

書 評

A. ジョウンソン著 (安喜博彦訳)
『アイスランドからの警鐘 国家破綻の現実』*
(新泉社、2012年12月)

元 木 久

1. はじめに¹⁾

アイスランドに対する日本の関心度はどの程度だろうか。日経テレコン21(日本経済新聞、日経産業新聞、日経金融新聞の記事)を用いて、アイスランドという文字が1度でも使用された記事数を1つの指標としよう。記事数は、アイスランドが急速に金融立国に向かう2006年3月14日までの30ヶ月間に166(月平均5.5)で、欧州を取り上げた記事の中で僅かに触れられるか、アイスランドが対象の場合でも、短い記事が多い。その後、アイスランド・クローナの危機を何とか凌ぎながら、アイスランドの企業・銀行・投資会社がM&A等により海外展開を進めた2008年9月14日までの30カ月に242(月平均8.1)で、アイスランドの投資マネーに内包するリスクに注意を喚起する長文の記事が増加するとはいえ、その頻度が小さく、日本で強い関心を惹きつけていたように思われない。

ところが、リーマンショックが発生した2008年9月15日以降の20ヶ月間に記事数は730(月平均36.5)と急増し、アイスランド関係の記事が毎日掲載されるようになった。これは、リーマンショックの後、間を置くこともなく発生したアイスランド金融経済の瞬時的なメルトダウン、他の国も陥るかもしれない国家破綻の可能性に世界の耳目を集めたことが主たる理由であろう。もちろん、外国人の預金凍結やカウプシング銀行²⁾が起債したサムライ債(円建て債)のデフォルトにも日本の関係者は強い懸念を抱いたであろう。しかし、規模が小さく、EU加盟国でもユーロ使用国でもないアイスランド経済が他国へ与える影響の

* Ásgeir Jónsson, *Why Iceland?* 2009, McGraw-Hillの全訳である。

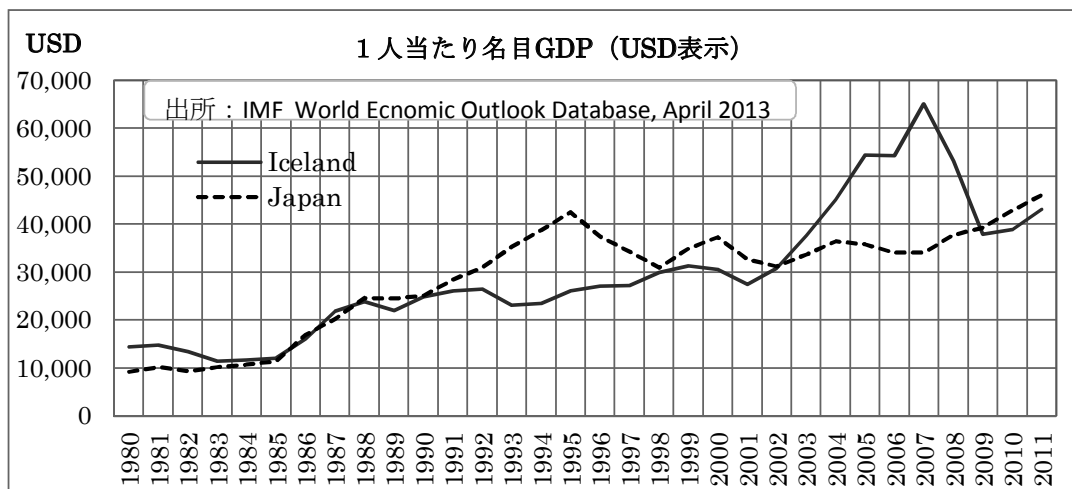
1) 紙幅に若干の余裕があることだけでなく、アイスランド経済が日本でそれほど知られていないこともあって、通常の新刊紹介から少しだけ逸脱した形式で本書を紹介することにした。なお、本書は『日本経済新聞』(2013年2月17日朝刊)で川本裕子教授(早稲田大学)によって紹介されているので、参考にされたい。

2) 訳書ではカウプシング、ランズバンク、グリトニルとしているが、アイスランドに馴染みのない読者をも想定して、紛れのないように、ここではすべてに銀行を付して表記した。

範囲も程度も軽微であることから、自らに及ぶかもしれない問題と強く意識されなかったと思われる。さらに、日本ではサブプライム関連の金融商品の購入が少なかったこともあって、金融破綻するアイスランドを対岸の火事視して、強い印象を持たなかった人が多いのかもしれない。

