

EU における金融危機と公的金融の復活

代 田 純

要 旨

本稿の課題は、EU における金融危機と危機対策としての財政金融政策を明らかにすることである。この場合、EU 加盟国の国民国家財政ではなく、EU の共通財政と EU の公的機関としての欧州投資銀行（EIB）に注目する。今日の財政金融政策は、なお国民国家を枠組みとしているが、国家という枠組みを超えた政策対応の重要性が増しているからである。EIB は EU 加盟国の共同出資による、国家を超えた金融機関である。

EU における2007年以降の金融危機もアメリカと同様に深刻な問題であった。欧州を代表する多国籍銀行（UBS やドイツ銀行など）が、アメリカにおいて証券化商品を大量に購入していたため、巨額の損失を計上した。与信の収縮は EU に伝播し、自動車ローンの縮小等を介して自動車販売台数の激減、欧州自動車会社の経営危機とリストラ、そして失業増加と広がりを見せた。またスペイン、アイルランド等での住宅価格低下、中東欧での不良債権問題と EU とその周辺において危機は拡大した。

こうした金融危機に対し、EU は2000億ユーロに達する緊急対策を打ち出したが、そこでは共通財政とならび、公的金融としての EIB が活用されることとなった。そこで本稿では、EU 共通財政の歴史と EIB の現状を踏まえ、EU における金融危機対応の一面を明らかにしたい。

目 次

- | | |
|---------------------|---------------|
| I. はじめに | IV. 金融危機と公的金融 |
| II. EU 共通財政の歴史と現状 | V. まとめと代えて |
| III. 公的金融による共通財政の補完 | |

I. はじめに

EUの共通財政は、加盟国の負担によって成り立つ国際財政である。しかし国際財政という領域がかならずしも明確ではない。そこで、まず国際財政に関する財政学の議論を振り返っておく。国際財政論については、従来、「主権国家相互間の経済力格差を前提として、財政自主権の制限をもたらす財政調整」¹⁾と定義されてきた。この定義では、具体的には、国家間での租税協定によって域外資本に対し競争力を共同で高める問題や、アメリカを中心とした対外援助(対先進国援助, 対低開発国援助)等を念頭においていたようである。すなわち多国籍企業の発展に伴う税制の調整や統合, EC(当時)などでの対外関税, アメリカ等による日独など先進国向け援助やアジア・アフリカなど途上国向け援助が、国際財政論の領域とされてきた。

今日的に国際財政論の領域には、大きくふたつの定義もしくは課題がある。ひとつは、あくまで主権国家もしくは国民国家による財政を重視する立場である。国際財政といえども、あくまで基底的には国家による財政が基本と考える定義である。この定義では、国民国家による財政がグローバル化をいかに推進しているか、が分析されよう。すなわち国民国家財政の税制, 経費, 国債がいかにグローバル化と関わっているか、が課題となる。

しかし他方、国家という枠組みを超えた問題群や超国家的な財政システムが注目されつつある。国家という枠組みを超えた問題群とは、具体的には環境問題, 多国籍企業, 貧困や移民等である。CO₂(二酸化炭素)の発生や水質汚染は国家という人為的な枠組みを容易に超えてし

まう。多国籍企業は国家を枠組みとする規制をかいぐり、利益を最大化する。こうした国家という枠組みを超えた問題群と超国家的な財政の必要性が高まっている。国際財政論の領域には、大別して、これらふたつの課題がある。

現状では国際的な財政現象として、国民国家による財政が規定的な要因である。そして国家という枠組みを超えた問題群や超国家的財政は副次的、もしくは萌芽的な段階にある。しかし後者の問題群と財政がプレゼンスを高めていることも事実である。

超国家的な問題群と財政が最も問題になってきたのは、EUである。そもそもEUの前身であるEC統合は、二度にわたる世界大戦が欧州を主要な舞台とし、激しい国家間の対立として展開されたことへの反省として開始された²⁾。またEUの地理的な条件が無視できない。EUは隣国(ロシアを含む)と隣接し、隣国の環境問題は自国の環境問題に直結する。ドイツを水源とするドナウ川は、多くの欧州諸国を経て海に注ぐから、上流の水質悪化は下流国での水質悪化に拍車をかける。さらに隣国の貧困や紛争は自国への、難民、移民の増加をもたらし、自国の社会保障財政を脅かす。ボスニア紛争では、多くの難民がEU加盟国や周辺国に流入し、深刻な住宅、医療問題をもたらした。したがってEUはEC結成以来、国家という枠組みを止揚する試みであったし、超国家的な問題と直面してきた。

ECは1960年代から対外関税と域内関税撤廃といった地域主義としての色彩を強めていった。しかしEC統合の時期は、基本的には国家の集合体といった性格が強かった。ところが、1992年のEU条約(マーストリヒト条約)調印、1999年からの単一通貨ユーロ導入はEUの

性格を大きく変えた。EU条約は単一通貨導入への道筋を定めたが、そのなかで過度な財政赤字を避けることが義務づけられた。まず通貨発行権は、国民国家を前提として、中央銀行に独占的な権限と位置づけられてきた³⁾。しかし単一通貨ユーロはECB（欧州中央銀行）によって発行され、国家を前提とする各国中央銀行から通貨発行権は移譲した。さらに各国の経済政策にとり大きな位置を占める財政政策について、「単年度財政赤字は対GDP比で3%以内」、「累積財政赤字は対GDP比で60%以内」という緩やかながらも制約が課された。財政赤字に上限が課されたことは、単一通貨ユーロへの信認を保つためとされる⁴⁾。ただ財政政策に制約を課したことは、国家を基調とする財政自主権にも踏み込んだことを意味する。したがって、ユーロ導入は国家からの通貨発行権の移譲、財政自主権への制約という二重の意味において、国民国家の変容と言えよう。

ユーロ導入は他にも重要な意義を持っている。第一に金融政策では欧州中央銀行が統一的に担当し、個別参加国は金融政策でのフリーハンド（自主権）を喪失したことである。この点は、中央銀行の金融政策を政策金利による通貨の需給調整と考えれば、通貨発行権の移譲とは表裏一体の関係にある。しかし、ユーロ参加国の所得水準、雇用（失業）状態にはかなりの格差がみられ、統一された金融政策では大きな問題が残る。2009年からスロバキアはユーロに参加したが、2007年時点で失業率は16%台にあり、一方でルクセンブルクでは4%台であった（後掲図表2参照⁵⁾）。

ユーロ導入の第二の意義は、参加国内では為替リスクが消滅したことである。独仏を中心とした、自動車・製薬などの巨大多国籍企業は

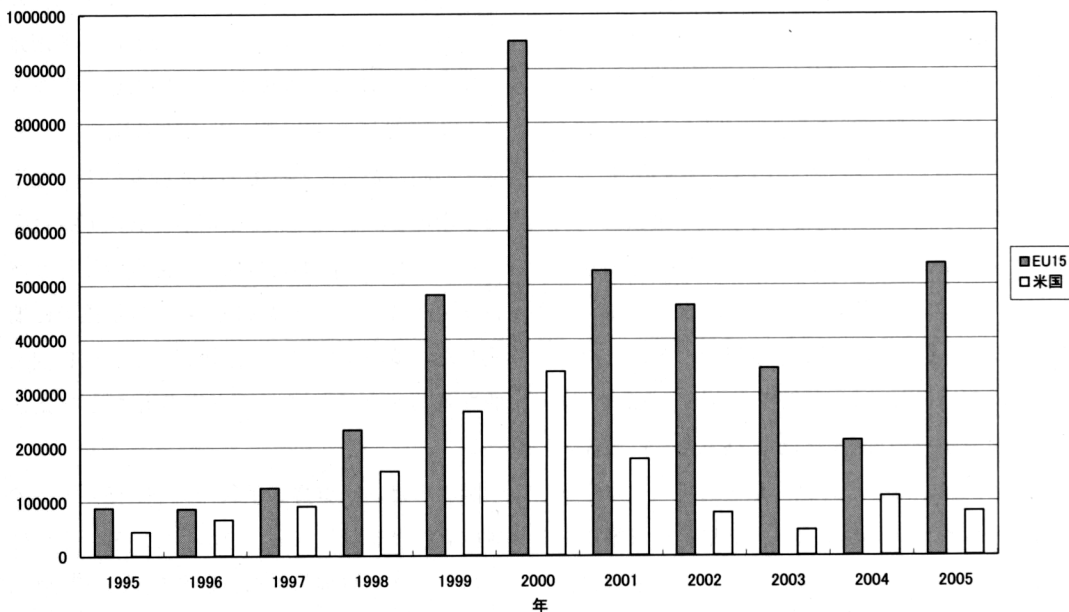
ユーロでの決済に伴い、為替リスクから解放された。南欧のスペイン、ポルトガルや中東欧のスロバキアがユーロに参加したことは、多国籍企業の直接投資や現地生産にとって大きなメリットとみられる。もっとも当該国にとっても、多国籍企業にとっての直接投資による雇用機会増加というメリットがある。また直接投資だけではなく、証券投資など金融取引に伴う為替リスクも、ユーロ導入によって参加国では消滅した。多国籍企業や多国籍銀行が、国民国家的な通貨・為替システムを変革したと言えよう。

