

On the termination of state finance capitalism in the global financial crisis

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2012-01-01 キーワード (Ja): キーワード (En): Europe's debt crisis, the European Union and the euro-zone, European Central Bank, the Meeting of European Finance Chiefs, the Eoupean Stability Mechanism, Greece's debt-crisis, Greece's budget cuts, monetary stimulus, ECB's Bond Plan 作成者: 佐藤, 洋一 メールアドレス: 所属:
URL	https://otsuma.repo.nii.ac.jp/records/5750

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



世界金融危機における国家金融資本主義の終焉

佐藤 洋一*

要 約

2009年に表面化した欧州ソブリン危機をめぐっては、ユーロ圏の中途半端な統合に焦点をあて、ユーロシステムの構造が危機の原因として強調されている。本稿では、欧州金融危機を、米国発世界金融危機への危機対応が新たな危機を発生させている双子の金融危機と認識している。欧州金融危機は、バブル崩壊に対して金融緩和の下で積極財政と緊縮財政を組み合わせる、1985年以来の危機対策が臨界点に達したことを示している。したがって、単なる金融危機ではなく、恐慌と捉えられるべきものであり、国家と金融の融合と相互依存関係を基礎とする国家金融資本主義の終焉をもたらすことを説明する。

1. はじめに

ギリシャの債務危機に端を発する欧州金融危機が表面化して3年あまりが経過するが、収束する気配は見えない。金融市場では、ECB（欧州中央銀行）の追加金融緩和策、ドイツのESM（欧州安定メカニズム）と新財政協定批准に期待が集まっている。根本的な問題解決ではないにせよ、南欧諸国の危機がユーロ圏の崩壊に発展することは回避できると考えられているからである。このような期待は、危機の発生と波及の原因がユーロシステムの欠陥（金融政策と財政政策の中途半端な統合）にあるという認識に基づいている。ギリシャに危機が起これば、きっと他のユーロ圏が助けてくれるに違いないという希望的観測の裏返しであり、ユーロ圏に統合財務省があれば、南欧のソブリン危機に対して機敏な救済策が可能であっ

たという事後の批判にみえる。しかし、金融業務や投資の専門家であるならば、EUやユーロシステムがそのようなシステムではないことを十分承知していたはずである。期待に添わないからといって、システムに欠陥があったと非難するのは筋違いである。

ユーロシステムの「構造的欠陥」を強調する議論は、金融危機がギリシャの個別的問題ではなく、他のユーロ圏にも起こりうる危機であることを上手く説明する。この限りで説得力がある。しかし、この枠組みから、対応策として金融緩和策や救済的財政出動策の有効性が導き出され、政策の妥当性が主張されるのであれば、その認識は誤っている。なぜならば、欧州金融危機は、ユーロシステムの欠陥が生んだ危機ではなく、米国発金融危機への危機対策それ自体が生んだ危機だからである。金融緩和策は、毒をもって毒を制する

*大妻女子大学 社会情報学部

類のものであり、財政出動と財政緊縮との間を行きつ戻りつしながら¹⁾長期不況に陥るまで体力を消耗させるものでしかないと思われる。

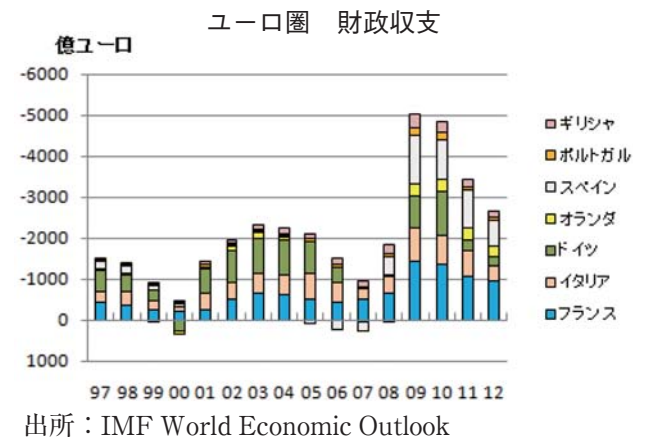
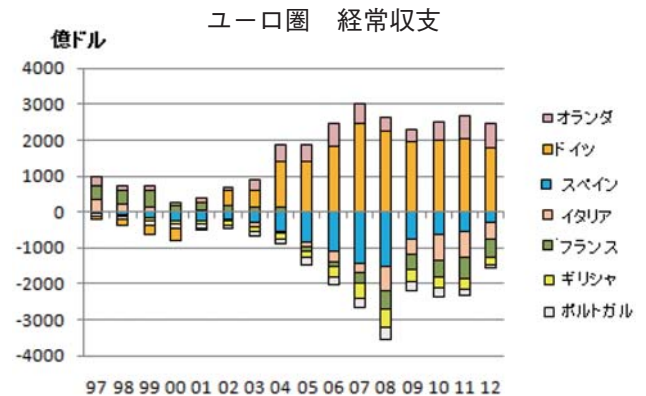
本稿では、欧州金融危機を米国発世界金融危機に続く第二幕と捉えている。南欧ソブリン危機は、「住宅バブル」と「国債バブル」が崩壊した結果、市場から金融機関の資金が流出したことを示している。ユーロ圏内の緊縮財政への転換が「国債バブル」を消滅させたのである。よって、私は、ユーロ=欠陥システム、金融危機の原因説はとらない。ユーロの構造が問題となるのは、危機への対処方法やビジョンの違いを重視しないからであって、ユーロシステムの構造がどうであれ、金融危機は別の形で発生し、別のルートで伝播すると考えている。

欧州金融危機をめぐる先行研究では、ユーロシステムの欠陥に注目が集まり、金融緩和策と緊縮財政の組合せが危機対応の成否を分ける問題だとされている²⁾。しかしこの金融緩和の下での財政拡大と緊縮の繰り返しこそが、1985年のアメリカ債務国転落以来の金融危機を生み出しているのである。本稿では、インカム・ゲインの枯渇から各種証券投資に活路を見出した金融資本の運動を支えてきた政府と金融資本の融合が臨界点に達したことを表現するのが欧州金融危機であり、これは単なる金融システム危機ではなく、恐慌であることを以下に示す。

2. 世界恐慌としての欧州金融危機

ギリシャ債務危機など南欧の金融危機は、ユーロシステムの欠陥が原因なのだろうか。金融政策と財政政策の中途半端な統合を指摘することは、一般論過ぎると思われる。

欧州金融危機を理解する出発点は、共通化した金融政策とバラバラな財政政策が、何を政策ターゲットとしていたかということを詰めることである。ECBの政策は、ユーロ圏の物価の安定を最優先課題とはしているが、政策金利の動向は、FRB、日銀の政策金利と協調している。その結果、ドル、円とのレートを安定させ、グローバル



マネーの外貨エクスポージャー、為替エクスポージャーをコントロールし、グローバルな資本移動を円滑化することがECBの主要な政策課題となる。共通通貨ユーロの意義は、ユーロ圏内のエクスポージャーを最小化することにある。金融政策は、為替レートをターゲットとしているのである。では、ユーロ圏内の収支不均衡の拡大はどうか。ユーロシステムでは、域内の対外不均衡は、財政政策があたることになっている。そのために、マーストリヒト基準は、財政赤字対GDP比3%以内、債務残高対GDP比60%以内を義務付けている。財政の健全性を保つことにより財政間の均衡がまずは維持される。財政赤字の削減によって経常収支の赤字も減少するが、それでも生じる経常収支不均衡は、資本と労働力の自由な移動が解消し、経済収斂が実現するというシステムなのである。しかし、現実には、経常収支不均衡は拡大し、ユーロ圏内の経済不均衡はむしろ拡大している。通貨統合後の主要国の経常収支と財政収支をみると、経常収支の推移と財政収支の推移

には、政策的な関連性がみられない。やはりユーロ圏の財政政策も、日米など他の資本主義と同様、経済成長と雇用をターゲットにしているのである。

ユーロ圏の財政政策はバラバラであると指摘されているが、財源はバラバラでも政策傾向は共通である。2009年からの財政赤字の急拡大とその後の縮小は、米国発世界金融危機への対応で、金融緩和と財政出動をした後、緊縮財政政策に転じたためである。欧州金融危機は、米国発世界金融危機への対策で政策転換をする途上で発生した金融危機であり、住宅バブルの崩壊に続く国債バブル³⁾の崩壊であった。

