

博士学位論文（東京外国語大学）  
Doctoral Thesis (Tokyo University of Foreign Studies)

氏名	村上 直久
学位の種類	博士（学術）
学位記番号	博乙第 23 号
学位授与の日付	2017 年 9 月 6 日
学位授与大学	東京外国語大学
博士学位論文題目	ユーロ圏危機を踏まえた OCA（最適通貨圏）理論の再構築

Name	MURAKAMI Naohisa
Name of Degree	Doctor of Philosophy (Humanities)
Degree Number	Otsu-no. 23
Date	September 6, 2017
Grantor	Tokyo University of Foreign Studies, JAPAN
Title of Doctoral Thesis	A Proposal for Strengthening Optimum Currency Area (OCA)

ユーロ圏危機を踏まえた OCA(最適通貨圏) 理論の再構築

— EMU (欧州経済通貨統合) の持続性確保に向けた参照  
点としての理論的枠組みの再定義—

村上 直久







## 目次

第一章 危機と発展の弁証法.....	1
1.1 背景—危機と発展の弁証法	
1.2 目的	
1.3 新規性	
1.4 構成	
1.5 結論の方向性	
第二章 OCA 理論のサーベイ.....	9
2.1 EMU と OCA	
2.2 OCA の特性	
2.2.1 物価と賃金の柔軟性	
2.2.2 労働力を含む生産要素の移動	
2.2.3 金融市場の統合	
2.2.4 経済の開放度	
2.2.5 生産と消費の多様性	
2.2.6 インフレ率の類似性	
2.2.7 財政統合	
2.2.8 政治統合	
2.3 初期 OCA 理論	
2.3.1 Friedman (1953)	
2.3.2 Mundell I (1961)	
2.3.3 McKinnon (1963)	
2.3.4 Kenen (1969)	
2.3.5 1960 年代の初期 OCA 理論の総括	
2.4 OCA 理論をめぐるさらなる展開	
2.4.1 OCA 理論を巡る第 2 期の発展 (Mundell I と Mundell II の矛盾)	
2.4.2 第 2 期 OCA 理論の総括	
2.5 OCA 理論の復活と運用	
2.5.1 多様性と内生作用 (endogeneity)」	
2.5.2 一般均衡マクロ経済分析	
2.6 EMU ガバナンスを形成する上での OCA の役割—収斂基準との照合	
2.6.1 影が薄い OCA	
2.6.2 OCA 基準の諸特性と収斂基準の比較	
2.6.3 「マネタリスト派」と「エコノミスト派」	
2.6.4 EMU の便益と費用—OCA 理論との関連	

2.7 ユーロ圏危機で財政規律強化の必要性が一層認識されるようになった  
結語

### 第三章 ユーロ圏後発3カ国のOCA指数算出.....49

3.1 仮説

3.2 Mundell, Kenen, McKinnon の理論がベース

3.3 OCA 指数を示すモデル式の説明

3.4 結果と仮設の検証そして解釈

3.5 ユーロ圏入り後の3カ国

結語

### 第四章 OCA 理論再構築のための2条件——(1)成長戦略.....61

はじめに

4.1 キプロス危機再考

4.2 ユーロ圏危機の3つの側面

4.2.1 サルトルの「出口なし」的状況

4.2.2 「複数均衡」と「自己実現」—ゲームの理論

4.3 ユーロ圏危機の収束と再発防止に向けた提言

4.3.1 ファンロンパイ・タスクフォースの報告書

4.3.2 ECB の提言

4.3.3 ファンロンパイ報告書(2012)

4.3.4 欧州委員会の青写真(2012)

4.3.4.1 危機への対応(これまでに取られた措置)

4.3.4.2 前進のためのシナリオ

4.3.5 ファンロンパイ・レポート III

4.3.5.1 シークエンシングの概観

4.3.6 Marzinotte et Sapir (2011)

4.4 EMU の大幅強化へ向けた7つの提言

4.4.1 財政協定

4.4.2 危機の重債務国対象の管理デフォルトを伴う債務再編

4.4.3 流動性の逼迫を防ぐための欧州版IMFの設立とECBによる重債務国既発国債の直接購入

4.4.4 ユーロ共同債の導入と債務償還基金の設立—財政統合(中長期的課題)

4.4.5 金融規制・監督体制の強化(銀行同盟の形成)

4.4.6 競争力強化および成長促進のための経済構造改革(経済政策の統合)

4.4.7 欧州財務省の設立など制度面での整備

#### 4.4,8 そして政治統合へ

#### 4.5 新 OCA 理論の構築

#### 4.6 成長戦略—競争力と経常収支の不均衡

##### 4.6.1 経常収支赤字にみられる競争力不足

##### 4.6.2 対外ポジション

##### 4.6.3 キャッチアップ

##### 4.6.4 不均衡の拡大を防げなかった財政政策

##### 4,6,5 過熱化した経済を移民流入で調整

##### 4.6.6 住宅ブームと信用循環が不均衡に拍車

##### 4.6.7 加盟国間での競争力の乖離拡大

##### 4.6.8 構造改革は不均衡のリスクを減らす

##### 4.6.9 欧州委のマクロ経済対策「警告メカニズム」

##### 4.6.10 EU に“緊縮政策一本槍”から転換の兆し

結語

### 第五章 OCA 理論再構築のための 2 条件 - (2) 銀行同盟.....123

はじめに

#### 5.1 金融行政統合（銀行同盟）

##### 5.1.1 EU 域内の銀行の現状

##### 5.1.2 EU の金融 市場改革

##### 5.1.3 銀行規制・監督に関する OECD 勧告

##### 5.1.4 銀行同盟の設計図

##### 5.1.5 銀行監督一元化に向けての課題

##### 5.1.6 汎欧州破たん処理機構

##### 5.1.7 汎欧州預金保険機構

#### 5.2 3 本柱の彼方に

##### 5.2.1 信用格付け

##### 5.2.2 金融市場の猛威—CDS とヘッジファンド

#### 5.3 銀行同盟は実現するか—“囚人のジレンマ”

結語

### 第六章 財政統合—残された主要課題.....145

はじめに

#### 6.1 ばらばらな財政政策

##### 6.1.1 南欧問題国の財政の脆弱性は危機の前から

##### 6.1.2 ギリシャの不均衡



- 6.2 ユーロ圏危機はなぜ拡大したのか
  - 6.2.1 デフォルト・リスクが主因
  - 6.2.1 独国債に対する利回り格差
- 6.3 数値ルールの根拠を問う
  - 6.3.1 数値ルールの根拠は薄弱
  - 6.3.2 安定・成長協定への批判
  - 6.3.3 数値ルール擁護論
  - 6.3.4 ユーロ圏の債務水準
  - 6.3.5 債務の増加要因
  - 6.3.6 国家レベルでの財政健全化数値ルール
- 6.4 財政統合一切り札としてのユーロ共同債
  - 6.4.1 ユーロ共同債構想をめぐる歴史
    - 6.4.1.1 4タイプのユーロ共同債 (different types)
      - 6.4.1.1.1 成長債
      - 6.4.1.1.2 安定債
      - 6.4.1.1.3 「連合ユーロ債」
      - 6.4.1.1.4 プロジェクト債
    - 6.4.1.2 4つの主要な「安定債」提案
      - 6.4.1.2.1 ブルー債
      - 6.4.1.2.2 De Grauwe の提案
      - 6.4.1.2.3 Boonstra
      - 6.4.1.2.4 Favero and Missale
    - 6.4.1.3 ユーロ共同債の信用度
    - 6.4.1.4 フランスへの危機波及への懸念
    - 6.4.1.5 「債務償還基金」構想
  - 6.4.2 欧州委員会のユーロ共同債 (安定債) 3案
  - 6.4.3 ユーロ共同債への反発
- 6.5 財政規律の強化
  - 6.5.1 中期目標 (MTO)
  - 6.5.2 欧州セメスター
  - 6.5.3 財政協議会
  - 6.5.4 「新財政協定」の検討
  - 6.5.5 米国の州レベルにおける財政均衡主義

結語

第七章 結論.....	193
はじめに	
7.1 統合理論のマッピング	
7.2 OCA 理論の有効性	
7.3 ユーロ危機の発現・拡大要因	
7.4 ユーロ危機の三つの側面と対策	
7.4.1 ユーロ圏の四つの区分	
7.4.2 EU による危機対応の詳細	
7.5 待ったなしの財政規律強化とユーロ共同債の実現性	
7.6 成長戦略	
7.7 銀行同盟をめぐる”囚人のジレンマ“	
7.8 メルケル政権のプランB	
7.9 中長期展望	
7.10 ユーロ危機の新たな焦点	
7.11 新 OCA 理論の構築	
7.12 EMU の完成を目指す	
7.13 文明論的視点	
付録 不完全な通貨圏であるユーロ圏の危機を追う.....	215
1 ギリシャが発火点	
2 アイルランドとポルトガル	
3 ギリシャのデフォルト観測も	
4 イタリア、スペインへの影響	
5 フランスの「暑い夏」	
6 「ユーロ・ショック」は回避できるか	
7 ギリシャ「悲喜劇」とイタリアへの危機伝搬	
8 新財政協定で合意	
9 ついに仏国債格下げ	
10 ギリシャへの追加支援でようやく合意	
11 金融市場を安定化させた ECB の流動性供給	
12 管理デフォルト	
13 国債のリスクをヘッジする CDS	
14 ユーロ危機はひとまず収束	
15 スペイン危機再び	
16 反緊縮政策の嵐	
17 楽観視できないユーロ圏のゆくえ	

- 18 アイルランド、ポルトガルは「救済枠組みから卒業」
- 19 ユーロ圏の景気回復に弾み
- 20 東欧諸国のユーロ圏加盟の見通しはまちまち
- 21 ユーロ圏銀行同盟で単一監督機構が発足
- 22 ギリシャ危機が再燃
- 23 ギリシャ国民投票で緊縮策に「オヒ（ノー）」
- 24 金融市場は再び波乱
- 25 ギリシャ危機、一応収束—ユーロ圏の連帯にひび
- 26 ユーロの生き残りで「政治統合」論議再燃
- 27 ギリシャに対し引き続き改革圧力
- 28 英国民投票で離脱派勝利の衝撃
- 29 2017年仏大統領選
- 30 堅調な欧州経済

参考文献.....255



## 表目次

### 第二章

#### 2-1 Mundell 1 と Mundell 11 の比較

### 第三章

#### 3-1 多重回帰式モデルに基づく計算結果

#### 3-2 概要一回帰統計と分散分析表

### 第四章

#### 4-1 国債購入のレジーム

#### 4-2 2010 年の MIP スコアボード

#### 4-3 「欧州 2020」の概要

#### 4-4 主要国の「イノベーション指数」ランキング

### 第五章

#### 5-1 銀行同盟構想の 3 本柱

#### 5-2 銀行同盟における破たん処理手続き

#### 5-3 スタンダード・アンド・プアーズによる主要国の格付け

### 第六章

#### 6-1 日米ユーロ圏の対 GDP 公的債務比較

#### 6-2 ユーロ圏の政府債務予想

#### 6-3 ユーロ圏のソブリン債市場の比較

#### 6-5 欧州委提案のユーロ共同債 3 案

### 第七章

#### 7-1 Die Rechnung , bitte (勘定書をどうぞ)

#### 7-2 EU の規範パワー

## 目次

### 第二章

2-1 ユーロ圏各国の10年物国債利回りの推移

2-2 通貨同盟の費用と便益

2-3 通貨同盟の対称性と労働市場の柔軟性

### 第四章

4-1 ユーロの三つの危機

4-2 ユーロ圏における銀行債務のGDP比

4-3 EFSFの仕組み

4-4 財政収支と純公的債務

4-5 OECD諸国の経常収支(2002-07年平均、対GDP比) 4-6

4-6 ユーロ圏における相対的な単位当たり労働コスト(2000=100)

4-7 対GDP比経常収支

4-8 輸出市場シェアの変化

4-9 欧州主要国と米国の主要サービス産業の雇用者一人当たりの付加価値額  
(2010)

### 第五章

5-1 欧州の金融監督システム(European System of Financial Supervision)

### 第六章

6-1 財政脆弱性指数(2006-10)

6-2 スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランドの財政脆弱性指数の  
変化

6-3 ユーロ圏各国の国債利回りスプレッド(高利回り加盟国)

6-4 ユーロ圏における国債利回りスプレッド(低利回り加盟国)

6-5 利回りで見た伝搬の効果

6-6 財政赤字とGDPの年間最大下落率

6-7 欧州セメスター: 経済監視と経済ガバナンスの統合

6-8 欧州セメスターのスケジュール(2011年)

### 第七章

7-1 ユーロ圏を構成する諸国のリスク分類図(政府債務残高の対GDP比と  
純対外資産残高の対GDP比に基づく)

7-2 EU主要五カ国の人口見通し

7-3 世界各地域のGDP増加予想

### 付録

1 財政健全6カ国と南欧・周辺問題5カ国



# 第一章 序論—危機と発展の弁証法

本論文は 1999 年の開始以来、19 年目を迎えた欧州経済通貨統合(economic and monetary union)をめぐるこれまでの経緯と問題点を理論的な側面から再検討するとともに、今後の展望を探る。ユーロ圏は 2013 年にはプラス成長に転じ、2010 年から続いていた危機的状況からひとまず脱出した。そうした中で、強靱性を備えた「真の EMU」の実現を求める欧州連合(EU) 関係者のたゆまぬ努力が続いている。本論文では EMU の歩みをたどるうえで重要な参照ツールとされる最適通貨圏(OCA)理論をサーベイし、OCA 理論の有効性を計量経済学的手法を使って検証を試みる。また、ユーロ圏財政・債務危機が 2010 年に勃発して以来、なぜ拡大していったかとの問題意識の下、ソブリン国債利回りに示されるリスク評価の妥当性を分析する。OCA は一般的には国や地域が通貨同盟への加入や共通通貨の導入を考える際の価値基準を与える理論とみなされている。すなわち、入り口の理論である。

## 1.1 背景

「欧州統合の父」と呼ばれるジャン・モネ (1888—1979) は、「(統合) 欧州は危機の中でのみ形成される」と統合の多難な歩みを予言するかのような発言を残している。欧州統合は欧州石炭鉄鋼共同体 (ECSC) <sup>1</sup>を設立する 1951 年のパリ条約調印でスタートしたが、その後、停滞期、高揚期、危機のサイクルを何度も繰り返してきた。危機は発展の原動力となり、一方、発展はその中に次の危機の萌芽を宿していた。危機と発展の弁証法と言えられるかもしれない。欧州統合の象徴である単一通貨ユーロをめぐる歴史もその例外ではない。ユーロ誕生につながった欧州通貨制度 (EMS) は 1992—93 年に分裂の危機を迎えたが、参加各国通貨の変動幅を大幅に拡大することによって切り抜けた。ユーロは最初の約 10 年間はおおむね安定していた。しかし、2008 年のリーマン・ショックを契機とする欧州経済・金融危機は 2 年近く続き、その後、2010 年以降、ギリシャの財政・債務危機を発火点とする信用不安がユーロ圏に広がった。

欧州統合は欧州内で自己完結しているわけではない。EU 加盟国の大半で構成するユーロ圏もしかりである。日米との熾烈な競争、中国やインドなどからの激しい追い上げ、グローバル金融市場からの圧力などに日々さらされている。

---

<sup>1</sup> パリ条約の調印国はフランス、西ドイツ、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルクの 6 カ国。ECSC は普仏戦争、両次大戦と約 70 年間で三度も戦火を交えた独仏間の和解を象徴するものとも位置付けられている。



ユーロを共通通貨とする 19 カ国の動向は、外国為替市場だけでなく、債券市場、株式市場などを通じて瞬く間に世界に影響を及ぼしている。

2010 年からのユーロ危機は、ユーロ誕生以来最大の危機だった。「崩壊論」「分裂論」「ギリシャの脱退論」も公然とささやかれた。ユーロ圏とその参加国が金融市場の反応のスピードについていけない局面が往々にして目立つ中で、欧州委員会や欧州中央銀行（ECB）および各国政府の関係者は”too little, too late”と鈍くて小出しの対応であるとの批判を浴びながらも、粘り強く対応していったのも事実だ。

本稿ではユーロ誕生後の危機として、2008-09 年の欧州金融危機および 2010-12 年のユーロ圏財政・債務危機の実相を探り(付録)、特に 2010-12 年のユーロ圏危機に関しては、EMU を理論面から支えるものとして期待された「最適通貨圏（OCA）」理論に照らし合わせながら検証する。そのうえで、今後、同様な危機の再発を防止し、不幸にして再発した場合の方策について、ECB のユーロ圏内経済ガバナンス強化に向けた提案などを踏まえて考察する。

世界にはまだ貨幣が流通しておらず、物々交換経済の地域が残っている。例えば、アフリカ・カメルーンのバカ族が居住する地域だ。しかし、同地域にも次第に周囲から貨幣経済の波が押し寄せてきているという<sup>2</sup>。貨幣は人々の心そのものを変え、現代文明を導く原動力である。貨幣が登場する以前の世界では生活は安定しにくかった。流通手段、支払い手段として機能している貨幣が通貨である。通貨には当初、麦やコメなどの穀類、塩、羊などが用いられたが、その後、硬貨（コイン）と紙幣に取って代わられた。硬貨が誕生したのは古代ギリシャの都市国家アテナイにおいてであった。2010 年来のギリシャ債務危機を考えれば皮肉なことだ。

今日、全世界で生み出されている金融資産は一日、8 兆円に上るといふ。マネー資本主義の世界である。さらに、米コンサルタント会社マッキンゼーの研究機関 MGI の調査（79 カ国対象）によると、2010 年の株式時価総額、債券発行残高、銀行などの貸出残高の合計は 212 兆ドル（約 1 京 7172 兆円）であり、同年の世界の国内総生産（GDP）合計額の 3.4 倍に達しているという。1995 年時点で世界の GDP 総額は約 30 兆ドル、市場に流通していたお金は約 72 兆ドルだったので 15 年間で GDP は 33 兆ドル増えたが、市場のマネーは 140 兆ドルも増えたのである<sup>3</sup>。世界のお金のだぶつきはますます進んでおり、コンピューターを駆使しての「高頻度取引（HFT）」などがこうした傾向を助長している。

そして当然、ユーロ圏も膨張するマネー資本主義から無縁ではられない。貿易の流れとは必ずしも関係のないマネーの流れが国境を越えて加速化している。

欧州統合は「バラッサの経済統合理論」にみられるように元々、隣接地域・国家間の貿易自由化を目指す動きから始まった。バラッサの統合理論は地域経済統合を①自由貿易協定（FTA）、②関税同盟、③共同市場、④経済同盟政策の調整、⑤完全な経済統合（経済政

<sup>2</sup> NHK スペシャル 2012 年 2 月 26 日。

<sup>3</sup> 朝日新聞 2012 年 2 月 29 日「暴れるマネー15年で3倍」

策が完全に統一され、超国家機関も設置される)の5段階に分けたものだ。数字が大きくなるに従い、統合度は深まるとされ、EUは現在、第4段階にあるとみられる<sup>4</sup>。

バラッサの経済統合に通貨統合や財政統合、金融行政の統合(銀行同盟)が含まれるのかどうか不明だが、筆者は3つの統合がしっかりと組み込まれてはじめて経済統合は完成するとみている。そして、超国家機関の設置は段階的であるにしても政治統合を伴わざるを得ないだろう。

欧州統合は欧州石炭鉄鋼共同体(ECSC)の設立経緯をたどれば明らかなように元来、独仏の「不戦共同体」が出発点であるという「政治的側面」を否定できない。その後、28カ国の共同体に膨れ上がったのは経済の国際化、グローバル化の進展に伴い、中小国が各々単独の力では生き延びていくことが次第に困難になったことも背景にある。そして世界には欧州統合に触発されて、米加メキシコ三カ国の北米自由貿易協定(NAFTA)やアジア太平洋経済協力会議(APEC)、そして環太平洋経済連携協定(TPP)など地域統合の動きが強まっている。しかし、こうした「花盛りの地域統合」は多角的でかつ無差別の世界貿易の促進を原則として掲げる世界貿易機関(WTO)の体制とは必ずしも相容れない。

本稿はユーロ圏内ひいてはEU域内における財政統合および金融行政統合に向けた道筋を探る。人、モノ、サービス、資本の域内自由移動を担保する「市場統合(単一市場の完成)」は通貨統合に結び付き、その通貨統合は財政、金融面での統合につながり、そして経済面での完全なる統合は政治統合によって保証される必要があると考える。

ユーロ圏では2010年以降の債務危機を引き金とする信用不安は収束したが、ユーロ圏が経験した危機は今後、かえって財政統合、金融行政統合を促すものとなりそうだ。その背後にはさまざまな要因があり、最も注目すべきはドイツの国内事情だ。基本的に輸出主導型の成長が続くドイツが最も避けたいのが通貨高である。

ユーロ導入以前、1973年のブレトンウッズ体制崩壊後、当時の欧州共同体(EC)は各国通貨の対米ドル変動幅を狭め、為替相場を安定させるための「スネーク(トンネルの中のヘビ)制度」やユーロへの移行を結果的に準備することになった「欧州通貨制度(European Monetary System=EMS)」を創設することで、ドイツはマルクの独歩高を回避できた。ドイツがマルクと独連邦銀行(ブンデスバンク)による一国金融政策を放棄し、フランスとともにユーロの導入を決意した理由の一つは通貨高の回避だった。その結果は見事だった。1971年のニクソン・ショックからの40年間で、インフレ率格差を考慮した輸出入など実体経済に影響を与える実質実効為替相場は、日本が86.3%、スイスが72.6%と大幅に上昇したのに対して、ドイツは2.6%下落している。輸出大国ドイツにとって大きなメリットであったことは明らかだ<sup>5</sup>。

そして信用不安に揺れるユーロ圏を維持するための最大の切り札は、財政・債務危機に

<sup>4</sup> Bella Balassa (1928-91、ベラ・バラッサはハンガリー出身の国際経済学者。米イェール大学で学び、地域統合研究が専門。

<sup>5</sup> 河野龍太郎「欧州の債務危機はユーロ圏の財政統合で回避か」エコノミスト,毎日新聞社,2011年9月27日号)

揺れる南欧・周辺 5 カ国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアで GIPSI もしくは PIIGS と呼ばれる）を「財政統合」によって支えることだ。

## 1.2 目的

欧州経済通貨統合(EMU)は欧州に平和と繁栄を持続的に保証する欧州統合の象徴的存在である。単一通貨ユーロの導入で誕生した EMU は最初のおよそ 10 年間は順調に推移したが、2008 年のリーマン・ショックの影響で混乱に陥り、その後、混乱は連続複合危機に発展した。こうした連続複合危機には EMU 自体の設計ミス、ユーロ圏各国政府が調整に手間取ることなどによる政策対応の遅れ、ユーロに対する一部金融市場関係者による執拗な攻撃など外部環境が挙げられよう。

本稿はまず通貨統合に多くの示唆に富む見方を与え続けている OCA 理論(単一の理論ではない)をサーベイした後、多重回帰モデル式を実際のデータを使って運用してみることによりその有効性の検証を試みる。モデル式には、OCA 理論の生みの親とも言える Robert Mundell が重視した非対称性ショック(通貨圏を形成し、金融政策の独立性を失ったときに見舞われる可能性があるショック)の理論、Kenen の産業の多様性をめぐる理論、Mckinnon の経済の開放度をめぐる理論を入れ込んだものだ。

次に連続複合危機のうち 2010 年からの欧州債務(財政)・金融・経済危機の本質は何なのか、また、危機が泥沼化し、拡大した原因は何であるのか探る。具体的にはリスクの指標とされるソブリン債務利回りの上昇との関連について考察する。

三番目にユーロ危機に歯止めを掛けるための必要かつ十分な危機管理策と中長期的視点から危機解決および再発防止に不可欠な方策を EU 諸機関の取り組みを参考にしながら特定する。

最後に、欧州統合の歴史および文明論的観点からユーロ圏の連続複合危機はどのように位置付けられうるのかみていく。

## 1.3 新規性

Mundell, Kenen, McKinnon が打ち出した OCA 理論の有効性を検証するために多重回帰モデルを使って実証分析を行った。具体的にはユーロ圏後発 3 カ国とユーロ圏未加盟 6 カ国の OCA 指数を算出して比較考察を行い、OCA 理論が妥当性を有するものかどうか調べた。

OCA 理論に関しては、同理論のパイオニアである Mundell(ノーベル経済学賞受賞)の理論は 1960 年代の論文と 1970 年代の論文の方向性が大きく異なり、互いに矛盾していることを指摘した。その上で Mundell が重視する労働力の移動性が通貨圏への非対称的ショックを緩和・相殺する上で有効なのかどうかについても検証する。同じく OCA 理論の重要

な特性である財政統合についてもショック・アブソーバーとしての有効性を分析する。

ユーロ危機は連続複合危機であり、三つの側面—債務(財政)危機、金融(銀行)危機、経済危機(低成長もしくは不況)—からなることを確認した。これら三つの側面は相互に関連している。そしてこれら三つの危機的側面にそれぞれ対応した中長期的視点からの政策として「ファンロンパイ報告(2012年)」を参照しながら、財政統合、銀行同盟、経済政策の統合の必要性を特定した。さらに、当面の危機管理策と政治統合も合わせて、筆者は7つの課題を提示した。

また、ユーロ危機の実相を巡ってはさまざまな「言説(ナラティブ=narrative)」が流布しているが、その中には一見もっともらしいが真実ではないものも含まれている。たとえば、南欧の財政悪化国の政府はすべてユーロ誕生後、「放漫財政」にふけてきたので、危機的状況がもたらされたというものであり、これは間違っていることを示した。また、南欧問題国では2006年ごろから財政状況の脆弱性が顕在化し始めていたということも判明した。

危機解決策では、財政健全化に関連して、米国諸州の「均衡予算要求」システムとの比較も試みた。ユーロ共同債構想については、モラル・ハザードをもたらすとしてドイツなどが強硬に反対しているが、モラル・ハザードを回避するためのさまざまな提案が存在することを確認した。経済政策の統合(成長戦略)に関連して、ユーロ圏の景気低迷は民間部門が債務圧縮に躍起になっていることが主因の「バランスシート不況」であるとの見方を示し、こうした点を踏まえたうえでの成長戦略が不可欠であることを指摘した。銀行同盟では実現に向けてEU/ユーロ圏諸国が全面的協力に踏み切るかどうかという問題を「囚人のジレンマ」理論を使って説明を試みた。

## 1.4 構成

第二章以下の執筆の意図を章別に簡略に述べる。

第二章では欧州通貨統合の理論的背景としてのOCA理論に注目する。通貨圏が非対称的ショックに襲われた場合への対応を念頭に、OCA理論のさまざまなパラメーター(基準あるいは特性)について考察する。そのうち、財政統合と政治統合がユーロ圏には不在であることに注目する。そして、OCAの研究が近年、2つの方向性に収斂しつつあるように見えることを指摘する。一つの流れは、OCAに関する伝統的な基準が通貨や金融市場の統合プロセスを通じて変化するといういわゆる「内生性(endogeneity)」問題に関するものであり、もう一つの流れはOCA理論をミクロ的な基礎付けを持つ一般均衡マクロ経済モデルを応用することによってOCA理論を研究しようとするものである。

第三章では、1960年代に発表された、OCA理論の草分けと位置づけられうるMundell, Kenen, McKinnonの理論をベースにBayoumi and Eichengreen(1997, 1998)が考案したモデルを実際に運用し、欧州通貨統合の下で単一通貨ユーロ圏に参加した国および未参加

の国合計9カ国を対象に「OCA指数」を算出した。これにより、Mundellら3人が基礎を築いたOCA理論が妥当性を有しているかどうか検証を試みた。

第四章～第六章では一步踏み込んで、OCA理論ではカバーしきれない、ユーロ圏をめぐる現実の動き、具体的には危機的状況の諸相ひいてはEMUの強化策に焦点を合わせた。また、ユーロ圏危機を考察する中で、OCA理論の再構築作業で取り入れるべき要素はないか探った。

まず、第四章では、第三章で説明した一般均衡分析の過程で、入口の理論としてのOCA理論の妥当性を確認するための仮説を検証できなかったケースとして地中海のキプロスが抱える問題を取り上げた。キプロスは2009年にユーロ圏に加盟した後、対外不均衡の問題が悪化し、2013年3月にEU/IMFから100億ユーロを限度とする支援を受けるに至ったが、その過程で、①輸出競争力の低下を背景とした経常収支赤字の拡大、②銀行危機、③財政危機の問題に直面した。これらの問題はOCA理論の再構築を目指すうえで取り組むべき最重要課題であろう。

一方、ユーロ圏危機全体についても考察し、三つの相互に関連する側面（①ソブリン債務危機、②銀行危機、③マクロ経済、競争力を巡る危機）をShambaugh(2012)に基づいて特定した。そのうえで、欧州委員会やファン・ロンパイ・タスクフォースがまとめた複数のユーロ危機の収束/再発防止策をレビューし、そのうえで、筆者は7項目の提言をまとめた。

さらに、ユーロ圏危機も踏まえたうえでのOCA理論を再構築するための2つの特性（要素あるいは条件）を特定した。そして第四章では最後にそのうちの一つである、マクロ経済の改革及び競争力強化を目指した成長戦略について考察した。

第五章では、OCA理論に追加すべき第二の要素であると特定した金融行政統合（銀行同盟）について論じた。第六章では、Mongelli(2008)のリストには含まれているものの、まだ実現には程遠い財政統合を取り上げた。その重要性ゆえである。第七章は結論とした。

## 1.5 結論の方向性

結論を方向付ける五つのポイントをあらかじめ示しておきたい。

まず実証的分析によりOCA理論の有効性を示す。

次にユーロ圏危機の背景にあると筆者がみるユーロ圏の設計ミスに関連して、OCA理論の特性をMongelli(2008)に沿って8つに整理した。それらは、(1)物価と賃金の柔軟性、(2)労働力を含む生産要素の移動性、(3)金融市場の統合、(4)経済の開放度、(5)生産と消費の多様性、(6)インフレ率の類似性、(7)財政統合、(8)政治統合であり、ユーロ圏の現状に照らし合わせれば、(7)財政統合と(8)政治統合が実現には程遠いことが分かる。

ユーロ危機の実相については、連続複合危機であり、債務(財政)危機、金融(銀行)危機、経済危機(低成長もしくは不況)の三つの側面があることを既に指摘した。

筆者は、ユーロ危機に歯止めを掛け、解決を図るのに必要な課題は7つ存在すると考える。当面、①財政規律の大幅強化、②重債務国が危機に陥った場合の管理デフォルトを伴う債務再編、③流動性の逼迫を防ぐための欧州版IMFの設立とECBによる重債務国既発国債の直接購入が必要であり、中長期的課題としては、④ユーロ共同債の導入と債務償還基金の設立、⑤金融規制・監督体制の強化および預金保険機構と破たん処理機構の創設(銀行同盟の形成)、⑥競争力強化および成長促進のための経済構造改革、⑦欧州財務省の設立など制度面の整備が不可欠となろう。①財政規律の大幅強化は中長期的課題としても位置付けられる。そして部分的にはオーバーラップする可能性はあるが、その先に政治統合(政治同盟の結成)が考えられよう。

最後にEMU強化の意味について考えた。EMU強化はEU/ユーロ圏を次の統合の段階に押し上げる原動力でもあるという積極的な視点からの位置付けを行った。例えば、主要な構成要素の一つである銀行同盟の結成をとってみても、これは早晩、日米など先進国や新興国などの銀行監督体制の改善に向けて参照すべき、新たな「国際基準」になる可能性も秘めている。さらにEU/ユーロ圏の存在意義について、マルチレベル・ガバナンスや規範パワーをめぐる理論を援用しつつ、文明論的視点から考察を加えた。



本論文はEMUの“入り口”にかかわる理論としてのOCA理論とこの理論では説明しきれないユーロ圏危機に焦点を合わせることにより、EMUのこれまでの歩みを再検討し、その上でEMU強化策に軸足を置きながら、EMUの大まかな展望を示そうと試みたものである。本論文を執筆するに当たって、ユーロ圏の歴史を意識しながら、危機の実体に迫るとともに、できる限り理論的考察を心がけた。ユーロ圏のダイナミクスは予想を超えることは珍しくない。そうした中で、ユーロ圏の実情を見据えつつ、ゆくえを見誤らないことの重要性を本稿の執筆を進める中で痛感した。

## 第二章 OCA理論のサーベイ

### はじめに

ユーロ圏は 1999 年の欧州経済・通貨統合（European Economic and Monetary Union=EMU）の完成で発足したが、その通貨統合を曲がりなりにも支える理論は「最適通貨圏（optimum currency area=OCA）」理論のほかには見当たらない。

OCA 理論には学者によって数え方は違うが、いくつかの重要な特性（property, 基準=parameter と呼ばれる）が存在し、ユーロ圏が連続して複合危機に見舞われる中、どの特性が不十分だったのか近年、盛んに議論されている。異なるユーロ圏加盟国を非対称な（asymmetric）なショックが襲った場合、失業の発生を防ぐための労働力の移動や財政移転を中心とする共通財政政策の実施（財政統合）が可能であれば最適通貨圏は維持可能だとみられている。ユーロ圏の場合は、加盟国間で言語、文化、社会保障制度の違いなどもあり、米国の各州間におけるような労働者の移動が容易ではない。そのため、ユーロ圏全体をカバーする財政政策が期待される。

本章ではまず OCA の特性及び同理論の歴史とその運用状況を概観し、EMU ガバナンスを形成するうえでの OCA の役割について考察する。特に、OCA 理論の「古典」ともみなされる Robert A. Mundell の 1961 年の論文（Mundell I）とその 12 年後に出版された論文（Mundell II）の間に大きな矛盾が存在することも指摘する。

最後に、OCA 理論をめぐる 1990 年代以降の研究は二つの大きな潮流に収斂しつつあるように見えることを指摘する（吉見、2011）。一つは Frankel and Rose (1993) によって指摘された内生性（endogeneity）をめぐる問題についての研究である。内生性とは通貨統合を進めることによって域内経済自体が変貌を被ることであり、この点を看過してきたことへの反省に基づいている。例えば、通貨統合により為替リスクが消滅し、域内貿易が拡大すれば、景気循環の同調性が高まる可能性がある。第二の流れはミクロ的基礎付けを有する一般均衡マクロ経済モデルによって再構築していこうとするものである。本稿では後者の手法を採用し、第三章で適用する。

### 2.1 EMU と OCA

一部の研究者はいきなり「OCA 理論に則った通貨統合の議論を説明」しようとしているが<sup>1)</sup>、EMU と OCA 理論の関係は微妙だ。EMU は必ずしも OCA 理論に沿って進められた

---

<sup>1</sup> たとえば、岩村英之『最適通貨圏の理論と欧州通貨統合』（2009年、名古屋商科大学経済情報学論叢）。岩村が念頭に置いているのは初期の OCA 理論の研究者たちであり、彼らは「通貨統合を経済的便益・費用という観点からとらえ、その便益・費用の大きさを決める構造パラメーター（最適通貨圏の基準）が何か、という問題を議論してきた」と指摘する。そのうえで、経済学者は①「通貨統合はいかなる便益・費用をもたらすのか」、②「便益・費用の大きさはいかなる要因に依存するのか」、③「便益は費用を上回るのか」

のではないが、EMU が第一、第二、第三段階と進み、完成にこぎつけ、そしてその後 10 年以上が経過する中で、OCA 理論のさまざまな特性の妥当性、関連性を試し、検証する貴重な機会が提供されたことは否定できない。まさに、EMU は OCA 理論の laboratory (実験室) であるといえよう (Mongelli, 2008)<sup>2</sup>。

OCA 理論の端緒は 1950 年代にまでさかのぼることができる。後にノーベル経済学賞を受賞した Milton Friedman らがブレトン・ウッズ体制下の為替相場制度のあり方を議論していく過程で「最適通貨圏 (OCA)」の考え方が生まれてきた。その後、1960 年代には Mundell (1961), McKinnon (1963), Kenen (1969) の三人により「初期 OCA 理論」が形を整えてきた。

しかし、分析的枠組みとしての初期 OCA 理論の弱点と限界が認識されるようになり、1970 年代半ばから 1980 年代半ばにかけては事実上、無視される状態が続いた。1980 年代の後半になると、欧州通貨統合に向けた動きが活発化し、通貨統合プロセスを支える規範が求められるようになったが、初期 OCA 理論はこうした役割を果たせなかった。ジャック・ドロール EC 委員会委員長 (当時) が率いる「経済通貨同盟検討委員会 (ドロール委員会)」は 1989 年 4 月にまとめた報告書では、OCA 理論からの直接のインプットは限られていた。

EC 委員会が 1992 年にまとめた “One Market, One Money” (Emerson et al, 1992) と題する報告書は、「経済通貨統合の費用と便益を評価する使い勝手のよい理論は見当たらない」と指摘、OCA 理論への不満を示唆している。同報告書は、OCA 理論は初期段階では重要な洞察を提供したものの、EU のように既に存在する領域において最もふさわしい経済通貨面での特性を提議するうえにおいて、狭隘で時代遅れの分析枠組みしか提供していないと不満を表明した。具体的には、OCA 理論は欧州は完全なる通貨統合に向けて進むべきなのか、また、どの EU 加盟国が通貨統合に参加するのにふさわしいのかという点について、明確な答えを出していないとしている。

ここまで論を進めたところで、OCA 理論がどのように定義されているのかみてみよう。

たとえば、前述の Mongelli, (2008) には、

最適通貨圏 (OCA) は単一通貨もしくは不可逆的に為替相場が固定された複数通貨のための最適地理圏として定義されよう...OCA の境界は通貨圏に参加することを選んだ主権国家 (の境界) によって定められる。最適性は、物価と賃金の柔軟性や金融統合 (の程度) などによって定義される<sup>3</sup>。

---

か」という三点に注目する。Mundell をはじめとする国際経済学者はこれらの問題に取り組み、通貨統合の便益・費用の規模を決めるパラメーターの特定で成果を挙げた。費用としては金融政策の独立性の放棄に伴う費用が研究者の間で最も注目され、それを決定するのは通貨圏参加各国を襲う非対称的ショックの大きさだとされる。

<sup>2</sup> Francesco Paolo Mongelli “European economic and monetary integration and the optimum currency area theory” p 1 *European Economy*, European Commission, Economic Papers 3021 February 2008

<sup>3</sup> *ibid.* p 2



最適性、すなわち最適通貨圏の特性については、後述するが、ここでは地理的範囲について考察してみよう。地理的範囲を決める場合、規模の経済性からの便益と地域経済間の非対称性 (asymmetry) の二つの要因を考慮する必要がある(高屋、2009)。

すなわち、通貨圏が大きければ大きいほど、通貨を流通させる取引コストや通貨利用の便宜が高まるという規模の経済性が働く。一方、通貨圏が広がると、多様な経済地域を含むことになり、非対称的ショックが発生しやすくなる。これら二つの要因の兼ね合いを考慮しなければならない。2010年以降のユーロ危機で、南欧諸国が主として「問題国」となったが、南欧諸国を参加させていなければ、危機は恐らく起きなかったであろう。

## 2.2 OCA の特性

ここで OCA の特性、すなわち主要要素についてみてみよう。本稿では、1950年代の Friedman の論考を OCA 理論の先駆とみなし、1960年代の Mundell, McKinnon, Kenen の三人が初期 OCA 理論を確立したと位置付ける。その 1960年代は第二次世界大戦後のブレトンウッズ体制の下での固定為替相場制度の時代であり、多くの国で資本規制が実施されていた。以下に列挙するさまざまな OCA 基準は、固定為替相場と変動為替相場のそれぞれのメリット/デメリットや米国と欧州の経済のいくつかの特徴を比較・検討する過程で現出してきた。

OCA の特性(properties)は、換言すれば必要条件(prerequisites), 特徴(characteristics), 基準(criteria)とも言えよう。提示される特性の組み合わせは当然のことながら研究者によって異なるが、本稿では *European Economy* (Mongelli, 2008) に挙げられている 8つの特性<sup>4</sup>を取り上げる。包括的で、かつよく整理されていると考えるからだ。これらは、(1) 物価と賃金の柔軟性、(2) 労働力を含む生産要素の移動性、(3) 金融市場の統合、(4) 経済の開放度、(5) 生産と消費の多様化、(6) インフレ率の類似性、(7) 財政統合、(8) 政治統合である。一見して分かることは、現在のユーロ圏では、(1)～(6)の特性は曲がりなりにも観察され得るが、(7)の財政統合と(8)の政治統合は実現にはほど遠い。ただ、両統合とも 2010年来の欧州債務危機でユーロ圏内では必要性が強く認識されるようになった。両統合を実現するには基本条約(リスボン条約)の改正が不可欠である。

8つの特性を一つずつ検討してみよう。

### 2.2.1 物価と賃金の柔軟性

単一通貨を共同で導入しようと検討している諸国において、名目ベースでの物価と賃金に柔軟性があれば、非対称的ショックが襲った場合、ある国では失業率の上昇が、他の国ではインフレ率の上昇が継続的に起きる可能性は少ないとみられる。これは名目為

<sup>4</sup> *ibid.* pp 2-3 OCA の特性については、さまざまな見解があり、これより多く挙げる研究者もあれば、少なく列挙する研究者もある。欧州委員会発行の *European Economy* に取り上げられたことで、Mongelli の 8分類は一応妥当なものともみて差し支えないだろう。

替相場の調整の必要性を減じることになる (Friedman, 1953)。

ユーロ圏を通じて物価の柔軟性の程度は低い。これは単一市場プログラム (市場統合プログラム) の実施ペースが緩慢であることや、一部の非関税障壁の撤廃が遅いこと、そして加盟国による国家補助金の供与が続いていることが理由として挙げられよう。例えば、国有企業や旧国有企業が高度に集中している産業分野では、比較的市場における競争が不活発で、寡占的傾向がみられるという。

賃金の柔軟性の程度が低いことも物価の柔軟性の欠如の背後にある重要な要因である。例外はあるものの、実質賃金は大半の欧州諸国において依然として硬直的である。また、欧州大陸では経済的ショックを受けて行われる実質賃金の調整速度が非常に遅いとされる。欧州において失業は実質賃金に対して徐々に下方圧力をかけるが、調整に伴う負担は大半、経営者側によって担われることになると思われる。

さらに、労働市場をめぐるいくつかの制度は、賃金の柔軟性が低いことを説明するのに役立つ。すなわち、賃金交渉や雇用の保護、失業保険制度、最低賃金条項などである。

## 2.2.2 労働力を含む生産要素の移動性

労働力など生産要素の移動性が通貨圏の効率性と厚生を高めることは長い間知られてきた。ただ、こうした移動は非対称的ショックの発生した後、短期間にはあまり目立たず、効果が表れるには時間がかかる。特に、労働力の移動は移住や再訓練などに大きな費用がかかるため、短期的には限られたものとなる。資本の移動は当然、直接投資のペースに左右される。

EU と米国の労働移動の程度を比較すると、通貨統合が完成した翌年の 2000 年に EU 域内では 22 万 5 千人の労働者が国境を超えて他の加盟国で働くために移動した。これは、当時の域内人口の 0.1% でしかない。一方、米国では州境を越えた労働力の移動は 1999 年には全人口の 5.9% に達した。

EU 内部における労働移動が米国と比べて格段に低い理由としては、法律面での障壁、言語の問題、移動のコスト、他国における労働者募集情報が透明性を欠くことなどが挙げられる。

労働市場の統合は、地理的移動および/もしくは職業間移動の側面や労働市場をめぐる制度の違いの側面から研究対象となってきた。米国において労働力の地理的移動は欧州に比べると 2-3 倍活発である。1999 年時点において EU の人口は 3 億 7000 万人に達していたが、そのうち域内の他国に在住している EU 市民は 550 万人と全体の 1.5% に過ぎなかった。こうした比率は、約 1000 万人が欧州南部から欧州北部に移住した 1950 年代および 1960 年代の方が高かった。また、欧州諸国間における失業率の違いは、米国の諸州間における違いの二倍である。米国において、ある特定地域でみられる物品とサービスへの需要の低下から生じるショックの結果として発生する失業は労働者の州間移動が盛んなので永続し

ないとしている。一方、欧州では、失業率の変化は国境を越えた労働力の移動が不活発なので長続きしがちだ。

欧州において労働力の移動性が低い理由としては、各国間での文化や言語および行政システムの違いなどに加えて、労働市場の硬直性に関して量的次元と価格（賃金）的次元が相互に関連しており、雇用の柔軟性の欠如は賃金の硬直性を強めているとの指摘もある。さらに、地域間における職業のマッチング過程における非効率性や労働力の移動に伴うコストが高いことも理由として挙げられている。

EU 欧州委員会が 1996 年に設置した専門パネルは、域内において労働力移動が低い理由として、①国境を超える社会保障と補完的年金受給権のポータビリティに対する制約を含む制度的および行政的要因、②合法的居住権を域内の他国で得ることの困難、③職業資格の認定における同等性および相互主義の欠如、④公的部門における雇用に対する制限、を挙げている。

### 2.2.3 金融市場の統合

金融統合は為替相場を通じた調整の必要性を減らす可能性がある。また、通貨統合参加国の経済を安定させるという「保護的な機能」がある。具体的には、金融市場の統合は余剰国からの借り入れや純対外資産の取り崩しなどの形をとる資本流入を通じて一時的混乱の悪影響を緩和する可能性がある。そして、金融市場の統合の程度が高まれば、わずかな金利の変更でさえ、統合のすべてのパートナー国を通じた資本移動の均衡を誘発させることになるだろう。これは、長期金利の格差を狭め、対外不均衡に対応するための資金調達圧力の緩和するとともに、効率的な資源の分配を促進することになる。

ただ、一部の研究者は、金融市場の統合は資本移動の不安定化に結びつく可能性があるとの指摘している。これは、2010 年春以来の南欧諸国の一連の債務危機に先立ち、ドイツやフランスなどのユーロ圏中核国の銀行が南欧諸国に活発に投資を行ったことが、危機の素地を作ったと指摘する向きがあることを想起させる。こうした指摘については、研究者による実証的な検討はまだ先のこととなる。

McKinnon (2004 年) は、国際的なリスク共有のための国境を越えた資産の持ち合いの形を取る金融統合を取り上げた Mundell (1973) を詳細に分析した。後述するが、McKinnon と Mundell は Kennen とともに、初期 OCA 理論を確立したトリオを形成している。

単一通貨を共有する国々は、非対称的ショックの影響を所得の源泉を多様化することによって緩和できる。これは、当該国の居住者が他国で生じる配当、利子、レンタル収入に対する請求権を有する場合における“所得保証 (income insurance)”を通じて実現される。こうした事後 (ex post) の保証は生産高 (output) の相関関係が不完全である限り、一時的および永続的なショックの影響をなだらかにすることができる。さらに、

当該国の居住者は、所得の変動に対応して、資産ポートフォリオを資産の売買や国際債券市場での借り入れ/貸し出しによって調整できる。これは事後 (ex post) 調整である。

前述の議論から次のような結論が容易に導き出される。もし単一通貨を共有するすべての国々の間で金融市場が統合されており、各国の生産物への請求権を有するならば、ショックの類似性は単一通貨を共有するうえでの必要条件ではないというものだ。

Mundell II(1973)は、Mundell I(1961)とは異なり、単一通貨を共有しようとする国々が民間金融市場を通じて互いに“保証(insure)”し合えば、これらの国々の中でのショックが非対称であっても、共有は可能であるとしている。

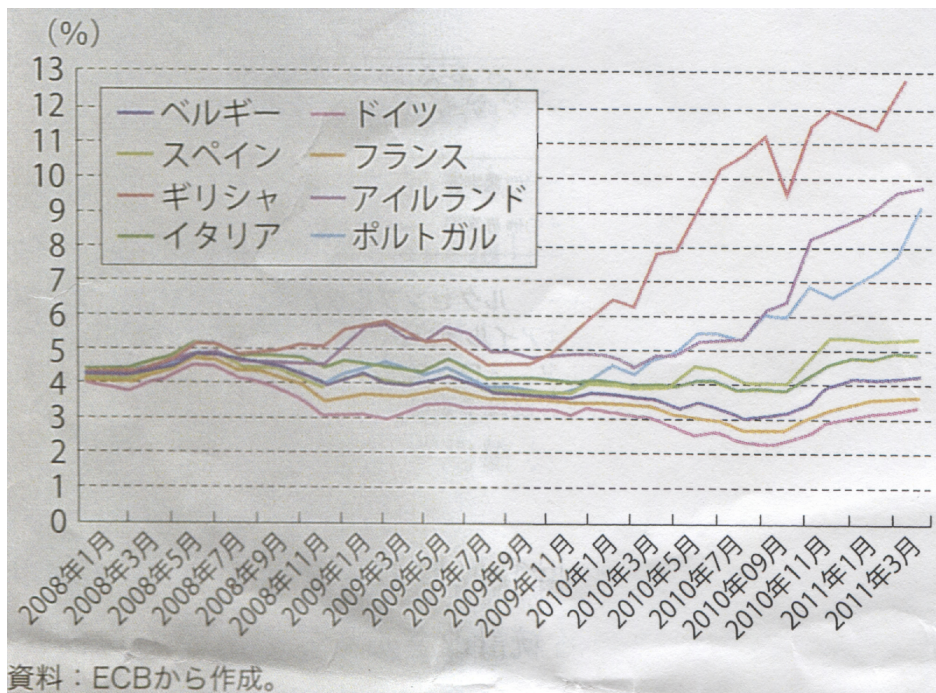
欧州諸国間において金融市場の統合は進展したが、まだ米国諸州間ほどではない。統合の進展を計る尺度としては、①国境を越えた金融フローの集中度 (量的テスト)、②一物一価法則の定着度 (裁定テスト)、③金融制度・市場の類似性がある。欧州の金融市場は依然として、各国市場の「並置 (juxtaposition)」的状況にあるとされる。

短期金融市場 (money markets) はユーロ導入後、ほぼ即座に統合されたが、異なる市場セグメントで均一に統合が進展したわけではない。非担保預金市場 (unsecured deposit market) は完全に統合されたと見なされるかもしれない。レポ市場はそれほど統合は進展していない。

債券市場については、欧州経済通貨統合の第三段階スタートのずっと前から統合は始まっていたのは明らかであり、ユーロ圏各国政府の利回り格差は 1996 年から収斂が顕著に進んでいた。

もちろん、国債の利回り格差 (スプレッド) は、2009 年末のギリシャ債務危機の勃発後、ギリシャをはじめとする南欧周辺諸国とドイツなどユーロ圏中核諸国の間で再び大きく開くようになった。

図 2-1 ユーロ圏各国の 10 年物国債利回りの推移—通商白書 2010 年 p.66



## 2.2.4 経済の開放度

経済の開放度については、McKinnon(1963)が詳しい。McKinnon は、経済の開放度が高ければ高いほど、貿易財の国際価格は国内の生計費に「伝播する (transmit)」可能性が高くなり、賃金生活者が貨幣およびもしくは為替相場について「幻想 (illusion)」を抱く可能性が減じるとしている。

経済の開放度は、世界貿易におけるある国の総体的開放性、単一通貨共有の相手方と見込む国々に対する開放性、生産と消費における貿易財もしくは非貿易財としての物品、サービスのシェア、限界輸入性向、国際資本移動などいくつかの側面で評価される必要がある。その後の研究は、通貨統合は更なる経済の開放を引き起こすことを示している。例えば「経済統合の内生的作用 (endogeneity)」についての研究が挙げられる(2.6.3.で詳述)。

GDP に対する財とサービスの輸出入の割合で測定される経済の開放度は欧州諸国では平均約 40%と比較的高い。単一市場プログラムの実施によって弾みがついた価格自由化のプロセスと産業間貿易の深化によって、交易可能財の価格は EU 全域で漸進的により平準化してきた。

## 2.2.5 生産と消費の多様化

生産と消費の多様化が進み、輸出入も多様化してくると、特定分野に特有の(需要)ショックの影響が薄まる。生産と消費の多様化は名目為替相場を通じた交易条件における変

化の必要性を減じ、さまざまな混乱からの「隔離 (insulation)」を提供する (Kennen, 1969)。生産と消費が高度に多様化した通貨統合パートナー国は、名目為替相場を捨て去ることの結果として費用の減少を享受し、単一通貨が便益をもたらすことを見出す可能性が高い。

大半の EU 加盟国では、生産と消費は高度に多様化している。EU における各国の生産構造の多様化の度合いは平均して米国よりずっと大きい。

一方、OECD(1999)<sup>5</sup>は、EU/ユーロ圏諸国における消費構造の類似度を調査した。それによると、スペインを除く大半の加盟国で高度の類似性がみられた。

以上の議論を踏まえて、Mongelli(2005)<sup>6</sup>は、EU 加盟国はあらゆる物を少しずつ生産し、互いに似通った消費構造を有しているの、米国における 12 の地方連銀地域と比べて、非対称的ショックによる混乱への耐性が大きい可能性があるとの見方を示した。

## 2.2.6 インフレ率の類似性

対外不均衡は、構造問題、労働市場、経済政策、インフレに対する嫌悪など「社会の選好 (social preferences)」などにおける差異の結果としての国内インフレ率の持続的な違いから生じる。国々のインフレ率が低く、長期的に類似してくると、交易条件もかなり安定してくる (Fleming, 1971)<sup>7</sup>。これにより、経常取引と貿易がより均衡に向かい、名目為替相場を調整する必要性が減ることになる。

欧州通貨統合の完成 (1999 年) を前に、すべての EU 加盟国においてインフレ率格差は狭い範囲に収まる形で縮小した。しかし、その後、各国ごとに異なる展開を示すようになった。その背後にある要因として、景気循環や国内経済政策の違い、統計上のノイズなどが考えられよう。OECD(1999)は、インフレ率における、継続的であるが、それほど大きくはない格差は、「追い上げ (catching-up)」プロセスを反映している限り、容認できるとしている。

## 2.2.7 財政統合

非対称的ショックに見舞われた通貨統合参加国に対して資金を再分配するための超国家的財政移転システムを共有する国々は、こうしたショックへ対応しての補正が容易になり、名目為替相場の調整の必要性が減少する可能性がある (Kennen, 1969)。しかし、財政統合を実現するには、政治統合への道をさらに進め、こうしたリスクの共有を担う意思を有

<sup>5</sup> OECD “Implementing the OECD Job strategy: Assessing performance and policy” 1999, Paris

<sup>6</sup> Francesco Paolo Mongelli “What is the European economic and monetary union telling us about the properties of optimum currency area?” pp 618-619, 2005, *Journal of Common Market Studies* 43 3 pp 607-635

<sup>7</sup> J.M. Fleming “On Exchange Rate Unification” 1971, *Economic Journal* 81 (323) pp 467-488

する必要がある。

さらに財政統合を実現する前に、すべての通貨統合参加国に財政規律を厳格に順守させるための「担保」を確保する必要がある。すなわち、「赤字垂れ流し」という財政規律の緩んだ国の後始末を、厳格に財政規律を守る「質実剛健の国民性」が定着している他の参加国が行うという「モラル・ハザード(倫理の欠如)」の状況を回避しなければならない。

このための「担保」として、2010年以降のユーロ圏危機の中で提案されたのが、ユーロ圏参加各国が互いの政府の予算編成を監視するとともに、編成プロセスに介入し、EUの「安定・成長協定」の財政赤字、公的累積債務条項などを順守できない参加国に対して、「自動制裁」を科したり、違反国を欧州司法裁判所に提訴するなどの提案が打ち出された。ただ、ユーロ圏参加各国の大幅な主権の制限につながる恐れもある。

そうした担保を確保したうえで、「ユーロ共同債 (commonly-backed eurobonds)」を発行するという提案も浮上している。これは、結果的に、ドイツやオランダ、オーストリア、フィンランドなどユーロ圏北部の「優等生」の信用力で、ギリシャ、スペイン、イタリア、ポルトガルなど南欧「問題国」を救済することにつながる。それでも、「ユーロ共同債」を巡っては、欧州委員会などさまざまな機関、研究者が提案を発表している(第6章で詳述)。

2010年春以来、ユーロ圏周辺諸国の債務危機とそれがきっかけとなったユーロ圏の信用不安が続いている中で、財政統合、ひいては政治統合の必要性が叫ばれている。第6章で詳述するが、英国とチェコを除く EU25 カ国は 2012 年 3 月、財政規律を強化するため、違反国には自動的に制裁を科し、各国の憲法に財政均衡条項を盛り込むことを求める新財政協定に署名した。

歴史をさかのぼると、EU は既に 1999 年の通貨統合完成に先立って、1997 年のアムステルダム欧州理事会で「安定と成長のための協定 (Stability and Growth Pact=SGP) を成立させ、均衡予算もしくは黒字予算の計上による健全財政を目標として掲げていた。安定協定の内容は、統合参加国の財政赤字が「GDP の 3% を超えた場合、最高で GDP の 0.5% 相当を EU に無利子預金として預託する」というもの。

この安定協定は、ユーロ現金流通開始後、半年も経たない 2002 年夏、突然変調を来し、提唱国のドイツを困惑させることになった。世界経済の低迷とデフレ化の中で、EU 最大の経済大国ドイツが、数十年ぶりといわれる大洪水もあって財政赤字を膨らませ、GDP 比 3.75% と安定協定基準の 3% を大幅に超える事態となったのである。ユーロ圏二番目の経済大国フランスも財政赤字が GDP 比 3.1% と安定協定の上限を突破した。その後、自国経済の低迷にあえぐ独仏両国は 3 年連続して、財政赤字を GDP 比の 3% 以内に抑えるというルールに違反したため、安定協定は事実上、死文化した(村上、2009)。

さらに時間をさかのぼると、OECD(1999)は連邦予算もしくは超国家予算の編成を通じたリスク共有の仕組みを提案している。それは、通貨圏のある地域もしくは国を襲う非対称的ショックの悪影響を財政移転などを通じて他の通貨圏加盟国と共同して対処するというものだ。

## 2.2.8 政治統合

統合へ向けた政治的意思は、単一貨幣を共有するための条件として最重要のものとなっている。

政治的意思が存在すれば、財政規律の順守など単一通貨圏の維持に不可欠なさまざまなコミットメントの順守やさまざまな経済政策に関する通貨圏加盟国間で協力を維持することや関連機関のつながりの強化につながるとみられる。

通貨圏参加国間における政策態度の類似性は通貨圏を成功裏に存続させるうえで必要だとみられている。政策態度の類似性については、例えばインフレ抑制を重視するのか、それとも経済成長を高めて失業率を下げることを優先するのかなど、国によって状況等を勘案して、選好が異なることが十分考えられる。

この点に関連して、最適通貨圏を実現するには、政策立案者は政策目標間のトレードオフが必要となろう。

失業とインフレの関係についてはもちろん、両者間のトレードオフを表したフィリップス曲線が存在する。

## 2.3 初期 OCA 理論

初期 OCA 理論は、前述したように、ブレトンウッズ体制の固定為替相場制度の下で、固定為替相場制度と変動相場制度の比較・優越性をめぐる議論の中で生まれてきた。本稿では、Friedman (1953) を OCA 理論の源流と位置付け、その後、1960 年代の Mundell(1961)、McKinnon (1963)、Kenen(1969)を初期 OCA 理論の確立者と位置付ける。中でも、Mundell (1961)が最も重要である。

### 2.3.1 Friedman (1953)

ここでは Friedman と Mundell の関連についてまず触れる。Mundell が OCA 理論の考え方を編み出すに当たったきっかけは Friedman による固定相場制度の妥当性の主張に反論しようとしたことにあるとされる。

Mundell は、Friedman(1953)において示唆されたほど通貨統合に伴う変動相場制度の放棄はコストがかからないことを示す基準 (criteria) を特定しようとしたとされる。

ただ、Friedman は Mundell がその後打ち出す OCA に関する基準の重要性を認識していた節があるとされる。Friedman はまた、現実の世界において国々がこうした OCA 基準を運用するのは不可能だとみて、国々が別々の通貨を使用し、その間で変動相場制度を利用することの方が妥当だとの考え方につながるとみていた。この意味で Friedman は

Mundell (1961)と似通った見解を有していたといえよう (Dellas and Taylor, 2009)



Friedman が変動相場制度を主張する根拠は 3 点ある。それらは、(1) 現実世界における物価と賃金の硬直性と、これによってもたらされる、物価と賃金を通じた調整が長期間にわたり、高コストになることを考慮すれば、変動相場制度の下では市場の実勢によって対外均衡が自動的にもたらされ、国際収支をめぐる危機を回避可能とする均衡システムを構成する、(2) 変動相場制度は通貨政策の独立を可能にし、ある国が他の国の通貨政策の過ちに感染することを防ぐ、(3) 変動相場制度は、諸国間での物品や資本の移動に対するコントロールの除去につながり、これにより多国間貿易が促進される、というものだ。

一方、Friedman は、市場は常に機能し、市場のみが機能すると確信する *libertarian* であり、市場が過ちを犯したり、政府による経済活動への介入が有効である可能性については信じていなかったようだ。この点では批判の余地がある。

ところで、Friedman はフィリップス曲線は不安定であるとし、低成長下のインフレ高進として知られるようになったスタグフレーションの到来を予測した。

Friedman は 1976 年にノーベル経済学賞を受賞、英週刊誌 *エコノミスト* は 20 世紀後半において、そしておそらく 20 世紀全体においても、最も影響力のあったエコノミストと評した。Friedman はある意味では OCA 理論の先駆者と位置付けられるだろう。

## 2.3.2 Mundell (1961)

Mundell (1961) は、為替相場の決定要因は経済的な特質であることを示した。すなわち、Mundell は変動為替相場制度の論拠を薄める条件を特定しようとし、一方、特定の条件下では国ごとに異なる通貨間での為替相場調整は実効性を欠くことを示そうとした。

Mundell は「最適通貨圏」を、国家領土に対して、内部均衡（低インフレ率と完全雇用）と外部均衡（持続可能な国際収支ポジション）という目標が最も容易に達成できる地理的領域 (*geographical domain*) を決定するものだと定義した。

*The American Economic Review*, (Vol. 51, No.4, Sept. 1961, pp. 657-665) に所収されている Mundell 執筆の *A Theory of Optimum Currency Areas* と題する論文は「最適通貨圏 (OCA)」理論を初めてまとまった形で打ち出した、OCA 理論の古典とも呼べる論文である。

Mundell の問題意識は、第二次世界大戦後のブレトンウッズ体制と呼ばれる国際通貨体制下における固定為替相場制度と変動為替相場制度の優劣を比較することから出発している。議論の前提は、変動為替相場は国々を襲うマクロ経済面(需要サイド)での非対称的ショックに対して効率的な調整を行うというものだ。ただ、こうした非対称的ショックは経済のグローバル化の進展に伴い、減少しつつあるように見える。

### 2.3.2.1 通貨領域

Mundell は論文の第 1 部「通貨領域と共通通貨」で、最初は完全雇用状態にあり、収支

が均衡状態にある二つの地域（二カ国）A と B という簡単なモデルを使う。前提として、失業を生み出すことなく、短期間に貨幣賃金と物価水準は引き上げることが不可能で、かつ通貨当局はインフレ防止のために行動すると仮定する。このモデルにおいて、需要の対象が B の製品から A の製品にシフトすることによって混乱が生じた場合、何が起きるか説明している。

① A と B がそれぞれ国民通貨を有する二カ国の場合

B から A への需要シフトにより、B で失業が発生し、A でインフレ圧力が高まる。A において物価上昇の余地があれば、B との交易条件が変化し、それにより B における調整の負担が幾分、緩和される。しかし、A が物価上昇を阻止するために金融引き締め政策を実施すれば、調整の負担はすべて B にかかることになる。このとき、B において必要とされるのは、実質賃金の引き下げであり、これが A との交易条件の変化によって実施できなければ、すなわち B が物価を引き下げ、A が物価を引き上げることが不可能であれば、B における生産と雇用の減少によって調整を行う必要が生じる。これは、次のことを意味する。黒字国が物価抑制政策をとれば、世界経済に景気後退傾向を生じさせるのである。