IMF、スカンジナビア諸国、日本などに資金援助を要請して経済再建の道を歩んだアイスランド経済について、IMFは2010年6月に「底入れ」という認識を示した。それから1年後2011年6月に国債を発行して落札平均利回り5%弱で市場から資金調達できるまで回復したアイスランドに関する記事は、火山噴火記事を含めても、大幅に減少した。それはアイスランド経済が新しい成長経路に乗ったことよりも、メルトダウンした国よりもっと重大な欧州問題が顕在化したことが関係していよう。

人口がわずかに32万人のアイスランドがこれまで長い間、豊かな国であったことは下のグラフから容易に推測することができる。たとえば、日本が1人当たりGDP（米ドル表示）でみてアイスランドに並ぶのは1980年代半ばになってからである。何がアイスランドを豊かな国にさせたのだろうか。そして、21世紀に入ると、急激な成長を遂げるが、何がそれを可能にしたのであろうか。リーマンショック後に急激に落ち込んだが、何がアイスランドを奈落の底に引きずり込み、アイスランドの銀行・政府・中央銀行はこれにどう対応したのだろうか。そして、2年ほどの短期間に何とか回復軌道に乗ったが、それはなぜだろうか。こうした問題に対峙して世界に警鐘を発するのが著者の意図である。



2. 訳者の思い出

アイスランドに対する訳者の思い出が随所に見られる。内容に入る前に、それについて簡単に触れておこう。第1は、原書のカバーに掲載された紹介文の表題が「サガ（叙事詩）」であり、それはアイスランドの歴史の流れの中に浮かびながら本書が執筆されたという特質を示していることである。紹介文の執筆者が不明だとしても、それを「カバーストーリー」として訳書の一番初めに置いたのは、金融帝国の興亡に係るアイスランドを、その文化・精神史の中で理解すべきだと訳者が著者の暗黙裡の意向を忖度して理解しているからであろう。

金融工学の発展を基礎として投資銀行が開発した各種の証券化商品に関連する金融用語は専門家以外、なじみの少ない概念である。この点を考慮して、巻末に16ページに及ぶ、訳者自身の手になる用語解説が掲載されている。金融用語解説を巻末にもつ小説（たとえば、黒木亮『巨大投資銀行』ダイヤモンド社、2005）も存在するので、用語解説自体は稀有でない。しかし、読者の苦痛を和らげ、本書を読了してアイスランドを理解して欲しいという訳者の思いが伝わってくる。これが第2の思い出であろう。

訳書のカバー・フラップに示されている写真は原書と異なる。それだけでなく、各章のタイトルページあるいは本文中に写真が挿入されている。それらは原書に存在しないものである。それは訳者の第3の思い出を示すものである。その写真提供はご家族のMasako & Glen Yasuki-Edmondsであることが目次の最後と訳者解題の最後にさりげなく記されている。訳者の思い出がご家族の協力となって現れたのであろう。

3. 序章「炭鉱のカナリア」

本章は2012年10月17日の日付をもつ日本語版への序文として書かれたもので、原書刊行からおよそ3年経過した時点で、再度、アイスランドのメルトダウンを振り返っている。著者の主たる主張は以下の通りである。

高レバレッジにより規模を拡大し、海外展開したアイスランドの3大銀行が国際的信認を失ったとき、アイスランド・クローナという通貨を有する人口32万人の小国の中央銀行は最後の貸し手としての能力を持たなかったし、小規模経済であるがゆえに、その破綻が引き起こす他国への感染力は微々たるものであり、また、EU加盟国でないこともあって、アイスランドを救済する誘因が他の諸国に存在しなかった。トリプルAという格付けを持っていても、こうした条件下では国と銀行がデフォルトするのも当然であった。最終的に、アイスランドはIMFに支援要請せざるを得ず、歳出削減と同時に増税を実行することになった。

銀行の破たん処理に際して、議会は国内預金を優先的に保護すること、破綻銀行を旧銀行

と新銀行に分割し、国際事業などを引き継いだ旧銀行は清算手続きを進め、国内資産と預金を新銀行に移すことを決めた。そして、旧銀行の債権者はかなり整理した上で新銀行の株主としての権利を入手することで調整された。また、資本の海外逃避を阻止するために厳しい資本規制を行い、激しいクローナ安によって輸出競争力を確保した。

民間部門の負債を政府に転嫁しないように努力したこと、IMF との協定もあって財政改革を進めたことから、2010年には国際資本市場で LIBOR の上乗せ金利 3.2% で国債発行が可能となった。危機の中で国内の政治的対立・緊張関係が強く醸成されたが、アイスランドは欧州問題の渦中にある国々よりもはるかに有効な解決策を実践してきた。

アイスランドの経験が示していることは、債務危機に対する予防手段をもたなければ、金融市場での信頼が急激に消滅するものだという警告である。金融危機に遭遇したとき、支払能力の問題を背後に押しやって流動性の問題だと誤認すると、それに伴って採用される政策が危機を深化させ、ソブリン・デフォルトに繋がる。金融危機への対応が苦痛と犠牲を伴うものであっても、銀行の負債（民間の負債）を納税者（国家の負債）に肩代わりさせてはならない。アイスランドはこの原則を守ろうとした。

