀行監督機構（EBA）、欧州証券市場監督機構（ESMA）、欧州保険年金監督機構（EIOPA）を総括する組織である。②マクロ・プルーデンス監督については、金融危機でマクロ経済全体の健全性を保つための監督の重要性が認識され、欧州中央銀行総裁を議長とする欧州システミックリスク理事会が設けられた。

第4に、銀行の破綻処理の枠組みの整備が行われた。監督当局は早期介入の権限を持ち、銀行は破綻処理計画の策定を求められる。さらに金融システム安定の観点から銀行破綻の影響の波及を防ぐため、銀行を再生または秩序立って清算する際に要する資金を拠出する必要からEU金融安定基金が設置された。

EU金融安定基金の資金は、EU域内で国境を越えて活動する重要な銀行から事前に徴収され、その資金は一時的支援（融資、資産買い取り、資本注入を含む）もしくは清算に必要なコストを負担するために使われる。

## (2) 実体経済の悪化と財政赤字の拡大

業績の悪化した銀行は、顧客に対する貸し渋り傾向を強めるため、銀行信用は収縮した。金融危機の影響は実体経済に波及し、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、とりわけドイツ、イギリスと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顕著であった。

ユーロ圏の実質GDP成長率は2008年第2四半期にマイナスに転じて2009年第I四半期はマイナス2.5%にまで落ち込み、マイナス成長は翌第2四半期まで続いた。設備稼働率は同時期に急速に低下し、2009年半ばまで稼働率の低下が続いた。

ユーロ圏（15か国）全体の失業率は2008年第1四半期の9.1%から2009年第I四半期の13%に上昇した。ドイツやフランスの失業率の上昇に比べて、住宅バブル崩壊後のスペインやアイルランドの失業率の上昇が際立って高く、スペインでは2008年第I四半期13.4%から2009年第I四半期24.3%に上昇し、2010年第I四半期には31%まで上昇した。アイルランドの失業率は同時期に、2008年第1四半期6.1%、2009年第1四半期15.5%、2010年第I四半期19.2%に上昇した<sup>15)</sup>

---

15) Eurostat, Data base, 2012年8月20日アクセス。

このような EU 実体経済の悪化によって、法人税、所得税等の収入が減少する一方で、各国政府は銀行救済のための公的資本投入、景気対策としての公共事業の拡大および減税措置を実施した結果、財政収支は 2008 年から悪化する。ユーロ圏 16 か国の対 GDP 比財政赤字は 2008 年マイナス 2.1%、2009 年マイナス 6.4%、2010 年マイナス 6.2% を記録した。また、ユーロ圏各国の財政収支は政府負債残高ベースでも 2008 年以降増加を続けた。

### (3) 非ユーロ圏イギリスの金融危機

イギリスは 1980 年代にサッチャー政権の下で「ビッグバン」と呼ばれる金融及び証券制度の競争政策が進められた。海外から数多くの商業銀行や証券会社がロンドンに進出すると共に国内金融機関の自然淘汰－ウインブルドン現象－が起こった。その結果、他国に類を見ない金融ノウハウの蓄積と外国系の大手金融機関の競争力を取り入れながら、世界最大の国際金融市場として成長を続けた。イギリスは 1992 年の欧州通貨危機を境に ERM を離脱し、変動相場制へ移行した。それ以降、ポンドの対 ECU 相場を固定する必要がなくなったため、金融政策に関してはインフレターゲット方式を採用してきた。多くの大陸欧州諸国が 1999 年 1 月にユーロを導入する中、イギリスはユーロを採用せず、欧州諸国とは単一通貨政策の点で一線を画している。だが、欧州金融危機の影響は避けられず、他の欧州諸国と同様に深刻な金融危機に見舞われた。

イギリスは 1990 年代後半から好景気が続く中で貿易・経常収支が赤字となるが、対外収支赤字の補填を継続できる限りにおいて、国内の投資と消費の拡大にブレーキが掛からず、景気が拡大し続けた。その下で資金流入が続いたため、ポンド高傾向は輸入する原材料および製品価格の引き下げを通じて国内価格水準を抑制する効果をもった。また、海外からの積極的な対内直接投資は国内産業部門における競争原理を強く働かせ、労働生産性を高めることに貢献した<sup>6)</sup>。労働生産性の向上は商品の生産費用を引き下げるため、国内の価格競争力は強まった。このような状況下で消費者物価水準の安定は賃金上昇傾向の抑