したがって、欧州金融危機は、ユーロシステムが生んだ構造的危機というより、世界金融危機のユーロ的余波なのである。金融危機を発生させているのは、金融資本の運動である。

ギリシャ政府による財政赤字の粉飾が明るみに出たこと⁴⁾を端緒とする南欧諸国の財政危機は、その後「ユーロ危機」「欧州金融危機」と呼ばれる状態に発展した。ギリシャ、ポルトガルなどの財政破綻、ソブリン・デフォルトが、その国債を大量に保有しているフランス、ドイツの金融機関の経営危機につながると、世界的な金融恐慌に発展する。米国発世界金融危機再来への懸念は根深いものがある。欧州金融危機は、金融機関の債務問題が政府の財政悪化に波及する経路ではなく、逆に、政府の債務問題が金融システムや通貨システムに危機を波及させる形になっている。米国発世界金融危機への対応策として、各国政府は金融緩和と財政出動による景気刺激策によって自国の金融機関を防衛したが、その結果、最後の防波堤である国家財政自体が実質的に破綻したのであるから、欧州金融危機は、危機対策が次の段階の危機に形態転換した経済事象であると言えよう。政府の救済策が機能不能になり世界的な信用収縮が不可避となる事態は、世界恐慌と認識されるべきである。

恐慌とは、経済システムを financial panic と crisis が襲うことを言う。panic の典型例である「取付け騒動」は、危機管理能力が失われた状態

にあることを大衆が認識した結果起こる行動であるが、恐慌の本質は、構造と機能の解体と再生にある。恐慌は、一般的には、金融資産の暴落に始まり、債務不履行と倒産の危機を拡大する。過剰信用と過剰生産、過剰消費が市場を通じて淘汰され、結果として通常の市場機能では調整し得なかった生産と消費、債権と債務の不均衡を清算する経済現象である。どの程度の範囲と深さで不均衡が調整されるかは、その都度様相が異なる。よって、不均衡の拡大は、危機勃発前からすでに始まっており、危機それ自体は、経済システムが抱える矛盾の現れである。

恐慌の一般的進行過程は、サンドパイル・モデルとよく似ている⁵⁾。物理学者のバクが開発したサンドパイル・モデル（砂山に少しずつ砂を落としていくと、いつか突然雪崩が起こる崩壊モデル）によれば、崩壊は、①組織深部の成熟、硬直化が臨界点に達した後、表面のちょっとした刺激（きっかけ）で起こる、②小さな崩壊は常に起こっており、小さな変化が一定の閾値を越えると巨大な変化を引き起こすが、いつ全面崩壊を起こすかは予測できない、という。

小さな変化が急激な崩壊に変化する瞬間を破断点 (tipping point) という。欧州金融危機で言えば、ギリシャのソブリン危機は「きっかけ」であり、深部で着々と進行しているのは、欧州の銀行からユーロ圏外に流入している資金の収縮であろう。共通通貨ユーロの崩壊が、いつ何をきっかけとして始まるのか予測はできないとしても、破断点は、ユーロ圏外への資本の逃避と融資資金の回収であることは間違いない。

よって、米国発世界金融危機と、その危機対応の結果として起きた欧州金融危機という連続する金融危機の深層にある不均衡の拡大が、危機の破断点との接触でどのような形状の崩壊を起こしたかを次に考察する。

3. 欧州金融危機の崩壊構造 —火種と破断点—

ユーロ圏の中でギリシャ、ポルトガル、アイル

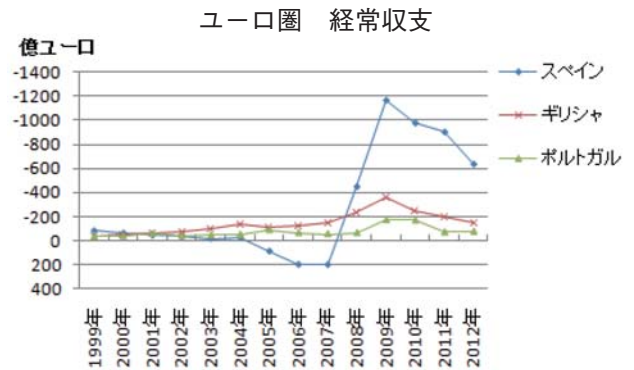
ランド3か国のGDP比率は6.3%、3か国の財政赤字対GDP比率は平均10.3%に過ぎないが、今、全GDPの0.65%あまりの負債がユーロシステム危機の火種になっている。(経済規模で比喻すれば、大阪府レベル自治体の財政破綻が円の信用低下を招いているようなものである。) そうであるとすれば、ユーロ圏自体に南欧の財政破綻が「火種」となる構造があるということである。

第一に、ユーロ加盟国の財政収支状況である。2010～2012年平均で加盟国17か国の財政収支/GDP比はすべての加盟国が赤字である。マーストリヒト基準の財政赤字対GDP比3%以内に収まっている国でさえ、ドイツ、ルクセンブルク、エストニア、フィンランドの4か国だけである。フランス、オランダの財政赤字対GDP比も5%を超えている状態である。ギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペインの財政赤字は程度の問題であり、他の加盟国もまた国債発行によって資金調達しなければならないという点で同質である。

第二に、国債による資金調達は、グローバルマネーなどの投機的資金からのものもあるだろうが、主として圏内の金融機関によるものである。EUの金融機関は域内で相互に大量の国債・社債を保有しており、国債がデフォルトすれば、相互に損失を抱えて金融危機が伝播する構造がユーロ圏にはある。

第三に、ユーロ圏の財政赤字を拡大させた要因がある。ユーロ圏は、従来より積極財政政策をとってきた経済圏であったが、財政収支を悪化させたのは、世界金融危機への対応で2008年から強化された金融緩和策、不況対策財政出動である。そして、国債バブルと呼べるような国債価格の高値安定をもたらしたのは、ECBの流動性供給である。不況で行き場を失った資金がリスク最小化を意図して国債市場に向かった結果、ECBが供給した流動性は財政に還流し、金融資産バブルを維持した。金利の低下が財政赤字を拡大させる環境を持続させたのである。

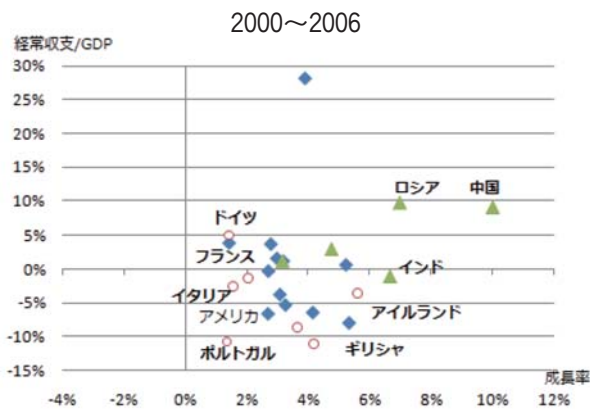
第四に、ユーロ圏内の財政破綻、金融危機に対して、最終的に救済の手を差し伸べる余力が残っ



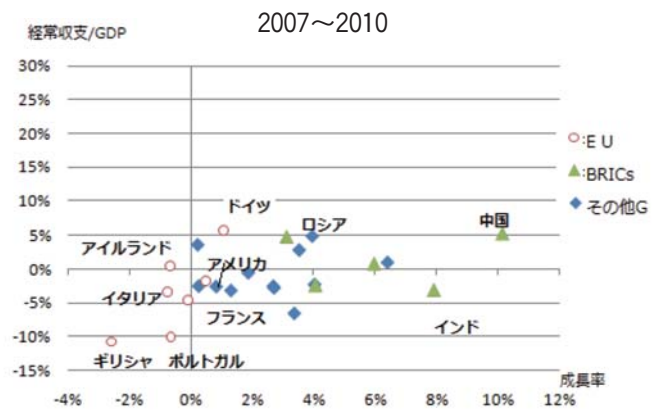
ているのは、経常収支黒字国のドイツ、オランダくらいであり、他の加盟国は余力がないか、むしろ、資金を需要する側であるということである。しかし、ドイツ政府とドイツ連銀には国内世論のくびきがあり、EU条約を根拠として、他国の支援、救済に慎重な姿勢を崩していない。金融政策、財政政策にはEU・ユーロシステム固有の足かせがあり、金融危機が財政危機という形で現れた必然性がある。大きな雪崩を起こす断層は、南欧ではなく、フランス、イタリア、スペインとドイツとの間にある不均衡であろう。