アイスランドは、炭鉱に毒ガスが溜まって爆発に至る前に警告を発してくれる「カナリア」の役割を果たし、銀行の破たんが国家破綻（ソブリン・デフォルト）に繋がらない事例を示したというのが著者の基本主張³⁾で、訳者が日本語版への序文を序章として配置したのは原著者の意図を鮮明にする工夫だと言えよう。

4. 国際主義と孤立主義

第1章と第2章はアイスランドの歴史的視点からの叙述である。バイキングを祖先に持つアイスランド人は大西洋から地中海まで活動した、リスクを恐れない冒険者として国際主義を重視する人々と、ノルウェーなどからの亡命者としてアイスランドを隠れ家とし、ヨーロッパの動乱の影響を避ける孤立主義を重視する人々が共存する。たとえば、海外に出て成功した人々が国に戻ってくる「アイスランド・ドリーム」は国際主義を、デンマーク、イギリス、オランダ、ドイツなどの利害抗争で辛酸を嘗めて国民意識に残った傷跡は孤立主義を讃える

3) 銀行危機に対して最後の貸し手としての役割を果たさなかった、あるいは、果たすことができなかったと述べて、危急時に流動性供給を行わなかったとしている。しかし、それは供給すべき流動性がアイスランド・クローナではなく、米ドルやユーロであり、アイスランド中央銀行が供給可能な外貨準備を保有しなかったためである。アイスランドの場合、流動性の問題と支払能力の問題はコインの裏表だったのであり、その結果、アイスランド・クローナの急落とともにソブリン・スプレッドが上昇して国家破綻に至った。民間銀行の負債を直接的に国家の負債に転嫁しなかったことは確かだとしても、国家の破綻と後述のアイスセーブの責務を免れなかった。したがって、負債の転嫁がなかったとの主張は孤立主義に基づく判断で、説得力が弱いと言わざるを得ない。

ことになる。国際主義と孤立主義の狭間を揺れ動いたアイスランドを簡素ではあるが簡潔に描き、ヨーロッパに出て投資銀行業務をグローバル化したアイスランドの銀行家、あるいはまた、アイスランド・クローナの維持を主張する人達とユーロの導入を主張する人達の存在も両者の狭間を示すと著者は主張する。

デンマーク人が創設し、1904年に開業したアイスランズバンキ銀行は外国人が所有する銀行で、通貨発行権が付与された民間銀行であったが、1928年に国民議会アルシングが1933年を期限として通貨発行権を唯一の国有銀行であるランズバンキ銀行に移転することを決定していた。アイスランドの金融システムを発展させ、漁業の近代化、都市化に貢献してきたアイスランズバンキ銀行はデンマークやイギリスの資本を導入して国際化を進展させていた。ところが、大恐慌で大企業の倒産により、アイスランズバンキ銀行はデフォルト状態に追い込まれ、預金と対外債務の保護を請願したが、アルシングがこれを否決したため、閉鎖の止むなきに至った。議会の論議が国際主義と孤立主義の歴史的対立の中で後者、すなわち、外国に対する銀行の負債をアイスランドの税金で面倒をみるべきでないという孤立主義の主張が勝利したと説明される⁴⁾。ところが、国際金融市場から締め出すというイギリス、デンマークなど関係国の警告によってアルシングは孤立主義的議決を撤回し、アイスランズバンキ銀行を衣替えした国有銀行として再開した。したがって、結果として国際主義が支配することになった。

こうした中で3番目の国有銀行が1930年に創設されたが、当時の政治状況を反映した銀行システムが形成されることになった。1961年にアイスランド中央銀行が創設されるが、旧態依然の政治状況の中で運営されて、最後の貸し手機能に対応する能力を欠いたまま、今回のメルトダウンに至ったのは大恐慌の時と同じであったと説明される。ただ、民間銀行が国際金融市場に展開して活動を広げる力は国際主義の考えに基づいているが、今回の金融危機に陥る過程でアイスランドの金融機関が証券化商品を組成する投資銀行のレベルに達しておらず、海外の大口資金に依拠した資金調達システムが投機資金の生み出すリスク、とりわけ為替変動を含むリスクに対応できていなかったためにメルトダウンしたのであり、これが再び、孤立主義の勢いを強めることになるという主張が以下の諸章で詳しく展開される。

