

欧州経済統合の矛盾と金融・財政危機

高田太久吉（中央大学名誉教授）

はじめに

リーマンショックを契機にギリシャ、アイルランドで顕在化した金融・財政問題は、その後スペイン、イタリアを含むいわゆる周縁諸国に拡大するとともに、次第にユーロ圏全体を巻き込む欧州危機の様相を深めながら現在（2011年12月）に至っている。欧州連合（EU）はこれまで統合を進める過程で何度か深刻な金融危機や域内矛盾に直面し、それらを独仏のイニシアティブと加盟国の妥協によって克服してきた。しかし、今回の危機は、その規模、深刻さにおいて過去に経験のない政治的・経済的危機であると言えよう。

ユーロ圏の経済的中軸国であるドイツのマクロ経済が基本的に健全であるにも拘わらず、周縁国から始まった金融・財政危機がドイツの国債入札市場の不調にまで及ぶという、現下の危機の複雑な様相を理解するためには、欧州連合（EU）自体の歴史と機構の特殊性、市場統合と共通通貨ユーロ導入が増幅させた域内経済の構造的不均衡、米国サブプライム問題を契機とする金融危機がユーロ圏金融市場に及ぼした影響、EU統合をめぐる二つのイデオロギー（社会的市場経済対新自由主義）の相克、さらには世界的な貨幣資本の過剰蓄積のもとで猛威をふるう国際的投機資本の動向など、多くの要因を念頭に置く必要がある。

本稿では、第一に、今回の危機の基本的な要因であるEU域内経済の不均衡問題に焦点をあてながら、域内不均衡がリーマンショックを契機にユーロシステムの危機、さらにはEU統合を揺るがす政治経済的危機として顕在化してきた過程を考察する。合わせて、前記のさまざまな諸要因が相まって、危機への対応を遅らせ、その様相を複雑化させてきた経緯を説明する。

第二に、危機の基本的要因が域内経済の不均衡である限りでは、これまで同様ユーロ圏諸国の協調と妥協によって当面の金融・財政危機を抑え込むことは可能であるが、中長期的には域内不均衡の拡大を抑制する協調的政策運営が中軸国と周縁国の双方に求められることを説明する。

さらに第三に、世界的な貨幣資本の過剰蓄積を背景とする国際投機資本の動きを封じ込めるためには、ユーロシステムの自立性と域内金融市場の安定性を高めるための、長期的視点にたった経済改革が不可避である所以を説明する。

（註）ユーロシステムはユーロ圏の通貨発行と金融政策を担当する欧州中央銀行(ECB)と各国の金融監督を所管するユーロ圏17カ国の中央銀行によって構成される二層の中央銀行システムの呼称である。ユーロシステムは、連邦準備制度理事会(FRB)を中心とし、ニューヨークを含む全米12の地方連銀で構成される米国連邦準備制度を参考にして設計されたと言われている。ただし、ECBの金融政策運営は

インフレ抑制のために通貨供給管理を重視するドイツのブンデスバンクの方針を踏襲している。

I 金融・通貨統合が増幅した経済統合の矛盾

ユーロ圏の内在的・構造的な経済不均衡

第二次世界大戦の終結と前後して歩みを始めた欧州統合は、当初の石炭・鉄鋼同盟から今日の欧州連合に至るまで、さまざまな制度改革を重ねて進展を遂げてきたが、その間に加盟国は当初の 6 カ国から 27 カ国にまで拡大した。この過程で、財・サービスの市場統合に加え、金融市場の統合が進み、1999 年には欧州中央銀行の設立と域内共通通貨ユーロ導入が実現した。ユーロは現在 EU 加盟国 27 カ国のうち、17 カ国で導入され、域内通貨に止まらず米ドルに次ぐ国際通貨の役割を果たしている。

(注) 共通通貨ユーロ導入は 1992 年 2 月のマーストリヒト会議で合意され、1999 年 1 月に EU 加盟国 15 カ国のうち 11 カ国で現実に導入された (経済通貨同盟の第三段階への移行)。ユーロシステムに参加する国には「経済収斂基準」の充足が義務付けられている。経済収斂基準は、物価の安定、適正な長期国債利回り、為替相場の安定、財政の健全性に関する基準を定めている。

統合された市場と共通通貨によって結び付けられたユーロ圏は、経済的にはドイツに代表される強い国際競争力を持つ中軸国 (工業国) と、ギリシャに典型的な、強い輸出産業を持たない周縁国 (periphery) と呼ばれる諸国から構成され、これら中軸国と周縁国との間には経済規模、産業構造、所得水準、競争力、交易条件その他の点で極めて大きな不均衡が存在している。例えば、2000 年から 2010 年までの間に、中軸国の単位労働コストは平均で 16% 上昇したが、周縁国のそれは 29% 以上も上昇した。特に最大の輸出国であるドイツの単位労働コストは同じ期間にわずか 4% 上昇したのに対して、ギリシャ、スペインではそれぞれ 35.8%、29.3% も上昇した。こうした単位労働コストの開きは、物価上昇率の差異とも相まって工業国と周縁国との間の貿易不均衡を構造化し、その結果として、工業国における経常収支黒字と周縁国における経常収支赤字の定着をもたらした。また、周縁国の経常収支赤字は、これら諸国の公的部門および民間部門における債務残高の増大として現象した。

(注) EU の域内不均衡問題をめぐっては多くの文献があるが、とりあえず Schreyer(2010) ; Eichengreen(2010) ; Citigroup & CEPR(2011) を参照されたい。また経済統合とドイツの経常収支黒字、労働コストなどの関連については Joebges et al(2010) を参照されたい。

ユーロ導入が増幅した経済不均衡

ユーロ加盟国との間の経済的不均衡は、市場統合が進展する過程で、一面では経常取引や資本取引の構造的な不均衡を拡大させ、同時に、経済成長や所得水準の面では平準化が進むという複雑な様相を見せてきた。例えば、中軸国に属するドイツ、フランス、オランダ各

国の 1995 年～2008 年間の実質経済成長率はそれぞれ 19.5%、30.8%、42.0%であるのに比較して、周縁国であるギリシャ、スペイン、アイルランドはそれぞれ 61.0%、56.0%、124.1%となっている。これから予想されるように、実質民間消費、民間資本形成などの指標を比較しても、いずれも中軸国に比べて周縁国の方が高い数値を示している。

このような二面性をもった現象は、ドイツに代表される中軸国が域内貿易で生み出した経常黒字を資本取引を通じて周縁国に還流させ、周縁国では流入する外資を活用して財政支出や投資を拡大させ、雇用を増やし、工業化を進め、経済成長率の押し上げと所得水準の引き上げに成功してきたことを意味している。

このような経常収支と経済成長の構造的な不均衡は、EU統合の当初から存在したが、さらに市場統合とユーロ導入によって全体的に増幅された。域内関税の撤廃と貿易自由化は工業国から周縁国への輸出を促進する効果をもつが、完全な固定レート制を意味する単一通貨の採用は、競争力で勝る工業国にとっては有利な為替レートの永続化、逆に周縁国にとっては不利な為替レートの永続化を意味する。周縁国は為替レートのハンディキャップを回復するために単位賃金コストを引き下げる必要がある、それには中軸国を上回る生産性の上昇、あるいは厳しい賃金抑制のいずれかが必要である。しかしこのいずれもEU全体の経済改革を伴わない周縁国の努力だけでは容易ではない事は、前述したように単位労働コストが工業国よりも周縁国の方が大幅に上昇している点に表れている。