最後に、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインなど債務危機国が「火種」として浮かび上がった理由がある。

これらの国々は、財政赤字の削減に転換しても、なお国債利回りが上昇し続けた。大量の国債償還に耐え切れず、デフォルトに陥るのではという懸念が深刻化していたからである。国債利回りの上昇は、金融機関、投資家の不安の表現であり、投資家心理の中では、低リスクであるはずの国債が高リスク資産に変質したのである。他方で、既発国債の値下りは金融機関が保有する国債の含み損を膨張させる。金融機関に起こった信用の自己崩壊の果てに、金融機関は国債の売り手に追いやられたのである。この状況下では、買い手のつかない国債を引き受けるのはECBしか残っていないということである。よって、南欧ソブリン危機は、政府債務デフォルト危機である以上に、金融機関による国債を本源的預金とする信用創造の自己崩壊危機であり、過剰な信用創造によって实体经济を牽引する資本蓄積様式が臨界点



出所：IMF World Economic Outlook



出所：IMF World Economic Outlook

に達したことによる崩壊である。

サンドパイル・モデルによれば、破断点となるような「きっかけ」は、「刺激」であればよく刺激の原因を追究することはあまり意味を持たない。小さな砂山段階の崩壊の要因は、ひと粒ひと粒の砂の形状のバラつきと相互作用であるが、大きな砂山段階の雪崩の要因は、砂山内部の構造にある固まった層と不安定な層との不均一性にあるという。崩れ方を支配する要因は同じではない。問題は、何が崩壊の原因かではなく、何か崩壊したかということである。

欧州金融危機については、アジア通貨危機をめぐる議論と同様、コンテージョン（通貨危機の伝播）と危機国の類似性を強調する議論には事欠かない。違いは、危機の原因とされる要因が、縁故資本主義的構造から ECB の最後の貸手機能と各国財政規律の議論に移ったことである。ギリシャ、アイルランド、ポルトガルに加えて、スペイン国債、イタリア国債に投資家の不安の目が向けられているために、欧州金融危機の発端はソブリン危機とされ、同様に財政赤字比率が高いグループとして危機国はひと括りにされている。この括り方が、ソブリン危機が原因であるという認識⁶⁾を補強している。

しかし、世界の GDP の 90%、世界貿易の 80% を占める G20 と債務危機国の経済成長率と貿易収支対 GDP 比率を比較すると、危機国は、アメリカ発世界金融危機の前後で、高い GDP 成長率からマイナス成長率に陥ったにもかかわらず、経常収支赤字比率が低下しなかったグループに属す

る。周囲の景気変動に影響を受けやすく、輸入品に粘着性があり、負債による過剰消費体質を温存させたグループと言えよう。負債による過剰消費を集約的に表現しているのは財政赤字であるが、国外資金に依存した過剰消費体質とともにこれを表出させたのは、GDP 成長率の急激な低下である。危機国は、単に財政赤字比率が高いからではなく、経常収支赤字国であり、マイナス成長国であるからこそ、金融機関から国債償還能力を疑問視されていると考えるべきである。

以上の要因が相互に作用して、南欧ソブリン危機をきっかけとしたユーロシステムの経済成長の構造崩壊が始まり、新しい秩序が生み出されようとしている。「無秩序なデフォルト」を避け、ドイツ財政を引き当てにギリシャ破綻にとどめようとする金融財政当局の思惑とは別の次元で新たな秩序は形成される。そうであれば、これら危機国は、金融緩和と積極財政による経済成長体制からの脱落組であり、国家と金融資本による信用創造と景気刺激によっては、経済成長と金融危機対応ができなくなった破断点であり、幻想的な経済成長から身の丈にあった経済成長に生還するきっかけをつかんだ国であるとも言える。

欧州金融危機は、米国発世界金融危機後に、G20 が行った 5 兆ドルに上る財政出動によって「パニック的な信用収縮」を抑えて「最悪期」を「切り抜け」、リーマン・ショック以降の「2.8 兆ドル」とも推計されている損失額⁷⁾の一部を補填した時点で、2010 年 6 月の G20 を境に各国が緊縮財政に転換したこと⁸⁾で噴出した危機である。財

政出動は、世界の GDP を「4%押し上げた」とも言われているが、その需要創出が打ち切れ、国債バブル潰しの作業の中で浮上したのが、南欧諸国の財政赤字問題であった。

欧州金融危機で崩壊しようとしているのは、金融緩和と積極財政によって経済成長を主導する国家金融資本主義の資本蓄積様式であり、危機国は、この支配的な蓄積様式から脱落寸前であるが故に「危機国」と呼ばれるのであり、危機の波及とは、国家金融資本主義的な資本蓄積様式の機能不全の伝播を意味するものである。ソロスの表現で言えば、「車がスリップしているときは、まず滑る方向にハンドルを切らなければならず、制御を取り戻してから初めて進路をかえることができる。」⁹⁾のであり、現在は作戦の第二段階を実行しているところである。米国発世界金融危機と欧州金融危機とは、欧州発の危機ではなく一連の危機である。カウンターをあてて金融機関の信用を政府の信用に置き換えたことによって舞台が変わったということである。作戦の第二段階で発生したデフォルト危機は、金融機関が政府信用に置き換えた負債を金融機関と政府との間を循環させることで時間を稼ぎ、金融危機を封じ込めようとするやり方がユーロ圏では限界に達したことを示すものである。

すなわち、フランス、イタリア、スペイン対ドイツの断層で起こることは、今後アメリカ対日本などの資本輸出国の断層でも再現されることを予示していると言える。

4. ユーロ的危機対応の特徴

およそ、金融危機対応は、それぞれの国の産業構造と不均衡の所在が異なれば、取りうる対策に違いがあるし、違いがあってもしかるべきである。共通の危機対応策が、条件と経済環境が異なる多様な国に有効であるとは限らない。ユーロ圏もまた、固有性のある経済統合システムであり、独自の危機対処方針をもっていた。

ギリシャ債務危機に対する EU 諸国の初期対応は、冷静を装うものであった。EU 欧州委員会

は、ギリシャに対し財政赤字対 GDP 比を 3%以下に引き下げること「安定・成長協定」に基づいて求め、ECB は、IMF からのギリシャ支援提案に対して、IMF の支援は現時点では必要ないと応じた。ドイツのメルケル首相は、パパンドレウ首相との会談後、「EU 諸国による直接的な金融支援は不要との認識で一致した。」「ギリシャ側から支援要請はなかった。ユーロの安定は脅かされていない。」と強調した。当のギリシャは、2010 年の財政赤字比率を 4%ポイント削減し、2013 年までに EU の財政基準 3%以下に圧縮する財政再建策を表明した。そして、ユーロ圏首脳会合は、ギリシャ支援で合意するとともに、財政赤字削減目標の達成を求めた。

このような初動は、危機が深刻化するにつれて政策の小出し、先送りと批判されている。しかし、EU 諸国の対応は、先送りや投機筋に対する対抗策だけが理由ではない。

EU 基本条約には、他の加盟国の債務を肩代わりすることを禁じた「非救済条項」と政府債務を中央銀行が直接引き受けることを禁止する条項がある。また、ECB には「最後の貸手機能」（日銀法第 38 条に相当する）に関する規定はなく¹⁰⁾、ギリシャ国債の直接引き受けは行わなかった。ユーロ圏は経済通貨同盟であり、単一通貨を導入することにより為替変動リスクを排除することを意図して結成されている。同盟を維持する上では、加盟国は共通通貨価値を安定維持することを最優先し、そのために為替政策と金融政策を共有するとともに、財政政策を制限（財政規律の堅持）することに合意しているのである。したがって、それ以外の政策分野は各加盟国の領分であり、それぞれの加盟国が個別に行うことなのである。「財政赤字の削減は、ギリシャが独自に解決すべき問題である」という EU 諸国の姿勢は、ユーロシステムに照らせばもったもなのである。経済危機に直面した場合には、増税による財源確保や国有資産の売却、長期不況の甘受など構造改革を通じた対処が加盟国に残されている選択肢である。