② A と B が共通通貨を有する、閉じられた経済（closed economy）における地域の場合

前提として、A,B 両地域が属する国家の政府は完全雇用政策を追求していると仮定する。需要が B 地域から A 地域にシフトした場合、B 地域で失業が生じ、A 地域でインフレ圧力が高まる、さらに A 地域の（B 地域に対する）収支は黒字となる。B 地域における失業に対処するために、通貨当局は通貨供給を増やすが、これにより A 地域におけるインフレ圧力がさらに高まることになる。すなわち、赤字地域 B において完全雇用を目指すための有効な金融政策は黒字地域 A における物価を押し上げることになる。言い換えれば、完全雇用政策は多地域経済にインフレ・バイアスをもたらすことになる。

① に関連して、Mundell はそれぞれ別の国民通貨を有する多数国（3カ国以上）で構成する通貨圏において、赤字国における雇用創出ペースは黒字国のインフレ容認の程度によって決まるとしている。

② に関連して、単一通貨を有する、多地域（3地域以上）で構成する通貨圏において、インフレのペースは中央政府当局が赤字地域における失業をどれほど容認するかによって決まるとしている。

失業削減に関連して上述の二つのシステムは接近させることが可能であると Mundell は続ける。

一つの方法は、国際的な調整の負担を引き受けるのは黒字国であるべきであり、黒字国は赤字国における失業がなくなるまで物価上昇を容認するというものである。もう一つは、国際的な支払い手段を創出する権限を有する「世界中央銀行」の創設であるとする。

しかし、いずれのやり方でも、メンバー（地域 or 国）の間で、同時に失業とインフレを防止することは不可能である。

Mundell によると、問題は通貨圏のタイプにあるのではなく、通貨圏のドメイン（領域、domain）の設定にあるのである。

### 2.3.2.2 国民通貨

第二部は「国民通貨と変動相場制」についてである。

国際貿易において、需要の対象が A 国の製品から B 国にシフトすれば、B 国の通貨が減価し、A 国の通貨の価値が上昇することによって、両国間で対外不均衡は是正され、同時に B 国は失業の発生を免れ、A 国ではインフレが抑制される。これは国民通貨に基づく変動相場制の最も望ましいケースである。

Mundell はさらに例を挙げている。

- ① 世界がカナダと米国の 2 カ国でのみ構成され、それぞれ別の通貨を有しており、また北米大陸が国境線とは一致しない地域に分割されている（東部は自動車を、西部は木材製品を生産している）と仮定した場合。

この例において、変動相場制についての議論を検証するうえで、米ドルはカナダドルに対して変動し、自動車産業における生産性の上昇は、木材製品に対する超過需要と自動車の超過供給を引き起こすと仮定する。

需要のシフトにより直ちに起きる影響は、東部では失業の発生、西部ではインフレ圧力の高まりと、東部が赤字となることから生じる銀行準備金の東部から西部への流出である。東部における失業の増加に対応するために、両国の中央銀行はマネーサプライを拡大することになるだろう。一方、西部においてインフレを防止するため、マネーサプライを縮小させることになるだろう。（もちろん、カナダ－米国間の為替相場は両国収支の均衡を維持する方向に動くだろう）。このように両国において失業は阻止し得るが、それはインフレという犠牲を払ってのみ可能である。同様にインフレも抑制し得るが、失業という犠牲を払わなければならない。結局、調整過程における負担は東部と西部の間で分担されることになり、東部では一定の失業が、西部では一定のインフレが発生することになる。失業とインフレの双方を回避することはできない。

Mundell は、変動相場制は両地域間の収支不均衡を是正するのには役立たないが、両国間の収支不均衡を是正するのには役立つとし、それゆえ、必ずしも共通通貨や固定相場制により連結された国民通貨より必ずしも好ましいものではないと結論づけている。

この結論は、現在のユーロ圏においては、イタリアの北部と南部、ベルギーのフラムン地域とワロン地域の格差を想起すれば、理解の一助となるかもしれない。

### 2.3.2.3 変動相場制

第6部の結論では変動相場制をめぐる問題に焦点を合わせている。筆者は一読したとき、なぜ最適通貨圏の是非について直接論議しないのだろうかと疑問に思ったものだ。変動相場制について論議することにより、固定相場制にならざるを得ない通貨圏を間接的に論じているのだろうと推察した。

Mundell は、変動相場制には二つの明確な問題があるという。

一つは、変動相場制が現代の世界経済において実効的かつ効率的に機能できるのかとうかという点だ。これは、1960年代初めという時代背景を考えれば優れて切迫した問題提起だった。言うまでもなく、1971年の金・ドル兌換停止というニクソン・ショックを経て、1973年に主要国通貨は変動相場制に突入したことを想起する必要がある。

Mundell は変動相場制が機能する条件として、

- ① 変動相場制に基づく国際的な物価情勢が動的に安定している、
- ② 動的均衡に対する通常の混乱を除去するのに必要な外為相場の変化が輸出産業と輸入産業の間での急激かつ非可逆的なシフトを引き起こすほど大きくない
- ③ 変動相場制が引き起こすリスクが先物市場で合理的なコストでカバーし得る
- ④ 中央銀行が「独占的な」投機を控える
- ⑤ 金融政策の規律が継続する通貨の減価という政治的に好ましくない結果によって維持される
- ⑥ 長期資本移動の増加を維持するために債権者と債務者の合理的な保護が保証される
- ⑦ 賃金と利益が輸入製品のウェイトが大きい物価指数に連動していない。

ことを挙げた。

二つ目の問題は、世界はどのように通貨圏に分割されるべきかというものだ。Mundell は変動相場制に関して安定性を強調する議論は、それが地域通貨圏に基づいている場合にのみ有効だとしている。もし世界が、内部において生産要素の移動性がある地域に分割され、地域間で生産要素の移動がないとすれば、各地域は相互に変動するそれぞれの通貨を有すべきであるとしている。

そのうえで Mundell は、地域は経済的単位 (economic unit) であり、一方、通貨領域 (domain) は国家主権の表象という側面もあるとしている。

Mundell は、労働と資本の移動性が国内において不十分であれば、国内通貨の対外価値における柔軟性をもって安定機能が果たされることは期待できないとしている。同様に、生産要素が国境を越えて移動すれば、変動相場制は不必要となり、場合によっては有害となるとしている。

Mundell は (1961年の時点で) カナダは変動相場制を試みた唯一の先進国であると指摘したうえで、安定化に関する限り、この実験は失敗に終わったとみている。(カナダでは) 地域間における生産要素の移動がなかったことで、ある地域の産物に対する外国からの需要の増加によって外為相場は上昇し、これは他の地域における失業の増加につながる。こ

うしたプロセスは金融政策によって修正し得るが、最初の地域においてインフレ圧力が高まることになる。一地域におけるあらゆる需要の変化は、他地域において反対方向の変化を引き起こす可能性が高く、これは国家レベルの安定化政策によって完全に修正はできない。

同様に、高度の対外的な資本移動はまったく別の理由から安定化政策を阻む可能性がある。すなわち、中央銀行は国内の安定を確保するために、金融政策を変更することができるが、安定化効果を生み出すのは金利の変更ではなく、為替相場の変更であるとしている。

#### 2.3.2.4 Mundell 理論の評価

Mundell 1 (1961)はタイトルが『最適通貨圏の理論』とあるにもかかわらず、変動相場制の妥当性を固定相場制の妥当性と比較するという一見迂遠な形で論じている。もちろん、通貨圏の内部は固定相場制に基づいていることを考慮したものだ。

その Mundell の理論がどのように評価されているか見ていく。まず、日本の研究者（田中素香）による明晰なサマリーを概観する<sup>8)</sup>。

田中（1996）は、OCA 理論は貿易収支不均衡の調整過程の応用とみなし、核心を次のように示している。

AB 二つの国民経済が固定相場制で結ばれている場合に、もし A 国を「経済的ショック」が襲ってその国の貿易収支が赤字に転化したとき、為替相場を切り下げて貿易収支の均衡を達成するのと、為替相場は固定したままで国内の賃金・価格の切り下げによって均衡を回復するのとではどちらが容易か、という点にある。

との問題に収斂させる。そのうえで

この調整は、A 国内の賃金・価格の調整を通じるよりも名目為替相場の変更を通じる方がより容易かもしれない。というのは、為替相場は政策当局の裁量によって直ちに動かせるが、他方、国内価格と賃金はただゆっくりとそして失業の圧力の下でのみ調整されるからである。しかしもし A 国の労働力が容易に B 国に移動するのであれば、失業は労働力移動によって吸収されるので、為替相場を固定したまま

---

<sup>8)</sup> 前述の岩村は、『最適通貨圏の理論と欧州通貨統合』（2009）の結語で、[欧州通貨統合という現実に対峙したときに、OCA 理論の死角が明らかになった]とし、今後の研究が進むべき三つの方向として、①通貨統合の便益とその発生メカニズム、②通貨統合の政治的側面、③OCA 基準の達成度の「内生性（endogeneity）」に焦点を合わせることの必要性を強調している。①と③については本論文の第二章で、②については結論部分で考察する。

のほうが広域通貨の利益を保持できる。

田中はこのように Mundell の理論は労働力の自由移動の範囲を最適通貨圏としたとみている。そして固定相場は単一通貨と同じ意味を有すると指摘した。

そのうえで Mundell の「労働力移動」という基準は、ケインズ理論に沿って、価格と賃金の下方硬直性がきわめて小さいという前提の上に立てられていると指摘。もし、賃金・価格が下方に弾力的に変動するのであれば、労働力移動がなくても均衡の回復は可能であると論じている。そこで、最適通貨圏の基準として、①労働力移動、②価格・賃金の弾力性という二つの基準が立てられるとする。

田中は、EC/EU12 カ国（1995 年以前）はこれら二つの基準を満たしていないと米国の経済学者（B. Eichengreen など）の研究成果を紹介する。

米国の州境を越える労働力移動は顕著なので米国は最適通貨圏であるが、欧州では一国内で労働力移動は顕著であっても言語などの要因のために国際労働力移動は限定されている。また EC 各国の賃金は米国に比べて弾力性をもっていない。そこで EC は最適通貨圏ではないので、単一通貨を導入すると失業対策に膨大な財政コストがかかる。

これに対する欧州の研究者（例えば Gros and Thygesen, 1992）の反論も紹介している。EC/EU は最適通貨圏であるという主張だ。田中は彼らの反論を次のように紹介している。

- ①伝統的な最適通貨圏理論は不均衡を引き起こす経済的ショックの性格についてあまり詳しく述べていない。EC のように、貿易による相互依存度が高く、しかも相互に工業品を供給し合っているケースにおいていったん生じた経済ショックがどのように実体化されるかが重要な点であるが、これはあまり明らかにされてこなかった。「国に特有のショック」は EC では考えにくい。
- ②（国に特有のショック）は国ごとに差異のある理由から生じる。特定の国で生じる賃金爆発はその主要な形態であるが、非可逆の固定性は各国の節度を強め、そのようなショックを抑制する。
- ③ 循環的な不況のような「需要側のショック」は価格・賃金の変動によって調整することが可能である。

田中は、これらの議論の応酬を踏まえて、「経済的ショック」という抽象的な用語によって展開されている OCA 理論には曖昧さが残ると指摘している。

久保(2003)も Mundell (1961)に関して、資本と労働の移動可能性、あるいは移動のスピードに差があるという点をどのように考慮するかについて曖昧さが残ると見ている。そ

して、労働移動については文化、言語などの障壁があることから、資本移動よりスピードが落ちざるを得ないと指摘。また、移動のスピードについても必要な程度を論じていないとしている。

さらに、Mundell 1 (1961)における region (地域) の定義には曖昧さが残る。「Region(地域)はその中で(労働力など)生産要素の移動性がある area(領域)であるが、area 間では移動性はない」としており、異なるレベルでの労働の移動性を峻別していない。また、Mundell は地域を定義するうえで、労働力の移動ではなく、資本移動に重点を置くべきだったかもしれない。

Mundell 1 (1961)は、「一地域 (region) で失業状態があり、この失業状態を解消するために他の地域 (regions)ではインフレを容認する必要がある」としているが、2.3.1 の Friedman についての項でも指摘したように、スタグフレーション下では当てはまらない。

Ronald I. McKinnon は”Optimum Currency Areas” (*American Economic Review*, 53. pp 717-725)で、Mundell(1961)は単一通貨領域 (the domain of a single currency) の最適規模を決めるのはどのような経済的特質 (economic characteristics) であるのかとの問いかけを行う必要性を強調したうえで、「経済の開放性 (the openness of the economy)」の影響について論議することによって、「最適性」という概念を発展させると述べる。

McKinnon は、経済の開放性を、対外均衡と対内均衡の調和と国内物価の安定の問題に関連して、交易品と非交易品の比率だと定義している。やや分かりにくいだが、これはすべての製品は、外国貿易の対象となる製品 (交易品) と輸送上の問題から外国貿易の対象とならない製品 (非交易品) に分類されるとの考え方に基づいている。

また、McKinnon は最適性について、金融・財政政策と変動相場が、①完全雇用の維持、②国際収支の均衡維持、③安定した平均国内物価の維持という三つの目的に最適解を与え得るために、金融・財政政策と変動相場制をその中で利用できる単一通貨圏を説明するために用いられるとしている。

McKinnon は「要素移動性に関する結論ノート」で、「要素移動性」には二つの異なる意味があり、一つは地域間の地理的要素移動性であり、もう一つは産業間の要素移動性だと指摘。Mundell は最初の解釈を採用しているとの見方を示した。

最適通貨圏に関する彼 (Mundell) の議論は概略、各単一通貨圏の中で高度の地理的要素移動性を有しつつ、通貨圏間の要素移動性を補うために変動相場制を採用することを目的とするものだ。

McKinnon は通貨圏の最適な範囲についても言及している。

産業間生産シフトを容易にすることに関連して、単一通貨経済の規模と開放性につい

での基準は、通貨圏の最適な範囲を決定するうえにおいて、純粹に地理的な要素移動性をめぐる考慮とのバランスをとる必要がある。

McKinnon の論点は次のように要約できる (Dellas and Tavlas, 2009)。

- (a) 比較的に開放的な経済は通貨を (他通貨に) ペッグすべきである、
- (b) 相互に広範囲に交易を行う開放的な諸経済は通貨圏の形成によって便益が得られる。なぜなら、その(通貨圏の)閉鎖性によって外為相場の変動に対するより大きなバッファを得られるからだ、
- (c) 大規模な地理圏は比較的閉鎖的になる可能性が大きい。そしてその規模は最適外為レジームの決定要因となる。

McKinnon は最適通貨圏を形成するには「経済の開放性」が重要であるとしているが、これは最適通貨圏の外部では物価が安定していることを暗黙のうちに前提としているようにみえる。なぜなら、「外部の不安定性は (通貨圏とその外部地域の間での) 変動相場制度を通じて通貨圏内に直接伝播される」(Ishiyama, 1975) からである。

McKinnon はその後も最適通貨圏について論考を発表しており、それについては後述する。

### 2.3.4 Kenen (1969)

Peter B. Kenen は Mundell らが主催して米シカゴ大学で開いた「国際経済における通貨問題 (Monetary problems of the international economy)」についてのセミナーで最適通貨圏について発表した (題は “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View” )。<sup>9</sup>

Kenen は最適通貨圏を形成する経済圏についての Mundell の見解について「文字通り (literal) のものではなく、機能的 (functional) なものだ」と指摘する。

あなたは彼のいう地域 (regions) を地図上には見出すことはなく、投入産出表 (input-output table) を使うことになるだろう。私の理解によれば、彼の議論の本質は、地域 (region) は、同じ技術を使用し、同じ需要曲線に直面し、状況の変化に応じて一緒に苦しむか繁栄する均質な、生産者の集合として定義されるというものだ。

—  
地域が地理的でもなく、政治的でもない、そこにおける活動によって定義されると

---

<sup>9</sup> Peter B. Kenen “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View” I in R. Mundell and A. Swoboda (eds.) Monetary Problems of the International Economy, University of Chicago Press, 1969, pp 41-61



すると、地域間の労働移動が完全と成るためには、職業間の移動も完全でなければならぬ。こうした状況は、労働力が均質であるときのみ（もしくは単一通貨圏に属するいくつかの地域が非常に類似した技能要件を示すときにのみ）可能となる。結果として、Mundell のアプローチは最適通貨圏が常に小規模のものとなるという悲しむべき確実性をもたらすことになる。

Kenen は今日、政府の活動は規模の経済を伴っているとし、例として国防や（役所のサービスなど）公的部門の機能を挙げた。そして単一の製品を生産する多数の地域にまたがる効率的な財政システムが必要であり、それは、非最適（non-optimal）であっても、単一通貨圏と同一の広がりを持つ（coextensive）と強調した。これは換言すれば、単一通貨圏では財政統合が必要であるとの見方だ。財政統合の程度が進んでいけばいるほど、失業率が低い地域から高い地域への財政移転を通じて「非対称的ショック」を和らげることができる。

Kenen は最適通貨圏に関して、Mundell の労働力移動の基準は不十分であると指摘する。労働力移動が完璧にみられることはないので、単一の国に属する多数の単一製品生産地域の間では、労働力の移動よりも、生産される製品構成の多様性のほうがより基準としてふさわしいと指摘する。そのうえで、

- (1) 十分な多様性がある国民経済は単一製品しか生産されない国民経済のように頻繁に交易条件を変更する必要はない
- (2) 多様性のある国民経済は実際、多様化が進んでいない国民経済に比べて、主要輸出品への需要の減少は急激ではなく、失業率の上昇も激しくない。
- (3) 多様化が進んだ国民経済では、外需と内需のリンク、特に輸出と投資のリンクは、そうでない国民経済に比べて弱いものとなり、海外から国内に輸入される失業の変動は、それに対応する資本形成の変動によって大きく悪化させられることはないだろう

と、経済が多様化するメリットを列挙した。

対外収支の視点からみると、輸出品目の多様性に反映される経済の多様性は、事前に交易条件を頻繁に変更する必要性をなくし、それゆえ、事後に国民通貨の外為相場を頻繁に変えることも不必要になるのであると指摘した。

Kenen(1969)は結論で、多様化が進んだ国民経済にとって固定為替相場制度が最も妥当であると主張する。具体的には、多様化は外的ショックを事前に（ex ante）平均化する（average out）するのに役立つ、それに伴い国内の資本形成を安定化させる。多様化は事後に（ex post）、平均化が不完全であった場合に（国民経済が被った）損害を最小限に抑えるのに役立つと指摘。そのうえで、国内経済活動が連続することによってそれぞれの専門

に特化した労働力にとって雇用機会が最大化されるので、多様化は国内の要素移動性にとって不可欠であるとしている。

一方、Kenen は、多様化した国民経済の弱点も指摘する。それは、輸入物価に関連した貨幣賃金 (money wages) によって表象される金融 (monetary) ショックに特に脆弱であるかもしれないと指摘する。

さらに、固定為替相場制度を採用している、多様化した国民経済は、不完全な労働力の移動と輸出の変動から確実に生じる頑固な失業多発地域 (pockets of unemployment) に対処するため広範囲にわたる財政政策を準備しなければならないと主張する。

結論の最後で Kenen は、「私は現状 (1969 年時点) を限りなく追認することになった」と半ば自嘲的に言う。すなわち、主要先進国は為替相場制度の変更を避けて、ブレトンウッズ体制にしがみつくなすべきであり、その一方、開発途上国は多様化が進んでおらず、政策手段に乏しいので、為替相場の変更を頻繁に行うかそれとも全面的に変動相場制度に移行すべきであるというものだ。

Kenen は経済の多様性の重要性を強調しているが、経済が多様化すればするほど、経済規模が大きくなればなるほど、外国貿易の必要性は減少する。これは言い換えれば、大規模で多様化し、外国貿易の GDP に占める割合が小さい国は固定相場制度を採用し、一方、小規模開放経済国は変動相場制度を維持すべきだという主張と受け止められ得る。現在のユーロ圏の現状とは齟齬がある。

### 2.3.5 1960 年代の初期 OCA 理論の総括

Mundell (1961), McKinnon (1963), Kenen (1969) の初期「最適通貨圏 (OCA)」理論は、複数の経済 (economies) が通貨同盟 (currency union) を形成するのに最適であるかどうかを判断するための特性 (characteristics) を特定した。Dellas and Tavlas (2009)<sup>10</sup> は以下のように整理している。

労働移動性の程度および/もしくは賃金・物価の柔軟性 (Mundell)

非対称的ショックの発生率 (Mundell)

(経済の) 開放性の程度および/もしくは貿易統合の程度 (McKinnon)

経済の規模 (McKinnon)

二つの経済の間における経済構造の類似性 (Kenen)

製品の多様性の程度 (Kenen)

財政統合の水準 (Kenen)

---

<sup>10</sup> Harris Dellas and George S. Tavlas “An optimum currency area odyssey” p 9, *Journal of International Money and Finance*, 2005

しかし、三人が発展させた枠組みはその内部で整合性が保たれているわけではなく、脆弱性をはらんでいると Dellas and Tavlas (2009)は指摘し、次に挙げるような整合性の欠如や相互矛盾があると論じる。

例えば、①小規模開放経済はペッグ制が望ましいとされるが、隣接地域との労働移動性の程度が低い可能性があり、その場合、変動相場制の方が好ましいことになる、②小規模経済は開放的であればペッグ制が望ましいが、その場合でも比較的が多様化が進んでいなければ固定相場制の方がベターとなる、などの点だ。

また、Mongelli(2008)は初期 OCA 理論の脆弱性と限界を論じ<sup>11</sup>、初期 OCA 理論の弱点や制約は長期間にわたって指摘されてきたとする。以下、Mongelli の主張に沿ってリストアップする。

- (1) OCA の諸特性のうち、いくつかは計測するのは困難であり、あいまいである。
- (2) OCA の諸特性を相互に評価するのも困難である。すなわち、OCA 理論には統一的枠組みが欠如している。
- (3) OCA 理論の（それぞれの特性に関する）分析的枠組みは新たな理論的枠組みの発展や実証研究の成果を受けて、根拠が薄弱化しつつある。それゆえに、1970 年代中盤から 1980 年代中盤にかけて、「知的興味の対象としては忘却の彼方 (intellectual limbo)」に追いやられた」(Tavlas, 1993)。たとえば、欧州は完全な通貨統合に進むべきか、そしてその場合、どの国が参加すべきかなどという問いへの答えを OCA 理論にエコノミストや政策担当者は求めたが、見出せなかった。
- (4) 経済通貨統合の費用と便益を査定するためにすぐ使える理論はない (Emerson et al, 1992)。OCA 理論は初期段階で重要な識見を与えてくれたが、EU など特定地域における経済通貨圏の適格性については狭隘で古ぼけた分析枠組みしか適用していない。
- (5) OCA の特性について行われたてきた研究は後ろ向きのものが多い。すなわち政策の選好や通貨統合など政策レジームの転換を反映していない。ただ、1990 年代後半になって、一部の研究者は通貨統合の「内生的効果 (endogenous effects)」の問題を提起し始めた。これはすなわち、単一通貨を共有することは関係国をより緊密化させるきっかけになるかどうかということである。内生的要因については 2.5.1 で後述する。
- (6) OCA の境界は国境に一致しない場合がある。Mundel 1 (1961)には米加両国の東部と西部という地域についての言及があるが、複数国で構成するグループの分析は必ずしも有益ではない。米国の州やドイツのレンダー (州)、スペインやイタリアの地域などに関する OCA 諸特性の研究も行われてきた。

---

<sup>11</sup> ibid pp 4-5

- (7) 単一通貨を共有することの費用と便益についての議論は不完全であり、あいまいである。(費用と便益については 2.6.4 で後述)。
- (8) OCA 理論はポスト工業経済におけるサービスの重要性を予見することはできなかった。サービス分野は、その特質からより多様化し、拡散し、細分化されており、このため欧州各国の経済は、より互いに似通ったものとなってきた。これは、製造業をみているだけでは分からない。
- (9) 初期 OCA 理論の最大の弱点は、「長期的な金融政策の非効率性」が露見したことによる、概念的枠組みの崩壊および全体的な体系の基礎の瓦解である。

換言すれば、初期 OCA 理論は、いくつかのタイプの特異なショックが起きた場合、金融政策は少なくとも短期的には、相対的な賃金と物価の調整を容易にすることができる効率的な政策手段であるとの信念に基づいてきた。たとえば、金融政策は景気循環を安定化させるのに役立つとの信念だ。

初期 OCA 理論について、短期ではフィリップス曲線は一定であるというマネタリスト側からの批判は、労働組合は名目賃金ではなく、実質賃金について交渉するのであり、これに対応して、フィリップス曲線はインフレ期待により「増強 (augment)」される必要があるというものだと Mongelli(2008) は論じる。フィリップス曲線は自然失業率によって代替されることになる。こうした中で政策当局者は、望まれる失業率と経済活動のレベルではなく、インフレ率の選択に直面することになる。

ところで、金融政策が安定化手段として適切に使用されていなければ、独立性を喪失しても、実質的な損害とはならない。一方、長期的には、比較的高いインフレ率は、失業や成長の側面ではいかなるマクロ経済効果も生み出さない (Emerson et al, 1992)。比較的高いインフレ率を記録してきており、低インフレ率を実現するという約束を破ったことで悪評判が立っている国が低インフレ国としての信用を即座に得るには、国家の通貨主権を放棄し、低インフレ経済国と完全な通貨同盟を結成することだ。この例としては、ユーロ圏結成により結果として生じたイタリアとドイツの関係が挙げられよう。

## 2.4 OCA 理論をめぐるさらなる展開

OCA 理論は 1970 年代に入り、さらなる展開をみせるが、その後、理論のあいまいさなどが嫌気され、衰退期を迎える。OCA 理論が再び脚光を浴びるようになったのは、欧州経済通貨統合(EMS)へ向けた熱気が高まってきた 1980 年代後半以降だ。OCA 特性を再解釈し、OCA 理論の現実世界への「運用(operationalizing)」が課題となった。OCA 理論は EMU の枠組みを構築するうえで、理論的参照点とはなったが、EMU にそのまま採用されたわけではなかった。1990 年代にはいくつかの「メタ OCA 諸特性(meta OCA properties)」が「すべての状況に対応できる catch-all 特性」として打ち出された。そして、新たなメタ

特性の中で最も注目されるのが「多様な内生的作用 (endogeneities)」である。これは通貨統合への参加の結果として生じる経済の構造とパフォーマンスの変化に焦点を合わせる「動的(dynamic)」な枠組みである。そして、2010年からのユーロ危機はユーロ圏においてOCA諸特性のうち財政統合と政治統合が不完全であることを如実に示した。

## 2.4.1 OCA理論をめぐる第二期の発展

1970年代にはOCA理論をめぐる第二期の発展がみられた。第二期では、OCA諸特性のうち、費用と便益の特性に関する理論の整備が目立った。さらに、「メタOCA特性」とも呼ばれる新たな特性が提示され、そのうち特に「ショックの類似性」に関する特性が重要である。

第二期の発展について、Mongelli (2005)に沿って概観する。

### 2.4.1.1 Ishiyama (1975)

単一の特性に基づいてOCAを定義することには限界があり、それぞれの国は通貨圏に参加することの費用・便益をそれぞれの国益と厚生に基づいて仮定すべきであると主張するのはIshiyama(1975)。Ishiyamaはまた、異なる社会的選好の結果として生じるインフレ率と賃上げ率の格差および内需管理政策における矛盾は、大半は一時的なミニ・ショックへの露出における(諸国間の)違いを含むほかのOCA諸特性よりも重要であると指摘する。

Ishiyamaは旧大蔵省官僚で、IMFに出向中、本論文を書いたと推察される。

本論文のアブストラクトで、IshiyamaはOCA理論に関連して、費用・便益アプローチに触れており、それは、通貨価値の安定性や投機の除去など固定為替相場制の便益を、金融政策の独立性の喪失や失業・インフレ相関関係の悪化などと比較するものであると論じる。そのうえで、外為相場政策の放棄は非常にコストが高くつくものであり、OCA理論は、小国における外為相場政策や金融改革をめぐる実際的な問題を解決するうえにおいてほとんど役立たないと否定的な見解を示している。

労働力の移動についても、国際的な労働力の移動が一般的に見られないことから外為相場変動の影響を十分に補うものではないと断じている。

### 2.4.1.2 Tower and Willet(1976)

OCA諸特性を比較した場合、量的側面からの重要性 (quantitative importance) に関して一般的な意見の一致は見られず、さらなる実証研究が必要だと論じるのがTower and Willet (1976)だ。

Mongelli(2005)はOCAの便益は主として、通貨の便利さの拡大、競争をより盛んにする、物価の透明性増大、域内における名目為替相場をめぐる不確実性の消滅などから生じている。名目為替相場をめぐる不確実性がなくなることで具体的に、域内市場が強化さ

れ、貿易が促進され、投資リスクが軽減され、域内間国境をまたぐ域外からの直接投資の流入が促進されるという。さらに、金融市場の透明性の増大と厚みが増すこと、取引コストの節約、単一通貨の国際的流通の促進なども便益として挙げている。

一方、費用としては、新通貨への切り替え費用、超国家機関の創設に伴う行政費用の増加などを指摘している。また、通貨圏への参加は、国民国家政府が直接使える政策手段の幅を狭めることになるという。

「出口」の費用にも言及している。すなわち、通貨圏から離脱して変動相場制度に復帰すれば、貨幣の使い勝手(utility)が減じ、資源配分における効率性が損なわれると指摘している。

### 2.4.1.3 Mundell (1973)

Mundell (1973) (厳密には Mundell II-a) のタイトルは *Uncommon Arguments for Common Currency* と通貨統合を明らかに意識したものとなっている。Mundell II-a は共通通貨圏が非対称性ショックに対応する困難性を指摘した Mundell I の議論を事実上放棄し、国際的なリスク共有のための国境を越えた資産保有の形をとる金融統合の役割について論議している。すなわち、単一通貨を共有する国々は所得源を多様化し、厚生ポートフォリオを調整し、外貨準備をプールすることによって、非対称的ショックの影響を緩和できると主張する。こうした主張からは、通貨圏のすべての参加国が金融面で統合されており、それぞれが他の加盟国の生産物を所有する権利を有していれば、ショックが類似していることは単一通貨を共有する前提条件とはならないという結論に導く。この点は、Mongelli によれば、単一通貨圏の規模についての議論において重要な意味を持つ。共通通貨は、民間金融市場を通じて相互に保険を掛けている (insure) 限り、非対称的ショックを受ける国々の間で共有し得ることを示している。

Mundell IIa について、De Grauwe(2006)は次のように分析、評価している。

Mundell IIa は、(Mundell I が書かれた) 1960 年代初めにはみられなかったが、1970 年代初めには表れ始めていた、資本移動の自由がある世界から出発している。資本移動の自由がある世界では、為替相場は安定化要因であることをやめる。その代わりに、Mundell IIa によれば、為替相場は不安定な投機活動の標的となる。したがって、為替相場は、非対称的ショックに見舞われた経済を安定化させるのに使用し得ると示唆する Mundell I の見解は放棄されることになる。Mundell II によると、通貨同盟への参加は、調整メカニズムとしての為替相場の喪失としてではなく、非対称的ショックの源泉を除去するという便益をもたらすものとしてみなされるべきであるということになる。

De Grauwe (2006)はさらに論を進め、

Mundell IIa によって示された見解は実際、外国為替市場は効率的ではなく、国々をマクロ経済面での均衡に導くうえで信頼されるべきではないとの考えに基づいている。

とまで言い切っている。

De Grauwe (2006)はさらに、

「新」Mundell 理論は通貨同盟を非対称的ショックを減らし、非対称的ショックへの保険を改善する方法だとみなすようになった。

と指摘、そのうえで、

この分析には重要なひとかけらの真実が確かにある。しかし、この楽観主義を容易に誇張できることも肝に命じなくてはならない。第 1 に、非対称的ショックに関する Mundell の結論はショックが一時的であるときに有効である

...

第 2 に、為替相場のボラティリティー（不安定性）は非対称的ショックの独立の源泉でありうるが、それでも大きなショックが起きたときに為替相場によって調整することができればより容易に対処することができる場合がある、ということも依然として真実である。

ここで、Mundell IIa において、共通通貨の導入が非対称的ショックを緩和できると指摘している部分を抜き出してみよう。

ある国において、収穫の失敗やストライキ、もしくは戦争は実質賃金(real income)の喪失をもたらすが、共通通貨の使用（または外貨準備の使用）によって当該国は保有外貨の一部を取り崩してその影響を和らげ、さらに、費用面での調整が将来にわたって効率的に分散されるようになるまで他国の資源に頼ることもできるようになる。一方、もし二つの国が異なる通貨を使用し、変動相場制を採用していれば、すべての損失の負担は当該国が負うことになる。ただ、共通通貨は一国家全体にとってショックの吸収役とならない場合がある。それは、外国市場において交換不可能通貨が投げ売り(dumping)され、減価する通貨を求めて投機的資本の流入を引き付ける場合だ。(Mundell IIa, p.115)。

1970 年代にもう 1 本、OCA 理論関係で主要な論文を発表している。タイトルは“A Plan for a European Currency”であり、これを Mundell IIb と呼ぼう(Mundell 1973b)。この中で Mundell は「(ドイツ・マルクやフランス・フランなど当時流通していた)欧州諸

国の通貨が一つに束ねられ(bound together) れば(外国為替市場の)混乱から生じる衝撃は資本移動によって緩和されるだろう」と論じ、「欧州通貨(European currency)」を誕生させて、それを「欧州通貨委員会 (European monetary committee) に管理させることを提唱した。Mundell は Iib の中で、欧州通貨の名称にも言及している。欧州でかつて使用されたターレス、デュカ、フローリン、リープに加えて ecu, ユーロダラー、ユーロール(Euror, ジスカールデスタン元仏大統領が提唱)などのいずれかとすることも可能だが、Mundell はヨーロッパ(EUROPA)を推奨した。

さらに、Mundell は欧州通貨を実現するための五段階のステップというシナリオを描いている(Mundell 11 b, p.163-164):

第一段階 アンカー(いかり役)通貨を決めてそれを中心に他国通貨を変動させるシステムを作り出す (後に欧州通貨制度=EMS として実現)。

第二段階 イングランド銀行(英中央銀行)を中心に(各国中央銀行の代表から成る)委員会を立ち上げ、欧州通貨政策を立案する。

第三段階 (外貨の)準備プールを作り、(欧州)中央銀行を創設し、金利政策などを担当させる。

第四段階 欧州通貨にシンボル性を持たせるための名称を付与する (前述のヨーロッパ)。

最終第五段階 金を用いるかもしくは英国を通じたペッグ制を採用して、欧州域外とのコネクションをアレンジする。

1970 年代に発表された Mundell のシナリオはその後の欧州通貨統合に向けた展開を考えれば、先見の明があることは否定できない。ただ、英国への期待が大きかったようだが。

さらに経済思想の側面から検討すれば、1999 年 1 月 1 日に欧州経済通貨統合が完成したことにより、Mundell II はケインズ主義的思潮が色濃い Mundell I を退けたことになる。

#### 2.4.1.4 Mundell I と Mundell II の矛盾

Mundell 1 (1961) は為替相場制度をめぐる議論が入り口であるが、事実上、「最適通貨圏」理論の嚆矢となった。

しかし、Mundell がその後 1973 年に発表した論文は 1961 年の論文と核心部分の内容が大きく異なるものだった。すなわち、1961 年論文(Mundell I) は自由変動為替相場制度の利点を強調しつつ、小規模で同質の通貨圏に傾斜しているようにみえるのに対し、1973 年論文 (Mundell II) では異質の国家を包含する広範囲の地域をカバーする共通通貨を提唱、



それによって国際的なリスク分担のための資産保有が可能になると主張した (McKinnon, 2004)。換言すれば、Mundell I は変動相場制度を、Mundell II は後のユーロ圏で具現した、共通通貨ユーロを有する大規模な通貨圏（内部では究極の固定相場制度が維持されている）を提唱したのである。

また、Mundell I にも Mundell II にも、ユーロ圏が今後、生き延びていくうえで必須とみられる、財政統合、銀行同盟、成長戦略・構造改革（本稿第四～第六章で論述）の必要性については言及していない。ただ、Mundell II は、財政統合や銀行同盟に代わり得るものと見なすことができる、効率的な国際資本(金融)市場の存在の必要性に間接的な形で触れている。すなわち、こうした国際資本市場があれば、非対称的ショックに対応する手段としての資産ポートフォリオの国際的多様化が可能となる。

Mundell は 1990 年代の後半、ノーベル経済学賞を受賞したが、OCA 理論への貢献への評価も受賞につながったとされる。

表 2-1 Mundell I と Mundell II の比較

	Mundell I	Mundell II
理論的背景	ケインズ主義	新古典派経済学
望ましい通貨圏の特徴	小規模、均質	大規模、多様
望ましい為替相場制度	変動相場制	固定為替相場制
非対称的ショックへの対応	労働力移動等	金融統合による国際資本(金融)市場の形成
欧州通貨統合への姿勢	否定的(調整メカニズムとしての為替相場の喪失)	肯定的(非対称的ショックを緩和)

(Mundell の論文などを基に筆者作成)

#### 2.4.1.4 第二期 OCA 理論の総括

Mongelli(2005)は、OCA 理論の背後にある、分析的枠組みとしてのさまざまな脆弱性と制約が、第二期において明確に表れ始めたとしている。すなわち、何らかのショックが起きた場合、少なくとも短期的には金融政策は効果的な政策手段であり、変動相場制とともに相対的な賃金と物価の調整を容易にするという「安定化」の枠組みが疑問視されるようになったということだ。

前述したように、1970 年代半ばから 1980 年代半ばにかけて、OCA 理論は「知的忘却 (intellectual limbo)」の彼方に追いやられた。Mongelli(2005) はその背景に三つの要因を指摘する。第一に、前述したように分析的枠組みとしての OCA 理論の脆弱化であり、次

に、欧州通貨統合に向けた勢いの喪失という時代背景であり、最後に、エコノミストや政策立案者は OCA 理論の中に、欧州は完全な通貨統合に向けて進むべきかどうかという問いへの答えを見出せなかったことがある。

OCA 理論の背後にある分析的枠組みは、1970 年代の「合理的な期待をめぐる展開 (rational expectations revolution)」や金融政策は長期的には非効率的であるとするインフレ・バイアスに関する論文を反映して、徐々に修正されてきた。こうした中で、定常の (constant) フィリップス曲線は、まず、予期されないインフレと雇用及び生産の間の正の相関関係によって、そしてその後、自然失業率によって取って代わられた。政策立案者は、望ましい失業率と経済活動の水準よりもインフレ率という選択肢を有するようになり、国家が金融政策のコントロールを喪失するコストは低いものであるとされるようになった。

さらに、上記の議論に対応して、外為相場の調整の有効性に関する議論も行われた。中でも、名目外為相場の変更は対外不均衡の調整にはつながらないとの見解が有力となった。これは外為相場決定における「貿易フロー・モデル」を使った OCA 理論と軌を一にしている (De Grauwe, 2003)。外為相場の変動は、ポートフォリオ・バランスの変化が緩慢なので、相当の遅れ (lag) をもって発生するということだ。

## 2.5 OCA 理論の復活と運用

その後、OCA 理論は学術的関心の対象として復活を遂げ、こうした傾向は今でも続いている。

1980 年代半ばから 1990 年代半ばにかけて、OCA 理論は学術的関心の対象として復活を遂げ、こうした傾向は今でも続いている。

この背景には何があったのだろうか。もちろん、さらなる欧州統合に向けた活発な動きである。特に欧州通貨統合という実験は、欧州域外でも通貨統合への興味を高め、共通通貨の採用に必要な条件が何であるかという関心を引き起こしたのであり、OCA 理論の復活につながったのである。さらに計量経済学の技術の発展も追い風となった。

こうした中で、「古い」OCA 理論に対峙される「新しい」OCA 理論が生まれてきた。OCA 諸特性の新たな位置付けとしては、物価と賃金の柔軟性は、短期的には非対称的ショックによる混乱への対応において不可欠である。また、金融市場の統合は、短期及び長期の非対称的ショックを受けての調整においてより重要な役割を果たしている。財政規律も景気後退期に見込まれる福祉関連の支出増加などから成る「自動安定化措置 (automatic stabilizers)」が効果を発揮する余地を持つことを確実にするために重要な役割を果たしている。労働力の移動も永続的なショックを受けての調整を容易にする可能性がある。

OCA 特性の再解釈を受けて、次に課題となるのは OCA 理論の現実世界への運用 (operationalizing) である。

欧州通貨統合への関心が再び高まった 1980 年代後半から 1990 年代にかけて、OCA 諸

特性の実証的研究は計量経済学における技術の進展によって支えられた (Mongelli, 2008)。これらの研究には、計量経済学の技術を使うことによって OCA 諸特性の分析や比較を通じて、なぜ特定国のグループが OCA を形成する可能性があるかについて評価を下した。換言すれば、これらの実証研究においては、OCA 理論の運用が目的だったのである。

特に注目されるのが、OCA 理論の内生的作用（内生性）に関する研究と一般均衡マクロ経済分析の枠組みを使った OCA 理論、特にその諸特性の研究である。

### 2.5.1 OCA の「多様な内生的作用 (endogeneities)」

OCA の新たなメタ特性としての「多様な内生的作用 (endogeneities) は OCA 理論を飛躍的に発展させた。それまでの OCA 理論の枠組みは「静的 (static)」であり、ある国もしくは地域が通貨統合に参加するに先立ちいかなる経済的特質を満たすべきかを特定しようとするものであった。これに対して「内生的特徴」は、通貨統合への参加の結果として生じる経済の構造とパフォーマンスの変化に焦点を合わせる動的なものである (Dellas and Tavlas, 2009) <sup>12</sup>。内生的作用は二つの経路から現れる。まず、単一通貨の導入後、通貨圏メンバー相互間の双方向での貿易など経済の開放度が増す。別の経路としては、貿易統合と所得の相関 (income correlation) との間にみられる正の関係を通じてであるとされる。所得の相関はショックの類似性や生産と消費の多様化などの程度を示す。

貿易統合は産業間貿易の増大と需要ショックの共通化により、加盟国間の景気循環の相関関係を強めることになる。この結果として、各国にとって固有の金融政策の必要性が減るのである。

将来の OCA を構成するメンバーの間では、①貿易の範囲、②ショックと景気循環の類似性、③労働移動の程度、④財政統合システム、の四つの側面（基準）が 1960 年代の初期 OCA 理論から注目されてきた。そして、大半の研究者は、欧州諸国が欧州経済通貨統合に参加するのに妥当かどうかを判断するのに、ベンチマークとしての米国と比較しながら、欧州諸国の歴史的データにこれら四基準が当てはまるかどうかを精査してきたが、OCA 基準は「共同内生的 (jointly endogenous)」性格を帯びているため、こうした方法には問題があるという。

Frankel and Rose (1998) <sup>13</sup> は OCA の四基準のうち①と②に焦点を合わせ、実証研究を行った。その結果、二国間の貿易の緊密度と景気循環の相関の間には正の関係があり、貿易の統合の進展は景気循環の同期性を高めるとの結論を導いた。

これを欧州経済通貨統合 (EMU) に当てはめることにより、ユーロ圏は誕生前に最適通貨圏でなくても誕生後にはそうなる可能性があることを示すと論じている。この結果とし

<sup>12</sup> ibid pp 13-14

<sup>13</sup> J. Frankel and A. Rose “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria” abstract, 1998, *Economic Journal* 108 pp 1009-1025

て、通貨同盟の発足後に貿易統合の進展は景気循環の相関関係の強化に導くとの期待から、通貨同盟の境界が広がる可能性があることを意味している。

単一通貨の導入により、さまざまな金銭費用が減少したり、消滅したりする。たとえば、ユーロの導入によって外為相場の変動リスクと通貨ヘッジの費用が除去されるため、直接、間接の取引費用は減少する。情報収集に関わる費用も減ることになる。ユーロはさらに、物価の透明性を高め、物価の「(国・地域などによる)差別化 (discrimination)」を防ぐことによって、EUの「単一市場プログラム」を促進する触媒になると期待されている。その結果として、域内において競争が促進されるだろう。単一通貨は多数通貨の並存状態下におけるよりは交換媒体および会計単位の役割を果たすうえでより効率的である。さらに、単一通貨は市場の力 (market forces) により、各国の社会的規範 (social conventions) の収斂を促し、法律、契約、会計の側面で大きな影響を及ぼすとみられている。

さらに、通貨同盟参加国間で共通通貨は (下記に挙げる点に関連して) 「より真剣で、永続的なコミットメント (約束)」とみられている。具体的には、共通通貨の導入により、将来において、競争的通貨切り下げが排除され、対外直接投資が促進され、長期的には政治統合が容易になる可能性がある。加えて、双方向貿易や経済・金融統合が促進され、通貨圏参加国間での景気循環の同期化がもたらされるかも知れない。

通貨圏の形成はまた、長期的に財産権や非関税貿易障壁、労働政策などをめぐる問題でより広範な経済統合にコミットしようとする意向の存在を示している。

上記のほかに De Gruwe and Mongelli (2005) は OCA の内生的特徴の源として次の三つを示し、検討している。

- (1) 金融統合もしくは資本市場が提供する保険スキームから生じる内生的特徴
- (2) ショックの対称性および生産の同時性から生じる内生的特徴
- (3) 生産・労働市場の柔軟性から生じる内生的特徴

(1) ~ (3) の共通点として、通貨統合は、貿易に関連して距離を縮小し、経済主体 (agent) の貿易へのインセンティブを高めることに貢献する、「境界 (border)」の除去を意味している (Mongelli, 2008)。この場合の境界は、貿易に対する障害を構成しているものである。

また、OCA の内生性に関する議論は、通貨統合では統合参加国間の非対称的ショックの頻度は減るとの結論が導き出せる (Dellas and Tavlas, 2009)。

さらに単一通貨の導入は、固定為替相場制度体制下に比べて、貿易をより促進するとの実証的研究がいくつかある。例えば、通貨統合により、統合参加国間の貿易の流れは統合前に比べて三倍増加する (Rose, 2000) という試算がある。ただ、Rose はその後、実際には貿易創出効果はそれほど大きくないと軌道修正し、ユーロ圏の誕生に伴う貿易創出効果は 8-23%にとどまったとの試算を示している。

## 2.5.2 一般均衡マクロ経済分析

一般均衡マクロ経済分析 (general equilibrium macroeconomic analysis) とはマクロ経済を構成する資本市場、生産物市場および労働市場の全ての市場を同時に分析する検討方法であり、例えば労働力の移動や拡張的財政政策があらゆる価格や産出量に及ぼす効果を解明することが可能である。このための一般均衡モデルはWalrus によって始められたもので相互に関連するすべての市場で均衡が成立することを示すモデルである。個別の経済主体は最適化に向けて行動するとの前提がある。すなわち、生産者は手持ちの技術を使って利潤の最大化を目指し、消費者は予算制約の下で効用を最大化する。その結果として、それぞれの市場が相互に関連して全ての市場について均衡が同時に成立することが示される。

OCA理論では、通貨統合に伴い参加国が独自の金融政策を喪失することが注目されることから、金融政策の分析のための一般均衡マクロ経済モデルがOCA理論の分析に応用されるようになった。

例えば Bayoumi (1994)<sup>14</sup>は一般均衡分析手法を使ってOCAモデルを作成した。Bayoumi のモデルは、通貨圏内の複数の地域における異なるモノを対象とする小規模なものである。このモデルの前提として、①名目賃金の下方硬直性、②金融資産や政府の政策は考慮されていない、③各地域は一種類の製品の生産に完全に特化している、とする。このモデルを運用した結果、Bayoumi は、通貨同盟が同盟内の諸地域の厚生を高めることが可能である場合、同盟域外の諸地域の厚生損失は明らかであるとの結論を導き出した。

このほかにOCA特性のうち最も注目される特性のひとつである、労働力の自由移動に関連して、Eichengreen(1998)と Horvath and Fidrmuc (1999) は欧州における労働の移動性を計測し、共通通貨導入の是非を検討し、Bertola (1992)は労働移動の自由度を高めることが域内各国の経済成長に及ぼす影響を分析した。

1990年代にはいくつかの「メタOCA諸特性 (meta OCA properties)」と呼ばれるものが、ショックへの政策的対応におけるOCA諸特性間の相互作用に関連して「すべての状況に対応できる (catch-all) 特性」として打ち出された (Bayoumi and Eichengreen, 1996)。これは、供給・需要ショックとそれに対して経済調整が行われる速度は、政策的対応を勘案すれば、通貨圏のパートナー諸国間では似通っており、それゆえ自立的政策の必要性は減少し、名目為替相場に対する直接的コントロールを失う費用は低下するだろうという直感に基づいている (Mongelli, 2008)。

もう一つ重要な「メタOCA特性」が金融構造の類似性を暗示する、「金融伝達メカニズム (monetary transmissio mechanism)」に基づいて打ち出された (Angeloni, Kashyap, Mojon and Terlizzese, 2001)。この論文においては、欧州諸国の金融構造が比較されている。それによると、欧州諸国間では、支出における金利感応度、債務が満期に至る構造、

<sup>14</sup> Tamim Bayoumi “Formal Model of Optimum Currency Areas” IMF, 1994

企業と家計における「自己資本(net worth)」、法的構造、契約履行費用、銀行貸出経路、銀行融資の代替の側面で大きな差異があることが示されている。

## 2.6 EMU ガバナンスを形成するうえでの OCA の役割—収斂基準との照合

1990年代にかけてOCA理論の現実世界への運用が試みられるようになった。折りしも、EC/EU においては東西冷戦体制の崩壊を受けた「東西欧州の一体化」「統合ドイツの欧州化」の機運が高まる中で、政治統合、経済通貨統合(EMU)に向けた動きが加速化してきた。そうした中で、OCA理論が再び注目されるようになった。

### 2.6.1 影が薄いOCA理論

まず、OCA理論はEMUの設計においてどのような影響を及ぼしたのであろうか。Mongelli(2008)に依拠して概観する。マーストリヒト条約の青写真となったドロール報告(1989)における議論は主として、外為相場の不安定さ(volatility)や不整合(misalignment)から生じるリスクを減らすことが狙いだった。これはどちらかと言えば、EC/EUを防衛するという目的が色濃かった。単一通貨を導入することによって、こうした外為相場の不安定さや不整合のコストをなくすことは、「単一市場(市場統合)」を補完することにもつながった。このような議論はOCA理論と何ら直接の関係はないか、もしくは非常に薄弱なつながりしかない。すなわち、ドロール報告の中にはOCAの諸特性について目立つ記述はなく、後にEC委員会が出したOne Money, One Market (Emerson et al, *European Economy*, 44, 1990)においては、初期OCA理論についての批判的な見解が示されている。OCA理論は当時、EMUを推進する上で政治的には魅力的な提案ではなく、脇に追いやられた形となっている。

しかし、逆説的とも言えるかも知れないが、One Money, One Market報告は、OCA理論への強い関心を再びよみがえらせ、新たに多くの研究が行われるようになった。同報告では経済統合より通貨統合の影響により重点が置かれ、前述のFrankel and Rose流の「内生的」効果は想定されていない。

さらに、同報告は「古いOCA理論」の欠陥は通貨統合から「期待される正味の恩恵(expected net benefits)」を重視し過ぎることに導く可能性があり、EMUはOCA特性の適用に基づいて予想されるよりはずっと多くの恩恵をもたらすものであると指摘。例えば、欧州では労働力移動の程度は低い、その代わりに資本移動は活発であり、これは代替の調整チャンネルになっていると主張する。

こうした中で、EMUの完成に向けて、ドロール報告ではOCA理論は採用されず、「収斂基準(convergence criteria)」が打ち出され、通貨統合参加希望国にはその達成が求められるようになった。収斂基準はマーストリヒト条約に明記された。4つの収斂基準を列挙する。

①過去1年間、消費者物価上昇率が最も低い3カ国の平均値プラス1.5%以内であること、

②為替相場は少なくとも2年間、為替相場メカニズム(Exchange Rate Mechanism=ERM)の許容変動範囲内であって、切り下げがないこと、③金利については過去1年間、インフレ率が最も低い3カ国の長期金利の平均値プラス2%以内であること、④財政赤字は国内総生産(GDP)の3%以内であり、公的累積債務はGDPの60%以内であり、そしてこの水準を上回っている場合には着実に「その方向に向かっている (move in that direction)」が求められている。

これら4基準については、当初、すべてに重点が置かれてきたが、次第に④の財政政策の持続性(財政規律)と過剰債務の回避に重点が置かれるようになった。その後、財政規律の維持を義務付け、違反国には制裁を科す「成長・安定協定(Stability and Growth Pact=SGP)」がEU域内で導入されたが、その後、事実上、空洞化したとの指摘もある。そうした中で、EU27カ国のうち英国とチェコを除く25カ国はユーロ圏内の信用不安に対応して、ユーロ圏内の財政規律の大幅強化を目指す新「財政協定(fiscal compact)」に署名した。ユーロ圏各国に財政均衡を義務付ける条項を憲法に明記させ、財政規律違反国には自動的に制裁を科すという厳しいものだ。

## 2.6.2 OCA理論の諸特性と収斂基準の比較

OCA諸特性としては、Mongelli(2008)に従って(1)物価と賃金の柔軟性、(2)労働力を含む生産要素の移動性、(3)金融市場の統合、(4)経済の開放度、(5)生産と消費の多様化、(6)インフレ率の類似性、(7)財政統合、(8)政治統合、であるとの立場をとる。

物価の安定性に関する収斂基準(1)は、OCA諸特性のうち、インフレ率の類似性(6)に似通っている。

収斂基準のうち為替相場の安定②と長期金利の低水準への収斂③はインフレ率の類似性(6)の必要性を反映している。

また、通貨統合に先立つ市場統合は、OCA諸特性のうち労働力を含む生産要素の移動性(2)と金融市場の統合(3)を目標として包含している。ただ、生産要素のうち労働力移動については、前述したように、市場統合の枠組みではあまり進展しなかった。

さらに、収斂基準のうち財政規律の強化は、OCA諸特性の中では財政統合(7)に先立つものである。そして、財政統合が実現しなければ、政治統合(8)も達成不可能である。

収斂基準には、OCA諸特性のうち物価と賃金の柔軟性(1)と生産と消費の多様化(5)の必要性は反映されていない。EC/EU域内では、各国ごとに賃金の決定方式が異なり、下方硬直性が目立つ加盟国もある。

特に欧州大陸諸国では、経済ショックを受けての実質賃金の調整のスピードが遅いとされる(OECD, 1999)。欧州においては、失業率の上昇が実質賃金に対して下方圧力をかける中で、賃金調整のコストの大半は経営側が負担しているとみられる。

労働市場の統合は地理的側面と職業的側面の両方から研究されてきており、地理的側面

における労働力移動の程度をみると、米国は欧州より 2,3 倍高いとの研究結果がある (OECD, 1999) . OECD はさらにユーロ圏においては、国境を越える移動は経済的インセンティブが低く、経済的ショックへの対応となりにくいと指摘した。

EMU が完成した 1999 年時点で、OCA 諸特性をめぐる状況はどのように総括され得るか Mongelli (2008) は概観している。

すなわち、経済の開放性 (4) と生産と消費の多様化 (5) は高度に進んでおり、インフレ率も低水準で類似してきた。一方、物価と賃金の柔軟性の達成程度は低く、労働力の移動も低水準にとどまっている。さらに、金融市場の統合については、依然、低水準であるものの進展しつつあると指摘している。

### 2.6.3 「マネタリスト派」と「エコノミスト派」

前項で、物価の安定性に関する収斂基準①と、OCA 諸特性のうち、インフレ率の類似性 (6) が似通っていると指摘したが、EMU を達成する過程で、主要な推進役を果たした独仏両国の間で通貨統合参加国間でいかにインフレ率を低水準に収束させるかについて「哲学論争」があった。

独仏両国の意見対立の背景には、フランスは共和国の伝統を有する中央集権国家であり、一方、ドイツは「秩序自由主義 (ordo-liberalismus)」<sup>15)</sup> を掲げる連邦国家であるとの事情があった。

EMU 完成に向けて、フランスは「マネタリスト的」アプローチをとり、ドイツは「エコノミスト的」アプローチを採用した。

フランスは、為替相場の安定と為替相場の支援メカニズムを求め、新たな共通中央銀行の設立を主張 (後に欧州中央銀行=ECB として結実)、それが通貨統合参加国における低インフレを保証するものの、「ディスインフレ (極度の低インフレ)」に向けたプロセスは長期間にわたり、高コストになるだろうとの立場をとっていた。

一方、ドイツは通貨統合参加国間の経済政策の協調を重視し、金融政策の整合性を図るために経済パフォーマンスを長い時間をかけて収斂させることを通貨統合の前提条件とすべきだと主張した。ドイツの主張は安定志向の少数の国が通貨統合を進めるというものであり、これにより高インフレ国からの「悪影響 (negative spillover)」を防げるとみていた。

結局、EMU 実現の方法は独仏両国の主張を折衷する形となった。すなわち、完全な収斂の達成は不必要であるとするマネタリスト派のフランスは EMU 第三段階がスタートすべき日付の設定を勝ち取り (1999 年 1 月と設定された)、金融政策の整合を主張するエコノミスト派のドイツは収斂基準の設定を確保した。

---

<sup>15)</sup> ドイツにおいて秩序自由主義は「社会的市場経済」の理論であり、第二次世界大戦後の旧西独の経済復興を支えた。



## 2.6.4 EMUの便益と費用-OCA理論との関連

EMUとそれに基づき導入された単一通貨ユーロの便益と費用については、これまで数カ所で簡単に触れてきたが、この節でまとめてみよう。

### 2.6.4.1 便益

実現した便益として、

- ① 欧州中央銀行 (ECB) の設立による金融政策枠組みの誕生
- ② 貿易の促進
- ③ 金融市場の統合
- ④ ユーロの国際的役割

が挙げられる (Mongelli, 2008) <sup>16</sup>。

- ① については、ドイツ連邦銀行 (Bundesbank) をモデルに設立された ECB が信頼性 (credibility) を勝ち得ることで、インフレ期待が抑制され、低金利が確保された。これによりユーロ圏参加国は債務支払額を減少させ、投資と成長を促進することができた。②の貿易促進効果については、さまざまな研究が行われ、数字はばらついている。例えば、Micco, Stein and Ordóñez(2003)は、ユーロ圏参加国間の二国間貿易はユーロ圏非参加国間の貿易に比べて 5-20%増加したとの試算を示した。一方、通貨統合のユーロ圏内貿易拡大効果については3%もしくは5-10%との試算もある。③の金融市場の統合に関しては、対外直接投資 (FDI) を製造業分野における企業のクロスボーダーM&A(合併・買収)を促進した。EMUは FDI を 7%押し上げたとの試算もある。

さらに、英誌エコノミスト (2002)は、金融市場の統合により、株式資本コストは平均約 50 ベーシスポイント、債券発行による資金調達コストは約 40 ベーシスポイント下落した可能性があるとしている。金融市場統合の総合的な影響に関しては、大半の EU 加盟国の GDP を 0.9-1.2%押し上げた試算した。

④のユーロが果たす国際的役割から生じる便益については、セニョーリッジ (seignorage, 通貨発行がもたらす利益) と国際取引コストの低下を挙げた。

一方、De Grauwe, (2009)は共通通貨の便益として、

- ① 取引費用の削減
- ② 価格の不確実性を減らすことによる価格メカニズムの配分効率の改善
- ③ 為替相場の極端な変動の除去
- ④ より高い価格の透明性を生み出すことによる競争の促進

---

<sup>16</sup> ibid. pp 48-50

- ⑤ 国際通貨の段階に進むことによる政府収入の獲得と金融産業の拡大
- ⑥ 金融統合の促進

を挙げた。

①と②については、貿易の促進に関連している。

③については、「為替相場の変動は非対称的ショックを調整する手段であるどころか、非対称的ショックの源泉となった」との見方を示したうえで、「為替リスクの低下は EMU でのシステミック・リスクを必ずしも減らさないかも知れない」と歯切れが悪い指摘を行っている。

⑤に関連して、IMF の統計では、ユーロが誕生した 1999 年第 1・四半期の各国の外貨準備に占めるユーロの比率は 18.1%だったが、2008 年第 1 四半期には 26.8%まで上昇した。

#### 2.6.4.2 費用

通貨統合の費用としては、

- ① 国内通貨と為替に対する直接コントロールを放棄することに伴うコスト
- ② 新通貨（共通通貨）に切り替えることに伴うコスト
- ③ 新貨幣単位の導入に伴う心理的コスト

が挙げられる（Mongelli, 2008）<sup>17</sup>。

①については、平価切り下げ( devaluation)ができなくなることがコストと考えられる。政策手段の喪失は残された手段による経済運営の強化を必要とする。

②のコストには、契約における貨幣単位の再設定や自動販売機の調整など、行政、法律、ハードウェアに関するコストが含まれる。

③に関しては、数をめぐる新基準から生じるもので、市場参加者による便乗値上げやそれに対する監督当局の価格変化に対する監督不行き届きが引き金となる。

また、De Grauwe(2006)は、通貨統合の費用に関して、参加する国が中央銀行の権限を大幅に失うことに焦点を合わせ、次のように説明している。

完全な通貨同盟では中央銀行が存在を停止するか実権を失うかのいずれとなる。その意味するところは、通貨同盟への参加国は（平価の切り下げや切り上げによる）通貨価格の変更、貨幣流通量の決定、あるいは短期金利の変更がもはやできなくなるということである。

さらに、通貨統合に加盟する費用の程度にも言及する。

もし賃金が硬直的であり労働移動が限られているなら、通貨同盟を構成する国々は、

---

<sup>17</sup> Ibid. p 50

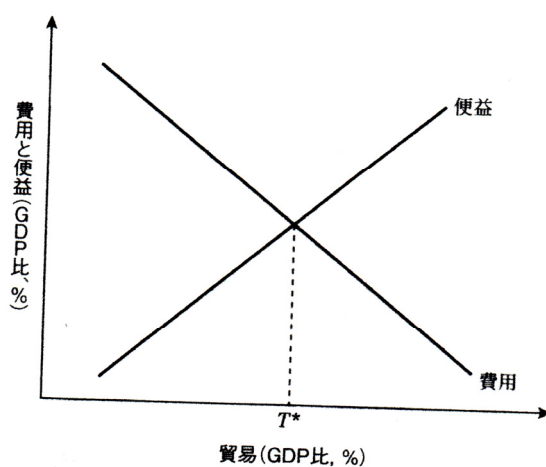
非対称的な需要シフトに対して調整する上で、自国通貨を維持している国々や通貨を減価（増価）できる国々よりも困難であることがわかるであろう。

費用の程度は収斂基準を達成する上で払われる努力の大きさにも関わってくるのは言うまでもない。

### 2.6.4.3 費用と便益の比較

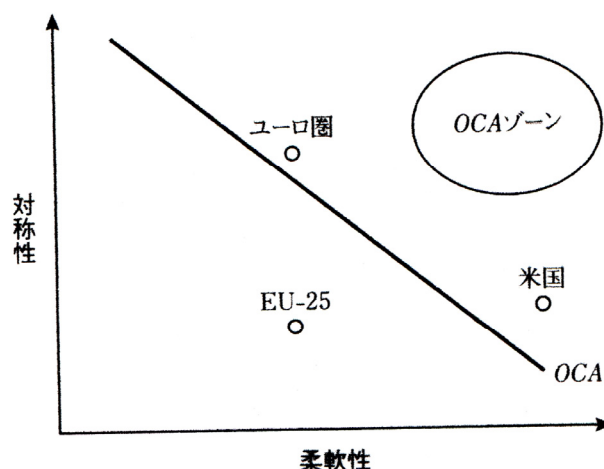
通貨統合すなわち共通通貨導入の費用と便益を比較する。De Grauwe(2006)は、便益と費用を一国の開放度と関連付け、便益線と費用線の交点で開放度の境界値が決まるとしている。それは、ある国が貿易相手とともに通貨統合に参加するだけの価値がある境界値であり、その交点の左側では、その国は自国通貨を維持する方が良いとされ、その右側では、その国が自国通貨を放棄して貿易相手国の通貨にスイッチするほうが有利となる。

図 2-2 通貨同盟の費用と便益(出所『通貨同盟の経済学』 p.96)



費用と便益の比較に関連して、De Grauwe(2009)は通貨統合の魅力度を測る尺度として、労働市場の柔軟性（賃金の柔軟性と労働力移動）と非対称的ショックの関連に焦点を合わせる。下図のように、縦軸で通貨同盟を形成する国（地域）の間での対称性の程度（生産と雇用の成長率の相関度）が示され、この場合、上方への移動は対称性が増し、非対称的ショックの発生する程度が減ることを意味する。横軸は国（地域）の間での労働市場の柔軟性の程度を表す。対称性の程度が低下すればするほど、通貨同盟をスムーズに機能させるためには、労働市場を柔軟にする必要性が増す。すなわち、対称性と柔軟性の関係は右肩下がり関係となる。

図 2-3 通貨同盟の対称性と労働市場の柔軟性 (出所『通貨同盟の経済学』 p.101)



さらに、De Grauwe(2009)は、EU 諸国での非対称的ショックの大部分は一国レベルではなく、産業レベルで起こっており、これは一国における生産と雇用の変化の多くは産業間での異なった動向の結果であることを示していると主張する。自動車産業の動向が好例であろう。こうしたショックは為替相場の変化では対抗できない。

## 2.8 欧州債務危機で財政規律強化の必要性が浮上

OCA 諸特性のうち、財政統合は EMU 完成時点では依然、EMU 参加国を取り巻く政治情勢からすれば「理想論」とみられていたが、ギリシャを発火点とした欧州債務危機が 2010 年から燃え盛る中で、危機解決のために早急に取り組むべき課題として浮上してきた。これは言うまでもなく、債務危機の背景にはユーロ圏参加国政府の放漫財政に対応する財政政策に規律を導入し、特定の国（地域）への不利な影響を減らすためには、財政移転と財政政策の協調を実現するためのメカニズムが必要となる。「財政連邦主義 (fiscal federalism)」に基づく機関 (institutions) づくりに関する決定は、国家主権の喪失と EMU 参加国間での目的の共有との間でどうやってバランスを取るかについての決定を下すことを意味する。

(財政統合の前段階として、通貨統合参加国間政府の間における財政政策の調整がある。こうした調整がショックの影響を均す (スムーズにする) ために柔軟なやり方で使うとの見解についてはあいまいすぎるとの批判があり、その理由としては、①財政政策の組織だった使用は、債務返済の持続可能性 (debt sustainability) の問題を生じさせる、②永続的なショックに直面しての財政移転は、資源の流れを止めるという歪曲的な効果を引き起こし、必要な調整を妨げる、③通貨統合に参加している、財政赤字が多く、対 GDP 債務比が高い国は統合の他の参加国に対してスピルオーバー効果 (spillover effects) をもたらし、

通貨同盟内の金利を押し上げ、他の参加国における政府債務のファイナンス負担を増加させること、を挙げている (Dellas and Tavlas, 2009) .