EU加盟国の経常収支不均衡を調査した研究(Kelch et al, 2011)によれば、ドイツを中心とする黒字国とその他の赤字国間の不均衡は、2000年代前半までは多少の波はあったが大きき発散することはなかった。しかし、ユーロ導入後は、不均衡は発散状態となり、2007年には黒字国の余剰合計と赤字国の赤字合計がそれぞれ4000億ユーロに達している。この内ドイツについて見ると、2003年には対GDP比で2%弱であった経常収支黒字は、2004年には4.7%に上昇し、さらに2005年以降は5%～7.6%で推移している。

さらに、金融市場統合の進展は、域内における資本取引を活発化させた。資本取引規制が撤廃された結果、1990年代後半期に域内の長期金利が収斂したことは、周縁国から見て資本の輸入が容易になったことを意味した。ドイツのEU域内直接投資残高は、1991年末の743億ユーロから2000年末には2417億ユーロへと増大し、さらに2008年末には5372億ユーロへと増大した(新規加盟国分を含む)。また、周縁国における資本市場の規模は、対GNP比で見て1990年代前半期の0.8前後から2000年代後半期には3.2にまで拡大した(中軸国平均では1.6から2.8への拡大)。

不均衡はなぜ抑制されなかったのか

以上のような域内経済の不均衡は、1990年代以降の世界的な経済成長率の低下のもとで、周縁国における失業率の上昇、財政赤字の拡大、家計債務の増大などの問題を伴ったが、これらの問題はただちに経済危機の原因にはならず、経済統合を進める上での重大な障害にもならなかった。その理由は、ドイツを中心とする工業国にとって、周縁国が相対的に

高い経済成長率を維持することは輸出拡大の条件であり、これら諸国における相対的に高い投資利回りは、資本輸出にとって好ましい条件と見なされたからである。また、すでに述べたように、周縁国にとっては金融市場統合によって促進された資本流入は、増大する財政赤字や民間部門の投資超過を賄うために不可欠であり、これらによって相対的に高い経済成長率と所得水準の向上が維持される限りでは、不均衡を積極的に是正する必要はなかったのである。

このように周縁国における経常収支赤字と外資流入に依存した経済成長が潜在的な経済危機の要因としてよりもむしろ、一種の好循環として作用した背景には、さらに大きな世界経済の構造的要因が働いていた。1990年代以降、世界的な経済成長率の傾向的な低下（資本の過剰蓄積）のもとで、各国金融当局の金融緩和政策や政府の財政支出拡大に促され、工業国や一部新興国の企業、機関投資家を含む金融機関、富裕層などの手元に莫大な貨幣資本が蓄積されるようになった（高田 2009 第一章参照）。

これらの貨幣資本は、工業国では実物投資や雇用に振り向けられず、その多くが証券投資（企業の合併・買収、自社株買いなどを含む）、不動産投資、商品取引その他の投機的市場に投入され、世界的に証券価格を押し上げ、不動産バブルを引き起こし、資源高騰をもたらした。2007年夏のサブプライム問題を契機とする金融危機の発現まで、国際金融市場では莫大な投機的資金が有利な投資証券を求めて世界中を探し回る「証券不足」現象、言い換えると世界的なカネ余り現象（世上「過剰流動性」と呼ばれる現象）が広まっていた。

このような貨幣資本の過剰蓄積が著しく進んだ状況のもとでは、投資家のリスク選好（リスクを厭わず高利回り証券を求める傾向）が異常に高まり、証券価格は当該証券のリスクからかけ離れて上昇し、世界的な低金利（実質ゼロ金利）が長期にわたって継続する。さらに、周縁国がユーロ建てで発行する国債は、域内の投資家にとっては為替リスクが存在せず、たとえ当該国で財政危機が深刻化しても、経済統合を優先する加盟国とりわけ中軸国の支援で乗り切れるという楽観論が、金融機関と投資家の間に広まったのはある意味当然であった。

II リーマンショック・世界不況による国際金融市場の激変

ところで、中軸国と周縁国との間の貿易および資本取引における構造的な不均衡が一種の好循環として維持されるための基本的な条件は、第一に、貿易収支の不均衡が限度を超えて拡大しないこと、第二に、金融市場の長期金利が当該国の名目経済成長率を長期的に上回らないことである。これら二つの要件が満たされる限りでは、不均衡を是正するインセンティブは中軸国、周縁国いずれにおいても強くは働かない。

すでに見たように、中軸国と周縁国との間の経常収支の不均衡は、ユーロ導入を契機に急激に拡大するようになり、ユーロ圏の統合維持のためには早晩その是正が必要になっていた。しかし、周縁国が経常収支の赤字を中軸国および域外の金融市場からの資金流入で

補填しながら経済成長と所得水準の向上を実現する好循環に最終的な止めを刺したのは、サブプライム問題を契機とする 2007 年金融危機の発生、とりわけ、2008 年秋のリーマンショックによる国際金融市場の激変であった。

米国発の金融危機は、二つの側面から周縁国の成長モデルに打撃を与えた。

第一は、金融危機を契機とする世界経済の減速と世界貿易の急収縮の結果、周縁国の経常収支赤字が急増したことである。2004 年まで対 GDP 比で 4%以下であった周縁国を平均した経常収支赤字は、2005 年以降上昇を始めていたが、2007 年には 8.5%に、さらに 2008 年には 9.2%に上昇した。このような経常収支の悪化は、景気下支えのための財政支出増とも相まって、周縁国の財政赤字を急増させた。周縁国の財政収支は、2007 年まで対 GDP 比で 3%を超えず、経済収斂基準を充足していたが、2008 年以降急激に悪化し、2009 年以降は 10%を上回る財政危機の様相を呈するようになった。

第二の、世界貿易の収縮以上に周縁国の経済に甚大な打撃を与えたのは、リーマンショックを契機とする国際金融市場の資本フローの逆流と、長期金利の急騰であった。1980 年代から今回の危機発生までの期間、EU加盟国の名目成長率はおしなべて国債金利を上回っていた。しかし、この関係は 2008 年以降大きく逆転した。例えばギリシャについて見ると、2007 年までは、長期金利は平均で 4.1%程度であったが、リーマンショック後の 2010 年には 10%、2011 年には 12%超の水準に跳ね上がった。他の周縁国の場合ギリシャ程ではなかったが、やはり 2008 年以降金利の急騰に見舞われた。2007 年までの 4.1%というギリシャの金利水準は、この時期の同国の名目経済成長率が平均 7.3%であったことを勘案すると、それ自体財政危機やデフォルト（債務不履行）に直結するものではなかった。しかし、リーマンショック後に 10%台に上昇した金利水準は、この時期に同国の経済成長率がマイナス成長に落ち込んだ状況を考慮すると、明らかに持続不可能な高金利であった。

（註）付言すれば、米銀と欧州各国債務の信用デリバティブ(CDS)の動きを実証的に比較し、欧州国債市場への国際金融危機の影響が顕著になったのはリーマンショックよりも早い、ベアスターズ救済(2008 年 5 月)が契機になったと結論付けている研究(Mody & Sandri, 2011)もある。この点については、なお検証が必要である。

周縁国への大規模な「取り付け」

サブプライム問題とリーマンショックを契機とする金利急騰は、いうまでもなく、それまで世界的な「カネ余り」現象のもとで急膨張を続けていた国際金融取引が、一転して急激な収縮（デレバレッジ）に見舞われたことを意味している。それまで銀行、機関投資家、さらに富裕な個人投資家によってグローバルに運用されていた莫大な貨幣資本が、突然動きを止め、金融機関同士の間でさえも一時的に資金調達が困難になった。米国でも欧州でも、金融機関の短期資金取引の中心はレポ市場であったが、すでにサブプライム問題で不安定になっていた欧米のレポ市場は、リーマンショックによって一時「消滅」した。その結果、国際金融市場のメジャーなプレーヤーである大手銀行でさえも、担保証券の大幅積