図表1はユーロ導入前後でのEU15カ国への対内直接投資（フロー）を示している。これによると、ユーロ導入前の1995年にはEU15カ国の対内直接投資は884億ユーロであったが、ユーロ導入の1999年には4818億ユーロ（うち3560億ユーロがEU域内からの投資）に、そして2000年には9520億ユーロ（同7635億ユーロ）に急増した。

ユーロ導入の第三の意義は、実質的にドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）の金利水準を、欧州中央銀行が引き継いだことである。このため、イタリア、スペイン、ポルトガルといった高インフレ、高金利国に、ユーロ導入と同時に低金利が導入された。1999年から10年近くにわたり、スペイン等では低金利による融資が拡大され、住宅価格の上昇が続いた。スペインなどの2000年代前半の経済成長は、低金利による住宅価格上昇や、それに付随する観光産業、輸送（航空等）産業によってもたらされたものであった。2007年からの金融危機によって、大幅な不況となったが、以上のような意味でユーロ導入も金融危機と無関係ではない。他方、金融危機によってユーロ未加盟のEU通貨は大幅に

図表1 EUの対内直接投資

(100万ECU,ユーロ)



(出所) <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> 等から作成。

(注) 全世界からの対内直接投資であり、アメリカも同様である。

売り浴びせられ、独立通貨のコスト負担から、皮肉にもユーロ参加国が増加する方向になっている。しかし金融危機に対する緊急経済対策によって、各国の財政赤字は再び増加する見込みである。

こうして、EUではユーロ導入以降、ますます域内の格差是正や、弱小国の中小企業対策が重要になっていた。そのため、金融危機前から、EUの共通財政や、それを補完する公的金融が重要性を高めていた。以下ではEUの共通財政と、公的金融として欧州投資銀行(European Investment Bank, EIB)を中心に、域内格差是正等おける役割を検討する。後半では、2007年からの金融危機において、公的金融として欧州投資銀行が重要になっていることを示す。

II. EU 共通財政の歴史と現状

1951年に欧州石炭鉄鋼共同体(ECSC)がベネルクス3国と西独、仏、伊によって設立された。これは第二次大戦が石炭など資源争奪と関連していたことへの反省とも言われる。同じ6カ国により、1957年にローマ条約が調印され、欧州経済共同体(EEC)が設立された。欧州共同体(EC, EECはECの一部)の共通財政も同時期にスタートした。1950年代は冷戦時代であり、当時のECが反社会主義といった政治的な性格を有したことは否定できない。その後、1960年代は欧州も含め、世界的に食料不足であった。このため、1960年代以降、ECの共通財政は食料不足対策としての農業補助に力点が置かれることとなった。ECでは設立時か

ら、独仏が基軸国であり、敗戦国ドイツが経済復興を遂げるにつれ、農業国フランスを経済的に支援する政治力学も働いたと見られる。すなわち敗戦国ドイツが政治的な復権を果たす代替として、ECの財政を通じてドイツがフランスに農業で補助する側面があったとみられる。また1960年代に域内相互関税は撤廃された。

EC（後のEU）の共通財政は当初加盟国の拠出金で成立した。しかし1970年代に入ると、関税、農業課徴金、付加価値税の1%といった独自財源が共通財政の財源となった。ECは域内貿易には関税を課さない一方で、域外からの輸入には関税や農業課徴金を課した。これらが共通財政の財源とされた。また各国の国家財政において比重を高めた付加価値税の税収1%分を各国が共通財政に歳入として計上することとなった。他方、1970年代までの共通財政では、歳出の中心は農業補助金としての農産物価格支持であった。これは共通財政が農産物を一定の価格になるように買い取るものであった。

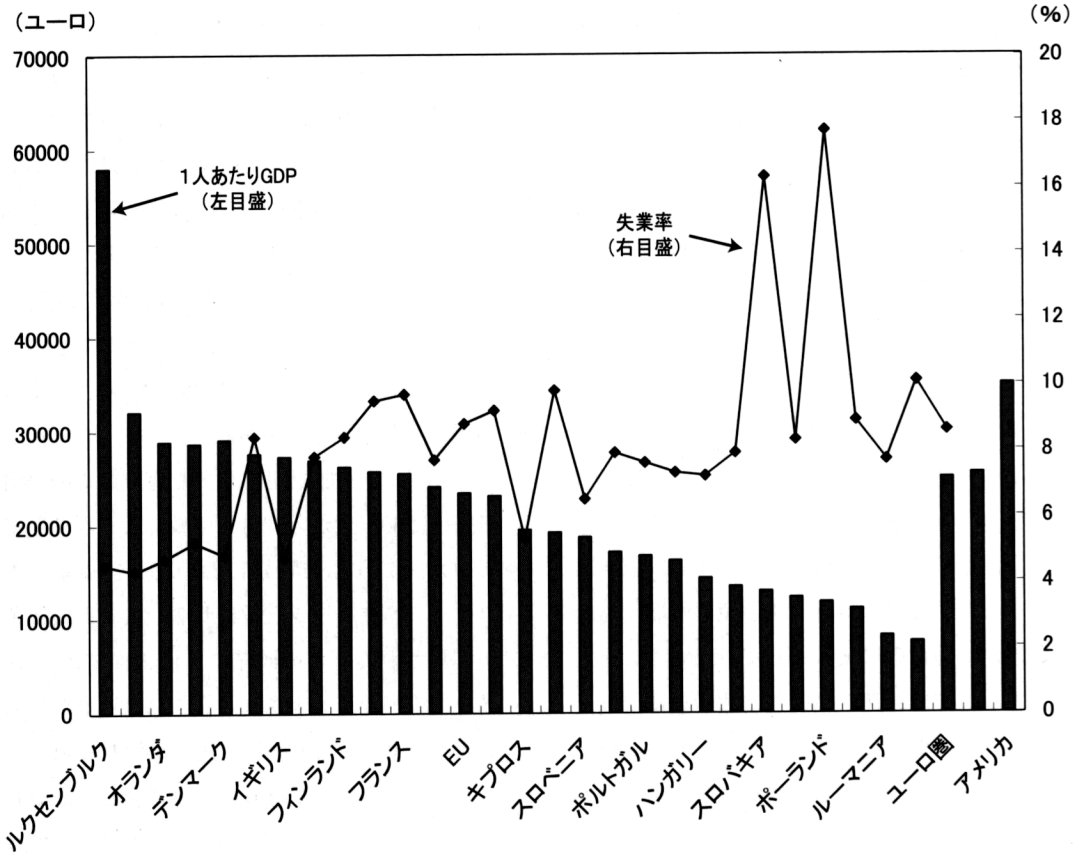
1973年にはイギリス、デンマーク、アイルランドがECに加盟し、拡大ECと呼ばれるようになった。農業補助には独仏の関係も反映していたが、他方でイギリスは加盟以来、不満を感じていた。イギリスはGDP構成において消費の比重が高く、付加価値税の1%といった共通財政の財源によって負担が増加しやすかったためである。農業補助からフランスやデンマークといった農業国がメリットを受け、イギリスにはメリットが少なかった。これは共通財政をめぐる英仏対立の背景となった⁶⁾。

1980年代に入り、ECの域内貿易が増加し、域外からの輸入が減少し、関税や農業課徴金が減少した。これはもともと規模的に小さかったECの共通財政には、財源不足の深刻化となっ