また、通貨同盟において財政政策の効果には限界があるとの主張もある。De Grauwe(2009)は、ネガティブな経済的ショックを相殺するために財政政策を実行することの限界を指摘したうえで、巨大な財政赤字は各国が容易には抜け出せない持続不可能な債務の展開を速やかに引き起こしてしまうと主張する。さらに、

財政政策は最適通貨圏理論がわれわれに信じ込ませてきたほどには弾力的な道具ではない、ということである。この道具を使いすぎると、たちまち持続性の問題が持ち上がり、国々は多年にわたって財政黒字を生み出すよう強制される。

と主張する。これは De Grauwe (2009) によれば、一国が過去に巨額の財政赤字を積み上げたならば、債務の GDP 比が自動的に拡大するのを防ぐために、それに応じた巨額の財政黒字を出す必要があり、それは支出削減と増税を意味するというものだ。

債務を返済できなくなることがデフォルト (債務不履行) である。通貨統合に参加していない国は、債務が膨れ上がった場合、それ自身の国立銀行をコントロールしているので、その債務を削減するために、予期されなかったインフレと通貨切り下げにいつでも訴えることができ、これは通常の「あからさまなデフォルト (outright default)」に対して、「隠然たるデフォルト (implicit default)」と呼ばれている。

財政統合については、英国とチェコを除く EU25 カ国が 2012 年 3 月に署名した「財政協定 (fiscal compact)」を第六章で検討する際、詳しく取り上げる。

## 2.9 結語

OCA 理論は誕生して以来、50 年以上経過したが、これまで論じてきた OCA 理論の諸特性は驚くほど強靱であり、いまだに論議の対象となっている。初期 OCA 理論には弱点もあったが、過去約 20 年間には新たな OCA 理論 (の要素) も生まれ、欧州通貨統合の準備・創設期と重なったこともあり、理論研究、実証研究の両側面で進歩を遂げ、OCA 特性は現実の経済状況を対象に「運用される (operationalize)」までに至った。ただ、「明確なスコアカードをもたらす、単純な OCA テスト」は存在するに至っていない (Mongelli, 2005)。

OCA 理論の運用が可能になったのは 1990 年代以降の計量経済学の発展に負うところが多い。特に、一般均衡マクロ経済モデルの OCA 理論への応用は新たな地平を開くとともに、多くの成果・知見をもたらした。

また、上述したように、OCA 理論研究者の中には、OCA 諸特性は必ずしもあらかじめ (ex ante) 存在するものではなく、経済統合や金融市場の統合、ショックの対称性の度合いの増大、製品・労働市場改革の進展などを通じて事後に (ex post) .に生じる「内生的な要

素 (endogeneities)」のパラダイムを指摘するものが現れてきた。

Mundell の果たした役割についても再評価した。Mundell 1 は現時点から振り返ってみれば、欧州通貨統合に否定的な見方を示し、一方、Mundell II は肯定的な見方を表明したといえよう。換言すれば、Mundell は時を置いて相互に矛盾する論文を発表したことでその後の論争の枠組みを作ったのであり、もう少し意地悪い見方をすれば、OCA 理論に依拠して EMU を研究する学者は Mundell の「手のひらで踊らされている」と言えなくもないだろう。

市場統合に続く欧州統合の次の段階として欧州通貨統合が進められたが、OCA 理論からの直接のインプットは限られていた (Mongelli, 2008)。通貨統合の下での最重要関心事項は、欧州通貨制度 (EMS) を繰り返し混乱に陥れた為替相場の不安定な動きと不整合 (misalignment) を除去することだった。しかし、EMU 計画が進む中でいくつかの通貨統合参加候補国では一部の OCA 特性を満たすに至っていないことが明白となり、いわゆる「ユーロスクレローシス (eurosclerosis, 欧州硬化症)」の兆候が懸念されるようになった。こうした中で過去 15-20 年間、構造改革が進められ、現在の改定リスボン戦略につながっている。これは「裏の OCA(欧州 2020)」と呼ばれている。

いずれにしても、欧州統合は OCA 理論についての新たな研究を促してきた。Mongelli (2005) によれば、OCA 特性についての実証的研究と EMU の発展の間には驚くべき補完性があり、欧州統合をめぐる経験は OCA 諸特性は一定の役割を果たしてきたことを示している。これは OCA 理論の偉大なメリットのみならず、通貨統合を組織する力を有し、分析を促進する力があることを浮かび上がらせている。そして同時に、OCA 理論にはいくつかの限界があることも明らかにした。

第三章では一般均衡マクロ経済モデルを応用して、OCA の諸特性のうち、労働力の自由移動 (労働市場の柔軟性) と財政移転 (財政政策) がそれぞれ通貨統合に及ぼす便益 (裏返して言えば、費用の減少) について実証研究を試みる。

## 第三章 ユーロ圏後発 3 カ国の OCA 指数<sup>1</sup>算出

### はじめに

前章で概観したさまざまな OCA 理論のうち本章では 1960 年代に発表された、OCA 理論の草分けと位置付けられ得る、Mundell, Kenen, McKinnon の理論をベースに、Bayoumi and Eichengreen (1996, 1997) が考案したモデル<sup>2</sup>を実際に運用し、欧州通貨統合の下で単一通貨ユーロ圏に参加した国および未参加の国合計 9 カ国を対象に「OCA 指数 (OCA Index)」を算出する。これによって Mundell ら 3 人の学者が基礎を築いた OCA 理論が妥当性を有しているかどうかの検証を試みた。モデル運用対象国はユーロ圏後発参加 7 カ国のうちキプロス、スロバキア、スロベニアの 3 カ国、ユーロ圏には未参加だが参加を目指しており、そうした中でマーストリヒト条約のコンバージェンス (収斂) 基準を満たすには至っていないチェコ、ハンガリー、ポーランドの 3 カ国、そしてコンバージェンス基準をおおむね満たしているものと見なされているものの国内政治事情などからオプトアウト (optout=適用除外、不参加の自由) を確保しているデンマークと英国、そして参加条件をほぼ満たしながらオプトアウトは確保していないスウェーデンの合計 9 カ国である。対象年次は、ユーロの現金流通が始まった 2002 年からユーロ圏危機が最初のヤマ場を迎えた 2010 年までとした。ユーロ圏誕生時には参加できず、後から参加した後発参加国の中には、ギリシャ、エストニア、マルタ、ラトビアも含まれるが、ギリシャはユーロ圏発足 2 年後の 2001 年に既に参加、エストニアは 2004 年から同国通貨クロナをユーロにペッグしている、マルタは経済規模が小さい (GDP は日本円で 1 兆円にも満たない)、ラトビアは 2014 年初めに参加したばかりであることから対象外とした。<sup>3</sup>

### 3.1 仮説

ここで仮説を立ててみる。OCA 指数が共通通貨圏入り (本稿の場合はユーロ圏入り) に向けてどれほど準備が整っているかを示す数値と見なす。すなわち、OCA 指数が低ければ低いほどユーロ圏入りに向けた準備が整っており、高ければ高いほど準備がそれだけ不十分だとみなす。

こうした前提に立った場合、前記のユーロ圏後発加盟三カ国の OCA 指数は、ユーロ圏

<sup>1</sup> 対ユーロでの名目為替レートの変化で示す

<sup>2</sup> このモデル式については、Min and Yeongseop (2012) が東アジア諸国の OCA 指数を算出するために使用した。

<sup>3</sup> ユーロ圏後発国の加盟年月：ギリシャ 2001 年 1 月、スロベニア 2007 年 1 月、キプロス およびマルタ 2008 年 1 月、スロバキア 2009 年 1 月、エストニア 2011 年 1 月、ラトビア 2014 年 1 月。2015 年 1 月リトアニア。

入りは当分先とみられる東欧三カ国の数値を下回り、一方、ユーロ圏発足前から、条件はほぼ整っているが、政治的理由などからユーロ圏外にとどまっている西欧三カ国の数値を上回っているはずであるとの仮説を立てた。

### 3.2 Mundell, Kenen, McKinnon の理論がベース<sup>4</sup>

計量経済学的手法を使って、古典的なOCA理論を再検討する動きが1990年代以降、盛んになってきており、Bayoumi and Eichengreen (1996, 1997)のOCA指数のモデル式もその一例である。

OCA指数のモデル式はMundellからショックの非対称性、Kenenから産業の多様性、McKinnonからは経済の開放度をめぐるそれぞれの理論を取り入れた。<sup>5</sup>

多くのエコノミストたちはOCA理論の中核的なインプリケーション<sup>6</sup>を反映させるための手法を編み出してきた。最も頻繁に使用されてきた変数は国内総生産(GDP)関連のデータや外国為替レート、インフレ率、貿易関連のデータおよび金利である。例えばRhee(2003)は経済の開放度と域内間貿易、ショックと貿易構造の相関性、そして平均インフレ率に関するデータを取り上げた。

Bayoumi and Eichengreen (1996, 1997)が開発したOCA指数(index)は通貨圏を形成することの妥当性を数字で表している。数字の増減により通貨統合の妥当性を示そうとしているわけだ。両者は具体的には外為レートの変動を対象国の経済特性を表す数字に関連付けている。すなわち、OCA理論に基づいて、これらの数字の増減は通貨統合の妥当性の度合いを示すと主張している。経済特性を表す数字としては、

- 1) 対象2カ国間の生産高(output)の違い<sup>7</sup>
- 2) 互いに貿易パートナーである2カ国間での輸出品構成の相違(dissimilarity)
- 3) 二国間貿易
- 4) 経済規模

を採用した。

本稿で上記9カ国の比較相手はユーロ圏で最大の経済規模を誇るドイツとした。

当該2カ国間で、1)の生産高と2)の輸出構成の相違は、生産における混乱(output

---

<sup>4</sup> この節を執筆するにあたって、Min and Yeonseop (2012)を参考にした。

<sup>5</sup> 第二章(2.3.5)でDellas and Tavlas (2009)が初期OCA諸特性をどのように整理したか示した。

<sup>6</sup> 第二章ではMongelliが8つのOCA特性を挙げたことを紹介したが、このほかにZhang, Sato, McAleer(2011)は5つに絞り、1)ショックの非対称性、2)高度の域内間貿易、3)労働力や生産性などの要素の移動性(factor mobility)と労働市場の柔軟性、4)金融市場の統合、5)マクロ経済政策の調整を挙げている。

<sup>7</sup> 一人当たりのGDPで代替し得るとしている。



disturbances、言い換えればショック)の対称性の度合いを測ることが目的である。Mundell (1961)が指摘したように通貨同盟への参加に伴う最大の費用(コスト)は、同盟(三カ国以上で構成)が金融政策の独立性を喪失することである。しかし、こうした費用は景気循環(business cycle)の同調度が高まれば減少するであろう。例えば、金融政策の共通化は安定的な役割を果たすものと期待される。

二国間貿易は当該二国間の商業的結びつきの度合いを示す。すなわち、貿易面で高度の統合があれば、通貨圏においては共通通貨の採用で貿易の取引費用が削減されるので、効率化の増大に結び付く。経済規模と共通通貨がもたらす便益の間には関係がある。小国は大国と比較して、共通通貨が提供する、共通の計算単位(unit of account)や支払手段、価値の貯蔵サービスからより大きな便益を受けるのである。

### 3.3 OCA 指数を表すモデル式の説明

本章では Bayoumi and Eichengreen (1997) および Min and Yeongseop (2012)で用いられた、OCA 指数を表す多重回帰モデル式について説明する。前者はこのモデル式をEU加盟国のうち欧州通貨統合への参加条件を満たしている国を特定するために、後者は東アジア諸国が通貨統合に向けて前進しているかどうか見極めるために実証的分析のツールとして使用した。

$$SD(e_{ij}) = \alpha + \beta_1 SD(\Delta y_i - \Delta y_j) + \beta_2 DISSIM_{ij} + \beta_3 TRADE_{ij} + \beta_4 SIZE_{ij} \quad (1)$$

(1)式において、右辺第二項  $SD(\Delta y_i - \Delta y_j)$  は  $i$  国と  $j$  国の間での生産高(output)の対数における差の標準偏差(the standard deviation of the difference in the logarithm)を表す。これは「生産の混乱における非対称性(asymmetric output disturbances)」の度合いを測る尺度である。(当該二カ国の間で)景気循環に対称性があり、国内総生産が同時に変動すれば、この尺度の値は小さくなる。

右辺第三項  $DISSIM_{ij}$  は全商品貿易における農産物、鉱物、工業製品貿易<sup>8</sup>のそれぞれのシェアの絶対差の合計(the sum of the absolute difference)である。これは「ショックの非対称性(the asymmetry of shocks)」の尺度でもある。同一輸出品分野で当該二カ国が明らかな比較優位性<sup>9</sup>を有していれば、特定の産業分野へのショックはより対称性のあるものとなる。

右辺第四項  $TRADE_{ij}$  は、当該二カ国における国内総生産(GDP)に対する二国間の輸

<sup>8</sup> 工業製品とは基礎的工業製品。化学品、機械と輸出器械、様々な工業製品およびその他の物品を指す。

<sup>9</sup> 19世紀の英経済学者 D.リカードが唱えた。

出（双方向）の比率の平均（mean）である。

右辺第五項  $SIZE_{ij}$  は、米ドル建てで測定された二カ国の GDP の対数の平均（the mean of the logarithm）である。これは、より安定した通貨を有することで得られる便益（benefits）の尺度である。

左辺の  $SD(e_{ij})$  は従属変数であり、前述したように「OCA 指数」と見なすことができる。これ<sup>10</sup>が小さければ小さいほど当該国は「OCA(最適通貨圏)」に近づくことになる。

OCA 指数を求めるために二つのステップを踏んだ。まず、対象期間 2002-10 年における第二項から第五項までのデータをユーロスタット(欧州委員会統計局)、経済協力開発機構(OECD)の OECD Economic Outlook(2013 年 5 月)および世界年鑑<sup>11</sup>のデータから収集した。右辺の説明変数のうち、第二項は 9 カ国+ドイツの一人当たり GDP で代替した。右辺第三項と同第四項についてはユーロスタットの貿易データから抽出した。右辺第五項も然りである。左辺の被説明変数は調査対象 9 カ国のそれぞれの年次の年間を通じた平均為替レート（日中の年間平均、daily rates average）を収集した。

第二ステップとして、生データを使って(1)に関して述べたように計算した。

下記に示す表の左辺、右辺各項の計算済みの解釈については、

- 1) 左辺は  $SD$  値が大きくなればなるほど、為替レートが大きく変化したことを示す。
- 2) 右辺の第二項については、一人当たりの GDP に基づいているが、 $SD$  値が大きいかほど基準とするドイツとの差が大きい。
- 3) 右辺第三項の  $DISSIM$  値は産業の多様化の程度を示しており、Kenen が論じたように、産業の多様化が進んでいけば、非対称性ショックへの耐性が大きいとみなされている。
- 4) 右辺第四項  $TRADE$  はドイツとの結び付きの強弱を示している。

<sup>10</sup> より詳細な説明は Bayoumi and Eichengreen (1997) に見いだされる。

Bayoumi and Eichengreen は "Ever closer to heaven? An optimum-currency area index for European countries" (1997, pp 2-3) の中で次のように述べている。

—我々はどの国が将来、(通貨圏の中で) 安定した外国為替レートをサポートできるかを予測するために(通貨圏入りする前の) 名目外国為替レートを使う。

—OCA 指数を運用する (operationalize) ためのアプローチのかぎを握っているのは名目外国為替レートにかかわる変数の決定要素 (determinants) を分析することである。

—実際の外国為替レートの動きは外国為替レーム自体よりは潜在的な経済決定要素に関する一層多くの情報を伝える可能性がある。

—OCA 理論は外国為替レートを安定させ、通貨統合をおおむね望ましいものにする特性に焦点を合わせている。これらの特性の中で最も重要なものは、生産高や貿易の連関、取引にとっての通貨の有用性、労働移動、そして自動安定装置の範囲に及ばず非対称的な混乱にかかわるものである。最後の二つは通貨圏を通じて明らかに重要であるが、我々がサンプルとしてとった時期 (1973-82, 1975-84, 1977-86, 1979-88, 1981-90, 1983-92) において非対称的に感じられたショックへの対応において顕著な役割は果たしていなかった (ので式には入れなかった)。

<sup>11</sup> 世界年鑑は共同通信社が毎年発行する世界各国のデータ集

- 5) 右辺第五項 *SIZE* については、大きければ大きいほどドイツとの経済規模格差が小さいことを示している。

### 3.4 結果と仮説の検証そして解釈

まず、多重回帰式モデル (1) に基づく、計算結果を示す (次ページ)。空欄は計算不能もしくはゼロ解である。

表 3-1 多重回帰式モデルに基づく計算結果 (OCA 指数)

Year	Slovakia	Slovenia	Cyprus	Poland	Hungary
2002	0.0580153	0.11780826		0.02892503	0.021019458
2003	0.05793664	0.005732555	0.255896	0.0392604	0.021166025
2004	0,005611238	0.004891147	0.092284	0.023081709	0.019991057
2005	0.001917005	0.006146689	0.311955	0.054997715	0.012868802
2006	0.000141344	0.004791435	0.266942	0.033102784	0.018427481
2007	0.014843158			0.022737412	0.024666207
2008				0.009743961	0.024076527
2009				0.064060247	0.0338932
2010				0.070484505	0.028933236
	Czeck	Sweden	Britain	Denmark	Average
2002	0.016621	0.012149733	0.003812026	0.001177792	0.032441071
2003	0,027937	0.013251817	0.023142422	0.000486964	0.049423313
2004	0.028659	0.001702479	0.025788058	0.000478769	0.022498606
2005	0.022001685	0.005367749	0.026020291	0.000863579	0.049126501
2006	0.016441496	0.005134768	0.006431653	0.000459648	0.044231724
2007	0.010896998	0.005032726	0.002582956	0.000557763	0.012333869
2008	0.018439383	0.001756023	0.039261368	0.000926376	0.015200606
2009	0.034686493	0.020627621	0.033943942	0.001494509	0.031451002
2010	0.035195718	0.04644342	0.044465976	0.001544527	0.037844487

表の数値を見ながら、仮説の検証と数値の解釈を試みるが、ここでは OCA 指数とみなしている、左辺の  $SD$  ( $e$ ) に焦点を合わせる。この  $SD$  値が大きいほど為替レートの変化が大きいと前述したが、このことは、言い換えれば  $SD$  値が小さいほど、共通通貨圏形成に向けた条件がより整っているといえる。

#### 1) キプロス

キプロスのユーロ圏入りは 2007 年と後発国の中では比較的早かったので  $SD$  は 4 年分のデータ (2003-2006) しかないが、本研究で取り上げたほかの後発二カ国 (スロバキアとスロベニア) と比べて値が大きい。さらに、ユーロ圏入りが当分先と見られるチェコ、ハンガリー、ポーランドの東欧三カ国さえ 2002 年を除いて大きく上回っている。これらのことはキプロスについてはユーロ圏入りの準備が Mundell ら 3 人が掲げる条件に照らし合わせて十分整っていなかったことを示唆し得るとも言えよう。案の定、キプロスは 2013 年春に金融危機に直面し、EU からの支援を仰がなければならなかった。

#### 2) スロバキア

スロバキアの  $SD$  は 2002 年から 2006 年にかけて順調に低下し、2007 年にはやや上昇したものの、同年にはハンガリーとポーランドの東欧 2 カ国をも大きく下回っている。このことはスロバキアの共通通貨圏入りの条件は整っていたことを示唆しうると言えよう。ただ、チェコに対しては上回った。2007 年にはユーロ圏入りを躊躇しているデンマーク、スウェーデン、英国の先進西欧三カ国の数字を上回っている。

#### 3) スロベニア

スロベニアも「優等生」である。スロバキアと比べると 2003~2004 年は下回ったが、2005~2006 年は上回った。2006 年では先進 3 カ国のうちデンマークとスウェーデンを上回ったが、英国を下回った。一方、東欧三カ国の数字も下回っている。スロベニアのユーロ圏入りの条件は整っていたと言えよう。

---

本章で取り上げたユーロ圏後発三カ国のうち、スロバキアとスロベニアについては 3.1 で立てた仮説が実証された。しかし、キプロスについてはそうではなかった。経済の規模や産業構造、ロシアなどからの大量の資金流入などの特殊要因が影響したものと推察される。

#### 4) デンマーク、英国、スウェーデン

これら三カ国についてはデンマークの数値がコンスタントに最も低い。スウェーデンも 2009 年まで低水準を維持したが、2010 年には東欧三カ国のうちハンガリーとチェコを上回った。英国はスウェーデンとデンマークをおおむね上回っている。2007 年以降の状況は、世界金融危機及びユーロ圏危機がデンマーク及びスウェーデンのケースと比べてより大きく影響しているのかもしれない。

#### 5) チェコ、ハンガリー、ポーランド

チェコは 9 カ国の数字がそろっている最後の年である 2006 年時点では西欧三カ国およびスロベニア、スロバキアを上回ったが、キプロスおよび東欧のハンガリー、ポーランドを下回った。2010 年でみると、デンマークとハンガリーを上回ったが、スウェーデン、英国、ポーランドを下回った。ハンガリーについては 2006 年時点でユーロ圏未加盟東欧三カ国の中ではチェコを上回り、ポーランドを下回った。西欧三カ国およびスロベニア、スロバキアに対しては上回った。2010 年時点ではデンマークを上回ったが、スウェーデン、英国、チェコ、ポーランドに対しては下回った。最後にポーランドであるが、2006 年時点では下回ったのは対キプロスだけである。2010 年には西欧三カ国のみならず、チェコ、ハンガリーをも上回っている。

ここで本稿執筆時点での東欧諸国のユーロ圏入りの展望について触れる。

東欧諸国の中では既にスロバキアとスロベニアがユーロ圏メンバーとなっているが、そのほかの EU 諸国では近いうちにマーストリヒト条約(欧州連合条約)が定める、財政赤字や累積債務の削減などに関するユーロ圏参加基準を満たせるようになる EU 加盟国は見当たらない。そうした中でも東欧の大国ポーランドとチェコは好位置につけているとされるが、両国の政府はここ数年の深刻なユーロ圏危機を目の当たりにして、ユーロ圏の今後を見定める必要があるとして、様子見に転じたようだ。ポーランド政府高官は、「ユーロ危機を受けて、外国資金の調達が容易になるなどのユーロ圏参加の便益はフィクションであることが判明した」と指摘、早期のユーロ圏入りへ向けた「圧力」は存在しないことを明らかにした。

両国はマ条約基準のうち財政赤字削減とインフレ率については 3-4 年以内にクリアできると専門家はみている。

一方、ハンガリーやブルガリア、ルーマニア、クロアチアにとって今後の道りは遠そうだ。このうちブルガリアは 4 年以内に、ルーマニアは 18 年にユーロ圏入りしたいとの希望を表明しており、現実と理想のギャップは大きい。

以下が多重回帰モデル式を使った計算結果の概要である。

概要

回帰統計	
重相関R	0.719253
重決定R <sup>2</sup>	0.517325
補正 R <sup>2</sup>	0.471355
標準誤差	0.009967
観測数	69

分散分析表								
	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意 F			
回帰	4	0.066822	0.016705	7.124792608	8.26E-05			
残差	64	0.150061	0.002345					
合計	68	0.216883						

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片( $\alpha$ )	0.824074	0.240942	3.420222	0.001094124	0.342738	1.30541	0.342738	1.30541
X 値 1( $\beta$ 1)	0.491978	0.407539	1.207193	0.231800545	-0.32217	1.30613	-0.32217	1.30613
X 値 2( $\beta$ 2)	0.119882	0.046429	2.582047	0.012120563	0.027129	0.212635	0.027129	0.212635
X 値 3( $\beta$ 3)	-0.1585	0.130429	-1.21522	0.228747462	-0.41906	0.102063	-0.41906	0.102063
X 値 4( $\beta$ 4)	0.06847	0.019778	-3.46206	0.000960467	-0.10798	-0.02896	-0.10798	-0.02896

### 3.5 ユーロ圏入り後の三カ国

ここでユーロ圏入りの三カ国（スロバキア、スロベニア、キプロス）の経済動向について簡単に触れておこう<sup>12</sup>。

#### 1) スロバキア

スロバキアは 2009 年 1 月 1 日にユーロ圏に加盟したが、マーストリヒト条約の収斂基準をみると、財政赤字は 2003 年から 2008 年までおおむね GDP 比 3% 以内に収まっていた。しかし、2009、2010 の両年には 8% 近くまで一気に拡大。その後、2011 年には 4% をやや上回る水準まで低下した。公的累積債務は 2002 年以降、GDP 比で 60% を下回っているが、2008 年以降、上昇傾向にある。

経済成長は減速傾向にある。2012 年は 2011 年の 3.23% から 2.03% に低下し、2013 年は一段と減速し、0.85% となった。ユーロ圏の景気回復を反映して輸出は上向きつつあるが、内需は高失業率（2012 年以降 14% 台）などを背景に低迷が続いている。ただ、2010 年以降は輸出余剰が、2012 年以降は経常収支黒字基調が続いており、スロバキア経済に関して大きな懸念材料は見当たらない。

#### 2) スロベニア

スロベニアは 2007 年 1 月 1 日にユーロ圏入りしたが、マーストリヒト条約収斂基準を見ると、財政赤字は 2009 年以降、一貫して GDP 比 3% を上回っている。公的累積債務は 2011 年までは GDP 比で 60% を下回っていたが、2012 年に 61% に達した後、2014 年

<sup>12</sup> OECD Economic Outlook, 2013

には75%となった。

スロベニアはリセッションから脱出しきれないでいる。2011年に0.71%を記録した後、2012年にはマイナス2.5%、2013年も同じくマイナス2.5%となった。銀行の不良債権問題や民間企業の過剰債務、高失業率(10%台)を背景とする脆弱な労働市場、財政健全化策の実施などが背景にある。銀行の不良債権問題に対処するため、スロベニア政府は2013年3月、不良債権を主要銀行から買い入れる銀行資産管理会社(Bank Asset Management Company=BAMC)を設立した。BAMCは銀行の不良債権を購入するため、スロベニアのGDPの11%に相当する40億ユーロまで政府保証債を発行することができる。

また、スロベニアは2009年以降、輸出余剰の計上を、2012年以降、経常黒字基調を続けており、財政健全化が進めば、経済の先行きを悲観視する材料は見当たらなくなるであろう。

### 3) キプロス

地中海の小国キプロス(人口約86万人)のOCA指数はユーロ圏未参加3カ国を2003-2006年は上回っていた。危機のマグマが鬱積しつつあったと言えよう。

キプロスはユーロ圏参加に必要なマーストリヒト条約のコンバージェンス(収連)基準を満たしたが、OCA指数については、ユーロ圏未参加の東欧のEU諸国に劣後した。この原因は第四章で探る。

キプロスはユーロ圏入り後、苦難の道を歩んでいる。すなわち、同国では銀行危機が2011年からくすぶっていた。ギリシャの経済と密接な関係にあるキプロスの民間銀行が大量のギリシャ国債を保有、ギリシャの財政危機で損失を被り、資金不足に陥った。キプロス政府は自国の銀行に公的資金を投入するため、2012年6月にユーロ圏に支援を要請。同国とEUの間で断続的に協議が続いていた。そのキプロス危機が一気に注目されるようになったのは、2013年3月15日だった。同日からの一週間はキプロスの銀行危機がユーロ圏だけでなく、世界を揺るがした。ユーロ圏からの100億ユーロの金融支援の前提条件とされた58億ユーロを徴収額とするキプロスの民間銀行預金への課税をめぐる紛糾が続き、その後、預金の取り付け騒ぎを防ぐためにキプロス国内の全銀行は閉鎖された。3月25日、ユーロ圏は預金課税を撤回し、新たな支援策で合意、銀行の営業は同29日、2週間ぶりに再開された。キプロスのユーロ圏からの離脱というEU当局者にとっても最悪の事態は回避された。

ユーロ圏では資金難に陥った銀行を救済する際、まず銀行の株主、次いで銀行が発行した債券の保有者に「ヘアカット」という形で犠牲を求めるのがこれまでのやり方であり、預金者は保護されるのが原則となっていた。

その背景には、キプロスの民間銀行預金の3分の1以上をロシアの企業や個人投資家が預けており、こうした「ロシアコネクション」への反発があったとみられる。さらにキプロスは10%の法人税率という緩い規制によって、海外から資金を呼び込む「オフショア金融センター」化し、金融資産の総資産額はGDPの8倍に達していたため、EU関係者は



懸念を表明していた。言い換えれば、キプロスの「金融バブルつぶし」が事実上画策されていたのである。タックスヘイブン(租税回避地)としてキプロスにロシアなどから不透明な資金が流れ込み、マネーロンダリング(資金洗浄)が行われていたとEU関係者は不信を募らせていた

### 3.6 結語

本章では、OCA理論の古典として位置付けられることが多い Mundell(1961), Kenen(1969), McKinnon(1963)の3本の論文を基に Bayoumi and Eichengreen(1996, 1997)が計量経済学的手法を使って開発した多重回帰モデル式で得られるOCA指数でユーロ圏後発3カ国の“OCA度”を検証した。

Mundell(1961)はOCAの概念自体を提起した論文であり、共通通貨圏への参加により独立的金融政策を喪失した国を襲う非対称的ショックに注目する。Kenen(1969)は産業構造の違いに焦点を合わせ、通貨統合の候補である二つの国がそれぞれ多様な産業構造を有しているほど、あるいは二国間における産業構造の類似性が高いほど、統合に伴う独立的金融政策喪失の費用は低いと考えられ得る(吉見、2010)。McKinnon(1963)は貿易の開放度に着目し、相互貿易や域内貿易の規模が共通通貨の導入を進める上で一つの妥当性の基準となり得ると論じた(ibid.)。相互に多くの貿易を行っているペアや地域ほど、為替レートの不確実性が消滅することから得られる便益は高いと考えられるからである。

一般均衡モデルの使用とともにOCA理論をめぐる研究の二大潮流とみなされている「内生的特徴」についての研究は通貨統合への参加の結果として生じる経済構造とパフォーマンスの変化に着目している。第二章でも指摘したように、内生作用は二つの経路から現れる。まず、単一通貨の導入後、通貨圏メンバー相互間の双方向での貿易など経済の開放度が増す。別の経路としては、貿易統合と所得の相関(income corelation)との間に見られる正の関係を通じてであり、所得の相関はショックの類似性や生産と消費の多様性の程度を示す。OCA指数のモデル式には、貿易など経済の開放度や生産と消費の多様性の程度を示すパラメーターも入れ込んであるが、本論文での研究対象はユーロ圏後発参加国のユーロ圏参加を前にしての状況である。

本章では、スロバキア、スロベニア、キプロスのユーロ圏後発参加三カ国を対象にOCA指数を算出した。その結果、スロバキアとスロベニアについては仮説が検証され、ユーロ圏未加盟の西欧三カ国を上回った一方、ユーロ圏未加盟東欧三カ国を下回り、Mundellなど3人のOCA理論の妥当性がひとまず示されたと考える。キプロスについてはOCA指数がユーロ圏未加盟の東欧三カ国を上回ったため仮説は検証できなかった。これは、キプロス経済の構造的欠陥および特殊性が背後にあるとみられ、2011年以降の同国の銀行危

機につながったとみることも可能であろう。Bayoumi and Eichengreen (1996, 1997) は対象国の構造的特性と外国為替レートの動きの関係が長期にわたって安定的でなければ (OCA 指数を使った) 通貨圏入りの妥当性に関する予想は問題をはらむものとなっている。

OCA 指数の計算に関連して、リーマン・ショック (2008) の影響はスロバキア、スロベニア、キプロスについては無視できるかもしくは軽微であると考えた。なぜならスロベニアとキプロスがユーロ圏に加盟したのはリーマン・ショックが発生した前であり、スロバキアの加盟は同ショック発生 of 3 カ月後だったからである。

右辺第 5 項の GDP については、名目ベースの数字をデータとして使用したが、Bayoumi and Eichengreen (1996, 1997) は名目ベースでも実質ベースでも計算結果はほとんど変わらないとしている。

左辺に関連して、為替レートはユーロ建てのデータを使用した。ドル建てのデータを使った場合、両辺がドル建てとなるため、係数はユーロ建てで計算した場合と等しくなると考えられる。両辺をユーロ/ドルの定数倍するためである。

多重回帰分析の計算はエクセルのソルバー機能を使った。なお対象年度を 2002 年からとしたのは、ユーロの現金流通が始まり、ユーロが本格導入されたのが 2002 年初めだったことを勘案した。SD (e) では各国通貨の為替レートは対ユーロとした。

## 第四章 OCA 理論再構築のための 2 条件— (1) 成長戦略

### はじめに

第三章ではOCA理論の妥当性を①ユーロ圏後発グループ、②コンバージェンス（収れん）基準を満たしているものの、オプトアウトなどでユーロ圏に未加盟のグループ、③収れん基準を満たしておらず、ユーロ圏に未参加のEU加盟国グループ、の3グループに分け、GDPなどOCA諸特性を示す実際のデータを計量経済学的手法を使ってモデル式に当てはめた。その結果、第一グループで取り上げたスロバキア、スロベニア、キプロスの三カ国のうち、スロバキアとスロベニア両国については、OCA理論が成立することを実証した。

それではなぜ、キプロスは②、③グループとの比較でOCA理論を満たさなかったのだろうか。それはまず、ユーロ圏参加条件である、マーストリヒト条約に基づくコンバージェンス基準を充足していたにもかかわらず、同基準がカバーしていない対外不均衡が存在していたからではないかとの仮説を立て、さまざまな資料に当たった。その結果、キプロスはスロバキアおよびスロベニアと比べて、経常収支赤字の対GDP比率はるかに大きく、さらにこの点と関連して、輸出市場シェアの落ち込みも大きいことが欧州委員会のMIPスコアボード<sup>1</sup>から判明した。換言すれば、産業競争力が弱く、慢性的な経常収支赤字国となっている状況がキプロスにはある。

地中海の島国、キプロスが2013年春に深刻な金融危機に陥り、bailin(債権者の損失負担)を条件に、EU/IMFからbailout(支援)を受けたことは記憶に新しい。これは、小国キプロスの銀行セクターの脆弱性を示している。さらにキプロスの財政赤字もGDP比率で高水準が続いている。これらのことは、それぞれ経常収支改善のための成長戦略、銀行同盟、財政統合の必要性を示している。

筆者は、OCA基準を拡充強化して、参加条件整備目的の経済特性獲得のみならず、参加後も共通通貨圏の中における持続的発展のための条件も付加することによって、OCA理論の再構築を目指すべきだと考えている。そして、上記3点は、ユーロ危機の3つの側面を克服するために要請されているものにほかならない。今後、OCA理論の枠組みの再構築のための3つの条件と呼ぶことにする。筆者の見方を裏付けるものとして、16人のキプロスの経済学者チームがまとめた同国金融危機の分析があり、それによると、危機の原因はキプロス産業の競争力低下、そして銀行危機によって一層増えた公的、民間債務の問題であるとしている。<sup>2</sup>

<sup>1</sup> MIPスコアボードは、4.6.9 欧州委のマクロ経済対策「警告メカニズム」を参照

<sup>2</sup> 市民グループ“Eleutheria(freedom)”が組織

本章では、2013年キプロス銀行危機を再考した後、ユーロ危機の3つの側面を Shambaugh(2012)<sup>3</sup>に基づいて考察、そのうえでECB, OECD, ファンロンパイ・リポートが提案した、ユーロ圏危機を克服し、再発を防止するための方策を概観する。さらに、3つの条件の一つである、成長戦略を欧州委員会が進めているMIPなど様々な構造改革に焦点を合わせながら、EUの取り組みをみていく。なお、財政統合については、第二章で Mongelli (2008)が策定したOCAの備えるべき8つの特性に既に含まれていることから、筆者は新OCA理論は、これら8つに、経済政策統合(成長戦略)と金融行政統合(銀行同盟)の2つを加えて、合計10の特性で構成すべきものとする。そして新OCA理論は、共通通貨圏への参加基準だけでなく、共通通貨圏を持続可能なものにすべきであると考えており、10の特性からなる新OCA理論はこうした要請に十分答えうるものとする。

#### 4.1 キプロス危機再考

本節ではキプロスが金融危機に陥るに至った過程と2013年3月にクライマックスを迎えた金融危機への対応について再考してみる。

キプロスが同じく地中海の小さな島国であるマルタとともにユーロ圏入りしたのは2008年1月1日だ。前年からの米国の低所得者向け高金利型(サブプライム)ローンの焦げ付き問題がくすぶる中、2008年9月には米大手投資銀行リーマン・ブラザーズの経営破たんを契機とした欧州金融・経済危機が小国キプロスを直撃した。キプロス経済はリセッションに陥り、2009年のGDPは1.9%縮小し、特に観光業と海運業が打撃を被り、その結果、失業率も上昇した。2010-12年も経済は低迷し、成長率は2009年以前の水準には戻らなかった。商業地の価格は約30%下落し、銀行の不良債権比率も2011年までには6.1%に達した。

キプロスの人口は約87万人とEU諸国の中で際立って少なく、。経済規模も小さいが、オフショア銀行業の規模が大きい。キプロスのGDPは240億ドルだが、同国の銀行セクターは1,200億ユーロの預金を集めており、そのうちおよそ半分はロシア企業からだ。

キプロスの銀行は不良債権が増大するにつれて、苦境に陥った。同国にはギリシャ系の人口が多いこともあり、キプロスの銀行はギリシャ国債に巨額の投資をしていたため、2010年以降のギリシャの債務危機で、保有債券の価格が下落(利回りは上昇)したため、バランスシートは急速に悪化していった。キプロス第二位の民間銀行であるライキ銀行

---

<sup>3</sup> Jay C. Shambaugh “The Euro’s Three Crises” Brookings Paper on Economic Activity, 2012. この論文は日本のEU研究者の間ではほとんど話題にならなかったが、ジョージ・ソロスの見解や欧州委員会の Peter Bekx が2012年11月30日に東京のEU駐日代表部で行った講演(演題 “The European sovereign debt crisis and the future of the euro”)の中で Breaking the negative feedback loop と題したスライドで、ソブリン債務危機、銀行危機、低成長・不況の間の負の連鎖について言及している。

(Laiki Bank, キプロス人民銀行=Cyprus Popular Bank とも言う)の元最高経営責任者(CEO)である Efthimios Bouloutas 氏は、同行はキプロスがユーロ圏入りする前年の 2008 年初めの時点で既に実質的に経営破たんしていたことを認めた。キプロスの民間銀行はギリシャ債務危機のあおりで、2011 年には保有ギリシャ国債のうち最大 50%をヘアカット(haircut)の対象とされ、巨額の損失を被った。こうした中でキプロス政府は銀行セクターを支援するための流動性を供給することができなかつたので、EUに支援策の実施を要請した。

2011 年 7 月にキプロスの海軍基地で起きた大規模な爆発事故の同国経済への影響が心配されるようになり、主要な信用格付け機関はキプロスの格付けを 2 カ月後の 9 月に引き下げた。これにより同国の長期国債の利回りが 12%を超え、同国政府は銀行セクターの経営をもはや安定化させることはできないのではないかとの懸念が広がった。

キプロスは 2012 年 1 月以降、財政赤字をカバーし、国債の借り換えを行うために、ロシアから供与された 25 億ユーロの緊急融資に頼るようになった。しかし、この融資ではキプロスの銀行を増強するための資本注入を賄うことができず、キプロスは追加融資を要請せざるを得ないとみられるようになった。

2012 年 3 月に米大手格付け会社のムーディーズはキプロスの格付けを「ジャンク債(投資不適格債)」にまで引き下げ、政府は銀行セクターの損失をカバーするために同セクターへの資本注入を必要としていると警告した。同年 6 月には英米系の格付け会社フィッチがキプロス国債を BB+まで引き下げたことから、同国債は ECB に担保としては受け入れられなくなった。キプロス政府は EU の金融安定化のための安全ネットである EFSF もしくは ESM を使った支援を要請した。キプロス政府は EU への要請に当たって、ギリシャの債務危機で圧迫されている銀行セクターを自力で支援することは困難になっていると指摘した。

その後、キプロス政府と EU の間で断続的に協議が続いた。

キプロス危機が一挙に注目されるようになったのは 13 年 3 月 15 日のことだった。EU 首脳会議に出席するためにブリュッセル入りしたアナスタシアディス大統領の随行団は首脳会議の合間に断続的に支援交渉を行っていたが、夕方になっていきなり、100 億ユーロの支援の条件として 58 億ユーロ分をキプロスの民間銀行の預金に課税して捻出することを求められたからだ。キプロス政府にとっては寝耳に水の支援案だったが、ユーロ圏の中で支援側に回ることが多いドイツ、フィンランド、オランダ、スロバキアなどの間で既に合意されており、「キプロス包囲網」は形成されていた。

ユーロ圏では、資金難に陥った銀行を救済する際、まず、銀行の株主、次いで銀行が発行した債券の保有者にヘアカットという形で犠牲を求めるのがこれまでのやり方だった。預金者は保護されるのが原則だった。

この背景にはキプロスの民間銀行預金の 3 分の 1 以上が、ロシアの企業、個人投資家の保有であり、こうした「ロシア・コネクション」への反発があつたとみられる。さらに、キ

プロスは 10%という低率の法人税と緩い規制で、海外から資金を呼び込む「オフショア銀行センター化」し、金融機関の総資産額は国内総生産（GDP）の 5-8 倍に達し、EU 関係者は懸念を表明していた。言い換えればキプロスの「金融バブルつぶし」が事実上面策されていたのだ。キプロスは一種の租税回避地（タックス・ヘイブン）としてロシアなどから不透明な資金が流れ込み、「資金洗浄」が行われていたと EU 関係者は不信を募らせていた。

しかし、アナスアシアディス大統領には交渉の席を蹴って帰国するという選択肢はなかった。同国第二の民間銀行であるライキ銀行(キプロス・ポピュラー銀行)について、欧州中央銀行（ECB）からユーロ・システムの緊急流動性支援を受け取る要件をもはや満たさないと宣告されたからだ。ECB と欧州委員会および国際通貨基金（IMF）はユーロ圏危機への対応で「トロイカ」を形成しているが、今回は欧州委と IMF の間で足並みの乱れがあった。欧州委は銀行預金課税に難色を示したが、預金課税を求める IMF をユーロ圏最大の経済国ドイツが支持したのだ。ドイツは、欧州委がこれまでのギリシャ支援で再三、結果的に誤った予測を出したことに苦りきっているとされる。

キプロス議会は 3 月 19 日夜、EU からの支援を受ける条件であった銀行預金の課税法案を反対多数で否決した。同法案は 10 万ユーロ超の預金に 9.9%、それ以下に 6.75%の税をかけ、58 億ユーロを徴収する計画だった。ユーロ圏を含む EU 域内では、一人当たり 10 万ユーロまでの預金は保護されることが決められており、これは銀行同盟の下での汎欧州預金保険機構創設の出発点となるとみられていた。

それではなぜキプロスで銀行課税案が浮上したのだろうか。前述したが、ギリシャ系住民の多いキプロスの銀行はギリシャ国債を大量に保有してきた。そのギリシャの債務危機・信用不安がキプロス金融危機の直接の契機である。経済危機が長い間、表面化しなかったのは、ロシアによる多額の融資が背景にある。ロシアの富裕層は税金を回避するために、キプロスにペーパー・カンパニーを相次いで設立するとともに、多額の資金をキプロスの銀行に預けた。EU が金融支援の条件として、大口預金の半分近くを税金として取り上げるようにキプロス政府に要請したのは、元来、マネーロンダリング(資金洗浄)を経た不正資金である疑いが強いのに、なぜ EU の資金で保護しなければならないのかという見方があるようだ。

課税案はその後撤回されたが、3 月 25 日にキプロス支援策で合意が成立した。キプロスへの支援額は当初計画通り 100 億ユーロとなった。新支援策は、最大手キプロス銀行と第二位ライキ銀行の 10 万ユーロ超の高額預金者への負担強制が盛り込まれた。ライキ銀行は閉鎖されることになった。ライキ銀行を含むキプロスの全銀行で 10 万ユーロ未満の預金保有者は全額、預金が保護されることになった。一方、ライキ銀行やキプロス銀行で 10 万ユーロ以上の預金保有者は、10 万ユーロを超える部分は凍結され、課税ではなく、いわゆるヘアカットの対象となることになった。ヘアカットから得られる収益はライキ銀行の解体費用とキプロス銀行の資本増強のための資金に充当される。ロイター通信によると、ライキ銀行の高額預金者(一人当たり 10 万ユーロを超える部分)の負担は総額で 42 億

ユーロに上ると試算されており、これは EU/IMF がキプロスに対して支援の前提条件の一つとして調達するよう求めた 58 億ユーロの約 70%に上る。高額預金者の 10 万ユーロを超える部分の預金削減額は最大 40%とみられている。

さらにキプロス銀行とライキ銀行の株主資本と債券については「債務減額」されることになった。最終支援案は、bailou(支援)であると同時に、事実上、株主、債券保有者、高額預金保有者による銀行の損失を負担するという bailin を伴っている。

経営不振に陥っているキプロスの銀行は 680 億ユーロの預金を有しており、そのうち 380 億ユーロは 10 万ユーロを超える口座の合計である。

難産の末、支援策がまとまったことで、キプロスは国内の銀行の破たんを回避することができ、ユーロ圏内から追放される最初の国となる運命を辛くも免れた。

支援パッケージを実施するための最終条件は、その後、トロイカ(欧州委員会、ECB、IMF)の覚書に明記された。そして同覚書は 4 月 30 日、キプロス下院によって承認された。その骨子は：<sup>4</sup>

1. ライキ銀行の閉鎖を受け入れるとともに、全銀行セクターの資本増強
2. キプロス国内の銀行におけるマネーロンダリング対策の実施
3. キプロス政府の財政赤字を削減するための財政健全化
4. 競争力を回復し、マクロ経済の不均衡を除去するための構造改革
5. 国有企業の民営化計画

となっている。

米財務省は、キプロス支援について、「キプロスが金融安定化と成長のための土台を築くことは非常に重要である」と歓迎の意向を表明した。

ECB のドラギ総裁は 4 月 4 日、ECB 理事会後の記者会見で、(今回のキプロスをめぐる混乱の) 教訓として、将来、危機に陥った銀行を支援するための資金調達に関して、犠牲になる資産の序列(pecking order)を明示する必要があると語った。その上で、10 万ユーロ以下の少額預金に対して課税するという当初の案は「間違いであった」ことを認めた。また、今回のキプロスへの対応は、ECB のユーロ政策において「転機」を画するものではないとし、あくまでも例外的措置であったと強調した。

民間銀行の視点に立てば、ユーロ圏内で民間銀行が資金不足に陥り、その国の政府に資金注入する余裕がなければ、EU に支援を要請した場合、銀行の大口預金者は預金カットという犠牲を強いられる局面が今後も出てくる可能性が十分あることが明白となった。そして残った部分についてもユーロ圏外への資本逃避を防ぐため、一定期間、凍結される可能性があることも分かった。

ユーロ圏内民間銀行にとってキプロス・ショックの第一の教訓は、資本の増強が必要であるということだ。換言すれば、最も安全な銀行は、財政力が強い国に本拠を置く銀行であるということだ。さらに、そうでない民間銀行にとって活路はユーロ圏内で銀行同盟が

---

<sup>4</sup> Eurogroup statement on Cyprus, annex March 24,2013

結成されることだ。

## 4.2 ユーロ圏危機の3つの側面

欧州では 2007 年以來、危機が連続している。米国の低所得者向け高金利型（サブプライム）ローンの焦げ付き問題に端を発し、2007 年 8 月に仏大手銀 BNP パリバを襲ったショックを皮切りとした金融危機は、翌 2008 年 9 月半ばには米証券大手リーマン・ブラザーズの破綻をきっかけに一挙に深刻化し、その余波が欧州を直撃した。欧州の金融大手は巨額の損失を計上し、経営危機に直面、そのうち多数が実質的な「国有化」や「公的管理」に追い込まれた。株価も大幅に下落した。深刻な金融危機は実体経済に影響を与え、EU 経済は 2009 年にはマイナス 4% 成長を記録し、リセッション（景気後退）に陥った。

2008 年にはまた中東欧諸国が国際収支危機に陥り、ハンガリー、ルーマニア、ラトビアが IMF/ のスタンドバイ取決め（SBA）支援を受けた。そして 2010 年にはギリシャを発火点としてソブリン債務危機がユーロ圏周辺諸国（ペリフェリー）で発生し、ユーロ圏の信用不安に発展した。本稿執筆時点では危機的状況からひとまず脱出した形となっている。

### 4.2.1 サルトルの「出口なし」的状況

ユーロ圏危機はユーロ圏の生存をかけた「実存的危機(existential crisis)」とも呼ばれる。実存主義哲学の代表的論客であるフランス人作家ジャンポール・サルトルは 1945 年に「出口なし (Huit clos)」という戯曲を発表している。一幕物のこのドラマでは三人の男女がそれぞれ不幸な死に方をして、地獄に落ちる。政治評論家のガルサンは銃殺、女郵便局員のイネスはガス中毒、若奥様エステルは肺炎で死んだという設定。三人は扉が開かないホテルの一室に閉じ込められ、そのうちけんかを始め、イネスはエステルをペーパーナイフで刺し殺す。しかし、刺されたエステルは「私はもう死んでいるんだから、死にませんよ」と言ってそのドラマは終わる。ユーロ圏も出口がない状況に追い込まれており、参加国の間でいがみ合った状況がこの戯曲を髣髴とさせる。2012 年 6 月にギリシャで行われたやり直し総選挙で、急進左翼進歩連合のチプラス党首は、「われわれは真っ直ぐ、地獄に向かっている。それは(ドイツの)メルケル首相のせいだ。緊縮政策のせいだ」と主張した。チプラス党首は選挙戦で「EU が押し付ける緊縮策は拒否するものの、ギリシャのユーロ圏からの離脱は求めない」という議論を繰り返した。ただ、ギリシャにとってユーロ圏からは出たくないが、資金が回らなくなり、ECB が支援を拒否するようになれば、「不本意な出口」はあるかもしれない。

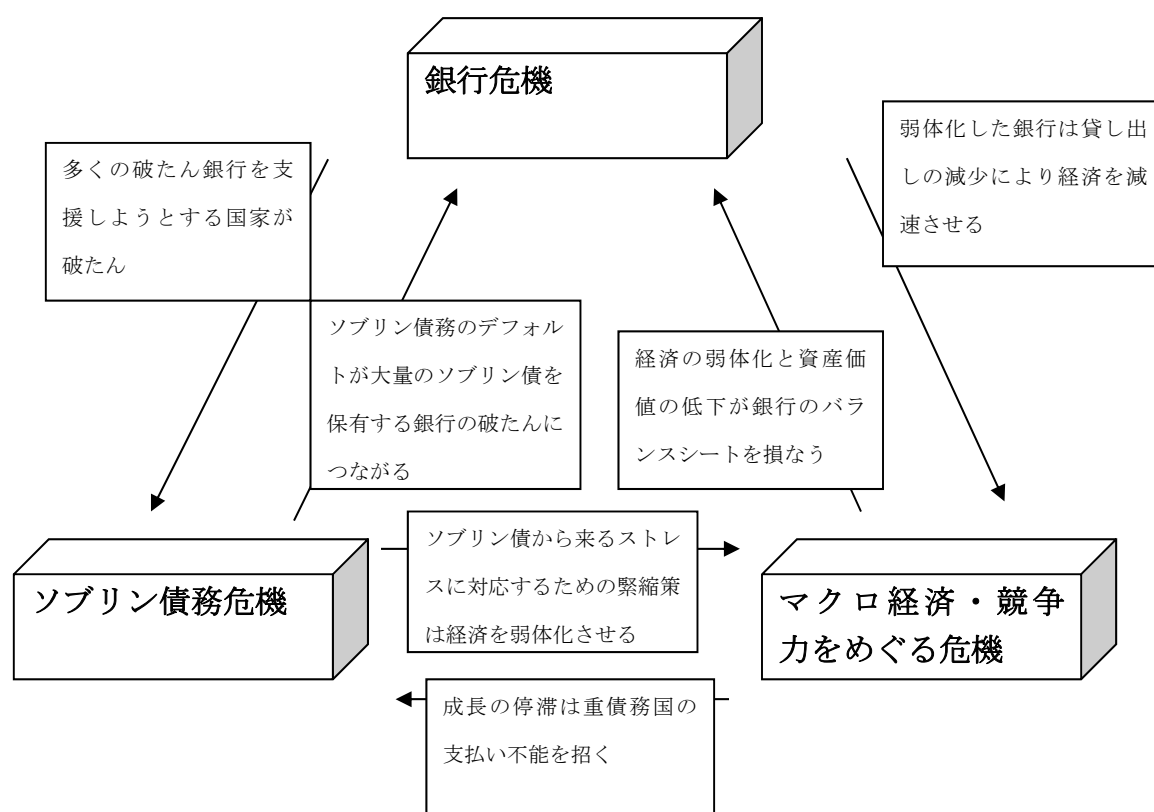
米ジョージタウン大学の Jay Shambaugh 教授は、ユーロ圏は、①国債の利回り上昇で資金調達に苦勞するというソブリン債務危機、②銀行が資本不足に陥り、流動性の問題を抱えているという銀行危機、③ユーロ圏が全体として低成長にあえぐとともに、南北間で



の成長率格差が顕著となってきたという、経済成長をめぐる危機の3つの危機に直面していると分析している (Shambaugh, 2012)。言い換えれば、ユーロ圏の危機は相互に関連した複合危機である。

同教授によれば、低成長はユーロ圏加盟国が債務返済不能に陥るリスクを増大させる中で、債務危機を解決しようとしてとられる緊縮政策は経済成長を抑制しているという。一方、低成長はソブリン債がソルベンシー (solvency, 返済不能) に陥る可能性を高める。また、銀行は債務不履行となる可能性のあるソブリン債を大量に抱えて弱体化していることから経済成長の足かせとなっていると指摘している。

図4-1 ユーロの三つの危機



(出所 Shambaugh, 2012,<sup>5</sup> p 47 をベースに日本語バージョンを筆者が作成)

ユーロ圏危機の3つの側面をさらに詳しくみてみよう。

- (1) 銀行危機：ユーロ圏の多くの銀行は資本不足に直面し、銀行間（インタバンク）の流動性は抑制されており、将来どれほど損失を計上するか不確実な状況に置かれている。

<sup>5</sup> Jay C. Shambaugh “The Euro’s Three Crises” Brookings Paper on Economic Activity Spring 2012, p 47

(2) ソブリン債務危機：ギリシャは 2012 年 3 月に保有国債を対象にヘアカットを行った。スペイン、アイルランド、ポルトガル、イタリアなど他のユーロ圏周辺（ペリフェリー）諸国のソブリン債務についても国債保有者は返済が行われるかどうか懸念を強めた。

(3) マクロ経済危機：ペリフェリー諸国の低成長と相対的な競争力不足がこれらの国の債務負担を増大させている。この危機はユーロ圏内における不均質な経済成長レベルの問題とも言えよう。ペリフェリー諸国における経常収支の赤字は過去 10 年間に起きた信用バブルとその後の崩壊、および競争力の喪失の表れである。

ここで、(1) の銀行危機に関連してユーロ圏を米国と比較した場合、銀行セクターの占めるウェイトが大きいことが目立つ。すなわち、ユーロ圏内の企業は米企業に比べて資金調達において銀行セクターにより依存している。米企業は資本市場からの直接の資金調達が主流である。また、ユーロ圏の金融機関の資産規模は 41 兆ユーロで米国の 16 兆ユーロの倍以上となっている。これはユーロ圏における金融仲介機能が変調を来すとグローバルな金融仲介がおかしくなることを示している<sup>6)</sup>。

(2) のソブリン債務危機に関連して、ギリシャは厳しい財政引き締めを行っており、2010-11 年に基礎的財政収支の赤字を対 GDP 比で 5% 圧縮したが、同国の経済は 10% 縮小したので、財政赤字削減努力は帳消しとなった。財政危機を解決しようとして成長（マクロ経済）危機のみならず、ソブリン債務危機をも悪化させたという好例だ。

(3) の成長戦略に関連して、ユーロ圏ペリフェリーの重債務国だけの問題にとらえずに、ドイツなどユーロ圏中核国も財政出動を行って内需拡大を図れば、重債務国へのスピルオーバー効果が期待できる（Shambaugh, 2012）<sup>6)</sup>。

また、ユーロ圏内の銀行が大量のユーロ圏内ソブリン債を保有することによって生じる (1) と (2) の連関を断ち切るために、Shambaugh(2012)<sup>7)</sup>は「リスクフリーの共同債 (common risk free bond)」の導入を提唱している。これは、一種の「ユーロ共同債」構想である。米国における状況と比較すれば、米連邦準備制度理事会 (FRB) はカリフォルニア州債やイリノイ州債などを保有しておらず、保有しているのは米国債である。州債には (返済されない) というリスクはあるものの、州や都市のレベルで財政危機が起きても、FRB の金融政策や米国全体の金融システムは脅かされることはない。

#### 4.2.2 「複数均衡」と「自己実現」—ゲームの理論

ユーロ圏の複合危機、特に財政・債務危機では加盟国の財政再建の見通しについて金融市場が懐疑的になれば、懸念された通りに問題が拡大する傾向がある。「ユーロ危機劇場」

<sup>6)</sup> ibid. pp 4-12

<sup>7)</sup> pp 38-39

は疑心暗鬼に満ちている。IMF 調査局長の Olivier Blanchard は 2011 年末、IMF のブログ (IMF, 2011) に、「2011 年の回顧：4 つの歴然たる事実 (2011 in Review: Four Hard Truths)」<sup>8</sup>と題した小文を寄せ、その中で過去 1 年間で四つの大きな教訓が得られたと指摘した。

(1) 2008-09 年の金融・経済危機の後、「複数均衡 (multiple equilibrium)」を孕むようになった。すなわち、悲観主義と楽観主義がそれぞれ悪い結果と良い結果を生むという「自己実現的な現象 (self-fulfilling outcome)」が世界経済に重大な影響を及ぼしている。われわれは銀行取り付け騒ぎの「自己実現」についてよく知っており、預金保険制度はこのために編み出された。

(2) 不完全で部分的な政策対応は事態を悪化させる。(EU 首脳会議など) ハイレベルの会議で解決策についての約束が行われるものの、そのうちの半分しか実現されない場合などだ。

(3) 投資家は財政再建と経済成長に神経質である。すなわち、投資家は財政再建のニュースに前向きに反応するが、その後、財政健全化が成長率低下をもたらすことになれば、否定的な反応を示す (より大きなリスク・スプレッドを要求する)。大幅な財政健全化は必要であり、債務水準は引き下げる必要があるが、メルケル独首相が指摘するように、こうしたことは「短距離走」ではなく「マラソン」にたとえられるべきものだ。

(4) 市場心理は現実を生み出す。例えば、イタリアでは 2011 年夏、(市場に影響を与えるようなことは) 何も起きなかった。しかし、秋になってイタリアがリスクにさらされているとの認識が広がると、この認識は消えることはなく、一方、イタリアの国債市場から流出した「リアル・マネー」は簡単には戻ってくることはなかった。もう一例を挙げると、2011 年後半にユーロ圏では大したことは起きなかったが、金融市場や専門家がユーロ圏解体の可能性に言及し始めるとそうした認識は定着し、消えることはなかった。

「複数均衡」と「自己実現」はゲームの理論で使われる概念である。同理論はある特定のルールや情報環境の下で、互いに影響を与え合う各主体が選択する最適行動の組み合わせを数学的に分析する手段である。すなわち、各主体が他の主体の行動を予測して動いた結果、①「良い均衡」と「悪い均衡」の複数の均衡が生じる可能性がある、②事実はそうでなくとも、多数の主体が悪い内容を予測することで「悪い均衡」が自己実現してしまう可能性がある、ことを示している (山口、2012)<sup>9</sup>。

<sup>8</sup> Olivier Blanchard (IMF chief economist) “2011 in Review: Four Hard Truths” IMF Blog Dec. 21, 2011 次のアドレスに掲載

<http://blog-imfdirector.imf.org/2011/12/21/2011-in-review-four-hard-truths/>

<sup>9</sup> 山口勝義『ユーロ圏危機における「複数均衡」と「自己実現」－危機対策の明確化と着実な実行の重要性－』金融市場 2012 年 2 月号 p 9 農林中金総合研究所

その上で、山口（2012<sup>10</sup>）は、「問題国」の国債利回りが上昇しているときに国債の購入に踏み切るべきか否かという状況下で、次のように単純化された事例を想定する。

- 主体として2人の投資家A, Bのみが存在し、ある国債Xへの投資を検討する。
- 投資家A, Bがともに国債Xに投資すればそのデフォルトは回避されるが、AまたはBの一人の投資にとどまれば、国債Xはデフォルトに至る。
- 投資を行った場合には、調達コストである欧州中央銀行(ECB)の政策金利（2014年2月時点で0.25%）と対象国債Xの利回り（例えば残存3年のイタリア国債であれば約4.5%）とのスプレッドを享受できる。

こうした想定の下では、山口（2012）によると、他の投資家が投資を行う場合には自分も投資し、スプレッドを享受することが最適行動となり、一方、他の投資家が投資しない場合には自分も投資を見送り、デフォルトからの損失を回避することが最適行動となる。この結果、A, Bとも投資し、デフォルトとならない「良い均衡」と、A, Bともに投資せずにデフォルトに至る「悪い均衡」の複数の均衡が自己実現的に発生することになる。ゲーム理論では、投資家の数を増やすなどして、より現実的な分析を行った場合にも結果に本質的な違いは生じないとされる。