み上げと高金利を代償にしなければ短期金融市場で資金調達ができない状況になった。

(注) レポ市場は金融機関同士が証券を担保にして短期の貸し借りをを行う金融市場であり、我が国の現先市場に類似している。取引は、形式的には借り手が証券を販売し、一定期間後に同じ証券を買い戻すことを約する形で行われ、販売価格と買い戻し価格との差額が金利に相当する。なお、欧米の中央銀行の公開市場操作はレポ市場での証券売買の方法で実施されている。金融危機の発生までは、米国およびユーロ圏のレポ市場の規模は、1日当たり取引額がそれぞれ4～5兆ドルに達するきわめて大規模な市場であった。

レポ市場の「消滅」は、この市場の主要な資金調達者である大手金融機関やヘッジファンドに対する大規模な「取り付け」(貸し手による融資更新の拒絶、資金の回収。ただし、金融機関同士の取り付けは一般預金者による取り付けと区別して密かな取り付け(*silent runs*)と呼ばれる)が発生したことを意味している。しかし、世界中の金融市場と金融機関が複雑な相互取引の連鎖で繋がっている現代の金融市場では、レポ市場で発生した大規模な取り付けの影響がレポ市場参加者だけに止まることはあり得ない。

2008年秋以降国際的な資本フローの規模は大幅に収縮したが、その影響は、まずEU域内の中軸国からの非居住者(米国金融機関など域外投資家)による資金引き揚げ、欧州国債の買い控えとして表れた。さらに非居住者による資金引き揚げは、EU内部における中軸国による周縁国からの資金引き揚げという連鎖反応を引き起こし、ユーロ圏内における資本取引の急激な収縮と逆流を引き起こした。ユーロ圏内における資本取引の規模は、総GDP比で2007年の20%超から2008年には5%に急落し、2009年には2%以下に落ち込んだ。これほど極端な資本取引の収縮は、単なる投資の落ち込みという現象ではなく、中軸国の金融機関と投資家による、周縁国に対する大規模な取り付け(資金の引き揚げ)が発生したことを意味している(Forster, Vasardani & Zorzi, 2011; Buiters, Rahbari & Michels, 2011)。

(注) ユーロ圏の政府・銀行が調達するドル資金の最大の資金源は米国のマネーマーケットファンド(MMF)で、運用総資金3兆ドルのうちの半分近くを欧州向けに運用していると言われている。MMFの欧州向けドル供給は2008年以降周縁国から中軸国に移動し、さらに2011年に入ってから独仏からも大幅に流出した。米国の上位8社のMMFによる独、仏、英それぞれの銀行向け貸し出しは2010年以降半減した(Bloomberg, Sep.14, 2011)。ドイツ国内銀行についてみると、2008年9月のリーマン破綻以降、金融機関からの預金が28%減少し、同様にフランス国内の銀行では6%、スペインでは14%の減少が見られた。なお、ドイツの新聞(*Zeit Online*, 2011/12/15)によれば、過去半年間に米国の銀行・投資家は総額で2910億ドルの資金を欧州の金融機関から引き上げ、その多くが大手米銀に流入した。これを含めて、この間に大手米銀の預金は6000億ドル以上も増加した。この資金流出は周縁国に波及し、ギリシャの国内銀行からは、家計、企業および外銀支店などの預金が2009～11の期間に19%減少し、アイルランドでは9%減少した。欧州金融機関からのドル資金流出に対応するため、11月には米、英、日、スイスなどによる協調的なドル資金供給オペレーション(ドルスワップ)が実施された。

このような国際金融市場の急激な収縮と取り付けの影響を最も深刻に受けたのは、ギリシャとアイルランドであった。これら二つの国では、政府部門の収支バランスが金融危機を契機に急激に悪化し、リーマンショック後の長期金利高騰もそれぞれ11%、9%と他の周縁国と比べて上昇幅が大きかった。このような債務国の金利高騰（債券下落）は、大手格付け会社による格付け引き下げによって増幅された。IMFは、ギリシャとアイルランドの政府債務残高が、2013年にはそれぞれ3740億ユーロと2110億ユーロに達するという見通しを明らかにした。このため、これら2国に対しては、他の国に先駆けてIMF、欧州金融安定化基金(EFSF これについては後述)、EU加盟国との二国間協定等を通じて、いずれも2010年GDP比で48%および42%相当の金融的支援が提供された。

(注) 金利上昇は債券価格の下落を意味するために、金利が上昇した国は同額の資金を調達するためにこれまでよりも多くの国債を発行しなければならない。例えば、表面利率6%で額面100円の10年物国債は、市場金利が10%に上昇すると流通価格は75円に下落する。言い換えると、政府は100円の資金を調達するために額面133円の国債を発行しなければならない。リーマンショック後の周縁国の財政悪化には、銀行救済や景気政策による財政支出の増加に加えてこのような市場要因が作用しているのである。

III トロイカ方式による危機対応策の問題点

ユーロシステムにおける危機管理システムの欠如

ギリシャ、アイルランドを中心とする周縁国に対する域外および域内の金融機関と投資家による大規模な取り付けという形で顕在化した欧州危機は、当初から予想されていたように、同様の問題を抱えるスペイン、ポルトガル、さらにはイタリアなどにも波及した。このうち、スペインとイタリアは、ギリシャやアイルランドとは比較にならない経済規模をもつ国で、ユーロ圏総GDPに占める割合はそれぞれ12%、18%に達している。これら2国の政府と銀行部門が深刻な財務危機に見舞われ、ギリシャやアイルランドと同様の国際的支援が必要になった場合には、ユーロ圏全体に莫大な経済的負担が及ぶことが懸念された。さらに、これら諸国の国債が債務不履行に陥れば、リーマンショック時に相当する国際金融市場の新たな混乱と世界経済の更なる落ち込みが心配された。こうした懸念は、国債利回り上昇と世界的な株価下落、ドルとユーロの下落、さらにはユーロシステムの屋台骨であるドイツの国債入札の不調として波及した。

以上のような金融・財政危機の経緯は、これまで加盟国の妥協と調整を通じて経済統合を進めてきた欧州連合に、域内の構造的な不均衡が限度を超えて拡大するのを予防し、いずれかの加盟国で深刻な金融・財政危機が発生した場合に他の加盟国が協調して迅速かつ効果的な対応策を講じるのに必要な政治的合意と制度的準備がほとんどなされていなかったという事情を改めて明らかにした。

1980年代以降いくつかの重要な合意の積み重ねの上に形成されてきた欧州連合とユーロシステムは、過去にもさまざまな危機を経験してきたが、それらは言うてみれば域内の利害調整をめぐる「外交」問題であった。1960年代初頭に通貨統合にむけた議論が始まるや否や、金融政策の調整をめぐる通貨管理を重視するドイツ・オランダ陣営と経済成長を重視するフランス・ベルギー陣営の見解の相違が表面化し、激しい論争が起きた。ブレトンウッズ体制の崩壊による金ドル交換停止とその後の米国の「慇懃なる無視（ドル垂れ流し）」政策は、欧州各国の為替市場を極度に不安定にし、1974年1月にはフランスがスネーク（共同体加盟国の為替相場の変動を基準値の上下2.25%に押さえる申し合わせ）からの離脱を宣言した。フランスは翌年に復帰したが、77年にはスウェーデン、78年にはノルウェーが相次いで離脱を余儀なくされた。