た。また限られた財政が農業補助を中心に支出されていることも問題であった。1981年にはギリシャが、1986年にはスペイン、ポルトガルなど南欧諸国が加盟した。これら南欧諸国は所得水準が低かったため、ECは財政援助をする必要が高まった。図表2は2007年のEU加盟国間での1人あたりGDPと失業率を示している。ルクセンブルクとブルガリアの間では8倍近い1人あたりGDPの格差があり、失業率もポーランドの17.7%とルクセンブルクの4.5%には13ポイントもの格差がある。

EUにおける加盟国間、また地域間での経済格差は1980年代から今日まで続く大きな問題であった。こうした背景において、1988年にドロール・パッケージと呼ばれる、共通財政改革が実施された。この改革で、歳入面ではGNPベース負担金が導入された。これは共通財政の歳入不足額を加盟国がGNPに比例して負担するものである。共通財政での公債発行は認められておらず、GNP比例負担は2008年予算ではEU共通財政で歳入の67%に増加している。他方、ドロール・パッケージにより、歳出面では農業補助が削減された一方で、構造基金と呼ばれる地域対策が強化された。構造基金は雇用が悪化している、もしくは所得水準がEC平均に比べ低い地域に重点的に支出される。こうした地域対策は1993年以降マーストリヒト条約で格差是正基金（Cohesion Fund）が導入されたことで一層強化された。格差是正基金はスペイン、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドといった低所得国に向けられた。また1993年以降、PHAREと呼ばれる、ポーランド、ハンガリー向けの基金も開始された。すなわち1988年、1993年を境に、共通財政の支出は農業補助から、大きく地域対策に舵をきった。

図表2 EU27カ国の経済格差



(出所) <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> 等から作成。

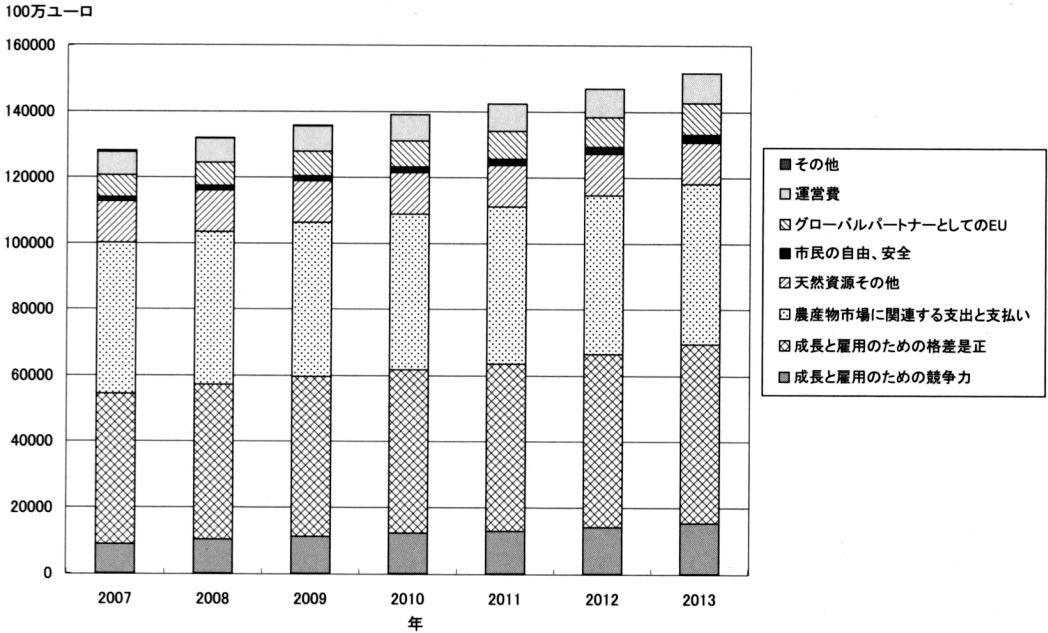
1992年にEU 連合条約（マーストリヒト条約）が調印され、ECはEUとなり、加盟国は新しい形態で協力することになった。この条約により、EU加盟国は共通単一通貨の導入をはかるとされ、そのために加盟国は過度の財政赤字を避けることが義務づけられた。そして「過度の財政赤字」とは、単年度財政赤字の対GDP比率3%、累積財政赤字の対GDP比率60%を超えることであり、加盟国は財政自主権を緩やかながら制約されることとなった。1999年1月から共通通貨ユーロの流通が開始（金融機関や法人など）され、2002年1月から12カ国でユーロの一般流通が開始された。金融政策は

ユーロ導入国では欧州中央銀行（ECB）に一本化され、各国は自主権を失った。

2004年にはチェコ、ハンガリー、ポーランドなど旧社会主義国が8カ国加盟し、EUは25カ国となった。さらに2007年1月からブルガリア、ルーマニアがEUに加盟し、EUは27加盟国となった。また2008年1月からはキプロス、マルタが、そして2009年1月からはスロバキアがユーロを導入し、ユーロは16カ国で流通することとなった（以上、2009年1月現在）。

こうしたEUの拡大をひかえて、2004年時点で2007-2013年の共通財政中長期予算が策定された。図表3は共通財政中長期予算を示してい

図表3 EU財政の支出（予算）



（出所） General Budget of EU for the Financial year 2008, <http://ec.europa.eu/budget/>

る。全体的な特徴としては、EU加盟国の増加に伴う、EU域内での経済格差拡大に対し、格差を是正する地域政策が重視されている。主として農業補助から成る「天然資源の保護」については、2007年における584億ユーロ（構成比45.6%）から、2013年には611億ユーロ（同40.3%）に相対的に減少する見込みである。他方、主として格差是正・地域政策から成る「持続可能な成長」については、同じく544億ユーロ（同42.5%）から696億ユーロ（同45.9%）へ相対的かつ絶対的に増加する見込みである。

2007年からは共通財政の優先課題として三点が掲げられている。第一点は、コンバージェンス（Convergence）である。1人あたりGDPがEU平均の75%以下である加盟国や地域の成長促進を目標とする。第二点は、地域競争力と雇用拡大である。第三点は、欧州地域協力であ

る。国境を越えた地域間の協力が重要である。こうした優先課題から、2007-2013年の共通財政では、総額3470億ユーロが格差是正にあてられている。また格差是正の具体的内容としては、南欧や中東欧の所得水準がEU平均を下回る加盟国、地域向けであり、環境関連などの研究・開発、気候変動に対応する（二酸化炭素の発生量を削減する）インフラ整備が重視されている。一例としては、ソーラー（太陽エネルギー）技術の研究開発、水力発電のためのダム建設等である。

現在、共通財政の財源は、農産物課徴金が23.2億ユーロ（構成比1.9%）、関税が164億ユーロ（同13.6%）、付加価値税が191億ユーロ（同15.9%）、GNI比例負担が811億ユーロ（同67.4%）、その他が14億ユーロ（同1.2%、いずれも2008年度予算ベース）となっている。歳入

不足額について各国がGNPに比例して拠出するGNI比例負担が中心になっている。EU統合の深化に伴い、共通財政には多くの重要な課題があり、財源面からも共通財政を強化することが望ましい。

しかし共通財政をめぐることは、各国の国益や利害が絡み合っていることも事実である。EU財政をめぐる加盟国の純バランス問題と呼ばれる問題がある。純バランスとは、加盟国による共通財政への支払いと受取の差額を意味している。かつてはイギリスが支払い超過で不満を持ち、その後イギリスには特例措置がとられた。

2001年（ユーロの一般流通前、中東欧加盟前）と2006年でEU財政の純バランスを比較すると、以下のような特徴がみられる⁷⁾。第一に、両年においてドイツが最大の支払い国であり、2006年でも63億ユーロの支払超過になっている。第二に、フランスの純負担額が増加している。2001年には20億ユーロの純負担であったが、2006年には30億ユーロの純負担となった。これは農業補助金削減で受取が減少しているためである。第三に、イギリスは2001年には純受取国であったが、2006年には純負担国に転じた。特例措置の終了も影響していると推定される。第四に、ポルトガルとギリシャの純受取額が増加した。これら2国はユーロ導入国でありながら、所得水準はEU平均を下回り、共通財政から支出が増加している。第五に、スペインは2001年には77億ユーロと最大の純受取国であったが、2006年にはスペインの純受取額は38億ユーロに減少した。2001年にはEUに加盟していなかったポーランドが2006年には30億ユーロの純受取、同じくハンガリーも11億ユーロの受取となった。スペイン向けの減少額がほぼポーランドやハンガリー向けに転じたことにな

