

2008年末から翌年にかけて、G20における大恐慌阻止の協力が機能し、欧州ではEU・ユーロ圏・ECBがIMFと協力して銀行救済と不況・失業対策に金融・財政両面から大規模介入して大恐慌への発展を防いだ。中・東欧では欧州民間銀行が資本引き揚げを自制することをEUなどとの間で合意した「ウィーン・イニシアティブ」も有効に機能したといわれる。それでもバブル破裂後のバルト3国のGDPの落ち込みは20%にも達した。米英でも大胆な危機対応措置が発動され、これによって、世界生産、欧州生産（平均値）ともに09年3月を底に回復へと向かった。

2 南欧危機の展開

危機波及に対して、EU諸国政府は銀行救済と並行して大規模な景気対策を発動した（図表1の右端(2)）。EUレベルでは08年末加盟各国が協調してGDP比2%程度の景気刺激対策を向こう2年間にわたって発動することになった。これらの国の財政に自動的にセットされている「ビルト・イン・スタビライザー」も反循環的に作用した。大恐慌は避けられたが、ドイツでさえ輸出と生産の急激な縮小によって09年の実質GDPは5%も落ち込んだ。

危機波及によって、欧州大銀行の経営は危機に直面し、南欧諸国への与信を急激に引き揚げ始めた。スペインに対する北部欧州大銀行による資金流入は急停止（“sudden stop”）し、流出に転じた。アイルランドでは流出が加速した。スペインではリーマン・ショックの前後に不動産バブルは崩壊、財政赤字を国債発行でファイナンスする方式が通用しなくなり、ユーロの下での大幅財政赤字と政府債務急騰、そして不良債権を抱えた銀行というアイルランドと共通の「南欧型」類型の危機に陥っていくのである。財政赤字が危機前から大きくなっていったギリシャとポルトガルからの流出の勢いはアイルランド・スペイン両国ほど急激ではなかったが、劣弱な産業やひずんだ税制ゆえに危機耐久力は弱く、銀行救済と不況対策、不動産バブル破裂による税収減少にも直面し、南欧GIPS（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン）諸国は09年揃ってGDP比2桁となる財政赤字急騰に直面した⁷⁾。

南欧ではリーマン危機がソブリン危機に姿を変えた、ということが出来る。09年の財政赤字は、ギリシャ15.6%、アイルランド13.9%、ポルトガル10.2%、スペイン11.2%である⁸⁾。07年

国については高橋和也（2011）、同（2012）およびバニンコバ・エバ（2009）を参照。

7) スペイン、アイルランド、ポルトガルの財政状況については代田純（2012）第5章を参照。ギリシャを含めたGIPS4カ国では、総合財政赤字（プライマリー・バランスに利払い費を加える）のみでなく、既発国債の満期到来に伴い償還税源の手当が必要になる。双方を合計した政府調達資金必要額は財政赤字よりかなり大きい。

8) アイルランドを含めて危機の南欧5カ国をPIIGSあるいはGIIPSと表現するが、これだとイタリアとアイルランドの区別がつかない。EU・ユーロ圏・IMFの「トロイカ」からの金融支援の順序を考慮して、本稿では、GIPSと表現する（スペインはトロイカの支援は受けていないが、銀行支援のためユーロ圏財務相理事会により12年7月最大1000億ユーロ支援を約束され、ESMから12年末に約370億ユーロの支

の財政赤字は、ギリシャ6.4%、ポルトガル3.1%であったが、スペインとアイルランドは、それぞれ、1.9%、0.1%の黒字であった。それが急坂を転がり落ちるように、わずか2年のうちに大幅赤字へ落ち込んだ。翌2010年からGIP諸国はソブリン危機（政府が市場で国債発行困難に陥る危機）に襲われる。ソブリン危機は銀行経営を国債価格暴落などを通じて悪化させ、「銀行とソブリンの（危機の）悪循環」が起きた。これがユーロ危機の特徴であり、図表1の下段の①から③の展開となる。