この間、「強すぎるマルク」の切り上げをめぐるドイツとフランスの間には厳しい利害対立が続いた。1989年のベルリンの壁崩壊を受けて1990年に東西統一を実現したドイツは、90年代を通じて財政悪化に見舞われ、通貨統合に必要な財政基準を充足できなかったが、同様の問題はフランスでも発生した。しかもこれら中軸国は財政基準未達成に伴う制裁措置を受け入れず、周縁国との間でのダブルスタンダードが問題になった。こうした様々な危機は、関係国、とくに欧州統合の主軸である独仏間の妥協と調整によって乗り越えられてきた。通貨統合への道が最大の危機に見舞われたのは、マーストリヒト条約の署名が終わった1992年であった。ソロスのクオンタムファンドを始めとするヘッジファンドの激しい投機攻撃によって各国通貨相場が相次いで限度いっぱいまで下落し、イタリア、イギリスがスネークから離脱し、その混乱は93年まで及んだ。しかし、こうした繰り返される危機にも拘わらず、90年代を通じて通貨統合の作業は最終段階にむけて進められ、前述の通り99年にはユーロ導入が実現した。

通貨統合が伴ったこれらの困難は、とりわけ国際収支の悪化に苦しむ加盟国に対する共同支援機構の必要性を明らかにし、通貨市場に介入するための欧州通貨協力基金(EMCF)の拡充が図られてきた。しかし、EMCFを欧州通貨基金(EMF)に改組拡充する提案は、自国の負担増を警戒するドイツの反対で見送られた。

(註) 後知恵で言えば、たとえEMFが設立されていても、それは現在発生している危機に対処する機構としては不十分であったであろう。なぜなら、当時のEMF構想は、もっぱら共同の資金プールを利用して、為替投機から加盟国通貨を保護することが主目的であり、その内容は加盟国の外貨準備の共同管理および欧州版特別引き出し権(SDR)の創設に限定されていたからである。したがって、それは今回のような構造的な域内不均衡と国際金融危機が複合的に作用して発生した金融・財政危機に効果的に対処することは困難であった。

欧州金融安定化基金(EFSF)の限界

今回の金融・財政危機が拡大・深刻化する過程では、緊急の危機対応策として、2010年5月にユーロ加盟17カ国によって、新たに欧州金融安定化基金(EFSF)が設立された。EFSF

は恒久的機関ではなく、2013年6月末に清算されて消滅する時限機関(法的にはSPV)で、その後はEFSFを継承する恒久機関である欧州安定メカニズム(ESM)の設立が予定されている。EFSFの当初資金枠は4400億ユーロであったが、危機の拡大と支援パッケージの増額に合わせてその後7800億ユーロ(払い込み基金800億ユーロを含む)に拡大され、その後も必要に応じて拡大することが合意されている。

EFSFはユーロ圏各国の政府保証を裏付けにして、金融市場で債券を発行して資金を調達し、調達した資金を加盟国に融資し、加盟国はそれを銀行救済他に充当する。EFSFが発行する債券はECBのレポ取引の担保として利用可能である。EFSFを運営する理事会はユーロ圏17カ国のハイレベルの代表で構成され、欧州理事会とECBはオブザーバー参加となっている。また、EFSFの管理実務はドイツ負債管理局(GDMO)が担当している。また、金融・財政危機に見舞われた国への支援パッケージの策定と運用は、IMFとの密接な協力関係のもとで実施することになっている(詳しくはEFSF, 2011を参照)。

(註) EFSFの資金調達の裏付けとなる政府保証は、ユーロ圏各国のECB出資比率に準じて提供される。この内ドイツとフランスがそれぞれ29.1%、21.8%を占めており、格付けが引き下げられたギリシャ、アイルランド、ポルトガルは保証提供から除外されている。2011年12月のEU首脳会議で、ESMを当初予定より早めて2012年7月に設立することが合意され(資金枠は5000億ユーロ)、その後は2013年7月までEFSFとESMの二本立てで運用されることが申し合わされた。

このように、現在周縁国の支援パッケージの主たる受け皿になっているのはEFSFであるが、これが目下の深刻な金融・財政危機への対応において十分な役割を果たせないことは当初から専門家により指摘されてきた。その根本的な理由は、EFSFの活動に対する各国政府とECBの責任体制が不明確なことである。もともとEFSFは小規模な加盟国の債務危機に対応することを想定して設計されたものであるが、実際に、欧州危機がギリシャやアイルランドのような小規模国からスペイン、イタリアなど大規模な国に拡大すると、次のような制度的限界が明らかになってきた。

最大の問題は、EFSFは部分的な流動性問題には対応できても、財政危機にともなうソルヴェンシー問題には対処できないということである。一般に深刻な金融・財政危機において金融機関と政府が直面するのは単なる流動性問題(当座の支払資金の調達不能)ではなく、莫大な損失による正味資産の不足や元利支払いの見通しが立たない債務超過などいわゆるソルヴェンシー問題が付随することである。こうしたソルヴェンシー問題への対処には、金融市場から調達した返済義務のある資金を直接充当することはできないし、ECBが重視する中央銀行の厳格な独立性を前提にすれば、中央銀行信用を利用することもできない。巨額の損失を補てんし、債務超過を解消するためには、金融機関の場合には新たな資本注入(増資)が必要であり、財政の場合には新たな財源確保あるいは既存債務の切り捨てが必要である。

(註) 金融機関や企業などについていわれる「流動性問題」とは、債務を上回る資産を保有し、十分な

正味資産が確保されているにも関わらず、当面の支払いに充当できる資金が調達できない事態（資産の換金や新たな借り入れができない状態）を意味している。これに対してソルヴェンシー問題とは、不良債権や資産価値の下落によって大きな損失が発生した結果資産価値が債務を下回り、正味資産が確保されていない債務超過状態を意味する。実際には、金融機関や企業が深刻な流動性危機に陥れば、保有資産の下落や増資困難によってソルヴェンシー危機が発生し、これら二つは複合的に結びついて発生する。

第二の問題は、リーマンショック後の国際金融市場の閉塞によって世界的に投資家のリスク回避が強まり、金利が上昇している状況下では、EFSFは周縁国政府と銀行産業が負担できる低利資金を安定的かつ豊富に調達できないという問題である。財政危機に陥った周縁国のいくつかはすでにマイナス成長に陥っており、たとえ独仏の高格付けに支えられた比較的低い金利でも、相当程度の債務減債を伴わなければ、財政負担が困難である。その上、現在の国際金融市場は投機組織の思惑や大手格付け会社の恣意的な格付け操作によって翻弄される状態になっており、EFSFやESMが長期的、安定的に低利資金を調達できる状況にはない。事実この間の経過をみれば明らかなように、格付け会社が周縁国の格付け引き下げをほのめかすたびに当該国の国債は激しい投機攻撃の標的になり、利回りが急騰する現象が繰り返されている。

第三の問題は、中軸国の負担増加をめぐる矛盾の深刻化である。前述したように、政府保証枠はECBへの出資割合に応じて加盟国に割り当てられ、この内ドイツとフランス二国だけでほぼ半分(51%)を占めている。危機の拡大に合わせてEFSFやESMの資金枠を増額するためには、格付けが高い中軸国の政府保証枠を増額しなければならない。これに対して、支援を受ける周縁国はすでに格付けが投資不適格のレベルに引き下げられ、保証提供ができない。さらに、イタリア（保証分担は19%）が格下げされる事態になれば、中軸国の財政的リスクは大幅に増大し、中軸国自体の格付けにも影響する。こうした成り行きは、とくに支援の中心になるドイツ国内での不満を高めており、支援策の取りまとめにあたっているメルケル政権の政治基盤を揺るがしている。いずれにしても中軸国の政府保証を無制限に増額することは政治的に不可能であり、この面からも現在の危機対応策には大きな限界が見えている。

以上を要するに、現在のユーロ加盟国に必要なのは、個別加盟国の危機を一時的にしのぐ時間稼ぎの措置ではなく、全体としての加盟国の財政と、それを支える国債市場を国際金融市場の動揺と投機資本の攻撃から隔離するための恒久的な仕組み（域内で発行される国債に対する無制限の流動性保証、およびソルヴェンシー危機に対応できる財政資金の確保）なのである。