制を可能にした。1990年代後半から労働生産性が上昇する中で、労働分配率の上昇傾向が抑制されていることは、このことの一つの証左であろう<sup>17)</sup>なお、労働分配率上昇の抑制によって企業に蓄積される利潤部分は、運用可能な資本として不動産投資や株式投資へと向かった。

2000年代に入り、住宅価格および株式価格の高騰は続いた。住宅価格が上昇すると、住宅の取得者が住宅の純資産価値（資産価値から住宅ローンの融資残高を差し引いた価値）を担保として借入を積み増し、それを消費に向けることによって個人消費が拡大する。それがさらに輸入を増加し、貿易赤字が増加するという状況であった。また、株式価格の上昇傾向は海外からの資本流入を誘い込み、株価上昇が資産効果を生み出すことによって、消費を支える状況が続いた。ところが、2008年秋の金融危機は、資産価格の上昇傾向に支えられて、国際資金の「短期借り・長期貸し」に依存する経済体質の欠点を露呈させることとなった。

また、金融グローバル化の中で変動相場制を採用し、金融政策の独立性を維持できていたかには見えはするものの、90年代半ば以降、一貫してGDP比で2%前後の経常収支赤字をファイナンスしなければならないため、相対的高金利政策を堅持する必要があることは看過することはできない。その結果として、ポンドの実効為替相場も高い水準で推移し、輸入物価水準の安定化を通じ、一般消費者物価水準は低く抑えられてきた。しかし、流入する外資によって国内資金循環が遮られることはなく、これを背景とした住宅価格や株式価格の高騰については制御できなかった。消費者物価水準を主要指標とするインフレーションターゲット方式という点では金融政策は一定の成果を収めたが、他方、この

---

16) 労働者一人当たりの産出高は、2009年=100として1977年第I四半期の83から2007年第3四半期の104.9へ上昇した。同じ時期に労働分配率は1997年の約55%から99年の約62%へ上昇した後、2008年までほとんど増加していない。(U. K. Office for National Statistics, A01: Summary of labour market statistics (last updated August 2012) (ZIP 2502Kb) 2012年8月15日アクセス)。

17) 日本総研「先進国における労働分配率の動向『リサーチ・アイ』No.2009-049, 2009年9月25日, 1-2頁, <http://www.jre.co.jp>, 2012年8月15日アクセス。

時期の金融政策は資産バブルを引き起こし、バブル崩壊後、金融危機の発生によって金融システムを混乱させたという点での責任は免れがたい。

なお、イギリスは巨額の対外累積債務を保有しているにもかかわらず、BOEは2008年9月からの金融危機時に機動的に流動性を供給して対応したため、通貨危機に至らなかった。しかし、過剰な流動性が実体経済にどのような影響を与えるのかは注視しておく必要がある<sup>18)</sup>。

#### (4) ユーロ危機の発生

##### ①ギリシャ金融危機

2009年10月にギリシャで新政権下が誕生し、旧政権下での実際の財政赤字規模の隠ぺいが明るみにできると、ギリシャの「ソブリン・リスク」と「デフォルト」（債務不履行）が市場でクローズアップされ、ギリシャ国債の格付けは数次にわたって引き下げられた。その結果、ついに国債は売り投げされて国債価格は暴落した。

2010年2月に始まったギリシャとユーロ圏諸国との支援交渉は、4月半ばになっても決着できない中で、金融市場はついにパニックに陥った。2010年5月にユーロ圏の株式価格は暴落し、ユーロ相場は前年末の1ユーロ=1.5ドルから1.2ドルへ大幅に下落した。こうした金融市場パニックに直面して、EUの財務理事会が相次いで開催され、EUは2つの金融安定化策に合意した。