ユーロ危機〈前期〉の要点のみ示しておこう（図表2）。2010年4月のギリシャ危機爆発を皮切りに、危機の3つの波がユーロ圏と世界金融市場を襲った。

図表2 ユーロ危機の〈前期〉：3波の危機—概要—

危機	第1波：小国危機	第2波：全面危機	第3波：南欧危機
時期	10年4月～11年4月	11年6月～12年2月	12年4月～7月
発火点	ギリシャ・デフォルト危機	ギリシャ・デフォルト危機	ギリシャ離脱危機
危機国	G・I・P	GIPSY, 一時コア諸国	GSY
主要な危機対策	2つの金融支援ファシリティの設置（EU・ユーロ圏・IMF）と発動, ECBのSMP + CBPP	金融支援行動の強化 ECB巨額資金供与（LTRO） ギリシャ第2次支援とPSI	銀行同盟等提案 ECBの新対応

注) 1. G:ギリシャ, I:アイルランド, P:ポルトガル, S:スペイン, Y:イタリア。

2. SMPはSecurity Market Programme, CBPPはカバードボンド購入プログラム, PSIはPrivate Sector Involvementで、ギリシャ国債を保有する民間債権者の債権カット（ギリシャ政府の債務削減）。LTROはECBの長期リファイナンス・オペ（表では11年12月、翌年2月に供与された3年満期LTROを指す）。

出所) 筆者作成。

リーマン危機後のユーロ圏諸国を3つのグループに分けて、財政収支と政府債務の推移を見ておこう（図表3）。

第3グループ「黒字国」は、経常収支黒字・財政赤字の小さい北部欧州（欧北）諸国である。南欧諸国はユーロ加盟の規律ができていないと批判した諸国である。

第2グループ「第2波」は、危機第2波が波及した5カ国のうち3大国を示す。スペインはバブル破裂で急激に悪化、イタリア、フランスは緩やかだが、イタリアは07年の政府債務が103%、09年には120%に近づいた。単年度の財政収支はプライマリー・バランス黒字であり健全財政といえるのだが、米日に次ぐ世界第3位の国債発行残高を抱え、金融市場において国債の膨大な借換えを頻繁に行わなければならない。投資家からたびたびリスク回避の国債売り浴びせを被り、利回り急騰と借換え困難に直面させられたのである。

第1グループ「被支援」はユーロ危機により「トロイカ」から金融支援を受けたGIP3国である。アイルランドは07年の財政黒字から急激な悪化となった。ギリシャは07年6.5%の赤字か

援を受けた。イタリアはまだ「トロイカ」の支援を受けていない。これら5カ国を表現する時には、GIPSYとする（ItalyのYを使用）。なお、財政赤字の数値は欧州委員会発表によるが、時間とともに修正される。ポルトガルの財政赤字は9.5%から10.2%に2013年初めに修正された。

ら09年2桁となった。不動産バブル破裂と税収の急減、失業対策・公共投資など不況対策による支出急増により財政赤字は急騰し、政府債務も短期間に大きく悪化した。

図表3 ユーロ圏諸国の財政赤字と政府債務（GDP比、%）

国		2007	08	2009	10	11	12	2013	14
被支援	ギリシャ	6.5[107.4]	9.8	15.6[129.7]	10.7	9.5	10.0	3.8[175.2]	2.6
	アイルランド	+0.1[24.8]	7.4	13.9[64.8]	30.8	13.4	7.6	7.5[123.3]	4.3
	ポルトガル	3.1[68.3]	3.6	10.2[83.7]	9.8	4.4	6.4	5.5[123.0]	4.0
第二波	スペイン	+1.9[36.2]	4.5	11.2[53.9]	9.7	9.4	10.6	6.5[91.3]	7.0
	イタリア	1.6[103.1]	2.7	5.5[116.4]	4.5	3.8	3.0	2.9[131.4]	2.5
	フランス	2.7[64.2]	3.3	7.5[79.2]	7.1	5.3	4.8	3.9[94.0]	4.2
黒字国	ドイツ	+0.2[65.2]	0.1	3.1[74.5]	4.1	0.8	+0.2	0.2[81.1]	0.0
	オランダ	+0.2[45.3]	+0.5	5.6[60.8]	5.1	4.5	3.8	3.6[74.6]	3.6
	フィンランド	+5.3[35.2]	+4.4	2.5[43.5]	2.5	0.8	1.9	1.8[56.2]	1.5

