

**欧州連続複合危機 その背景、課題、
そして解決策を通じた新しい資本主義モデルの方向性**

大阪市立大学名誉教授 山下英次

はじめに

すでに5年近く続く欧州危機の背景には、多くの政策対応上の過ちに加え、制度設計上のミスも一部あったかもしれない。しかし、他方、世界経済システムそれ自体にも大きな問題があり、それによって、EUが少なからず影響を蒙ったという面も見逃せない。今回の報告では、EUサイドの危機の背景を探るとともに、現在の資本主義モデルそれ自体が抱える問題点にも焦点を当て、今後あるべき方向性についても探ることにしたい。

1. 2007 グローバル危機以来続く欧州連続複合危機

銀行危機(2007年8月~): BNPパリバ危機、独IKB産業銀行、英ノーザン・ロック、英ブラッドフォード&ビングレー、独ヒポ・リアル・エステート、ベネルックスFortis、仏Dexiaなど。米国サブプライム危機が輸入されたという要素が多分にある。

中東欧諸国の国際収支危機(2008年~): ハンガリー、ラトヴィア、ルーマニアがIMF/SBA支援を受ける

ソヴリン債務危機(2010年~): ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリア

銀行危機の再発(2011年~):

再び中東欧危機?(2011年~): ハンガリー

これらの4~5つの危機に見られるある程度の相互関連性

- ・銀行危機 公的資金投入 財政収支の悪化 ソヴリン債務危機
- ・ソヴリン債務危機 問題国向けエクスポージャーの大きい銀行のB/S悪化
銀行危機
- ・また、財政収支危機や通貨危機の背後には、国際収支危機が存在する

2. 危機後のEUの主たる対応策

- (1) 金融監督システム改革: 欧州金融監督システム(ESFS)のスタート〔2011年1月〕
(マクロ・プルーデンシャル監督機関)

- ・ 欧州システミック・リスク理事会 (ESRB, the European Systemic Risk Board)
理事長 = 欧州中央銀行 (ECB) 総裁が兼任

(ミクロ・プルーデンシャル監督機関)

- ・ 欧州銀行監督庁 (EBA): EU ワイドの銀行ストレス・テスト実施
(第1回目 = 2010年7月、第2回目 = 2011年7月)
- ・ 欧州保険企業年金監督庁 (EIOPA)
- ・ 欧州証券市場監督庁 (ESMR)
- ・ 欧州監督当局合同委員会
- ・ 各国の管轄当局・監督当局

* これらの機関は、EU の一機関だが、EU から独立した法人格であり、ECB と同じ位置づけ。

* 金融監督は、従来は各国に権限があったが、2011年から EU レヴェルに権限が移行された。

* なお、こうした一連の改革は、リーマン・ブラザーズ危機後、欧州委員会の諮問を受けて 2009年2月に提出された「ドリ・ラロジェール報告」に基づくもの。

(2) 金融支援措置

- ・ EFSF (欧州金融安定ファシリティー) + IMF 支援
- ・ ESM (欧州安定メカニズム): 2012年7月スタート予定、8,000億ユーロのファイアー・ウォール (ただしうち約 1,020億ユーロはすでに供与済み)
- ・ ギリシャ向け PSI (Private Sector Involvement) による対民間債務削減: 70% 以上の hair-cut 約 1,000億ユーロの債務削減 (2012年3月)
- ・ ECB の施策
 - : SMP (証券市場プログラム) による国債の買取り
 - : LTRO (Longer Term Refinancing Operations); 3年物の融資
 - 第1弾 = 2011年12月、523金融機関、計 4,892億ユーロ
 - 第2弾 = 2012年2月、800金融機関、計 5,295億ユーロ
 - : 事実上の LoLR 機能?