5. EEA（欧州経済領域）への加入と国際化

鱈の過剰漁獲により漁業がリーディング・インダストリーから脱落する中でアイスランドに新しい風潮が強まった。それはサッチャー的新自由主義で、スカンジナビアの福祉国家からの転換が促されることになった。1930年以降の政府統制を廃止して民営化、減税、自由

4) この主張が今回のメルトダウンへの対応と軌を一にしていることは第8章で明らかになる。

化に強い弾みがついたのは EEA に加入した 1994 年であった。それは貿易だけでなく、資本、労働の自由な移動を保証するもので、アイスランドは世界に開かれた市場経済という形で国際主義が優越性を持つことになった。また、地熱や水力による安価な発電事業、それを利用する精錬事業、文化や文学に魅せられた観光業など、新しい成長産業のためにアイスランドは資本を必要としていた。これが金融の自由化と結び付くとともに、成長が政府債務を圧縮し、勤勉な国民が形成した大きな年金残高は国債にトリプル A をもたらす役割を果たした。

国内の小口資金に依拠していたアイスランドの銀行は 1990 年代末になって、内外金利差から海外の大口資金を導入できるようになり、商業銀行と投資銀行とを融合したユニバーサル・バンクに向かった。しかし、IT バブル崩壊や 9.11 もあってユニバーサル・バンクへの途は困難を極めた。そうした状況下で、預金ではなく、市場から資金調達せざるを得ない投資銀行カウプシングが EEA 加入後に業容を拡大し、2000 年に入って海外展開するプロセスを、同行の主任エコノミストであった著者が国有銀行の民営化の中で生起する人間関係や人物像を含めて詳しく描いている。

このような叙述の仕方について、訳者は「解題」の中で「自分たちの先祖につながるサガの世界を語らざる彼らにとっては、恐らく自国の歴史は、たとえ現代史であっても自己の体験を含めた……伝承の世界といってもよいのかもしれない」⁵⁾と紹介している。そして、この手法が以下の諸章で、ときにはより詳しく、長々と展開され、サガに馴染みのない読者にはいささか冗長と映るかもしれない。

6. アイスランドの「炭鉱のカナリア」

1994 年の EEA 加入を契機にカウプシング銀行を先頭にして他の 2 大銀行も買収によって海外展開を図ったが、それには重大な障害があった。国内の預金市場が小さいので、海外展開に必要な資金は主に外国の資金市場に依拠せざるを得なかったのである。アイスランドの銀行と企業が M&A によって海外で急速に拡張するのは 2003 年頃からである⁶⁾。

2003 年に、国内では議会アルシングが大規模な発電所建設を承認した。それは安価な電力をアルミ精錬に供給するためであった。建設に必要な機械・設備が輸入されるので、貿易赤字は不可避であった。それは海外からの資本流入が必要であることを意味した。

資本集約的な電力プロジェクトと並行して 2 大国有銀行の民営化、すなわち、政府が保有する両銀行の株式売却、さらに、預金準備率の引き下げによる金融緩和が実行されたので、株式市場が沸騰することになった。住宅金融については、「住宅金融基金」の MBS に基づ

5) 邦訳 pp.326-327

6) この頃から 1 人当たり GDP が急上昇していることが前掲のグラフから確認できる。

いてランズバンク銀行などが行っていた。それはアメリカのファニーメイと同様の MBS（住宅ローン担保証券）であったが、資金の割り当て制約が付随していた。2004 年になって、カウプシング銀行が中高所得層を対象に同じ金利だが割り当て制約なしで住宅ローン市場に参入した。その結果、住宅価格が急上昇し、インフレを加速させたため、アイスランド中央銀行は政策金利を 2005 年末に 10.5% まで引き上げた。そのため、内外金利差が拡大し、通貨アイスランド・クローナ（ISK）がキャリー・トレードの対象通貨となった。

2005 年、アイスランド・クローナ建ての「グレーシャー債」が海外の銀行によって発行され、キャリー・トレードが飛躍的に拡大した。インフレ対策としての金利引き上げがヘッジファンドの買いポジションを強め、2006 年初めの通貨危機に繋がっていく。その様子が本章冒頭でサガの手法を用いて説明される。それを「ヘッジファンドの攻撃」の節に繋げて読むと、ヘッジファンドが一斉に売り持ちに逆転して通貨危機を生み出す様子が鮮明に浮かびあがる。2006 年 4 月、ヘッジファンドなどの売り浴びせに対して、それが自分たちへの蔑視と感じたアイスランドは民間が保有する外貨をもすべて動員して為替市場でアイスランド・クローナを護り、通貨危機が消えるプロセスも臨場感あふれる形で描写する。著者はこの危機をアイスランドの間歇泉に擬えて「ガイザー・クライシス」と呼ぶ。