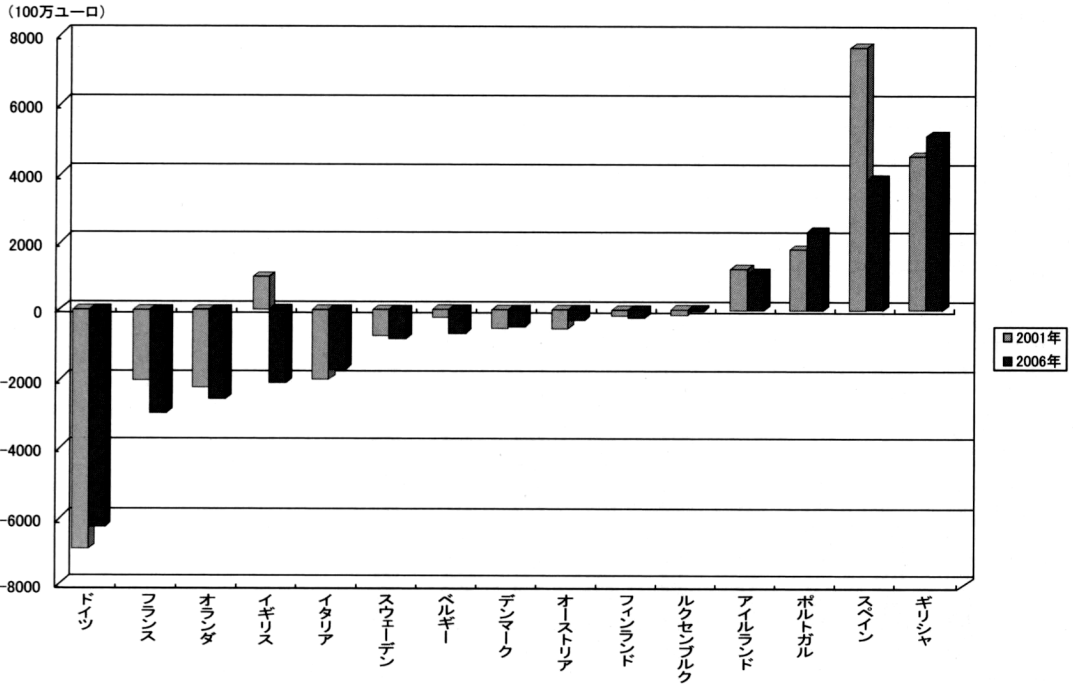
る。もともとこうした事態は予想され、中東欧からの農産物流入といったこともあり、スペインなど南欧の農業国は中東欧のEU加盟には批判的であった。図表4が2001年から2006年への変化を示している。

以上のように、EU共通財政をめぐることは、各国の純バランスをめぐる、利害関係が絡み合っている。このため共通財政の規模拡大は容易に実現可能ではない。しかし、2008年に発生した金融危機のなかで、EU議長国であったフランスのサルコジ大統領（2008年当時）が、ユーロ圏共通のSWF（ソブリン・ウエルス・ファンド、政府系基金）設立を提言する、といった新動向も見られる。これは欧州中央銀行（ECB）による金融政策の一体化だけでは、危機対応に限界があるとして、EUレベルでの政策強化を提言したものである⁸⁾。しかし現状では、EUの共通財政の規模は、せいぜい加盟国GDPの1%程度であり、量的に限界がある。そこで欧州投資銀行など公的金融が共通財政を補完している。

Ⅲ. 公的金融による共通財政の補完

欧州投資銀行（EIB）はEUに直属する公的金融機関である。1958年にローマ条約によって設立され、設立以来EU（EC）加盟国の共同出資によっている。域内共同市場に必要な事業、複数の加盟国に共通の利益となる事業、開発が遅れた地域の事業に融資してきた。1993年のマストリヒト条約でも198条でEIBは規定されている。2007年1月現在、EU加盟国27カ国が出資しており、資本金は1648億ユーロであった。独、仏、伊、英が16.2%ずつ、スベ

図表 4 EU 財政の純バランス (EU15)



(出所) <http://ec.europa.eu/budget/reform> 等から作成。

(注) 財政純バランス (Operating budgetary balances) = (受取総額 - 管理・運営費) - 調整後支払総額

調整後支払総額 = EU 全体 (受取総額 - 管理・運営費) × 係数

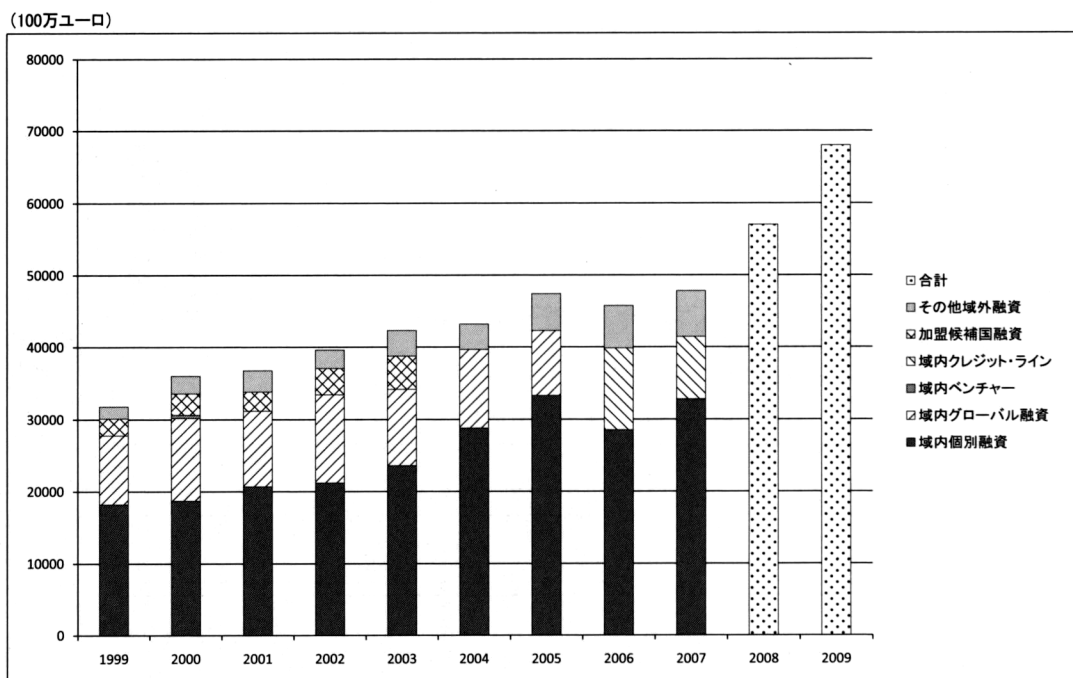
係数 = 個別国 (総支払額 - 伝統的的自己資金) ÷ EU 全体 (総支払額 - 伝統的的自己資金)

ンが9.8%を出資して、上位5カ国となっているが、出資構成は90年代以降大きくは変化していない。

2008年に発生した、サブ・プライム・ローン問題を契機とした世界的金融危機はEU諸国も揺るがした。この危機によって、EUにおける民間の金融機関も多数が公的資金注入の対象となり、公的金融機関としてのEIBの役割が高まった。このためEIBは新たに670億ユーロ増資し、資本金は2320億ユーロに増加することとなった。金融危機のなかで中小企業向け貸出や、自動車産業を含む環境関連融資が必要であり、EIBは貸出能力を高めるために増資を決定した⁹⁾。

図表5は、EIBによる新規融資を示している。新規融資は1999年には318億ユーロであったが、2005年には474億ユーロに増加し、2007年には478億ユーロとなった¹⁰⁾。内訳としては、EU加盟国(域内)向けの個別融資が中心であり、これに域内グローバル融資や域内クレジット・ラインが続いている。注目されることは、1999年から2003年まで、加盟候補国向け融資が10%程度の比率を占めていたことである。ハンガリーやポーランドなど新規加盟国向け融資が加盟前から実行されていた。また「その他域外融資」として、アフリカ諸国やアジア諸国などにも融資されている。残高ベースでは、1999年に1788億ユーロであったが、2007年には3248億