表4-1 国債購入のレジーム

		B	
		投資する	投資しない
A	投資する	デフォルト回避 (良い均衡)	デフォルト (Aに損失)
	投資しない	デフォルト (Bに損失)	デフォルト (悪い均衡)

(筆者作成)、

### 4.3 ユーロ圏危機の収束と再発防止に向けた提言

2010年春にギリシャで債務・財政危機が発生して以来、EU諸機関などは危機の原因を検討し、短期的な危機管理策や再発防止のための長期的な観点に基づく対応策を打ち出した。2010年には3つの報告書がまとめられた：ファンロンパイ欧州理事会常任議長（EU大統領）が主宰したタスクフォースの最終報告書、欧州中央銀行（ECB）の提言、OECDの「危機脱出に向けた勧告」。そして危機が拡大した2012年の報告書はより包括的となっている。また、「ファンロンパイ・レポート II」とも呼べる「真の欧州経済・通貨統合（Towards a Genuine Economic and Monetary Union）」と題する、ファンロンパイ氏を

<sup>10</sup> Ibid. p 9

はじめとする EU 諸機関の 4 首脳により 2012 年半ばに公表された報告書がある。その後、欧州委員会が 2012 年 11 月 28 日に発表した、「EMU を深化させ、真の EMU を構築するための青写真(A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union: Launching a European debate)と題した欧州ワイドの討論のたたき台となる文書、および 2012 年 12 月 5 日に「Towards a genuine economic and monetary union」と名付けられた同年 6 月発表のファンロンパイ・レポートの改訂版(ここでは「ファンロンパイ・レポート III」と呼ぶことにする)がまとめられた。最初の 3 つの提言のキーワードは経済ガバナンスの強化であり、財政統合というテーマまで踏み込んではいないが、2012 年の提言には財政統合、政治統合が長期的目標として明示されている。2010 年春以降のユーロ危機への対応は少なくとも 2012 年春まではユーロ圏内の二大経済大国である独仏により主導された感が強く(“メルコジ”主導)、そのうえ往々にして「小出しであり、対応が遅い (too little, too late)」との批判にさらされてきたが、EU 諸機関は早い段階から危機の核心をしっかりとらえていたことがうかがえる。

#### 4.3.1 ファンロンパイ・タスクフォースの報告書

EU の最高決定機関である欧州理事会への報告書は「EU の経済ガバナンスを強化する (Strengthening Economic Governance in the EU)」と題され、2010 年 10 月 21 日に発表された。タスクフォースのメンバーは、ファンロンパイ氏のほかに、レーン欧州委員会副委員長(経済・通貨政策担当)、ECB のトリシェ総裁(2011 年 10 月末に退任)、ユーロ・グループのユンケル議長および EU27 カ国の財務相(ルクセンブルクについては、ユンケル氏は同国の財務相も兼ねているので、同国代表は Luc Frieden 氏が務めた)。会合は 5 月から 10 月にかけて 6 回開催された。

最終報告は全 12 ページの簡潔なものであり、序論で危機解決のための枠組みの改善と財政規律の強化策を打ち出すことが目的と位置付け、EU 域内/ユーロ圏におけるより効果的な経済ガバナンスを達成するために「大躍進 (quantum leap)」を目指すとしている。そのために①財政規律の強化、②経済状況の監視範囲の拡大、③調整の深化と拡大(「欧州セメスター」)、④危機管理のためのしっかりした枠組み、⑤制度の強化、を挙げている。

なお、トリシェ ECB 総裁は報告書の内容の全体について賛成したわけではないとの断り書きがついている。

まず財政規律に関する主要な指摘<sup>11</sup>は、

— 「安定・成長協定 (SGP)」によって定義され、現在、実施中の財政監視の枠組みはおおむね有効であるものの、改善の余地があり、一貫性も不十分である。特に、SGP の順守状況を強化し、加盟各国の財政枠組みが EU 財政規則を確実に反映することを保証するために、債務と財政の持続性により焦点を合わせる必要がある。

---

<sup>11</sup> “Strengthening Economic Governance in the EU” Final Report of the Task Force in the European Council, pp 3-4, Oct. 21, 2010

—財政赤字と公的債務の相互作用により注目することにより、公的債務に関する基準が財政監視メカニズムによりよく反映されるべきである。

—SGP の予防的・矯正的側面において、金融面だけでなく、加盟国の評判や政治的側面に関連した広範な制裁・措置を漸進的に適用すべきである。

—ユーロスタット（EU 統計局）の強化策を推奨する。

以上の点のうちほとんどは 2012 年 3 月に調印された「新財政協定」の中に取り入れられた。

報告書は加盟国間でのマクロ経済上の不均衡や競争力の格差が深刻で根強い場合、EU 経済の脆弱性が増大し、通貨同盟のスムーズな機能にとって脅威になるとの認識を示した。

さらに、グローバル危機を考慮すれば、SGP の順守だけでは EU 域内におけるバランスの取れた成長を保証するには不十分であり、消費動向や住宅バブル、対外・国内債務の累積が危機の衝撃を強め、対応能力を制限したと指摘している。そのうえで、10 以上の指標に基づいた「警報メカニズム」を使って、マクロ経済不均衡と脆弱性のリスクに関する年次調査が行われるとしている。過剰な不均衡ポジションが実際に存在したり、また潜在的に存在すると特定された場合、欧州委員会は徹底的な分析を行い、閣僚理事会は当該加盟国に問題への対処を求め、従わない場合は制裁を科すことを提言している。

いわゆる「欧州セメスター（European semester）」と呼ばれる政策協調の強化は 2011 年 1 月から実施されている。欧州セメスターの下、毎年春に欧州委員会は加盟国の財政措置と成長・雇用促進目的の構造改革を査定し、それを各国の予算案作りや改革プログラムの策定に反映させる。

タスクフォースが 2010 年 3 月に設置された後、欧州金融安定化基金（EFSF）が同年に設立され、欧州安定化機構（ESM）は 2012 年秋にスタートした。

報告書によると、タスクフォースは、中期的には金融の逼迫問題に対処し、他の国への伝播を防ぐために、ユーロ圏内に信頼のおける危機解決のための枠組みを設立する必要があると考えている。

EU 加盟国レベルおよび EU レベルにおける制度の強化は経済ガバナンスの改善に資することは言うまでもない。タスクフォースは加盟国レベルでは、財政ガバナンスを強化し、（財政の）長期的な持続可能性を保証するために、国内の財政問題に関する独立した分析や評価、予測を提供できる機関の設立を推奨している。これは財政協議会のような機関を念頭に置いているとみられる。

ファンロンパイ・タスクフォースが指摘した 5 点については、制度の強化を除くと着実に進んでいる。ユーロ危機から完全に脱却し、将来における同様な危機の発生を防ぐために布石を打っている。財政規律の強化や EFSF/ESM の設立を通じた安全網の拡充は、財政統合に向けての重要な要素であるが、財政統合という表現は一部加盟国で強い政治的反発を呼ぶ恐れがあるので慎重に避けているようだ。

### 4.3.2 ECB の提言

ECB の提言は「ユーロ圏における経済ガバナンスを強化する (Reinforcing Economic Governance in the Euro Area)」との題で、ファンロンパイ・タスクフォースや OECD の報告書に先立ち、2010 年 6 月 10 日に発表された。全 14 ページの簡潔な報告書で、欧州理事会が 2010 年 3 月にファンロンパイ・タスクフォースに指示した線に沿ってまとめられたが、欧州経済通貨同盟 (EMU) がよりスムーズに機能し、ユーロ圏における財政・構造 (改革) 政策の健全性を確保するために EU 諸機関の共同責任が重要であるとの観点から、「より野心的なアプローチ (a more ambitious approach)」を取ったと強調している。実際、具体的な政策が多く提案されている。

報告書は序論で、ユーロ圏における経済ガバナンスの枠組みの改善に向けた予備的な提案をまとめたとし、具体的には①財政政策の監視とより効率的な是正措置、②競争力をめぐる状況の監視強化と不均衡の是正、③危機管理のための妥当な枠組みの設計を提言している。

① に関連して<sup>12</sup>、EU の枠組みの下での財政政策実施状況が失望させるものであるのは、「安定・成長協定 (SGP)」の下でのガバナンスが脆弱であるためだと歯に衣を着せぬ指摘を行い、具体的には、(i) EU レベルでの財政規律が実施されていない、(ii)加盟国に EU 規則を順守させることに向けたインセンティブが不十分である、としている。そして EU レベルでは、他国の政策決定への介入を控えようとするバイアスが一般的にかかっているようだと批判するとともに、特定国の財政状況の分析において他国へのスピルオーバー (波及) のリスクが十分勘案されていないと指摘する。そして早期に警告を行ったり、率直で正確な意見を出すことのためにあるようだとしている。

そのうえで、財政政策の枠組みとして、①EU、特にユーロ圏内での財政状況の監視の強化、②EU レベルにおいて規則を適用し、手続きを行う場合、裁量の余地を狭めること、③制裁と直接的な政策介入の果たす役割の強化、④制裁措置のメニューを増やすこと、⑤独立性のある EU 財政庁の設立、⑥加盟各国に法制化 (憲法への組み込みなど) を通じて、EU の財政枠組みの受容を促すこと、を具体的に提言した。

①と②に関しては、EU レベルの財政規則の実施や「過剰赤字手続き」の開始、制裁の適用を「準自動的 (quasi-automatic)」に行うことを主張している。

⑤については、財務庁の設立の代わりに、定期的にユーロ圏各国の財政状況を審査し、その結果を公表する「賢人グループ」の設置も考えられるとしている。

⑥に関しては、「新財政協定」に取り入れられた。

競争力強化監視のための枠組み<sup>13</sup>については、①監視のための透明性があり、効果的なトリガーとしての基準の特定、②効果的かつ段階的な手続きとインセンティブの必

<sup>12</sup> European Central Bank “Reinforcing economic governance in the euro area” pp 4-8, June 10, 2010

<sup>13</sup> ibid pp 8-10

要性を提唱している。

この点に関連して、競争力の第一次指標として、域内消費者物価指数（HICP）および/または ECB が発表するデフレーター・ベースの競争力指標、または、ECB が公表する単位当たり労働コスト（ULC）に基づく競争力指標もしくは分野別/国別賃金状況からの乖離度（deviation）が考えられうるとしている。

③に関しては、(i) 指標に問題がない国、(ii) 指標に問題がある国、(iii) 指標に非常に問題がある国、の 3 グループに分け、(iii)グループに対しては制裁実施の可能性に言及している。

危機管理の枠組み<sup>14</sup>としては、ECB の報告書発表までには EFSF 設立の合意が成立していた。

同枠組みの基本理念として、(i)金融支援を民間債権者の救済には援用しないこと、(ii)ユーロ圏/EU からの追放を選択肢としないこと、(iii)モラル・ハザードを最小限にとどめること、の重要性を指摘した。

また、危機管理機関の設立については、特別目的の準備金を有するべきだとし、準備金は一定の基準を順守しない加盟国に対する制裁金で賄うことも考えられるとしている。金融支援については、ローンと当該国が発行した政府債券の購入の二つの形式を挙げている。

ECB はユーロ圏の金融政策を担っている主体として、ユーロ圏の財政政策は権限外であるのは言うまでもないが、財政政策が基本的に加盟各国の主権の範囲内にとどまっていることから生じる悪影響に悩まされている。この報告書にはこうした状況への苛立ちのようなものを感じられる。

ただ、ファンロンパイ・タスクフォースの報告書と同様に、財政統合を正面切って打ち出すまでには至っていない。

### 4.3.3 ファンロンパイ報告書（2012）

ファンロンパイ EU 大統領は 2012 年 6 月、「真の欧州経済・通貨統合に向けて（Towards a Genuine Economic and Monetary Union）」と題する A 4 判で 6 ページ半の報告書を公表し、中長期的に EMU を強化し、完成するためのビジョン<sup>15</sup>を示した。このビジョンは、EMU の最終形態の構成要素として、金融統合、財政統合、雇用・成長戦略及び競争力強化のための経済政策の統合、そしてこれら 3 つの統合を下支えする政治統合を明示している。統合プロセスは段階的であるべきだ（a stage-based process）としている。

ファンロンパイ大統領は、まず、「報告書は EMU の将来とそれがどうすれば（ユーロ圏の）雇用、成長、安定に貢献できるかについてのビジョンを打ち出している」と指摘、

<sup>14</sup> ibid pp 11-13

<sup>15</sup> European Council The President “Towards a genuine economic and monetary union- Report by President of the European Council Herman Van Rompuy” p 3, Brussels, 26 June 2012, EUCO 120/12 Presse 296



そのうえで「報告書は今後10年間で、金融セクターの統合的枠組み、財政面での統合的枠組み、そして経済政策での統合的枠組みに基づくより強靱なEMUの構造に向かうべきであり、これら3要素は強化された民主的正当性および説明責任に基づくべきである」と主張している。

EMUの目的について報告書は、「欧州全体に繁栄と安定をもたらすために創設された」とし、EUの礎石 (cornerstone) であると位置付けた。そして根底を揺るがすような難題に直面していると指摘、「経済的、社会的福祉を保証するために強化する必要がある」との認識を示した。

以下、「真のEMU」に向けた四つの構成要素 (building blocks) を個別にみていく。

金融行政の統合はいわゆる「銀行同盟 (banking union)」の創設であり、ユーロ圏における金融安定と銀行が破たんした場合に欧州市民が負担するコストの最小化が目的である。具体的には、欧州レベルで銀行監督を一元化し、銀行の破たん処理 (整理、resolution) とその場合の顧客の預金保護を行う共通メカニズムの創設が柱である。

報告書は、銀行監督の一元化はEU全体を通じて銀行の健全性ルールの適用の実効性を高め、リスク管理と危機防止を確実にするために不可欠であると位置付けている。銀行監督の主体としてはユーロ圏では欧州中央銀行 (ECB) にそうした権限を付与する可能性を探るべきだとしている。

欧州破たん処理スキームについては、主として銀行からの出資によって運営し、破たんした銀行を秩序だった形で解散し、税金投入を避ける形を提唱している。また、欧州安定化機構 (ESM) には銀行整理と預金保護の両メカニズムを財政的に支える役割を期待している。

EU内では既に「安定・成長協定 (SGP)」の下で、各国は毎年の財政赤字はGDP比3%以内、累積政府債務はGDP比60%以内に抑制することになっており、さらに、2013年に「新財政協定」が発効したことで、財政赤字はGDP比0.5%以内に抑えるよう求められる。報告書は、こうした基準を「質的に飛躍 (qualitative leap)」させ、「財政統合」を目指すことを提唱している。

報告書は、ユーロ圏では、加盟国のリスクをプールし、持続不可能な財政政策を改善するために、予算に関する意思決定を一元化する必要性を強調。この目的で、加盟国の年次予算の上限と政府累積債務の上限を加盟国間で共同決定する可能性を視野に入れている。こうした規則の下では、基準を超えた政府債務の発行は他の加盟国の事前承認を得ることになるという。

そして報告書は、中期的には財政統合の一要素として、ユーロ共同債を発行する可能性を模索するべきだとしている。そしてその前提条件として、信用力の弱い国が強い国に頼り切りになるモラル・ハザードを回避するために、財政規律と競争力をめぐる枠組みの強化が必要であると力説した。また、ユーロ共同債は長期債に加えて、米国の Treasury Bills (TBs) に匹敵する短期債の共通化や各国のGDP比60%を超える政府債務を一つの基

金に集め、長期的に償還していくという「償還基金 (redemption fund)」の仕組みも検討課題として挙げた。

さらに、本格的な財政統合を実現するためには、欧州レベルで「財務省」のような機構を作る必要性に触れている。

報告書は、持続可能な経済成長、雇用、競争力を確保するために、加盟国で政策の協調が必要であると指摘した。また、ユーロ圏各国の政策分野での均質化を目指し、不均衡を是正し、グローバル化された世界で起きるショックに対応する能力を確保することが、EMU をスムーズに機能させる上で不可欠だとしている。

そのうえで「欧州セメスター」(後述)や「ユーロ・プラス協定」に明示された原則を発展させる形で、政策協調のための枠組みをより実行可能なものにする必要性を力説した。そしてこうした枠組みは特に、労働力の域内移動や税制の調整の分野で重要であるとしている。

報告書は、各国の国家予算の決定権限は欧州における議会政治の核心を成すと指摘したうえで、加盟国間で財政や経済政策の決定をより統合する方向に進むことは、共同決定のための正当性があり、説明責任を果たせる強力なメカニズムを必要とするとしているとした。

この意味で、こうした共同決定に欧州議会と各国の議会を関与させることの重要性を指摘した。

ファンロンパイ報告書(2012)は、2010年以來のユーロ危機が明るみに出した EMU の欠陥を念頭に、今後 10 年間で「真の EMU」を実現していくことを目指している。すなわち EMU を最終形態に持っていくための構成要素を銀行同盟、財政統合、経済政策の統合の三本柱およびそれらを支える政治統合であると明確に特定している。四つの長期的課題はユーロ危機から脱出し、EMU を強化するために筆者が特定した、中長期的課題と重なるものである。

EU 関係者の考え方は、目前の「火を消す」という意味での危機対応と、中長期的課題は区別すべきであり、中長期的課題については家を建てるためにレンガを積み重ねるように段階的に行う必要があるとの考え方がうかがわれる。

#### 4.3.4 欧州委員会の青写真(2012)

「深化した真の EMU のための青写真：欧州ワイドの討論を開始する」と名付けられた 51 ページ(英文版)におよぶ欧州委員会の報告書は EU 域内での討論のたたき台となるものであり、もちろんファンロンパイ・リポート II の内容を踏まえている。同報告書は EMU の存在意義や目標、便益から説き起こし、これまで取られたユーロ圏危機への対応策を再検討するとともに真の EMU を達成するための青写真を三段階方式で期限を区切った形で提示している。

この中で欧州委は、ユーロ導入は欧州統合の歩みの中で「里程碑(milestone)」となるも

のだとその意義を強調、ユーロは米ドルに次ぎ、世界第二の準備通貨であると指摘した。その上で、ユーロによって EU 域内市民は製品やサービスの価格比較が容易になり、EU 各国別の通貨が流通していたとき存在した為替リスクはなくなり、域内各国間での取引コストは軽減されたと指摘した。ユーロは域内各国間の投資も促進したと述べた。

しかし、EMU の設計には欠陥もあった。特に、財政政策が統合されず、EU レベルでの財政能力を持つことができなかつたため、ユーロ圏各国間でマクロ経済面での不均衡に一貫性のある対応を取ることが不可能となっている。

欧州委は、ユーロ圏は 2010 年からの信用不安に先立ち、リーマン・ショックを引き金とした金融・経済危機に襲われた 2008 年以来、下記の問題に直面してきたと分析する<sup>16</sup>：

- ・ ユーロ圏参加国による「安定・成長協定 (SGP)」の順守が不十分であり、マーストリヒト条約中の公的累積債務をめぐる規定が実質的に運用されることがなかった。
- ・ 各国間の経済政策に関する協調が不十分であり、競争力のギャップや成長率格差が広がっていった。
- ・ 1990 年代後半における世界的なインフレ圧力の緩和を受けて、各国中銀のマネーサプライが急拡大したことと金融システムにおけるリスク移転へのアプローチが変化したことで、世界的に流動性の過剰が生じ、ソブリン債及び民間債のミスプライシング(mispricing)につながった。こうした中でユーロが導入されたことにより、欧州中央銀行(ECB)は公開市場操作において各国のソブリン債に大きく依存するようになり、ECB の担保に必要な最上級のステータス(status)を与えるようになった。しかし、各国の財政パフォーマンスには違いがあったので、市場の規律は制限されるようになった。こうした状況をみて民間銀行はソブリン債への投資を大幅に増やし、それが(スペインやアイルランドなど)一部諸国では信用の拡大ひいては住宅バブルにつながった。
- ・ EMU の誕生で、域内における金融統合のペースが加速し、ポートフォリオを多様化させるための機会が拡大するとともに、域内間で国境を超えたショックの伝達も加速した。こうした中で、金融市場の統合にもかかわらず、金融行政と危機管理の責任は引き続き主として各国政府にとどまった。こうした非対称的とも言える状況は銀行システムと国家の間における「負の連鎖(negative loop)」を引き起こした。

また、欧州委は EMU の創始者たちが単一通貨プロジェクトに経済的であると同時に政治的な性格を付与していたと論じている。これは、例えば、1989 年に始まった戦後冷戦体制崩壊のプロセスにおいてドイツが同国の経済発展の象徴であるとみられていた

---

<sup>16</sup> European Commission “A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union- Launching a European Debate” pp 2-3, Brussels, 28.11.2012 COM(2012)777 final

ドイツ・マルクを放棄して欧州単一通貨を導入することに合意したのは、欧州においてドイツが協調的な姿勢を取り続ける意図を示したものであると受け止められた点などに表われているといえよう。

#### 4.3.4.1 危機への対応(これまで取られた措置)

欧州委は本報告書を発表した 2012 年 11 月末までに EU・ユーロ圏レベルで取られた措置<sup>17</sup>について、①財政状況の監視、②経済政策の監視、③金融規制・監視、④危機解決のためのメカニズムに分けて論じている。

経済・金融危機によって露呈した弱点に対応するために欧州委が 2010 年 9 月に打ち出したのがいわゆるシックス・パック(six packs)である。5本の規制(regulation)と1本の指令案(directive)で構成されている。5本の規制は、そのうち3本が欧州の財政監視枠組み(安定・成長協定=SGP)を強化するものであり(加盟国の財政支出の伸び率を中期的な GDP 潜在成長率にリンク)、2本が加盟国間の「マクロ経済不均衡手続き(macroeconomic imbalance procedure=MIP)に基づくマクロ経済サーベイランスに関するものである。MIP を構成しているのは、(1)10 個の経済指標を並べたスコアボード、(2)スコアボードに基づく加盟国全体の評価、(3)「過剰不均衡手続き(excessive imbalance procedure=EIP)」、(4)修正を求める提案に従わない加盟国に対する制裁、である。指令案は、加盟国の国家財政枠組みに対して最低基準を設定するものである。

その後、欧州委は 2011 年 11 月にユーロ圏参加国だけを対象に財政政策の調整と監視の強化のために 2本の規則案を提案した。いわゆるツー・パック(two packs)と呼ばれるものだ。一つは予算案の監視・評価と過剰財政赤字の修正に関する規制案であり、ユーロ圏参加国は自国議会に次年度の予算案を提出する前、すなわち毎年 10 月 15 日以前に、欧州委とユーロ・グループに同案を提示することを義務付けている。もう一つは金融財政危機に陥っているユーロ圏参加国の監視強化を目指している。

経済政策の監視は上述の MIP を活用する。

金融規制・監督については、EU は金融機関・市場をより安定的でかつ競争力があり、強靱なものにすることを目指しており、欧州委は金融機関の自己資本規制関連の指令案や銀行による過剰なリスク取り(risk taking)を防止するための報酬慣行に関する規則を策定した。

危機解決のためのメカニズムとしては、EU は暫定的なメカニズムとして 2010 年 5 月に欧州金融安定化機構(EFSM)と欧州金融安定化機関(EFSF)を設立、2012 年 10 月には恒久的な機関として欧州安定化機構(ESM)を発足させた。欧州委の報告書は、ESM は 5000 億ユーロに上る危機対処のための軍資金を有する、世界最大の「リージョナル・ファイアウォール(regional firewall)」であり、金融危機に陥ったユーロ圏参加国を救済するために十分な資力を有しているとみている。

---

<sup>17</sup> ibid. 4-10

ただ、金融市場ではユーロ圏内で危機の伝播(contagion)が起こり、例えば南欧重債務国の中で経済大国であるイタリアとスペインを同時に救済する必要がある場合には EMS の資力は不十分であるとみる向きがある。

欧州委はこのほかに ECB による LTRO などを通じた流動性供給についても言及した。

#### 4.3.4.2 前進のためのシナリオ

欧州委の報告書の核心部分であり、同委がユーロ圏の危機的状況をいかに収束させ、「真の EMU」を構築することによって、危機再発を予防するための具体的道筋を短期、中期、長期の課題(措置と行動)設定によって実現することを提案したもの<sup>18</sup>である。これは、EMU への道筋を定めた、1989 年のドロール報告書に盛り込まれた「三段階方式」を彷彿とさせる。具体的には：

##### 短期的課題(今後 6-18 カ月)

- 欧州セメスターとシックス・パックの完全実施による新たな経済ガバナンス・ツールの展開
- 、 ツー・パックについての早期合意と実施
- 銀行同盟へ向けての前進：単一銀行監督メカニズム (Single Supervisory Mechanism) の構築と単一破たん処理メカニズム (Single Resolution Mechanism) の提案、単一ルールブック作り
- 次期「多年度金融枠組み (Multi-annual Financial Framework=MFF, いわゆる 7 年予算)」についての早期決定
- ユーロ圏参加国間の経済不均衡の是正と競争力改善のための、二次的立法を通じた経済政策の調整と参加国の構造改革への支援：「収斂・競争力のための手段 (Convergence and Competitiveness Instrument)」の創設
- EU・ユーロ圏レベルでの財政能力の構築に向けた初期フェーズとしての位置付け

##### 中期的課題 (18 カ月後から 5 年後の間)

- EU 基本条約の改正を必要とする予算・経済統合の強化(加盟国に予算案修正を求める権限の欧州委への付与)
- ユーロ圏における妥当な財政能力：危機国の構造改革支援のための (EU) 自主財源の確保と借入れ
- 各国の債務をマーストリヒト条約基準に基づき GDP 比で 60%以下に圧縮するための「欧州償還基金 (European Redemption Fund)」の創設
- 償還期間が 1-2 年と短い、ユーロ共同債の一種であるユーロ・ビル (Eurobills) の発行
- 税制、雇用の分野における各国間政策調整の深化

<sup>18</sup> ibid. pp 11-34

### 長期的課題(5年後以降)

完全な銀行同盟

完全な経済・財政統合

財政統合の柱となるのは本格的なユーロ共同債としての「安定債」の発行とユーロ圏  
共通予算の創設

制度的整備：マクロ経済安定化のための基金創設、EU レベルでの徴税権と EU による  
市場での借り入れ権限、欧州委内における EMU 財務省機能の整備

完全な銀行同盟、財政・経済統合に対応した政治統合に向けた前進(民主的正当性と説明責任の強化)

IMF など域外の国際経済機関におけるユーロ圏参加国の統合代表

以上、報告書に列挙された課題は、ほとんど、ユーロ圏危機の三つの側面に対応する方策である、財政統合、金融行政統合(銀行同盟)、経済構造改革を通じた競争力強化と経済不均衡の是正(経常収支の改善)のいずれかに分類されうる。さらに興味深いのは、三段階のタイムスパンであり、特に長期的課題の実施時期を5年後以降としているのは、欧州委関係者は、各国間でのコンセンサスを得て、EU 基本条約の改正を伴う措置を実施に移すには5年以上かかることを覚悟していることの表れだといえよう。換言すれば、EU・ユーロ圏の危機を収束させて、強靱化を図るには、2008年のリーマン・ショックを引き金とする欧州金融・経済危機から数えれば優に10年以上はかかると欧州委関係者は覚悟しているように思える。ギリシャ債務・財政危機が勃発した2010年を基点としても10年近くになる。

#### 4.3.4.3 特徴

欧州委のブループリントはあくまでも EU 内における今後の討議のためのたたき台であり、今後その内容が大幅に変わりうると見なければならぬ。実際、欧州委が2012年11月28日にブループリントを発表した一週間後の12月5日にファンロンパイ・レポート III が出されたが、行程表(同レポートではシークエンシング=sequencing と呼ばれている)の中身およびタイムスパンはかなり異なっている。ただ、ファンロンパイ・レポート III はバローゾ欧州委員会委員長、ドラギ ECB 総裁、ユンケル・ユーログループ議長との密接な協力の下に作成されたこともあり、核心部分は欧州委のブループリントと異なるものではない。

#### 4.3.5 ファンロンパイ・レポート III

ファンロンパイ・レポート III の正式名称は **Towards a genuine economic and monetary union** であり、2012年6月に発表された前回の報告書と全く同名であり、EMU 強化を実現することに向けたファンロンパイ EU 大統領の持続した強い意思を示す

かのである。

付表のページを含むと英文で 18 ページに上るレポートの初めに、対外的側面に焦点を合わせた、ユーロ圏を取り巻く状況に触れている<sup>19</sup>：

ユーロ圏は新興国の興隆に示されるように急速に変遷する国際環境に直面している。こうした中でより強靱で統合された EMU は経済的な外的ショックからのバッファーとなるとともに、社会的結合の欧州モデルを維持し、グローバルなレベルでの欧州の影響力を保持することにつながるだろう。

換言すればグローバル化が進展する中で、EMU をてこに EU の存在意義を示していくというものだ。こうした中で、「真の EMU」を実現するためのロードマップ(行程表)の必要性を強調。そのうえで、「欧州統合の進展 (more Europe)」はそれ自体が目的ではなく、欧州市民の更なる繁栄を図り、欧州市民に役立つものだとしている。

#### 4.3.5.1 シークエンシングの概観

三段階の行程表を示す。

##### 第一段階 (2012 年末から 2013 年)<sup>20</sup>

第一段階の完成は健全な公的財政の管理を保証し、銀行とソブリン債の「負の連鎖」を断ち切ることになろう。具体的には：

- ・ 財政ガバナンスのためのより強力な枠組みの完成と完全な実施 (シックス・パック)
- ・ 主要経済政策の体系的な事前調整のための枠組み作り(新財政協定=TSCG の第二条に基づく)
- ・ 実効性のある単一銀行監督メカニズムの創設と「自己資本義務付け規則 (Capital Requirements Regulation)」：預金保険については各国の既存の機構を調和させる必要があるとしている
- ・ 各国の銀行破たん処理/預金保険枠組みの調和に関する合意
- ・ ESM を通じて直接、銀行の資本増強を行うための運用枠組みづくり (2013 年 3 月末までに策定される予定)

<sup>19</sup> Herman Van Rompuy, President of the European Council,  
in close collaboration with :

Jose Manuel Barroso, President of the European Commission

Jean-Claude Juncker, President of the Eurogroup

Mario Draghi, President of the European Central Bank

“Towards a genuine economic and monetary union” p 3, 5 December 2012

ファンロンパイ大統領が、バローゾ欧州委員会委員長、ユンケル・ユーログループ議長およびドラギ欧州中央銀行総裁と密接な協力の下でまとめたこの報告書は 2012 年 12 月時点で「真の EMU」を求めて、EMU の完成に向けた EU 内のコンセンサスを示したものと見えよう。

<sup>20</sup> ibid. p 4

## 第二段階(2013-2014)<sup>21</sup>

この段階では、統合金融枠組み(銀行同盟)を完成し、健全な構造政策を促進することが課題となる。具体的には：

- ・ 共通破たん処理・回収機構の設立を通じた統合金融枠組み(銀行同盟)の完成
- ・ 構造政策のより強力な調整、収斂、実施のためのメカニズム作り(EU の 7 年予算とは別枠で、ケースバイケースにより一時的で、対象を絞り、柔軟な形での資金支援を行う)。

## 第三段階(2014 年以降)<sup>22</sup>

この段階では EU レベルで(各国経済への)ショック吸収機能を備えることにより EMU の強靭性を高める。

- ・ 各国予算からの拠出に基づき、EU レベルで設立する「保険システム」を通じて加盟国に特有の経済ショックを吸収するための厳密に定義され、限定された「財政能力(fiscal capacity)」を備える(非対称的ショックの吸収と健全な経済政策の促進をリンクさせる)：ユーロ圏レベルでの財政能力は、ソブリン債の共通化を伴うことなく「(ユーロ) 共同債(common debt)」を発行するためのベースと成りうる。また、財政能力は危機管理のための手段ではなく(ESM が危機管理のために既に設立されている)、EMU とユーロ圏各国の経済的強靭性を改善して、危機を予防することが目的となる。
- ・ 各国の予算策定における共同決定の度合いを高めるとともに、特に税制と雇用の分野における経済政策の調整を促進する

ファンロンパイ・レポート III に盛り込まれた具体的措置は、欧州委のブループリントの内容と同様に、おおむねユーロ圏危機の三つの側面に対応する措置のいずれかに分類され得る。そして、このレポートの最後に、EMU の改革は、目的の共有や高度の社会的結合、欧州議会および各国議会の積極的参加、そして労働組合など社会的パートナーとの新たな対話を必要とすると強調している。

### 4.3.5.2 特徴

ドイツが強く反対しているユーロ共同債(安定債)の発行や EU・ユーロ圏レベルでの銀行預金保険機構の設立については言及していないのが目立つ。両方とも実現するにはドイツによる多額の資金拠出が必要とみられ、2013 年 9 月に総選挙を控えた同国の有権者(納税者)に配慮したとも受け止められる。

---

<sup>21</sup> Ibid. p 4

<sup>22</sup> Ibid. p 5



#### 4.3.6 Marzinotte et Sapir (2011)

財政統合へ向けた論議は欧州債務危機が一段と拡大、深刻化した 2011 年ごろから、危機の解決および将来の再発防止へ向けた切り札として学者の間でも盛んに論議され始めた。学者による提案の中でその包括的、実地的な特徴から筆者が最も注目するのが Marzinotte et Sapir (2011)の提案<sup>23</sup>だ。Marzinotte et Sapir (2011)は、ユーロ圏の連続・複合危機の背景に、①マクロ経済の不均衡に対する厳格な監視権限、②危機管理、③十分な銀行監督・規制と銀行整理機構のいずれもが欠如していることにあると指摘、その理由として、財政政策、経済構造政策、銀行政策の三分野に対応する権限を備えた財政統合の不在を挙げた。そのうえで、金融市場はユーロ圏のこれらの欠陥をますます認識するようになっており、対応策が取られない可能性を考慮し始めていると警告した。

実地的な特徴として目立つのは、限定的な財政統合 (limited fiscal union) 作りを提案しているという点だ。財政統合の中核となるのが連邦レベル (ユーロ圏レベル) で財源を確保することである。そしてこれに対応した仕組みとして、財源の確保とその使用方法を決めると同時に、ユーロ圏の持続性を脅かす可能性がある加盟国の予算に対して拒否権 (veto rights)を有する財務大臣が率いる、ユーロ圏財務省 (euro area finance ministry) の創設が必要だとしている。

ユーロ圏財務省はまた、困難に直面している加盟国政府の資金流動性 (liquidity) と支払い能力 (solvency) を評価し、支払い能力を有するが流動性危機に陥っている (illiquid but solvent) 政府に対して支援を行う。これに関連して、ユーロ圏は支払いが不能となった加盟国に秩序だったソブリン・デフォルト (債務不履行) を認めるシステムを有するべきで、ユーロ圏財務省は、加盟国が支払い不能に陥ったかどうかを最初に判断する主体となるべきであるとしている。そして流動性問題に明らかに直面している加盟国については、ユーロ圏内で無制限に流動性を供給できる唯一の主体である欧州中央銀行 (ECB) が「最後の貸し手 (lender of last resort)」機能を果たすべきであるとしている。

ただ、ECB には現在、こうした機能が認められていないので、ユーロ圏財務省は ECB が加盟国への流動性供給から被る損失を補填する必要があるとみている。

ユーロ圏財務省の財源はユーロ圏の「連邦税源 (federal tax resources)」に依拠する道筋を描いている。具体的には、ユーロ圏財務省に対して、ユーロ圏 GDP の 2% 相当の徴税権を与えることを考えている。ユーロ圏の年間 GDP は 9 兆ユーロに達し、そのうち 1% は 900 億ユーロに達し、これを元手に年利 4% で最大 2 兆 2500 億ユーロまでの借入れが可能と試算している。この金額は、スペインとイタリアが数年間、金融市場に頼らなくても済む金額とされる。

ユーロ圏財務省はまた、銀行監督権限と破たん処理権限を有するユーロ圏預金保険機構

---

<sup>23</sup> Benedicta Marzinotto, Andre Sapir and Guntram B. Wolff “What kind of fiscal union?” p 1 bruegelpolicybrief, 2011

を設立し、それを支援する。

Marzinotte et Sapir (2011)の構想は、大幅な主権移譲を伴うので、EU基本条約の改正が必要であり、EU各国の政府および議会、EU諸機関、市民社会の代表者会議、そして政府間会議 (IGC) を必要とすると見込んでいる。そして、結果的に財政統合の要素を十分に含む EMU の構造 (EMU architecture) ができれば、このプロセスが 3-4 年かかっても構わないとみている。

また、ユーロ圏財務省は「民主的に説明責任を負う (democratically accountable)」ことになるとしている。

#### 4.4 EMU の大幅強化へ向けた 7 つの提言

本節では、今後、財政統合 (財政同盟の創設) などの実現を通じた EMU の大幅強化のために必要と思われる課題を整理し、それらを中心とした危機管理と危機再発防止を当面の課題と中長期的課題に分ける。それぞれの課題について、新たにコメントを行う。

EUは「財政統合 (fiscal union) に徐々に向かっている」(Emmanouilidis and Zuleeg, 2011) という声も聞かれるようになった。ユーロ圏の南欧・周辺諸国の債務危機による信用不安の拡大で、ユーロ圏の存続自体が危ぶまれるようになり、各国は財政主権をもちやタブー視できず、危機から脱出し、不安を鎮静化するためには「背に腹は変えられない」状況に陥ったからだ。上記の見解は、財政規律の大幅強化を目指す「財政協定 (fiscal compact)」づくりで合意が成立した後に出されたものだが、その一年前には想像できなかったほど急進的なものといえよう。

筆者は、EMU を強化するのに必要な課題は 7 つ存在すると考える。当面、①財政規律の大幅強化、②重債務国が危機に陥った場合の管理デフォルトを伴う債務再編、③流動性の逼迫を防ぐための欧州版 IMF の設立と ECB による重債務国既発国債の直接購入が必要であり、中長期的課題としては、④ユーロ共同債の導入と債務償還基金の設立、⑤金融規制・監督体制の強化・預金保険機構と破たん処理機構 (銀行同盟の形成)、⑥競争力強化および成長促進のための経済構造改革、⑦欧州財務省の設立など制度面の整備が不可欠となろう。①財政規律の大幅強化は中長期的課題としても位置付けられる。そして部分的にはオーバーラップする可能性はあるが、その先に政治統合 (政治同盟の結成) が考えられよう。

中長期的課題は、ユーロ圏危機の三つの側面に対処するものである。

以下、順にみていくが、これら 7 つの課題を包括的、網羅的に列挙した論文は筆者の調べた限りでは見当たらなかった。2011 年末までの危機的状況で課題はほぼ出尽くしたと筆者は考える。

##### 4.4.1 財政協定

ユーロ圏加盟国の財政健全化を目的とする財政協定については、その内容を既に検討し

た。ポイントは、均衡財政を各国の憲法（もしくは基本法）に盛り込むよう義務付けるとともに累積債務を毎年 20 分の 1 ずつ削減することを求めていることにある。怠れば GDP 比 0.1% の制裁金を科すことができる。2012 年 3 月初めに英国とチェコを除く EU25 カ国が署名した財政協定（正式名称の邦訳は「経済・通貨同盟における安定、協調、ガバナンス条約」）は、2013 年に発効した。25 カ国のうち大半は議会承認で批准手続きを済ませた。

同協定は EU/ユーロ圏内の緊縮ムードを一段と高めるのは確実であり、それだけでなくとも EU・IMF から厳しい財政健全化を求められ、マイナス成長にあえいでいる重債務国は景気立て直しに一層苦勞することになりそうだ。一方、金融市場や信用格付け会社には好感されよう。

さらに指摘すべきは、緊縮政策が増税や歳出削減を通じて当該国の国民に多大の負担を強いることである。

財政協定の先行き多難を思わせるエピソードが既にみられる。同協定の調印が行われた 2012 年 3 月初めの首脳会議で、スペインのラホイ首相率いる保守政権は景気後退の深刻化を理由に同国の 2012 年財政赤字削減目標を「緩和する」方針を表明した。2011 年 11 月の総選挙で下野した前社会労働党政権が約束した対 GDP 比で 4.4% までの削減を 5.8% に緩めると一方的に宣言したのだ。同国の 2011 年の財政赤字は 8.8% だった。その後、EU 財務相理事会でこの問題が取り上げられ、スペインの削減目標は 5.3% に設定することで決着した。

半面、ベルギーは欧州委員会から 2012 年予算について財政赤字削減目標は未達成になるとして、予算の一部組み換えを求められ、それに従った経緯もある。

今後、ユーロ圏参加国内の財政協定締約国は、法人税の調和、金融取引税の導入、ユーロ共同債の発行などを進める中核となり、いずれは財政統合や政治統合に向かうと考えられる。これらの国々が統合を先行して進めることは他の国々にとってユーロ導入のハードルが高くなることを意味する。一方、ユーロ圏参加国であるにもかかわらず、財政協定を締結しない国は将来的にユーロ圏にとどまれないかもしれない、すなわち、「ツー・スピード欧州」の固定化であり、財政規律重視の「ドイツ・モデルの欧州化」が定着することを意味する(庄司、2012)。

#### 4.4.2 危機の重債務国対象の管理デフォルトを伴う債務再編

2012 年 3 月、ギリシャが秩序立った債務不履行（デフォルト）を伴う債務再編に踏み切った。同国は EU に促されて、民間投資家を債務再編に関与させるという「民間部門関与（private sector involvement=PSI）」、すなわち債務返済の一部免除を求めて民間投資家（銀行及び保険会社）の代表と交渉してきた。その結果、元本（額面）で 1720 億ユーロの国債を保有する投資家が要請に応じた。これは元本全体の 83.5% に相当するが目標の 95% に未到達だった。95% は 2020 年までにギリシャの債務残高を対 GDP 比で約 160% から 120% 超まで引き下げるのに必要とされる水準だ。このため、ギリシャ政府は要請に

応じない投資家が保有する元本も強制的にカットすることを決めた。

先進国のデフォルトは初めてだった。ただ、無秩序なデフォルトが避けられたことで、金融市場には混乱はほとんどなかったという。ギリシャをめぐる不安も後退した。債務再編直前のギリシャの債務は合計約 3500 億ユーロだった。

かつてのロシアやアルゼンチン、ウルグアイで起きた債務不履行（デフォルト）は突然、借金が返済できなくなり、市場が大混乱に陥るといった事態を引き起こした。

ギリシャのデフォルト懸念は 2011 年秋口から広まっていた。ギリシャのデフォルトは同国のユーロ圏脱退につながり、他のユーロ圏諸国にも多大な悪影響を及ぼすだけでなく、世界経済全体が打撃を被るとの危機感も強まった。しかし、ギリシャ政府は「管理下の部分デフォルト」で切り抜けた形となった。国債のリスクをヘッジする CDS 発動のリスクも小さいと判断したようだ。

ただ、ギリシャ政府の綱渡りの経済運営は続きそうだ。債務残高を対 GDP 比で 2020 年までに 120% 超に引き下げる前提としての経済再建計画は 2014 年の名目成長率を 2% 超に回復させ、国債の利払いなどを除く基礎的財政収支を 4% 台の黒字に改善するという楽観的見通しに基づいているからだ。

さらに、ギリシャは急速に高齢化する国民に支払う年金の大幅な積み立て不足（いわゆる隠れ年金債務）という問題を抱えており、中長期的な財政見通しは厳しい。IMF の 2009 年版ギリシャ年次報告は、同国政府による高齢者に対する「過度の年金、医療保険の支払い」が放置されれば、2050 年までに（隠れ債務を含めた）公的累積債務の対 GDP 比を 800% まで押し上げるだろうと警告している。

ドイツのメルケル首相や ECB のドラギ総裁は、今回の債務強制カットについて「ギリシャは特例」としているが、財政の厳しいポルトガルの債務強制カットも市場では警戒されるという。今後、重債務国の危機解決に向けた手法として発動される可能性がある。

研究者の中にも「管理デフォルト」を評価する声もある。たとえば、高屋（2012<sup>24</sup>）は、次のように主張する。

債務再編によって債務国の財政負担が改善され、さらに経済構造改革が行われれば当該国の経済パフォーマンスが改善され、結果的に債権者の保有する債券の残存価値が高まる可能性がある。一方的な自発的債務不履行では、債権者間での協調がないために市場での売り急ぎによって結果的に債務再編よりも大幅な債権価値の下落に直面することになる。したがって、債権者も秩序あるデフォルトに応じる方が、次善の策として有効な手段となる。

しかし、デフォルトにはリスクがあることにも留意しなければならない。南米のアルゼ

---

<sup>24</sup> 高屋定美 「欧州金融・経済危機と EU 経済ガバナンス—新たなガバナンスの提案」日本 EU 学会年報第 32 号、2012

ンチンは 2001 年末に景気悪化と財政危機で対外債務の支払いを停止。2005 年には民間投資家の保有する債務を大幅にカットするおおよそ 800 億ドルの債務再編を実施した。この際、減免に応じなかった、米国の投資ファンドなど一部の投資家らが 2013 年 1 月時点で、アルゼンチン政府を相手取り、米国で保有する国債の元利の全額返済を要求しており、泥沼の法廷闘争が続いている。

強制的な債務カットを実施したギリシャ政府に対して、「強制削減は不当だった」と法廷で提起する権利を制限されていない投資家が存在するとされている(日本経済新聞 2013 年 1 月 7 日「市場にアルゼンチン不安」)。

#### 4.4.3 流動性の逼迫を防ぐための欧州版 IMF の設立と ECB による

##### 重債務国既発国債の直接購入

ギリシャなどユーロ圏重債務国への緊急支援を行う EFSF の後継機関となる、欧州安定化機構 (ESM) は 2012 年 10 月 8 日に発足した。これはドイツ憲法裁判所が ESM は合憲であるとの判断を前月 12 日に示したことを受けた。極左の野党・左派党などドイツの一部与野党議員らが憲法裁判所に設立差し止めを求めて提訴していたが、憲法裁は訴えを却下した。EU は 2012 年 3 月初めの首脳会議でこのための「ESM 条約」で合意していた。ESM の融資可能額は 7000 億ユーロに設定されているが、イタリアやスペインなどユーロ圏の大国が危機的状況に陥った場合の安全網として、融資可能額を 1 兆ユーロまで増強すべきだとの声も多い。

ESM の果たす役割についての期待は大きく、将来、ESM を「欧州財政管理庁」に発展させ、デフォルトを選択して財政管理対象となった当該国の予算の執行や徴税管理を担わせるべきだとの提言も行われている (高屋、2011) <sup>25</sup>。

EFSF は 2013 年 6 月末まで存続したため、EFSF と ESM は同時点まで併存したことになる。EFSF と ESM をもとにして欧州版 IMF を発足させる構想も浮上した。民間投資家の負担軽減、国債などの償還期限延長、金利減免、元本削減などの債務再編などについての議論の場にするという案だ (代田、2012) <sup>26</sup>。

流動性の逼迫による金融危機を防ぐために、ECB は 2011 年 12 月と 2012 年 2 月の 2 回にわたって EU 域内の銀行約 800 行に合計 1 兆ユーロ以上の流動性を供給した。LTRO (Long-term refinancing operation) と呼ばれる。これにより、リーマン・ショックの再来は防止できたとの高い評価もあるが、ドイツ連邦銀行のワイデマン総裁のように、ECB から資金を得る際に銀行が差し出す担保に質が劣悪なものも入っており、将来、域内の金融システムにとってリスク要因になる恐れがあると指摘する向きもある。

独連銀が 2012 年 3 月 13 日に発表した決算報告によると、2011 年の同行の利益は ECB

<sup>25</sup> ibid.

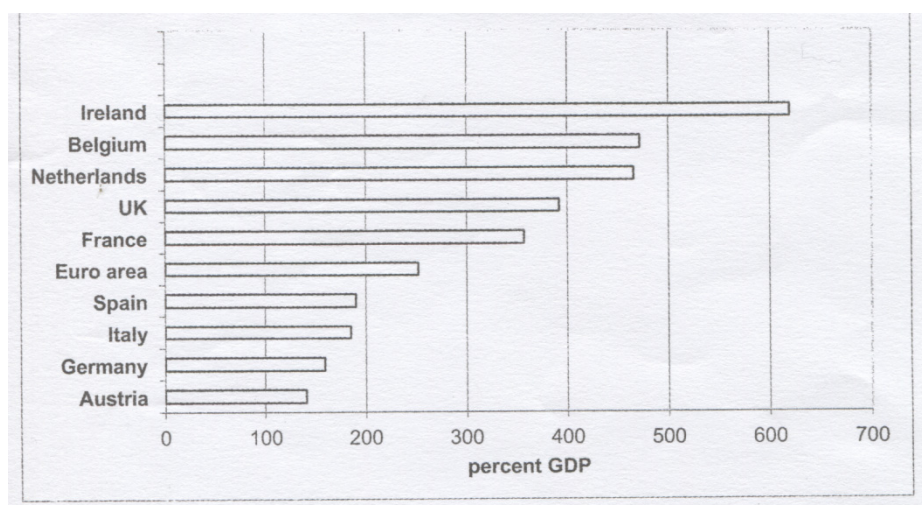
<sup>26</sup> 代田純『ユーロと国債デフォルト危機』p 133 税務経理協会、2012

の危機対応措置（流動性の大量供給）に関連したリスクをカバーするために大幅に準備金を積み増したことで2010年の22億ユーロから6億4300万ユーロに激減した。

米紙ウォールストリートジャーナル<sup>27</sup>は、Paul De Grauwe の LTRO についての悲観的な見方を紹介している。同氏は、ECB が流通市場で重債務国の既発国債を直接購入して、国債価格を下支えする方法ではみられない、域内民間銀行の間でのモラルハザードを起しているという問題点を指摘する。すなわち、域内銀行は事実上無制限の資金を調達して、そのお金を高利回りの重債務国国債に投資して簡単に利益を得ることが出来るのでバランスシートを改善する努力を怠ることになると指摘した。そのうえで、ECB による重債務国国債の直接購入の方が望ましいとの見解を示した。

De Grauwe はその前年に発表した論文 (De Grauwe, 2011) <sup>28</sup>で、ECB はユーロ圏の政府債市場において、「最後の貸し手」機能を果たすべきだと主張した。ECB がそうしなければ、ソブリン債務危機に見舞われたユーロ圏加盟国の銀行に対して「最後の貸し手」機能を果たすリスクを負うことになり、その方がずっと高くつくことになると指摘した。ユーロ圏における銀行の債務は2008年においてユーロ圏総 GDP の250%に相当し、これはユーロ圏の政府債の対 GDP 比80%（同年）を大幅に上回った。

図 4-2 ユーロ圏における銀行債務の GDP 比（2008 年）(De Grauwe, 2011<sup>29</sup>)



原典 IMF, Global financial stability report, 2008

さらに、De Grauwe (2011)<sup>30</sup>は、ECB は世界の主要中央銀行の中で、国債の買い入れ

<sup>27</sup> *Wall Street Journal* “ECB LTRO Seen Doomed to Fail” Real Time Brussels, May 23, 2012

<sup>28</sup> Paul De Grauwe “The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?” CESIFO Working Paper No. 3569 p 1, Sept. 2011

<sup>29</sup> *ibid.* p 4

<sup>30</sup> *ibid.* p 8

に最も消極的であり、バランスシートにおいて政府証券の割合は 23%に過ぎず、米連邦準備制度理事会 (FRB) の 56%、イングランド銀行 (英中央銀行) の 87%を大きく下回っている。また、ECB によるユーロ圏の政府債保有率は 5.5%に過ぎず、FRB の 11.3%、イングランド銀行の 17.7%を大幅に下回っている。

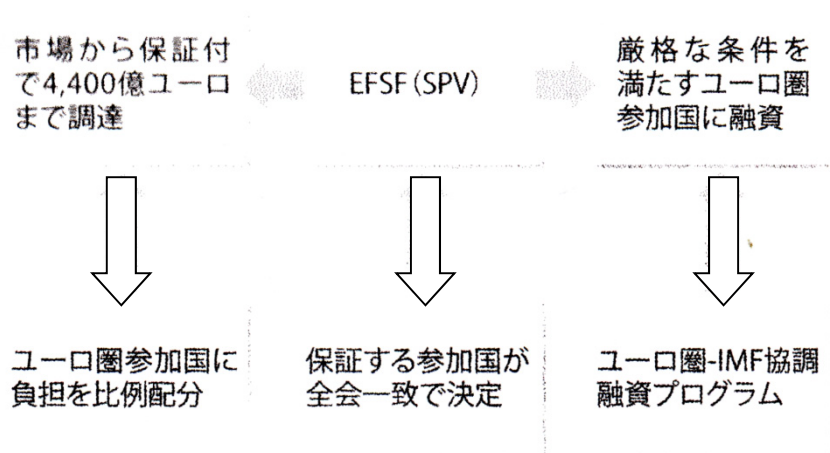
ECB が「最後の貸し手」機能を果たす場合に懸念されるインフレ高進に関しては、ECB によるユーロ圏加盟国国債の購入によって増えるのはマネーベース (流通貨幣と ECB への加盟国銀行の預金) であり、マネーストックではないと指摘、そうした懸念を退けた。金融危機が発生した 2008 年までは両者の間には密接な関係があったが、リーマン・ショックの翌月の同年 10 月以降、別々の動きを示すようになった。これは ECB が銀行セクターを救済するためにバランスシート上に大量の資産を積み上げたことによりマネーベースは大きく増えたものの、マネーストック (M3) には影響を及ぼさなかったからだ。民間銀行は ECB が提供した流動性をノンバンク部門への信用供与に回さず、積み上げたのだ。

De Grauwe(2011)の主張に反して、ECB はユーロ圏の国債市場において「最後の貸し手」としての役割を果たすことは望んでおらず、このためにユーロ圏諸国は ECB の代替機関として EFSF を発足させた。EFSF の後継機関としての ESM は 2012 年秋に誕生した。しかし、De Grauwe は EFSF や ESM はソブリン債保有者への支払いに常に応じるために十分な現金を有しておらず、ユーロ圏内において危機の伝播を食い止めることはできないだろうとみている。さらに、EFSF と ESM の活動に対しては、ユーロ圏加盟国は拒否権を行使できるので、両機関はユーロ圏の危機管理に適したガバナンス構造を持っているとは言いがたいとしている。

ECB による重債務国国債の大量購入にはドイツが強硬に反対しているため、ドラギ総裁率いる ECB は LTRO の方を実施した。

英紙フィナンシャル・タイムズの欧州エディターを務めたことがある David Marsh 氏は筆者とのインタビュー (2012 年 3 月 6 日) で、LTRO について民間銀行は利用に当たって、ECB に差し出す「適正な担保 (decent collateral)」がもうない状態であり、リスクな担保が多くなった」と述べている。

図 4-3 EFSF の仕組み (JETRO 『ユーロトレンド』 2011 年 4 月)



資料：ECB資料から作成。

ECB はユーロ危機対策の一環として 2011 年から断続的に「国債買取プログラム (securities market program)」を実施、合計約 20 兆円分の「問題国」の国債を流通市場で購入してきた。しかし、同プログラムの下では、問題国が財政健全化を迫られることもなく、モラルハザードにつながるとして批判が強かった。ECB は 2011 年 12 月と 2012 年 2 月の二回に分けて LTRO を実施、合計約 1 兆ユーロを銀行セクターに供給した。ECB には LTRO により資金調達を行った銀行が財政悪化国の国債購入を行うことを通じ、危機対策の強化につながると思感があったが、実効性がどれだけあったのか確認されていない。

こうした中で ECB は 2012 年 9 月 6 日の理事会で、ユーロ圏諸国の国債利回り上昇を阻止するため、同圏の国債 (返済期間 1-3 年間) を無制限に買い入れる「アウトライト金融取引プログラム (outright monetary transactions program=OMT program)」を実施する方針を表明した。金融市場への大きな効果が見込まれる一方、ECB の信認が傷つく可能性も指摘される「諸刃の剣」とも言える措置で、ドイツ連邦銀行は強硬に反対を表明。ECB のドラギ総裁は市場を安定化させるためドイツの反対を押し切って OMT の導入を決めた格好となった。

同日の欧州金融市場は、ECB が発表した重債務国の国債購入策は欧州の債務危機克服への大きな一歩となると歓迎した。スペインの 10 年物国債利回りは前日の 6.4% 台から 6.030% へと 5 月中旬以来約 4 カ月ぶりの低水準を記録した。またイタリア国債の利回りは 5.280% と前日の 5.5% 台から、4 月上旬以来約 5 カ月ぶりの水準に落ち込んだ。

ユーロ圏は、国債買い支えや危機国への融資などに使う巨額資金をどう工面するか苦心してきた。各国が資金を拠出して作った EFSF はドイツなど主に資金を提供する側の負担感が大きく、十分な額を積みなかった。OMT はこうした資金不足の懸念を解消するものだ。

ただ、実際の国債購入は、購入を希望する国による EU への支援要請が前提となる。支



援要請国はユーロ圏の救済基金（EFSF もしくは ESM）に財政再建と構造改革に取り組むと約束することを求められる。

ECB の国債購入はユーロ圏危機を緩和するための当座しのぎの方策であり、ユーロ圏危機を解決するためには、ユーロ共同債の発行を含む中長期的対応が必要であることは言うまでもない。

9月6日の ECB 理事会終了後に、独連銀は「中銀による財政支援に限りなく近く、金融政策が財政政策の支配下に置かれるリスクを冒している」と ECB の決定を批判した。ただ、独連銀はユーロ圏誕生前にドイツの金融政策に責任を負っていたとき、同国国債を購入したこともあるという。

EU条約は、中銀による財政支援を禁じている。中銀が政府の意のままに通貨を発行して財政を支援すれば通貨の信頼性がなくなり、インフレ高進につながるの教訓によるものだ。

ECB のドラギ総裁は別の公開市場操作などの「不胎化（sterilization）」措置をとることによって、国債購入で市場に出回る資金を吸収し、市場に資金があふれないようにしてインフレを防ぐ考えだ。

ECB は国債購入の目的を「市場安定化と物価安定化」としたが、実態は国債利回りを下げ、資金調達コストを安くする財政支援に近い。また、欧州金融市場の一部では、問題国が万が一、ユーロ圏を離脱した場合の「通貨切り換えリスク（convertibility risk）」がささやかれるようになっているが、ECB はこうしたリスクを除去しようとしたとの見方もある。

#### 4.4.4 ユーロ共同債の導入と債務償還基金の設立＝財政統合（中長期的課題）

2011年12月の EU・ユーロ圏首脳会議を前に、当時の深刻化するユーロ危機を解決する切り札としてユーロ共同債構想は期待されたが、会議ではドイツなどの反対で合意は成立しなかった。ただ、欧州委員会が本格的な検討に乗り出していることや社会民主党（SPD）などドイツの野党陣営が賛成しているため、将来、実現する可能性は十分あると言えよう。

広義の意味では、EFSF 債や欧州委員会が計画しているとされる、域内のインフラ整備のための資金調達手段としてのプロジェクト債も、ユーロ債だ。しかし、本論文では財政赤字をカバーするための債券発行を指している。

ユーロ共同債の導入に既発国債の削減を目的とした「債務償還基金」を組み合わせると効果的だと思われる。債務償還基金構想は債務を集約し、20-25年かけて連帯して償還する仕組みだ。

また、ユーロ共同債に関しては、償還期間が2年以下と短い「ユーロ T-bill」を発行す

るアイデアも打ち出されている。これはもちろん、米国の財務省証券(Treasury bill)を念頭に置いたものであり、償還期間が短いのでリスクが小さく、償還期間の長い「ユーロ共同債」の発行に反対するドイツなどを説得しやすいと見る向きもある。

さらに、財政統合を推進する方策として、ユーロ共同債の代わりもしくはそれと並行して、財政危機に陥った国を支えるために使える「ユーロ圏共通予算」を導入する構想もある。EU は既に共通財政を有しており、財源は各国付加価値税の 1% 拠出や農業課徴金などによって賄われている。歳出項目の中には構造基金(structural funds, 事実上の格差是正基金)もあり、これはドイツやフランス、オランダなどの高所得国からスペインやポルトガル、東欧諸国などの低所得国への所得移転を行うものである。同構想は、ユーロ圏の信用不安を解消するために、ユーロ圏レベルで共通財政を導入しようというものである。

重債務国の債務を減らすために、かつてアルゼンチンなど中南米の債務危機国で使われた「ブレイディ構想」にならった「ユーロ版ブレイディ構想」も浮上している。この構想は銀行が保有するギリシャ国債を EU が保証する債券と交換可能にし、投資家にギリシャへのエキスポージャーの維持を働きかける手段として位置付けられるものだ。既存の累積債務残高のうち既に債務国の支払能力を超えていると想定される分に関して、債務残高の削減もしくは支払額の減額を実施し、債務国の負担を軽減させ、さらに債務国の経済調整を促すという点が特徴だとされる(高屋、2011)。ただ、ユーロ版ブレイディ構想に対しては、リスボン条約第 125 条の非救済条項に違反するとして「不適格だ」(ECB のシュタルク前専務理事)という声も聞かれ、実現可能性は低いとみられる。

前述の David Marsh 氏はユーロ共同債構想については、ドイツやオランダなどトリプル A の信用格付けを得ている国が共同で、それも遠い将来ユーロ圏が安定したとき発行する可能性があるとして述べ、債務危機解決のために使われることはないだろうとの見通しを示した。

#### 4.4.5 金融規制・監督体制の強化(銀行同盟の形成)

Welfens(2008)<sup>31</sup>は、2008 年 9 月のリーマン・ショックが引き金となった世界金融・経済危機の中で優先すべき金融改革として 5 つのステップを挙げた。それらは：

- ① ヘッジファンドの規制であり、運用資金 10 億ユーロ以上のヘッジファンドを国際決済銀行 (BIS) に登録させること、
- ② 銀行セクターで完全連結バランスシートを義務付けること、
- ③ 市場に安定と信頼を取り戻すためにすべての CDS(新旧取引) をグローバルなデータバンクに登録させること、
- ④ 格付け会社に対しては免許制など新ルールの導入やスポット・チェックの実施(ずさ

---

<sup>31</sup> Paul J.J. Welfens が 2008 年 11 月 24, 25 両日、ブリュッセルで開かれた Global Jean Monnet Conference に提出した paper (題は、"The International Banking Crisis: Lessons and EU Reform") の中で言及した。

んな業務には罰金を科す)、

- ⑤ 新税制を導入し、銀行の利益に対して課税を強化するとともに、株式利益率 (rate of return on equity) の変化に応じて課税レートを変えて長期的視野に立った経営を促すことである。

興味深いことに、本稿執筆時点でも、①～⑤の提言のうち、ヘッジファンドや格付け会社、CDS に対する規制は当事者や英米規制当局などからの抵抗もあり、あまり進んでいないのが実情だ。

EU 内では金融規制・銀行監督は原則的に加盟国の権限となっている。OECD (2010) は「ユーロ圏における金融の深化と統合が金融の安定性に脅威をもたらすことなく、その恩恵を享受するにはシステミック・リスク (連鎖リスク) に対する、ミクロ・レベルでの規制と、過剰な信用サイクルを防止するために効果的にマクロ・レベルでの健全性を保つ目的での監督が必要である」とし、そのうえで監督機関相互の協調やクロスボーダーの危機管理が必要だと指摘している。

さらに、銀行の脆弱な企業ガバナンスや報酬体系の見直し、市場を通さない相対取引 (over-the-counter trading) の規制、銀行とヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド (private equity fund) のようなノンバンク系金融の「シャドバンキング」との結び付きなどの課題・問題も挙げた。

EU はヘッジファンドを潜在的にシステミックな影響を及ぼす活動を行う会社やその他の主体であると定義している。欧州委員会は 2009 年、「オルタナティブ投資ファンド運用指令 (Directive on Alternative Investment Funds Managers: AIMED) 案」のを発表し、新たなヘッジファンド規制に乗り出した。Alternative investment fund (AIF) には、ヘッジファンドのほかにプライベート・エクイティ・ファンド、不動産ファンド、商品ファンドなども含まれる。AIMED の主な内容は、①AIF 運用の認可制、②リスクマネジメントとポートフォリオマネジメントの分離、③資本規制 (最低資本 12 万 5000 ユーロ)、④透明性向上の規制、⑤規制当局間の協力体制、などだ。