(3) 経済財政ガバナンス (含む構造改革政策)

- ・ 欧州セメスター: 各国の財政政策・予算、マクロ経済政策、構造改革の3つを統合的に監視することが目的
 - ; 毎年1月~6月の6カ月間を1サイクルとして、各国から提出される中期的な予算戦略を示した「安定・収斂プログラム」(SCP)と『欧州2020』に掲げた分野の実施行動を定めた「国別改革プログラム」(NRP)を、欧州委員会が評価し、

国別ガイダンスをもとめる。2011年1月スタート。

付表1

- ユーロ・プラス協定 (the Euro Plus Pact): ユーロ17、ブルガリア、デンマーク、ラトヴィア、リトアニア、ポーランド、ルーマニアの計23カ国が参加、2011年3月24-25日の欧州理事会において採択
 - ; 競争力の強を主眼に、ユーロ・エリア参加国の経済政策に関する共通のアプローチを目指したもの
 - ; 競争力強化、雇用の促進、財政の持続可能性の強化、金融の安定性の強化の4分野での取り組み
- 「強化されたSGP」と「新サーヴェイランス・メカニズム」(“Six-Pack”)
 - ; 発効 = 両者とも2011年12月13日 * Six-Pack = 5つの規則と1つの指令
 - ; さらに、財政収支・予算措置のサーヴェイランスにかかわる“Two-Pack”(2012年夏の合意を目指す)
- MIP (マクロ経済不均衡手続き): 新監視・執行メカニズム (Surveillance and Enforcement Mechanism)
 - ; マクロ経済に関する「スコアボード」に基づく警報メカニズム (Alert Mechanism) 2012年2月決定
 - ; スコアボード (Scoreboard) = 10の早期警報指標によって構成 付表2
 - ; 新EIP (過剰不均衡手続き) = 違反すると対GDP比0.1%の罰金、逆QMVによる決定 (違反するとほぼ自動的に罰金が適用)
- 財政協約 (Fiscal Compact): 財政条約 (TSCG) の第 1 篇、2012年3月1-2日の欧州理事会において署名、2012年7月の実施を目指す、英国とチェコを除く25カ国が参加
 - ; 各国ごとに定められる中期目標 (MTO) の中での構造的財政赤字の上限の対GDP比 = -0.5%、ただし政府債務残高の対GDP比が60%を大幅下回る国については、財政赤字の上限は -1.0%。(条約第3条1項)
 - ; EDP (過剰赤字手続き) = 違反すると対GDP比0.2%の罰金、逆QMVによる決定 (違反するとほぼ自動的に罰金が適用)
 - ; 債務ブレーキ条項 = 財政条約の「黄金律」とそれから著しく逸脱した場合の自動是正メカニズムを、条約発効から1年以内に国内法 (望むらくは憲法) で施行することが義務付けられている。(条約第3条2項)

3. 危機の背景

単一金融政策によって、周辺国が低金利のユーフォーリアに陥る

付表3

経済的バブル (住宅など) の発生

通貨のミスマッチ: CDOなどドル建ての大きな資産とユーロ建て負債、like

1997年アジア通貨危機

2004年5月、加盟国のビッグバンの拡大 EU15 EU25

統合の「深化」と「拡大」のバランスが崩れた？

2003年11月、SGP違反の独仏について、制裁手続きの停止を決定

(於・ナポリ ECOFIN 理事会)

順法精神の欠如が加盟国間に広がった可能性

アングロ・サクソンの市場万能論型経済モデルの失敗

: 「金融は経済の頭脳」 = 致命的な誤り (「金融は経済の血液」 = O)

金融派生商品の過剰な発達 (含む CDO)

金融商品における真の意味の革新

= (例) Grameen Bank のマイクロ・クレジットのようなもの

: アングロ・サクソン型経済は、"boom & bust" を繰り返す

・この200年余りの銀行危機の回数 Reinhart & Rogoff [2009]

米 = 15回、英 = 13回、日本 = 7回、独 = 4回

・1970年代初めのフロート制移行後、この40年間で、米国経済のバブル崩壊は4回。今次危機は、変動相場制移行後、米国経済としては、第4回目

の "boom & bust"。 付表4

当初からドイツの危機対応への政策姿勢が "too little/ too late"

欧州統合におけるジェンダーの役割？

伝染効果：イタリア財政のプライマリー・バランスは黒字であり、本来なら危機に陥る理由なし。それでも危機に陥ったのは、コンテイジョンとベルルスコーニ政権に対する政治不信。

有力な域内共通メディアの欠如

多くの識者が共通に読んでいるとみられる *Financial Times* は、欧州懐疑主義的であり、問題がある。共通メディアの欠如が、域内コンセンサス造りに時間がかかりすぎる要因の一つと考える欧州人が少なくない。