図表5 EIB の新規融資額



(出所) <http://www.eib.org/about/publications/annual-report-2007.htm> 等から作成。

(注) 2008～2009年の内訳は未発表。

ユーロに拡大している。基本的にはEIBはEU統合に伴い、拡大していると言えよう。

2007年の新規融資は478億ユーロであり、うち域内融資が414億ユーロ、パートナー諸国への融資が64億ユーロとなっている。414億ユーロの域内融資には、個別融資(individual loan) 328億ユーロとクレジット・ライン86億ユーロが含まれている。個別融資は個別の貸出であり、クレジット・ラインは与信枠を設定し、その枠内で機動的に融資するものである。個別融資は分野(Sector)別には、インフラ関連(エネルギー、通信、水管理)、産業向け、教育健康に区分される。しかし金額的にはインフラ関連、しかも通信関連が中心となっている。

2003年から2007年にかけての、個別融資合計

から、現在の優先基準(Eligibility Criteria)別に融資を見てみよう¹¹⁾。第一は、経済・社会的格差是正である。4年間で1127億ユーロがこの基準に支出されている。最大の支出先はスペインであり、266億ユーロ(2003～2007年)である。スペインにおいては、2007年単年度の場合、地下鉄や高速鉄道の建設、バルセロナ空港の整備、病院建設、学校建設等となっている。

第二は、技術開発の促進であり、2000年5月におけるI2I(Innovation 2010 Initiative)の合意に基づいている。I2Iとは、2000年のリスボン会議(Lisbon Agenda)に基づき、EU経済が競争力を強め、創造的で知識集約型となるように設定した目標である。2010年までに持続可能な成長と雇用機会、格差是正をはかることを意図している。具体的には、教育・訓練の改

善、医薬学分野での研究・開発の支援、情報・通信技術の普及である。

第三は、効率的な輸送である。2003～2007年の4年間で450億ユーロが融資され、うちスペイン向けが138億ユーロと大きくなっている。EUではTrans-European Transport Network (TENs) といったEU横断的な輸送プロジェクトを組まれている。具体的には、ミラノ・ナポリ間高速鉄道、オーストリア・クロアチア間の高速道路、プラハ（チェコ）・ドレスデン（ドイツ）間の高速道路等である。またエネルギー関係の輸送も課題となっている¹²⁾。天然ガスではロシアへの依存が高いため、ロシア以外のイギリス、アルジェリアなどからEUへの天然ガスを供給するラインが建設されている。

第四は、環境である。環境関係の個別融資は、2006年には109億ユーロ（構成比24%）、2007年には130億ユーロ（同20.3%）となっている。2007年の場合、スペイン向け21億ユーロに続き、イタリア向け20億ユーロとなっている。イタリア向けでは2007年の場合、エネルギー関係での環境改善投資などへの融資が大きくなっている。

第五は、中小企業による投資の促進である。中小企業の振興はEUにおいて重要な課題であり、EIBも中小企業向け融資を重視している。クレジット・ラインの50%超は中小企業向けとなっている。

域外向け融資では、2007年の場合64億ユーロ（調印ベース）となっている。チュニジア、モロッコなどの地中海諸国向けが14.3億ユーロ、アフリカなどが7.6億ユーロ、南東欧向けでは29億ユーロとなっている。南東欧向けでは、EU加盟を希望しているトルコ向けが21.5億ユーロ、クロアチア向けが3.3億ユーロとなっ

ている。

図表5も示すように、2008年から金融危機のなかで、EIBの新規融資額は急速に増加している。新規融資額は2007年に478億ユーロであったが、2008年には570億ユーロに18.8%増加し、2009年には680億ユーロ（19.3%増）の見込みである。金融危機が本格化した2008年10月から2009年2月にかけての融資額は313億ユーロで、前年同期比で38%増となっていた¹³⁾。2008年の場合、EIBは中小企業向け貸出を81億ユーロと前年比42%増加させた。金融危機のなかで公的金融の役割は世界的に復活する兆しを示しているが、EIBもその例外ではない。新古典派的な市場原理が支配的であったため、最近まで市場型の金融が主流であったが、金融危機は公的金融が復活する可能性をもたらした。

EIBの資金調達には、加盟国の出資を除けば、債券発行が基本である。もちろん、加盟国の出資により、EIBの財務が強化されることはある。しかし、融資資金は追加的に債券発行によって調達されている。EIB債の期間は1年物から48年物まで多様であるが、最大の強みはEU加盟国の共同出資による公的金融機関として格付けが高く、結果的に低コストで資金調達できる点であろう。

EIBは格付け機関から最上級の格付けであるトリプルAを取得している。このため、EU加盟国、しかも独仏など基軸国の国債に近い金利で、EIBは債券を発行できる。このため、中東欧などでは自国で国債を発行して資金を調達するよりも、EIBから借入したほうが低コストとなりやすい。中東欧の国債の格付けは相対的に低いため、金利は高めになりやすい。他方、EIBは債券の発行コストに一定のスプレッドを乗せて貸し出すが、債券の発行コストが低い

で、やはり中東欧などでは EIB からの借入金利は低くなると見られる。

以上のように、EIB は EU の公的金融機関として、規模的に制約された EU 財政を補完する機能を担ってきた。皮肉にも、2007年のパリバ・ショックを端緒とした金融危機の勃発は、政策金融機関としての EIB が大きく注目される契機となった。

IV. 金融危機と公的金融

2007年から2008年にかけて発生した金融危機は、世界経済を根底から震撼させた。2009年現在、その余波は継続している。そもそもの発生要因は、アメリカにおけるサブ・プライム・ローンの証券化商品であった。近年、アメリカでは住宅産業が景気を牽引する一産業となっていた。アメリカでは低所得者向けに住宅ローン貸し付ける住宅金融会社が、プライム・レート（優遇金利）よりも高めの金利であるサブ・プライムで貸付をしていた。住宅金融会社は住宅ローンを低所得者に貸し出した後、この貸付債権を原資産に証券化した証券化商品を売却していた。住宅ローンを担保とする証券化商品を MBS（モーゲージ担保証券）と呼ぶ。このほか、証券化商品には住宅ローン以外の貸付債権であるクレジット・カードや自動車ローンを担保とするものもあり、これらは ABS（資産担保証券）と呼ばれた。これらの証券化商品の伸びは著しく、1996年に発行額は2000億ドル前後（MBS, ABS 合計）だったが、2006年には ABS で1兆2000億ドル超、MBS で7000億ドル超、合計で2兆ドル程度まで増加した。

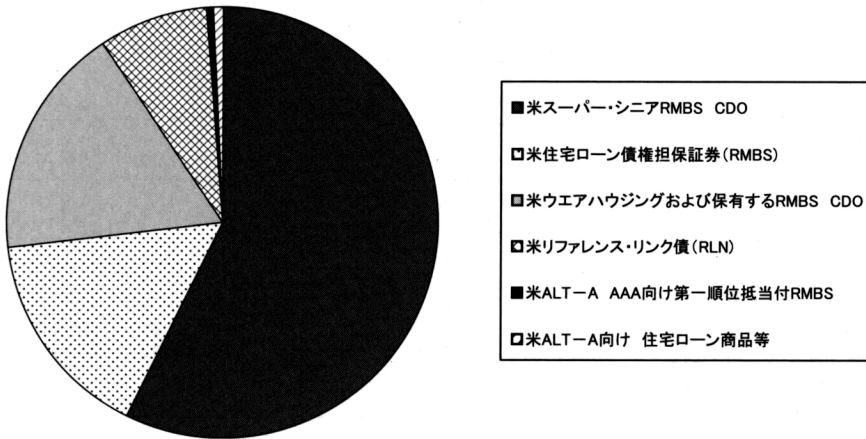
この MBS, ABS は利回りが高いこともあって、ヘッジ・ファンドが多くを購入したのだ

が、欧米の商業銀行、投資銀行も少なからず購入していた。特に、欧州系の銀行もアメリカの証券化商品を購入していた。スイスを代表する銀行である UBS（ユニオン・バンク・オブ・スイス）が2007年度の年次報告書で公表したところでは、同銀行がトレーディング（売買）のために保有する有価証券は、ほとんどが米国の MBS 等であった（図表6参照）。UBS は総資産の地域構成（2007年末）において、アメリカが50%超となり、スイスは10%未満、欧州・中東・アフリカは32%となっていた。すなわち UBS は多国籍化銀行そのものであり、スイスの銀行といっても実質的にはアメリカで収益をあげていたことになる。こうした傾向は他の欧州系銀行にも共通しており、ドイツ銀行の純収入の地域別構成でドイツは25%（2006年）であり、アメリカは28.6%となっていた。欧州系の巨大銀行は多国籍銀行として、アメリカに収益の基盤を移していた、とも言える。こうしたなかで、2007年からアメリカでサブ・プライム・ローンの延滞が始まり、このため住宅ローンをバックにした MBS や住宅価格が著しく低下した。これによって、アメリカのヘッジ・ファンドや銀行は大きな打撃を蒙った。