OECD の EU 担当上席エコノミストの Sebastian Barne 氏は筆者とのインタビュー<sup>32</sup>で、「ユーロ圏が危機から脱するためには金融規制・監督の強化が最重要だ」とし、「危機脱出は可能だ」との見方を強調した。

ギリシャ財政・債務危機の原因として、ギリシャの放漫財政とミラー・イメージを形成するものとして、ドイツやオーストリアの民間銀行などによる「野放図な貸し出し (reckless lending)」も挙げられよう。スペインへの投資も然りである。これは欧州通貨統合により為替リスクがなくなったことや、単一金融市場の形成により大幅に促進された。

そして、債務危機の発生後、デリバティブの代表格である CDS を使った「利益機会の最大化」を図ろうとする動きが英米のヘッジファンドを中心にみられた。CDS については、EU 内に規制を目指す動きはあるが、米英の反対で動きがとれない状態だ。

<sup>32</sup> 2011 年 8 月 22 日、於パリ OECD 本部

このほかに S & P やムーディーズなど米国の大手信用格付け会社が債務危機を拡大させているとの反発がフランスやイタリアを中心に根強い。格下げをてこに危機を煽っているとの見方だ。特に、S&P のやり方は「スタンドプレー」だとして強い批判的となっている。

しかし、格付けは投資の目安として求められていることも否定できない。皮肉な見方をすれば、「うねり続けるマネーの世界に生きる臆病なプレーヤーたちの言い訳ツールだ」<sup>33</sup>。

投資家も、お金を預かって運用する金融機関も、そしてその金融機関を監督する当局も、みんな市場が怖い。ひとりで判断する勇気がない。だから民間企業に過ぎない格付け会社をみんなで当てにする。その結果、今やその評価が、債券だけでなく一国の運命をも握るようになった。

格付け会社は、格付けを望む企業や団体から依頼があるとデータを集め、幹部らにヒアリングを行い、能力と意思を確認、社内で委員会を開き、最後には投票で決めるという。ここで注意すべきは民間の格付け会社には政府や中央銀行、国際金融機関ほど詳細かつ広範なデータ、情報は集まらないという点だ。

欧州委員会は 2011 年 11 月、新たな格付け会社規制を提案した。その中で、評価の透明性増大を求めている。

2012 年 3 月末には ECB 理事会のメンバーである Jorg Asmussen 氏がユーロ圏に銀行規制同盟 (union on banking regulation) を設立するための枠組み構想を発表した。同氏は EU レベルで統合の深化がなければ、ユーロ圏内に銀行破たんに対応するための特別基金を備えた、金融機関を監督するための独自のシステムを創設する用意をするべきだと提案した<sup>34</sup>。ブリュッセルのシンクタンク、ブリュッゲルの上級フェローで ESRB のメンバーでもある Andre Sapir 氏は、「2011 年に経験したソブリン債危機と銀行危機の悪循環を断ち切るには共通の監督や預金保険、銀行解体のためのレジーム(resolution regime)などの機能を伴う銀行同盟の要素が必要だ」と指摘した。

しかし、金融街シティーを擁する英国は警戒している。ユーロ圏に銀行同盟が誕生した場合、ポンドを含む多数の通貨が流通する、EU の「単一金融市場」への影響を心配しているからだ。一方、欧州委員会にとっても単一金融市場の細分化は避けたいところだ<sup>35</sup>。

#### 4.4.6 競争力強化および成長促進のための経済構造改革（経済政策の統合）

ユーロ圏内における競争力の格差とそれがもたらした経常収支の不均衡は南欧・周辺諸国の財政・債務危機の遠因となったことは前述した。競争力を強化し、経常収支を改善す

<sup>33</sup> 朝日新聞 2012 年 7 月 16 日 「格付け会社、強まる逆風」

<sup>34</sup> 英紙フィナンシャル・タイムズ 2012 年 4 月 4 日

<sup>35</sup> *ibid.*

るには経済の構造改革が不可欠だ。

大規模な経済構造改革とも評価される EU 市場統合により 1993 年に単一市場が誕生した後、金融市場統合、サービス市場の統合、情報産業部門の単一市場の形成など新たな課題が出てきた。

そうした中で 2000 年に競争力強化を目指すリスボン戦略が打ち出された。日米などとの競争に勝ち抜くために、「EU 経済を知識重視型で世界で最も競争力のある経済に改革する」ことを目指す 10 年計画だ。対外競争力だけでなく、ユーロ導入後の域内における競争力の平準化も狙った。しかし、このリスボン戦略および 2005 年の改定リスボン戦略に盛り込まれた目標の多くが未達成に終わり、次の「欧州 2020」計画に引き継がれることになった。

二つのリスボン戦略では、特に労働市場の構造改革に重点が置かれた。欧州委員会は労働市場改革でフレキシキュリティー原則 (flexicurity principle) に注目している。これは柔軟な (フレキシブル) 労働市場と安定した (セキュリティ) 雇を組み合わせる原則である。柔軟性は多面的に捉えられており、職場での責任と私生活上の責任の両立だけでなく、柔軟な仕事の進め方や生産性の向上、技能の習得も視野に入れている。

南欧重債務国の中で、例えばイタリアでは労働市場改革がサービス産業の自由化とともにモンティ政権の下での改革アジェンダのうち最重要課題となった。

また、国際競争力を測るうえで注目すべき指標は、マクロ経済パフォーマンスからみた場合は、労働生産性であり、貿易面から見た場合は当該国の製品の世界における生産高あるいは輸出シェアである。

経常収支の不均衡については、山下 (2012)<sup>36</sup>は次のように指摘している。

ブレトンウッズ体制や欧州通貨制度 (EMS) のような固定為替相場制度の場合には、「国際収支 (経常収支)」の大幅な赤字を長く続けてはいけない」というディシプリンが構成国に働く。なぜなら、固定相場制の下では自国通貨のパリティー (等価) を市場介入によって守らなければならないが、大きな赤字が続くと、それに必要な自国の外貨準備が枯渇する恐れがあるからである。しかし、ユーロ圏諸国には、もはや国際収支節度は働かない。なぜなら、これらの国々は、もはや守るべき通貨のパリティーも自国通貨も持たないからである。これが単一通貨の死角であり、欧州危機を拡大させた大きな背景と考える。

換言すれば、ユーロ圏内では経常収支赤字の垂れ流しが容認されてきたとの主張である。しかし、金融市場はこうした経常収支の不均衡に気付き、問題視し始めた。

山下 (2011) は、経常収支赤字の GDP 比を 3%以内に抑えるよう義務付ける規定 ([経常収支の赤字キャッピング]) を安定・成長協定に加えるべきだと主張している。また、

<sup>36</sup> 山下英次「ユーロ圏の死角」時事通信金融財政ビジネス 2012年1月12日号

高屋（2012）はマーストリヒト条約の収斂基準に経常収支赤字のGDP比を5%以内に抑制する規定を盛り込むべきだったと主張している。

#### 4.4.7 欧州財務省の設立など制度面での整備

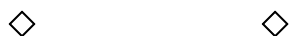
各国政府の 財政統合の実現に向けての制度面の整備も不可欠であることは言うまでもない。経済ガバナンスの強化である。ガバナンスについては前述のように、独仏が「経済政府」の創設を提唱している。各国政府の予算の承認と国債管理が任務とみられている。経済政府に向けて、ユーロ圏首脳会議を年2回以上開くことで2011年に合意が成立した。経済政府は1990年代からフランスが主張してきており、金融政策を統一的につかさどるECBに対して、税制や予算政策をユーロ圏内で統一的に担う機関として位置付けられてきた。

オランダ政府はEU財務管理庁を設立し、予算承認と財政監視を担わせることを提案している。

2011年6月にはECBのトリシェ総裁（当時）は明らかに経済政府を意識して、各国の財政政策と競争力強化政策を監視するための「欧州財務省」の創設を提唱した。

さらに、ルクセンブルクのユンケル首相とイタリアのトレモンティ財務相（当時）は2010年12月、EFSFを発展的に解消して「欧州債務庁」を創設し、ユーロ共同債の発行を担わせることを提案している。

EUでは経済通貨統合が完成した一方で、財政統合は各国の「主権の壁」が厚く、実現するにしても遠い将来のことと考えられてきた。しかし、財政協定が突破口になり、一挙に動きが加速化する可能性も否定できない。



以上述べてきた7つの課題への取り組みが行われれば、EMUの大幅強化への道が開けることになる。そして、道程は部分的には重なるかもしれないが、この財政統合を支えるものとして政治統合が必要となってくる。

#### 4.4.8 そして政治統合へ

政治統合（政治同盟の結成）については、2009年に発効したリスボン条約の批准に至る過程では「欧州連邦」を想起させるという理由でタブー視されていた。リスボン条約の雛形であった欧州憲法条約から憲法的な色彩やEUの歌・旗といったシンボリック要素は削除された。

欧州統合の歴史は「連邦主義」と国家主権を重視する「政府間主義」のせめぎ合いの歴史ともいえようが、ユーロ圏の財政・債務危機そして信用不安が拡大するにつれて、EU内のムードは再び連邦主義へと傾いているようだ。特に、ドイツにおいてその傾向が顕著である。

EUは制度的にも機能的にも連邦国家的側面と政府間主義的側面が混在しており、中途

半端な「政治同盟」であり、本項で問題となるのは「政治同盟」としての完成である。特に、国家予算の重要な部分を同盟レベルに集中することによって、自動的な財政移転を可能にすることである。これにより非対称的ショックへの対応が容易となる。さらに、労働市場・賃金政策や課税政策、社会保障政策など国家主権の根幹の一部を成す部分の権限を同盟に委譲することも必要とみなされる。

そして政治同盟の完成にはそれだけでは足りない。De Grauwe(2009)(邦訳『通貨同盟の経済学』)<sup>37</sup>は、ドイツ統一によるドイツ通貨同盟と欧州通貨同盟を対照して、「深遠な変数」の必要性を指摘する。

わずか 6 カ月の移行期間の後、1990 年に生まれた西ドイツと東ドイツとのドイツ通貨同盟は、欧州通貨同盟とは非常に対照的である。ドイツ通貨同盟はより大きな政治同盟の一部であった。そのため、1990 年 7 月 1 日に通貨同盟はすべての重要なマクロ経済的な手段（予算政策、移転システム、賃金交渉、社会保障、規制環境）とともに確立された。そうした包括的な政治同盟が、共通の目的という強固な国民意識と同一の国家に帰属しているという情熱的な感情の結果として生じたことに、疑いはなかろう。ある意味でこの共通の目的意識はドイツでの通貨・政治同盟を可能にした深遠な変数である。

制度面で EU の政治統合を進める提案も出されている。例えば EU 大統領（欧州理事会常任議長）を約 5 億人の EU 市民が直接選ぶという案だ。さらに EU 大統領と EU の執行機関である欧州委員会の委員長を兼任する「真の EU 大統領」を望む声もある。現在、EU 大統領は EU 加盟各国の首脳が選出する仕組みとなっている。ただ、公選制を実現するには EU 基本条約の改正が必要であることは言うまでもない。

政治統合を推進するに当たって、EU 域内で決定が下されるレベルにおいて欧州議会による民主的コントロールと同議会に対する説明責任を確保する必要がある。なぜ、欧州議会なのかと言えば、同議会が EU 諸機関の中で唯一、域内市民の直接投票で選ばれる議員で構成されているからである。

また、EU/ユーロ圏内におけるガバナンス・アプローチとして、下から積み上げる形の公開社会ダイアログの活用が望まれる。

#### 4.5 新 OCA 理論の構築

ユーロ圏の中長期的展望を踏まえ、ここで新たな最適通貨圏（OCA）理論は可能なのか、そもそも必要なのかについて考察してみる。第二章で Mongelli（2008）が特定した OCA の備えるべき 8 つの特性を列挙した。それらは①物価と賃金の柔軟性、②労働力を含む生産要素の移動性、③金融市場の統合、④経済の開放度、⑤生産と消費の多様

<sup>37</sup> 『通貨同盟の経済学』 p 145

化、⑥インフレ率の類似性、⑦財政統合、⑧政治統合である。ユーロ圏の現状を検討してみると、このうち不十分さが目立つのは⑦と⑧である。こうした中で、ファンロンパイ EU 大統領が 2012 年 6 月の欧州理事会に提出した「真の EMU を実現するために」と題する報告書の中で、今後取り組むべき 4 つの課題の中に財政統合と政治統合を挙げたのは偶然ではない。残りの二つは金融行政統合(銀行同盟)と経済政策の統合(成長戦略)である。すなわち、現時点で Mongelli の OCA 特性リストに、金融行政統合と経済政策の統合を加えれば、新 OCA 理論の枠組みは定まると言えよう。全部で 10 となる。

本章の冒頭でも指摘したが、OCA 理論の不備とキプロス金融危機のつながりをここで簡単に考察してみる。第 3 章の一般均衡分析で取り上げたスロバキア、スロベニア、キプロスのユーロ圏後発参加国のうちキプロスだけなぜ第三章のはじめに打ち出した仮説が成立しなかったのであろうか。欧州委員会が 2013 年 5 月に発表した *European Economy* の “the economic adjustment programme for Cyprus” (キプロスのための経済調整プログラム) と題する報告書を参考にその理由を探ってみる。

キプロスは 21 世紀に入って最初の 10 年間、力強い成長を遂げ、経済成長率はユーロ圏のおよそ 2 倍に達した。この 10 年間の経済成長は、信用の膨張によって支えられた旺盛な内需によって促進された。信用の膨張の背景にあったのは、リスク・プレミアムの低下や金融統合、資本自由化、外国人によるキプロスの銀行への大量の預金によってもたらされた銀行セクターにおける過剰流動性だった。2004 年の EU 加盟、そして 2009 年のユーロ採用によるキプロス経済への信頼増大もあり、資産ブームが起きた。一方、低調な輸出やコスト競争力の低下により、経常収支赤字は高水準にとどまった。本章で後述する MIP (マクロ経済不均衡に対応するための手続き) に関連した表 4-4 MIP スコアボードで、経常収支の対 GDP 比率の 3 年(2008-2010 年)平均をみると、キプロスは 12.1%の赤字だったのに対し、スロベニアとスロバキアはそれぞれ 3.0%、4.1%の赤字で、キプロスの経常収支の悪化が際立っていることが分かる。そして経常収支赤字をファイナンスしたのはキプロスの銀行への預金という形での外国資本の大幅な流入だった。

キプロスの銀行の健全性(税引き前利益や中核ティア 1 資産の比率などで判断)は 2010 年から急速に悪化し始め、資本バッファや流動性の面で脆弱性が増した銀行セクターは国際資本市場での調達がますます困難となり、債務危機が続くギリシャ経済へのエクスポージャーが大ききことから資本不足が目立つようになった。欧州委員会はこうした不均衡の背景には、不完全なリスクマネジメント、不十分な銀行監督があるとみている。その後、ロシアからの融資で一時、破たんは回避できたものの、2011 年になって、キプロスのソブリン債の信用格付けが複数の格付け会社によって相次いで引き下げられ、同国は国債の借り換えを持続可能な利回りで行うことが不可能となった。その後、ロシアからの緊急融資でデフォルトは一時的に避けられたものの、2012 年 6 月 25 日には銀行セクターの危機の更なる悪化を受けて、ユーロ圏加盟国と IMF に支援を要請せざるを得なかった。



その後の経緯は既に詳述したが、2013年4月2日に、トロイカ(欧州委員会、ECB、IMF)がキプロス政府と合意に達したキプロスの「経済調整プログラム(Economic Adjustment Programme)」は①資本と流動性の不足に取り組むことによる銀行危機に対応するための野心的な措置、②競争力と継続性があり、バランスの取れた経済成長を支えるための野心的な構造改革、③財政健全化プロセスの継続、を挙げている。①と②は新OCA理論に付加する、経済政策統合と金融行政統合にそれぞれ関連付けられる。

#### 4.6 成長戦略—競争力と経常収支の不均衡

新OCA理論を構築するうえで新たに追加すべき、第一の特性(条件)と位置付けられ得る、経済政策の統合(成長戦略)についてまず検討する。

2012年5月6日のフランスの大統領選挙とギリシャの総選挙は、欧州各国で財政の緊縮策に拒否反応が根強いことをまざまざと示した。しかし、ドイツが中心となって進める緊縮策をベースとした財政の健全化の努力を放棄する訳にはいかない。それでも財政の建て直しと成長戦略の両立が難しいことをフランスとギリシャ両国の国民は改めて浮き彫りにした。そして経済成長を実現するには産業の競争力強化と構造改革が欠かせない。その競争力がEU各国間で強弱が目立つようになった。競争力の弱体化は経常収支の赤字で示される。

##### 4.6.1 経常収支赤字にみられる競争力不足

貿易収支に、株式配当などの所得収支などを加えたものが経常収支だが、国債などの信用リスクを示すクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の保証料率が高いのは、債務よりむしろ経常赤字が大きい国だ。経常赤字は競争力の不足を示している。

債務のGDP比でみると日本はギリシャを上回り世界最大の赤字国だ。しかし経常収支では黒字国。日本国債のCDS保証料率は1%台(5年物)で、50%を超えるギリシャとの差は大きい。

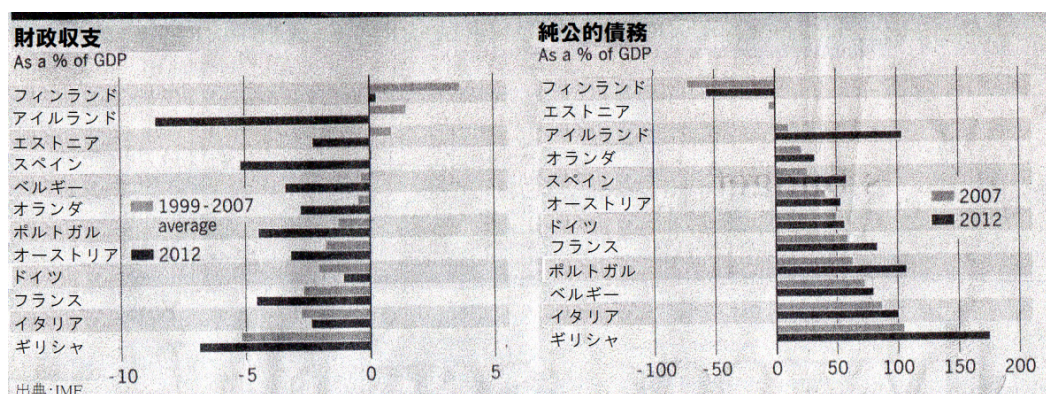
イングランド銀行(英中央銀行)のマービン・キング総裁は2011年秋のスピーチで、「一部の国で貿易黒字基調が続き、一方、その他の国で貿易赤字が続くという傾向があるが、これは利益を生む投資機会がある国への資金フローを反映しているのではなく、消費をファイナンスするために借り入れる国や産業競争力を失った国への資金フローを反映している。結果として、米国や英国、そして(ギリシャを含む)ほかの先進国における維持できない高水準の消費をもたらし、一方、中国や他のアジア諸国では消費は低水準にとどまり、ドイツや日本では貿易黒字傾向が続くことになった」と指摘した。こうした中で、貿易黒字を溜め込んでいる国は何らかの形で赤字国のファイナンスをする義務があるが、欧州においてドイツの努力は不十分だとの批判が根強い。

債務上限引き上げをめぐる米国での混乱は2012年8月1日にひとまず収まったが、米信用格付け大手スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)はそれでも米国債の格付けを最

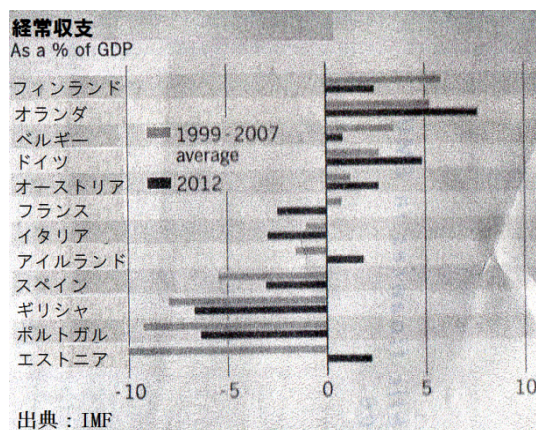
上位のトリプルAから一段階引き下げた。これを受けて、金融市場では、同じく最上位格付けの仏国債の引き下げのうわさが広まった。フランスの財政赤字は、リーマン・ショックを発端とする金融危機後に悪化し、信用不安に揺れるイタリアを対GDP比で上回っているからだ。米格付け会社は仏国債の格付けは安定的であるとしてうわさを否定したが、米国の混乱のあおりで株式市場では大手銀行株が軒並み急落、夏季休暇中だったサルコジ大統領は休暇を切り上げてパリに戻り、閣議を招集、2週間に限った銀行株の空売り制限などの対策を打ち出した。前述したパリでの独仏首脳会談は、フランスを襲った危機に直面して、欧州全体の信用不安への長期的な対応を話し合うのが目的だった。

一方、米政府はユーロ圏の信用不安に神経を尖らせ、ガイトナー財務長官は、ユーロ圏における財政面での引き締め政策には懐疑的で、米欧の景気減速が懸念される中で、大幅な公共投資を実施するよう訴えた。

図 4-4 財政収支と純公的債務<sup>38</sup>



### 経常収支



<sup>38</sup> *The Financial Times* “A disastrous failure at the summit” (Martin Wolf) Dec. 13, 2011 より

財政収支では、ギリシャを除く 11 カ国で財政収支の対 GDP 比率（1999—2007 年の平均値）が安定・成長協定の基準 3%を下回った。財政収支に焦点を合わせていけば、現在の問題国の特定を誤っていたであろう。ちなみに、ギリシャに続いて赤字比率が高いのはイタリア、フランス、ドイツ、オーストリアの順となっている。

純公的債務（債務残高）についてみると、対 GDP 比率が高いのは上から順番にギリシャ、イタリア、ベルギー、ポルトガルとなっている。スペインとアイルランドはドイツやフランス、オーストリアよりは、対 GDP 比率がずっと低い。

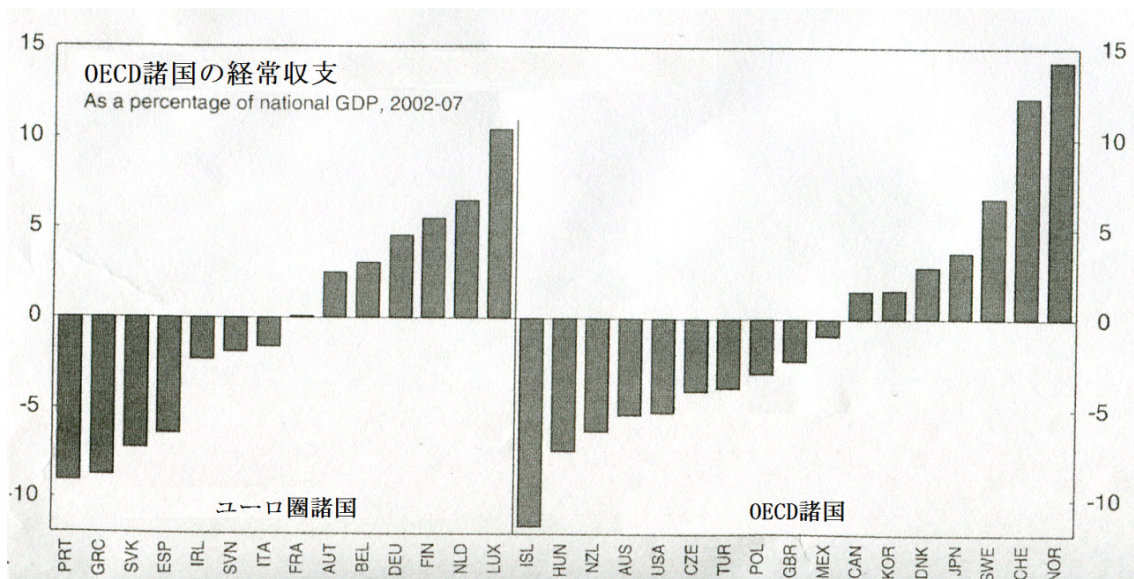
次に経常収支を検討する。最も脆弱なのは、エストニアで、ポルトガル、ギリシャ、スペイン、アイルランド、イタリアと続く。いわゆる問題国がすべて入っており、経常収支は危機にさらされたユーロ圏加盟国を特定するのに有効な指標だと言えよう。

南欧諸国を中心とするユーロ圏周辺の問題国が景気上昇期に大きな対外不均衡を記録したことはユーロ圏におけるマクロ経済運営において大きな弱点が存在することを暴露している。特に、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインの経常収支赤字は歴史的な水準に達した。

前述の IMF の数字に加えて、OECD(2010)も同様の傾向を指摘している。ギリシャ、スペイン、ポルトガルの経常収支赤字は 2002—07 年の平均の対 GDP 比では 7%を上回った。対照的にドイツ、オランダ、フィンランドは GDP 比で 5%超の経常収支黒字を記録した。

ユーロ圏全体として経常収支はほぼ均衡状態にあるので、イタリアやスペインなどによる経常収支赤字を埋めるための借り入れは、実質的にドイツやオランダの経常収支黒字で穴埋めされたことになる。

#### 図 4-5 OECD 諸国の経常収支（2002—07 平均、対 GDP 比）



(出所 OECD Economic Surveys: Euro Area 2010, p47 Figure 2-1)<sup>39</sup>

ユーロ圏参加国における経常収支について、欧州通貨統合後の2002-07年、と通貨統合前の1998年の状況を比較すると、通貨統合後には経常収支ポジションの乖離が1998年の約2倍となった。OECD(2010)は、景気上昇期における対外収支の不均衡拡大はそれまでみられなかったとしている。

#### 4.6.2 対外ポジション

このように大きな不均衡によって経常収支赤字国では純対外債務が膨れ上がった。ギリシャ、ポルトガル、スペインでは2008年までに純対外債務がGDPの70%にまで達した。このような対外債務はOECDの歴史では群を抜くものである。一方、債権国における純対外資産も高水準となり、ドイツではGDPの20%、ベルギーとオランダでは40%超に達した。ユーロ圏全体では純対外資産・債務ポジションはほぼバランス状態にあった。

一方、ユーロ圏の中でポルトガルの対GDP比「純対外資産比率」は2008年時点でマイナス92%となり、最大のマイナス幅を示していることがみてとれる。ポルトガルに次いで、スペインがマイナス76%、ギリシャがマイナス71%、アイルランドがマイナス55%だった。純対外資産残高は、直接投資、株・債券など証券投資、融資・預金などを含む対外資産残高から対外債務残高を引くと得られる。ユーロ圏4カ国でこの値がマイナス

<sup>39</sup> EUの国名に関して、EUの表記は、BEはベルギー、BGはブルガリア、CZはチェコ、DKはデンマーク、DEはドイツ、EEはエストニア、IEはアイルランド、ELはギリシャ、ESはスペイン、FRはフランス、ITはイタリア、CYはキプロス、LVはラトビア、LTはリトアニア、LUはルクセンブルク、HUはハンガリー、MTはマルタ、NLはオランダ、ATはオーストリア、PLはポーランド、PTはポルトガル、ROはルーマニア、SIはスロベニア、SKはスロバキア、FIはフィンランド、SEはスウェーデン、UKは英国。

であり、「絶対対外債務国」である。

ポルトガルで対外債務が膨張したのは、政府だけでなく、企業や家計の対外債務も拡大したからである。対外債務の中では圧倒的に外国銀行からの借入れが多い。近年では債券発行による海外からの借入れも増え、対外債務全体に占める割合は 1996 年の 16% から 2008 年には 31% に達した。

ところで、経常収支は通常、次の式で表される。

経常収支 = 貿易・サービス収支 + 所得収支 + 経常移転収支 = 財貨・サービスの純輸出 + 海外からの純所得 + 海外からの純経常移転

また、支出面では、 $Y(\text{GDP}) = C(\text{消費}) + I(\text{投資}) + G(\text{政府支出}) + NX$  (経常海外余剰)

所得面では  $Y(\text{GDP}) = C(\text{消費}) + S(\text{貯蓄}) + T(\text{税金})$

という数式も成立する。

経常海外余剰は経常収支にほぼ等しいので

$NX$ (経常収支)は  $Y - C - I - G$  にほぼ等しくなる。

$NX = Y - C - I - G = (C + S + T - C - I - G) = (S - I) + (T - G)$  となる。

$(S - I)$  は民間部門の貯蓄・投資バランス、 $(T - G)$  は財政収支を表す。

経常収支はいわゆる IS バランスと財政収支に左右されることが分かる。

こうした中で、所得水準の違い、GDP 成長率、実質金利、人口の推移も重要な決定要因である。

また、金融市場の統合が進むにつれて借入れに対する制約が緩和するため経常収支ボジションのばらつきが一層広がってきた。

このほかに経常収支の決定要因としては、ギリシャとポルトガルでは財政赤字が対外収支の脆弱性を引き起こすうえで大きな役割を果たし、アイルランドとスペインでは、持続不可能な不動産投資に関連した旺盛な住宅投資が大幅な経常収支赤字をもたらすうえで少なからぬ役割を果たした。

ユーロ圏諸国は過去 10 年間、さまざまな潜在的経済的圧力にさらされてきた。ユーロ圏諸国の経済統合が不完全であり、経済構造に硬直性があったことも加わり、共通通貨の導入とユーロ圏参加国レベルでの金融政策の不在の下で、各国で強力なマクロ経済健全化と財政政策が必要とされた。しかし結局のところ、対外収支が各国間の名目需要の違いから来る歪みを吸収するうえで大きな役割を果たすことになり、大規模かつ持続性があり、そしてときには過剰とも言える不均衡が生じたのである。

多くのユーロ圏諸国にとって、景気上昇期において内需と外需の間に密接な関係があった。ギリシャやアイルランド、スペインなどユーロ圏の平均を上回る成長率を示していた国では、国内景気の過熱が生じ、経常収支赤字を記録するに至った。対照的に、オーストリア、ドイツ、ベルギー、オランダではユーロ圏平均を下回る成長を記録し、同時に大規

模な経常収支黒字を計上した。

南欧諸国の中でも、イタリアとポルトガルでは状況は幾分異なっていた。両国は極度の低成長と競争力の弱体化に直面する中で、経常収支赤字を記録した。

ポルトガルのこうした状況は 2000 年代前半、消費と住宅投資に過度に依存した結果といえよう。その後、同国では労働生産性の上昇幅が限られ、賃金抑制の度合いも不十分だったことから、経済のバランス調整が妨げられた。

イタリアでは、経常収支赤字の主因は、構造的問題と工業生産の再組織化 (reorganization) の結果として生じた脆弱な経済パフォーマンスである。

さまざまな「最適通貨圏 (OCA) 理論」において指摘されているように、不均衡はユーロ圏の平均に対して「非対称性ショック」を最もよく表しており、他のユーロ圏諸国との統合が進んでおらずかつ経済調整に対する構造的障壁が高い国において特に大きくなる傾向がある。

### 4.6.3 キャッチアップ

別の視点から不均衡の問題をみてみよう。ギリシャ、アイルランド、スペイン、ポルトガルは「低所得国」の状態から抜け出すために過去数十年間「経済的キャッチアップ (追い上げ)」の時期にあった。これにより経済にいくつかの「緊張状態」が生まれた。まず、生産性の上昇は交易可能品 (tradable goods) の分野でペースが速くなり、これに伴い非交易品分野からの資源の再分配が進み、インフレが高進した。次に、キャッチアップによって急激に変化する経済は安定化させることが困難となった。また、内需は過熱気味となり、潜在的経済パフォーマンスは弱体化し始めた。これに旺盛な不動産投資と借入れが加わり、1980 年代後半の日本の「バブル経済」の状況に似通ってきた。換言すれば、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインにおいて活発な借入れは、持続不可能な高成長が期待される中で行われたのである。

金融自由化と欧州経済通貨統合 (EMU) の完成に伴う金融政策の信用度の上昇は、借入コストの減少の効果もあり、南欧・周辺諸国の経常収支赤字を膨らませることになった。通貨統合の完成に先立つ 5 年間、名目長期金利はイタリア、ポルトガル、スペインにおいて 5% 超低下したのに対し、ユーロ圏全体の平均低下率は 3% だった。名目借入コストの低下は、実質金利や期待インフレ率が下がったことやリスク・プレミアムの減少を反映したものだ。南欧諸国における名目長期金利の低下はユーロ圏全体における市場金利の収斂傾向を示す。さらに、単一欧州資本市場の発展により、ユーロ圏諸国にとって資本の調達可能性が高まったという要因もある。

こうした南欧・周辺諸国の状況と比べると対極ともいえる状況にあったのがドイツだ。同国では 2000 年の景気後退を受けて、回復の初期段階にあったものの、1990 年の東西ドイツ統合以降の経済調整が続いていた。失われた競争力を取り戻す必要がある中で、建設

ブームの余波が投資を抑制していた。製造業の生産システムは再編成され、生産設備の一部は中東欧諸国に移転された。シュレーダー政権の下で構造改革が優先され、労働市場や年金の改革が実施された。例えば、退職年齢は 67 歳に引き上げられることになった。一連の改革は家計貯蓄の増加にもつながった。ユーロ圏内では唯一、ドイツの住宅価格は下落した。さらに賃金も抑制され、単位当たり労働コストは減少した。こうした中で、ドイツにおける内需の伸びは抑制され、2002-07 年には 0.3%にとどまり、ユーロ圏平均の 1.8%を下回った。一方、輸出は年率 7.5%の伸びを示した (OECD, 2010)。

オランダでは IT バブルの崩壊により国民の消費意欲が大幅にそがれるとともに、年金保険料率が大幅に引き上げられる中で、財政再建が進められた。

このように 2002-07 年のリーマン・ショックに先立つ 6 年間において、南北格差のパターンが定着しつつあった。

#### 4.6.4 不均衡の拡大を防げなかった財政政策

それでは財政収支と経常収支の間に強い相関関係はあるのだろうか。長期的には強いようだ。ある計量経済学的実証分析によれば、財政収支が対 GDP 比で 1 パーcentageポイント悪化すれば、経常収支は短期的には 0.5 パーcentageポイント、長期的には 0.75-1 パーcentageポイント悪化するという (Kumhof and Laxton, 2009)<sup>40</sup>。

直近の景気上昇期において、アイルランドとスペインは当初、小幅の財政赤字を記録し、その後、黒字に転換した。しかし、財政黒字は民間部門における不均衡を相殺するには不十分であった。それでも財政収支は経常収支赤字に積極的に貢献したわけではなかった。一方、ギリシャとポルトガルは 2002-07 年にそれぞれ対 GDP 比で 5.4%と 3%超の財政赤字を計上し、それが経常収支赤字の大きな部分を引き起こしたとみられている。

ドイツとオランダも財政赤字を記録したが、旺盛な民間貯蓄がそれを相殺するにあまりあるほどだった。両国では 2002-07 年における緊縮政策は中期的な財政安定化に貢献するとともに国民貯蓄率の上昇を導いた。

#### 4.6.5 過熱化した経済を移民流入で調整

Mundell(1961)の「最適通貨圏 (OCA) 理論は非対称的ショックへの対応で労働力の移動を重視したが、国外からの移民の流入は想定していなかった。

過熱化した経済においては、物価と実質為替相場は上昇するが、その効果は移民が大量に流入することによって抑制される。

欧州における労働力の移動の度合いは一般的に米国よりずっと低いとされるが、ユーロ圏の対外開放性が高いことが EU 域内および域外からの移民の流入を活性化させている。

---

<sup>40</sup> M. Kumhof and D. Laxton “Fiscal Deficits and Current Account Deficits”, 2009 IMF Working Papers p 23

また、労働力の移動は単一市場の存在や EU 拡大、旧植民地とのつながりによって促進されている。近年においては経済成長と国内経済の不均衡も移民の流入を後押ししている。

アイルランドとスペインでは 2002-07 年、年間平均で人口の 1%に相当する移民が流入した。アイルランドの人口は約 400 万人、スペインは約 4100 万人。

スペインでは労働人口に占める外国人の比率は 2001 年の 4%から 2007 年までに 13%に拡大した。アイルランドでも外国人労働者は労働人口の約 10%を占めるようになった。活発な内需の一部は移民によって吸収されたとみられる。移民の流入による追加労働力は交易品分野ではなく、建設業やサービス業など非交易品分野において大量に雇用された。景気上昇サイクルのピークが過ぎると移民の流入は減速した。

ここで EU の移民政策についてみてみよう。

欧州委員会によると、2006 年 1 月時点で EU 域内に在住する第三国の国民は 1850 万人に上った。これは EU 加盟国市民の約 4%に相当する。国別では、トルコ (230 万人)、モロッコ (170 万人)、アルメニア (80 万人)、アルジェリア (60 万人) の順だ。EU が域外から受け入れる移民は毎年 200 万人前後に達している。移民の受け入れでは、英国、ドイツ、イタリア、スペインの 4 カ国で全体の 4 分の 3 を占めている。一方、EU 域内では日本と同様に少子高齢化が進み、医療、IT 部門などの熟練労働者、農業、建設、旅行サービスなどの非熟練部門などでの人手不足が顕著となり、移民労働力への需要が高まっている (村上、2009)。

#### 4.6.6 住宅ブームと信用循環が不均衡に拍車

スペインなどユーロ圏の一部諸国では低金利が住宅ブームと信用循環に拍車をかけた。スペインの住宅価格は 2002-07 年に名目で 80%上昇、フランスとアイルランドではそれぞれ 70%、45%上昇した。対 GDP での住宅投資のシェアは、ピーク時にアイルランドでは 13%超、ギリシャとスペインでは約 9%に達した。このように住宅投資は活発化し、低金利もしくはマイナス金利下であることも影響して、住宅バブルが発生した。住宅価格の上昇期待が高まったことで住宅投資のための借入れは家賃収入の見込みがどうであれ、儲かるものと見なされるようになった。さらに、建設コストの高騰により、国内諸コストが上昇し、輸出が「クラウドニング・アウト (押し退け)」の対象となった。国内における住宅に対する旺盛な需要は景気上昇期において、アイルランドとスペインでは移民の大量流入によって増強された。住宅投資と経常収支赤字の間には密接な関係がある。

一方、ユーロ圏における金融規制・監督の脆弱性はこの間、リスク取り行動を結果的に奨励することになった。これに対し、スペインは証券化 (securitization) の抑制措置を通じて、活発化した金融循環に対抗しようとしたが、住宅ブームと信用循環の活発化を防ぐことはできなかった。

国際金融危機が発生したとき、多くのユーロ圏諸国は自国金融システムにおける膨大な信用リスクもしくはクロスボーダーのエクスポートを通じた大きな信用リスクにさら



されていた。危機発生後、クロスボーダーの銀行活動もしくは金融仲介（インターミディエーション）が大幅に縮小し、ギリシャやアイルランド、スペインなどにおいて資金調達が非常に厳しくなった。こうした状況に対応するために EU による公的支援と ECB による流動性供与が行われた。ユーロ圏参加国間の金融支援システムが存在しなかったからである。

需要の減退と信用循環ブームの終焉により、債務国政府の財政収支は圧力にさらされるようになり、緊急融資などによる公的支援は公的債務の増加につながった。対 GDP の公的債務比率は 2007-09 年にアイルランドでほぼ 40 パーセンテージポイント、ギリシャで 19 ポイント、スペインで 17 ポイント上昇した。これら 3 カ国は自動安定化装置を作用させることはできなかったので、裁量的政策は景気循環増強型（procyclical）となった。こうした財政収支の悪化と金融市場におけるリスク感応度の高まりを背景に、3 カ国の国債利回りの対ドイツ国債スプレッドは拡大していった。

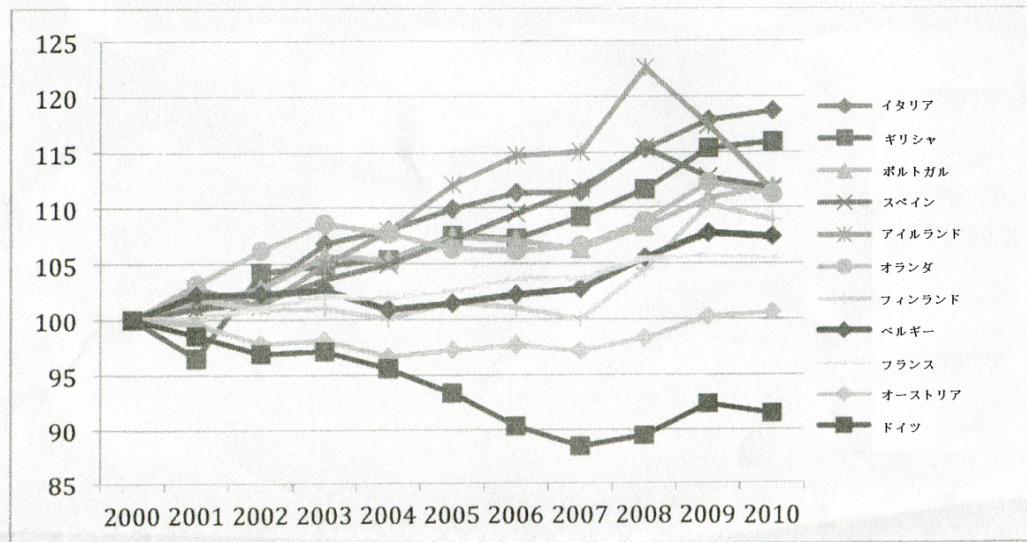
ただ、ユーロ圏諸国における対外不均衡は 2009 年までに縮小した。ドイツの対 GDP 比経常収支黒字は 2007 年の 7.7%から 2009 年には 5%に縮小。一方、スペインの対 GDP 比経常赤字は同期間、10%弱から 5.4%まで縮小した。対外ポジションの変化は経済不均衡の是正が相当進んだことを示している。特に、アイルランドとスペインでは民間部門の内需が大幅に減少した。ただ、こうした調整は景気循環的であり、景気が回復すれば逆転する可能性がある。

#### 4.6.7 加盟国間での競争力の乖離拡大

次にソブリン債務危機と密接な関係があるとされる競争力をめぐる問題について De Grauwe(2011)をベースに検討する。

ユーロ圏における基礎的不均衡の一つが 2000 年以來のユーロ圏参加国間での競争力の乖離拡大だということが広く認識されるようになってきた。各国の競争力は単位当たり労働コストで表されると考える。図 4-6 は 2000 年をベース年=100 とした場合の変遷を表している。

図 4-6 ユーロ圏における相対的な単位当たり労働コスト  
(2000=100)



(通商白書 2012 の資料<sup>41</sup>を基に作成)

1999年から2008年にかけて競争力を喪失したのは図4-6によると、イタリア、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペインであり、これら5カ国が債務危機に陥っていることは偶然ではないとみられる。図4-6によれば、アイルランドは2009年以降、やや競争力を回復した。アイルランドの債務危機は銀行部門のバブルが大きく関係している。

上記5カ国は、競争力を改善する必要に迫られているが、通貨切り下げが不可能なことから、財政政策を通じたデフレ的マクロ経済政策によって賃金と物価を切り下げる必要がある。これは当初、景気後退に導き、その結果、財政赤字が膨らむことになる。緩慢で痛みを伴い、波乱に満ちたプロセスであり、この間、金融市場は神経質になる可能性がある。痛みを伴うというのは景気後退が失業増をもたらすからであり、波乱に満ちているというのは調整期間中、当該国はソブリン債務危機と銀行危機（流動性危機）に見舞われる可能性があるからだ。危機に見舞われると国内長期金利は急上昇し、当該国政府は財政緊縮政策を強化せざるを得なくなり、それによってますます景気後退は進み、財政赤字は減らないという負のスパイラルに陥ることになる。

ここで指摘しておかなければならないのは、競争力を規定するのは労働コストだけでなく、技術力、イノベーション力、労働コスト以外のさまざまなコスト、地球環境問題への対応力、資金調達力などほかにもさまざまな要因があるということだ。

#### 4.6.8 構造改革は不均衡のリスクを減らす

2002-07年の間に拡大した不均衡の背景には、OECD(2010)によると、現金ユーロの導入など通貨統合の完成を受けて、ユーロ圏内「後進国」の間で「キャッチアップ（追い上げ）」圧力が高まったことやグローバルな金融緩和が進展したという特殊要因もある。

<sup>41</sup> 通商白書 2012 p 84

未来のショックは人口動態変化や生産性の動向が異なることなどの構造的変化や政策ミスもしくは金融規制が引き金となるかもしれない。

不均衡をもたらすショックは各国の状況の類似性にも部分的に関係している。「最適通貨圏 (OCA) 理論」(特に、内生的=endogenous 要素に関する部分) は、不均衡は時間の経過とともに通貨圏内で拡大する可能性があるとしている。通貨同盟の参加国は、貿易と対外直接投資に関する決定を通じて統合を深めてきたという証拠があるものの、このような統合は不完全なままである。統合の進展は非対称的ショックの可能性を減らすかもしれないが、こうした中で、生産の特化が進むことは反対の効果を生むかもしれない。

経常収支の不均衡は部分的には金融市場、製品市場および労働市場における国内構造政策の状況や税制によって生じているので、構造改革は不均衡のリスクを減らすうえで重要な役割を果たしている。構造政策の主要な目的は国民の生活水準の向上にある。構造政策はまた、公的な貯蓄・投資だけでなく家計や企業の貯蓄と投資に関する決定に大きな影響を及ぼす可能性がある。社会支出や失業給付の拡大、雇用保護の充実を図る法制化は貯蓄率の低下や経常収支の悪化を引き起こす。

構造改革で注目されるのは賃金政策だ。賃金の上昇は競争力の歪みを回避するために生産性の上昇に合わせることで重要である。言い換えれば、賃金の上昇が生産性の上昇を上回らないようにすることだ。賃金交渉の最適デザインはいかにあるべきかについて一般的な結論は導き出されていないが、民間分野の賃金決定における政府の役割は限定されている。ただ、政府は賃金決定プロセスにおいて非公式な役割を果たしている。ベルギー、ルクセンブルク、スペインおよびスロベニアで存在する賃金の自動インデックス化は経済調整を進めるうえで大きな障壁となる。これは物価上昇に合わせて賃金を自動的に引き上げるというものだ。

#### 4.6.9 欧州委のマクロ経済対策「警告メカニズム」

EU/ユーロ圏内で債務危機を発端とする信用不安が広がった中で、欧州委員会にとって EU 経済の不均衡を特定し、是正するための方策を編み出すのは急務である。欧州委員会は 2012 年 2 月 14 日、リスクをはらんだ経済状況を特定し、是正するための新たな監視ツールである「マクロ経済不均衡に対応するための手続き (Macroeconomic Imbalance Procedure=MIP)」を発表した。そしてこの手続きに基づく最初の年次「警告メカニズム報告 (Alert Mechanism Report=AMR)」をまとめた。欧州委員会は同報告書の中で、マクロ経済状況をより深く分析する必要がある 12 加盟国を特定した。

これら 12 カ国はベルギー、ブルガリア、デンマーク、スペイン、フランス、イタリア、キプロス、ハンガリー、スロベニア、フィンランド、スウェーデン、英国である。

欧州委員会は、大規模でかつ持続的な対外収支赤字もしくは黒字、競争力の喪失が続いていること、債務が積み上がっていることに表されている、大きなマクロ経済の持続的な不均衡が過去 10 年間で蓄積しており、これが現在の経済危機の根本原因の一つとなって

いると認識している。そして不均衡は関係する EU 加盟国にマクロ経済面での困難を強いているだけでなく、ユーロ圏全体への脅威となって波及（スピルオーバー）しているとみている。

AMR は、EU が 2011 年 12 月に採択した、財政政策とマクロ経済政策の監視の 2 本柱から成るいわゆる「シックス・パック (six pack)」と呼ばれる新たな経済ガバナンスのルールの下でマクロ経済面における不均衡の予防・是正手続きを実施する第一歩を画するものである。競争力の喪失や高水準の債務累積、資産価格バブルなど 10 種類の指標のスコアボードを基礎とし、貿易や投資、純対外債務、ユーロ圏でのコンバージェンス状況など他の経済データも勘案した上でマクロ経済状況をより詳しく精査する必要がある加盟国を特定するという設計となっている。MIP の下におけるこうしたマクロ経済不均衡の監視は「欧州セメスター」の一部を成している。欧州セメスターは全体として、財政の持続性、競争力、金融市場の安定性および経済成長を確保するために、EU が直面する経済政策上の難題への総合的かつ前向きなアプローチを採用している。

ただ、不均衡の査定はスコアボードの指標を機械的に評価して得たものではなく、追加的な情報や各国の個別事情も勘案している。

欧州委員会のオリン・レーン副委員長（経済・金融問題、ユーロ担当）は、「今回の危機は、マクロ経済面の不均衡が金融の安定や経済上の展望、加盟国とその市民および EU 全体にとっての繁栄に影を落とすリスクを浮き彫りにした。本日、われわれは第一歩として加盟国のマクロ経済状況を詳細に精査することを開始した。この結果、不均衡が存在し、それが有害であることが分かれば、この新たなツールは長年にわたって蓄積されてきた不均衡を是正することに向けて有益なステップとなるだろう。持続的な成長と雇用創出を回復するためには、健全な財政政策とリスクをはらんだ経済不均衡を早期に検知し、是正することが必要な条件である」と強調した。

表 4-2 2010 年の MIP スコアボード<sup>42</sup>

#### 対外不均衡と競争力

---

<sup>42</sup> European Commission “Alert Mechanism Report 2012” p 4 (MIP Scoreboard 2010)  
Brussels, 14, 2, 2012 COM(2012)68final

2010年	対外不均衡と競争力						国内不均衡					
	経常収支 対GDP比(%) 3年平均	純国際投資 ポジション 対GDP比(%)	実質実効 為替レート %変換(3年間) HIPCデフレータ	輸出市場シェア %変換(5年間)	名目単位 労働コスト %変換(3年間)	住宅価格前年比 %変化	民間部門信用 対GDP比(%)	民間部門債務 対GDP比(%)	公的部門債務 対GDP比(%)	失業率 (3年平均)		
閾値	-4/+6%	-35%	±5% & ±11%	-6%	+9% & +12%	+6%	15%	160%	60%	10%		
ベルギー	-0.6	77.8	1.3	-15.4	8.5	0.4	13.1	233	96	7.7		
ブルガリア	-11.1	-97.7	10.4	15.8	27.8	-11.1	-0.2	169	16	7.5		
チェコ	-2.5	-49.0	12.7	12.3	5.1	-3.4	1.7	77	38	6.1		
デンマーク	3.9	10.3	0.9	-15.3	11.0	0.5	5.8	244	43	5.6		
ドイツ	5.9	38.4	-2.9	-8.3	6.6	-1.0	3.1	128	83	7.5		
エストニア	-0.8	-72.8	5.9	-0.9	9.3	-2.1	-8.6	176	7	12.0		
アイランド	-2.7	-90.9	-5.0	-12.8	-2.3	-10.5	-4.5	341	93	10.6		
ギリシャ	-12.1	-92.5	3.9	-20.0	12.8	-6.8	-0.7	124	145	9.9		
スペイン	-6.5	-89.5	0.6	-11.6	3.3	-3.8	1.4	227	61	16.5		
フランス	-1.7	-10.0	-1.4	-19.4	7.2	5.1	2.4	160	82	9.0		
イタリア	-2.8	-23.9	-1.0	-19.0	7.8	-1.4	3.6	126	118	7.6		
キプロス	-12.1	-43.4	0.8	-19.4	7.2	-6.6	30.5	289	62	5.1		
ラトビア	-0.5	-80.2	8.5	14.0	-0.1	-3.9	-8.8	141	45	14.3		
リトアニア	-2.3	-55.9	9.1	13.9	0.8	-8.7	-5.3	81	38	12.5		
ルクセンブルク	6.4	96.5	1.9	3.2	17.3	3.0	-41.8	254	19	4.9		
ハンガリー	-2.1	-112.5	-0.5	1.4	3.9	-6.7	-18.7	155	81	9.7		
マルタ	-5.4	9.2	-0.6	6.9	7.7	-1.6	6.9	212	69	6.6		
オランダ	5.0	28.0	-1.0	-8.1	7.4	-3.0	-0.7	223	63	3.8		
オーストリア	3.5	-9.8	-1.3	-14.8	8.9	-1.5	6.4	166	72	4.3		
ポーランド	-5.0	-64.0	-0.5	20.1	12.3	-6.1	3.8	74	55	8.3		
ポルトガル	-11.2	-107.5	-2.4	-8.6	5.1	0.1	3.3	249	93	10.4		
ルーマニア	-6.6	-64.2	-10.4	21.4	22.1	-12.1	1.7	78	31	6.6		
スロベニア	-3.0	-35.7	2.3	-5.9	15.7	0.7	1.8	129	39	5.9		
スロバキア	-4.1	-66.2	12.1	32.6	10.1	-4.9	3.3	69	41	12.0		
フィンランド	2.1	9.9	0.3	-18.7	12.3	6.8	6.8	178	48	7.7		
スウェーデン	7.5	-6.7	-2.5	-11.1	6.0	6.3	2.6	237	40	7.6		
英国	-2.1	-23.8	-19.7	-24.3	11.3	3.4	3.3	212	80	7.0		

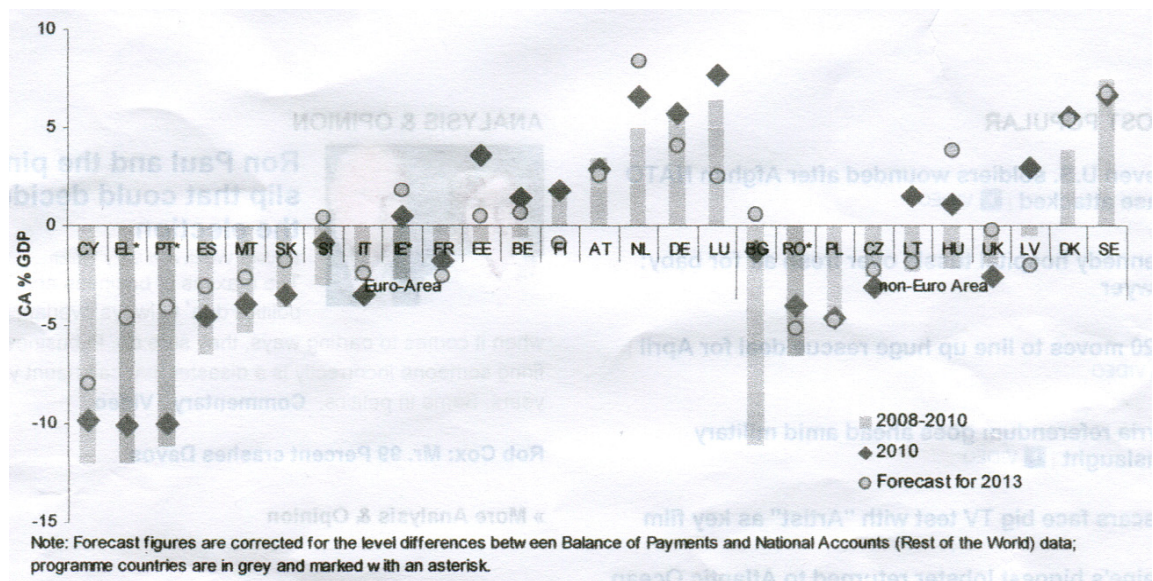
(出所 Commission' s first Alert Mechanism Report: tracking macroeconomic imbalances in the EU, Reference: IP/12/132, Date: 14/02/2012)

スコアボードをテーマ別に解説してみる。まず、経常収支については加盟国間のばらつきは縮小傾向を見せている。特に、経常収支赤字国では民間部門の需要減退や輸入減少により、赤字幅は狭まっているものの、ブルガリア、スペイン、キプロス、マルタ、ポーランドおよびスロバキアでは、基準とされる閾値 (threshold) の対 GDP 比 4%を上回った。

対外赤字に起因する潜在的な脆弱性は、もし赤字が海外直接投資 (FDI) や資本移転など比較的安全な方法によってファイナンスされれば、緩和することが可能である。過去 5 年間、FDI の流入により経常収支赤字の半分以上をカバーした国としては、チェコ、エストニア、マルタ、スロバキアがある。

一方、一部の加盟国は経常収支黒字を継続的に計上した。ルクセンブルクとスウェーデンの黒字は目安とされる対 GDP 比 6%を超えた。ドイツとオランダは 6%をやや下回った水準だった。

図 4-7 対 GDP 比経常収支



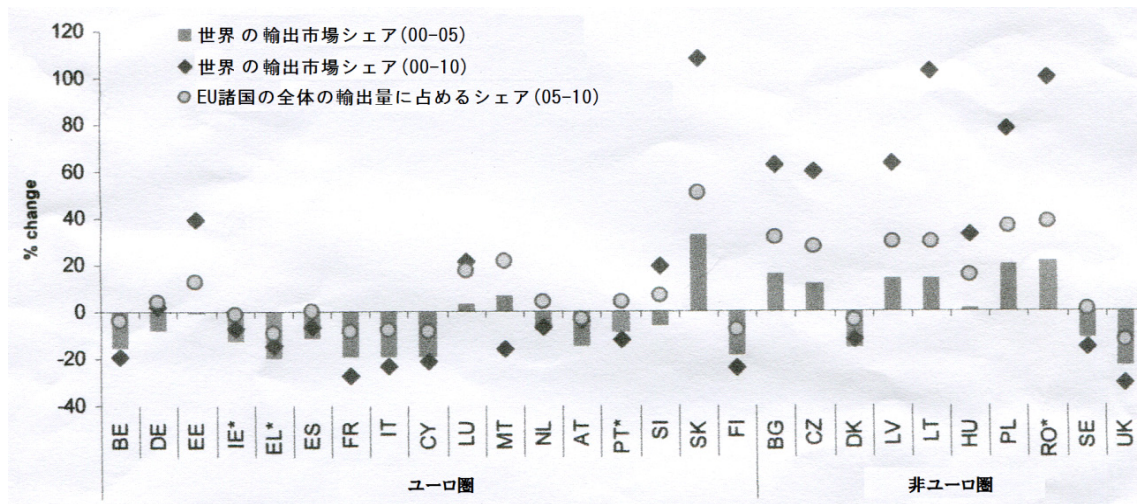
(出所 European Commission, Commission' s First Alert Mechanism Report: tackling macroeconomic imbalances in the EU, p.8, Reference: IP/12/132 Date: 14/02/2012)

国名の略号表記は脚注 7 (4.6.1) を参照。

ところで、世界の輸出市場における EU のシェアは全体的に縮小してきた。これはグローバル経済での競争力の低下を反映しており、特に、ベルギー、デンマーク、

ドイツ、スペイン、フランス、イタリア、キプロス、オランダ、オーストリア、フィンランド、スウェーデン、英国では世界市場シェアの喪失が閾値の 6%を上回った。また、賃金/コスト面での競争力喪失に加えて、新たな販売機会の開拓能力が不足していることや好況時に資源を非交易品分野に振り向けたことも背景にあるとみられる。

図 4-8 輸出市場シェアの変化



(出所 European Commission, Commission's First Alert Mechanism Report:

Tackling macroeconomic imbalances in the EU, p.10, Reference: IP/12/132

Date: 14/02/2012)

EU/ユーロ圏で信用不安が続いた中で累積債務は家計及び企業に重くのしかかっている。民間部門での高債務水準は同部門を景気循環やインフレ、金利の変化にさらしている。

こうした中で、ユーロ圏の一部の国では、民間部門における信用の供給が急激に減速しており、ディレバレッジング (deleveraging, 過剰なレバレッジ・ポジションの巻き戻し) が始まっている。民間の信用フローのデータによれば、こうした調整は 2009 年に始まり、2010 年には信用フローの伸びが閾値の 15%を超えたのはキプロスだけだった。信用供給の拡大ペースが緩慢だったことに純貯蓄の増加が組み合わさり内需が制約され、GDP の伸び率にマイナスのフィードバック効果が及んだ可能性がある。欧州委員会によれば、民間部門における、金融危機が誘発したバランスシート調整は平均して 5 年以上続き、非金融企業部門では調整はより長引いたとの証拠があるという。

金融危機においては、当該国の全体の債務レベルが重要となり、政府の一般債務と民間債務の間に強い関連性が存在する。政府は民間から大量の借り入れを行う可能性があるからだ。そうした中で、民間部門におけるディレバレッジングの効果が (重債務を抱える公的分野に圧力を及ぼす) 進行中の債務危機によって増幅される可能性があるため、民間部門の債務と一般政府債務を合わせて考慮の対象にする必要がある。

ところで、対外不均衡の調整と家計部門と企業部門におけるバランスシートの修復は、

金融危機に先立って大きな不均衡を経験してきた加盟国にとってとりわけ痛みを伴うものだった。こうした調整はおおむね内需を通じて促進されてきており、失業の増加を伴ってきた。これは物価/賃金の調整が限られていることを反映しているかもしれない。さらに、進行中の分野間「再配分 (reallocation)」も反映している可能性もある。なぜなら、マクロ経済不均衡の調整はしばしば当該経済における異なった分野間をまたぐ労働力と資本のシフトを必要とするからである。特に、それが顕著なのは膨張した不動産分野から交易品分野へのシフトである。このプロセスは、異分野間でのスキルの必要性の違いを考えれば緩慢なプロセスとなる。

欧州委員会の報告書には EU27 カ国のうち、現在、EU/IMF から緊急支援を受けており、その見返りに経済状況と経済政策について「強化経済監視プログラム (enhanced economic surveillance program)」の対象となっているギリシャ、アイルランド、ポルトガルのユーロ圏 3 カ国およびルーマニアの合計 4 カ国を除く 23 カ国に関してスコアボードの数字に基づきコメントしている。ここでは 23 カ国のうちユーロ圏に属しているほかの 14 カ国のうち 4 カ国について検討する。財政黒字国の代表でユーロ圏最大の経済大国であるドイツ、ユーロ圏内第二の経済大国フランス、危機の波及が懸念されるイタリアとスペインの 4 カ国を取り上げる。

### 1) ドイツ

2010 年までの 10 年間、ドイツは経常収支黒字を記録したが、これは好調な輸出、価格競争力の回復、低調な国内投資、比較的高水準の家計貯蓄率を反映している。しかし、ここ数年間、内需は徐々に拡大しており、これにより経常収支黒字は次第に減少してきている。世界製品輸出市場におけるシェアは縮小してきているが、その程度はユーロ圏の平均を下回っている。国内では民間分野の債務は抑制されている。財政規律の強化に関して、ドイツは既に、2016 年までに「構造的財政赤字」を対 GDP 比で 0.25% 以下に抑制すると基本法 (憲法) に盛り込んでいる。

### 2) フランス

フランスは国内外に問題を抱えている。世界の輸出市場におけるフランスのシェアは 2010 年までの 5 年間に 19.4% も減少し、これは閾値の 6% 減を大幅に上回っており、EU 内では目立っている。貿易収支は次第に悪化しており、これにより経常収支は 2010 年までの 3 年間平均で GDP 比で 1.7% の赤字となった。ただ、これは閾値レンジ (4% の赤字から 6% の黒字) に収まっている。フランスは価格競争力および非価格競争力を幾分喪失しており、フランス企業の競争力の低下につながっている。民間分野の債務は徐々に増加し、閾値でもある対 GDP 比 160% に達している。

### 3) イタリア

イタリアの競争力は 1990 年代半ばから大幅に悪化し、このことは世界の輸出市場シェアの喪失 (2010 年までの 5 年間で 19%) に表れている。これに伴い対外収支も徐々に悪化してきた。内需も低調だ。民間分野の債務は家計の金融ポジションが下支えとなって比



較的抑制されている（対 GDP 比で 126%）。半面、公的債務は成長力が弱いことと構造的弱点により高水準にとどまり、懸念要因となっている。

#### 4) スペイン

金融危機に先立ち数年間、スペインでは住宅バブル、信用バブルが発生し、大規模な対外不均衡、国内不均衡が蓄積した。これを受けて現在は調整期に入っている。経常収支は大幅な赤字（2010 年までの 3 年間の平均で対 GDP 比 6.5%）を記録してきたが、景気の急減速と輸出パフォーマンスの向上で最近では減少し始めたものの、閾値レンジをはみ出ている。2008 年以来、価格/コスト競争力は改善しつつある。不均衡の調整は続いているが、大規模な内外債務の吸収と建設分野から解き放たれた資源の再配分は時間がかかり、バランス状態を取り戻すのはまだ先のこととなりそうだ。建設分野の縮小と景気後退に伴う雇用減少は賃金の調整によって悪化し、失業率の上昇に拍車をかけている（2010 年までの 3 年間平均が 16.5%）。