IV 政治的隘路からの脱却——赤字国責任論の克服

すでに述べたように、現在発生している欧州危機は、基本的には、(1)欧州連合加盟国の

間の経済不均衡、とりわけユーロ導入後の域内経済不均衡の拡大、および(2)国際金融危機による国際資本取引の逆流と国債利回りの急上昇という二つの要因が睦びついて引き起こした問題である。したがって、その封じ込めのためには、目下周縁国が直面している金融・財政危機を抑え込むための危機対応策に加えて、域内不均衡の更なる拡大を防止するための加盟国による協調的なマクロ政策運営、の二つの政策が必要である。このうち、域内不均衡の是正は短期的課題ではなく加盟国が共同で取り組まなければならない中長期的な課題であるから、改めて後論で取り上げることにし、まず当面の危機対応策の問題から検討することにした。

当面の金融・財政危機封じ込めのための方策

周縁国に対する大規模な取り付けを解除することは、**EFSF** や **ESM** が金融市場に依存して資金枠を後追的に拡大するやり方では不可能である。加盟国の共同で、周縁国を支援する低利資金を安定的に確保する方策については、すでに多くの専門家によってさまざまな提案がなされている。それらの仕組みにはいくつかの差異があるが、ほぼ共通に盛り込まれているのは、ユーロボンド（欧州債）の発行と、それを支えるための **E C B** の積極的な関与である。

（註）参考までに付言すれば、ユーロ圏の国債市場の安定的統合のために共通債を発行する提案は新しいものではなく、それを最初に提案したのは **The Geovannini Group(2000)** とされている。同様に域内不均衡の拡大が **E U** 統合とユーロシステムの危機を招く可能性も夙に多くの専門家の指摘するところであった。そして、金融・財政危機の顕在化以降は、危機克服のための制度改革や対応策が相次いで出され、**E U** サミットなど関係国の協議が毎週のように重ねられてきた。他方、米国サブプライム問題は、発生までそれを予測した専門家のごくわずかしが存在せず、政府・監督機関にとって晴天の霹靂(**perfect storm**)として勃発し、政府も監督機関も信頼できる情報をもたないまま場当たりの銀行救済と緊急対応に追われた。この点で、欧州危機は、米国の金融危機とはまったく異なった経過をたどっている。

ユーロボンドは、ユーロ加盟国政府の共同の保証によって発行される証券であるという点では、すでに **EFSF** が発行している債券と大きく異なるわけではない。しかし、**EFSF** が発行する債券は、ユーロ加盟国の中で少なくとも **A A** 以上の格付けを維持している国の保証が必要で、低利での資金調達のために発行時 **A A A** 格付けを基準にしている。このような格付け要件は、現在の国際的な銀行規制ルールである国際決済銀行(**BIS**)の自己資本比率規制（バーゼルⅡ）が、必要自己資本の算定基準として証券格付けを採用しているために、格付けの低い証券を国際金融市場で発行することが困難なためである。

（註）現行の **BIS** 規制（バーゼルⅡ）では銀行が確保する必要のある自己資本の額は、保有資産のリスクを加味して算定されるが、リスク評価の基準は格付けである。そのために、銀行は低格付けの証券を保有すればより多くの自己資本を確保する必要にせまられ、またレポ市場で資金を調達する際にも、低格付け証券の担保価値は低く見積もられる。それだけではなく、一般に年金基金や生保など機関投資家

は、低格付けの証券に対する投資を制限されている。このために、大手格付け会社による格付けの変更は、当該証券の価格変動を招き、それを予想した投機資本の格好の攻撃対象になる。しかも、現行の BIS 規制が銀行の健全性評価にほとんど役立たないことは、欧州銀行監督局が BIS 規制に沿って実施したストレステストで BIS 基準を十分に満たしていたベルギーの大手銀行デクシア(Dexia)が、テストの直後に破綻した経過によって改めて実証された(De Groen, 2011)。

この制約を解除するためには、EFSF が発行する債券に対して無条件の「流動性＝換金可能性」を保証することが必要であるが、それができるのは独占的なユーロ発行権をもつ ECB だけである。そのために、EFSF の機能拡充をめぐるこれまでの提案の多くは、ECB に対して、ユーロ圏の中央銀行として、物価安定（通貨管理）だけではなく、マクロ経済全般の成長と金融の安定化にこれまで以上に積極的な役割を果たすことを求めている。具体的には、今回のような深刻な金融危機に際しては、単に銀行部門に対する「最後の貸し手機能（流動性提供機能）」だけではなく、債務危機に陥った加盟国に対する「最後の貸し手機能」を積極的に提供することを求めている(De Grauwe, 2011 ; Gros & Mayer, 2010;2011 ; Knupp,2010)。

(注) ただし現在の EU 条約（第 103 条）は、ECB が特定の加盟国を直接救済することを禁止している。そのため、ECB が債務危機に陥った周縁国を支援するためには、EU 条約を改正するか、もしくは加盟国が共同管理する何らかの仲介機構の設置が必要である。

周縁国の債務危機に対処する EU の方策をめぐってすでに明らかにされているいくつかの構想の中で、筆者が知る限りもっとも一貫した提案と思われるのは、ウィーン経済大学のシュルマイスターによる次のような提案である (Schulmeister,2011)。

(1)現在の EFSF をユーロ圏内で国際通貨基金(IMF)と類似の役割を果たす欧州通貨基金(EMF)に組織変更し、EMF は加盟国政府の共同保証のもとでユーロボンドを発行する。EMF は、加盟国間の経済不均衡を改善し、危機を克服するのに必要な時間が確保できるようにユーロ加盟国のマクロ政策を調整管理する役割を担当する。

(2)ユーロボンドは、中期的に見込める経済成長率以下の固定レートで発行される。ユーロボンドは市場での売買が禁止され、投資家は購入した債券をすべて EMF に預託する。つまり、ユーロボンドには通常の意味の流通市場は存在しない。

(3)EMF は預託されたユーロボンドに対して、完全な流動性を保証する。すなわち、投資家はユーロボンドをいつでも無条件に EMF との間で売買することができる。この条件を確保するために、ECB は EMF に「最後の貸し手」として必要な流動性を提供し、ユーロボンドには最上位の担保適格性が付与される。これらの措置により、ユーロボンドは域内では無リスク証券となり、投機攻撃は不可能である。

(4)現在各国政府が発行している国債は、必要な年数をかけて、漸次計画的に単一のユーロボンドに置き換えてゆく。その後は、割り当てられたユーロボンド発行枠で財政を維

持できない国だけが応急措置として独自の責任で国債（レッドボンドと呼ばれる）を発行する。独自に国債を発行する加盟国は、金融市場が要求するリスクプレミアムを負担しなければならないが、欧州委員会、EMF および ECB は当該国が債務危機に陥らないように監視し、必要な規律付けを行う。

この提案では、ユーロボンドをどのような利回りで投資家に販売するかが大きな問題となるが、ユーロ圏内の投資家にとってユーロボンドは事実上無リスクであり、無リスク金利の水準は ECB の金融政策によって管理可能である。銀行は無リスク債券の保有については自己資本を確保する必要がないために最小限度の利回りで保有できる。さらに、近年の世界的な「過剰流動性」のもとでは、きわめて低い利回りで銀行と投資家が入札に応じる可能性が高い。

もう一つの懸念は、金融・財政危機を封じ込めるために、最終的にどの程度の規模のユーロボンド発行が必要になるのかという問題であろう。これについては、現状で正確な見積もりは困難である。2011 年のユーロ圏全体の国債発行額は 4000 億ユーロ以下で、GDP 総額の 4% である。また IMF 他のデータによれば、いわゆる PIIGS と総称される周縁国 5 カ国の政府債務残高は合計で 2 兆 8000 億ユーロ（2011 年）である。これらの国が債務不履行に陥らないで、財政改善と経済回復に取り組む時間を確保するために必要な支援額について、一部には 1 兆 5000 億ユーロ程度とする見積もりがある。これは小さな額ではないが、ECB による全面的な流動性保証が提供されれば EU 域内の金融機関と機関投資家によって十分に消化可能な範囲であろう。さらに、現在国債を保有する民間金融機関が元本の減償に応じれば、必要額はさらに減少する。いずれにしても EU 全体としては、十分な貯蓄を生み出しており、域外の投資家に依存することなく必要な資金調達が可能であろう。