2006 年 4 月の ISK 通貨危機でアイスランドが崩壊しなかったのは世界的な過剰流動性供給が続いたからであるが、自国通貨を持つ国が破綻の危機に曝されうること示すという意味で、アイスランドはまさに「炭鉱のカナリア」であった。しかし、アイスランド政府はそれを認識して教訓を引き出すに至らなかった。アイスランドの銀行はレバレッジを効かせた M&A により海外展開し、それは資産を拡大したが、同時に対外債務も大きく拡大させた。銀行のバランス・シートの拡大に対応して中央銀行と政府の支援環境を整備する必要があったが、政府・中央銀行にその認識がなく、2008 年のメルトダウンは不可避的であった。

こうした著者の主張に対して若干の違和感を述べておきたい。ヘッジファンドなどによる通貨投機は、1992 年イギリス・ポンドに対してジョージ・ソロスが売り持ちを仕掛け、イギリスにユーロ導入を断念させるに至ったこと、あるいは、アジアの通貨危機の経験がその後、アジア諸国に十分な外貨準備の蓄積に走らせたことなど、既に世界には周知の事例が存在していることを考えると、著者はアイスランドが近年の歴史に学んでいなかったという教訓を引き出すべきであったように思われる⁷⁾。

7) ソブリン・デフォルトに関しては、C. M. Reinhart & K. S. Rogoff, *This Time Is Different*, Princeton University Press, 2009（村井章子訳『国家は破綻する』日経 BP）が優れているが、発行年からして本書の著者が利用できなかったことが惜まれる。

7. 金融帝国としての国際主義

アイスランドでは銀行だけでなく、主要企業の多くが M&A による海外展開で収益を高めたこともあって、アイスランド株式市場 ICEX は活況を呈し、株式時価総額が急増して、2007 年には GDP の 3 倍に達した。増殖する株式はアイスランドの銀行が海外の巨大銀行から直接資金調達する際の担保として機能した。しかしながら、他の上場企業の株式を保有する金融機関の株式価額が ICEX の 85% を占めるという入れ子構造的の特異性を持っており、後に生じる株式暴落が為替相場下落と相まって金融機関のバランス・シートを直撃する主要要因となる。

他方で、「ガイザー・クライシス」の後も、アイスランドの銀行に対する CDS スプレッドは高いままであった。それにもかかわらず、アメリカの投資銀行などがアイスランドの銀行に債券発行を求めてきた。それは MBS、CDS などと組み合わせで優先劣後構造をもつ CDO を組成し、投資家に販売するためであった。アイスランドの銀行債を CDO に組み込む上で、ムーディーズが明確な根拠なしにアイスランドの 3 大銀行すべてを数ノッチ引き上げてトリプル A に格付けするという問題を引き起こしながらも、アメリカの投資銀行戦略の中にアイスランドは組み込まれていった。しかし、これは同時にアイスランドの金融機関にとって国際市場から資金調達が容易になることを意味した。

アイスランドで持ち株会社が高いレバレッジを効かせた M&A によって大規模化する過程で、銀行との関係を強めながら投資会社に変身するプロセスが主要人物の人間関係を含めて詳しく叙述される。最初に、カウプシング銀行と投資会社エクシスタの相互株式持ち合いの関係、次に、ランズバンキ銀行と投資銀行志向の株主との関係、さらに、ノルウェーの銀行を買収したアイスランドバンキ銀行がグリトニル銀行に名称変更するに至る過程を説明して、3 大銀行が投資銀行化し、アイスランド経済がバブル化するプロセスを描く。2007 年には 1 人当たり GDP が世界第 3 位まで上昇するが、それは同時に低失業率、高金利、経常収支赤字巨額化と抱き合わせであった。資本と労働の移動が自由な高金利小国開放経済で、狭隘な国内市場から「外に打って出る」企業・銀行にとって必要な資金を容易に海外から調達し、海外の投資家は高金利国に資金を向かわせることになる。これに対応した報酬を手にするとき、人々は孤立主義ではなく、開放主義を自らの文化としたと著者は説く。

この文化を中心的に支えていたのは外国資金に依存してバランス・シートを拡大し、莫大な収益を稼いだ投資銀行であるが、国際金融危機に際してアイスランド政府がなしうる支援レベルは小さ過ぎた。グローバル化の果実を掴もうと前に進んだアイスランドが「2008 年におけるアイスランド金融システムの全面的破綻によって判断されそうだというのは実に悲

しいことと言える」⁸⁾ という文章で第5章を結んでいる。これは著者の基本判断でもある。

8. メルトダウンの条件

米国の金融危機が強まる中で、2008年1月になると、多くのヘッジファンドはアイスランドの銀行債に対してショートポジションを明確にした。それは銀行債を含むCDOのデフォルトリスクが高まると同時に、銀行債のCDSスプレッドが上昇し続け、格付け機関は3大銀行をトリプルAからA1、A2に引き下げたことから明らかであった。さらに、3月になると、アイスランド・クローナが2週間で2割も減価し、外国人が資金逃避を始めた。しかし、政府も中央銀行も反撃の情報戦によってこの事態を一時的に収めることに成功した。