EU 基本条約にある「非救済条項」と ECB の「責務の範囲」は、ユーロ圏の危機対応を独特な

ものとしている2大要因である。また、緊縮財政転換後の過剰信用の吸収、つまり負債の配分をめぐる利害対立が絡む論争点になっている。

このような次第で、南欧ソブリン危機への対応の遅れという意識が醸成され、共通通貨ユーロの不完全性とユーロ圏経済統合の系統的欠陥が強調されるようになってきている。曰く、「通貨は統合され、中央銀行はできたが、共通の財務省がない。」「金融政策を放棄したことで、為替レートの調整機能を失ったために危機から脱出できない。」というものである。ソブリン危機は、ギリシャの財政赤字の持続可能性への懸念に発するものであるが、根本的にはユーロ圏という中途半端なシステムの矛盾に由来するという主張があることは前述した通りである。

金融危機に直面して浮かび上がったユーロシステムの構造的欠陥とは、「共通の金融政策とバラバラの財政政策の矛盾」という表現に集約される。独自の金融政策を打てないために、為替レート調整による経常収支不均衡の解決を封じられていること、共通の財務省がなく、各国の財政赤字

比率に制約があるため、景気刺激策を打ち出しにくいなどの問題点が指摘されている。

欧州委員会、ECB、そしてEU各国政府が懸念したのは、ギリシャの財政危機が他のユーロ圏諸国、とりわけ、ギリシャほどではないが世界金融危機の影響を受けて財政赤字を増大させている、ポルトガル、イタリア、アイルランド、スペインなどの国々へ波及することである。このことがひいてはユーロ圏全体そしてユーロに対する信認の低下につながるという危機感が、ユーロ圏の金融危機対応の方針転換を促している。

欧州金融危機は、南欧・周縁国のソブリン危機、EU各国の銀行危機、ユーロ離脱・解体の危機という複合的構造になっている¹¹⁾。その結果、EU諸国は、「無秩序なデフォルト」防止と「ユーロ圏離脱」回避の両面作戦を展開するという困難な課題に直面している。金融危機の対応にあたっているEU機関や各国政府は、「財政と金融と通貨の負の連鎖」を断ち切り共通通貨ユーロを存続させることを最優先課題として掲げているが、この転換は、EU基本条約にある「非救済条項」と

支援機関		対象国	支援額	方式	利用可能残額	
EU	ユーロ加盟国	ギリシャ第1次	800	融資	0	
	EFSM	アイルランド	225	EU予算を裏付けとした資金調達	115	
		ポルトガル	260			
	EFSF	4,400	ギリシャ第2次	1,447	ユーロ圏政府保証債券による資金調達	2,517
			アイルランド	177		
			ポルトガル	260		
IMF	2,500	ギリシャ	300	スタンド・バイ融資	1,435	
		ギリシャ第2次	280			
		アイルランド	225			
		ポルトガル	260			
ECB	カバードボンド買入	第1次	572		0	
		第2次	71			
	3年物資金供給	第1次	4,892		無制限	
		第2次	5,295			
国債購入 (SMP)			2,090		(無制限)	

ECBの「責務の範囲」の原則を堅持したままでの事実上の方針転換である。

とはいえ、南欧ソブリン危機への対応は、作戦の第二段階の頓挫にともない、独自の危機対処方針を転換し、ECBとユーロ加盟国が、最後の貸手機能と支払能力の発動に踏み込んでいく過程であった。周縁国救済策からユーロ圏中核国の不均衡問題に課題が移ったことを示すのは、2012年9月にECBが発表したスペインやイタリアなどの国債を含む「無制限国債購入プログラム OMT (購入条件付き)」である。この時点から、ECBの姿勢は恐慌モードに入ったと考えられる。

ギリシャなどの周縁国救済スキームは、ユーロ圏独自の金融危機対処方針の雛型であり前例となるものである。したがって、救済スキームの成否とビジョンを検討することは、対処方針の転換を考える上で重要である。

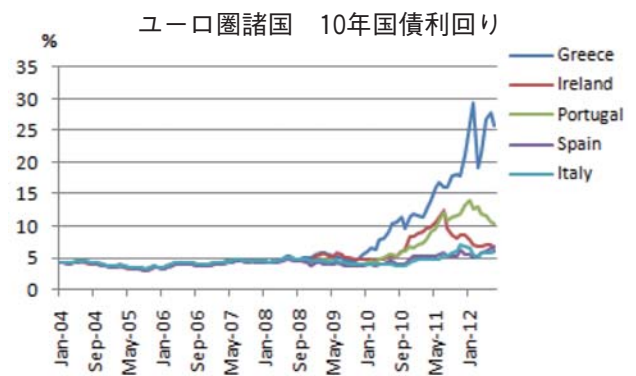
2010年4月にギリシャ国債の利回りが危険水準と言われている7%以上に上昇し、ギリシャ政府がEUなどに支援を正式に要請した後、2010年5月10日に行われたEU経済・財務相理事会でギリシャ支援が決定された。IMFも、2,500億ユーロの支援融資枠を設けることを決定している。支援額は、第1次(2010年5月)で1,100億ユーロ、第2次(2012年2月)で1,727億ユーロである。ギリシャは、融資と引き換えにEU欧州委員会・ECB・IMF(トロイカ体制)からコンディショナリティ(融資基準)を課されることになった。また、第2次では、民間投資家/債権者の同意の下での「債務再編」が実施され、債務元本の53.5%にあたる1,050億ユーロが削減された(管理されたデフォルト)。

ユーロ圏の支援策の特徴は、第一に、EU諸国が直接的に救済することが禁じられているために、資金援助を目的とした特別目的事業体を臨時に設置して、これが債務国に代わって債券を発行して資金調達をする方式をとったことである。創設された欧州金融安定ファシリティ(EFSF)と欧州金融安定メカニズム(EFSM)は、2013年6月までの時限措置で設立されたものであり、資金管理業務と運営支援業務は、欧州投資銀行

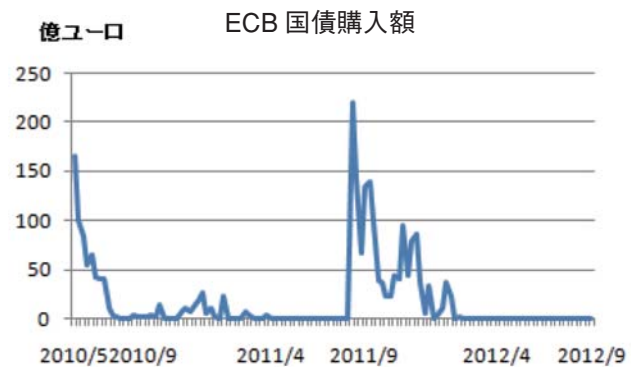
(EIB)が契約に基づいて遂行している。基金5,000億ユーロの約46%をドイツとフランスが拠出している。

第二に、設置されたEFSFの機能が危機の深刻化とともに拡大していることである。アイルランドの支援要請(2010年11月)、ポルトガルの支援要請(2011年4月)、デクシア経営破綻(2011年10月)という金融危機の深刻化に対応して、ユーロ加盟国は、EFSFの機能を拡張し、債務国の要請に基づく融資(財政再建支援)に加えて、国債購入(買支え)や加盟国政府への融資を通じた金融機関の資本注入も可能とする包括戦略を承認した(2011年10月)。

第三に、コンディショナリティが達成されない場合、管理されたデフォルト(第2次支援)段階に移ることである。ギリシャの場合、第2次金融支援の狙いは、2020年までにギリシャの債務比率を現在のGDP比160%から、長期的に耐えうる債務額の上限と考えられる120.5%まで削減することであった。そのため、銀行、保険会社、投資ファンドなどが保有するギリシャ債権の元本を



出所：ECB



出所：ECB

53.5%削減し、額面の31.5%を最長30年の新発国債と、残りはEFSFの2年債と交換する債務再編という方針がとられた。ギリシャ政府は、債務再編のため、債務交換対象額の66%以上の投資家が同意すれば、不同意の投資家にも債務交換を強制できる集団行動条項を導入した。

この民間部門の関与（PSI）と債務再編は、2つの問題を含んでいる。ひとつは、ECBとユーロ圏17か国かの中央銀行が保有する国債の元本や売却益も削減の対象となるということである。このことは、結果として中央銀行が特定の国の救済に関与したことになる。次に、「集団行動条項」の導入は不同意の債権者への債権放棄要請に等しく、CDSの支払いが発生する「信用事由（デフォルト）」認定の引き金になる可能性がある。民間部門の関与（PSI）は、金融大量破壊兵器CDS決済の網の目を經由して、即座に世界規模の金融危機を再現するリスクを高めることになる。