注) 1. カッコ内は政府債務。2013、14年は13年4月時点の欧州委員会の推計値。

2. 「第二波」は第二波の波及した大国、「黒字国」は経常収支黒字国。

出所) European Commission, Spring Forecast, 2013より作成。

3 GIPS 諸国の民間債務の増大

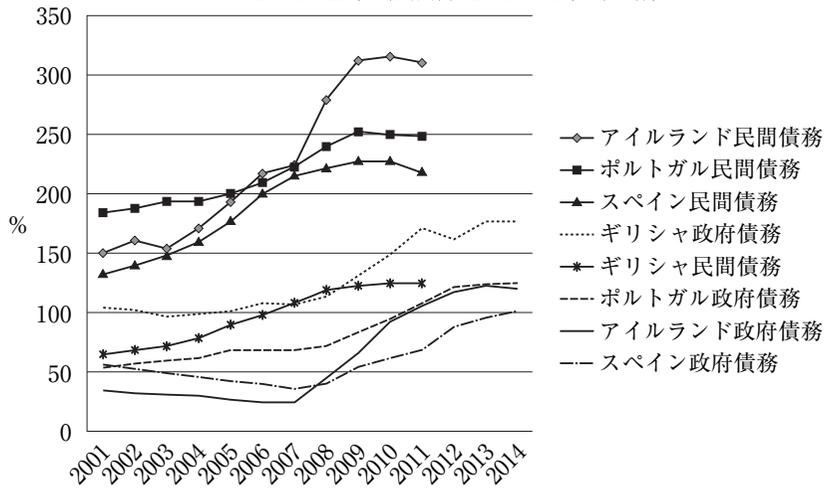
GIPSの民間債務動向も見ておく必要がある(図表4)。

IS両国は、危機前に財政黒字により政府債務(GDP比、以下同様)は低下している。対照的に民間債務(家計、企業)は相並んで急騰した。不動産ブームにより企業、家計の債務は急増し、銀行はバブル破裂によって巨額の不良債権を抱え込んだ。政府の銀行救済によって民間債務のかなりの部分が政府に移り、危機後の財政緊縮にもかかわらず、マイナス成長・低成長による税収低下、銀行救済・社会保障費・不況対策のための支出や利払い費の急増により政府債務はむしろ悪化している。

ギリシャは賃金上昇による消費ブームで、住宅価格もかなり上昇した。ポルトガルは輸出能力低下と賃金上昇ではギリシャと類似のタイプだが、政府債務の上昇は緩やかで、住宅価格は上昇していない。両国共に危機前は政府債務より民間債務の伸びが大きい。ピークの水準は両国とも01年比約1.3倍、ただしポルトガルの民間債務の水準はすでに01年ギリシャの3倍と非常に高い。ユーロ加盟の前からカード利用のサービス提供に外資が積極的となり、民間債務膨張の要因となったという。政府債務は120%に上昇しており、ギリシャが2012年2月に実施したような民間の対政府債権カット(PSI)に近い将来必要になるかもしれない。

上述したように、資金調達先がロンドン市場だったアイルランドはサブプライム危機により不動産バブルが破裂したが、南欧諸国は仏独など欧州銀行の資金流入に依存していたので、バブル破裂はリーマン・ショックの時期とほぼ重なっている。住宅価格の下落のスピードや下落率はアイルランドが最大で、民間債務も08年跳ね上がり、09年にはGDP比300%を超えた。スペイン

図表4 GIPS 諸国の民間債務と政府債務 (GDP比, %) —2001~11年 (民間), 2001~14年 (政府)—



出所) 欧州委員会資料より作成。政府債務の13年以降は同年2月時点の予想値。

は1.7倍、227%がピークである (図表4参照)。

住宅ローンの返済はアメリカより欧州の方が深刻だ。アメリカは多くの州でノンリコース制であり、返済不可能となれば住宅ローン会社に家の鍵を渡せば支払い義務はなくなるが、欧州ではローン返済義務はどこまでも付いてくる。巨額の民間債務はその返済 (デレバレッジ) を通じて民間の消費、投資を抑制し、経済を長期停滞に陥れる恐れがある。

このように、GIPSの危機は民間債務と政府債務とが深く結びついており、「政府債務危機」は一面に過ぎない。その政府債務危機の急激な悪化はリーマン危機により生じた点を認識する必要がある。