以上、4 カ国の状況をみてきたが、各国は大きな不均衡を是正することに加えて、低成長率と高失業率への対応、持続的な公的ファイナンスを確保することおよび金融システムに安定を取り戻す必要性という相互に関連した課題に取り組んでいる。

ユーロ圏諸国の危機の原因として、財政危機だけでなく、対外競争力不足から生じる経常収支赤字の拡大があることを数値で裏付けながら指摘した。

#### 4.6.10 EU に “緊縮政策一本槍” から転換の兆し

2012 年 2 月 20 日にブリュッセルで開かれたユーロ圏財務相理事会で 1300 億ユーロのギリシャ向け追加支援で合意が成立し、ギリシャ国債を保有する民間投資家に 53.5% の元本を放棄させることでも国際金融協会（IIF、債権者を代表する団体）と一致した。

EU/ユーロ圏は、財政健全化のための緊縮策の堅持に示されるようにオーソドックスな対応をとってきた。それでも、緊縮策→景気の減速・不況→税収減によるさらなる財政収支の悪化という負のスパイラルを防ぐ必要性は痛感しているようだ。EU の言い分はパローゾ欧州委員会委員長の発言に示されている。同委員長は 2012 年 3 月 1、2 両日の EU 首脳会議を控えて記者会見し、債務危機によって EU の指導者たちは過去 2 年間、引き締め策に焦点を合わせざるを得なかったが、金融市場が、ECB による 5000 億ユーロを超える流動性供給（2012 年 2 月末）によって落ち着きを取り戻したことで雇用創出や成長促進につながるより深みのある経済改革に乗り出す余裕が生まれてきたと指摘、“緊縮政策一本槍” の政策スタンスから転換する方針を示唆した。

その後、5 月の仏大統領選挙では成長戦略の重視を打ち出し、1 月の EU 首脳会議で合意が成立した「新財政協定」の見直しを求める社会党のオランダ候補が現職のサルコジ大統領を破り、大統領に選出されたこともあり、6 月の EU 首脳会議では、新財政協定には手を付けず、新たに「成長・雇用のための協約（Compact for growth and jobs）」で合意

した。その中で安定・成長協定（SGP）を順守しつつ、加盟国特有の事情に配慮しながら、成長に親近性のある（growth-friendly）財政健全化政策を追求するよう求めるとする苦渋の言い回しが含まれている。

成長協約はまた、加盟国に対し、①銀行に貸し渋りをやめさせ、銀行セクターの再編成を早急に完了する、②マクロ経済の不均衡を是正し、構造改革を促進することによって、成長を推進するとともに競争力を強化する、③失業問題と危機がもたらす社会的影響に対処する、④電子政府サービスの開発などによる公共行政の近代化を行う、よう促している。

EUレベルでは、成長と雇用を促進し、欧州を生産拠点と投資先としてより競争力を高めるために、①単一市場の深化、②域内エネルギー市場の完成、③成長戦略目的の財源を捻出するための EIB とプロジェクト債の活用、④税制の活用、⑤域内における労働力移動の促進、⑥自由で公正な開放貿易の促進、などを挙げている。

単一市場は 1992 年末に一応完成したが、協約は成長と雇用を促進するために特にデジタル・ネットワーク産業で単一市場を深化することが不可欠であるとしている。具体的には、2015 年までに機能性が高いデジタル単一市場を完成させる必要性を指摘。国境を超えたオンライン取引や電子インボイス・サービス、電子身分証明サービスの開発や欧州著作権システムの近代化などを課題として挙げている。また、ベンチャーキャピタルの標準化やオンライン紛争処理システム、公共調達、電子署名などの分野でのルールづくりを求めている。また、「サービス指令」についても触れ、加盟各国に残存している規制を各国間でピアレビューの対象とし、正当化できない障壁は迅速に撤廃すべきだとしている。そのうえでサービス指令の完全実施で域内に 3 億 3000 万ユーロの経済的恩恵がもたらされると試算している。単一市場の深化については、既に「欧州 2020」構想がスタートしているが協約に盛り込まれた提案はこれを踏まえたものだ。

EU は 2014 年までにエネルギー市場の統合を目指しており、同年以降はいかなる加盟国も欧州のガス・電力ネットワークに接続されるべきだとしている。また、EU のエネルギー効率化指令(energy efficiency directive)に基づく国内法制の整備や全欧州エネルギー・インフラの構築に関する早期合意の必要性も指摘している。

ローマ条約に基づいた融資機関である欧州投資銀行(EIB) は域内の調和の取れた発展と社会経済的結束の強化を目指している。EU が緊縮策と成長促進を両立させる必要に迫られる中で、EIB が脚光を浴びるようになった。EIB の融資枠は 600 億ユーロまで増強されることになった。また、域内の輸送、エネルギー、ブロードバンド網のインフラ整備のためにプロジェクト債が発行され、最大 45 億ユーロのパイロット・プロジェクトが立ち上げられることになる。EU は EIB の融資とプロジェクト債の資金を含めて合計 1200 億ユーロを成長促進のための資金として調達することを目指している。

協約は成長促進のために税制の活用も提言している。具体的にはエネルギー税制や共通連結法人税ベース、貯蓄税制の改正、金融取引税の導入について議論を活発化させるよう求めている。同時に、脱税や税をめぐる詐欺の取り締まり強化も訴えている。

労働者の域内移動について協約は①職業資格や語学スキルの認定システムの改善、②域外国の労働者の就労を制限する職業の削減、③国境を超えて年金を受け取る権利の獲得と保持、④企業などによって域内の他国に派遣される労働者の権利、などをめぐる問題に取り組む必要性を指摘している。

EU は自由でかつ公正で開放的な貿易を促進すると同時に世界の主要経済国との間で相互主義を求めるとしている。分野別では特に域外国の公共調達市場へのアクセス拡大に重点を置いている。世界貿易機関(WTO)の多角的貿易交渉(ドーハ・ラウンド)を成功裏に終結させることは重要な目的であるとしながらも、貿易障壁を撤廃して市場アクセスを改善し、投資環境を改善し、知的財産権を保護するために二国間の貿易自由化・経済連携協定交渉を進める必要性を強調している。国別では今後の課題として、インドとの交渉を進め、日米との間でも交渉を推進すべきだとしている。

成長協約をもとにした成長戦略の行方を占う場合、新「新リスボン戦略」ともいえる「欧州 2020」が重要だ。これは 2010 年 6 月の欧州理事会で採択され、EU の潜在成長率を高めるために、①情報通信分野の底上げなどを通じた知識とイノベーションに基づく経済の発展、②低炭素社会の実現と資源の効率的利用、③社会的結束の強化と雇用創出力に富む経済の建設、を三つの課題として掲げている。

表 4-3 「欧州 2020」の概要

3つの最重要課題		
知的な経済成長 (Smart Growth) 知識とイノベーションを基礎とする経済の実現	持続可能な経済成長 (Sustainable Growth) 資源を有効活用し、環境を重視した、競争力のある経済の実現	包括的経済成長 (Inclusive Growth) 経済的、社会的な地域間の結束を高める、高雇用水準の経済の育成
5つの主要目標		
・女性・中高年・移民の労働力率を高め、20～64歳の有業率を現在の69%から少なくとも75%に引き上げる		
・R&D投資の対GDP比率を3%に引き上げるという目標を引き続き掲げ、R&Dとイノベーションの集約度を示す指標を開発する		
・温室効果ガスの90年比20%削減、最終エネルギー消費における再生可能エネルギーのシェアの20%への引き上げ、エネルギー効率の20%向上を図る		
・中途退学者比率を現在の15%から10%への引き下げ、30～34歳の人口における大学卒業率比率を2020年までに31%から少なくとも40%に引き上げる。		
・各加盟国における可処分所得分布の中央値の60%（貧困レベル）以下の低所得者数を25%削減し、2000万人超の人口の可処分所得を貧困レベル以上に引き上げる		
主要施策		
イノベーション	気候変動・エネルギー	雇用・技能
旗艦イニシアティブ： Innovation Union イノベーションの喚起と投資促進を目指した、研究開発投資制度の改善	旗艦イニシアティブ： Resource efficient Europe 経済の脱炭素化、再生可能資源の利用促進、運輸部門の改善、エネルギー効率の促進により、経済成長と資源利用の関係を弱める	旗艦イニシアティブ： An agenda for new skills and jobs 新しい状況に適応し、キャリア転換が容易にできるよう、生涯にわたる技能開発を可能にさせ、失業率の低下と生産性の向上を図る
教育	競争力	貧困の克服
旗艦イニシアティブ： Youth on the move 留学や海外研修を奨励し、欧州の高等教育機関の国際的な魅力と成果を高め、ひいては若年層の雇用率を上げる	旗艦イニシアティブ： An industrial policy for the globalization era 特に中小企業の事業環境を改善し、国際市場で競争できる強い産業基盤の形成を支援する	旗艦イニシアティブ： European platform against poverty 成長と雇用の恩恵を広く共有し、貧困者と社会的に排斥されている者が尊厳をもって生活し、社会に積極的に関与するよう、社会的・地域的結束を確保する
IT		
旗艦イニシアティブ： A digital agenda for Europe インターネットの高速化を進め、個人・企業がその恩恵を受けられるようにする		

資料：欧州委員会プレスリリースから作成。

(出所 通商白書 2012 p 81 原資料は欧州委プレスリリース)

第一の課題で取り上げられたイノベーション能力については、スウェーデン、フィンランドを除く EU 諸国は見劣りがする。下記のランキングを見ると、EU5 カ国の内で 10 位以内入りを果たしたのはドイツだけだ。

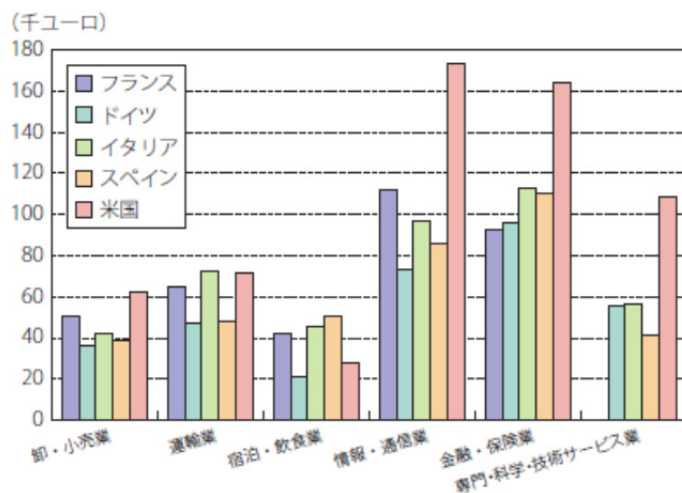
表 4-4 主要国の「イノベーション指数」ランキング

順位	イノベーション (innovation)
1	スイス
2	スウェーデン
3	フィンランド
4	日本
5	米国
6	イスラエル
7	ドイツ
8	シンガポール
13	英国
17	フランス
39	スペイン
43	イタリア

(出所 通商白書 2012 p 79 原資料は WEF 「The Global Competitiveness Report 2011-2012」)

EU の成長戦略を実現するうえでイノベーション能力の向上のほかに特に考慮すべきは、サービス産業の生産性であろう。主要サービス産業の雇用者一人当たり付加価値額(2010年)でみた場合、欧州主要国は情報・通信業、金融・保険業、専門・科学・技術サービス業で米国に大きく引き離されているのが分かる。サービス産業が GDP に占める割合は大きく、米国、EU とともに 50%を超えている。

図 4-9 欧州主要国と米国の主要サービス産業の雇用者一人当たりの付加価値額(2010)  
(出所 通商白書 2012 p 78 原資料 ユーロスタット、米商務省などの資料)



備考：国民経済計算上の業種別付加価値額を雇用者数で割ったもの。米国の付加価値額（ドル表示）は2010年の年間平均為替レートに基づきユーロ換算。専門・科学・技術サービス業のフランスの値は未公表。  
資料：Eurostat(欧州)、米国商務省から作成。

## 結語

本章では、第3章で行ったOCA理論の妥当性を検証するための計量経済分析で、ユーロ圏後発参加国スロバキア、スロベニア、キプロスのうちなぜキプロスだけは最初に立てた仮説が当てはまらなかったという点にまず焦点を合わせた。その結果、キプロスは、スロバキアおよびスロベニアと比べて経常収支の赤字が飛びぬけて大きいことが分かった。これはMIPスコアボードの対外不均衡と競争力の表を参照した結果判明した。輸出競争力を反映する経常収支については、OCA理論(Mongelliの8つの特性)にも、ユーロ圏参加のためのマーストリヒト条約コンバージェンス基準にも含まれておらず、言わば「盲点」となっている。ユーロ圏危機の勃発後、南欧周辺国の経常収支が悪化していることが分かり、コンバージェンス基準に含めるべきだとの議論も出ている。筆者は、経常収支を改善するための成長戦略に焦点を合わせた経済政策統合を新OCA理論に含めるべきだと考える。

OCA理論は、ユーロ圏への「入り口」の理論と見なされてきた感が強い。そのユーロ圏は、発足してから最初の10年間はおおむね順調に推移したものの、その後、3年余りにわたって信用不安に見舞われた。Shambaugh(2012)によれば、ユーロ圏を襲ったのは、①ソブリン債務危機、②銀行危機、③マクロ経済・競争力をめぐる危機の三つの危機であり、これら三つの危機は相互につながっているという。①への対応は、財政統合であり、これはMongelliがまとめたOCA理論の8つの特性の一つであるが、まだ道半ばであり、第6章で詳細に検討する。②への対応は銀行同盟の創設(金融行政統合)であり、これも新OCA理論の特性の一つとすべきであると考え。これは第5章で扱う。③への対応はユーロ圏レベルでの経済政策統合を通じた成長戦略の実施であり、新OCA理論に新たな特性として入れるべきであるとの主張は前述した。本章では、新たな2要素のうち、経済政策統合(競争力と経常収支の不均衡に焦点を合わせた成長戦略)を取り上げた。それに先立ちユー

ロ圏危機の収束と再発防止に向けたいくつかの提言をレビューした。

さらにEUは緊縮一本槍の政策から転換しつつあるとの兆しが見えることを指摘するとともに、2020年までのEUの成長戦略の柱を示した「欧州2020」について論じた。

## 第五章 OCA 理論再構築のための 2 条件— (2) 銀行同盟

### はじめに

第五章では、ユーロ圏危機のほかの二つの側面である、経済危機(低成長/不況)と金融(銀行)危機にそれぞれ対処するための経済改革(成長戦略)と金融行政統合(銀行同盟構想)のうち後者について論じる。

欧州では銀行が企業金融や家庭の貯蓄行動において米国と比べるとより大きな役割を果たしていることを考慮すれば、銀行が健全な資産状況を維持する重要性は大きい。本章ではまず、欧州におけるこうした銀行の重要性を指摘したうえで、「第二次銀行指令」(後述)をはじめとしてEUのさまざまな金融市場改革の歩みを概観する。

そして 2012 年半ばになって急浮上してきた銀行同盟構想については、ブリュッセルのシンクタンク、Bruegel の提言や、OECD(2010)や IMF (2010)、欧州委員会のブループリント(2012)を参照しながら、注目点や問題点を整理する。

さらに、「クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)」を使った投機行動やヘッジファンドが金融市場に及ぼしている影響についても概観する。

### 5.1 金融行政統合(銀行同盟)

ユーロ圏の債務/財政危機、金融(銀行)危機、経済危機(低成長もしくは不況)が続く中で、金融危機に対処するために EU/ユーロ圏内の金融行政を統合する「銀行同盟(banking union)」構想が浮上してきた。2012 年 6 月末の EU/ユーロ圏首脳会議を前にファンロンパイ欧州理事会常任議長(EU 大統領)が発表した「真の欧州経済通貨統合に向けて(Towards a genuine economic and monetary union)」の中でも、財政統合、経済政策の一体化、政治統合とともに銀行同盟は四つの重要課題の一つとして挙げられている。そして銀行同盟の主要構成要素としては①銀行監督の一元化、②欧州預金保険機構の設立、③銀行破たん処理機構(整理信託機構)の設立であるとしている。

本節ではユーロ圏危機の解決と再発防止のために銀行同盟構想の実現が果たす重要な役割を認識しつつ、①EU 域内における金融サービス行政の経緯、②域内銀行の現状、③銀行監督一元化に向けての問題点、④予想される破たん処理機構の設計、⑤預金保険機構の問題点、などについて考察する。

銀行同盟はそれ自体、独立して実現できる構想ではなく、バローゾ欧州委員会委員長が指摘するように、救済基金の強化やユーロ共同債の発行、税制及び予算編成における調整の強化などを通じた経済・財政政策の強化を必要としている<sup>1</sup>。

また、ユーロ圏危機は金融システムと加盟国の財政の間における事実上のリンクにより

<sup>1</sup> 仏しめした



深刻化している。まず、納税者は金融機関の状況に翻弄されており、その金融機関はと言うと、自国の財政状況、特にソルベンシー(solvency, 支払い能力)や格付けが資金調達へのアクセスやコストに影響を及ぼしている。次に財政が国別単位となっていることで危機管理や破たん銀行処理において調整が妨げられており、金融をめぐる意思決定が国家の政治的考慮に左右されやすい。さらに、財政の国別セグメント化が金融でのクロスボーダーの競争を歪め、単一金融市場の発展を妨げている。

欧州委員会は2012年9月12日の文書(COM(2012)511final)で「国境線に沿って金融市場が崩壊するリスクが現存することは金融サービス分野における単一市場を崩壊させつつある」と危機感を表明するとともに、銀行監督の権限がおおむね各国当局にあるので、域内銀行市場の統合についていけないと指摘、銀行監督における失敗は、EUの銀行セクターへの信頼を損ない、ユーロ圏ソブリン債市場における緊張を高めているとの見方を示した。

欧州委員会は、各国における銀行監督を調整していくやり方はもはやユーロ圏においては「選択肢」に入らないとしている。

また、欧州委員会のバルニエ委員(域内市場担当)は、同日、委員会の案を発表するに当たって、「銀行同盟をめぐるわれわれの最終的な目標は、銀行救済のために納税者のお金を使わないようにすることだ」と述べ、危機感を表明した。

### 5.1.1 EU域内の銀行の現状

ユーロ圏の金融機関の資産規模は40兆ユーロに達しており、米国の16兆ユーロの二倍以上と試算されている。このためユーロ圏の中で金融仲介機能に変調を来すとグローバルな金融仲介にも影響を及ぼす。当然ながら、アジア向けの債権も含まれている。

EU域内における銀行の存在感は米国のそれを上回っている。2007年時点において、域内一般家庭の金融資産のうち34%は現金および銀行預金であり、米国の15%を大幅に上回っている。また同年、世界の大企業トップ500社の資金調達状況を見ると、欧州を本拠とする企業は銀行からの調達が24%を占めており、これは米企業の16%を上回った(Posen, 2009)<sup>2</sup>。

このように欧州において、銀行が企業金融や家庭の貯蓄行動において大きな役割を果たしていることを考えれば、銀行が健全な資産状況を維持する重要性は大きい。すなわち「脆弱な銀行」を迅速に特定し、清算するか資本増強するまで、経済成長が妨げられることは明らかである。しかし、こうしたプロセスを完遂するには強い政治的意思が必要である。加えて、域内の大銀行は国境を越えて活動している中で、監督当局の権限はおおむね国単位となっていることが問題の解決を難しくしている。そして、各国の監督機関は恐らく愛国主義的動機から自国の「ナショナル・チャンピオン」と見なされる主要大銀行を隣国の銀行との競争で支援するため、「大目に見る(lenient)」傾向があるようだ(ibid.)。これは「銀行監督における底辺への競争(a supervisory race to the bottom)」という馴れ合い的状况を

<sup>2</sup> Adam Posen, "A solution for Europe's banking union", 2009, p.2 bruegelpolicybrief

生まれやすくしている。

また、銀行自体にも問題がある。大銀行はレバレッジの度合いとリスクなエクスポージャーを増やしており、このため資本の質は悪化している。大銀行を含めて多くの銀行は自己資本比率で最低基準を満たしているが、高配当や株式の買い戻し、幹部社員への高額のボーナス支払いにより、2008年に金融危機が勃発したときには資本基盤は弱体化していた。さらに多くの銀行の流動性バファ―は不十分であり、銀行間預金や証券化商品を使ったホールセール資金調達への依存度が高くなっていた。こうした状況は、金融危機の際に銀行間システムが枯渇したとき、破壊的な結果をもたらすことになった。

### 5.1.2 EUの金融市場改革<sup>3)</sup>

EUは各金融機関が自国以外の域内全域で展開することを目指してきたが、この流れの中で最も注目されるのが第二次銀行指令である。これは、市場統合に至る過程で、単一市場が「要塞化」するかどうかのリトマス紙と見なされていた。同指令は、1993年から単一銀行免許を導入した。域内の国で免許を持っていれば、他の加盟国でも営業を可能にし、本国の監督官庁のコントロールだけを受ける(母国監督主義)というものだ。

第二次銀行指令により、銀行業務の大幅な自由化につながる「国境を越えた金融市場」が実現した。その後、証券業務は1993年の投資サービス指令で、保険ビジネスも同年の第三次指令で、それぞれ母国監督主義の単一免許制に統一された。

しかし、1990年代後半になり、単一通貨ユーロの導入が現実味を帯びてくる中でも、加盟国間の法制度や税制、取引慣行の違いなどの残存障壁のために金融市場統合は阻まれていた。

こうした中で欧州委員会は1999年5月に「金融サービス行動計画(Financial Services Action Plan=FSAP)」を打ち出した。対象期間は1999年-2005年。

FSAPは、①単一金融卸売市場の完成、②リテール(小売)金融サービス市場のためのオープンで安全な市場の構築、③EU金融市場の継続的な安定性の確保、という3つの戦略目標を打ち出した。ESAPの具体的な対象や立法プロセスを策定するため、ベルギー国立銀行(中央銀行)のラムファルシー総裁を議長とする賢人会議(ラムファルシー委員会)が設置され、42項目の対象を特定するとともに、4段階のアプローチによる金融自由化関連立法プロセスの改善方法を提示した。2004年までに42項目のうち39項目が達成され、具体的には国際会計基準(IFRS)の単一基準の採用、インターネットや電話によるリモート金融サービス、担保の共通基準、インサイダー取引など市場の悪用規制、単一発行目論見書の導入などに関わるものだ。

欧州委員会はFSAPの評価について、2005年12月5日付のプレス・リリースで「マクロ経済的な見地からすれば、FSAPはセグメント化された欧州の金融市場の統合を効率的に進めるための法律基盤(legislative foundation)を構築した」として、その成果を強調した。

<sup>3)</sup> 村上直久「金融市場改革」『EU情報事典』p.218,大修館書店、2009年

言い換えれば、域内金融市場では流動性が高まり、競争が激化し、安定性が高まったというわけだ。欧州委は金融市場統合だけで域内 GDP を 1.1%押し上げ、0.5%の雇用創出効果があると試算した。

その後、欧州委は域内の経済成長と雇用創出を一段と促進するためには更なる金融市場統合が不可欠と判断し、2005年12月に新たな金融サービス政策を策定し、「金融サービス政策白書 2005-2010 (White Paper on Financial Policy 2005-2010)」と名付けられた。優先事項としては、投資ファンドをめぐる環境と金融リテール・サービスの改善を挙げている。域内のファンド業界はその当時 5兆ユーロを超える資産を管理していたが、集合投資を容易にするための規制環境の整備を求めた。また、金融リテール・サービスの拡大と、そのための消費者にとっての銀行口座へのアクセス障壁の排除も求めた。

こうした中で 2007年7月に米国で発生した、低所得者向け住宅融資(サブプライムローン)焦げ付き問題に端を発した世界的な金融危機は域内金融市場にも波及した。EU は金融市場への信託を回復するために、より効果的なクロスボーダーの金融監督の必要性を痛感するようになった。

欧州委は 2008年秋に米証券大手リーマン・ブラザーズの破たんを引き金とした金融危機への対応として、まず財政による景気刺激、その後、金融市場の構造改革に大胆に取り組むという二段構えの戦略を打ち出していた。金融市場改革は、危機に陥った一因として、金融機関の規制・監督が不十分だったとの認識に基づいている。

英独仏の主要 3カ国とオランダ、ルクセンブルク、09年前半のEU議長国チェコは同年2月にベルリンで開いた首脳会合で「すべての金融市場、商品、参加者をカバーする」包括的な規制枠組み作りで合意した。規制対象の金融機関の中にはヘッジファンドも含まれる。

これを受けて EU は 09年3月1日にブリュッセルで開いた臨時欧州理事会で、欧州委に対し、金融監督の強化に向けた作業を急がせることで合意した。欧州委が同月4日に発表した文書「欧州の経済回復を推進する(Driving European Recovery)」では、「未来のために責任ある、そして信頼できる金融市場」の必要性を強調、市場の監督は消費者のリテール・バンキングへの信頼回復で重要な役割を果たすだろうと指摘した。

欧州委は 08年11月に、ジャック・ドラロジエール元国際通貨基金(IMF)専務理事を座長とする作業部会に監督強化に焦点を合わせた金融市場改革に向けた提言をまとめるよう委託。同部会は 31項目におよぶ提言を盛り込んだ「ドラロジエール報告(De Larosiere Report)」を 09年2月末に欧州委に提出した。同報告が主としてカバーしているのは、①EUにおける金融機関・市場の監督をどのように進めていくか、②金融市場を安定させるための監視、早期警戒、危機管理に関する欧州レベルの協力をどのように強化するのか、③グローバルな協力、の3点だ。

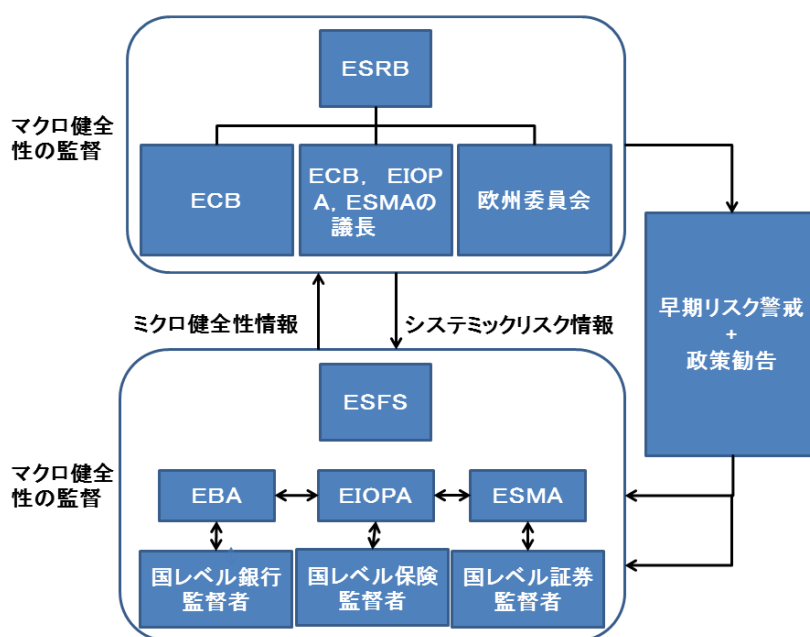
同報告書の目玉は、欧州金融市場の監督に関してマクロ面からの健全性を確保するために、金融市場のリスクを監視する「欧州システミック・リスク理事会(European Systemic Risk Board=ESRB)」の創設を提唱した点だ。システミック・リスクとは連鎖的破綻のり

スクだ。同理事会の議長は ECB 総裁が務めるため、ECB は金融政策に加えて金融監督にまで権限を拡大することになる。メンバーは EU 加盟各国中銀総裁や欧州委当局者らから成る。理事会の役割は、EU におけるマクロ面の健全性に対するあらゆるリスクに関する情報を収集し、必要であればリスク警報を発することだ。

EU は 2009 年 6 月にブリュッセルで開いた欧州理事会で、金融危機の再発防止のため、欧州全域のリスクを監視する ESRB と銀行、証券、保険の個別業態の経営健全性を監視する「欧州金融監督システム(European System of Financial Supervisors=ESFS)」の二機関を新設することを決めた。ESFS の下には業態別の「欧州監督機構(European Supervisory Authority=ESA)」が存在する仕組みとなっている。銀行業をカバーする「欧州銀行監督機構(European Banking Authority=EBA)」, 保険業を対象とする「欧州保険職業年金機構(European Insurance and Occupational Pension Authority=EIOPA)」, 証券業をカバーする「欧州証券・市場機構(European Securities and Markets Authority=ESMA)」である。

ESRB と ESFS は 2010 年にスタートした。

図 5-1 欧州の金融監督システム (European System of Financial Supervision)  
(OECD, 2010)<sup>4</sup>



(出所 ECB, 2010, Financial Integration in Europe, April)

ここでは EBA に焦点を合わせる。EU の銀行監督を統括する機関である EBA は、従来の統括機関であった欧州銀行監督委員会(CEBS)を引き継ぐ形で、欧州議会の設立決議に基づき、2011 年 1 月に発足した。ロンドンに本拠を置く。EU 各国の銀行監督当局を統括

<sup>4</sup> OECE Economic Surveys: Euro Area 2010, p.143

するとともに、域内金融機関を直接検査・監督し、金融機関や各国当局への要請や要求を行う。また、①各国監督当局間で意見の対立が表面化した場合、調停に乗り出す、②EUの関連規則が一貫して適用されるよう保証する、③緊急事態が発生した場合、調整役を務める、ことも求められている。また、EU内における銀行監督をめぐる単一のルールブック作りを目指して、EBAは透明性のあるしっかりとした意思決定プロセスの確立が必要とされている。また、各国の銀行監督当局が関連EU法を不正確もしくは不十分にしか適用していないと疑われる場合、調査実施の権限を有している。

しかし、ユーロ圏危機が続く中でEBAの存在感は薄く、注目されたのは、危機を背景に2011年に域内金融機関のストレステスト(健全性審査)を行ったときぐらいだ。危機対応能力が不十分な銀行に対して資本増強を要請した。ただ、その後、大量の不良債権を抱えるスペインの銀行の体力不足を事実上、見落としたことからEBAへの信頼は低下した。

こうした中で、EUの銀行同盟構想の下で、EBAをどのように位置付けているかが課題となっている。各国の銀行監督当局に監督権限をEBAに委譲させ、EBAは域内の大銀行を中心に直接の監督対象とするというものだ。もう一つは、EBAをECBに吸収させ、ECBが銀行監督を行うようにするという案だ。

2008-09年の欧州金融・経済危機の際に打ち出された欧州の金融監督システムは2010年に稼動し始めたが、2010年以来続く、ユーロ圏財政・債務危機に連動して勃発した銀行の危機には十分に対応しえていないようだ。

ESRBについては、法人格を持たず、その権限は厳格には定義されていない。警告や勧告を出すかどうかについての決定は理事会の単純多数決に基づいており、効率的な意思決定方法を確立すべきであろう。理事会はECB総裁が議長を務め、ECBの副総裁、EU全加盟国の中央銀行の総裁、欧州委員会の委員、ESFS三機関の議長などがメンバーとなっている。ESRBには強制力がなく、「すぐに行動しない場合は説明を求める」というプロセスが成功するか否かはEU各国指導者の「政治的意思」に依拠しているのが現状だ。EUの経済・財務相理事会(ECOFIN)はESRBの勧告を実施するよう加盟国に圧力をかけるべきと思われる。また、ESRBはその権限を広範にとらえ、銀行システムや他の金融セクターの強靱性に関わる問題だけでなく、マクロ経済の安定性に関わる問題も考慮対象とするべきであろう。マクロ経済や金融をめぐる緊張状況の中には、マクロ経済の健全性を維持するための手段の方が金融政策より役立つこともあるからだ。

### 5.1.3 銀行規制・監督に関するOECD勧告

OECD(2010)<sup>5</sup>はドラロジュール報告<sup>6</sup>に基づいて、欧州の金融監督システムの強化が進む

<sup>5</sup> OECD Economic Surveys: Euro Area 2010, pp 8-9

<sup>6</sup> Report by the High-Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosiere, 略称はDe Larosiere Report, 欧州委員会は2008年11月にドラロジュール元IMF専務理事を座長とする作業部会に欧州金融市場の改革について諮問、同作業部会は2009年2月末に31項目からなる提言をまとめた

中で、銀行規制・監督に関する勧告を発表した。6つのテーマに沿って、それぞれ一つもしくは数項目の勧告を列挙しており、そのうち主要な勧告をピックアップする。

- ① ミクロ経済の健全化に関する規制強化
  - －資本バッファの規模拡大と資本の質の改善
  - －過剰なレバレッジを思いとどまらせるためにレバレッジ比率(基準)を導入する
  - －流動性規制の強化
  - －リスク評価をする際、格付けに過剰に依拠しないこと
- ② 金融システムにおいて重要な機関の規制を通じてシステムック・リスク（連鎖破綻リスク）を減らすこと
  - －資本課徴金などを通じて損失吸収能力を高めることを義務付けることによって、重要金融機関に対して健全性確保のための要件を設定する
  - －デリバティブや簿外取引活動などにより厳格なルールを設定することにより、銀行活動とその他のリスクな活動の分離を確実にすることのメリットを検討する
  - －モラルハザードのリスクを最小化する形で銀行破たん処理メカニズムを改善する
  - －追加税(tax surcharge)もしくはリスクに基づく徴税を通じて規模の大きさと複雑さに対してペナルティーを科す
- ③ 景気循環増強的要因(pro-cyclicality)を緩和するために、マクロ経済の健全性に関する規制を打ち出す
  - －「国際決済銀行(BIS)のバーゼル銀行監督委員会の規則」に沿った反景気循環増強的な資本バッファのシステムを導入する
- ④ マクロ経済の健全化のための監督を目的とした機関の設立
  - －ESRBの設立を歓迎するが、金融とマクロ経済の安定化のために意思決定が効率的になされ、勧告が実施されるよう監督すべきである。早期警戒およびシステムック・リスクの評価のための手段の開発に向けて十分な資金の確保と情報へのアクセスが必要である
  - －加盟国レベルでもマクロ経済の健全化のための枠組み作りが必要で、ESRBとの間で責任分担および資金の分かち合いが必要である。
- ⑤ クロスボーダーの監督強化

このテーマに関しては、欧州委員会はクロスボーダーで活動している大規模な銀行グループを対象とした単一で統合されたEUの監督制度が妥当であるかどうか検討すべきだとしている。

  - －単一の欧州ルールブックづくりのために拘束力のある技術基準の設定権限を含めて、EBAに十分な権限を付与する
  - －各国の財政政策を求める「財政セーフガード規則(fiscal safeguard rules)」の適用を例外的な場合に制限することによって、EBAの権限の希釈化を避けること

- 各国の監督当局の分析とポジションに異議を唱えることを可能にするために、EBA に十分な資金を割り当てる
- 不良債権(nonperforming loans)など主要変数の定義の調和や共通監督データベースの創設を通じてクロスボーダーの監督とシステミックリスクの監視を促進する
- 監督プロセスの透明化と開示を促進することによって市場の規律を強化する
- ⑥ クロスボーダー危機管理メカニズムの導入
  - 国別の機関が銀行破たん処理のための効果的な手段を有するべきであり、各国間で調和が図られるべきである
  - すべてのクロスボーダーの大規模な金融機関は、各国間での負担分担に関する合意に基づいた、機能する「安定化グループ (stability group)」(後述)に属するべきである。
  - 預金保険スキームについては、限度額や対象となる預金者や金融商品の範囲を含めて、各国間で調和が図られ、事前に必要資金が調達されるべきである。
- ⑦ 単一欧州資本市場の機能向上
  - 特にリテール・レベルで、EU 資本市場統合のための制限が撤廃されるべきである

以上、OECD の勧告をみてきたが、2012年6月の「ファンロンパイ・レポート」と比べると、預金保険機構については統一機構ではなく、国別の機構の調和を提唱している。破たん処理機構についても改善の必要性を指摘しているだけであり、統一機構の創設までは踏み込んでいない。また、銀行監督の一元化については欧州委員会に検討するよう求めている。

一方、IMF(2010)<sup>7</sup>は、欧州に統一された銀行破たん処理機構と預金保険機構を創設することを提唱しており、それも破たん処理をコスト面での効率性を確保しながら実施する必要性を指摘している。コスト効率性とは具体的には、①預金者に損害を与えないこと、②預金保険システムが被る損害を最小限にすること、③経済への付随的な損害を最小限にすること、④各国の政府予算への負担をゼロもしくは最小限にとどめることとしている。

ところで、OECD 勧告の⑥で言及した「安定化グループ」については、北欧・バルト圏で既に存在する。すなわち、国境を超えた金融の安定、危機管理、危機の解決のための協力協定が北欧・バルト圏 8カ国の財務相、中央銀行総裁、金融監督機関の関係者によって 2010年8月17日に調印された。「北欧ーバルト・クロスボーダー安定グループ(Nordic-Baltic Cross-Border Stability Group(NBCBSG))」と呼ばれ、欧州内で創設されたクロスボーダーの安定化グループの第一号となった。8カ国はデンマーク、エストニア、フィンランド、アイスランド、ラトビア、リトアニア、ノルウェー、スウェーデ

<sup>7</sup> Wim Fonteyne et al. “Crisis Management and Resolution for a European Banking System” p 5. IMF Working Paper, 2010”

ン。8カ国は銀行監督で密接な協力の実績があり、また、大銀行グループが多いため EU の他地域にとって先例となりそうだ(OECD, 2010)<sup>8</sup>。

協定の目的は、参加国が金融危機を防止するために効果的に協力するということだけでなく、危機的状況が発生した場合に備えるということにもある。事前に協力のための手続き、情報共有、評価および破たん処理の方法で合意することにより、金融危機のコストを最小限に抑えることを目指している。

NBCBSG の主要な任務は、

- 関連する金融グループに関して、必要な金融情報のデータベースを常に最新のものにしておく
  - 協調的意思決定への法的、その他の障壁を特定しておく
  - 共同の危機管理手段および危機解決メカニズムを検討しておく
  - ストレステストと危機シミュレーションの実施
  - 財政出動による破たん処理コストの分担のための基準およびモデルの作成
- 負担分担額の算出では次の点を考慮する：
- 金融グループの重要度
  - 監督責任の度合い
  - その他の考慮すべき要因：問題資産のシェア、例外的に大きい財政負担、危機防止と早期警戒措置の質

ただ、協定は法的な拘束力を持たず、金融危機への対応とその解決は各国の監督機関の責任であり、協力するかどうかは任意であるとしている。

#### 5.1.4 銀行同盟の設計図

銀行同盟の設計図については、2012年6月の「ファンロンパイ・レポート」<sup>9</sup>は、(1)銀行監督の一元化、(2)EU全域をカバーする預金保険機構の設立、(3)EU全域をカバーする銀行破たん処理機構の設立、を銀行同盟構想の三本柱と位置付けている。ベルギー・ブリュッセルに本拠を置くシンクタンク Bruegel は2012年6月、「どのような欧州銀行同盟にするのか(What kind of European Banking Union?)」<sup>10</sup>と題した政策文書(Pisani-Ferry et al, 2012)を発表し、その中で欧州銀行同盟構想の設計に関わる問題点について論じ、7つの基本的な選択に迫られていると指摘した。それらは、①参加するEU加盟国の範囲、②参加銀行の種類、③監督を担う機関、④破たん処理を担う機関、⑤預金保険機構の一元化の程度、⑥財政的支援の必要性、⑦ガバナンスの枠組みと必要とされる政治的機関、に関

<sup>8</sup> OECD Economic Surveys: Euro Area 2010, pp 153-154

<sup>9</sup> European Council The President “Towards a genuine economic and monetary union: report by the President of the European Council Herman Van Rompuy” p 3, Brussels, June 26, 2012 EICO 120/12

<sup>10</sup> Jean Pisani-Ferry et al, “What Kind of European banking union?” pp 1-2 bruegel, June 2012



わるものだ。

政策文書は①に関連して、銀行同盟に加盟する国の地理的範囲としてはユーロ圏を包含することは必須であるが、ユーロ圏に属さない他の EU 加盟国が入ることも望ましいとしている。また、競争上の条件が歪曲されることを防ぐために参加国のすべての銀行をカバーすることが理想的であるという。銀行監督の主体は ECB もしくは ECB プラス新たに設立される機関になりそうだ。既存の国別監督機関は欧州全域の監督機関の下で中小の銀行を監督することも考えられる。欧州全域の銀行破たん処理機関は金融安全網である「欧州安定機構 (ESM)」の資金を活用できるようにする可能性もあるだろう。欧州預金保険機関については、全面的に一元化された機関が望ましいが、部分的な再保険システムでスタートすることも一つの方法だ。さらに、銀行同盟は少なくとも欧州次元での「黙示的 (implicit)」な財政面での裏付けおよび政治的権威、そして正当性を必要とするだろう。言い換えれば、銀行同盟は財政統合や政治統合から切り離しては考えられないのである。

銀行同盟の三大構成要素については、英紙フィナンシャル・タイムズ(2012年6月7日付)が現状、次のステップ、長期的な見通しに分けて、表にまとめている。

表 5-1 銀行同盟構想の 3 本柱

	現状	次のステップは？	長期的には？
銀行監督	各国の監督当局がほとんどの権限を有している。EBA が欧州全域にわたるイニシアチブを監視、調整することもある。	欧州委は欧州監督機関が、情報を収集し、銀行に対し偶発事態に備えるよう強制する権限を持つことを提案している。	ユーロ圏諸国の銀行監督の主権限を各国当局から ECB に移譲。ECB と各国監督当局の間で責任と連帯のバランスを図る必要あり。
破たん処理	破たん銀行に対する権限や法的枠組みに関しては各国間で大きな違いがある。	銀行破たん処理案では、全ての国家別破たん処理機関は銀行を再編成し、経営陣を解雇し、資産を売却し、投資家の無担保債権を削減する権限を有することになる。	破たん処理権限は一元化される。欧州破たん処理機関はいかなる EU 加盟国にも介入し、破たん銀行を閉鎖し、損失を投資家と保護されていない預金者に担わせることになる。各国の破たん処理機関は責任を免除されることになる。
預金保護	預金保険機関は国によって違い、一	欧州委は 2010 年に提案したものの、ブロックされた提案を部分的によみがえらせてい	統合された EU 預金保険基金がすべての域内銀行をカバーす

	部の国の機関には預金を保護したり、銀行を整理するための十分な資金がない。	る。それは加盟国に預金の1%相当の資金を積みませ、預金者一人当たり一口座で最大10万ユーロペイオフし、銀行閉鎖コストをまかなうというものだ。財源は銀行への課税で、10年間かけて実施される。国別スキームは緊急事態には相互援助を義務付けられる。	る。このための財源は銀行への課税によって賄われる。EU全加盟国の間でリスクをプールする。
--	--------------------------------------	--	--

### 5.1.5. 銀行監督一元化に向けての問題点

欧州委員会のバローゾ委員長はユーロ圏内における銀行監督の一元化に前向きだ。欧州委は2012年9月12日、ユーロ圏の債務危機対策の柱として、ユーロ圏諸国の銀行監督の主な権限を各国当局から欧州中央銀行(ECB)に移譲する銀行監督一元化案を正式発表した。

その後、EUおよび加盟国レベルで議論が積み重ねられ、銀行監督についてはユーロ圏での一元化を2014年秋に始動させることで合意が成立した。同合意の下で、ECBを中心とする単一監督機構(single supervisory mechanism=SSM)が設立され、2014年11月に始動した。SSMは銀行免許の付与・剥奪や個別行の健全性評価(自己資本比率、レバレッジ比率、流動性比率などの側面)、情報請求、立ち入り検査、制裁などを行う。ECBはユーロ圏内の銀行が自己資本比率などの規則に違反した場合、早期に介入する権限を有し、当該銀行に是正措置を取らせることができる。

ユーロ圏内で一元銀行監督権限を有するECBは欧州議会に報告義務、説明責任を負うことになる。

銀行監督の主体についてはさまざまなアイデアが出されている。各国の監督機関がEBAに権限を委譲し、EBAに担当させるというもの。新たに監督機関を設立する提案やそれをECBと合体させるというアイデアもあった。結局、欧州委案は銀行監督の主権限を各国当局からECBに移譲させるというものに落ち着いた。こうした中で、たった一つの機関が6000に上るユーロ圏すべての金融機関を取り締まるのは不可能であり、ECBとユーロ圏各国当局が監督権限を分担する必要が生じてくるだろう。

この論点に関連して、監督対象の銀行の範囲としては、域内のトップ25行に絞るというアイデアや、クロスボーダーの活動が盛んな46行(2005年時点でEU内銀行資産の68%を占めた)にするアイデアもあったが、結局、欧州委案は域内の全銀行を対象とすることを求めた。

欧州委案によれば、EU加盟国でありながらユーロ圏に参加していない国もECBの銀行監督レジームへのアクセスが認められる。しかし、これらの国はECBの銀行監督に関する政策に影響力を行使できない中で、ECBの政策に従わざるを得ないという弱い立場に置かれることになる。特に、英国はユーロ圏の銀行監督一元化がロンドンの国際金融街シティーに悪影響を及ぼさないか、議論のゆくえを注視している。

銀行監督一元化は、ユーロ圏が金融安全網の欧州安定化機構(ESM)を通じて資本不足の銀行に直接資本注入する制度を新設するための前提条件でもある。直接資本注入が可能になれば、政府債務を増やさずに銀行の健全化を図ることができ、危機対策が前進すると考えられている。

銀行監督のいわば“裏返し”の考え方として、クロスボーダー活動が活発な大銀行グループに対して、EUレベルで銀行免許を付与するというものもある。いわば、「ゆりかごから墓場」まで銀行の健全性を監視するというアイデアだ。

EUでは加盟各国固有の会社法とは別に域内全体をカバーする「欧州会社(ラテン語の *Societas Europea* を略して「SE」と呼ばれる)法が存在するが、これに倣って「欧州銀行憲章(European banking charter)」を制定し、EUレベルでの監督体制にシフトし、域内の無制約のクロスボーダー銀行活動を効率的な危機管理/破たん処理システムによってコントロールしようというアイデアも浮上している(IMF, 2010)<sup>11</sup>。

#### 5.1.6. 汎欧州破たん処理機構

域内で銀行の破たん処理に取り組む前になすべき課題がある。すなわち、経営難に陥り脆弱化した銀行を特定し、優先順位を付けて資本増強を行い、必要であれば不良債権を管理・処理するといういわゆる「トリアージュ・プロセス(triage process)」の実施である。こうした銀行の存在は経済成長の「足を引っ張っている」という認識に基づいている。Bruegel(2009 Ada)<sup>12</sup>はそのための財源を捻出する目的で「欧州信託銀行(European Bank Truehand)」の一時的設立を提唱している。これは、1989年に米国において、経営破たんまたはその恐れのある貯蓄金融機関(savings and loans associations=S&L)を、救済、管理、処分するために設立された政府機関である「整理信託公社(Resolution Trust Corporation=RTC)」をモデルとするものだ。RTCには業務遂行のため財政資金が投入され、1995年末で業務を終了した。スウェーデンにも1993年に同様の機関である「銀行支援機関(Bank Support Authority=BSA)」が設立され、銀行の資産を評価し、支払い不能と認められた銀行の資産を接収するという任務に当たった。日本でも金融庁が2002-03年に主要銀行の特別検査を行い、資本不足と認められる銀行に対して厳しい措置をとった。

IMF(2010)<sup>13</sup>は銀行破たん処理の枠組みの目的を破たんが経済に与える連鎖的かつ広範な影響をできる限り押さえ込むことであるとしている。そのために、経営困難に陥った銀行の問題を解決するために、流動性の支援や資本増強もしくは銀行グループ内での資産移転などの形で早期介入を行うべきであるとしている。介入は民間部門による関与から始まり、「ブリッジ銀行」タイプの機関設立も選択肢の一つである。それでも不調な

<sup>11</sup> Wim Fonteyne et al “Crisis Management and Resolution for a European Banking System” p 12, IMF Working Paper, 2010

<sup>12</sup> Adam Posen “A solution for Europe’s banking problem” p.1, bruegelpolicybrief, 2009

<sup>13</sup> ibid. p 37

場合は「整理(resolution)」の段階に入る。

整理段階では、破たん処理機関が破たん金融グループの管理を始める。同機関は株主に資産を分配し、担保を持たない債権者に対しては「ヘアカット」などの手段も取りながら、分配を行う。

また、厳しい連鎖破たんのケースで、民間分野での解決が不可能であれば、破綻銀行の一時的国有化も考えられうる。

さらに、破たん処理に踏み切るきっかけとしては、①銀行が重大な規則違反を犯した、②銀行がもはや経済的に存続不可能である、③銀行の資本バッファーが追加的な損失をカバーするのに不十分なレベルまで低下した、④銀行の健全性を取り戻すための早期介入が失敗した、ケースなどが挙げられる (IMF, 2010) <sup>14</sup>。

ところで、2008-09年の欧州金融危機は、クロスボーダーの破たん処理を一EU加盟国の破たん処理機関に任せることは、国内権益を優遇し、特に納税者の負担を伴う場合、コストの海外シフトを奨励するのに等しいことを如実に。各国間での事前の拘束力のないコミットメントや法的義務でさえ各国間での非協力的な態度をやめさせるうえで信頼に値するものではない (IMF, 2010)。

整理手続きを進めるには、資金へのアクセスが必要であり、「最後の貸し手(lender of last resort)」的な機能が必要とされるであろう。このためには財政当局とのコミュニケーションや協議を確立する必要がある。言い換えれば、欧州破たん処理(整理)機構 (European Resolution Agency = ERA) は銀行監督機関と財務省の間に位置付けられ得るであろう。

ERA は支払いに問題を抱えている兆候がある銀行に素早く介入する権限を与えられ、監督機関から監督権限を引き継ぎ、早急に決定を下し、それを実施し、事後説明責任を果たさなければならない。

組織的には、ERA の形式についてはいくつか考えられる：

- 独立機関：常駐職員は少数にとどめるが、必要であればすぐ支援に駆けつける専門家のネットワークを利用する。
- EBA とそれを支える国別の監督機関：EBA が国別機関を監視する。
- 欧州中央銀行システム (ESCB)：「最後の貸し手」として機能する能力を考慮した。しかし、銀行監督をめぐる問題に広範に関与することはインフレ抑制など ESCB の主要任務の実施で差し障りが生じるかも知れない。また、各国中央銀行のバランスシートの弱体化につながるかもしれない。
- 欧州預金保険機関：米国の連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC) をモデルにして、預金保険の機能と破たん処理(resolution) を合体させるものだ。

欧州委員会はブループリント(2012)<sup>15</sup>の中で、ユーロ圏内で単一整理メカニズム(single

<sup>14</sup> ibid p 1

<sup>15</sup> European Commission “A blueprint for a deep and genuine economic and monetary

resolution mechanism) を創設する場合、次の三原則を順守することが肝要であると強調した：

- 銀行の健全性をめぐる厳格な共通ルールを守ることによって銀行整理は必要最低限に限定するべきである。
- 単一整理メカニズムによる介入が必要な場合、銀行の株主と債権者は外部からの資金投入がなされる前に整理コストの負担に応じるべきである。
- 銀行の再編プロセスをファイナンスするためのいかなる追加的な資金も納税者ではなく、銀行セクターが拠出するメカニズムによって提供されるべきである。

欧州委の掲げる三原則は、銀行の整理・再編に当たって EU レベルや各国政府による資金負担をできる限り抑制しようという意図がみとれる。

SRA に関する欧州委員会の提案は“超国家的”色彩を帯びており、破たん処理の最終決定権を欧州委員会に付与するとしている。すなわち、破たん処理委員会の勧告に基づき、欧州委が決定するという仕組みである。また、破たん処理委員会の管轄範囲は参加国の全銀行としている。

一方、EU 閣僚理事会は 2013 年12月の欧州理事会を前に、ドイツが欧州委の SRM 案に強く反発したことを受けて、“政府間主義的”色彩が濃い修正案を打ち出した。同修正案は、破たん処理の最終決定権を EU 閣僚理事会に付与し、破たん処理委員会の直接管轄対象を ECB が直接監督する「重要な」銀行や国境を越えた銀行グループに限定している。

EU 各国で構成する理事会は 2013 年12月に、ユーロ圏諸国の銀行が破たんした際の処理を一元化する仕組みで合意した。しかし、問題は破たん処理の決定手続きが複雑すぎるという点にあった。同合意では、破たん処理委員会の決定、それに対する欧州委の判断に基づく提案、その提案に基づく理事会の拒否権・修正権が存在し、複雑極まりない仕組みとなっており、決定過程に複数の機関が関与して「何百人もの人々が相互に協議する」形になる。これでは破たん処理の権限が実質的に国内にとどまり、銀行危機と政府の財政危機のリンクを断ち切ることができないのではないかと懸念された。こうした中で欧州議会が合意内容の一部に難色を示し、2014 年に入って双方の間で協議が続いた。

この結果、2014 年 3 月20日までに最終合意がまとめられた。それによると、銀行界の出資で設ける 550 億ユーロ規模の破たん処理基金については、造成期間が当初予定の 10 年から 8 年に短縮された。国別の利用枠を統合して基金を共有化するペースも前倒しした。

また、当初案は破たん処理の手続きが複雑で、時間を要する点が問題視された。最終合意案は破たん認定に関する ECB の権限を強化したうえで、処理計画の決定を「週末に米市場が閉まってから週明けにアジア市場が開くまでの間」に行われるよう迅速化を図った。

具体的には、破たん処理機構 (SRM) の破たん処理理事会 (single resolution board=SRB) が破たん処理計画を採択し、欧州委員会が破たん処理のための、域内における国家補助金

---

union: Launching a European debate” p 18, Nov. 28, 11, 2011, Brussels, COM(2012)777 final

に関する決定 (state aid decisions) を採択した場合、12 時間以内、24 時間以内、32 時間以内に、EU レベルで銀行破たん処理に関与する 3 プレーヤーである SRM、欧州委員会、閣僚理事会の間でどのような手続きがなされることになるのか、2 つのシナリオが描かれている。

表 5-2 銀行同盟における破たん処理手続き<sup>16</sup>

破たん処理理事会(SRM)が破たん処理スキームを採択し、欧州委員会が国家補助金に関する決定を採択した場合。

	12時間以内	24 時間以内	32 時間以内
シナリオ 1	12時間以内に欧州委員会は閣僚理事会に破たん処理スキームに対して異議を唱えることができる (公益を理由にして、そして破たん処理基金の使用方法を大幅に変更できる)	12時間以内に閣僚理事会は欧州委員会の提案を精査できる	もし閣僚理事会が異議を唱えるのであれば、8 時間以内に、破たん処理理事会は決定を変更することになる
シナリオ 2	24 時間以内に欧州委員会で破たん処理クレームに異議を唱え、破たん処理資金の使用方法の大幅変更を提案できる		もし欧州委員会が異議を唱えるのであれば 8 時間以内に破たん処理理事会は決定を変更することになる

欧州委員会は、金融危機の間における金融機関に対する公的支援に関する一時的な国家補助金規則 (temporary state aid rules) を採択しており、このアップデート版は 2013 年 8 月 1 日から実施されている。その特徴は、負担の分担 (burden sharing) に関する強化であり、銀行は資本注入や資産保護措置を受ける前に、再編成もしくは秩序ある事業縮小のための健全な計画を作成しなければならないというものだ。

最終合意案の下では、単一破たん処理機構 (SRM) が設立され、同機関がユーロ圏で破たんした金融機関を閉鎖することになる。SRM の中心は強力な権限を持つ単一破たん処理理事会 (Single Resolution Board=SRB) であり、常駐メンバーを有する。SRM には欧州委員会、閣僚理事会、ECB 及び加盟各国の破たん処理機関が関与する。大抵の場合、ユーロ圏内もしくはユーロ圏内には入っていないが、銀行同盟に参加する EU 加盟国の銀行の破たん処理が必要となった場合、ECB はその旨を SRM、欧州委員会及び関係国の破たん処

<sup>16</sup> European Commission, “Memo-Banking Union restore financial stability in the Eurozone,” p p 2-3, Brussels, April 15, 2014

理機関に通知することになる。

最終合意案に至る協議では、金融機関の破たん処理に伴うコストを補てんするための政府レベルでの共同の仕組みを創設するには至らなかった。

合意は銀行同盟の第二の柱である破たん処理の仕組みを完成させるものであり、経営破たんしていると判断される域内銀行を閉鎖するための具体的な道筋がついたことになる。

ただ、550 億ユーロの破たん処理基金は不十分であり、すぐ使い尽くされる可能性を指摘されている。ただ、使用分については同基金が金融市場で借り入れて補てんする道も残されている。さらに問題なのは、ユーロ圏加盟 19 カ国は域内銀行の破たんへの対応コストを共同でカバーする仕組みにはなっていないことだ。これは裏返してみれば、ユーロ圏信用不安の際にみられたような EU レベルによる公的資金は銀行同盟が軌道に乗れば行われなくなるということを意味する。欧州委員会のバルニエ委員（域内市場・サービス担当）は「これで（公金投入による）大規模な銀行救済の時代は終わる」と述べた。

銀行の財務状況が修復不可能となったとき、銀行の預金者と納税者を保護する形での危機管理が必要となる。この文脈で、bailout（支援）から bailin（株主や債権者による損失負担）へのシフトがクローズアップされてくる。

ユーロ圏で信用不安が広まり始めて以来、銀行の公的支援が繰り返され、それにより公的債務が増大し、納税者の負担も膨らんだ。欧州委員会によると、2008 年 10 月から 2012 年 12 月の間、資本再注入と資産保全措置（asset relief measure）の形で承認された国家補助金措置は 5919 億ユーロに上り、これは 2012 年の EU の GDP の 4.6% に達した。債務保証を含めると、1 兆 6000 億ユーロに上り、これは 2008-10 年の EU の GDP の 13% に等しい。

欧州委員会は bailin が実際にどのように機能し得るとみているのであろうか。銀行が bailin を実施しようとするとき、金融当局はまず、株主に負担（損失を引き受けること）を求め、その後、あらかじめ決めた債権者順位で bailin を求めることになる。すなわち、株主や転換社債及び劣後債権の保持者等である、10 万ユーロ未満の預金保持者が影響を受けることはない。

言い換えれば、可能な限り、銀行の損失をカバーする責任は銀行への民間投資家及び銀行業界全体に負わせることになり、納税者ではない。

EU は 2016 年 1 月 1 日、ユーロ圏の銀行の経営破たんに備え、破たん処理費用を賄う基金を発足させた。リーマン・ショック後の金融危機が欧州に波及し混乱が生じた教訓を踏まえて設計された、銀行破たん処理を一元化する制度が本格的に始動した。

欧州債務危機を受けて、金融行政を統合する「銀行同盟」を推進してきた EU は 2014 年 11 月に銀行の監督制度を一元化しており、今回の基金発足により同盟の 3 本柱のうち、二つがそろった。

基金は EU 加盟国の銀行が拠出し、今後 8 年間で 550 億ユーロ規模まで積み上げる計画だ。大手銀行が破たんした場合、ECB と欧州委員会、問題銀行を抱える国の金融当局で構

成する「破たん処理委員会」が処理計画を作成し、基金からの資金投入を判断する。ユーロ圏内からの銀行の拠出金で、総額で 550 億ユーロの基金の積み立てが終了するまではユーロ圏加盟国が必要な場合につなぎ融資を提供して財源を賄うことで合意している。

### 5.1.7 汎欧州預金保険機構

預金保険機構の目的は、銀行の直面するリスクを適切に評価できない小規模預金者を保護し、銀行への取り付け騒ぎへのリスクを減らし、破たん銀行の「退場」を容易にすることによって銀行に規律を課し、銀行の破たんがもたらす経済への影響を限定的にすることである。インターネットの時代にあつては、預金をある銀行から他の銀行に移すのは簡単であり、銀行の支店が営業のために開店している必要はない。21 世紀の銀行取り付け騒ぎは週末にも起きる可能性があり、それも何かのきっかけがあれば数時間のうちに起きるかもしれない。電子的送金の手段が広範に利用できることから取り付け騒ぎがリテール・レベルで目に見えない形で進行する恐れがあり、対応を困難にしている。

前述の「ドラロジュール報告」(2009)<sup>17</sup>では、各国の預金保険機関に適用される規則を調和化することを求めており、具体的には各国の預金保険スキームがあらかじめ必要と予想される資金を確保するとともに、各国間での責任分担の取り決めに勧告している。前掲の表 5-5 で指摘したように、欧州委員会は 2010 年、加盟国に預金総額の 1% 相当の資金を積みせ、預金者一人当たり一口座で 10 万ユーロを限度とするペイオフと銀行閉鎖コストを賄わせることを提案している。1994 年の EU の預金保証指令は預金者一人当たり最低 2 万ユーロを保証することを定めていた。そして、EU は 2008 年の金融危機が勃発する前から、預金保証システムを改善し、保証限度を引き上げることを検討していた。

- しかし、現在の域内預金保険スキームはいくつかの問題を抱えている (IMF, 2010) :
- リテール・レベルで預金者を包括的に保護しておらず、銀行取り付け騒ぎのリスクが存在し、一時的な銀行救済措置を行うよう政治的圧力が高まる土壌が存在する。
  - 連鎖破たんを起こす可能性のある大銀行グループを“退場”させるのに効果的ではない。
  - 加盟各国の法的義務が不明確である
  - 国別預金保険機構による事前の資金調達は不十分であるかもしくはそもそも存在しない。
  - 銀行破たん処理(整理)における各国の預金保険機構の役割はさまざまであり、クロスボーダーの危機管理を複雑なものにしている。

こうした中で、銀行破たんの可能性が生じた場合、預金保険機構は預金者に対するペイ

<sup>17</sup> De Larosiere Report, pp 21-22, 2009



オフの準備と、銀行破たんが準備金に及ぼす影響の分析を開始しなければならない。ペイオフについては、域内では2010年12月31日から限度額が10万ユーロで統一されている。欧州委員会は翌2011年7月に預金保護について制度を簡略化し、支払いを迅速化し、預金保険制度のための事前の資金調達の方法を改善することを提案した。

欧州委員会内部ではユーロ圏内の全銀行を対象とした統一預金保険制度は5兆ユーロの預金をカバーすることになると試算されており、そのための資金を調達するために銀行に対する新たな課税が検討されているが、ドイツは「ドイツの納税者の負担でスペインの預金者のお金を保証することになる」として反対が根強い<sup>18</sup>。

欧州委員会はまた、ユーロ圏全体をカバーする預金保険と破たん処理の機能を合わせ持つ欧州預金保険・整理機構(European Deposit Insurance and Resolution Authority=Edira)を設立し、欧州預金保険・整理基金(European Deposit Insurance and Resolution Fund=Edgar)を管轄させるという提案を2013年にも行うとみられていた。この案が実現すれば、Ediraはユーロ圏において経営困難に陥った銀行について“死刑宣告”する時機を決めるとともに、損失を債券保有者に押し付ける権限を有することになる。ユーロ圏各国はEdiraに大幅に権限を委譲することになる。しかし、2013年中にこうした提案は行われなかった。2013年12年の欧州理事会では、銀行破たん処理後の保険範囲内での払い戻しの迅速化で意見が一致したが、預金保険一元化の議論は進まなかった。

2014年4月に欧州委員会が発表した銀行同盟に関するメモ<sup>19</sup>には預金保険に関する言及はあるが、汎欧州預金保険機構については触れられていない。ドイツなどが納税者の負担を伴うことに難色を示しており、めどは立っていない。

しかし、同メモには域内の預金保険システムの強化策が説明されている。まず、全加盟国において銀行預金は預金者一人当たり10万ユーロまで保証されるとしたうえで、預金払い戻し保証のための国別基金を拡充する目的で、今後10年間にわたって銀行から預金保険でカバーされる預金の0.8%に相当する金額まで積み増すよう求める。こうした事前の資金調達では不十分な場合、銀行破たん処理後に最後の手段として、公的、民間融資をアレンジすることになるという。さらに、各国の預金保険機構の間で相互借り入れメカニズムを作る構想もある。EUの銀行復興破たん処理指令(Bank Recovery and Resolution Directive)の下では、個人や小企業経営者が保有するそれぞれ10万ユーロ以下の預金については保護されないが、bailinの対象とする場合、「最後に犠牲にする」という優遇策をとることになっている。