第四に、支援が決定された2010年5月以降、ECBはギリシャ国債の購入（SMP：証券市場プログラム）を開始したが、2011年8月から範囲と規模を拡大し、南欧諸国の国債を中心に2,090億ユーロに達している。国債購入額の推移をみるとECBの市場介入は、2010年5月以降と2011年8月以降に集中している。ギリシャ、スペイン、イタリアの国債利回りの上昇に対処するとともに、南欧の政権交代期の混乱に配慮したものと思われるが、各国の債券利回りの推移を照らし合わせると、ECBの市場介入は、必ずしも功を奏しているとは言い難い¹²⁾。このことは、ECBは、時間をかせぐことはできるが、リスクを取り除くことはできないことを裏付けている。

ギリシャ、アイルランド、ポルトガルへの支援策をみることで、ユーロ的危機対応の枠組みと限界がはっきりとしてきた。EFSFやECBの国債買支えが、逆に、将来の国債価格の暴落を懸念する投資家、金融機関の売り逃げ機会を作り、資金逃避を誘っているのである。ギリシャの「管理されたデフォルト」で約50%の債務減免が実施された前例がある以上、短期資金の動きとしては当然のことであろう。この動きは、「共通の金融政策

とバラバラの財政政策の矛盾」に由来する「最後の貸手」の不在とEFSFの支払能力問題を背景としていると投資家は考えている。しかし、ドイツ連銀がESM（欧州安定メカニズム）設立に積極的に協力していたとしても、「管理されたデフォルト」路線をとる限りは、資金逃避は避けられない。結局のところ、財政再建の展望が見えない場合は、ユーロシステムの欠陥がどうであれ、デフォルトリスクは中央銀行と通貨価値に集中するのであり、債務整理は避けられないのである。

この前例をもって、ユーロ的危機対応は、スペイン、イタリアの危機回避に戦線を拡大した。EFSFを主要な資金調達手段と支援策は、資金規模からして、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルまでを想定したスキームである。しかし、イタリア、スペインの長期国債利回りが7%を超える事態に至って、ECBは、償還期間が3年までの国債を上限なしで不胎化しながら、流通市場から購入することを2012年9月に決定した。

「アウトライト・マネタリー・トランザクション（OMT）」と名付けられた新プログラムは、EFSF/ESMに支援を要請し、支援に付随するコンディショナリティを受け入れることを買取りの条件としている。欧州中央銀行法第18条にはECBが金融政策の一環として金融市場で証券を積極的に売買できると規定しており、「国債市場のゆがみに対処し、金融政策の波及メカニズムを保つこと」を目的としており、「政府への資金融通が目的ではなく、副産物に過ぎない」と説明している。

OMTは、イタリア、スペインを想定したプログラムである。この措置は、中央銀行のバランスシートを使った信用緩和策にECBが乗り出したことを意味する。不胎化を伴うので、量的緩和策は原則的に取らないということであろう。すなわち、中央銀行が保有する自己資本の許容範囲内でリスクテイクを引受け、資産側の南欧の国債と他の証券を入れ替えるということである。OMTは、FRBの「非伝統的金融政策」にあたり、ECBにとっては極めて重い政策転換である。ドイツ連銀は、「EU基本条約が禁じる中央銀行による財

政支援にあたる」として反対している。OMTは、「中央銀行が通貨を増発して国債を直接引き受け、財政赤字を解消すること（マネタイゼーション）」にあたると判断しているのである。もっとも、ECBの国債購入はすでに2010年から行われているのである。不胎化せず「際限なく買う」ことになるのであれば、イタリア、スペインに対しては、インフレによる債務圧縮路線を準備している可能性もあるが、現時点でははっきりしない。

5. 国家金融資本主義の終焉

欧州金融危機の崩壊構造とユーロ圏の危機対応の特質をみてきた。最後に、米国発世界金融危機と欧州金融危機を、国家金融資本主義の蓄積と終焉という枠組みで総括したい。

アメリカの金融と政府の権力癒着をジャグディッシュ・バグワティは「ウォール街＝財務省複合体」と呼び、本山美彦氏は「金融複合体（ウォール街＝IMF＝ワシントン複合体）」と呼んだが、欧州金融危機は、政府と金融セクターの紐帯である国債と共通通貨の結合を融解させようとしている。

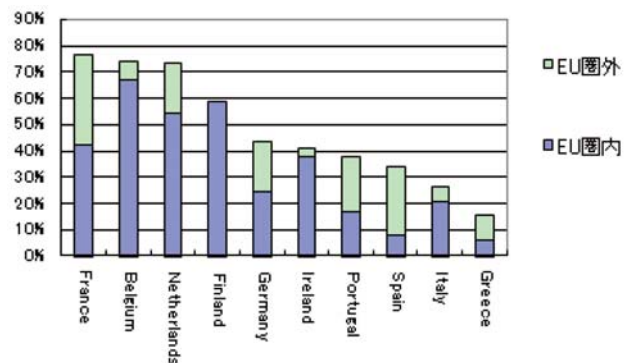
金融緩和と積極財政によって経済成長を主導し、金融危機に対処する資本主義の様態を国家金融資本主義と呼んでおきたい。両者を強固に結びつけているのは、不況期の Too big to fail 政策と国債保有である。国際決済銀行（BIS）の自己資本規制で国債は安全資産として扱われているため、自国債保有とユーロ圏内の国債保有は銀行経営の基盤となっているのである。政府は「システム上重要な金融機関」が金融危機の余波で破綻しないよう保護し、銀行は自国政府の財政赤字を支えてきた。ウォール街＝財務省複合体のようなアグレッシブな面を捉えているわけではないが、輸出主導型資本主義も金融主導型資本主義も、政府と金融セクターの癒着と相互補完関係を土台としている。その意味では、国家金融資本主義は、輸出主導型資本主義と金融主導型資本主義という双子の資本主義類型に共通する性格である。欧州通

貨危機は、国家金融資本主義の終焉を、少なくとも終わりの始まりを我々に教えている。

ユーロ圏では、国家と金融の融合と相互依存関係が分離過程に入っている。欧州理事会は、2011年12月に構造的財政赤字比率0.5%を上限とする「新財政協定」締結に合意し、この財政規律を各国憲法に盛り込む方針を打ち出したのである¹³⁾。ユーロ圏では複数の国家が各国金融セクターによる国債の相互保有によって連結していた。その連結が弛緩し始め、中央銀行 ECB の最後の貸手（LLR : lender of last resort）機能を侵食するところまで瓦解している。

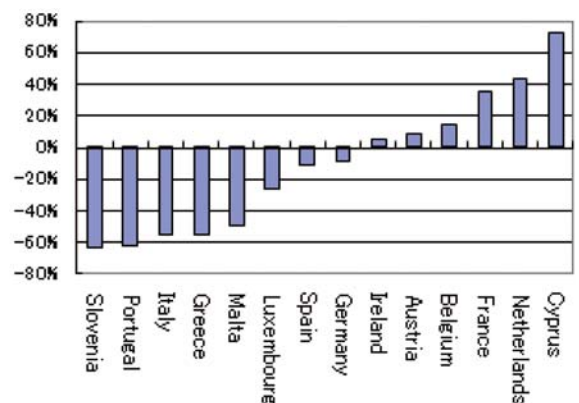
EU 諸国は政府債務の海外依存度が高く、特にユーロ圏は国債を相互に持ち合っていた。政府債務の大部分を占める国債を外国資本が保有する割合は、フランスは76.6%、ベルギーは73.9%と高いが、ソブリン危機にあるギリシャ（15.3%）、ポルトガル（37.6%）などでは著しく低下した。

ソブリン・エクスポージャー 国外依存度



出所：CEBS、BNP パリバ証券

金融機関 国債保有 対外純債務／対外債権比率



出所：CEBS、BNP パリバ証券

ユーロ圏の金融機関の国債保有に対する対外純債務をみると、ネットでは、キプロス、オランダ、ベルギーの金融機関が、スロベニア、ポルトガル、イタリア、ギリシャなどの国債を買い支えている状態である。ドイツ、オランダがスポンサー、フランス、ベルギーの金融資本がプロデューサーとなって、ユーロ圏の政府に資金を供給する構図がここにはある。(フィンランドは、スウェーデンからの供給が67%を占めるためこの構図には入らない。)