ユーロ・エリア参加国の国際収支 (経常収支) ディシプリンの欠如、unlike EMS 参加国のユーフォーリアによる過剰消費を可能にした十分条件でもある

: 固定相場制においては外貨準備枯渇の危機があるため、参加国に BoP 節度がかかる
しかし、パリティも自国通貨もなくなったユーロ参加国には BoP 節度はかからない
、like 米国 ユーロ参加国がアメリカ合衆国のようになってしまった

: ヨーロッパの専門家は、この極めて重要な問題をほとんど完全に見落としてきた。
また、現在でも意識はまだ極めて低すぎる。

(例1) 2003年ドイツにおける私的経験

(例2) 2012年東京における私的経験

Niels Thygesen (コペンハーゲン大学)

Peter Bekx (欧州委員会 DG Ecfm)

Karel Lannoo (CEPS、ブリュッセル)

Carlo Filippini (伊・ボッコニ大学)

- ：外貨準備の場合、粉飾してもすぐに露見するが、財政収支の粉飾は発覚しにくい
 - ・ 財政収支の粉飾；；ポルトガル = 2004年に発覚　ギリシャ = 2010年に発覚
 - ・ 1980年代の累積債務問題のとき、中南米の1カ国とアジアの1カ国が外準統計の粉飾を行ったが、すぐに露見した

固定相場制下の BoP 節度は極めて効果的

- ・ 域内固定為替相場制と単一通貨の違いに注目すべき

- ：財政収支は、定義上、経常収支（国内の貯蓄・投資バランス）の一部　付表 5 BoP 節度の欠如　大幅な財政赤字の持続を可能に

- ：結局、経常収支（国内の IS バランス）は、すべての国々にとって、最も重要なマクロ経済指標と認識すべき　1970年代初めのフロート制移行後、そうした認識が薄れてしまったが・・・

「最適通貨圏」の問題をどのように考えるか？ = 今後の課題

山下〔2010a〕、〔2010b〕

4. 今後の課題

- ・ 財政条約 (TSCG) 第 一 篇の財政協約 (Fiscal Compact) は、厳しすぎるのではないか？
財政収支の対 GDP 比の中期目標 (MTO) 下限 = - 0.5%
 - ： 財政政策の景気浮揚政策としての役割を、今後 EU ではほとんど放棄？
- ・ 経常収支赤字のキャッピング規制：数値目標として、経常収支赤字の対 GDP 比の下限を設定し、SGP の第 5 番目のターゲット (指標) として組み入れるべき
- ・ トービン税の導入：各国財政収支への支援、金融システム破綻防止のための公的資金投入の原資
- ・ ユーロ共同債 (Stability Bond) の発行
；「グリーン・ペーパー」by 欧州委員会 (2011 年 11 月)　現在、各方面からのコメント募集中
- ・ 欧州共通メディア・コンソーシアムの創設：非アングロ・サクソンの欧州メディアの必要性
- ・ 単一経済政府 ("one economic government") の実現
Dominique Strauss-Kahn〔2004〕、山下〔2002〕、〔2007〕
- ・ EU 連邦制の方向　Joschka Fischer〔2000〕、Dominique Strauss-Kahn〔2004〕