第1点は、ユーロ圏とIMFによる合計1,100億ユーロのギリシャ支援である。ユーロ圏の800億ユーロ、IMFの300億ユーロが支援期間は3年間、利子

---

18) BOEのとの比較で今日のECBについて一言しておこう。イギリスで1844年にピール条例が制定される際、イングランド銀行が英国政府国を引き受けることと引き換えに、独占的発券銀行の地位と邦貨規定がイングランド銀行に与えられた。これによって、イングランド銀行は「最後の貸し手機能」を実行できる権限を得たのであった。一方、当初ECBを設立するとき、ユーロ価値を保全するためにECBは参加国政府に対し直接の融資をしないことを規定に設けたので、破綻しかける銀行に対してECBによる「最後の貸し手機能」は封じられていた。そのため、銀行危機に直面して各国政府は公的資金投入によって対応するしかなかった。しかし、ギリシャ金融危機を契機に、ECBはユーロ参加国国債の買い切りオペに踏み込んだことで、今改めてEUの国家としての権能が問われている。

率5%のローン供与を条件として、ギリシャに供与されることが決定された。この時ギリシャは、2010年中に財政赤字をGDP比4%分カットし、財政緊縮を続行して2014年には財政赤字をGDP比2.6%に引き下げることを約束した。

第2点は、被支援国を特定していないが、事実上南欧支援の金融安定化策である。この安定化策は、①ユーロ加盟国による最大4,400億ユーロの欧州金融安定ファシリティ(EFSF)、②欧州委員会担当の最大600億ユーロの欧州金融安定化メカニズム(EFSM)、③IMFの共同支援最大2,500億ユーロの3点で構成され、合計7,500億ユーロに上った。①EFSFの4,400億ユーロはユーロ加盟国のGDP比で約5%の規模であり、ユーロ圏諸国が共同して市場で債券を発行して資金を調達する。②欧州金融安定化メカニズム(EFSM)は欧州委員会がEU予算を担保に債券を発行して資金を調達する。資金の負担は各国のECB出資金払込みのシェアに応じており、ほぼGDP比に対応している。

この支援策によって、2010年6月まで続いたユーロ相場下落は7月によりやく収まった。ギリシャには2010年5月200億ユーロ、9月90億ユーロ、合計290億ユーロのローンが金利5%で提供された。しかし、その後2012年3月、ギリシャは構造改革への取り組みが遅れ、緊縮財政が景気を一層後退させる懸念があることから、同国債を保有する民間投資家の債務削減を前提として、EUによるギリシャ向け第2次金融支援が発表され、EUとIMFによる追加支援総額は約1,300億ユーロに上った。

## ② ECBの働き

欧州連合(EU)基本条約(リスボン条約)の123条は、「欧州中央銀行(ECB)が、加盟国の財政赤字の補填のために信用供与を行うこと、国債を直接購入することは禁止する」と規定している。その趣旨は、ECBによるユーロ加盟国への直接融資を禁止し、価値の無い国債を担保とする通貨発行が引き起こすインフレを避けることである。しかし、ギリシャ危機を境にECBはこの規程に

抵触する行動に出る。ECBは2010年5月に「市場機能回復」を理由としてECBは南欧諸国の国債の買い取りを始めた。その後、毎週購入して同年7月初めに合計600億に達した。2012年2月時点でユーロシステムは名目額で500億ユーロのギリシャ国債を保有していると推計される<sup>19)</sup>

ただし、リスボン条約の123条は国債の直接購入を禁じているが、流通市場での国債購入を禁止してはいない。しかし、ECBが一旦証券市場で売却された国債を加盟国が購入する場合、国債の購入という点では直接購入と実質的には違いはないため、価値のない国債を担保に通貨が発行されていることの意味は留意すべきである。

### ③多発するソブリン危機

アイルランド政府は不動産融資で資産の劣化した銀行に公的資金を投入して銀行破綻を回避してきたが、その後も資産の劣化は改善されないため、公的資金の回収は困難となった。その結果、一般政府の財政赤字のGDP比は約32%に膨れ上がり、2010年11月、アイルランド政府は自力での財政再建を断念し、EUとIMFに財政支援を求めた。関係の深いイギリスや北欧諸国からの融資を含め、3年間で総額850億ユーロの支援を受けた。融資の用途は財政赤字の穴埋め500億ユーロ、銀行支援350億ユーロとされた。