欧州の銀行による国債保有は、個別にみると高い水準にあるが、ユーロ圏全体では、総資産に占める公債(政府債と地方債)比率は、5~6%と高くはない¹⁴⁾。日本の銀行の同比が、2006年に12%であったが、2010年に19.4%に上昇したのとは対照的である。中核的自己資本に対する周縁国債保有率が高いのは、自国債を保有するスペイン、イタリア、ギリシャ、ポルトガルの国内銀行である。スペインのBBVA、イタリアのインテサ・サンパオロ、ギリシャのPirareus、Eurobank、ポルトガルのBCPは、200%を越えている。フランスのBNPパリバ、ドイツのコメルツの同比は、50%台である。同比が高かったドイツのピポ・リアルはすでに国有化されている。

金融危機は、通貨は共通だが財政の意思決定がバラバラだから起きたのではなく、銀行が国債を支えられなくなったから、つまり、財政による銀行の負債の肩代わり(銀行の国債保有)が臨界点に達したから、銀行は国債市場からの撤退を余儀なくされ(利回り上昇)、その結果、通貨共有と金融機関の相互投資で緩やかにつながっていた財政同士の金融的結びつきがバラバラになるのである。欧州の銀行は、短期資金をインターバンク市場から調達し、これを長期国債で運用している。短期資金が枯渇すると国債のデフォルトが起きるのである。

金融危機へのフランス、イタリア、スペイン連合の対応は、財政を政治的意思で連結する(ESM)ことによって負債の肩代わりを継続し、国債と共通通貨の結びつき(ユーロの信認)を回復させる試みであった。金融危機にあって

は、流動性、支払能力、信用収縮の問題に対処しなければならない。中央銀行は流動性を提供し、支払能力問題には財務省が対処するというのが原則である。中央銀行が支払能力の問題に踏み込むことは、救済する金融機関を中央銀行が決めることになり、政治の領域に入り込むことにもなり、中央銀行の国債引受けは、国債発行の歯止めを失くし、ハイパーインフレをまねく恐れのある「禁じ手」であるとされている。

ECBにはLLR機能に関する規定がない。だが、ECB首脳陣などは「政府債務の引き受けのためではなく、ユーロの安定化というECBの責務の範囲内」であり「EUの規定に抵触しない」と防衛線を張りながら、銀行ではなく国家に対する最後の貸手となる方針を、スペイン、イタリアにも拡大し、国債の購入を実施しているのである。ユーロ圏の周縁国救済スキームとその転換の変遷を辿ると、金融政策は共通化するが、財政政策は各国の主権と責任で担うというユーロ的危機対応の原則が、修正されつつも貫かれていることが指摘できる。

積極財政から緊縮財政に転換することで、金融部門の負債を政府の負債に移し、最終的に納税者の負担によって金融資本の損失を穴埋めするプロセスを、各国が財政再建や構造改革を進めることで、完遂せしめようとする原則には変更がない。作戦の第二段階の途上、脱落しそうな国の財政を、ユーロ圏の財政を裏付けにした融資によって支援するという方針の修正はあったが、「赤字財政削減のための財政的救済」が方針転換の本質である。

破綻処理、あるいはESM設立による支払能力不足問題に目処がつくまでの時間稼ぎであるはずのLLR機能を、国債引受けによって果たさなければならないところにECBの苦悩がある。デフォルトリスクがある国債の将来価値を通貨化し、財政赤字の穴埋めとしているのであり、対外的に「減価する貨幣」を供給しているのに等しい。FRBが住宅ローン担保証券(MBS)を買入れて市場のリスクをFRBのバランスシートに塩漬けにしているのに対し、国債の買入である点

で、金融システムの秩序維持の域を越えている。量的にみても、ECBのバランスシートは30,200億ユーロに膨張しており、対ユーロ圏GDP比で31.1%となり、FRBの29,000億ドル、対GDP比18.5%を上回っている。資産購入によるバランスシートの拡大が、インフレを抑制しながらも景気回復に役立つと確信しているFRBよりもECBのバランスシートの方が膨張しているのは皮肉であるが、ECBとFRBが管理通貨制度の下での平価切下げ循環（devaluation）に入っていると考えれば、いつか来た道であろう¹⁵⁾。ECBの姿勢が恐慌モードであると判断している所以である。

もう一方の金融セクターの側はどうか。金融セクターでは信用収縮が起きている。

2007年～2010年におけるユーロ圏の銀行セクターの損失額は、5,150億ユーロ規模に達するとECBは推計している。EU・ユーロ圏の金融機関は、リーマン・ショックによって生じた不良債権と損失額を抱えて、信用リスク管理と流動性リスク管理を強化している。管理強化のため、貸出を抑制するとともに有価証券、特に国債の保有を増やしてきた。銀行総資産に対する国債保有比率は平均6%から8%に上昇している。自国債、欧州域内国債は、自己資本比率規制においてリスクウェイトは0%に設定されており与信枠に影響を与えず、保有国債を担保としてECBから流動性の供給を受けられるからである。しかし、ソブリン危機で国債はリスク資産に変質してしまった。欧州銀行監督機構（EBA）は、欧州71行が必要としている資本増強額を1,147億ユーロと算定している。これは、ユーロ圏首脳会議で2012年6月までに「狭義の中核的自己資本（コアTier1）を9%に高める」ことを求めことを受けてストレステストを行った結果の数値である。分母側の金融資産で表現すれば、71行の中核的自己資本が増強できなければ、12,744億ユーロの金融資産の削減を義務付けたと言えないこともない。

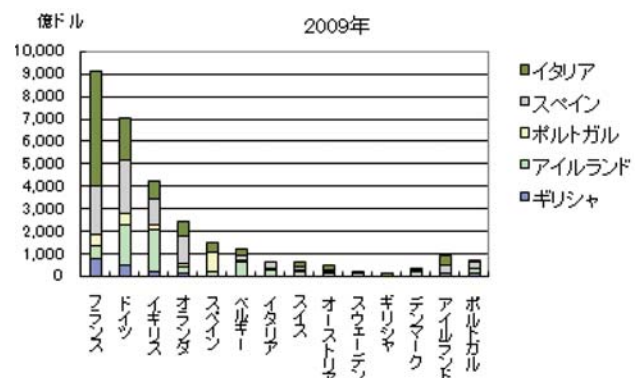
よって、金融セクターは相当するバランスシート調整を迫られることになる。ユーロ圏中核国の金融機関の与信構造は、中核国から周縁国に資本が供給されており、ユーロ圏の銀行は、域内で相

互に大量の国債・社債を保有しているため、国債がデフォルトすれば、相互に損失を抱えて金融危機が伝播する構造になっている。

2009年のドイツとフランスの金融機関から危機国への融資がEU圏の全体からの融資に占める割合は、対イタリアで68%、対スペインで53.8%、対ギリシャで67.3%を占める。また、ドイツとフランスの対ポルトガル融資は38.3%、スペインの対ポルトガル融資は35.8%、ドイツとイギリスの対アイルランド融資は58.5%であった。2011年の融資残高は、構成比に変化は見られないが、対危機国への融資残高は平均値で31.6%減少している。融資額の減少傾向は、オランダ、ベルギーなど他のユーロ圏諸国も同様である。

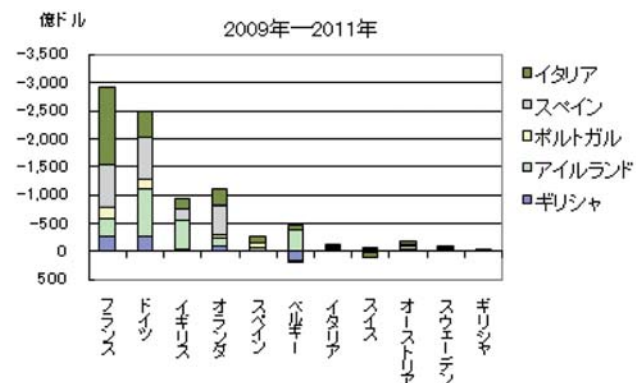
与信構造をみれば、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドの金融危機がスペイン、イタリアを経てドイツ、フランス、イギリスへと瞬時に波及する構造があることははっきりしている。そして、

危機国への欧州銀行の投融資融資残高



出所：BIS、OECD、IMF より作成

欧州銀行の投融資残高増減



出所：BIS、OECD、IMF より作成

ギリシャ危機が表面化した後に、危機国からの資本逃避は静かにそして着実に進行している現実である。ギリシャ他4か国から流出した与信額は、8,254億ユーロである。

重要な破断点はイタリア内部にあると思われる。イタリアは、ユーロ圏内からの与信が減少しているにもかかわらず、経常収支赤字、資本収支黒字を拡大している。ユーロ圏外からの資金調達による過剰消費を脱却できずにいるのである。