（註）現在の EU の安定成長協定では加盟国の国債残高の上限を GDP の 60% に設定している。ユーロ加盟 17 カ国の GDP 総額は 9 兆 2000 億ユーロ（2010 年）と見積もられているから、協定の規準にもとづけば総額 5.5 兆ユーロ程度のユーロボンドを発行することが可能である。しかし、後述する域内不均衡は正のための協調的なマクロ政策が実施されれば、加盟国の財政不均衡が改善され、各国国債をユーロボンドで置き換えるために必要な発行額ははるかに少なくなるであろう。

シュルマイスターは、以上のようなユーロボンド提案に加えて、金融市場の健全化のために金融取引税の導入を強く訴えている。かれはかねてより金融取引税に関する多くの業績を公表してきたことで知られているが、かれの見解では、経済の金融化（金融資本主導型経済）が進行し、国際金融市場における投機資本の動きが企業、家計、財政を翻弄するようになっている現代資本主義の病弊を治癒するもっとも効果的な手段が金融取引税の導入である。

（註）シュルマイスターが熱心に提唱する金融取引税は、いわゆる外国為替取引を対象にしたトービン税をあらゆる金融取引に適用拡大したものと言えるが、現在独仏をふくむ EU 圏内で適用のための法案

が検討されている。またかれが金融主導型資本主義における経済危機の重要な要因として労働分配率の低下を重視している点も評価できる。しかし、かれの分析視点には、経済の金融化や労働分配率の低下を資本の過剰蓄積（資本と労働の矛盾の激化）の現象形態であると同時にその促進要因でもあるとして弁証法的に捉える観点が欠落している。

欧州危機の解決を妨げる政治的問題

以上のような EMF 設立とユーロボンドの発行を中心とする構想が、現在の危機への対応策として最善であるか否かの判断はここでは控えるが、これが EU 加盟国の政治的決断次第で実施できる有効策の一つであることは間違いない。現在の欧州危機は、それが基本的に域内不均衡に根ざす問題である限りでは、ユーロ加盟国の協調的な努力によってコントロールすることが可能なはずである。

ここで協調的な努力というのは、危機の原因である域内不均衡問題の解決を赤字国だけの責任で一方的に片づけようとするのではなく、これまで経済統合で最大の利益を享受してきたドイツを中心とする黒字国が応分の責任を分担し、不均衡改善のための施策を実施することを意味している。そして、これが実現するか否かは、経済問題ではなく、すぐれて政治的判断、言い換えると政治家のリーダーシップに関わる問題である (Micossi, 2011)。

欧州危機に対する EU 加盟国と関係機関のこれまでの対応は、後追いの、中途半端、遅すぎる意思決定等々、国際的に厳しい批判を浴びてきた。筆者の判断では、EU のこれまでの危機対応の最大の問題は、意思決定の遅れや対策の不徹底よりも、問題解決のために周縁国に過大な犠牲を強いるのは逆効果であり、まずは周縁国に対する取り付けを遮断するために、ECB の「最後の貸し手機能」を積極的に活用し、加盟国全体の政府信用をバックにしたユーロボンド発行によって周縁国が自立的経済回復の展望を見出すまでの時間を保証することが不可欠であるという合意が実現しないことである。

(注) 2011 年 11 月 23 日に開催された欧州委員会は、債務危機の拡大を封じる手段として財政不安の国に対する監視と規律の強化を条件にユーロ圏共同債（ユーロボンド）の発行を提案したが、ドイツのメルケル首相はこの提案を拒否し、その後フランスのサルコジ大統領と共同で「欧州の政治統合を深めるための EU 条約の改正」（赤字国に対する監視と規律の強化）を提案している。これは前記の「協調的努力」を自国民に説得するための通過儀礼でないとすれば、一方的な赤字国責任論にたった間違った方策であり、政治統合を促進するどころか、むしろその障害になるであろう。

この合意を妨げている政治的要因はさまざまであるが、最大の要因は中軸国、とりわけドイツ国内において、危機の責任を周縁国の財政規律の欠如や富裕層と政治家の腐敗などに求める意見（しばしばイソップのアリとキリギリスの寓話に例えられる）が強いことである。この立場からは、問題解決のためにはまず周縁国の自己努力による財政規律の確立と、賃金や年金の引き下げなど政府・家計双方の徹底した緊縮政策が優先されることになる。しかし、このような一方的な赤字国責任論とそれにもとづく緊縮政策は、経済政策と

して根本的に間違っているだけではなく、周縁国の労働者・国民からは到底受け入れ難いものである。

この政治的隘路を打開する方策として独仏が選んだのは、周縁国の緊縮政策を独仏主導ではなく IMF も参加した国際的圧力で周縁国に受け入れさせるやり方である。そのため現在 EFSF を活用して実施されている支援パッケージは、EFSF の単独スキームではなく、EU 委員会、ECB、IMF の 3 者が連携して実施する、いわゆる「トロイカ方式」の形で行われている。

しかし、このトロイカ方式は、本来欧州が独自に解決すべき問題の処理に、米国とウォール街の利益を代表する IMF、さらには中国を始めとする資金余剰国を関与させるという政治的誤りを犯しているだけではなく、危機対応の方策としての展望を欠いている。第一に、IMF からの本格的支援を得るためには EU 加盟国の負担で IMF の基金を拡充する必要があるが、最近の新聞報道にもあるように、基金の拡充は独仏の期待通りには進んでいない。しかし、トロイカ方式の最大の難点は、これが周縁国に求める厳しい緊縮政策は、支援対象国の経済を深刻な長期不況に追い込み、一層の大量失業と更なる財政悪化を招くことが避けられないことである。したがって、それは危機の原因である域内不均衡を一層増幅させ、EU 統合の理念と衝突し、結果的に EU 統合自体の危機につながる自滅的な政策といわなければならない。

(註) 独仏の思惑に IMF が加わってトロイカ方式が成立した政治的背景は、筆者の見るところ独、仏、IMF それぞれ異なっており、3 者 3 様である。EU 域内で経済的に「一人勝ち」状態にある独は、自国の負担増を回避したいだけでなく、他の加盟国とりわけ東欧を含む周縁国で、独警戒論や反独世論が高まることに神経を使っている。一方フランスは、ドイツの独走を制御できず、事実上独主導の危機対応策が一方的に進む場合には、EU 内部での自国の政治的主導権が弱まることを懸念している。他方、世界経済の地殻変動で途上国に対する影響力を低下させてきた IMF は、欧州危機への積極的な関与を、この地域への影響力回復の機会に利用しようと目論んでいる。

域内経済の均衡回復と EU 統合の展望

現在の欧州危機は、前述したように、直接には域内の経済不均衡から発生した経済的・政治的混乱であるから、EU 加盟国が協力して適切な対応策を講じることができれば、IMF や中国などの支援に頼る必要はなく、自力での克服が可能である。この点について EU 経済の専門家は次のように的確に指摘している

「ユーロ圏全体としての政府債務は GDP のわずか 4 % に過ぎない。これは、米国の 10% (英国の 8%、引用者) に比べるとはるかに低い数字だ。その上、IMF は、来年にはこの比率は 3% に低下し、さらにその後も低下を続けると予想している。これらの数値は、財政が、少なくとも全体としてのユーロ圏にとって差し迫った問題ではないことを示している (Daniel Gros, CEPS, 2011b)」 「欧州は、中国の助けを必要としているのか？ もしも欧州が自分たちの力をまとめることができれば、まったくそんな必要はない。米国と