5. 解決策を通じた新しい資本主義モデルの方向性

- ・ 基本的にはアングロ・サクソンの市場万能論型モデルの転換 (例えば日独モデルへ)
- ・ トービン税の全世界的導入：資本移動はある程度規制すべき

- 金融派生商品の開発規制の導入
 - ：新商品の開発を全く自由しておくとしたら、金融監督当局の規制が、民間の金融派生商品の開発に追いつくなどということは全くあり得ない。ベン・バーナンキ FRB 議長は、今次危機の最大の要因は、金融監督が不十分だと言っているが、これは完全なる誤り。今次危機の根因は、米国の国際収支ディシプリンを全く欠いたマクロ経済政策と人々の過剰消費にある。
 - ：たとえば、いまデリヴァティブズの開発を完全に止めてしまったとしても、国民経済的には、したがって、世界経済全体としても、何の痛痒も感じないであろう
- アジアと欧州の強力による信用格付け機関（CRA）のパラダイム・シフト
 - ：「issuer-pays model」の現行システムは、CRA のビジネス・モデルそれ自体が利益相反
 - ：加えて、現行システムは、「債務者の論理」（“debtor’s logic”）に基づくもの
債務者のモラルの欠如が出やすい仕組み
 - ：現行の米国 SEC の「公認格付け機関」（NRSRO）に基づく民間 CRA ではなく、「債権者の論理」（“creditor’s logic”）に基づく、全く新たな公的な CRA システムを、アジアとヨーロッパが協力して作るべき
山下〔2011b〕
- 「債権者のロジック」（“creditor’s view”）に基づく世界経済ガバナンスの構築
 - ：米国は、もはや世界経済の問題に対して解決策を提示できない
ここでも、欧州とアジアの協力がポイント
 - * 「ブレイディ構想」（1989 年 3 月）と「宮沢構想」（1988 年 9 月）
 - * 今回の欧州危機にかかわる IMF 融資枠拡大に何の貢献もできなかった米国
- アジアと欧州の協力による国際通貨システムの変革
山下〔2010b〕
 - ：歴史的にも、変動相場制の下における方が、経済危機発生 の 頻度は遥かに高い
付表 6
 - ：固定相場制のブレトンウッズ期は、資本主義はじまって以来の輝かしい「黄金期」
罷り通るフロート神話と固定相場制に対する偏見・誤解

〔文献リスト〕

- ・伊藤さゆり〔2011〕、「2011 年前半はユーロ危機拡大阻止の正念場」、『Weekly エコノミスト・レター』、ニッセイ基礎研究所、2011 年 1 月 14 日
- ・JETRO ブリュッセル事務所〔2011a〕、「経済政策協調を目指したユーロプラス協定の概要」、『ユーロトレンド』、2011 年 4 月
- ・JETRO ブリュッセル事務所〔2011b〕、「ヨーロッパ・セメスターの概要と今後のスケジュール」、『ユーロトレンド』、2011 年 4 月
- ・JETRO ブリュッセル事務所〔2011c〕、「ユーロ金融危機の状況」、『ユーロトレンド』、2011 年 11 月
- ・JETRO デュッセルドルフ事務所・欧州ロシア CIS 課〔2012a〕、「ドイツ・スイスの債務ブレーキ制度と EFSF 拡充に関するドイツ保証引受法改正」、『ユーロトレンド』、2012 年 3 月
- ・JETRO 欧州ロシア CIS 課・在欧州事務所〔2012b〕、「欧州債務危機をめぐる動き」、『ユーロトレンド』、2012 年 3 月
- ・庄司克宏〔2012〕、「EU 財政条約とユーロ危機 二速式欧州 と欧州統合の行方」、『貿易と関税』、(財)日本関税協会、2012 年 3 月
- ・山口綾子〔2012〕、「危機の中で進むユーロ圏のガバナンス改革」、『国際金融トピックス』No.211、国際通貨研究所、2012 年 2 月 27 日
- ・山下英次〔2002〕、『ヨーロッパ通貨統合 その成り立ちとアジアへのレッスン』、勁草書房、2002 年 7 月
- ・山下英次〔2004〕、「米経済の大調整 に今から備えよ(上)(中)(下)(最終回) 日本は 20 年前の失敗を繰り返すな」、『金融財政』第 9568、第 9571、第 9576、第 9579 の各号(4 回連載)、時事通信社、2004 年 3 月 11 日、2004 年 3 月 25 日、2004 年 4 月 12 日、2004 年 4 月 26 日
- ・山下英次〔2007〕、「欧州憲法条約における経済ガバナンス問題と将来課題(上)(下)」、『貿易と関税』第 55 巻第 4 号(通巻第 649 号)及び第 5 号(通巻第 650 号)、(財)日本関税協会、2007 年 4 月及び 5 月
- ・山下英次〔2008〕、「アメリカの住宅バブル崩壊が意味するもの」、『国際金融』通巻第 1189 号巻頭論文、(財)外国為替貿易研究会、2008 年 6 月 1 日
- ・山下英次〔2010a〕(編)、『東アジア共同体を考える ヨーロッパに学ぶ地域統合の可能性』、ミネルヴァ書房、2010 年 8 月
- ・山下英次〔2010b〕、『国際通貨システムの体制転換 変動相場制批判再論』、東洋経済新報社、2010 年 9 月
- ・山下英次〔2011a〕、「繰り返す円高の真因 日本が一手に引き受ける米国のマクロ経済調整コスト」、『週刊エコノミスト』、第 89 巻 36 号(通巻 4185 号)、毎日新聞社、2011 年