さらに CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）という保険商品の普及も、金融の悪化に拍車をかけた。CDS とは、証券のデフォルト・リスク（破綻リスク）に関する保険商品である。MBS などが利払い不能となるリスクに対して、CDS によって保険をかけ、破綻した場合に、元利払いの保証を得ることができる。こうした CDS を最も手がけた金融機関が AIG であり、保険会社として破綻に追い込まれ、公的な救済対象となった。

UBS やドイツ銀行をはじめとして、欧州系

図表6 UBS トレーディング収益に重大な影響力を持つポジション



(出所) <http://japanl.ubs.com/about/pdf> 等から作成。

(注) 2007年末現在。

銀行の多くは、アメリカの証券化商品を多く保有していたため、多額の損失を蒙った。UBSは2008年度決算で約200億スイスフランの最終赤字を出したが、スイス政府から公的資金を受け入れた。ドイツ銀行も同じく40億ユーロ程度の最終赤字となった¹⁴⁾。図表7はドイツ銀行の税前利益部門別構成を示すが、法人・投資銀行部門で約80億ユーロの損失が計上されており、いわゆるトレーディングが赤字の主因であったことがわかる。トレーディングでの損失は証券化商品と推定される。アメリカのサブ・プライム・ローンと証券化商品の破綻を契機として、ドイツではコメルツ銀行（ドレスナー銀行を買収）、バイエルン州立銀行、フランスではデクシア、パリバ、ソシエテ・ジェネラル、オランダではING、イギリスではRBS（ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド、イギリスは住宅モーゲージ問題が独自に存在）といった欧州を代表する銀行に公的資金が注入された。背景には銀行の貸出先が不足するなかで、有価証券での運用に依存し、また高いレバレッジ（借

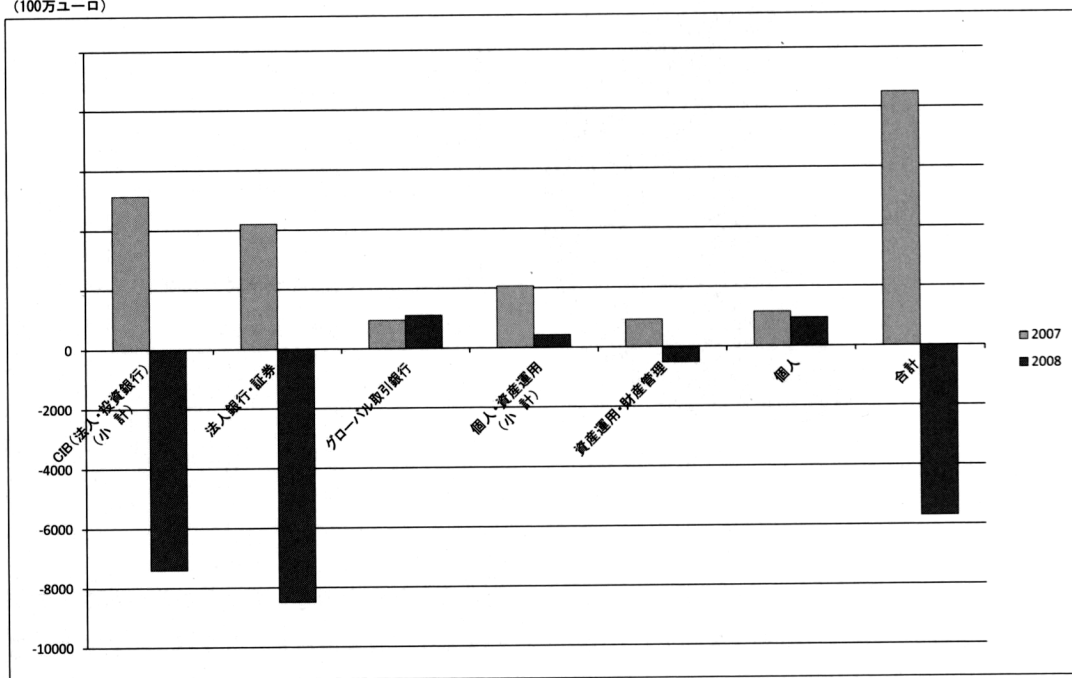
入）により資金調達していたことがある。デリバティブで資金調達し、デリバティブで資金運用する、といった経営スタイルになっていた。商業銀行や投資銀行といっても、内容的にはヘッジ・ファンドに近づいていたことになる。また銀行が著しく多国籍化し、過度にアメリカ市場に依存していたことも大きい。

さらに欧州でも金融危機は実体経済へ拡大した。ユーロ圏の平均失業率は2004年には9%を上回ることもあったが、2007年後半には7%に近づいていた。しかし2009年初頭には再び8%台に上昇した。国別にはアイルランドやスペインでの失業率上昇が目立っている。住宅など不動産業や観光産業の失速が主因と言われている。

またアメリカと同様に、EUにおいても自動車産業が大きな影響を受けた。EUにおける自動車新車販売台数は2008年11月には前年比25.8%減、2009年1月には同じく27%減となった¹⁵⁾。一般的な不況といった要因のほかにも、金融機関が破綻したため自動車ローンが受けに

図表7 ドイツ銀行の税前利益の部門別構成

(100万ユーロ)



(出所) <http://www.db.com/japan/content/jp> 等から作成。

くなくなったこと、リース販売と関連した自動車金融子会社の資金調達難といった問題がある。

自動車のリース販売では、メーカーとしての親会社は金融子会社に自動車を販売する。したがって自動車の所有権は金融子会社に属し、一般利用者にリースされる。このため自動車金融子会社の資金調達が社債やCPで円滑に進むことが必要であるが、金融危機で社債やCPの発行が難しくなった。自動車金融子会社の資金調達問題が、自動車販売を直撃した。またEU固有の問題として、環境規制が強化され、CO₂の排出量を基準に自動車税が増税されたこともあった¹⁶⁾。

しかしEUでも自動車産業は主要産業であり、2008年後半から自動車企業の破綻、経営危機が発生し、大きな問題となった。2008年11月

にはドイツBMWが政府による銀行救済策の適用を表明した¹⁷⁾。11月末からは米GMとフォードが子会社であるSAABとボルボへの支援をスウェーデン政府に要請した¹⁸⁾。12月にはドイツVW(フォルクス・ワーゲン)が銀行救済策の適用によって、政府から公的資金の注入を受けた¹⁹⁾。こうしてEUの自動車産業が危機に瀕し、金融のみならず、実体経済も巻き込んだ経済危機となり、各国政府やEUは金融危機対応策を迫られた。

各国政府とならび、EUとしては、2008年10月に「金融危機から景気回復へ向けた欧州の取り組み」が発表された。その骨子は、①EU加盟国向け特別融資250億ユーロに倍増、②うち65億ユーロをハンガリー向けに緊急融資、③欧州投資銀行(EIB)による自動車業界向け融資

図表8 金融危機をめぐる動き (2008年10月～2009年3月)