は異なり、ユーロ圏は資金の手当てを必要とする対外赤字を抱えていない。ユーロ圏全体では経常収支は均衡しており、域内の政府債務を賄うのに十分な貯蓄を生み出している。問題は、分配にかかわるものである。アルプスの北側には過大な貯蓄があるが、北側の貯蓄者はイタリア、スペイン、ギリシャなど南の諸国に資金を提供をしようとしている(Daniel Gros, CEPS, 2011a)」

いずれにしても、EU が現在の危機を自力で解決するためには、まず欧州統合の最大の受益者であるドイツが、出口の見えない赤字国責任論と歴史的失敗が証明されている IMF のワシントンコンセンサスに頼るのを止め、周縁国に受け入れ可能な財政規律の要求と合わせて、黒字国として応分の責任を果たす決意を示し、それを実行するための適切な仕組みを ECB と協力して創設することが必要である。それは、赤字国と黒字国双方における財政制度と租税制度の抜本的な改革を進めること、要するに、経済統合の現段階に照応する、より高いレベルの経済・財政統合へ向けての道理にかなった筋道を模索することである(EuroMemo Group, 2011)。

しかしながら、実際には欧州危機克服の本当の課題は、むしろその先にあると言わなければならない。例えば先に紹介したシュルマイスターの提案する EMF 創設とユーロボンド発行によって周縁国に対する金融市場の取り付けをとりあえず遮断し、危機の一層の拡大を食い止めることができたとしても、それはあくまでも対症療法ないし時間稼ぎにすぎず、現在の経済危機の根本的な解決ではない。

米国のサブプライム問題を契機とする世界的な金融危機も、これに続いた今回の欧州危機も、それらに共通の根源的問題は、1970 年代以降の資本主義の構造変化がもたらした資本の過剰蓄積であり、資本と労働の矛盾の激化である。すでに繰り返し指摘されてきたように、1970 年代に顕在化したスタグフレーションへの資本の対応として強まった新自由主義的経済政策は、スタグフレーションのもとで最大限の利潤を確保するために、労働者と労働組合に攻撃を仕掛け、生産性上昇と賃金上昇との連関を切断し、労働分配率を押し下げてきた。その結果、企業経営においては利潤が回復したが、利潤は雇用増加を伴う投資には向けられず、もっぱら財務的運用（内部留保、自社株買い、M&A、証券投資他）に充当されるようになった。

(註) 例えば、ドイツの労働者の時間当たりの労働生産性は 1991 年を 100 として 2007 年には 134 に上昇したが、実質手取り賃金は逆に 94.4 に低下した(Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik, 2010)。他方、ドイツ企業は、2006 年には対前年比で増大した収益の 90%を金融資産の積み上げに充てている(Deutch Bundesbank, 2007)。このような実物投資に比べて金融投資を重視する傾向は、欧米を問わず、現代企業の蓄積様式として次第に定着している。このいわゆる金融主導型の蓄積様式こそが、域内不均衡と経済危機の最大の要因なのである

1970 年代のスタグフレーションは、それ自体 50～60 年代の世界的な高度成長によって

生み出された資本の過剰蓄積の結果であったが、70年代以降に形成された金融と財務を中心とする資本主義の蓄積様式がもたらしたのは、資本の過剰蓄積の解決ではなく、その深刻化と形態変化であった。すなわち、それまでの耐久消費財部門や素材産業を中心とする生産財部門における過剰投資と過剰生産、貿易財部門における国際競争の激化に代わって、企業部門の実物投資抑制と雇用削減、内部留保増大と財務活動の活発化、金融市場の膨張と金融産業の肥大化、国際金融市場の投機市場化、経済格差の急激な拡大と世界的な失業率上昇、要するに経済の金融化と労働者の生活水準および労働条件の悪化が資本の過剰蓄積の主要な現象形態になった。

資本の過剰蓄積が、企業、金融機関、富裕層の管理する貨幣資本を加速度的に増大させ、同時に、賃金低下と失業率上昇、資産および所得格差の急激な拡大と歯止めのない財政悪化を伴って経済の金融化を進行させている現代資本主義のもとでは、経済変動は好況期における過大な設備投資とその周期的廃棄という形ではなく、もっぱら証券、不動産、資源エネルギー他のバブルとその崩壊、これに付随して頻発する通貨・金融危機・財政危機として表れる。さらに、これらの金融的病理現象は、大手金融機関と大規模機関投資家の投機活動によって著しく増幅される。

これと対照的に、企業による実物投資（資本形成）の抑制と成長率の低下は、著しい資本集中と生産管理技術の高度化、および政府の財政支出の膨張や金融緩和政策などマクロ政策と相まって、失業率の上昇と労働条件の悪化にもかかわらず、明確な過剰生産恐慌の発現を繰り延べる。このために、いわゆる実体経済では、「大いなる平穏」と呼ばれる、比較的変動幅の小さな低成長経済が持続することになる。

こうした現代資本主義の蓄積様式に特有の矛盾とその発現形態は、まずアメリカで顕著になったが、ドイツを含む欧州各国でも、今回の危機が表面化するずっと以前から次第に顕著になっていた。その意味では、危機は今に始まった問題ではなく、少なくとも過去30年以上にわたって累積してきた現代資本主義の歴史的・構造的矛盾の発現形態と見なければならぬのである。

さらに、この矛盾は、政治的・社会的レベルでは、EU統合の理念と路線をめぐる新自由主義（規制なき市場統合）と社会的市場経済（社会民主主義あるいは福祉国家）の間で繰り返されるイデオロギー的、政策的相克として表れてきた。本稿ではこの論点に深く立ち入る余裕はないが、今回の欧州危機は、アングロサクソン型資本主義とは異なる福祉社会指向の混合資本主義を目指してきたと考えられてきたEU諸国が、過去30年の経済統合の過程で、全体としての経済政策の軸足を次第に新自由主義的路線に移してきたことを物語っている。

（註）EU統合における新自由主義と社会的市場経済の相克、および新自由主義の影響力の強化とその危険性については機会を改めて考察したいが、関心のある読者はとりあえず、Milios(2004)；Deppe(2011)；Schulmeister(2011)；Stockhammer(2011a;2011b)；Stavros(2010)を参照してほしい。

ドイツを始めとする中軸国が、域内不均衡の長期的な改善を達成するためには、野蛮で見通しのない赤字国責任論ではなく、自ら域内不均衡を改善するためのマクロ経済政策、とりわけ、自国労働者の生活水準の向上と国内消費の増大を可能にする賃金の持続的引き上げと労働条件の改善、失業者を減らすための新しい雇用分野の開拓、新自由主義の影響で引き下げられてきた社会保障水準の再引き上げ、環境政策や社会インフラ向上のための公共投資、さらには平和維持と国際貢献等のためのプログラムの充実など、要するに、経常収支黒字削減と国民福祉向上のための新しい経済政策にむけて進路を切り換えることが必要である。

2010年以降、危機が次第に拡大するのを見て、経済専門家や政治家の一部からは、ギリシャのユーロ離脱や最悪の場合にはEU解体の可能性を示唆する声が出されている。しかし、すでに多くの専門家が指摘しているように、いずれかの加盟国がユーロシステムから離脱する事態は、当該国の経済をカタストロフ（制御不能な資金逃避による金融・財政の崩壊と長期深刻な不況）に陥らせる危険性をはらんでいる。さらにユーロからの離脱国が複数に上り、独仏両国がユーロ圏での求心力を失って経済統合自体が破綻し、ユーロ廃止に至る場合には、予想困難な経済的惨禍を関係国と国際経済に引き起こす可能性がある。このため、現実的に考えれば、ドイツを含めてユーロ加盟国にこの選択肢は存在しない。したがって、いかなる政治的困難があっても、中軸国とECBは経済統合とユーロ維持のために必要な政策転換と制度改革を実施する他はないのであり、それはすでに説明したように中軸国の政治家の強いリーダーシップが発揮されれば十分に可能なのである。