ユーロ圏で起きている国家金融資本主義破綻の波は、圏外の経済にも影響を与える。ヨーロッパは、歴史的地理的経緯もあって、アメリカを含め世界中の新興国と経済関係が密接である。ユーロ圏中核国の域外への与信残高にもそれは現れている。

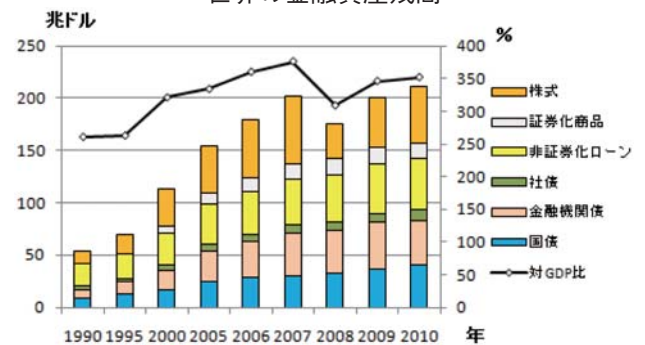
対外与信は、2008～2009年には減少したものの、南欧ソブリン危機が表面化した2010年にはリーマン・ショック以前の水準に回復していた。EU・ユーロ圏の金融機関は、国際間相互与信の中心に位置し、アメリカに2兆ドル規模、中東欧、中南米、アジアの新興国に2.9兆ドル規模の投資をしている。この与信残高構成は、リーマン・ショックを挟んでも変化はない。よって、EU・ユーロ圏の金融機関は、ユーロ圏の資本収支が入超に転じた今でも、世界経済への資金供給源であり、国際連動性が高く、金融危機伝播経路の要衝である。

2011年のドイツの与信先は、北米69%、南米3%、中東欧17%、アジア・オセアニア11%、フランスの与信先は、北米62%、中東欧14%、アジア・オセアニア24%、スペインの与信先は、北米30%。南米64%、中東欧6%、イタリアの与信先は、北米19%、中東欧78%、アジア・オセアニア3%である。ユーロ中核国の与信先は、その大部分がアメリカ向けであり、1兆4,253億ドルに達する。資本逃避の過程では通貨ドルとの揺り返しもあるだろうが、最終的な信用収縮は避けられない。特に、アメリカの次に与信額が大きいブラジル、ポーランド、日本を経由した南米、東欧、アジアの新興国への影響も大きなものになると思われる。

米国発世界金融危機は、金融市場の機能不全と信用収縮をもたらした。アメリカは2006～2009年の期間に経常収支赤字を8,026億ドルから3,784億ドルへと52.8%も減少させた。経常収支赤字幅を長期間、急激に減少させたことは85年以来一度も起こらなかったことであり、この一点だけをとっても、アメリカの住宅バブルと破裂の影響が巨大な変化を生んだことを十分に示している。同時に2006～2010年の期間に資本収支黒字を8,049億ドルから2,369億ドルへと70.5%も減少させている。資本収支黒字の減少は、アメリカ国内に還流したドルを世界の金融市場に再投資した結果と思われる。このような深部の変化は、金融資本の集積と集中が進展していた米国発世界金融危機の後でさえ表出しなかったものである。

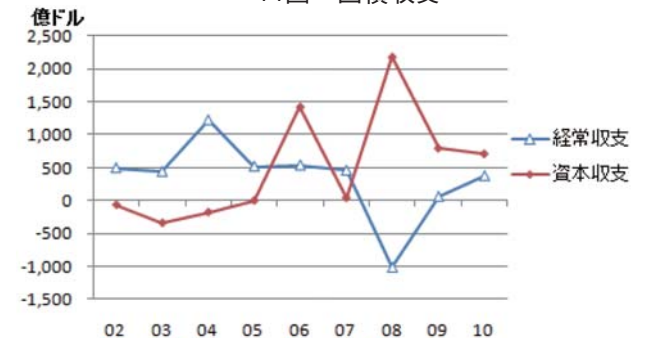
米国発世界金融危機後のアメリカは、金融緩和策に加えて、FRBがファニーメイなど政府系機関発行のMBSを買取るプログラムを実施した。2008年から2010年に買上げたMBSは12,500億ドルである。不良債権を買上げて銀行に資金を供給したのである。市場に供給された資金が最終的に

世界の金融資産残高



出所：McKinsey global Institute より作成

ユーロ圏 国債収支



出所：IMF World Economic Outlook

どう使われたのかを確認することはできないが、アメリカ国内の投資先の不足という状況下で、対外投資を増やす圧力となったことは確かであろう。2011年の米国金融機関からの欧州向け与信額は、約1兆4,000億ドル、ユーロ圏の金融機関への与信額は約8,000億ドルである。ユーロ圏からアメリカへの与信額は約1兆2,000億ドルであるからアメリカ側の入超となっている。ユーロ圏全体の対外収支をみると、経常収支は、2008年から赤字に転じ、資本収支は2006年から黒字に転じ、ユーロ側で5年平均約1,000億ドルの入超となっている。

したがって、2006年アメリカの住宅バブル期に生じた、ユーロ圏の金融機関がアメリカにドルを還流させ、再びユーロ圏に過剰信用を引き戻すというファイナンスの構造転換が維持されたままで、ユーロ圏は2008年に経常収支赤字に陥ったのである。ここにユーロ圏内の南北間収支不均衡をユーロ圏外収支で相殺しきれなくなり、信用不安の増幅にともなう長期金利の上昇圧力とユーロ圏インバランス解消圧力を生み出す構造ができあがった。アメリカによる過剰信用と過剰ドルの拡散は、基本構造を変えていなかった¹⁶⁾。

世界全体の金融資産残高の推移をみると、2008年には米国発世界金融危機によって減少したが、その後の金融緩和策を背景に過去最高の212兆ドルに達している。資産別にみると、世界金融危機の影響で資産額を減らしたのは株式だけであり、国債、社債、金融債、証券化商品、ローン残高は増加していることが注目される。欧米の金融政策は、株価の回復には有効であったということである。国際間のクロスボーダー取引の資金フロー量自体は減少したが、余剰資金は設備投資など実体経済には向かわず金融市場に復帰しており、金融資産の膨張は続いていることが確認できる。

欧州金融危機は、米国発世界金融危機の後でさえ増加していた国債市場と金融機関の与信額を収縮させている。政府と金融セクターの結合の融解、ECBの恐慌モード、金融機関の資本逃避は、世界経済が恐慌前夜にあることを示している。

参考文献

- 田中素香 (2010) 『ユーロ』 岩波書店。
 高屋定実 (2011) 『欧州危機の真実』 東洋経済。
 岩田規久男 (2011) 『ユーロ危機と超円高恐慌』 日本経済新聞出版社。
 藤井彰夫 (2011) 『G20先進国・新興国のパワーゲーム』 日本経済新聞出版社。
 代田純 (2012) 『ユーロと国債デフォルト危機』 税務経理協会。
 片岡剛士 (2010) 『日本の「失われた20年」』 藤原書店。
 ブレンダン・ブラウン (2012) 『ユーロの崩壊』 一灯舎。
 ポール・クルーグマン (2012) 『さっさと不況を終わらせろ』 早川書房。
 ジョージ・ソロス (2012) 『ソロスの警告ユーロが世界経済を破壊する』 徳間書店。
 佐伯啓思 (2012) 『経済学の犯罪—希少性の経済から過剰性の経済へ』 講談社。
 本山義彦 (2008) 『金融権力—グローバル経済とリスク・ビジネス』 岩波新書。
 Per Bak and Kan Chen, (1991) “Self-organized criticality”, *Scientific American*, 264, No1.