III 欧州大銀行の欧州展開とバブル&バスト・プロセス

1 欧州大銀行のクロスボーダー活動——金融統合とユーロが推進力

欧州への世界金融危機の波及パターン3類型のすべてに欧州大銀行の大規模な与信と引き揚げが結びついている。危機の欧州全域への拡散の素地を欧北大銀行が創りだしていた。

南欧諸国の基礎的な経済力 (ファンダメンタルズ) は北部欧州と比較すると劣弱である。それら諸国が対外債務を急激に膨らませて、「身の丈を超えた」投資と消費を続けたことが図表4から明らかである。それを支えたのは西欧の膨大な銀行与信であった。それによってユーロの長期名目金利までがドイツと比べてわずか数十ベーシスポイントにまで低下し、たとえば住宅ローン金利はコアの独仏蘭ベルギーとペリフェリの南欧諸国でほとんど差が無くなった。利潤率は高く

住宅需要も旺盛な GIPS 諸国ではユーロの低金利が民間と政府の借入を刺激し、経済成長率を引き上げ、不動産バブルや消費・財政バブルを膨張させることとなった。そしてサブプライム危機、世界金融危機が引き金となって崩壊＝「バスト bust」へと至ったのである。

ユーロ圏内のクロスボーダー金融は、EU 金融統合とユーロ導入が促進の両輪となっている。そのプロセスを概観しておこう。

EU は1985年から92年までの8年間、モノ・サービス・資本・人の域内自由移動を保証する単一市場統合を進めた。金融サービスの単一市場形成はその一環であり、銀行は自己資本比率など最低の条件を満たせば EU 免許 (Single License) を得ることができ、支店や子会社を他の EU 諸国で自由に展開し、営業を行うことができる。

93年単一市場はスタートしたが、金融サービスの単一市場化は遅れた。金融制度が国によって大きく異なり、単一市場化は困難だった。EU コア諸国は90年に資本移動自由化 (もっとも遅いギリシャ・ポルトガルは94年自由化)、92年第2次銀行指令により金融単一市場形成が始まり、金融サービス単一市場が一応整ったのは21世紀初頭であった⁹⁾。

金融単一市場で適用された銀行監督の方式は母国監督原則、つまり国境をまたぐ銀行の海外進出に一般的に適用される方式であった。銀行本店が拠点を置く国の監督当局が海外支店を監督する。預金保険制度も母国の制度が支店に適用される。受入国はそれを拒むことはできない。ただし流動性については受入国当局が現地支店を監督する。他方、現地子会社は受入国当局の監督に服する¹⁰⁾。

第二次大戦後、欧州金融業は国家規制に守られた国内繁栄型の産業であった。戦後日本の護送船団方式の類推がかなり当てはまるのだが、欧州諸国では、国家が銀行危機を救済する見返りに、銀行は国債を率先して購入するなど、「銀行＝国家相互依存」と呼ばれる強い関係が形成されていた¹¹⁾。とりわけ経済後進のラテン系諸国では金融を産業政策や社会政策に利用するなど政府と銀行の結びつきは一段と強かった。だが、金融単一市場により EU では国境が消滅し、金融グローバル化と相まって、競争環境は一変した。銀行間の国際競争が激化し、利潤率は低下、まず国内、次いで国境を越えて生き残りのための M&A (合併・買収) が展開され寡占的な銀行体制となり、世界金融センター米英への進出も加速、さらに高利潤率の EU 周縁国や世界の新興国への進出が大規模に展開した。ユーロ圏はユーロにより為替相場をなくし、欧州規模で流通する通貨を創り出すことにより、大銀行のクロスボーダー活動に拍車を掛けた。金融グローバル化・金融単一市場化とユーロによって欧州金融は大転換を遂げたのである。

EU における銀行業の国民経済に占めるウェイトは日米より大きい。Liikanen 報告によれば、

9) 田中他著 (2011) 第7章 (岩田健治執筆) を参照されたい。

10) 「EU における銀行監督の新展開」(デヴィッド・メイズ執筆) 岩田編著 (2003) 第7章, 184ページ。

11) Pisani-Ferry, Jean & Merler (2012)。