## 5.2 3本柱の彼方に

これまで銀行同盟の3本柱を中心に論じてきたが、本節では金融行政統合をより幅

---

<sup>18</sup> *The Financial Times* “Germany forces Brussels to abandon bank guarantee idea”  
2012年9月14日

<sup>19</sup> Ibid p 2

広い視点からとらえることを試みる。具体的には、信用格付けへの過度の依存の問題とヘッジファンドなどシャドー・バンキングのリスクへの対応について考察する。

### 5.2.1 信用格付け

民間格付け会社、特に米国の二大格付け会社（S&Pとムーディーズ・インベスターズ）及び米英系のフィッチは、国債格付けが引き下げられた時、政府関係者の怨嗟の対象となりやすい。格下げで資金調達金利が上昇し、財政支出が増えるからだ。

S&PやムーディーズがGIPSIのいずれかの国債を格下げするたびに、当該国の既発国債の利回りと基準となるドイツ国債の利回りの格差（スプレッド）は拡大する。格下げの理由は財政再建の見通しが遠のいたとか、財政赤字が拡大したというのがほとんどだ。銀行の格下げも銀行経営に多大な影響を及ぼす。

EU内でギリシャ向け第二次包括支援策が議論されていた。2011年7月第1週、ムーディーズはポルトガル国債の格付けを一挙に4段階引き下げた。これに対して欧州委員会のバローゾ委員長（当時）は、ムーディーズによる格下げは「過ちであり、誇張である」と切り捨て、「タイミングと規模において、ムーディーズの判断を遺憾に思う」と述べた。一方、ドイツのショイブレ財務相は、「われわれは格付け会社の寡占状況を打破しなければならない」と述べ、格付け会社のパワーを制限しようとする動きがEU域内で高まっていることを示した。

欧州大手銀行も三大格付け会社による寡占状態を憂慮しており、三社への優先的な情報提供をやめるとともに、格付け業界への新規参入を促進する方針だ。

欧州議会は2012年6月中旬、「欧州債務危機で分かったことは、格付け会社があまりに大きな影響力を持ってしまった、ということだ。それは政策決定にも影響を及ぼすほどだ」との声明を発表し、国債格付けへの規制を強化するべきだと訴えた。そのうえで、「格付けは各国の特徴を踏まえたものであるべきだ」と強調し、財政や経済の数字だけで決めるべきではないと主張した。

格付け会社は本来、国債や社債がきちんと返済されそうかどうかを調べ、投資家に伝える民間会社に過ぎない。にもかかわらず政治家や当局者がびりびりするの、ただでさえ弱くなっている銀行経営や国債市場が、格下げでさらに悪化していると映るからだ。格付け会社がここまで影響力を持つようになったきっかけは、各国の金融監督当局でつくるバーゼル銀行監督委員会が1990年代後半、格付け会社の活用に動いたことだ。銀行の貸し出しにどれだけのリスクがあり、自己資本がどれだけ必要であるかを計算する際に、格付けを使う方向になった。

三大格付け会社の影響力は大きく、ユーロ圏の債務危機・信用不安を増幅する方向に働いたことは否定できない。

表5-3 スタンダード・アンド・プアーズによる主要国の格付け  
(2016年7月16日現在)

AAA	①	ドイツ、オランダ、フィンランド、ルクセンブルク、英国
AA+	②	米国、フランス、オーストリア
AA	③	ベルギー
AA-	④	日本、中国
B	⑤	チリ
A	⑥	韓国
A-	⑦	
BBB+	⑧	アイルランド、スペイン、イタリア
BBB	⑨	ブラジル、ロシア
BBB-	⑩	インド
BB+	⑪	
BB	⑫	ポルトガル
CCC	⑬	ギリシャ

註 1) 格付けは 21 段階。数字は上から何番目かを示す。

2) ⑩以下は投資不適格) である

3) 約束通り債務が返済されるかどうかの目安

### 5.2.2 金融市場の猛威—CDS とヘッジファンド

ギリシャにおける財政・債務危機の勃発で、同国国債の利回りが大幅に上昇（価格は下落）し、国債の借り入れコストがかさむようになったことは前述した。そして、ギリシャ国債の動向が投機の対象にされているのではないかとの疑念がくすぶっていた。具体的には、国債のリスクを保証する、保険に類似したデリバティブ（金融派生商品）である、「クレジット・デフォルト・スワップ（credit default swap=CDS）」を使って、利回りを押し上げる手法の投機行動である。国債は発行国の財政状態が悪化すれば、保険料である CDS の価格が上昇することに目を付けるのである。デフォルトに近づいているなどと当該国の危機を煽り立て、投機目的の投資を繰り返し、巨額の利益を得ようとするのだ。

ギリシャのパパンドレウ首相（当時）は 2010 年 3 月、投資家が CDS を悪用し、同国を投機の「標的」にしていると非難した。一方、投資家の間では CDS 価格と国債利回りが連動することに注目して、CDS をあらかじめより高い価格で売るオプションを確保し、その水準まで価格を押し上げようとして当該国経済の脆弱性などについて虚実ないまぜのうわさを流し続け、CDS 価格が同水準に達した時点で売り抜けるという手法を明かしたロンドンのヘッジファンドの代表者が 2011 年 11 月 23 日に放映された NHK スペシャルの番組で語っていた。

CDS には様々な側面がある。米国の著名な投資家ジョージ・ソロス（George Soros）氏はかつて CDS は「他人に保険をかけ、その人間を殺すようなものだ」とその悪魔的

性格についてコメントしたことがある。すなわち、人を国家に置き換えれば、国家の「倒産保険」のようなものであり、ある国家の国債を買ったとき、その国家が破たん（債務不履行、デフォルト）に陥れば、保険金が入る仕組みである。

### 5.3 銀行同盟は実現するかー“囚人のジレンマ”

銀行同盟の創設に向けて、EU/ユーロ圏諸国が全面的協力を踏み切るかどうかは、“囚人のジレンマ(prisoners' dilemma)”理論に基づいて説明できる。すなわち、ユーロ圏において個々の加盟国の最適な選択がユーロ圏全体として最適な選択とならない場合がありうることだ。ユーロ圏においては、大抵の場合、相互協力に基づく解決策が関連するすべてのユーロ圏加盟国の見地からすれば最も望ましい結果を生み出すだろう。しかし、こうした最も望ましい結果に関わる費用と便益は不均等に配分される可能性が高いので、関連各国の間で「補償 (compensation)」が必要となる。すなわち、「負担の分担 (burden sharing)」である。ただ、ユーロ圏各国の政府は、各国が「非協力的な解決策」をとれば、一部の国は、銀行グループの資産と債務の地理的配分やグループの重要性にもよるが、協力を通じた解決策による方が大きな利益をもたらすかもしれない。こうしたことに加えて、他国が非協力的な態度を取った場合には「協力的解決」を目指して誠実に行動する加盟国が最も損失を被る可能性もあることを認識しているため、各国は「両賭け」をし、渋々協力するという態度をとることになるだろう。すなわち、重要な情報を隠したり、資産の囲い込みを行ったりして、「非協力的な結果」が出た場合の損失を最小限にとどめようとするだろう。この結果、各国間の信頼と協力は「協力的解決」に必要なものには程遠いという状況となるだろう。

これは、Cihak and Decressin (2007)<sup>20</sup>の論文に基づく悲観的なシナリオだが、一方でギリシャ、スペイン、ポルトガル、イタリアの危機的状況に陥った南欧4カ国プラス、フランス、他方で健全財政を維持し、支援する側に回っているドイツ、オランダ、フィンランド、オーストリアの4カ国の間で「囚人のジレンマ」理論的状況を想起できないだろうか。ただ、銀行同盟構想をめぐっては単純に「囚人のジレンマ」理論は適用できないだろう。なぜなら、欧州委員会や欧州中央銀行(ECB)などのEU諸機関が同構想を積極的に推進しているからだ。

欧州銀行同盟は債務危機に直面する南欧諸国にとって、実現すれば危機的状況の緩和につながる可能性がある。それも創設に向けて短期間のうちに具体的な措置を取る必要がある。最初のステップは欧州銀行監督機関の設立であり、それと並行して監督対象銀行のうち最も重要な大銀行(複数)の資本状況を評価する能力を早急に身に付ける必要がある。この点に関して、「欧州銀行分野タスクフォース(European Banking Sector Task

<sup>20</sup> Martin Cihak and Jorg Decressin “The case for a European banking charter” p 22, 2007, IMF working paper

Force=EBSTF)」の一時的設立が提案されている (Bruegel, 2012) <sup>21</sup>。理想的にはこうしたプロセスにおいて特定された問題は各国レベルで解決されるのが望ましいが、国の財政能力が不十分であれば、欧州レベルでの対応となるであろう。こうしたアプローチを実現するには、関係国においてタスクフォースに情報へのアクセスを可能にし、介入権限を付与する緊急法の制定が必要となるであろう。

一方、銀行同盟に対しては、独連邦銀行は、「財政統合を伴う裏口からのソブリン債務のプール化」になりかねないと警戒しており、実現への道筋は不透明だ。

#### 5.4 結語

銀行同盟については、欧州委は 2012 年 9 月にユーロ圏諸国の銀行監督の主権限を各国当局から ECB に移譲する銀行監督一元化案を正式発表した。銀行監督の一元化は 2014 年 11 月に実現した。ECB が不振行の閉鎖などについての最終的発言権を有することになった。これに先立ち 2014 年 1 月までにユーロ圏内の計約 6000 の全銀行を一元監督下に置いた。ECB は域内の 150 行程度の大銀行を直接監督し、残りの中小銀行は各国の監督当局が引き続き担当するが、何か問題が生じれば ECB が介入できることになる。非ユーロ圏の EU 加盟国も希望すれば ECB が主導する単一銀行監督システムに加わることが可能となる。ただ、英国は参加しない意向を表明している。

銀行同盟の第二の柱は 2016 年 1 月 1 日に実現した。ユーロ圏 19 カ国の銀行の破たん処理が一元化された。破たん処理の費用を賄う 550 億ユーロのユーロ圏の共通基金は同日、運営を開始した。国ごとに異なっていた破たん処理が統一されることで債務危機の再発を防ぐ狙いがある。第三の柱である汎欧州預金保険機構構想はまだ実現していない。

EU/ユーロ圏の銀行セクターをめぐる問題は、EU/ユーロ圏だけに影響がとどまるものではない。EU は銀行の自己資本比率と流動性に関するグローバル・スタンダードを作成中であり、これが銀行監督一元化と整合性を持つよう留意する方針である<sup>22</sup>。すなわち、銀行同盟構想の行方は間接的に日米など域外国の銀行セクターにも影響を及ぼす可能性が高い。

一方、IMF は EU/ユーロ圏の銀行同盟づくりが中途半端に終わらないように圧力をかけようとしている (IMF, 2013) <sup>23</sup>。IMF は 2013 年 2 月に公表された討論ペーパー (discussion paper) の中で、銀行監督の一元化だけにとどまらず、汎欧州破たん処理機構と汎欧州預金保険機構を必ず構築するよう促した。

ドイツの出方が注目される中で、銀行同盟が結成されるとすれば、財政統合や政治統合 (両統合が実現すると仮定した場合) の前になるのか、それとも後になるのか現時点では予想はつかない。ただ、「起死回生」策として銀行同盟の結成の必要性に EU/ユーロ圏は迫られているのは否定しがたい。

<sup>21</sup> Jean Pisari-Ferry “What kind of European banking union?” p 2, Bruegel, 2012

<sup>22</sup> 欧州委員会 COM(2012)510final A Roadmap towards a banking union

<sup>23</sup> Rishi Goval et al “A banking union for the Euro Area” p 22, p 28 IMF Staff Discussion Paper, 2013

## 第六章 財政統合-残された主要課題

### はじめに

現在の通貨統合の下では、ユーロ導入国の金融政策を統一的に担う欧州中央銀行（ECB）が設立されたものの、財政政策は各国政府の権限にとどまっているため、ギリシャなど一部のユーロ参加国では放漫財政が横行し、ユーロ危機につながった。

リスボン条約に規定されている中央銀行による財政支援禁止規定については、2010年12月のEU首脳会議で、事実上の禁止解除を認める方向で条約の部分修正を進めることで合意した。ただ、EU各国の経済政策を統合するための「経済政府」を目指すには、リスボン条約の改正は避けて通れず、その場合、政府間会議の開催や各国の批准手続きを考えると、少なくとも数年はかかる見通しだ。

ただ、2011年8月17日にパリで開かれた独仏首脳会談では、EU経済政府の萌芽とも言うべき「ユーロ圏経済政府」の実現に向けて、ファンロンパイ EU 大統領（欧州理事会常任議長）が主宰する年2回のユーロ圏首脳会議の定例開催が共同提案された。

ユーロ圏経済は、改めて指摘する必要もないかもしれないが、同圏内だけで自己完結している訳ではなく、グローバル化が進展した世界において圏外との貿易、投資交流も活発だ。こうした中で、欧州発の信用不安が広がり、金融市場は各国の財政赤字や累積債務の規模や信用格付けだけでなく、経常収支にも着目している。

欧州通貨統合により、為替リスクなしにドイツやオランダなどによる、ギリシャなど競争力の弱い南欧諸国向けへの輸出が急拡大し、この結果、前者は貿易収支、経常収支の黒字を積み上げ、一方、後者は貿易・経常収支の赤字増に悩むようになったという経緯がある。ドイツの南欧4カ国（ポルトガル、イタリア、スペイン、ギリシャ）に対する貿易黒字は2000年からリーマン・ショック前の2007年までの間に2.2倍増加した。そして経常赤字を穴埋めする形でギリシャなどに資金が流入。これはユーロ導入により、ギリシャはドイツと同レベルの信用力を手に入れたことで加速された。南欧4カ国の国債の自国外の大口保有者には独仏オランダ英の銀行が多い。黒字が膨らんだ北部から赤字国への資金の流れが過剰債務につながったといえよう。

ユーロ圏内におけるこうした不均衡を是正する必要性が叫ばれているもののユーロ圏内での為替レートは存在しない現在では、恐慌が起きるか、それとも債務国がデフォルトでもない限り、非常に困難となっているとの見方が根強い。

## 6.1 ばらばらな財政政策

現在の通貨統合の下では、ユーロ導入国の金融政策を統一的に担う欧州中央銀行（ECB）が設立されたものの、財政政策は各国政府の権限にとどまっているため、ギリシャなど一部のユーロ参加国では放漫財政が横行し、ユーロ危機につながった。

### 6.1.1 南欧問題国の財政の脆弱性は危機の前から

IMF は、リーマン・ショックの 2 カ月後の 2008 年 11 月 15 日に開かれた G20 首脳会議の決定を受けて、世界経済の脆弱性を事前に察知し、それが引き起こす可能性のあるストレスを予知し、危機への対応で前向きな役割を果たすために「早期警戒演習 (Early Warning Exercise=EWE)」を実施するようになった。この過程で、「財政危機への脆弱性を測る指数 (fiscal crisis vulnerability index)」が編み出された。

EWE は世界 33 カ国をカバーし、EU27 カ国(当時)のうちキプロス、ルクセンブルク、マルタを除く 24 カ国を対象としている。データは IMF の「世界経済アウトック」の 1975 -2010 年分を使っている (場合によっては 1995 年分から使用)。

財政危機 (の可能性) を特定する基準としては、①高インフレ率、②大幅なソブリン債利回りスプレッド、③公的債務の不履行 (デフォルト) もしくはスタンダード・アンド・プアーズ (S&P) の定義に基づく債務再編/繰り延べ (リスケジュールリング)、④IMF による大規模な支援プログラムが実施されていること、のいずれかとしている。

そして、使用する財政関連のデータ (変数、variable) としては、一般政府総債務、短期債、景気循環調整済みの基礎的財政収支、政府支出の変化および高齢化関連の政府支出予想の変化を挙げている。また、マクロ/金融関連のデータとしては、経済全体における純金融資産、家計と非金融会社の全貯蓄、民間部門の債務、民間部門における金融資産の純取得分、金融会社のレバレッジ、非金融会社の短期債務および競争力関連のデータとして実質実効為替レートの変化、単位当たり名目労働コストの変化、経常収支を使用している。

EWE ではすべての変数を考慮した「複合指数 (composite indicator)」も算出され、財政危機に関する「早期警戒」が発出される。もちろん、個別の変数は脆弱性の源を特定されるために使われる。

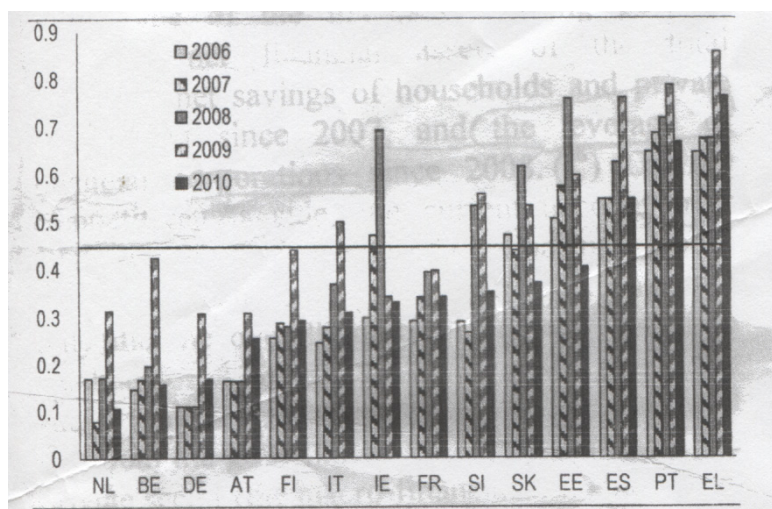
IMF は EWE の結果を公表しないが、欧州委員会は EU24 カ国分について、「Quarterly Report on the Euro Area 2011 No.3」<sup>1</sup>の中で概略を明らかにした。それによると、導出さ

<sup>1</sup> European Commission Directorate General for Economy and Financial Affairs “Debt dynamics and sustainability in the euro area” in the Quarterly Report on the Euro Area, pp 15-19, volume 10, No. 3, 2011

れた複合指数は結果的に（事後的に）、過去の危機的事象のうち 73%を正確に特定したことになるとしている。

図 6-1 は一部ユーロ圏諸国の 2006-10 年の「財政危機脆弱性指数」である。

図 6-1 財政危機脆弱性指数 (2006-2010)



(出所 欧州委員会 Quarterly Report on the Euro Area 2011 No.3, p 10)

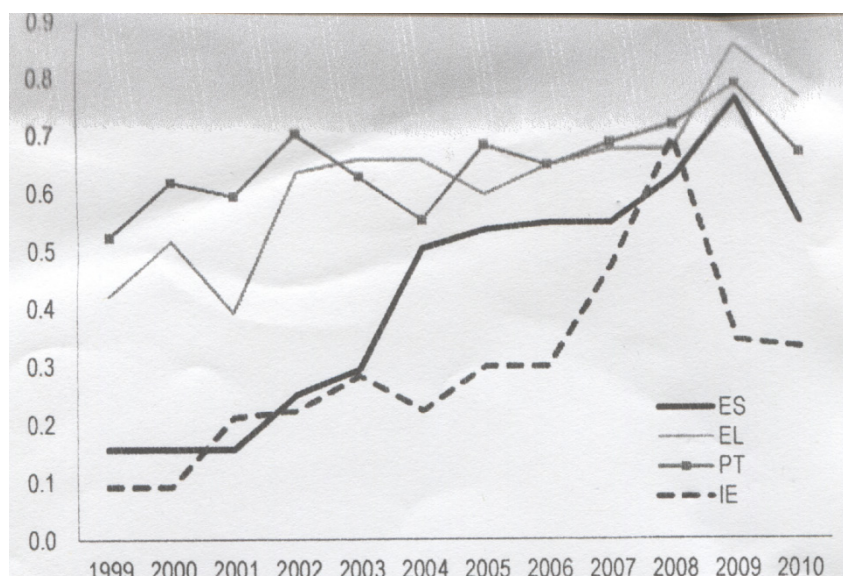
縦軸の 0.45 が「臨界閾値 (critical threshold)である。これを下回ると財政危機への脆弱性に関して安全圏にあることを示す。

グラフによると、オランダ (NL)、ベルギー (BE)、ドイツ (DE)、オーストリア (AT)、フィンランド (FI)、フランス (FR) の 6 カ国は同期間中、常に安全圏にあった。一方、スペイン (ES)、ポルトガル (PT)、ギリシャ (EL) は 5 年間を通じて、この閾値を上回っていた。

次に、スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランド (IE) の財政脆弱性指数の 1999 年から 2010 年までの変化を図 6-2 に示す。

図 6-2 スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランドの財政脆弱性指数の変化





出所 欧州委員会 (Quarterly Report on the Euro Area 2011 No.3, p 18)

EU24 カ国のうち、欧州債務危機の発火点となったギリシャにスポットライトを当ててみよう。事後的ではあるが、ギリシャは 2010 年春の危機勃発に先立ち、「不均衡 (imbalances)」をためこんできたことが今では明白であるといえよう (欧州委員会、2011)。

具体的には、基礎的財政収支や総債務、純債務、高齢化関連公的支出の変化など財政関連変数のすべてが「危険信号」を発していたという。2009 年には対 GDP 比での総債務の変化は「赤信号」を発していたと指摘した。

マクロ/金融関連変数では、2007 年から純金融資産、家計貯蓄、民間分野債務が、2008 年からは金融会社のレバレッジに関するそれぞれの変数が危険信号を出していたという。

競争力関連の変数では、ギリシャでは 2006 年から経常収支 (赤字) の対 GDP 比と単位当たりの名目労働コストの伸び率が危険信号を発していたとしている。

すなわち、ギリシャでは政府と民間分野が危険水準に達するまで消費を膨らませる中で債務を積み上げていたことになる。

## 6.2 ユーロ圏危機はなぜ拡大したか

この節では、ユーロ圏の信用不安がなぜ拡大したかについて検討する。問題国の財政政策に密接な関係があるからである。本章のはじめにでも述べたように、ギリシャに端を発したユーロ圏危機が、南欧を中心とする他のユーロ圏重債務国に広がっていった主因は、EU/ユーロ圏の「小出し (too little, too late) の対応」にある。ただ、これは EU/ユーロ圏の制度、ガバナンスを考えれば当然の成り行きであるとも言えるかもしれない。すなわち、EU/ユーロ圏は単なる国民国家の集合体でもないし、かと言って米国のような合衆国あるいは連邦と呼べる政体でもない。政府間主義と連邦主義の間を漂

っているのだ。これに関連して、ユーロ圏加盟国の間で財政主権がプールされるまでには至らなかったことが危機への対応を困難にした。加えて、EU/ユーロ圏加盟国の間で徹底的な討議、コンセンサスづくりを重視する「文化的土壌」が根付いていることもスピーディーな対応を難しくした。2010年から2012年までのユーロ危機の間、首脳レベルでも徹夜討議は何度もあった。

本章で最初に述べたように、金融市場が危機的状況をあおった側面もある。そしてその背景のアクターとして、米二大信用格付け機関（S&Pとムーディーズ）、欧州懐疑主義を標榜する（ひいてはユーロへの反感を隠そうとしない）英国のメディア、ヘッジファンドなど米英の投機筋が挙げられよう。

ユーロ圏の危機的状況が続いた間、S&Pとムーディーズが南欧諸国の格付けを中心に厳しい格下げを繰り返したことにEU関係者の間で批判が集中した。特に、ポルトガルとフランスの格下げに対して両国の政府・中央銀行関係者の不満は根強い。南欧諸国の格下げが特に、欧州理事会の開催週に頻繁に行われたことは「政治的動機があったのでは」と勘ぐる向きもある。英紙の中では、*The Financial Times*のEU報道は定評があり、EU関係者の事実上の必読紙と成っているが、「英国の利益」を反映することも少なくない。同紙のコラムニスト、Wolfgang MunchauとMartin Wolfの分析は鋭いが、両氏はEUとユーロ圏の批判を「飯のタネ」にしている感も否めない。ただ、同紙の元ブリュッセル特派員であるTony Barberのコラムは「欧州統合の応援団」のような印象を与えることもあり、FT全体としてバランスを取っているのかもしれない。ヘッジファンドなど米英の投機筋がユーロ危機拡大において果たした役割は小さくないとされる。ギリシャのパパンドレウ首相とスペインのサパテロ首相（両者とも当時）はヘッジファンドがユーロの空売りに動いたことで、ユーロ圏危機が悪化したと指摘している。また、米国の大手投資銀行Goldman Sachsがデリバティブ（金融派生商品）を使って、ギリシャの財政赤字の隠蔽に手を貸したとの批判も*The New York Times*などで繰り返し報道された。

こうした中で、ユーロ圏危機拡大の現象面での指標となったのが、各国国債（ソブリン債）の利回りの動き（上昇）であり、特に独国債との格差（スプレッド）拡大に関心が集まった。なぜソブリン債なのか。それは2008年のリーマン・ショックが引き金となった世界金融危機を受けて、グローバル・マネーが国債のような安全な資産へと逃避を始めた（flight to safety）からだとみられている。

本節ではまず、ソブリン国債の利回りの上昇（独国債とのスプレッド拡大）とリスク拡大の関係について考察する。

### 6.2.1 デフォルト・リスクが主因

Favero and Missale (2012)<sup>2</sup>は利回りスプレッドが生じる主因として、デフォルト（債務不履行）リスクを挙げ、財政面でのファンダメンタルズ（基礎的条件）については、デフォルト・リスクの値決め（pricing）には影響しているものの、他国の利回りスプレッドに関する範囲、すなわち市場が認識するグローバル・リスクの範囲に限られているとの見方を示している。さらに重要な点として、こうしたグローバル・リスクは時間の経過とともに一定ではなく、このことは市場のセンチメントの変化に伴う（危機的状況の）他国への伝播（contagion）がみられるという明確な兆候だとしている。これは金融市場が果たしているとみられる財政規律強化を促す役割には不連続性があることを示すものだ。その上で、金融市場が国家の支払い能力維持可能期間を超えて不合理な（irrational）な動きを示せば、財政規律を促す手段としてのソブリン債に対する利回りスプレッドの役割は大幅に弱体化すると指摘、ユーロ共同債の発行が経済的に正当化されると強調している。

## 6.2.2 独国債に対する利回り格差

ユーロの導入でユーロ圏加盟国はユーロ圏において国債をそれぞれ発行することになったが、高利回り三カ国（イタリア、スペイン、ポルトガル）の10年物国債利回りとドイツのそれとのスプレッド（格差）をみると、欧州通貨統合以前は、100 ベーシスポイント（1%）を超えていたのが、統合1年以内に30 ベーシスポイント弱にまで縮小した。しかし、その後、利回り格差は決して縮小することはなく、2008－2009年の金融危機、2010－2011年の債務危機で、格差は再び統合以前の水準、もしくはそれを上回る水準にまで広がった。この原因として Favero and Missale (2012)は、より大きな支払いリスクがあるとみなされる加盟国はデフォルト・リスクが存在することによるプレミアムを支払わなければならないという信用リスク要因を抱え、薄商いの市場で国債を売却せざるを得ない加盟国は“不公正な価格（unfair price）”と高い取引コストに直面するという流動性リスクを挙げている。

図 6-3 と図 6-4 はユーロ圏各国の国債利回りスプレッド（ドイツ以外の加盟国の国債と独国債の利回りスプレッド）を示している。図 6-3 は低利回り加盟国、図 6-4 は高利回り加盟国。出所は両方とも Favero and Missale (2012)<sup>3</sup>。

図 6-3

<sup>2</sup> Carlo Favero and Alessandro Misale “Sovereign spreads in the Eurozone: which prospects for a Eurobond?” summary in *Economic Policy*, April 2012, pp 231-273 CEPR, CES. MSH, 2012 本論文のテーマはユーロ圏におけるソブリン債の利回りスプレッドの決定要因を踏まえて、ユーロ共同債の展望を探ることにあるとみられる。

<sup>3</sup> Ibid. p 236

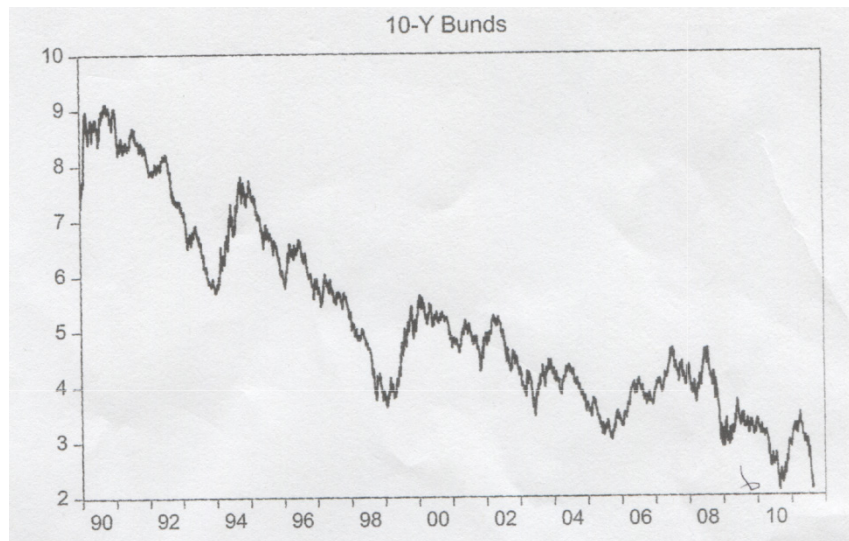
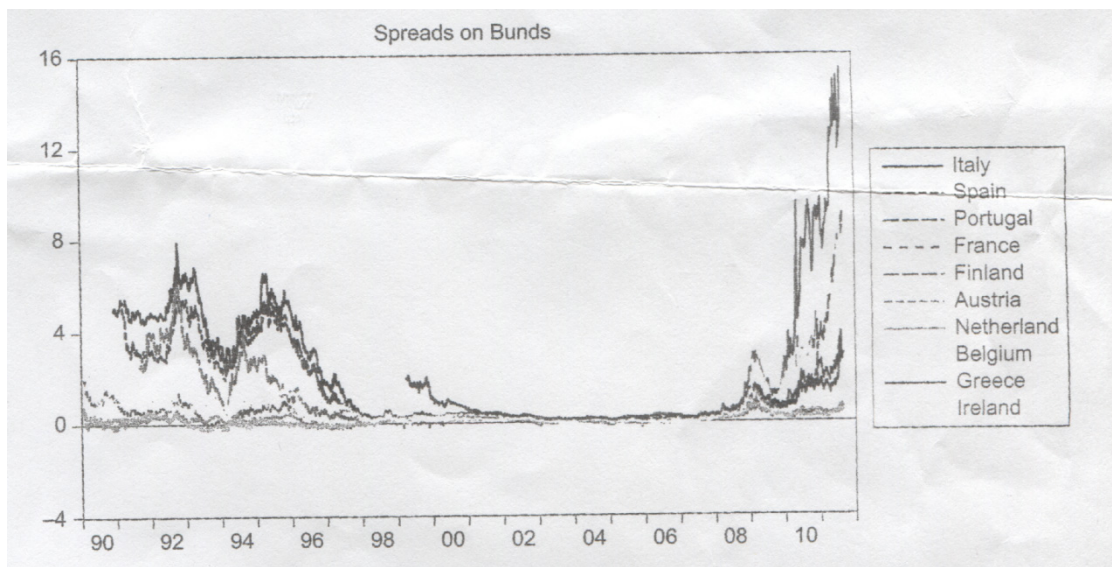


図 6-4



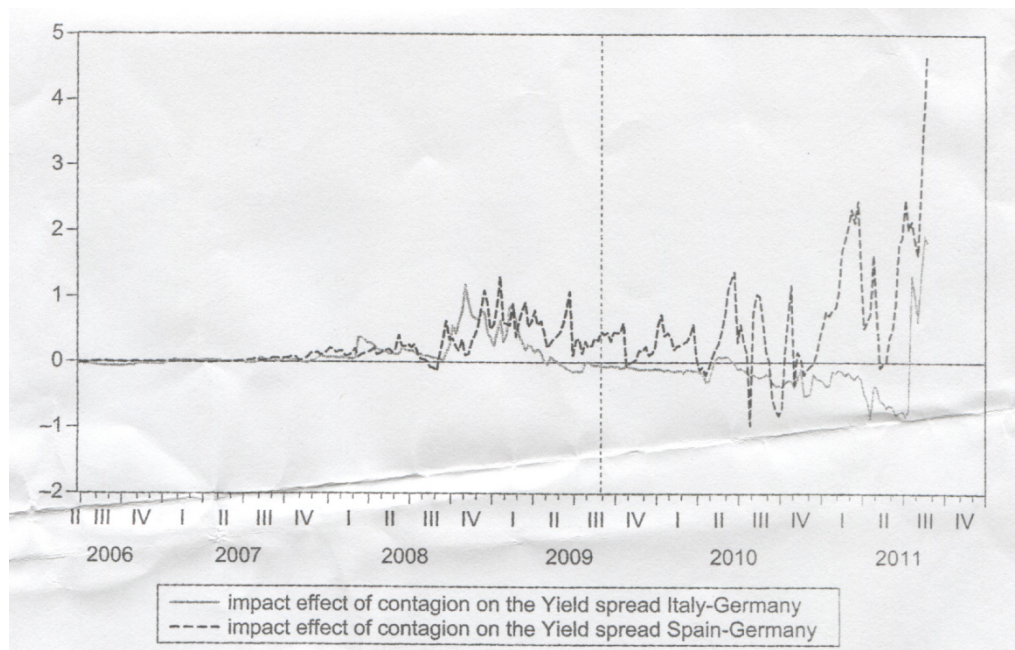
次の事実が二つの図から読み取れる。

1. 独国債に対して他の加盟国のスプレッドは連動するという明確な傾向がある。利回りスプレッドにおけるデフォルト・リスクに関わる構成部分であるCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)スプレッドは、図の全期間にわたってスプレッド(格差)のほとんどの部分を占めている。
2. 利回りスプレッドの非デフォルト・リスク構成部分は全加盟国において非常に小さいが、フィンランド、オランダ、フランスにおいてはグローバル金融危機の際には50-60 ベーシスポイントに達した。

また、図 6-5 ではユーロ圏債務危機における、イタリアとスペインへのギリシャな

ど他国への危機の伝播コストが、「Multivariate GARCH model」などを用いて算出されている。それによると、イタリアのスプレッドを押し上げる伝播効果は 2011 年 8 月には 200 ベーシスポイントに達し、スペインはそれを上回った。長期間にわたる利回りスプレッドの変動はファンダメンタルズに関連しているが、こうした関連性は一定ではなく、(他国の危機の)伝播効果が明らかに認められる。このことは、金融市場は、加盟国が支払い能力を維持し続け得る期間を超えて、ファンダメンタルズに基づく均衡状態から乖離しうることを示している。

図 6-5 利回りで見た伝播の効果 出所：Favero and Missale (2012), p 250



いずれにしても、ユーロ圏内では一加盟国の危機が他の加盟国に伝播(伝染)する可能性は、加盟国間の実体経済および金融面での結び付きが強いことから、高い。伝播の経路には二つあり、一つは国境を超えた国債の持ち合いや欧州中央銀行システムにおける脆弱性の高まりを通じてであり、もう一つは貿易面での結びつきを通じたものである。

Favero and Missale (2012)<sup>4</sup>は、流動性の危機を終わらせ、利回りの急上昇によって示される債務危機の伝播を防ぐには、必要であれば加盟国の国債を無制限に購入する用意がある“最後の貸し手(a lender of last resort)”の存在が必要であると指摘している。しかし、現在の EU の法的枠組みの下では、欧州中央銀行(ECB) は最後の貸し手の役割を果たせない。ユーロ共同債の発行が代替の解決策になり得るとしている。すなわち、ユーロ共同債の利回りはグローバルなリスク要因(例えばギリシャなど危機国のリスク要因)の影響による金融市場の不安定性に影響を受けないとみられる。

ユーロ圏加盟国の総債務は現在、総 GDP の 89%であり、これはマーストリヒト条約基

<sup>4</sup> ibid. p 253

準の 60%を上回っているが、まだ債務危機には陥っていない日米よりかなり低い。

ユーロ圏の債務をめぐるデフォルト・リスクに関する金融市場の見方には厳しいものがあるが、ユーロ圏を単一の財政統合体としてみた場合、ユーロ圏で発行される債務が日米のそれよりリスクであるとみられているのはどうしてであろうか。考えられる理由としては、債券保有者のタイプが異なり、例えば日本では 90%以上が同国内で保有されている。この他に、日本では政府の規制が厳しいことが挙げられる。また、日米の国債はより容易に換金可能であり、加えてそれぞれの中央銀行は ECB と異なり、最後の貸し手の役割を果たしているという点だ。さらに、日米については成長見通しがユーロ圏より明るく、政府支出の割合もユーロ圏より低く、税率も低いことから財政能力がより大きいという点がある。

日本については、財政がどれだけ安定しているかをみる指標である基礎的財政収支(プライマリーバランス=PB)を 2020 年度には黒字にすると国際公約しているが、2010 年度には国、地方合わせて 28.6 兆円もの赤字だった。日本政府の試算によると、消費税率を 10%に引き上げると消費税込が年間 13.5 兆円増えるため、2015 年度の PB の赤字は 16.8 兆円まで縮小するとみられていた。しかし、黒字にするには消費税率をさらに 7%ほど引き上げる必要があるという<sup>5</sup>。

ユーロ圏の債務は日米の債務とは異なり、単一の政府の財政能力によって支えられているわけではないことが指摘されよう。

## 6.3 数値ルールの根拠を問う

前節では、ユーロ圏の信用不安がなぜ拡大したかについて、ソブリン債の利回りの上昇とリスクの拡大の関連から検討したが、この節ではそもそもソブリン債の利回りの上昇の背後にある重債務国の窮状、すなわち財政赤字および公的累積債務がマーストリヒト条約で規定されている数値基準を大幅に上回っていることが問題視されている点にまでさかのぼる。そして、さらにこれらの数値基準の妥当性は何であるのか問うてみる。

### 6.3.1 数値ルールの根拠は薄弱

安定・成長協定 (SGP) 改革問題に絡めて、De Grauwe (2009) <sup>6</sup>(邦訳『通貨同盟の経済学』, 田中素香、山口昌樹訳、勁草書房)は、3%および 60%の数値ルールの妥当性について議論し、科学的な根拠は薄弱との結論を導いている。

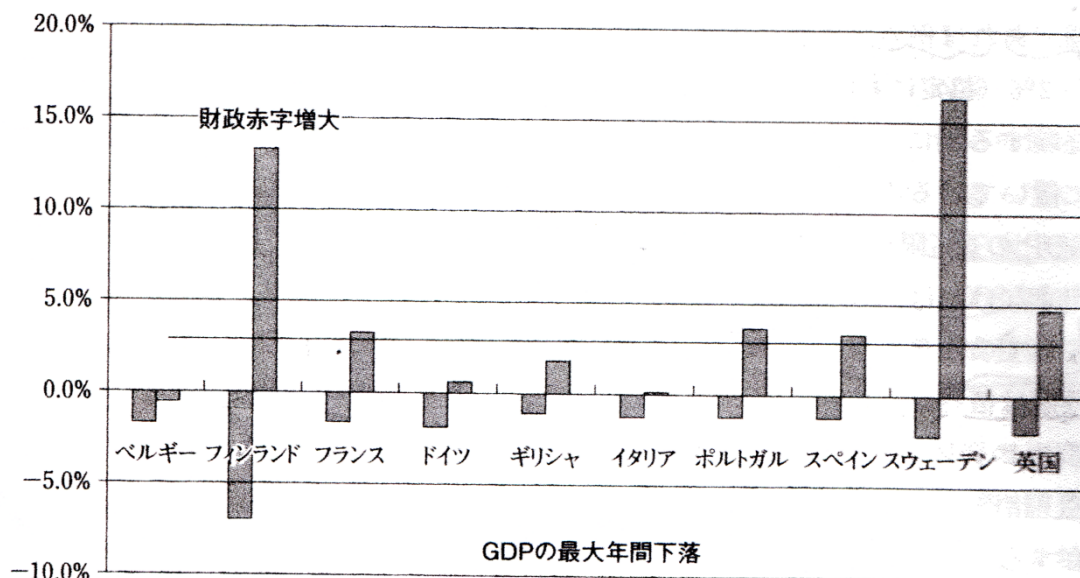
まず、ユーロ圏 8 カ国と英国およびスウェーデンの合計 10 カ国において 1990 年代初めのリセッション期間中の財政赤字の増大に焦点を合わせ、GDP の最大年間下落幅を図に示

<sup>5</sup> 朝日新聞 2012 年 8 月 11 日、「財政再建 険しい道」

<sup>6</sup> Paul De Grauwe

している（図 6-6）。

図 6-6 財政赤字と GDP の年間最大下落率  
（『通貨同盟の経済学』 p.325）



出所：IMF, *International Financial Statistics*; European Commission, *European Economy*.

これによると、リセッションの間に 6 カ国（フィンランド、フランス、スウェーデン、スペイン、ポルトガル、英国）では財政赤字が 3%以上となった。すなわち、リセッションの期間であれば、GDP の 3%以上に相当する財政赤字の増大は例外でも何でもない。De Grauwe (2009)<sup>7</sup>はそのうえで次のように論じている。

（安定・成長）協定は財政赤字の最大限度を GDP の 3%に置いているので、リセッション中に十分な弾力性を確保するために、つまり、GDP の 3%限度に達することを回避するために、諸国は平均して財政黒字を出さなければならないということになる。この暗黙の要求は、政府は長期間にすべての債務をなくすべきだということを意味している。しかしながら、なぜ政府は債務を全く保有すべきでないのか、妥当な経済的理由は存在しない。

（中略）

安定・成長協定は各国財政へのルール適用において行き過ぎだというのが、われわれの結論である。EMU 各国の財政政策の弾力性の欠如は、ルール信奉者が強調するデフォルトや緊急支援のリスクより大きくさえあるほどのリスクを創り出している。

（中略）通貨同盟が通貨同盟の無い状態と比べて財政の規律喪失とデフォルト及び緊

<sup>7</sup> De Grauwe 『通貨同盟の経済学』 pp 323-324

急支援のリスクを増大させるという証拠はほとんどないのである。

このような安定・成長協定の欠陥は、De Grauwe(2009)によると、2002～04年に深刻な問題を引き起こした。

さて、2012年初頭のEU・ユーロ圏首脳会議で合意が成立した「新財政協定」は、2010年以來のユーロ圏危機を受けて、財政規律を再び強化するものである。新協定には英国とチェコが参加していないため、直ちにEU条約に盛り込まれることはないが、5年以内に挿入を目指すことになる。

### 6.3.2 安定・成長協定への批判

新財政協定とは逆の方向性から、De Grauwe(2009)<sup>8</sup>は「安定・成長協定」を批判している。

諸国がその債務レベルやそのときの経済状態に関わりなく、数値制限に従うべきだという考えは「馬鹿げている (stupid)」(この単語は2002年、プロディ欧州委員会委員長が仏紙ルモンドとのインタビューでこのルールを表現するのに使った)。財政赤字の限度として用いられている3%という数字は科学的基礎を持たないのであり、経済状態がこのようなルールの恣意にさらされるとき、知的な人々が制約として受け入れるとは思えないのである。

そのうえで、3つのレベルで弾力性を高める必要があると指摘した。それらは、①財政赤字が過度かどうかの判定は個々の国の債務レベルに基礎を置くべきである、②財政状態の分析は景気調整済みの財政赤字を基礎にするべきである(GDPの景気循環運動が財政赤字に及ぼす効果は除外されるので、残るのは構造的財政赤字である)、③景気循環を通じての財政赤字ゼロの要求を改める、というものである。

安定・成長協定はギリシャやイタリアなど重債務国にとって債務レベルを急速に引き下げるのに有益な戦略かもしれないが、債務比率が60%以下の国に対してその比率を引き下げるよう強制するほどのもっともな経済的合理性はなく、政府を強制して新たな債務を発行できなくする制約に閉じ込めてしまえば、将来、長期間にわたって収益をもたらす投資を減少させるインセンティブを創り出すことになり、これは経済成長の低下や福祉の切り下げにつながるようになることになると論じている。

さらに、De Grauwe (2009)は、通貨統合参加により、自国通貨放棄の影響にも触れて、通貨同盟参加国は参加以前に持っていたのと同様な「中央銀行による財政支援 (monetary financing)」へのアクセスを喪失してしまうため、予算制約が強まり、巨額の財政赤字を出

<sup>8</sup> De Grauwe 『通貨同盟の経済学』 p 326



すインセンティブは低下していると指摘した。

De Grauwe(2009)<sup>9</sup>は「安定・成長協定」は過度の硬直性を有するとしてこのように手厳しい批判を展開している。

もっとも科学的根拠を持たない数値制限(3%)に国々を縛り付ける、しかもそれは基礎にある経済状態や債務レベルとは関わりなく適用されるというのは経済的に無意味である。同じように、財政均衡を賦課する、つまり新しい債務の発行を長期的制約として禁止することも経済的に無意味である。

### 6.3.3 数値ルール擁護論

前項では、De Grauwe(2009)による、数値ルール順守を義務付ける安定・成長協定に対する批判を紹介したが、もちろん擁護論も存在する。

まず、財政の自動安定化装置の影響は典型的にGDPの3%以下であり、安定・成長協定は諸国が均衡財政を達成していれば、財政における十分な弾力性を可能にするとButi and Sapir(1998)<sup>10</sup>は主張する。

また、安定・成長協定は、財政政策の実行における柔軟性を犠牲にして財政規律を重視し過ぎているのではないかとの問いかけに対しては、もし通貨統合参加国が構造的均衡について妥当なターゲットを設定し、自動安定化装置が好況時にも不況時にも機能させるようにあらかじめ最適化を図っていれば、安定・成長協定の3%の制約は悪影響をもたらさないだろうと論じる。そのうえで、財政が均衡もしくは財政黒字に近い状態で安定化すればこのターゲット近辺で自動安定化装置が機能するための十分な余地が生まれるだろうとし、米国の一部の州で実施されている厳格なルールとは異なり、安定・成長協定は、自動安定化装置が機能することを可能にし、それにより経済活動において景気循環の変動の安定化に資するとしている。

### 6.3.4 ユーロ圏の債務水準

欧州委員会によると、ユーロ圏の債務水準は、日米と比較して格別高いわけではない。

2012年の予測では、日米を大幅に下回ってさえいる。

---

<sup>9</sup> De Grauwe 『通貨同盟の経済学』 p 331

<sup>10</sup> Marco Buti and A. Sapir (eds) “Economic policy in the EMU-A survey by the European Commission Services” Oxford University Press, 1998

表 6-1 日米ユーロ圏の公的債務比較（対 GDP 比）ユーロスタット統計から筆者作成

	ユーロ圏	米国	日本
2007	66.2%	62.3%	167%
2011	87.7%		
2012（予測）	88.5%	102.4%	215.9%

ユーロ圏<sup>11</sup>では公的累積債務の対 GDP 比は 60%以下と規定されているが、米国ではパーセンテージではなく、金額が定められている。すなわち、国債限度額の法定制度（statutory limit on federal debt）であり、「1917 年第二次自由国債法（Second Bond Act of 1917）によって初めて設定された。同法の下では、連邦議会が財務省に発行権限を与え得るとともに、総額の規制を導入し、政府はその枠内で国民に国債を売り出して、資金調達を行う。当初、短期債、中期債、長期債ごとに別々に限度額が設定されていたが、1939 年にほとんど全ての国債をカバーする総合的限度額へと変わった（渡瀬、2012）<sup>12</sup>。

2011 年夏に、米国では連邦政府が国債発行限度額を突破しそうになり、限度額引き上げの承認を連邦議会に求めたが、審議が難航し、現行限度の有効期限切れ間際になって、ようやく承認されたことから、承認に至る過程で金融市場が大荒れとなった。米国の連邦財政赤字は 2012 年まで 4 年連続、1 兆ドルを突破する勢いだ。

日本の公的債務の GDP 比率は突出しているが、国レベルのバランスシートを見ると、純債務ベースでは 372 兆円で、GDP 比では 80%に満たない。もちろん、日本政府は財政再建を進める必要はあるが、「日本が第二のギリシャ」になる恐れがあるという議論はバランスシートを反映したものではないと言えるのではないかと。

ユーロ圏、日米以外の OECD 諸国をみると、ニュージーランドは政府の純債務を対 GDP 比で 20%以下に抑えるターゲットを設定しており、英国は、リーマン・ショックが引き起こした金融危機以前には、純公的債務限度を同 40%以下としていた。ポーランドは EU に属しているが、憲法で総債務を 60%以下、ターゲットを 50-55%と設定している。

すなわち、ユーロ圏における 60%ルールに確固たる科学的根拠があるわけではなく、あくまでも目安としての意味合いが強いと推察できる。

OECD(2010)<sup>13</sup>によると、公的債務に関する「歴史的経験」は限られているので、債務の

<sup>11</sup> ユーロ圏の公的累積債務（対 GDP 比）の推移をみると、2012 年は 89.3%、2013 年は 91.1%、2014 年は 92%、2015 年は 90.7%だった。

<sup>12</sup> 渡瀬義男 『アメリカの財政民主主義』 pp 210-221、日本経済評論社、2012

EU/ユーロ圏内の財政統合を巡る議論では、加盟国間で費用の公平な分担をいかにして確保するかという問題や加盟国間の連帯の必要性などに重点が置かれているようであり、「財政民主主義」の視点が不十分のようにみえる。

<sup>13</sup> OECD Economic Surveys: Euro Area 2010, pp 92-93

対 GDP 比の好ましい「絶対的水準(absolute level)」を導き出すのは困難であり、財政面での制約が長期的に尊重されたとの仮定の下でも妥当な債務水準についての指針を与えている経済理論は見当たらないという。そのうえで、公的債務について次の4点を指摘した。

- ① 債務水準が高まれば、債務の持続可能性については、金融危機や金利および経済見通しの急激な変化などの「災難 (calamity)」に関連したコストが膨らむことによる財政収支の急激な悪化への感応度が高くなるので、市場での資金調達能力が影響を受けることになる。
- ② 力強い経済成長の見通しがあれば、債務返済は債務累積のペースを上回ることになる。逆に、低成長の見通しは既存の債務が将来にわたって負担となり続けることを意味する。
- ③ 債務の増加により金利払いも増え、債務返済を続けている国は、主として増税を通じた資金調達が必要となる。
- ④ 債務の返済を将来の世代に負わせれば、世代間の公平が損なわれる。

すなわち、高水準の債務累積は、経済が活発に成長していない限りさまざまな不都合を生じさせるということだ。ユーロ圏内において、60%ルールを順守させることは、各国の関心が「過剰財政手続き (EDP)」に集中していることもあり、3%ルールの場合と比べてこれまで達成度は低い。そうした中で、債務削減の成功例もある。ベルギーは対 GDP 比で100%を超える債務を抱えていたが、6年かけてこの比率を20ポイント引き下げた。

### 6.3.5. 債務の増加要因

ここで、なぜ債務は増えるのかについて考察する。欧州委員会は *Quarterly Report on the Euro Area (2011, No.3)*<sup>14</sup>の中で、経済・財政危機が起きると、財政赤字の増加と銀行セクター支援目的でユーロ圏加盟国が導入する措置のために債務は増加すると指摘、2007年に比べてすべてのユーロ圏加盟国で政府がコントロールできる要因およびできない要因から債務は増えたとしている。また、債務の増加の程度は基礎的財政収支赤字 (primary deficit) の規模、債務水準、金利水準、経済成長率及びストック・フロー調整の複合的要因に左右されると指摘している。基礎的財政収支は金利コストの純赤字分に等しい。よく見られるのは公的債務がどんどん増えていくという「雪だるま効果 (snowball effect)」であり、具体的には金利支払いと経済成長の差が債務比率に複合的影響を及ぼしている。

欧州委員会は2010年、債務削減のペースとして、EU加盟国が直近3年間の対 GDP 比の加重平均を年間20分の1ずつのペースで減らすことを提案している。そして、欧州委員会はベースライン・シナリオに基づいてユーロ圏全体の債務の対 GDP 比の中期予想を示し

---

<sup>14</sup> European Commission Directorate General for Economic and Financial Affairs  
“DebtDynamics and Sustainability in the euro area” p 9 in the Quarterly Report on the Euro Area Volume 10 No. 3, 2011

ている。同シナリオは、対GDPの構造的な基礎的財政収支比率が2012年の推定水準(1.0%)に維持され、社会の高齢化に関連した支出が勘案されるという前提に立っている。それによると、ユーロ圏の債務のGDP比は2015年までに90%近辺に達し、その後も増え続けて、2020年までに93%、2030年までに114%まで増えると予測している。

表6-2は中期債務予想(対GDP比率)を(1)基礎収支、(2)高齢化対策関連支出、(3)雪だるま効果(金利マイナス経済成長)の3つの構成要素の貢献度の内訳とともに2015年まで示したものである(欧州委員会が作成した表を筆者が簡略化した)。

欧州委員会の表によると、2012年までの財政健全化努力が結実し、構造的な基礎的財政収支赤字が減少し、これによって2020年まで債務比率の増加幅が抑制される見込みである。ところが、高齢化対策費用の重みが次第にのしかかるようになり、基礎的財政収支は再び2020年代半ばに赤字に転じると予想されている。さらに、債務の増加に伴い、雪だるま効果が次第に顕著になるだろう。すなわち、利払い費用が増え続け、経済成長効果をますます上回るようになるとみられている。

表6-2 ユーロ圏の政府債務予想

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
債務比率(GDP比)	79.3	85.4	87.9	88.7	89.1	89.4	89.7
債務比率の変化 (①+②+③)	9.4	6.1	2.4	0.9	0.4	0.3	0.3
①基礎収支赤字 (-は黒字)	3.5	3.2	1.3	0.4	-0.1	-0.5	-0.7
②雪だるま効果	5.2	0.8	0.5	0.3	0.4	0.7	0.9
③ストック・フロー調整	0.7	2.1	0.7	0.2	0.1	0.1	0.1
マクロ経済上の前提							
GDP成長率(実質)	-4.1	1.8	1.6	1.8	1.9	1.9	2.0
実質金利	2.9	2.7	2.1	2.0	2.3	2.7	3.0

(欧州委員会の Quarterly Review on the Euro Area 2011 No.3 をベースに筆者作成)

高齢化対応費用について、ユーロスタット(欧州委員会統計局)は年金関連支出の予測を行っており、それによると、ドイツでは、年金関連支出がGDPに占める割合は2010年に10%だったが、2030年には12%、一方、ギリシャでは2010年の12%から2015年には17%に増える見込みだ。

### 6.3.6 国家レベルでの財政健全化数値ルール

EU/ユーロ圏がまず最初にマーストリヒト条約において、その後、安定・成長協定（SGP）で財政赤字および公的累積債務に関する財政健全化に向けた数値ルールを打ち出す前から、EU加盟国レベルでは恒久的に制約力を持つ多数の数値ルールが設定され、実行されてきた。加盟国レベルの数値ルールの中には、財政収支および公的累積債務に関わるルールのみならず歳出および歳入に関連するルールも存在している。

2005年に発効したEUの新安定・成長協定には、「国家レベルの財政規則は、EU加盟国のSGPの下でのコミットメントを補完すべきである」と規定している。欧州委員会がまとめた「ユーロ圏における公共財政報告 2008年版（Public Finances in the EMU 2008）」によると、EU加盟国において実施されている財政ルールの数は1990年の16から大幅に増えて2008年には67に達した。この背景にはマーストリヒト条約に財政赤字と公的累積債務に関する数値ルールが盛り込まれたことと、各国で増加傾向をみせ始めた社会保障費を抑制する必要が生じたことがある。

加盟国の数値財政ルールの内訳をみると、3分の1以上が財政収支の均衡化に関するもので、そのほか4分の1ずつがそれぞれ歳出と債務に関わるものだ。歳入ルールの占める割合は全体の10%未満となっている。財政収支ルールと債務ルールのほとんどは加盟国の地域政府レベルで適用されており、歳出ルールの適用は中央政府レベルでの適用が目立つ。

欧州委員会の報告は、数値財政ルールの導入が基礎的財政収支の改善や歳出の対GDP比の低下をもたらしていることを示している。さらに、数値財政ルールが法制化されたり、憲法に明記されたり、自動的に履行するメカニズムが存在する場合には財政への好影響が大きいとしている。

また、EU諸国の財政政策の質について、マーストリヒト条約発効前と発効後を比べると明らかに改善がみられ、具体的には①景気循環抑制的（countercyclical）色彩が濃くなった、②需要刺激よりも、対外競争力の回復を狙って導入されるようになった、との特徴が挙げられている。

以上から加盟国レベルでの財政健全化数値ルールは一定の効果を挙げていることが分かった。

## 6.4 財政統合一切り札としてのユーロ共同債

ユーロ共同債の発行によって、欧州債券市場の流動性を増やし、金融市場における投機的行動を抑制することによって金融市場への大規模なショックからユーロ圏を保護し、金融市場の規律を強化し、ユーロ圏参加国政府の資金調達を保証し、ユーロの国際的地位を高めることが可能とみられる。

さらに、ユーロ共同債の発行はドイツも含めていかなるユーロ圏加盟国の国債市場より一層厚みと流動性を備えた債券市場を生み出すことになる。これにより利回りもさらに下がり、借り入れコストが低下すると期待される。ユーロ圏の域外国は、ユーロ共同債の保

有を通じてユーロ建ての準備資産を増やすと予想される。

一方、ユーロ共同債の導入に伴う不都合な点もいくつか挙げられよう。そのうち最大の点は、財政放漫国に対する規律がききにくくなり、財政健全国の信用への「ただ乗り (free ride)」が懸念されることだ。換言すればモラルハザードの問題である。さらに、ユーロ共同債は財政支援を禁じた、リスボン条約 125 条の「非救済条項 (no-bailout clause)」に抵触する恐れもある。加えて、ユーロ圏内における「政治的実行可能性 (political viability)」が問題となってくる。

ユーロ共同債の発行に参加しようとするユーロ圏加盟国は国家統計及び国家財政に対するより厳しい精査を受けることになるだろう。株式市場に上場する企業がより厳しい財務報告義務を課せられるように。そして、財政状況について「粉飾報告」を行うユーロ圏加盟国は「権利停止処分」を受けることになるだろう。

さらに「財政放漫国」によるモラルハザードを防ぐためにユーロ共同債プロジェクトに参加するユーロ圏加盟国に対しては、発行残高の対 GDP 比や年間の発行純増分に制限が加えられるなどの措置が考えられる。

あくまでも仮定の話だが、もしユーロ圏内にユーロ共同債が導入され、国債と共存する「二元システム」が構築されていたならば、ギリシャ債務危機への対応が容易になったであろうということは十分想像できる。すなわち、ギリシャの抱えるすべての債券がソブリン債務としての借り換えの対象になることはなかったであろう。大半は、ユーロ共同債の借り換えになったであろう。言い換えれば、どの債権者（国債保有者）がリスクにさらされているかが明白となったであろう。

ギリシャの危機的状況が急雲風を告げる中で、ユーロ共同債発行のための制度的整備がスピーディーに行われていたならば、ユーロ圏諸国はギリシャのソブリン債をほとんど即座にユーロ共同債でもって借り換えることが可能となり、金融市場の安定につながっていたであろう。

後述するが、ユーロ共同債発行構想を実現するに先立って不可欠とみられる構想参加国の財政規律は、2012 年 3 月に EU25 カ国が「新財政協定」という強力な財政規律実行メカニズムで合意し、2013 年に協定が発効したことで大幅に強化された。さらに、EU による加盟国財政の監視システムである「欧州セメスター」も 2011 年に始動した。

ここでより基本的なことに立ち返り、債券とは何かについて考察してみよう。

そもそも債券は「国、地方公共団体、公団、長期信用銀行などが、資本調達手段として発行する有価証券」と辞書<sup>15)</sup>に定義しており、具体的に国債、地方債、社債などが例示されている。

本論文で問題となるのは国債である。

今回のユーロ危機の発火点となったギリシャでは放漫財政が続き、政府の歳出が歳入を大幅に上回る状態が続き、その差額、すなわち財政赤字を国債の発行などで埋めてきた。

---

<sup>15)</sup> 小学館『大辞泉』

財政赤字の帰結としては、①現在の支出の一部が直接的に将来世代の負担となる、②財政赤字をカバーするための国債発行は国民貯蓄を減少させ、実質利子率を上昇させて、将来世代の生活水準を低下させる、③財政赤字をカバーするための対外借り入れによる債務が増加し、将来の生活水準を低下させる、などの点が考えられる。

ギリシャの債務危機は、同国政府が2008年の財政赤字の対GDP比率を過少申告するというごまかしが2009年の政権交代後に発覚したことがきっかけだ。これにより、大手信用等级付け会社によるギリシャ国債の格下げが相次ぎ、証券市場では同国債をめぐる債務不履行（デフォルト）の懸念が高まって、投機筋の執拗な攻撃を受けるようになったという経緯がある。

市場関係者はどのようにみているだろうか。

ジュネーブでヘッジファンドを経営するフィリップス・ジャブレ氏は、「お金を貸している国債投資家たちは心配になれば売る。そして金利が上がる。金利が上がれば債務がどんどん大きくなってしまう。市場はこうした負の連鎖を作り出しているわけではない。加速してはいるだろうが」と述べる<sup>16</sup>。そうした「加速」が時間をかけて議論する民主主義の時代を揺るがしている。政治のスピードが市場のスピードについていけないのだ。

本節ではユーロ圏債務危機を解決する有力な手段として2010年以来、議論の対象となっているアイデア「ユーロ共同債 (common eurobonds, ユーロ共通債との日本語表記もある)」をめぐるさまざまな提案について考察する。

ユーロ共同債はユーロ圏各国が共同で債券を発行することにより、ユーロ圏全体の信用で各国が必要な資金を調達できるようにする手法である。現在は、ユーロ圏各国がばらばらに国債を発行しているため、財政の弱い国が市場から狙い撃ちにされているとの問題意識が背景にある。実現すれば、ユーロ圏各国が個別に発行するより債券の発行規模は大きくなり、流通量も増加するため、米国債市場に匹敵する巨大な国債市場が誕生するとの期待感もある。

ただ、リスボン条約は財政健全国が弱い国の信用も補完して借金の返済を共同で負担する手法を禁じており、ユーロ共同債構想の実現には条約改正が必要となる。

#### 6.4.1 ユーロ共同債構想をめぐる歴史

ユーロ共同債構想をめぐる動きを年代順にたどってみよう。

1990年代後半：Giovanni Group(ユーロ関連の資本市場の推移について欧州委員会に助言するグループ) がユーロ圏内ソブリン債の発行を調整するための一連の可能なオプションを提示

2008年9月：欧州プライマリー・ディーラーズ協会 (EPDA) が「欧州共通政府債 (A

---

<sup>16</sup> 朝日新聞 2011年12月4日

Common European Government Bond)」と題する報告書を発表。ユーロ導入以来ほぼ10年経過したにもかかわらず、ユーロ圏政府債市場はばらばらであると指摘し、共同発行の是非について論議。

2009年：欧州委員会が公表した「EMU@10」報告書の中で、共同発行問題を取り上げる。

この後、ユーロ圏ソブリン債務危機が深刻化したことを受けて、一部ユーロ圏諸国における流動性の制約に対処する潜在的に強力な手段として、ユーロ共同債の発行が脚光を浴びるようになった。

2011年7月： 欧州議会が欧州委員会に対してユーロ圏の経済ガバナンスに関する法案作成作業の一環として、共同債発行の妥当性について調査するよう要請。

ユーロ共同債の発行は長期的な可能性として考えられてきたが、最近の論議はソブリン債市場の緊張を緩和するための短期的恩恵の可能性に焦点が合わされてきたようにみえる。

ところで、ユーロ共同債発行の影響は技術的側面を超えて、国家主権をめぐる問題や経済統合、政治統合のプロセスにも関わってくるようになった。すなわち、経済政策の調整やガバナンス、高度の経済コンバージェンス、そして場合によっては EU 条約改正に関連してくるのだ。