脚注

- 1) オランダ・フランス新大統領は、緊縮財政を主張するドイツに異を唱えて、財政拡大路線を公約に掲げた。クルーグマン氏も *This Crazy European Austerity* は、失業率を悪化させるだけでなく、懸念されている負債を減らすこともできないと、財政緊縮策をやめるように提案している。他方、ハーバード大学のフェルドシュタイン氏は、ギリシャが欧州唯一の財政破綻国だったとしても、最善策は直ちにデフォルトさせることだと述べている。『フィナンシャル・タイムズ』2011年6月22日 ポール・クルーグマン『さっさと不況を終わらせろ』早川書房2012年。

- 2) 1960年代にロバート・マンデル氏が提唱した最適通貨圏の理論からは、ユーロ圏をより経済条件が似ている国に限定すべきという結論と、逆に共通財務省を作るべきという結論を引き出せる。岩田規久男氏は「財政同盟の結成は無理で、危機時の融資支援制度を恒久化する欧州安定メカニズムを導入することが、改革の限界であろう。」という判断から、現状では最適通貨圏の条件を満たすのは5か国くらいであると指摘している。(['ユーロ危機と超円高恐慌』2011年12月104頁) 他方、ジョージ・ソロス氏やトリシェ前 ECB 総裁は、欧州財務省を構想すべきという見解である。('ユーロに未来はあるか' NRB、)
- 3) 投資家が政府債務に神経質になったのは、2009年11月にドバイ首長国の政府系企業ドバイ・ワールドがデフォルトを要請してからである。藤井彰夫『G20先進国・新興国のパワーゲーム』132頁参照のこと。ドバイでは、パーム・ジュメイラの他ブルジュ・ドバイなどの砂上の楼閣が築きあげられていた。
- 4) ギリシャのソブリン危機は、直接的には、多分に政府の放漫財政によるものである。ギリシャのコスタス・カラマンリス政権は、財政赤字は2000年以降継続して EU 加入条件である3%を超えていたことを在任中に認めていた。パパンドレウ政権が公表したのは、旧政権による財政赤字幅の隠蔽であり、「2008年の財政赤字はGDP比5.0%ではなく、7.7%、09年は3.7%ではなく、12.5%だった」ということである。ギリシャは、他のEU諸国と同様、2009年には実質マイナス成長に陥るが、この暴露をきっかけとして国債発行による資金調達さらに悪化し景気回復にも遅れが生じた。資金調達困難に拍車をかけたのは、格付機関による信用格付けの引き下げである。
- 5) Per Bak and Kan Chen, "Self-organized criticality", *Scientific American*, 264, No. 1, 1991: 46-53.
- 6) ブレンダン・ブラウン氏は、ユーロの崩壊は、ECBがFEDの政策を模倣して、超緩和的な金融政策によって信用バブルを助長したことに原因があると指摘している。日銀の低金利政策も円キャリー・トレードによってバブルの一因になっているともいう。『ユーロの崩壊』一灯舎、2012年。グリーンSPANのアジアの貯蓄余剰原因説については、片岡剛士氏が、アメリカの経常収支が縮小する中でも長期実質金利は低下しており、住宅価格の変化に大きな影響を与えているのは金融政策である、と指摘している。『日本の「失われた20年」』藤原書店、2010年、51頁。
- 7) リーマン・ショック後の不況を乗り切るために、欧州各国は財政出動による景気底上げ政策を実施した。IMFは金融危機による損失額は2.8兆ドル、世界各国が投じた財政出動は5兆ドルと推計している。
- 8) G20トロントサミットは、財政再建路線を掲げるドイツとユーロ危機の波及を懸念し財政刺激の継続を求める米国のスタンスの違いがはっきりした会議であり、共同声明は玉虫色になったといわれている。藤井彰夫『G20先進国・新興国のパワーゲーム』145頁参照のこと。
- 9) ジョージ・ソロス (2012) 『ソロスの警告 ユーロが世界経済を破壊する』徳間書店、154頁を参照のこと。
- 10) 日銀法第38条の規定では、最後の貸手機能は、システムック・リスクの顕在化を回避するための手段のひとつであり、預金保険制度など他の手段ではなく、日銀特融が必要不可欠な場合の対応であるとしている。日銀特融は一時的な流動性の供給を行うものであり、損失を補填するものではないと解釈されている。
- 11) サルコジ大統領が第1次ギリシャ支援を決定したEU首脳会議でドイツの譲歩を引き出すためにユーロ離脱をほのめかしたこと、パパンドレウ大統領が第2次ギリシャ支援の受け入れの是非を問う国民投票で、ユーロ離脱か残留かを問う動きを示したことなどもあつ

て、欧州金融危機はユーロ圏の分裂問題の様相を呈した。債務の損失を、債務国であるギリシャ国民、金融機関などの債権者、経常黒字国ドイツの納税者がどの程度負担し合うかという政治経済的駆け引きが分裂問題の背後にある。デイリー・テレグラフ記者のアンブローズ・エバンス＝プリチャードが提案したユーロ圏分割案（『デイリー・テレグラフ』2011年7月17日）または、「二リーグ制ユーロ圏」（浜矩子『通貨はこれからどうなるのか』123頁）などユーロ圏内の南北格差に注目した解決案も浮上しているが、別れる前には負の遺産相続問題を調停しなければならない。

- 12) 利回りが下がらなかったのは、ユーロ圏からの資金移動が原因であろう。岩田氏は、2011年9月から10月にかけて「質の逃避」が起き、ユーロ急落とドル高、円高をもたらしたと指摘している。（『ユーロ危機と超円高恐慌』2011年12月39頁）
- 13) 新財政協定は、国家は借金経済に依存しないことを法律化するものであり、財政赤字に頼るケインズ主義との決別宣言にみえる。スティグリッツ氏はこの合意を「死の処方箋」と呼んだ。「いかなる大国でもこれまでに緊縮プログラムが成功したケースはない」という。ユーロの経済大国が緊縮策をとるのは共同で緊縮策をとるようなものであり、影響が大きすぎると予想するものだが、すでに2010年のG20トロントサミットでカナダ中央銀行が同じ警鐘をならしている。
- 14) 代田純（2012）『ユーロと国債デフォルト危

機』18頁参照のこと。

- 15) 「これは政治と金融市場の間の戦いだ。我々は金融市場に対する政治の優位を再建しなければならない。」とメルケル首相はユーロ危機回避の意義を表現している。ECBやFRBから供給された通貨は、日本や新興国の通貨高を招き、4カ月後、ブラジル財務相マンデガの「我々は国際的な通貨戦争の真ただ中にある。これは我々から輸出競争力を奪う脅威だ。」という布告につながっている。不況下の金融緩和策は、最終的にグローバル・インバランスの調整問題に行き着くのである。
- 16) 米国発世界金融危機では、サブプライム層に対する住宅ローンを裏付けとした証券化商品だけではなく、証券化商品と他の債権を合成したCDO、CDSなど再証券化商品が世界中にばら撒かれたため、どの程度の損失がどこで発生するか正確に把握することが困難であった。これに対して、欧州金融危機では、デフォルトが懸念されている国債がユーロ圏周縁国の国債であり、どの程度の損失が生じる可能性があるか、諸国の国債を保有しているのはどこの銀行なのかをある程度特定することは可能である。ECBの調査やストレステストで資本不足に陥っている銀行も公表されている。欧米の金融機関は、リーマン・ショック後に生じた金融資産の損失に加えて、自国の不良債権も抱えている。住宅バブルは、ユーロ圏でも深刻であった。そして、アメリカに比べ損失処理が遅れていると指摘されている。

On the termination of state finance capitalism in the global financial crisis

YOICHI SATO

School of Social Information Studies

Abstract

The 2008 Financial crisis in America, and Europe's debt crisis are twin global financial problems. This twin crisis phenomenon had its origins in monetary stimulus and austerity. Therefore, Greece's debt crisis is a result rather than the cause. The most important question is not the twin crisis' cause, but what the financial crisis has destroyed. EU leaders agreed to create a European Fiscal Compact, including the commitment of each participating country to introduce a balanced budget amendment.

In Europe, the twin crisis destroyed the government = financial capital complex, or Keynesian = monetarist Union. The government = financial capital complex is a foundation of modern capitalism, or a typical recipe of the banking system bailouts, and of the property bubble economy.

In this paper, I will show that Europe's debt crisis is a Self-organized criticality of the government = financial capital complex.

Key Words (キーワード)

Europe's debt crisis (欧州金融危機), the European Union and the euro-zone (EU とユーロ圏), European Central Bank (欧州中央銀行), the Meeting of European Finance Chiefs (EU 財務相会合), the European Stability Mechanism (欧州安定メカニズム), Greece's debt-crisis (ギリシャ債務危機), Greece's budget cuts (ギリシャの歳出削減計画), monetary stimulus (金融緩和), ECB's Bond Plan (国債買取りプラン)