海外で高いレバレッジにより買収を重ねて大規模化した多国籍企業に対し、銀行はその資金調達で主導的役割を果たしたが、為替リスクを伴う資産の割合を高めた。資金逃避に対応するために、アイスランドの銀行は資金調達手段として海外でネット預金を積極的に活用した。しかし、ネット預金それ自体、ランズバンキ銀行の場合、アイスランドの預金保険の対象となっていたが、カウプシング銀行のネット預金は、その海外子会社に属していたので、アイスランドの預金保護対象ではなかった。グリトニル銀行は資金調達に行き詰まり、2008年初頭に何らかの措置が必要となっていたが、当局の無能さと他の2行の反目で身動きがとれない状況にあった。同じ時期に、ICEXは暴落したが、それは外国人の売りを伴っており、アイスランド・クローナの売りをも意味した。また、相互持ち合いの株式を担保とした貸し付けもあり、銀行が株式暴落に対応できないほど、複雑にからみ合った金融システムが形成されていて、金融当局もシステミック・リスクに対応できなかった。

こうした特殊事情を考慮しても、アイスランドの銀行はアイスランドの経済規模からすると、大きくなり過ぎていた。政府は外貨準備を増強させる必要性を感じていなかった。アイスランドの経済危機、通貨危機に対して海外の主要中央銀行はアイスランドとの通貨スワップを拒否した。その理由は明らかになっていないが、著者は次のように推論する。経済規模に比べて銀行規模が大きすぎ、整理の必要があったこと、デレバレッジの実行プランを策定していなかったこと、現状を維持したままで問題解決に必要な貸付額は巨大すぎたこと、アイスランドが破たんしても国際金融への影響は無視できること、など。後に説明するように、海外、特にイギリス人のネット預金がアイスランド政府によって保護されるのかという疑念も影響した⁹⁾。その上で、EUに参加しなくてもその市場へアクセスができることから、参加

8) 原書 p.112、邦訳 p.184

9) これに関しては第6章で詳しく叙述されるとともに、海外に「信頼可能な友人関係」がなかったことの例示となっている。

国としての親密なつながりを顧慮しなかったアイスランドは「ほとんど友人を持っていない」¹⁰⁾と著者は述べる。

著者は、国内の政府、中央銀行の対応に関して深刻な危機を知らせる鐘が鳴ったとき、何の準備もなかったと述べて、大きな外貨準備あるいは海外の主要中央銀行から外貨供給があれば、国家破綻が避けられたと推測する。外貨準備については、アジアの通貨危機以降、アジアの諸国は外貨準備の蓄積に最大の努力を払い、リーマンショックを契機とする金融危機を乗り越えたという事実を想定するなら、十分に首肯できよう。主要中央銀行との通貨スワップ協定が成立するためには「信頼可能な友人関係」が前提となろう。ただし、アジア危機の際にIMFが要求したあるいは現在の欧州危機でドイツが要求する厳しい緊縮政策が抱き合わせになって「信頼関係」の瀬踏みが行われるであろう。著者はこれを認めるが、ネット銀行預金を外国人に対してアイスランドの税金で保護しないとする国民投票の結果は信頼関係を阻害することになると思われるが、後に書かれた序章でもこれに触れていないのは残念である。

9. 断崖絶壁からの転落

銀行が調達した資金のうちアイスランド人の預金は2～3割で、残りの多くは海外のネット預金と債券であった。2008年9月下旬、ネット預金が流出し始めた。負債の7割が外貨建てであったため、アイスランド・クローナの暴落により、資金調達に空前のプレミアムが要求されることになって、アイスランドの銀行も企業も破綻状態になった。政府が外国人の預金をアイスランド人と同じ条件で保護するとすれば、それはGDPの8割に相当する大きさであって、銀行破綻が国家破綻を導くことになる。10月5日の日曜日が国の命運を決める最終期限で、それまでに国際流動性を確保することが不可欠であった。しかし、BOE、ECB、FRBから流動性が供給される見込みのないこと、そのため、比較的関係の良かったスカンジナビア諸国からも与信枠の拡大が望めないことがはっきりしてきた。

国内で銀行が行った貸出は、その多くが外国との取引に用いられていたもので、アイスランドの銀行資産の流動性は為替市場の動向で決まることになる。ところが、アイスランドは通貨スワップから締め出されたので、市場は凍結状態となり、銀行資産の流動性が失われて金融システムの破綻だけが待ち受けることになった。