EU 加盟国 (国民国家レベル)		EU (超国家レベル)	
10・6	ドイツ 預金全額保護	10・7	預金保証引き上げ 2.5倍で5万ユーロ
10・13	独 単独で最大20兆円の銀行資本注入 ヒポ・レアルエステート 500億ユーロ (7.2兆円) 仏 デクシア 64億ユーロ 英銀3行 (RBS, HBOS, ロイズ TSB) に 最大370億ポンドの資本注入 スイス UBSに60億 SF	10・8	ECB イングランド銀行と協調利下げ
10・19	オランダ INGに100億ユーロの公的資金注入	10・13	金融機関救済策の指針公表
10・20	仏 大手6行に105億ユーロ資本注入 パリバ, SG	10・21	サルコジ議長 ユーロ財務省提言
10・21	ドイツ バイエルン州立銀行 リーマン破たんて損失 公的資金54億ユーロ申請	10・29	EU「金融危機から景気回復へ向けた欧州の取り組み」発表 ① 加盟国向け特別融資枠を倍増 250億ユーロ (約3.2兆円へ) ② EIBからの中小企業向け融資を300億ユーロに拡大 ③ EU基金を使う雇用安定化
11・3	ドイツ コメルツ銀行 公的資金 82億ユーロ (約1兆円) 申請 150億ユーロ政府保証 ドレスナー銀行を買収 (FT11・4)		
11・4	ドイツ BMW 政府金融救済策の適用を検討 リースの反動, 金融子会社の資金調達難 (FT11・5)		
11・5	ドイツ政府 景気対策 500億ユーロ (6.3兆円) ① 法人税軽減 減価償却見直し ② 自動車税軽減 新車 ③ 中小企業の資金繰り (政府系金融機関)		
11・5	スウェーデン ユーロ導入を表明 デンマーク (10月中旬) に続く		
11・24	イギリスが危機対策 ① VAT引き下げ 17.5%から15%へ	11・18	欧州自動車メーカー EIBに400億ユーロの支援要請

	<ul style="list-style-type: none"> ② 小企業向け 10億ポンドの資金支援 ③ インフラ投資 7.75億ポンド ④ 所得税最高税率引き上げ 45% ⑤ 政府借入 780億ポンドへ増加 (FT11・25) 		中古車買い替えへのインセンティブも (FT11・19)
11・27	スペイン110億ユーロの経済対策 80億建設業向け、30億自動車向け (FT11・28)	11・26	EU 総額2000億ユーロ (25兆円) の景気対策 European Economic Recovery Plan EU 負担 300億ユーロ 加盟国 1700億ユーロ ① 付加価値税引き下げ ② 自動車業界支援 (EIB 活用) 環境技術での自動車業界向け 50億ユーロ (FT11・27) ③ EIB の中小企業・環境融資 EIB は150億ユーロ (2009年)
11・28	EU, 仏の銀行支援差し止め 105億ユーロ劣後債引き受け 政府救済額だけ貸出減が条件		
11・31	GM とフォード SAAB とボルボに支援をスウェーデン政府 へ要請 米支援で税金投入が海外に支出されないこと を保証		
12・4	仏, 経済対策 260億ユーロ ① 自動車購入に補助金 CO ₂ 排出量が少ない車への買い替え ② 低所得者向け住宅建設 省エネ改修補助金制度も導入 (FT12・5)	12・2	EIB の増資を決定 資本金は1.4倍で2300億ユーロに
12・9	VW, 銀行救済による資本注入 5000億ユーロ VW 銀行, VW フィナンシャル・サービス リファイナンス・コスト上昇 (債券発行) (FT12・10)	12・2	EU, 危機対応の政府救済策 柔軟性を約束 (FT12・3)
12・15	アイルランド 100億ユーロを銀行に資本注入 (FT12/16)	12・4	ECB 0.75%利下げし、2.5% 英1%下げて、2%へ スウェーデンも同時
2009	独, 追加の景気対策 2010年までに500億 ユーロの財政政策	12・15	EU 首脳会議 2000億ユーロの経済対策で 合意
1・5	既決の500億ユーロとは別枠		
1・8	イングランド銀行 利下げ 1.5%		
1・8	ドイツ 100億ユーロをコメルツ銀に資本 注入 (うち82億ユーロは議決権がない) (FT1・9)		
1・13	独, 公共投資 173億ユーロ (教育等) 所得税減税 89億ユーロ, 社会保障負担減 (FT1・14)		
1・14	ギリシャ S&P から格下げ A から A マイナスへ	2009	2008年の自動車 販売 前年比8.4%減少
		1・15	

		11年ぶりに1400万割れ
1・19	英、銀行の不良債権損失を政府が負担する保証制度 ・政府は銀行が保有するリスク債務（不良債権）の90%を保証する ・トリプル A 格付けの資産担保証券の保証 ・企業に BOE が直接500億ポンドまで貸し付け可能 (FT1・20)	1・16 EU 産業相会議 自動車産業支援 EIB による低利融資 環境対応車への税制優遇
1・19	スペイン国債格下げ S & P トリプル A からダブル A + (FT1・20)	
1・20	仏、自動車産業救済策 50～60億ユーロ 低利融資、税制優遇 国内生産を条件	
1・27	英、自動車産業支援 債務保証23億ポンド EIB からの借入 13億ポンドの保証 イタリアも自動車に3億ユーロ支援	
		2・1 2000億ユーロの対策 300億ユーロの EU 負担 70億ユーロ 企業の環境対応への補助 EIB の低利融資の枠組み整備 50億ユーロ エネルギー供給網の接続
		3・3 EU 競争委員会 自動車産業への支援は EU 単一市場での生産・販売を促進するもの 仏政府が自動車部品メーカーへの出資比率を引き上げ

(出所) Financial Times 等から作成。

の強化④ EU 基金による雇用安定化、というものであった²⁰⁾。

さらに11月下旬には、総額2000億ユーロの景気対策 (European Economic Recovery Plan) が発表された。財源負担は EU が300億ユーロに対し、加盟国各国政府が合計1700億ユーロとなった。その骨子は、①付加価値税の引き下げ、② EIB による自動車業界貸付 (環境対応の技術開発を中心に)、③ EIB による中小企業向け貸付、などであった (図表8参照)²¹⁾。

以上のように、金融危機に対する緊急政策のなかで、公的金融としての EIB は主要な役割を果たすこととなった。民間金融機関が公的資金の注入を受け、実質的に機能不全に陥るなかで、公的金融機関が自動車業界など民間への与信に大きな期待を担いつつある。

EU の対策を受けて、EIB は2008年12月に2009年から2010年にかけての危機対策 (anti-crisis measure for 2009-2010) を発表した。EIB は2009年から2010年に貸付を年間

150億ユーロ (30%) 増加させるとした。その柱は、①中小企業向け貸付を2年間にわたり50%増加させる。民間銀行とのリスクシェアも検討する。②気候変動対策 (自動車産業支援を含む) として、年間60億ユーロを追加で貸付する。これは自動車関係の環境対応措置を含み、研究開発によるCO₂削減を目指す。③中東欧支援として、EIBはすでに中東欧の銀行経由で、中小企業向けに50億ユーロ貸し付けた。金融危機対策はEUの一部の諸国に一定の不均衡な効果を持つので、格差是正の貸付を25億ユーロ増加させる。④これらの貸付のためにEIBは資本金を670億ユーロ増加させ、2320億ユーロとする; とした²²⁾。2007年のEIBによる貸付額は478億ユーロであったから、2009年から2010年にかけての年間150億ユーロ増額は少ない規模と言えよう (図表9参照)。

またEIBとは別に、欧州版世界銀行と言われるEBRD (欧州復興開発銀行) がある。EBRDは2009年2月に、EIBと中東欧向けに協調行動をとることを発表した。これはEBRD、EIB、世界銀行グループが共同で245億ユーロを中東欧向けに貸し出す、という計画である。

以上で明らかになったように、元来EU共通財政が規模的に小さいこともあり、公的金融機

関としてのEIBが補完する機能を担ってきたが、2007年からの金融危機においてEIBをはじめとする公的金融はプレゼンスを高めている。市場経済が比較的円滑に機能している期間には市場型金融で対応できるが、市場経済が混乱すると市場型金融では対応できず、公的金融の役割が大きくなる。

今後、EUならびにユーロ圏においての懸念は財政赤字の拡大であろう。図表10が示すように、金融危機を契機としてEU加盟国の財政赤字は拡大すると予想されている。金融危機により景気が悪化し、税収が減少する一方で、危機対策の財源を確保するため支出が増加し、国債発行額が増加するためである。すでに述べたように、EU条約では過度な財政赤字 (単年度財政赤字の対GDP比3%) を避けることが明記されている。しかしイギリス、フランスは大きく超過しそうである。EU委員会は一時的に容認しても、中長期的に過度な財政赤字を容認する可能性は小さいと見られる。そこで危機対策として、財政政策の発動には制約があると考えられる。またECBの低金利政策も1% (2009年5月現在) と歴史的な低水準まできており限界に近づいている。そこで危機対策として公的金融が活用されることになる。