（注）因みに、EUにもユーロシステムにも、「収斂基準」のような規律要件はあるが、既存の加盟国を合議によって強制的に排除する手続きは定められていない。これは、これら二つのシステムが、永続的に統合を維持し、しだいに加盟国を増加させるという歴史的想定で構想されているためである。ただし、加盟国間の資金決済を処理する域内決済システム(TARGET)を管理するECBがいずれかの国の資金決済の処理を拒絶することによって、事実上当該国をユーロシステムから排除する方途は存在するという考え方がある。

まとめ

今回の欧州危機は、第二次世界大戦終結以来進んできたEU統合の歴史で最大の経済的、政治的危機であるが、EU経済の専門家が指摘するように、全体としてのユーロ圏はドイツを中軸として危機克服に必要な条件を十分に保有している。これまでのところその条件を活用できない最大の理由は、自国の負担増を嫌う国内世論の反発を恐れる中軸国政府が、国民に対する説明責任で強いリーダーシップを発揮できないことである。さらに、歴史的にみるとEU統合は、欧州におけるドイツの帝国主義的覇権を封じ込める西欧諸国の政治的思惑から発した経緯があるが、今回の危機対応策の策定をめぐっては、皮肉にもEU内部におけるドイツの主導権がさらに強まることに対する他の加盟国の懸念と、東欧を含む

周縁国における反ドイツ世論の高まりを警戒するドイツの思惑とが相俟って、危機封じ込めに向けての確固とした合意形成を困難にしている。独仏両国政府と EU が、これまでのところ自力による解決ではなく、IMF を利用した国際圧力を利用して赤字国に過酷な緊縮経済を要求するトロイカ方式を採用しているのはそのためである。

しかし、すでに多くの専門家が指摘しているように、このような新自由主義的政策は、欧州統合の理念（政治的・文化的には多様性の中の統一、経済体制としては社会的市場経済）と矛盾し、周縁国を制御困難な政情不安と経済危機に追い込み、最終的には EU 統合自体を危機にさらす可能性がある。そして、EU 統合の破綻とユーロ廃止は、単に周縁国だけではなく、独仏を始めとする中軸国、ひいては 2008 年の世界不況以来未だに不安定な状態にある世界経済に甚大なショックを及ぼすことになる。

欧州統合の歴史を振り返ってみれば、欧州諸国はこれまでさまざまな利害衝突と危機に直面しながら、そのつど妥協と調整によって統合を維持する方途を選択してきた。これを可能にしたのは、すべての加盟国が統合のメリットに与ることを期待し、統合が失敗した場合の予想困難な政治的・経済的惨禍を回避するために、統合維持を最優先してきたからである。こうした EU 統合とユーロ導入の複雑な歴史を教訓にすれば、今回の危機をめぐっても、加盟国は多くの障害にも拘わらず最終的には統合維持を最優先し、必要な妥協と調整を選び、財政政策とマクロ経済政策のより高いレベルの統合にむけて前進を続ける他はないし、事実そうするであろうと考えられる。

しかし、繰り返しになるが、グローバル化と経済の金融化が大きく進んだ現代資本主義のもとでは、加盟国の妥協と調整によってたとえ EU 統合は維持されても、金融危機の頻発、成長率の長期低落、失業率の上昇と雇用条件悪化、要するに資本の過剰蓄積（資本と労働の矛盾の激化）それ自体を回避することは不可能である。この現代資本主義の根本的な病弊を治癒するためには、欧州各国は、今ではすでに標語と化している「経済統合に見合う政治（財政）統合」（例えばメルケル独首相がこのフレーズを口にする時、そこには経済強者である中軸国の思惑が込められていることに注意が必要である）を目指すのではなく、長期的には、貨幣資本の共同的・社会的管理を組み込み、加盟国の多様性を許容する社会的市場経済の実現を目標とする新しい歴史的課題に向き合わざるを得ないというのが、本稿の結論である。

参考文献

高田太久吉(2009)『金融恐慌を読み解く』（新日本出版社）

Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik(2010) *Memorandum 2010*, Papy Rossa.

Buiter, W. & E.Rahbarl & J.Michels(2011) TARGETing the Wrong Villain: Target2 and intra-Eurosystem Imbalances in Credit Flows(June)

Citigroup & CRPR(2011) The Implications of intra-euro Area Imbalances in Credit

Flows, *CEPR Policy Insight*, No.57(August)

De Grauwe, P(2011) The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets? CESifo Working Paper(September)

De Groen, W.P(2011) A Closer Look at Dexia: The Case of the Misleading Capital Ratios, *CEPS Commentary*(October 19)

Deppe, F(2010) Der Weg in die Sackgasse: Eine kurze Krisengeschichte der Europäischen Integration.

Deutsche Bundesbank(2007), *Monatsbericht*(Dezember)

Eichengreen, B(2010) Imbalances in the Euro Area, University of California, Berkeley(November)

EuroMemo Group(2011) *Confronting the Crisis: Austerity or Solidarity*. <http://www.euromemo.eu>

European Financial Stability Facility(EFSF)(2011) <http://www.efsf.europa.eu/> (November)

Forster,K, M.Vasadani & M.Ca'Zorzi(2011) *Euro Area Cross-Border Financial Flows and the Global Financial Crisis*, European Central Bank, Occasional Paper(July)

Gros, D(2011a) China's Assistance could do more Harm than Good in the Eurozone, *CEPS Commentary*(November 3)

----- (2011b) 'Yes We Can' Europe Can Solve This Crisis ---If It Wants to, *CEPS Commentary* (December 8)

Gros,D. & T.Mayer(2010) How to Deal with Sovereign Default in Europe: Create the European Monetary Fund Now! *CEPS Policy Brief*(May)

----- (2011) Refinancing the EFSF via the ECB, *CEPS Commentary*(August 18)

Joebges, H. et al(2010) Deutschland's Überschüsse gehen zu Lasten der Beschäftigten, Friedrich-Ebert-Stiftung(Dezember)

Kelch , D. et al(2011) European Financial Imbalances, *USDA Outlook*(IIII)

Knupp, C(2011) The ECB and Its Monetary Policy: Between Nostalgia and Anti-Growth Agenda, Paper for the 15th FMM Conference.

Micossi,S(2011) Misguided Policies risk Breaking up the Eurozone and EU, *CEPS Policy Brief*(December)

Milios, J(2004) The European Integration as a Vehicle of Neoliberal Hegemony and the "End of Labour"

Mody, A. & D. Sandri(2011) The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereign Came to be Joined at the Hip, *CEPR Economic Policy*(September)

Schreyer,M(2010) Ungleichgewichte im Euro-Raum: Akuter Handlungsbedarf auch für Deutschland, Friedrich-Ebert-Stiftung(Dezember)

Schulmeister, S(2011) The European Monetary Fund: A System Problem Needs a Systemic Solution, *Vienna and Patnoms*,(October)

Stavros, M(2010) Greece and the EU: Capitalist Crisis and Imperialist Rivalries, MPRA Paper(September)

Stockhammer,E(2011a) Peripheral Europe' s Debt and German Wages: The Role of Wage Policy in the Euro Area, Kingston University, Working Paper No.29(March)

----- (2011b) The Euro: How to Reform, not Rescue, the System, *The Guardian*(October 27)

The Giovannini Group(2000) Co-Ordinated Public Debt Issuance in the Euro Area(November)