著者はこうした事態に至った経緯を次のように説明する。アイスランドの銀行が蒙ったリーマン損失自体は小さかったが、大西洋兩岸に立ち昇る信用不安がアイスランドの銀行に

10) 原書 p.138、邦訳 pp.220-221

対する CDS スプレッドを急上昇させた。米国財務省と FRB が他の中央銀行と協力して¹¹⁾ 国際流動性を大量に供給したとき、事態は大きく改善した。ところが、流動性援助対象国リストにアイスランドが入っていなかった。その結果、アイスランド・クローナは急落し、これが断崖絶壁に追い込んだ第 1 の要因である。著者は首相と外相がアイスランドにとって危急存亡の 9 月下旬にニューヨークにいたが、危機対応と関係のない行動をとっていたと述べて、政府の危機意識欠如を指摘している。

第 2 の要因は政府と中央銀行の問題解決能力の欠如である。3 行の中で資金ポジションがもっとも悪く、流動性問題を抱え続けてきたグリトニル銀行が 2008 年 9 月下旬に流動性を確保できない状況になった。グリトニル銀行はアイスランド中央銀行（CBI）に融資要請をしたが、それは外貨準備の三分の一に匹敵する額であった。これと並行してランズバンキ銀行との合併交渉も行われていた。9 月 27 日に政府と CBI が出した結論は合併でも融資でもなく、株式取得による国有化であった。ところが、国有化は当局の期待と逆の事態を生み出した。3 行の格付け引き下げとそれに続く証拠金の積み増し請求が大きくなると同時に、グリトニル銀行の CDS スプレッドが低下するのではなく、ソブリン・スプレッドがグリトニル銀行に合わせるように上昇したのである。その結果、国有化という合意が 1 週間で破棄された。この経緯が人々の不信感を醸成し、他の 2 行のネット口座を含む預金の引き出しを誘発し、まずランズバンキ銀行が破綻・国有化されることになった。要するに、政府と中央銀行による銀行救済の不始末がアイスランド金融システムを断崖絶壁から一突きすることになった。著者はこの経緯について米国がリーマンを倒産させた状況と同一で、いずれのケースも問題のある選択だったとする。

最後の、最も強烈な要因はネット口座を巡るイギリスとの関係である。カウプシング銀行はネット口座を持っていたが、それはイギリスにある子会社のもので、イギリスの預金保護のもとにあった。ところが、ランズバンキ銀行の場合、ネット口座は系列のネット銀行アイスセーブの下にあり、アイスランドの預金保護の対象であった。政府がランズバンキ銀行を公的管理下に置いたとき、アイスランド国内の預金は保護するが、海外の預金に責任をもたないと表明した。実際、ランズバンキ銀行の在外ネット預金がアイスランドの経済規模からしてもととも大きい上にアイスランド・クローナが暴落したために、国内の預金と外国の預

11) 著者は SEC（証券取引委員会）としているが、誤りである。金融危機に対して SEC が適切に対応する能力を持っていなかったことについては、H. Paulson, *On the Brink Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, 2010, Grand Central Publishing（有賀裕子訳『ポールソン回顧録』2010 日本経済新聞社）参照。また、Fed が事態をどのようにに把握し、対応したかについては、B. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/lectures/about.htm>, 2012（小谷野俊夫訳『連邦準備銀行と金融危機』2012 一灯舎）参照。

金を合わせて救済できる能力がなかったことも確かである。しかし、イギリス政府はイギリス人がもつアイスセーブの預金を保護するよう求めたが、アイスランド政府に義務履行の意思がないと確信した。イギリス政府は直ちに、反テロリズム法を適用して、ランズバンク銀行、アイスランド中央銀行、アイスランド財務省をアルカイダと同列に置いて金融制裁措置を発動し、「テロリスト国家」という認定によりアイスランド系の銀行資産を全面凍結した。その結果、カウプシング銀行はネット預金の流出だけでなく、イギリスによる預金の差し押さえと転売のため、破綻・国有化以外の選択肢がなくなった。イギリスの制裁措置によりアイスランドは国際決済が不可能になり、国際取引から締め出され、国家破綻という結末を迎えることになった。著者は金融立国を目指した国際主義を念頭に置いた上で「仲間のいない世界という経験はつらいものであった」¹²⁾ とこの章を結んでいる。

10. 原点に回帰しての復活

2008年10月8日、イギリスが反テロリズム法を発動し、カウプシング銀行が最後に公的管理下に入ったときには、為替市場は完全に停止し、アイスランドは世界の決済システムから弾き飛ばされていた。しかしながら、外貨なくしてアイスランド経済の建て直しは不可能であった。IMFへの支援要請は国の主権が制約されることであり、1人当たりGDPが世界のトップレベルのアイスランドがとるべき選択肢でないとしていたが、ロシアからの微笑みが消えた後、プライドをかなぐり捨てて緊縮経済政策を伴うIMF支援を要請せざるを得なくなった。その様子がカウプシング銀行のエコノミストであった著者によって内部的視点も含めてやや詳しく描かれている。