この問題に関連して、ユーロの将来について

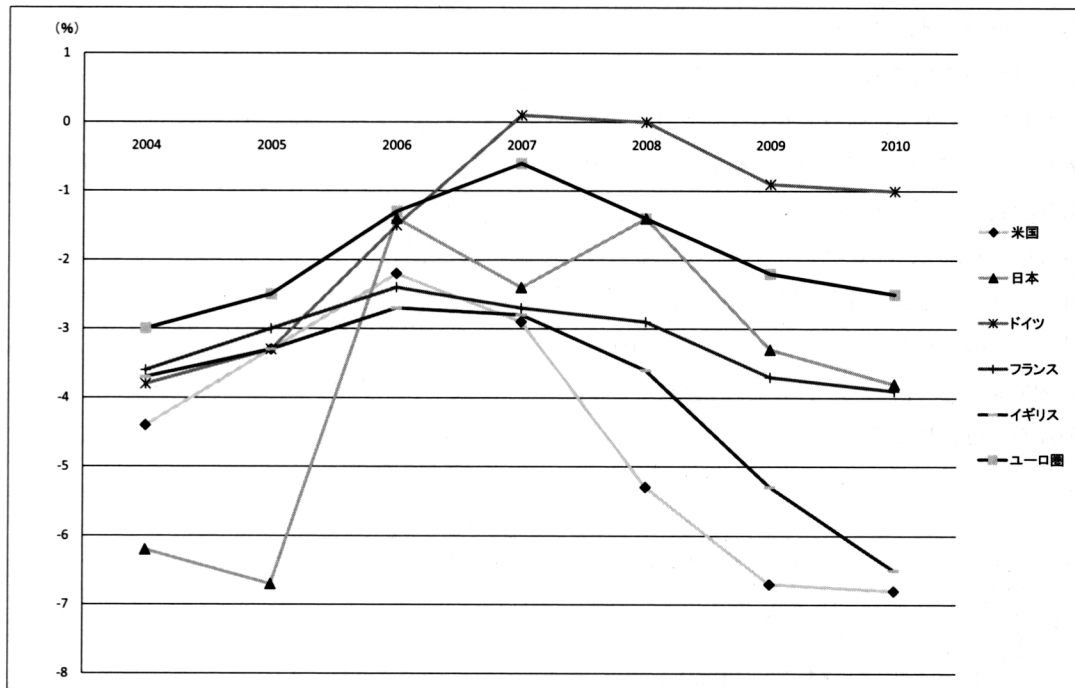
図表9 EIBの危機対策と誘発投資

	追加の年間貸付額	誘発するグローバル投資額
中小企業向け	35億ユーロ	140億ユーロ
エネルギー・気候変動	60億ユーロ	360億ユーロ
格差是正 (中東欧)	25億ユーロ	100億ユーロ
その他	30億ユーロ	120億ユーロ
合計	150億ユーロ	720億ユーロ

(出所) <http://www.eib.org/about/press/2008/2008-159>

(注) 2007年のEIB貸付総額は478億ユーロ。

図表10 EU諸国の財政収支対GDP比



(出所) <http://www.oecd.org/statsportal> 等から作成。

議論があろう。一方では、金融危機に伴う財政赤字の拡大によって、コンバージェンス（単年度財政赤字の対GDP比3%、累積財政赤字の対GDP比60%等）が危うくなり、ユーロの崩壊を懸念する見方もあろう。しかし、他方では今回の金融危機を契機として、独自通貨維持のコストが大きいため、デンマークとスウェーデンがユーロ参加を表明しており、ユーロが拡大する可能性もある。このユーロの将来については、現状では評価が難しい。しかし、2009年4月現在では、EU諸国はアメリカからの財政支出拡大の要求に強く抵抗している。EU議長国のチェコのアボラーネク首相は、アメリカの財政支出拡大に対し、「地獄への道」とまで欧州議会において発言し、物議を醸した²³⁾。こうしたEUの財政赤字拡大への抵抗を見ると、ユー

ロ未加盟のイギリス以外はさほどの財政赤字拡大にならないのではないかと見られる。

V. まとめに代えて

統一通貨ユーロの導入に伴い、EUでは国民国家の変容が進んでいる。通貨発行権のECBへの移譲、財政赤字に関する財政自主権への制限がなされている。EUの共通財政は農業補助中心から、地域格差是正へと力点を移してきたものの、依然として規模は小さい。財政による地域間格差の是正が望まれるが、その機能は制約されている。そこで共通財政を公的金融が補完してきた。欧州投資銀行(EIB)はEUの公的金融機関として、加盟国に融資し、EU統合を推進している。さらに2007年からの金融危機

において、国家財政の拡大が制約されることもあり、公的金融の役割が大きくなっている。

金融政策の面でも、ECBの政策金利は2009年5月現在で1%と極めて低くなっており、限界に近づいている。ECBが日米と同様に、国債等の買い切りオペを開始する可能性はゼロではない。しかし、インフレ・ファイターと言われた、ドイツ連銀の影響が強いECBにとっては、苦渋の決断となろう。したがって、当面、金融危機が収束するまでは、公的金融としてEIBが活用されるであろう。

注

- 1) 池上 淳, 「国際財政論の対象領域」, 林 栄夫他編 (1973), 4頁。
- 2) 内田勝敏, 清水貞俊編著, (2001), 1頁。
- 3) 鈴木武雄, (1966), pp99-128。
- 4) 財政赤字の上限に関する規定は, EU (マーストリヒト) 条約の注記による。
- 5) <http://epp.eurostats.ec.europa.eu>
- 6) 代田 純, (1999), pp216-237。
- 7) European Commission, *The Allocation of 2004 EU Expenditure by Member State* 2006年は予算ベース。
- 8) *Financial Times*, October 22, 2008
- 9) *Financial Times*, December 3, 2008
- 10) 2006年におけるEIBの新規融資が減少したことは, 制度変更(グローバル融資廃止, クレジット・ライン導入)やハンガリーなど加盟候補国の加盟, といった要因によるもので, 一時的な現象と考えられる。
- 11) <http://www.eib.org>
- 12) 2009年1月には, ロシアがウクライナ経由での天然ガスパイプライン輸送を停止するという事態が発生した。新聞報道によると, ドイツでも39%, フランスでも16%が, 天然ガスにおけるロシアのシェアとなっている。EU全体でも天然ガスの約25%がロシアに依存している。石油に比べ, 二酸化炭素発生量が少ない天然ガスは環境面でも優れている。こうした事情からもエネルギー関係の輸送はEUで重要な課題である。 *International Herald Tribune*, January 8, 2009
- 13) EIB, *Annual News Conference 2009*, 9 March 2009, <http://www.eib.org>

- 14) *Financial Times*, February 6, 2009 ドイツ銀行の最終赤字は1957年の再統合以来初めてである。しかし, この決算においても, 売買目的の債券(時価評価)を満期保有目的の債券(簿価評価)に移行させるなど, 時価会計凍結の処理が指摘されている。
- 15) European Automobile Manufacturers' Association, *New Passenger Car Registrations*, www.acea.be
- 16) スペイン, イタリア, フランスは2008年から自動車税をCO₂排出量基準に変更した。この措置でCRVディーゼル(中・大型車でCO₂排出量が多い)などは大幅な販売減少になったと言われる。
- 17) *Financial Times*, November 5, 2008
- 18) *Financial Times*, December 1, 2008
- 19) *Financial Times*, December 9, 2008
- 20) *Frankfurter Allgemeine*, October 30, 2008
- 21) Commission of the European Communities, *A European Economic Recovery Plan*, 26.11.2008, <http://ec.europa.eu>
- 22) European Investment Bank, *EIB Directors approve anti-crisis measures for 2009-2010*, 16. 12. 2008
- 23) *Financial Times*, March 26, 2009

参 考 文 献

- 林 栄夫他編, 『現代財政学体系 4 現代国際財政論』, 有斐閣, 1973年
- 内田勝敏, 清水貞俊編, 『EU 経済論』, ミネルバ書房, 2001年
- 鈴木武雄, 『近代財政金融』, 春秋社, 1966年
- 代田 純, 『現代イギリス財政論』勁草書房, 1999年
- EU ホームページ <http://ec.europa.eu>
- Eurostats ホームページ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
- EIB ホームページ <http://www.eib.org>
- European Commission ホームページ <http://ec.europa.eu>

駒澤大学経済学部教授・当研究所客員研究員