次に、ポルトガルにもソブリン危機が襲う。ユーロ導入後、慢性的な低成長と競争力低下に悩まされ、経常収支赤字と財政赤字の拡大を止めることができなかった。2011年に入りポルトガル国債の流通利回りが跳ね上がり、政治状況は不安定となった。その結果、2011年5月ポルトガル政府は財政再建の目途が立たず、EUとIMFに支援を請求した。

スペインとイタリアも財政悪化を原因として国債利回りの高騰が目立っている。スペインはイタリアと同じように不動産ブームに乗って銀行の不動産融資

---

19) 『日本経済新聞』2012年2月22日付け。

が拡大し、バブル崩壊後の不良債権問題が深刻化した。金融危機によって不良債権処理に行き詰まった銀行を救済するために政府は公的資金を投入した。その結果として、財政赤字が増加し、政府債の流通利回りが高騰してソブリン・リスクが顕在化した。国債利回りの上昇は金融市場の金利水準を引き上げるから、債務者の金利負担を増やし、これは銀行にとって不良債権の回収を困難にする。このように銀行危機とソブリン・リスクは悪循環に陥っている。

2012年3月にEUはソブリン・リスクを回避するためにユーロ圏の財政規律を強化する条約に調印した。財政規律強化策が機能するかどうかは、EUのガヴァナンスに関わる問題である。この課題については改めて論じたい。

#### 参 考 文 献

- 尾上修悟『フランスとEUの金融ガヴァナンス：金融危機の克服に向けて』ミネルヴァ書房，2012年。
- 鈴木芳徳『グローバル金融資本主義：ドル離れとサブプライム・ローンの深淵』白桃書房，2008年。
- 田中素香編著『世界経済・金融危機とヨーロッパ』勁草書房，2010年。
- 松浦一悦『EU通貨統合とユーロ政策 松浦一悦』ミネルヴァ書房，2009年。
- ポール・デ・グラウエ著／田中素香，山口昌樹訳『通貨同盟の経済学—ユーロの理論と現状分析』勁草書房，2011年。

#### [補論] FRBによる量的緩和策の問題点

ここでFRBによる量的緩和策の問題点を述べておこう。第1に、FRBによる国債の買い切りオペは、国債を中央銀行が購入することによってマネタリー・ベースを供給するもので、市中銀行にとっては中央銀行預金の増加となる。買い切りオペは、中央銀行預金のワーキングバランスを差し引いた過剰準備の増加となるので、銀行の信用供与態度を積極化させよう。こうして銀行が貸付を行えば、マネーサプライが増加する。ここで留意すべきは、国債という将来所得からの控除される税を担保に新たなマネタリー・ベースが創造される

ことである。これを基に銀行の貸付取引によって新たな通貨が供給されれば、通貨価値の下落（＝インフレ）を引き起こす懸念がある。もっとも、市場から求められる通貨が支払い手段としての需要によるものであれば、通貨は一般の商品流通には入らないため、インフレによる物価騰貴は当面発生しない。また、銀行が貸付ける通貨が株式取引や不動産取引に利用されることによって、落ち込んだ資産価格が上昇すれば、不良債権処理に呻吟する金融機関の経営回復に役立つであろう。

第2に、FRBが国債ばかりでなく、公社債、公社保証MBSなどを購入する際に、貸借対照表上の資産が劣化するリスクを抱えこむことになる。公社債といえども流通価格は変動し、また、有価証券の発行体が債務不履行になるリスクは否定できない。そうした時に、FRBは安易な中央銀行券の発行を行えば、通貨の信認を低下させるであろう。

第3に、ドルはアメリカの国民通貨であると同時に国際通貨でもあるので、量的緩和策によるドル通貨の下落は国際通貨としてのドルの信認を低下させる。この点は、今後「ドル本位制」を後退させる要因としての鍵を握ることになるろう。

（付記）本稿は2012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。