IMFから約20億ドル、スカンジナビア、日本などから約40億ドルの援助を得てIMF計画が実行に移された。それには政策金利の大幅な引き上げと同時に資本の流出入に対する厳しい規制が含まれていた。高金利は海外資金に対する高い利払いと国内生産収縮効果を持つことから、著者はIMFスキームを問題だとしている。著者の主張にも拘わらず、高金利は資本規制とセットになっているからこそ、アイスランド・クローナ安が成立し、それが貿易黒字と観光収入となってアイスランドに外貨を供給している点を軽視してはならないであろう。というのも、著者は最終章で独立の通貨を持つ小国にとって外貨準備の重要性を強調しているからである。

アイスランド政府が厳しく解決を迫られる対外重要問題が残されていた。それはアイスセーブの海外預金に対して政府が責任をもたないとしたため、イギリス政府が「反テロリズム法」を発動することになった問題である。もしアイスランド政府の主張を認めるならば、

12) 原著 p.188、邦訳 p.289

預金保護を前提に国境を越えた金融サービスを提供している EU 市場に金融危機をもたらす重大な導火線を持ち込むことになる。イギリスは他の EU 諸国を引きこんでアイスランドに責任を果たすよう迫った。アイスランド政府は EEA（欧州経済領域）加入が自らの繁栄を支えたという認識から、そこからの追放を避けるべく、アイスセーブの海外口座も自国民に対すると同等の責任を認めることになった¹³⁾。

破綻銀行は緊急法に基づいて、多くの国が行ったのと同様に、新銀行と旧銀行に分離し、新銀行は旧銀行の国内資産と一定の従業員を移転して国内営業を行い、旧銀行は主に海外資産を処分して債権者と調整する清算銀行となった。そのプロセスで生じた債権・債務関係を巡る問題や銀行・政府・政治家の責任問題や国民の怒りなども紹介されているが、著者が最も注意を喚起したいことは、金融立国の過程で貧富格差が生じたけれどもメルトダウンによってそれが消滅し、「この国は歴史的に平等主義を固守し、目立った富裕層はほとんどいなかった。バンキング・ブームはこれを急速に変化させたが、それが終わった結果、価値観は元に戻りつつある。…多くの人たちは平等が回復することでひとまず安心している」¹⁴⁾ というメッセージであろう。そして再び、EU への参加を構想する国際主義と島が有する天然資源を中心に経済生活を構想する孤立主義との、古来からの選択肢に直面することになったとして、著者は現在の問題をアイスランドの歴史の中に位置づける。

11. 再び〈炭鉱のカナリア〉

これまで多くの国は危機に陥った銀行を、たとえ納税者の負担になろうとも、救済してきたが、アイスランドはそうした救済がソブリン危機に転化しうることを示した。著者はアイスランドの経験から重大な含意を引き出している。FRB、ECB、BOE からもっと早い段階で流動性供給があれば、あるいは理不尽な反テロリズム法の適用がなければ、もっと別の結果となったかもしれないというアイスランド人としての心情を別とすれば、アイスランドの国家破綻の経験は再び〈炭鉱のカナリア〉として重要な信号を送っている。破綻国家アイスランドが示す条件とは、経済規模が小さく、したがって、財政能力が限定された国で、国際通貨でなく、独自の通貨を持ち、十分な外貨準備を持たないにもかかわらず、金融システムが国際的に開放されていることである。この条件が満たされれば、いつでもアイスランドになりうるということである。著者はイギリスもその資格がある。アイルランドはユーロ加盟国という条件により破綻を免れた。

破綻に際してアイスランド政府は納税者に負担を転嫁しない道を選択した。それが無謀な

13) これは 1930 年状況の再現であるが、残念ながら、著者はそれに注意を促していない。

14) 原著 pp.204 ~ 205、邦訳 p.313

選択であり、熟慮されたものでなかったとはいえ、上述の条件を満たす国はアイスランドのような意思決定を行う誘因が存在する。圧縮さるべき不良債権が政府の財政能力より大きければ、国家は破綻する。「これは現実問題である。アイスランドは生死のいずれであるとしても、〈炭鉱のカナリア〉と言ってよい」¹⁵⁾ という本書最後の言葉は、後に顕在化する欧州問題や国際金融における自由と規制の問題を検討する上でも、示唆に富む。

[2013.4.30 脱稿]

15) 原著 p.211、邦訳 p.321