8月9日

- ・山下英次〔2011b〕、「格付けシステムのパラダイム・シフト(上)(下)」、『金融財政ビジネス』、第10193号および10197号、時事通信社、2011年9月22日および10月17日
- ・山下英次〔2011c〕、「世界を不安定にする変動相場制から脱却する方法」、『週刊エコノミスト臨時増刊』、第89巻51号(通巻4200号)、毎日新聞社、2011年11月14日
- ・山下英次〔2012a〕、「国際通貨システム変革のとき フロート神話が招く世界経済危機の繰り返し(上)」、『新国策』、第79巻第4号(通巻1682号)(財)国策研究会、2012年4月
- ・山下英次〔2012b〕、「国際通貨システム変革のとき フロート神話が招く世界経済危機の繰り返し(上)(中)(下)」、『新国策』第79巻第4号、5号、6号(通巻1682~84号)(財)国策研究会、2012年4月、5月(近刊)6月(近刊)
- ・山下英次〔2012c〕、「TPPは賢い選択とは言えない 世界経済の潮流変化とアジア地域統合の観点から」、『国際金融』(近刊)(財)外国為替貿易研究会
- ・The Council of the EU〔2005〕、'Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact', Annex , in 'European Council Conclusions', March 22-23, 2005
- ・The Council of the EU〔2011〕、'European Council 24/25 March 2011 Conclusions' including the agreement on "the Euro Plus Pact", EUCO 10/1/11 REV1 CO EUR6 CONCL3, April 20, 2011
- ・The Council of the EU〔2012〕、'European Council 1/2 March 2012 Conclusions' including the signing of "the TSCG" (the Fiscal Treaty), EUCO 4/1/12 REV1 CO EUR2 CONCL1, March 28, 2012
- ・The de Larosiere Report〔2009〕、*The High Level Group on Financial Supervision in the EU*, in Brussels, 25 February 2009
- ・The European Commission〔2011〕、EU Economic Governance: "'Six-Pack" Enter into Force', Press Release MEMO/11/898, Dec.12, 2011
- ・The European Commission〔2012a〕、'Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances', *European Economy*, Occasional Paper 92, Feb. 2012
- ・The European Commission〔2012b〕、'Alert Mechanism Report', *Report from the Commission*, COM (2012) 68 final, in Brussels, Feb. 14, 2012
- ・The European Commission〔2012c〕、'Treaty on Stability, Coordination, and Governance in the Economic and Monetary Union' ('TSCG', the so-called 'the Fiscal Treaty'), Mar.2, 2012
- ・Financial Services Authority〔2009〕、"The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis", FSA, in London, March 2009.
- ・Financial Stability Forum〔2008〕、"Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience", in Basle, 7 April 2008

- Financial Stability Forum [2009], “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience: Update on Implementation”, in Basle, 2 April 2009
- Fischer, Joschka [2000], “From Confederacy to Federation: Thoughts on Finality of European Integration”, Speech at the Humboldt University, in Berlin, May 12, 2000
- Gros, Daniel (2009), “Institution-Building in Action”, CEPS Commentary, in Brussels, 22 June 2009
- Reinhart, Carmen N. and Kenneth S. Rogoff [2009], *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, in Princeton, New Jersey
- Strauss-Kahn, Dominique [2004], “Building a Political Europe: 50 Proposals for Tomorrow’s Europe”, The Round Table ‘A Sustainable Project for Tomorrow’s Europe’ Formed on the Initiative of the President of the European Commission (Reporter; Olivier Ferrand), April 2004
- Volcker, Paul [2008], Proceedings of the 395th Meeting of the 101st Year, Containing the Guest Speaker Paul Volcker's Speech and Questions & Answers at Economic Club of New York, 8 April 2008.
- Yamashita, Eiji [2005], ‘The Issue of Economic Governance in the European Constitutional Treaty and Its Future Agenda : Primarily in View of International Monetary Policy of the Euro Area’, 『経済学雑誌』第 106 巻第 1 号、大阪市立大学経済学会、2005 年 6 月
- Yamashita, Eiji [2011], ‘The Comparison of Policy Responses to the Financial Crisis between the EU post-2008 and Japan in 1990s’ (Chapter 10), in Finn Laursen (ed.) *The EU and Federalism: Politics and Policies Compared*, Ashgate, in Farnham, Surrey in UK, Jan. 2011, pp.203-220.