ユーロ共同債が成功する条件としては、参加国の財政規律の一段の強化、政治的安定性、通貨当局（ECB）による支援の予見可能性も必要となってくる。特にモラルハザードを回避し、持続可能な公的財政を保証し、競争力を強化し、有害なマクロ経済面での不均衡を減らすためには、財政監視と政策協調を一段と強化することが不可欠となる。

ここで前述のユーロ共同債構想をめぐる歴史を念頭に置きながら、議論の流れの転換点がユーロ誕生にあったことを指摘する。すなわち、ユーロ誕生以来、ユーロ共同債の論理的根拠はユーロ圏ソブリン市場やより広範な金融市場において流動性を高めることによる市場の効率性向上がもたらす恩恵に焦点が合わされてきた。しかし、最近ではソブリン債危機が続いていたことから、議論の焦点は「市場の安定をめぐる側面（stability aspects）」にシフトしてきた。こうしたことを背景にユーロ共同債の主要な恩恵は、

- 1) 流通市場での国債高利回りに苦しむ重債務国は低利回りのユーロ圏参加国の信用力に寄りかかることができるので、現在のソブリン債務危機を緩和できる可能性がある。
- 2) ユーロ共同債はユーロ圏の金融システムを将来のショックに対してより強靱なものにし、金融安定を促進できる。（しかし、こうしたプラスの影響は、一部参加国の間での財政規律の強化に向けたインセンティブ喪失をどのように防げるかにかかっている）。
- 3) ユーロ共同債は、重債務国の銀行が銀行間市場で借り換え（リファイナンス）を行う場合や、ECBのユーロシステム（Eurosystem）のファシリティーを利用する場合、しっかりした担保となり、所属国の信用格付けの悪化に伴う脆弱性を補うことがで



きる。

- 4) ユーロ共同債は単一の指標利回りの誕生につながるので、ユーロ圏ソブリン債市場やより広範な金融市場の効率化につながる。
- 5) ユーロ共同債はユーロ圏内における ECB の金融政策の伝播を容易にする。
- 6) ユーロ共同債はユーロ圏におけるポートフォリオ投資を容易にし、グローバル金融システムをよりバランスのとれたものにするだろう。米国債市場とユーロ圏ソブリン債市場の全体はほぼ同じ規模だが、後者は細分化されている。1999 年以來ずっと 10 年物米国債の発行規模はドイツ国債のほぼ 2 倍である。ユーロ共同債は発行規模が大きくなり、流通市場も流動性が高くなるので、国際準備通貨としてのユーロの地位向上が期待される。そのうえでこれら二つを組み合わせた第三のタイプおよび「成長債」の目的をインフラ整備などのプロジェクト実施のための資金調達に限定する「プロジェクト債」も論じられるようになった。

#### 6.4.1.1 4 タイプのユーロ共同債 (different types)

EU/ユーロ圏内で欧州レベルの機関が公共債を発行するという構想はマーストリヒト条約 (欧州連合条約) 発効以前の 1990 年代初期から打ち出されていた。本節ではこうした構想を、Curzio(2010)<sup>17</sup>に従って、まず、経済成長の促進を目的とする「成長債 (growth bonds)」と金融市場の安定を目指す「安定債 (stability bonds)」の二つに大別する。そして、これら二つの目的をともに掲げる第三のタイプ「連合ユーロ債 (Union Eurobonds)」および第一のタイプをインフラ整備などの目的に限定した「プロジェクト債」という第四のタイプを付加し、合計四つのタイプに分ける。

##### 6.4.1.1.1 成長債

成長債構想は 1993 年に当時のドロール EC 委員会委員長によって同委の「成長、雇用、競争力 (Growth, Employment and Competitiveness) 白書」の中で最初に提唱され、「連合債 (unionbonds)」と呼ばれていた。これは EC 予算 (加盟国の GDP 合計の約 1.2% に相当) を担保として EC 域内の大規模インフラ事業への投資のための資金調達を目的としていた。換言すれば、域内の経済成長を促進するために長期債券を発行して、エネルギー、運輸、電気通信、環境保護関連分野での欧州横断インフラ事業への資金調達を狙っている。

また、EU の政策融資機関である欧州投資銀行 (EIB) がアドバイザー役を務めるとともに、欧州委員会の代理の役割を果たすシナリオが描かれている。

<sup>17</sup> Alberto Quadrio Curzio “On the Different types of Eurobonds” pp 280-288 in *ECONOMIA POLITICA* XXVIII, No. 3 December 2011

Eurobonds の分類では、筆者の調べた限りでは、Curzio の本論文が最もよくまとまっているようだ。

ドロールは最近のインタビュー<sup>18</sup>で、連合債は実現していれば、大規模インフラ、研究、成長、雇用を促進するために大きな役割を果たしていたであろうと指摘したうえで、金融手段を「過去の赤字をカバーするためだけに」使うというアイデアに懸念を示した。これは次に述べる「安定債」構想を批判したものである。

#### 6.4.1.1.2 安定債

ドロールは、ユーロ共同債の発行が米国債市場と競争し得る、大規模で高度に流動性がある「欧州国家証券 (European State Securities)」市場の創設がもたらすであろう金融安定の文脈で、その新規性を把握することができなかった。

2010年はユーロ圏にとって多難の年だった。同年春にギリシャの財政・債務危機が発生、同年秋にはアイルランドも債務危機に陥った。ユーロ圏の連続危機で、同年にはすでにさまざまなシナリオがうわさに上るようになった。例えば、①「問題国」をユーロ圏から追放する、②「健全国」と「問題国」で別々の通貨を流通させる「デュアル・カレンシー (二元通貨制度)」市場の創設、③ドイツがユーロ圏から離脱し、ドイツマルクを復活させる、案などだ。

外国為替市場でも 2009 年とは様変わりとなり、ユーロ安が進んだ。2009 年 3 月には 1 ユーロ = 1.25 ドルだったのが、同年末には同 1.50 ドルまで上昇したものの、2010 年 6 月には同 1.19 ドルまで下げた。

国債市場でも、ギリシャ国債のドイツ国債との利回り格差 (スプレッド) は 10% 以上に開いた。ギリシャのデフォルト懸念で同国国債の価格が急落 (利回りは上昇) したからだ。

ルクセンブルクのユンケル首相兼財務相とイタリアのトレモンティ財務相が共同でイタリア紙に投稿し、その中で、「欧州債務庁 (European Debt Agency=EDA)」を創設し、「ユーロ・ソブリン債 (European sovereign bonds)」を発行させることを提唱した<sup>19</sup>。問題国の債務再編を通じて、ユーロ圏の金融安定化を図るのが狙いだ。EDA は 2010 年 5 月の EU 首脳会議で創設が決まった、救済基金である欧州金融安定化基金 (EFSF) を代替するものと位置付けられた。

EDA の債券発行は、ユーロ圏域内総生産 (GDP) の 40% までと想定している。これにより高い流動性を持ち、米国債市場に匹敵する「欧州ソブリン債市場」が誕生すると見込んでいる。

ここで簡単な試算を行ってみる。ユーロ圏の GDP は約 9 兆ユーロに上るのでそのうち 40% は 3 兆 6000 億ユーロ。ユーロ圏の公共債の合計は GDP 全体の 80% に等しい 7 兆 2000 億ユーロなので、EDA が 3 兆 6000 億ユーロ分の債務を吸収すれば、ユーロ圏諸国の債務は半減し、対 GDP 比率も 40% に下がる。個別加盟国レベルでは例えば、イタリアでは累

<sup>18</sup> イタリア紙 *Corriere de la Sera*, 2011 年 12 月 21 日

<sup>19</sup> 2010 年 12 月 5 日付の英紙 *Financial Times* Stability Bonds would end the crisis

積債務の GDP 比は 118%だが、それが約 80%に低下することになる。

ただ、こうした試算の前提としてユーロ圏加盟国が発行を割り当てられたユーロ共同債を公的累積債務を減らすために使うという「代替効果」が生じる必要がある。

一方、EDA はユーロ圏加盟国の国債を一般の投資家より高価格で購入することが可能となる。なぜなら、満期まで債券を保有することから生じるリスク・プレミアムを考慮する必要がないからだ。

ユーロ共同債の発行が実現した場合の利点として：

- ① 財政危機などに見舞われ問題を抱えるユーロ圏加盟国に対する市場からの債務返済圧力は弱まり、利払いコストも減ることになる。ユーロ圏加盟国は財政赤字と累積債務の調整が容易となる。ただ、債務が増加した場合、流通市場における当該国の国債利回りが上昇するため、大量発行へのブレーキがかからないというモラルハザード状態は生じないと予想される。さらに問題国から周辺国への危機の伝播 (contagion) も緩和されることになる。
- ② 欧州中央銀行 (ECB) も債券流通市場で問題国の国債を買い支える必要がなくなる。
- ③ 銀行など民間機関投資家も利益を享受する。すなわち、保有するユーロ圏加盟国発行国債をユーロ共同債と割引レートで交換することにより、損失が明確になるという点だ。
- ④ EDA はユーロ圏加盟国国債を保有投資家から割引レートで購入できるので利益を享受することになる。

などの点が挙げられる。

ユンケルトレモンティ案はユーロ共同債の返済を保証するのに「モラルハザード対策を兼ねて「按分比例 (pro rata)」方式を提唱している。

同案は 210 年 12 月中旬の欧州理事会 (EU 首脳会議) の直前にまとめられ、同理事会の議題として取り上げられる予定だったが、ドイツがユーロ共同債を嫌悪していることから実現しなかった。

ドイツのメルケル首相は、①ユーロ共同債の上昇により、ドイツが同国の国債を発行するレートが上昇する恐れがある、②ドイツは現在、ユーロ圏の中で最も低い国債発行金利を支払っていると同時に、信用格付けは最高位である、などと述べて反対論を展開した。

しかし、Curzio (2011)<sup>20</sup>は、こうした見解には説得力はなく、実際には、ドイツは同国債務のうちマイナーな部分のみをリファイナンスすれば済むと指摘している。ユーロ共同債が発行されれば、ドイツの対 GDP 債務比率は 52%にまで低下すると予想されている。

メルケル首相の反対姿勢に対しては、同国人のシュミット元首相から「メルケル首相の行動は思慮に欠けており、彼女は仕事に就いて始めてその仕事のやり方を学習する人々で

---

<sup>20</sup> Alberto Quadrio Curzio “On the Different Types of Eurobonds” *Economia Politica*, December 2011 p 285

あふれる政府を率いている」と手厳しい批判を展開した<sup>21</sup>。

#### 6.4.1.1.3 「連合ユーロ債」

第一タイプの「成長債」と第二タイプの「安定債（ユーロ共同債）」の特徴を合わせ持つのが「連合ユーロ債(UnionEurobonds)」であり、ユーロ圏加盟国の債務再編と欧州における大規模インフラ事業のための資金調達と言う二重の目的を果たすというものだ。

この「連合ユーロ債」構想は、Curzio (2011)<sup>22</sup>によると、Mario Monti（イタリアの経済学者で元欧州委員会委員。2011年11月から2013年春まで同国首相を務めた）によって2010年に提唱された。

Monti はその後、この構想の背後には「高い流動性を有し、日米の国債市場と伍することができる『欧州証券市場』を創設するという目的もある」との見解も示すようになった<sup>23</sup>。

これは、欧州をまたぐ証券（債券）市場の不在のために、年金基金や域外のソブリン・ファンドなどの投資家にとって欧州資本市場は魅力に欠けるものに映り、また、ユーロ圏加盟諸国はより高い金利での債券発行を余儀なくされていることから、結果的に資本不足が生じているという見方に基づいている。ドイツ国債（Bunds）は市場規模が限られているために米国債市場と競合することはできない。

そして、現状では同時に、ユーロ圏やユーロ圏諸国にとっての優先課題は、頻繁に投機筋の攻撃にさらされるようになった加盟国債の「防護（セーフガード）」と加盟国の財政健全化であろう。

プロディ元欧州委員会委員長と Alberto Quadro Curzio も共同で、成長債と安定債の役割を組み合わせた「ユーロ連合債 (EuroUnionbonds=EuB)」構想を打ち出している。

同債券の発行主体としては、「欧州金融基金 (European Financial Fund=EFF)」の創設を計画している。EFF は欧州中央銀行 (ECB) やユーロ圏の加盟国が保有する金準備のみに基づいて債券を発行する。

同構想の特徴としては、

- ① ユーロ圏参加国は、ECB への出資比率に応じて EFF に資本を拠出する。拠出する資本は欧州中央銀行システム (ESCB) の金準備で主として構成されることになる。現在、ESCB の金準備は世界最大の 3 億 5 千万オンスに上り、約 4500 億ユーロの価値があるとされる。資本として使用する目的で金を担保とするには、ESCB および ECB の準則 (bylaw) を改定する必要がある。EFF の払い込み資本の金額によっては、ユーロ圏諸国は既発債や株券を追加担保として EFF に差し出す必要が出てくる。

<sup>21</sup> *Corriere dela Sera*, 2010年12月16日

<sup>22</sup> *ibid.* p 285

<sup>23</sup> *Corriere dela Sera* とのインタビュー、2010年12月2日

- ② EFFの払い込み資本金が1兆ユーロに達したとすれば、EFFは3倍のレバレッジ（てこの作用）をきかせて3兆ユーロ分のEuB債を発行することができる（期間は10年以上で金利は3%、そして一定期間以降は変動金利となる可能性がある）。利払いは年間900億ユーロで、これはユーロ圏諸国のGDP合計の約1%に相当する。
- ③ EFFはEuB債で調達した3兆ユーロをユーロ圏諸国の国債購入資金用と欧州横断インフラ事業資金用の二つの部分に分けることになる。前者には2兆3000億ユーロ割り当てられ、加盟国の国債を買い上げることで、ユーロ圏における対GDPでの平均債務比率が現在の85%から60%に低下することになる。加盟国別ではイタリアは同比率が95%に、ドイツは60%に低下するという計算になる。欧州インフラ事業に振り向けられるのは残る7000億ユーロである。特に、エネルギー、電気通信、運輸分野の事業が対象となる。

EuB債の利点としては、加盟国国債の管理において安定化要因として働くことが考えられる。なぜなら、保有が長期間にわたり、投機の対象になりにくいからである。また、大規模なEuB債の誕生と低利での資金調達が可能になることで、域外のソブリン・ファンドなどからの投資を呼び込むことが可能になるとみられる。

もちろん、EFFには厳格な組織とコーポレート・ガバナンスが必要とされるのは言うまでもない。

Prodi, Curzio 両氏は、EU/ユーロ圏が直面する、投機筋の攻撃、緊縮財政、低成長を考慮すれば、ユーロ圏は危機に直面しており、EFF創設に向けて直ちに計画の立案に動くべきだと主張している。

#### 6.4.1.1.4 プロジェクト債

プロジェクト債はタイプ1の成長債のバリエーションであり、EU域内の国境を超えた大規模インフラ事業のための資金調達が目的である。タイプ2の「安定債（ユーロ共同債）」と並立することも可能だ。金融市場に混乱を生じさせる可能性もない。タイプ3の「連合ユーロ債」のように仕組みが複雑でもない。

欧州委員会は2010年、民間資金を集めるために、民間金融機関が発行するものの、欧州投資銀行（EIB）が保証する「プロジェクト債」構想を提案した。

実際、EU内では既に、プロジェクト債の一種（前段階）とも言うべきものが存在し、EIBや「マルグリット基金（Marguerite Fund）」<sup>24</sup>によって調達された資金によってさまざまなプロジェクトが進行中である。同基金のスポンサーは、フランス、ドイツ、イタリア、ポーランドの預金融資銀行およびEIBであり、運輸、自然エネルギーを含むエネルギーの分野での新たな欧州インフラ事業に民間企業をマイノリティー株主として参加させることが目的である。

<sup>24</sup> フランスがEU議長国を務めた2008年後半に創設された

プロジェクト債の利点は：

- ① 長期融資に関連しており、投機的色彩を帯びていない。
  - ② 欧州委員会の支援が得られる。
- ことなどが挙げられよう。

プロジェクト債<sup>25</sup>については今後、欧州委員会自体もしくは EIB が域内の「成長戦略」促進のために、発行に踏み切る可能性がある<sup>26</sup>。

#### 6.4.1.2 4つの主要な「安定債」提案

本稿執筆時点で、EU/ユーロ圏関係者の中で最も議論となっているのは第二タイプの「安定債（ユーロ共同債）」発行の是非である。

2012年5月23日から24日未明にかけてブリュッセルで開かれた欧州理事会（EU首脳会議）では、ユーロ共同債の導入を主張するオランダ仏新大統領と反対の姿勢を崩さないメルケル独首相の意見対立が際立った。オランダ大統領は、ユーロ共同債は出発点であり、成長の余力を生み出せると主張、一方、メルケル首相は経済政策の統合が前提で、EU条約上も困難であり、成長の促進とは無関係であるとの見解を表明した。

本節ではタイプ2として分類したユーロ共同債をめぐる、ユンケルトレモンティ構想以外の4つの構想について論じる。

ユーロ共同債の利点としては、①（ユーロ共同債構想への参加国の数にもよるが）欧州債券市場の流動性が高まること、②市場を襲う大規模なショックからユーロ圏加盟国を防護すること、③ユーロ圏全加盟国に対して資金調達を保証できること、④ユーロの国際的地位の向上が挙げられ、一方、不都合な点としては、①大きな負担を伴わず、構造改革も怠る加盟国の構想への「ただ乗り（フリー・ライド）」が生じるという問題、②リスボン条約第125条の「非救済条項(non-bailout clause)」に抵触する恐れがあること、③政治的な実行可能性（political viability）の問題が挙げられる（Eijffinger et al, 2011）<sup>27</sup>。

Eijffinger et al (2011)<sup>28</sup>は、ユーロ共同債を導入する上で最大の問題は政治面での抵抗だ

---

<sup>25</sup> 四つのタイプのほかに、EU/ユーロ圏内では、欧州委員会が非ユーロ圏内のEU加盟国に対する国際収支支援を行うために発行する債券(Balance of Payments Facility)やEFSFが資金調達のために発行するEFSF債が存在する。これらの仕組みは既に運用されている。さらに、2012年秋に発足した欧州安定化機構(ESM)も債券を発行することになっている。

<sup>26</sup> Eurobondは長い間、特に1970年代、1980年代を通じて、国外で発行される自国通貨建ての公社債のことを指していた。1990年代から論議されているeurobondとは全く異なるものであり、本稿では前者を「ユーロ共同債」もしくは「ユーロ共通債」と表記する)

<sup>27</sup> Sylvester C.W. Eijffinger “Eurobonds-Concepts and Implications” p 1, European Commission Directorate General for Internal Policies Policy Department A: Economic and Scientific Policies, 2011

<sup>28</sup> ibid. p 11

とみており、ユーロ圏加盟国はまず、財政規律を順守するための強力なメカニズム（自動制裁条項）を「安定・成長協定（SGP）」に盛り込むとともに、「欧州セメスター（European semester）」を実施することが不可欠であると指摘した。前者は EU25 カ国による「新財政協定」の形で結実し、同協定は批准プロセスに入り、2013 年に発効した。後者は 2011 年から実施されている。

本節ではまず、Delpla and Von Weizsacker(2010)とそれに対する De Grauwe (2011)のコメント・提案、ユーロ共同債に関連する「債務償還基金」構想およびほかの関係論文について論じる。

#### 6.4.1.2.1 ブルー債

Delpla and Von Weizsacker (2010)<sup>29</sup>は、ユーロ圏各国のソブリン債をユーロ圏各国が共同で発行する「ブルー債（blue bond）」と各国が独自に発行する「レッド債（red bond）」の二種類に分ける。前者はユーロ圏各国が共同で発行・保証してプールされ、優先的に返済される（senior status）。発行限度は GDP 合計の 60%（これはマーストリヒト条約の公的債務 60%ルールを念頭に置いたものである）に設定する。この枠を超える分は各国が独自に発行する「レッド債」となり、返済は優先されない（junior status）。

Delpla and Von Weizsacker (2010) は提案の特徴としてまず、ブルー債は米国債（US Treasury bond）に肩を並べるほど非常に流動性が高く、安全な債券となり、ユーロを国際的な主要準備通貨の地位に押し上げるとともに各国が現在のドイツ国債発行条件に匹敵する条件もしくはそれより有利な条件でソブリン債務の一部を借り入れることを可能にするだろうと指摘する。一方、レッド債は高金利での発行となり、ECB の借り換えオペ不適合とすることで銀行システムから事実上締め出し、ユーロ圏における「秩序だったデフォルト・メカニズム」のベースに位置付けるとしている。レッド債のユーロ圏加盟国による保証はないようにする仕組みだ。

換言すれば、ブルー債は債務不履行（デフォルト）に決して陥らない超安全な（supersafe）「ユーロ債」であるのに対し、レッド債はソブリン・リスクの大半をを引き受けるソブリン債となる。

さらに、ブルー債の発行割り当ては「ブルー債統治メカニズム」が決定し、放漫財政国については GDP 比 60%を大きく下回る水準までしかブルー債の発行を認めないことにするという。ブルー債の市場規模は 5 兆～6 兆ユーロが見込まれ、米国債市場の 7 兆 2500 億ユーロに迫るとみられる。一方、レッド債は（2012 年秋に発足した）「欧州安定化機構（ESM）」による保証対象とはならず、ESM は基礎的財政赤字のみをファイナンスすればよい仕組みにするので、レッド債の借り換えに関与する必要はなく、結果的に ESM の規模を抑制でき

---

<sup>29</sup> Jacques Delpla and Jakob von Weizsacker “Eurobonds: The blue bond concept and its implication” p 2, Bruegel Policy Contribution, 2010

るという。

ブルー債/レッド債の導入方法については、漸進的アプローチではなく、短期間に一挙に導入する「ビッグバン・アプローチ」が望ましいとしている。

Delpla and Von Weizsacker (2010) はユーロ共同債構想の嚆矢となった。

#### 6.4.1.2.2 De Grauwe の提案

De Grauwe(2011)<sup>30</sup>はユーロ共同債構想を政治統合への一步と位置付けたうえで、加盟国がユーロの将来について真剣であることを市場に改めて示すとともに加盟国が流動性の危機から自衛する手段になると主張する。

しかし、モラルハザードと財政健全国にとってうまみがないとの二つの問題を指摘する。モラルハザードについては、ユーロ共同債は関係国が共同責任を負うことから、一部の関係国はこうした黙示的な保証 (implicit insurance) に寄りかかって、多額の債券発行に走り、こうした事態が起きれば「責任ある行動」を取っている他の関係国の反発を呼ぶ可能性がある。

財政健全国にとってうまみがないという問題はモラルハザードとも関係しているが、ドイツやフィンランド、オランダなどの財政健全国は信用格付け会社からトリプル A の格付けを得ており、最も有利な条件で借入れが出来るが、ユーロ共同債の仕組みに信用格付けが低い国が加わることにより、ドイツなどの財政健全国はより高い債券金利を支払う羽目に陥るのではないかという懸念を生じさせる。

これら二つの問題を解決するために、De Grauwe(2011)は、①Delpla and Von Weizsacker (2010) を踏襲して、ユーロ共同債をブルー債とレッド債に分ける、②ブルー債発行において、手数料を国によって差別化し、財政健全国は低く抑え、重債務国は高めに設定する、ことを主張している。

De Grauwe(2011)は、米ドルは高い流動性と国際準備通貨の地位を享受していることから、国債発行時に約 50 パーセントポイントのプレミアムを得ている（有利な条件で発行できる）とみており、ユーロ共同債の発行により、ユーロも同等のプレミアムを獲得する可能性がある」と指摘した。

De Grauwe は上記論文の発表に 2 年先立ち、Moessen と共同で、前触れとも呼べる論文 (De Grauwe and Moessen, 2009) を発表、この中で、欧州投資銀行 (EIB) など EU 機関がユーロ共同債を発行する構想を提唱している。この構想の下では、ユーロ圏加盟国のユーロ共同債発行シェアは EIB への出資比率に基づくものとし、表面金利 (coupon) はユーロ圏各国の国債市場の利回りの平均値とするとしている。

---

<sup>30</sup> Paul De Grauwe “The European Central Bank as a lender of last resort” p 5 (Conclusion) CEPR’s policy portal, 2011



#### 6.4.1.2.3 Boonstra

Boonstra(2010)<sup>31</sup>の提案は、「EMU 基金 (EMU fund)」を創設して、ユーロ圏内で一元的に「ユーロ債 (Eurobonds)」と呼ばれる公共債を発行させ、加盟国別のソブリン債務を廃止するという点に特徴がある。そして調達資金は、構想参加国を対象にユーロ債金利に(リスク)プレミアム(上乗せ金利)を付けて貸し出すというものだ。このプレミアムは、独仏両国の財政赤字と公的債務の平均からの乖離状況に基づいて決められる。すなわち、財政状況が独仏より劣るユーロ加盟国のみがプレミアムを支払うという仕組みだ。

この提案には、①平均借入コストを引き下げる、②財政政策の健全度が金利(利回り)に反映される、③ユーロ圏加盟国は、金融市場からの不安定な(規律を求める)圧力ではなく、EMU 基金から段階的な規律強化を求められることになる、という利点がある。しかし、この提案がスムーズに実現する前提として、構想参加国は中央銀行による財政支援(monetary financing)や金融市場での直接資金調達を回避することに同意する必要がある。そして、債務不履行に走る参加国を制裁の対象とする。次に、この構想への参加は任意であるが、Boonstra は、構想への参加は流動性の増大と財政の安定につながるの、いずれ全ユーロ圏加盟国が参加することになるとみている。このことは裏返せば、構想に参加しないことは金融市場に悪いシグナルを与えることになり、その結果、借入コストが増大することになるとしている。

#### 6.4.1.2.4 Favero and Missale

Favero and Missale (2012)<sup>32</sup>は、共同でかつ複数の国によって保証されるユーロ共同債は危機の伝播へのエクスポージャーを減らすことができるとし、「避難場所(safe haven)」としての地位を持つことになると論じた。また、ユーロ共同債が財政強化へのインセンティブを弱めるのではないかというモラルハザードについては、各国が支払う金利のインデックス化(信用リスク・プレミアムの関数とする)に基づく補償スキームを通じて対応することを提案している。すなわち、財政健全全国に配慮する仕組みだ。さらに、ユーロ共同債プロジェクトへの参加国を最高位(AAA)の信用格付けの国に限定するか、もしくは、発行タイプを米財務省証券(T-bill)のような償還期間が短い低リスク型にすることを提唱している。

#### 6.4.1.3 ユーロ共同債の信用度

---

<sup>31</sup> W. Boonstra “How EMU can be strengthened by central funding of public deficits” in the Creation of a Common European Bond Market, pp 3-5 (March 2010, *Cahier Comte, Boel*, No. 14, ELEC)

<sup>32</sup> Carlo Favero and Alessandro Missale “Sovereign spreads in the eurozone: which prospects for a Eurobond?” p 266, *Economic Policy*, April 2012

ユーロ共同債の信用度はユーロ圏参加国の信用度、特にドイツ、フランス、イタリア、スペインという経済規模が大きい4カ国の信用度を反映することになるだろう。そしてその信用度は総債務残高と予想される基礎収支の黒字の純現在価値で表される財政能力（fiscal capacity）に左右されるだろう。この意味でドイツとフランスには経済力が弱い加盟国によって発行されるユーロ共同債を保障する、余分の財政能力を有しており、ユーロ共同債の信用度は（ユーロ共同債）参加国すべての信用度の加重平均よりも高くなり、リスク・プレミアムに関しても加重平均より低くなるだろうと Favero and Missale (2012) は予想している。

#### 6.4.1.4 フランスへの危機波及の懸念

Favero and Missale (2012)によると、金融市場は財政規律強化に向けたインセンティブをユーロ圏加盟国に与えるが、それは断続的である。市場がグローバルなリスク要因に過剰反応を示すこともあるが、それ自体が市場の不安定化と危機の伝播の源である。こうした中で、ユーロ圏に最後の貸し手が存在しないことを考えると、ユーロ共同債を発行すればイタリアとスペインにおける債務危機を終わらせ、危機がこれまで安全と見なされてきたフランスなどの他のユーロ圏加盟国に伝播するのを防げるかもしれない。2011年秋以降、仏国債の独国債に対する利回りスプレッドが大幅に拡大したことは、金融市場は既にイタリアとスペインの債務危機がフランスのようなそれまで「安全な」ソブリン債発行国と見なされてきた加盟国にも伝播しつつある蓋然性があることを織り込み始めたのかもしれないとみる向きもあった。

ユーロ共同債構想については、デフォルト・リスクのすべては構想参加国によって共有されるのでモラルハザードを防ぐために、参加国の財政状況の監視を強化し、信頼できる財政規則を制定する必要がある。特に、費用と便益の公平な共有が行われるように構想を設計すべきであろう。安全な債券発行者（財政健全国）は流動性の面で便益はほとんどない半面、財政脆弱国の信用リスクを肩代わりするとともに資金調達コストが増大する可能性があるため、財政健全国に対して構想に参加を促し、健全国における政治的反対を克服するために補償スキーム(compensation scheme)が必要となろう。Favero and Missale (2012)はこの点に関して条件付きユーロ共同債構想を提唱している。すなわち、Aaa 信用格付けに達しない加盟国は、財政ファンダメンタルズに関連して設定されるスプレッドに基づいてその額が決められる支払い（side payment）を Aaa 以上の格付け国に毎年求められるというものだ。

ユーロ共同債に関する論文のほとんどは、保証範囲は別にして、財政規律の強化があらゆるユーロ共同債プロジェクトの礎石であるべきだと主張、さらに、共同債の発行と管理を調整するために「共同債務庁」の設立を提唱している。

#### 6.4.1.5 「債務償還基金」構想

「債務償還基金 (debt redemption fund)」構想は、今まで論じてきたユーロ共同債の文脈で見ればレッド債に関わってくる。

独政府に政策提言する経済学者ら「5 賢人」で構成する独経済専門家評議会 (GCEE) が 2011 年 12 月に発表した年次報告の中で示した構想であり、EU の安定・成長協定の基準である対 GDP 比 60% を超える部分のユーロ参加国の債務を基金に集約し、連帯して債務を負う参加国が 20–25 年かけて償還するという仕組みだ。基金は償還財源を確保するための「安全債 (safe bond)」と呼ばれる債券を発行し、これが一種のユーロ共同債の役割を果たすことになる。Delpla and Von Weizsacker (2010) のレッド債に相当する<sup>33</sup>。ただ、安全債は一時的な危機管理ツールであり、ユーロ圏のソブリン国債市場を恒久的に統合するものではない。

EU と IMF の支援を受けている、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルは対象外。基金の規模は 2 兆 2000 億ユーロを見込んでいる。一時的な基金なので EU 条約改正の必要はない<sup>34</sup>。

英紙 FT のコラムニストの Wolfgang Munchau は、累積公的債務を対 GDP 比で 60% 以下に抑えるという基準自体が非現実的であることから、この構想も非現実的であると批判している。<sup>35</sup>

Munchau はイタリアが債務の対 GDP 比を 120% から 60% まで圧縮できるかどうか懐疑的であり、償還基金構想は、適切な「ユーロ共同債」が存在しない状態では十分な利回りの低下につながらないとみている。

#### 6.4.2 欧州委員会のユーロ共同債 (安定債) 3 案

欧州委員会は 2011 年 11 月 20 日、ユーロ圏ソブリン債市場を安定化させ、ユーロ圏危機を収束させるための切り札となりうるユーロ共同債 (joint Eurobond) の発行に向けた 3 つの案を発表した。南欧などの重債務国がドイツなど財政健全国の信用力に補完され、ユーロ圏全体の信用力に基づく低金利で財政資金を調達できるようにする仕組みだ。

欧州委員会が打ち出した第 1 の案は、ユーロ圏各国の資金調達手段を現在の国債から共同債に全面的に切り替え、各国が連帯して債務を引き受けるアプローチだ。第 2 案は国債から共同債への切り替えを一部に限り、国債と共同債を併用する方式だ。例えば、マーストリヒト条約や安定・成長協定の規定に沿って、対 GDP 比 60% 以内の資金調達は共同債を活用し、残る部分は各国が自力で調達する方式だ。これは前述の Delpla and Von

<sup>33</sup> 日本経済新聞 「『償還基金』『共同債』必要に一ベルギー首相に聞く」 2011 年 11 月 30 日

<sup>34</sup> *ibid.*

<sup>35</sup> *FT*, “How to build a fiscal union to save the eurozone”, 2012 年 5 月 28 日

Weizsacker (2010)のブルー債/レッド債の仕組みに酷似している。第3案は共同債として一本化するものの、各国が債務をそれぞれ分担して引き受ける方式。ECBへの出資比率などに応じて各国の政府保証割合を決定している欧州金融安定化基金(EFSF)債と同じ仕組みだ<sup>36</sup>。

欧州委員会は、「ユーロ共同債(eurobonds)」という呼称よりは発行の目的が金融安定であることから、「安定債(stability bonds)」という呼び方を採用している。同委は2011年11月23日付で「安定債導入の妥当性について(on the feasibility of introducing stability bonds)」と題したグリーン・ペーパー(討論用文書)を発表した。これは欧州委員会がこの課題に今後、本格的に取り組んでいこうという姿勢の表れである。

グリーン・ペーパーの発表は2011年7月の欧州議会の要請にこたえたものだ。欧州議会はその要請文の中で、欧州委員会に対して、ユーロ共同債(eurobonds)システムを将来導入した場合、参加国及びユーロ圏全体に及ぼす影響を調査するよう求めたうえで、ユーロ共同債は米国債市場の代替市場となる可能性があり、ユーロ圏のソブリン債市場を統合し、流動性と財政規律を高め、安定・成長協定の順守を保証し、構造改革を促進し、資本市場をより安定化させるという恩恵をもたらすとみている。そして発行限度についてはGDPの60%に設定すべきだと主張、ユーロ共同債発行の狙いとして、ソブリン債務の削減、(財政規律に関する)モラルハザードの回避そしてユーロに対する投機の防止を挙げている。

グリーン・ペーパーはまず、ユーロ共同債論議の背景を論じている。その中で、「共同で発行される安定債(ユーロ共同債)」の導入は、ユーロ圏参加国間でのソブリン債発行のプール化および関連する収益フローと債務支払いコストの共有を意味する。そのうえで、ユーロ共同債が導入されれば、ユーロ圏金融市場の中で最大のセグメントであるユーロ圏ソブリン債市場の構造を大きく変えることになるだろうとしている。

ユーロ圏のソブリン債市場の現状を表す基本的な数字を下表で示す。

表 6-3 ユーロ圏のソブリン債市場の現状

<sup>36</sup> 日本経済新聞 「『共同債』実現に壁—欧州委で3案—ドイツ慎重論強く」2011年11月24日

加盟国	一般政府 債務			中央銀行 債務	政府債 利回り	CDS スプレ ッド	信用格付 け
	単位 10 億€2010 年末	GDP 比%10 年末	ユーロ圏 内比率% 10 年末	対 GDP 比 10 年末	単位% 10 年物 11 年 11 月 8 日	単位ベーシ スポイント 5 年契約 11 年 11 月 8 日	S&P 11 年 11 月 8 日
ベルギー	340.7	96.2	4.4	87.7	4.3	292.9	AA+
ドイツ	2061.8	83.2	26.4	53.2	1.8	89.3	AAA
エストニア	1.0	6.7	0.0	3.3	n.a.	n.a.	AA-
ギリシャ	329.4	144.9	4.2	155.6	27.8	n.a.	CC
スペイン	641.8	61	8.2	52.3	5.6	400.1	AA-
フランス	1591.2	82.3	20.3	67.8	3.1	183.8	AAA
アイルランド	148.0	94.9	1.9	94.3	8.0	729.7	BBB+
イタリア	1842.8	118.4	23.6	111.7	6.8	520.7	A
キプロス	10.7	61.5	0.1	102.6	10.1	n.a.	BBB-
ルクセンブルク	7.7	19.1	0.1	17.4	n.a.	n.a.	AAA
マルタ	4.3	69	0.1	68.9	n.a.	n.a.	A
オランダ	369.9	62.9	4.7	57.3	2.2	99.6	AAA
オーストリア	205.6	71.8	2.6	66.2	3.0	159.9	AAA
ポルトガル	161.3	93.3	2.1	91.2	11.6	1050.9	BBB-
スロベニア	13.7	38.8	0.2	37.3	6.0	304.25	AA-
スロバキア	27.0	41	0.3	40.1	4.0	222.1	A+
フィンランド	87.0	48.3	1.1	43.9	2.3	60.63	AAA
ユーロ圏	7822.4	85.4	100	71.6	n.a.	n.a.	n.a.
米国	10258	94.4	n.a.	n.a.	2.08	47.5	AA+

(出所) ユーロスタット、IMF, S&P, ブルームバーグ

次に仮想上のユーロ共同債の利回りを現存するユーロ圏内の債券の平均利回りと比較した研究を概観する。前提条件として、流動性プレミアムの低下は起きず、また共同発行による信用リスク（格付け）をユーロ圏参加国の平均格付け以上に押し上げないとする。

Assman and Boysen-Hougrefe(2010)<sup>37</sup>は、財政収支関連の変数がソブリン債スプレッド

<sup>37</sup> Christian Assmann and Jens Boysen-Hongrefe, "Determinants of government bond

の決定要因になると指摘、ユーロ共同債の利回りをユーロ圏参加国の金利の加重平均とするならば、独国債との利回り格差は0.6-0.9ポイントになるだろうと試算している。

Favero and Missale (2012)<sup>38</sup>は米国債の利回りがユーロ共同債にとって良き指標になりうると指摘、その理由として両者の信用リスクと流動性の類似性を挙げている。

この節の最後に欧州委員会のユーロ共同債3案についてそれぞれ検討する。

#### 1) 第1案 ソブリン国債から共同債への全面切り替え（債務は各国が連帯保証）

このアプローチはユーロ共同債の恩恵をもたらすには最も効果的である。ソブリン国債からユーロ共同債への全面切り替えは全ユーロ参加国に対し、自国の公的財政状況いかににかかわらず債務の全面借り換えを保証することになる。これにより、重債務国が現在経験している厳しい流動性の制約は克服でき、将来、こうした事態の再来は回避できることになる。さらにこのアプローチは流動性の面で優位性を持つ巨大で均質な共同債市場を創出することになる。さらに、ユーロ圏の金融システムを通じてリスクの価格形成（the pricing of risk）のための効率的な指標となる枠組みを提供するとともに、ユーロ圏全参加国の金融機関に対して、高品質の政府債関連担保の利用を可能にするだろう。

また、グローバル金融システムに米国債市場に匹敵する規模でかつ同等の流動性を有する二番目の「避難先市場（safe haven market）」を提供することになる。これによりユーロの国際的役割は促進されるだろう。

一方、第1案は同時に最大のモラルハザード関連リスクをもたらす可能性がある。すなわち、重債務国は自国の資金調達コストへの影響を受けずに財政規律を守る国の信用に事実上「ただ乗り（free ride）」できることになる。したがって、このアプローチは財政規律、経済競争力の強化、マクロ経済不均衡の減少のための非常にしっかりした枠組みを必要とするだろう。それは経済、金融、政治面での統合を一段と進めることを意味し、おそらくEU基本法の改正を必要とするだろう。

このアプローチの下でユーロ共同債を導入するプロセスは、①新規発行はすべてユーロ共同債とし、既発ソブリン国債は新発ユーロ共同債に切り替える、②より緩慢なプロセス：ユーロ共同債を新規に発行する一方、既発債は当分の間、流通市場にとどめて、市場が混乱するリスクを抑える、という二通りが考えられる。①では直ちに指標となる利回り曲線（イールドカーブ）を有する、流動性の高い市場が出現することになる。ただ、既発債を買い戻して、ユーロ共同債と交換するレートを慎重に決定しないと、市場に混乱が生じることになるだろう。②では、既発債の償還期限にもよるが、全面的にユーロ共同債に切り替えるには数年かかるだろう。

#### 2) 第2案 国債から共同債への部分借り換え（債務は各国が連帯保証）

このアプローチではユーロ共同債以外の債券はユーロ圏参加各国政府の保証の下にとど

---

spreads in the Euro area-in good times as in bad” p 5. *Kiel Institute for the World Economy*, 2010

<sup>38</sup> Carlo Favero and Alessandro Missale “Sovereign spreads in the eurozone: which prospects for a Eurobond?” p 266, *Economic Policy*, April 2012

まる。このアプローチは前述のブルー債/レッド債構想として Delpla and Von Weizsacker (2010)において打ち出されたものと基本的に同じである。最大の特徴はユーロ圏参加国のソブリン国債は事実、ユーロ共同債の「劣位に立つ (subordinated)」ということだ。すなわち、返済面で優先されるのは連帯保証されているユーロ共同債だ。劣後債扱いとなるのはユーロ共同債発行開始後に新たに発行されるソブリン国債のみである。なぜなら、ユーロ共同債が発行されるようになる前から存在していた、既発の「レガシー債 (legacy bonds)」をユーロ共同債と同等に扱わないということは「地位の変化 (status change)」、すなわち返済における劣後化を意味し、ただちに債務不履行 (デフォルト) とみなされるからだ。

第二案をめぐる主要課題は、ユーロ共同債とソブリン国債の発行割合を決定するための基準である。大別して二通りあり、①単純なルールに依拠するシステム、②財政規律強化など政策順守状況にリンクした、より柔軟なシステム、である。前者については、ブルー債/レッド債構想の 60%–40%が代表的なものである。後者では、政策を順守しない違反に対してはユーロ共同債発行限度の引き下げという制裁を科すという選択肢が考えられる。

第三案については、このアプローチによるユーロ共同債の発行による金融市場への影響は限られたものとなる可能性があるが、EU 基本条約の改正は不要とみられるので短期間のうちに実施可能であり、したがって現在のソブリン債務危機への対応に役立つ可能性がある。

このアプローチで問題となるのがユーロ共同債の信用の質である。連帯保証ではないので、ユーロ共同債の信用レベルはユーロ圏参加国の加重平均となる可能性がある。信用レベルを押し上げるには、現金や金準備 (gold reserves) を担保として利用する必要があるかもしれない。

以上検討してきた三つの案を組み合わせることもできるだろう。例えば、EU 基本条約の改正が不要とみられる、第三案を早期に実施に移し、その後、時間をかけて第一案の実現を目指すという方法だ。いずれにしてもユーロ共同債は EU においてより高次元の経済同盟および政治同盟の実現に向けた枠組みとなりうるであろう。

ここで 3つの案の特徴を表でまとめてみよう。

表 6-4 欧州委提案のユーロ共同債 3案

	第1案 国債から共同債への全面切り替え（債務は各国が連帯保証）	第2案 国債から共同債への部分切り替え（債務は各国が連帯保証）	第3案 国債から共同債への部分切り替え（債務は各国が部分保証）
危機対策への効果	大	中	小
流動性	非常に大きい	中規模	効果小
財政規律の緩み	大	中	小
金融統合への影響	大	中	中
EU 金融市場魅力度	グローバルに大	中	中
条約改正	要	要	不要
実現までの時間	長期	中長期	中期

（出所）欧州委員会のグリーン・ペーパー中の「Table 1: Overview over the three main options」と朝日新聞「ユーロ共同債案」2011年11月24日を基に筆者作成）

三つの案に共通する論点として、まず、安定・成長協定もしくは強化された財政枠組みのコミットメントを尊重しないユーロ圏参加国については、ユーロ共同債へのアクセスを禁止する選択肢も考えられる。

二番目に、ユーロ共同債の発行主体をどうするかという点である。中央集権化された「債務管理庁（debt management o）うという分権化方式を取るのかという選択肢が考えられる。前者については、①欧州委員会が DMO の役割を果たす、②欧州金融安定化基金（EFSF）もしくは欧州安定化機構（ESM）が本格的な DMO に転換する、③新たに DMO を創設する、の3つのオプションが想定される。

③ の場合、緊急融資の役割を果たすために 2012 年に設立された ESM に債務管理の任務も押し付けるのは好ましくないとの意見もある。一方、ESM を 3 番目の提案と組み合わせ、ESM の枠組みを使ってユーロ共同債発行に向けた第一歩を踏み出す仕組みも考えられる。



### 6.4.3 ユーロ共同債への反発

欧州委員会のユーロ共同債構想に対しては、予想通りドイツやオランダ、フィンランドなど財政健全国の指導者から厳しい批判が相次いだ。

ドイツのメルケル首相は、「債務を連帯保証して通貨同盟の欠陥から抜け出そうとしてもうまくいかない」と指摘、ユーロ共同債は導入の条件が整っておらず「危機対策には貢献しない」と否定的な見解を示した。メルケル首相の発言は同構想を全否定したものではなく、重債務国がモラルハザードに陥らないようにするための「保証措置（セーフガード）」の不在を懸念していることに重点が置かれているとの解釈も成り立つ。

オランダのルッテ首相はユーロ共同債を発行するには「財政同盟」の実現が前提条件になるだろうと述べた。

## 6.5 財政規律の強化

本節では、新財政協定や中期目標（MTO）、欧州セメスターなど EU/ユーロ圏内における一層の財政規律強化への取り組みを紹介し、分析する。

### 6.5.1 中期目標（MTO）

当初の安定・成長協定には、景気拡大期に財政健全化に向けた効果的な指針を提供できないという欠点があった。2005年に発効した改定協定には「予防手段（preventive arm）」が盛り込まれた。各国の構造的財政収支に関して「中期的目標（medium-term objective=MTO）」が設定され、各国に財政黒字もしくは財政赤字を出す場合でも対 GDP 比 1%以内にとどめるよう促すようになった。各国別に設定される MTO の具体的な設定方法は公表されていないが、最近行われた新たな改定では高齢化に関連した潜在的な債務（いわゆる「隠れ年金債務」）も含まれるようになったという。MTO を達成することが困難な加盟国に対しては、構造的な財政赤字を毎年少なくとも 0.5 ポイントずつ減らすよう求めており、景気後退期には削減幅の縮小を認め、景気拡大期により大幅なペースで削減するというシナリオが描かれている。

### 6.5.2 欧州セメスター

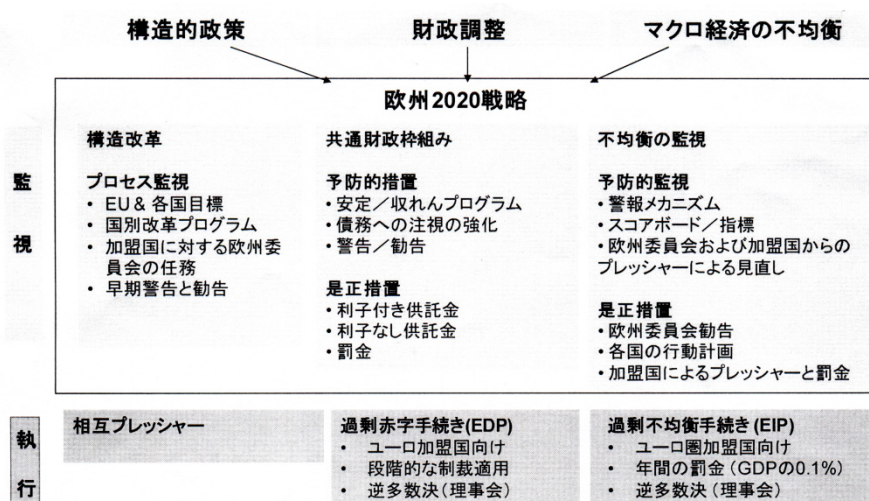
ところで、EU の安定・成長協定が EU 加盟国の財政政策決定に及ぼす影響は EU レベルと加盟国レベルでの財政政策に関する手続きが時間的にちぐはぐなために、限られたものとなるという状態が続いてきた。特に、ユーロ圏加盟国における予算は、前提となる経済予想が毎年秋に発表された後、その年の末に翌年度予算として法制化されるケースが大半

だ。欧州委員会と経済・財務相閣僚理事会（Ecofin）は加盟国政府から経済予想に関する情報を翌年初めに受け取り、春に評価を下すという段取りになっていた。これは加盟国の予算が成立した後の評価となり、財政政策の事前評価とは成り得ない。そこで2011年からスタートしたのが「欧州セメスター（European semester）」だ。

これは、毎年1月～6月の半年を1サイクルとして、各国の財政政策・予算、マクロ経済の不均衡、構造改革を統合的に監視するもので、具体的には、各国から提出される中期的な予算戦略を示した「安定・収斂プログラム（Stability and Convergence Programme=SCP）」とリスボン戦略の後継となる「欧州2020」に掲げた目標（雇用、研究・開発、気候変動・エネルギー政策、教育・訓練、社会的包摂と貧困対策）の達成に向けて実施すべき行動を定めた「国別改革プログラム（National Reform Program=NRP）」を欧州委員会が評価し、閣僚理事会が国別ガイダンスを作成するものだ。

欧州セメスターはEUの判断・勧告の時期を毎年7月に設定し、加盟国の予算編成サイクルの開始時期とほぼ一致させるものである。これにより、EUによる加盟国の財政・経済状況の監視がより実効性を有するものになると期待される。2011年から実施され始めた。

図 6-7 欧州セメスター：経済監視/経済ガバナンスの統合



出所：欧州委員会プレスリリースMEMO/11/14  
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/14&format=HTML&aged=0&language=EN&quiLanguage=ja>

(図 6-7 は JETRO 「ヨーロッパ・セメスターの概要と今後のスケジュール」『ユーロトレンド』2011年4月号 p 3 から収録した)

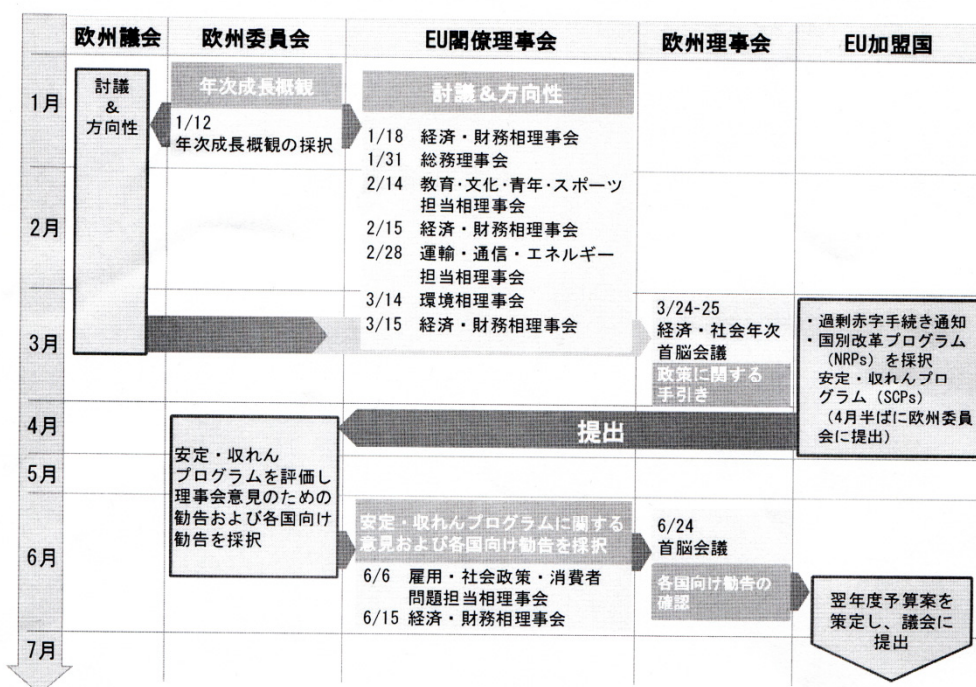
約6カ月間におよぶ欧州セメスターのスケジュールは、

- 1) 欧州委員会が毎年1月に「年次成長概観（Annual Growth Survey=AGS）」を提示する。
- 2) EU閣僚理事会と欧州議会は年次成長概観に基づき協議を行い、その結果に基づ

き、欧州理事会は毎年3月、EUが直面する主要課題を明確にし、政策に関する戦略的アドバイスを示したガイダンスを提示する。

- 3) 加盟各国は、欧州理事会が示したガイダンスを勘案して、中期予算戦略を示す「安定・収斂プログラム (SCP)」と雇用や研究・イノベーション、エネルギー、社会的包摂など「欧州 2020」に掲げる目標達成に向けた実施行動を定める「国別改革プログラム (NRP)」をまとめ、この二つを4月に欧州委員会に提出する。
- 4) 欧州委員会は加盟各国から提出されたプログラムを評価し、勧告をまとめる。EU閣僚理事会はこれに基づき、6月の欧州理事会に向けて各国別のガイダンスを作成する。欧州理事会はこのガイダンスを確認する。
- 5) 欧州理事会とEU閣僚理事会は毎年6月末から7月にかけて、加盟各国が翌年度予算案を固める前に政策助言を行う。加盟各国はこれに基づき予算案を策定し、各国議会に提出して通常の予算採択手続きを行う。ただ、各国議会の権限がヨーロッパ・セメスターによって制約されることはないとされている。

図 6-8 欧州セメスターのスケジュール (2011 年)



出所: 欧州委員会プレスリリースMEMO/11/14 を基に作成

(図 5-2 は JETRO 「ヨーロッパ・セメスターの概要と今後のスケジュール」『ユーロトレンド』2011年4月号 p 6 から収録した)

欧州セメスターは始まったばかりであり、その実効性を判断するのは時期尚早であろうが、欧州財政・債務危機を受けて EU が各国の予算作成プロセスに関与を強めていくのは間違

いないとみられる。

また、EUは加盟国の経済予想については少なくとも今後3年分をカバーし、経常支出、資本支出、税収を対象とすることを求めている。

EU/ユーロ圏は加盟各国の財務省から提供される財政収支予想を基にユーロ圏各国の「安定化プログラム (Stability Programmes)」を作成している。これは2014年までのユーロ圏各国の財政健全化の道筋を示すもので、具体的には構造的な財政赤字を対GDP比で毎年0.5%超削減し、「債務増加傾向 (debt path)」を2012年までには「逆転 (reverse)」させることを目標としている。欧州委員会によると、ユーロ圏各国で財政健全化は進んでいるが、安定化プログラムに盛り込まれた各国の公的財政債務削減のターゲットを達成するには、各国は対GDP比でさらに0.5%相当減らす必要があるとしている。また、2014年以降には高齢化対策費用がかさんでくるのでさらに一段の削減努力が求められるようになっている。

ところで、各国の財務省が提供する予想は各国の独立した「財政協議会 (fiscal council)」がまとめる仕組みになっている。これは予想の取りまとめにおいて政治的バイアスを避けるためだ。財政協議会については次項で詳述する。

EU加盟国はMTOを達成するための枠組みの改革も求められている。これは政治的な理由から短期的な展望にしか基づかない決定を下したり、過剰にリスクをとったりする傾向が目立つからだ。

ギリシャ政府が2009年に財政収支やGDPの予想を大幅に修正したのは正確な統計データをタイムリーに収集する能力が不十分であったことを示している。

この意味で、加盟国は「中期財政枠組み (medium-term budgetary framework=MTBF)」を作ることで財政状態を強化することが出来る。MTBFは具体的には多年度予算計画の準備、実施、監視のための手続きであり、これにより財政政策の質の向上が期待される。2009年時点でキプロス、ギリシャ、ルクセンブルク、ポルトガルの4カ国を除くユーロ圏参加国が安定化計画に加えてMTBFを有している。そのうちほとんどは3年間をカバーしているが、フィンランドとオーストリアのMTBFは4年間、オランダのMTBFは5年間をカバーしている。ユーロ圏では単年予算見通しは健全な財政政策の運営においては十分な根拠に成り得ないという見方が定着しているようだ。

そしてユーロ圏加盟国のMTBFはローリング・ベースに基づいている。すなわち、毎年、枠組みの対象として新たに1年が加わるごとに、対象期間全体の財政ターゲットも改定されるのである。

### 6.5.3 財政協議会

独立した財政協議会 (fiscal council) は、マクロ経済や財政に関する予想・分析・評価・勧告を提供することによって財政状況を改善するための追加的な制度的メカニズムである。

財政協議会は具体的に二つの重要な任務を帯びている。すなわち、さまざまなバイアスを除去したうえで独立して公共財政に関する「独立した (independent)」予想を提供することと、最低限でも財政ルールが順守されているかどうかの見極めを含む財政政策の評価を独立的に行うことである (OECD, 2010)<sup>39</sup>。

政治や企業経営からの独立性は財政協議会に関してはキーワードである。一方、財政協議会は議会に対して財政目標の達成で民主的責任を負う。資金面でも、独立した財政協議会の運営は、政治的影響から可能な限り遮断されなければならない。

また、多くの国では、研究機関や大学の関係者、銀行のエコノミストなどが財政政策についてコメントを出し続けているが、政府の機密データへの優先的アクセス権を有しておらず、一般市民への説明責任もない。そういう中で、独立した財政協議会の存在意義があるとされる。

2009年時点で、ユーロ圏参加11カ国で21の財政協議会が存在した。一方、キプロス、フィンランド、マルタ、アイルランド、スロバキアでは財政協議会はなかった。11カ国のうち7カ国では財政状況を監視する権限を付与された、独立した財政協議会があった。それらはドイツ、フランス、イタリア、スペイン、ベルギー、オランダ、ポルトガルである。オーストリアなど4カ国には財政予想を提供する財政協議会が存在する。

ユーロ圏内における財政協議会の具体例をベルギーとオランダでみる。

ベルギーでは1980年代後半から巨額の財政赤字と公的累積債務の高比率に悩まされてきた中で、欧州通貨統合への参加を目指していたことから二つの独立性を有した財政機関を設立した。1994年に設立した国家会計機関 (National Account Institute=NAI)は予算編成のためのマクロ経済予測を提供することが任務である。もう一つは従来からあった組織を改革して誕生した財政高等協議会 (High Council of Finance=HCF) であり、1992年から地域レベルでの財政政策の監視と中期目標の作成を担っている。ベルギーでは財政権限が高度に地域 (ワロン圏とフラマン圏など) レベルに分散化されているので、地域政府間の調整が重要となっており、その調整役はHCFが果たしている。

オランダでは経済政策分析局 (Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis、通称は中央計画局=Central Planning Bureau=CPB) が財政政策分野で顕著な役割を果たしている。主要な任務は独立してマクロ経済・財政予測を行うことだが、福祉国家としてのオランダの状況、労働市場、規制、国際経済など広範囲のトピックについての分析も行う。さらに、オランダの財政に環境問題や高齢化社会の進展が与える影響や大規模公共事業の費用・便益分析も守備範囲だ。CPBは勧告は行わないが、毎年秋に発表する予測は政府が編成する予算の議会提出を視野に入れており、予算の中で提案される財政政策措置が経済に与える影響も試算されている。さらに、オランダ国内の全政党は経済プログラムをCPBに提出して評価を受ける慣行があり、これにより政党間のプログラムの比較が容易となる。労使の賃金交渉でも一定の役割を果たしている。すなわち、労使双方ともCPBの経済予測

<sup>39</sup> OECD Economic Survey: Euro Area 2010 pp 114-116

に依拠している (OECD, 2010) <sup>40</sup>。

米国で財政協議会の役割を果たしているのが議会予算局 (Congressional Budget Office = CBO) である。1975年に創設され、財政・経済に関する自前の情報を議会が活用できるように、党派を超えて専門的な調査能力を発揮している。CBOは、連邦政府の行政管理予算局 (OMB) と大統領経済諮問委員会 (CEA) に対する議会側のカウンターパートと位置付けられている。毎年、作成、発表する報告には、①射程10年の財政・経済見通しを盛り込んだ「財政・経済展望」、②「大統領予算案分析」③個別法案による支出・収入面の影響を分析する「コスト見積もり・マンドイト報告」や奇数年に出される、支出、税制に関する広範な政策的選択肢を論じた「財政オプション」などがある (渡瀬、2011) <sup>41</sup>。

独立した財政協議会の活動の効果については、OECDの調査によると、1995年から2005年の間、財政協議会が存在するOECD諸国における、景気変動調整済みの基礎的財政収支の改善と債務の削減の度合いは、財政協議会が存在しないOECD諸国より顕著だったと報告。そのうえで、EU諸国でも財政協議会と財政状況の改善の間に国によって程度は異なるものの強い正の相関関係があるとの見方を示している (OECD, 2010) <sup>42</sup>。

#### 6.5.4 「新財政協定」の検討

2010年春にギリシャを皮切りに連鎖的に発生した欧州債務危機の背景には南欧諸国を中心とするユーロ圏周辺諸国の「放漫財政」があるとの見方が根強いことから、ユーロ圏内の財政規律の強化を求める声がドイツなど財政健全国の間から高まっていた。

EUは2011年12月9日の首脳会議での英国を除く26カ国間で「財政協定」作りで合意、これを受けて2012年1月30日の首脳会議では、債務危機対策の一環として財政規律強化に取り組む「新財政協定」について、英国とチェコを除く25カ国で締結することで合意した。

財政協定は正式には、「経済・通貨同盟における安定、協調、ガバナンス条約 (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union)」と呼ばれ、ユーロ圏諸国の財政に収支均衡の原則を打ち立てるのが主要目的である。協定自体には債務危機対策への即効性は期待できないが、協定の発効をきっかけに危機の拡大に備えた安全網が充実される見通しである。

英国に続いて財政協定への参加を見送ったチェコは、批准手続きなど憲法上の問題を不参加の理由に挙げた。ただ、同国の離脱が協定自体に大きな影響を及ぼすことはないと思われる。

財政協定のポイントは、

<sup>40</sup> OECD Economic Surveys: Euro Area 2010, p 114

<sup>41</sup> 渡瀬義男『アメリカの財政民主主義』pp 127-164 日本経済評論社 2012

欧州議会には米連邦議会の議会予算局に相当するような組織は存在しない。

<sup>42</sup> OECD Economic Surveys: Euro Area 2010, pp 114-116

1. ユーロ圏諸国は財政収支の均衡を国内法で定める
2. 厳しい景気後退などの例外的な状況では、中期財政目標（MTO）からの一時的な離脱を認める。
3. 欧州司法裁判所から収支均衡法の整備で問題を指摘された国は、GDP の最大 0.1% に相当する制裁金を 2012 年に発足した欧州安定化機構（ESM）に払い込む
4. 協定はユーロ圏の 3 分の 2 超に相当する 12 カ国の批准で発効する
5. 協定の発効後 5 年以内に、協定を EU 条約に統合するための必要な措置を講じる

財政協定の前文には 3%ルールと 60%ルールへの言及がある。財政赤字が GDP 比で 3% を超えるユーロ圏参加国に対しては「過剰赤字手続き（EDP）」の下での措置を採用することを促進する必要性を確認している。60%ルールについては、政府債務の対 GDP 比が 60% を超える協定締約国は年間平均 20 分の 1 のペースで債務を減らす義務があることについても念押ししている。また、欧州委員会が安定・成長協定の強化を図る提案を行うのであれば支持するとしている。

協定は第 1 章「目的と範囲」、第 2 章「欧州連合の法律との整合性と関係」、第 3 章「財政協約」、第 4 章「経済政策の協調と収斂」、第 5 章「ユーロ圏のガバナンス」、第 6 章「一般最終条項」で構成されている。第 1 章第 1 条で「この協定で、締約国は欧州連合の加盟国として、経済政策の協調を強化し、ユーロ圏のガバナンスを改善するための『財政協定（fiscal compact）』を通じて財政規律を醸成する目的の一連のルールを採択することにより、経済通貨同盟の経済の柱を強めることで合意した」としている。

第 3 章第 3 条は、一般政府財政は均衡もしくは黒字状態でなければならないとしたうえで、構造的な一般財政収支が中期目標に収まっていれば構造赤字が GDP 比で 0.5% 以内に収まるのであれば財政均衡状態にあると見なすと規定している。さらに、債務比率が 60% を大幅に下回っていれば、構造的赤字は GDP 比で 1.0% を上回らない範囲で認められるとしている。一方、中期目標からの逸脱が大きい場合、「是正メカニズム（correction mechanism）」が自動的に発動されるとしている。

第 3 章第 6 条は、国債発行計画に関する協調を図るために、締約国は欧州委員会と閣僚理事会に国債発行計画を事前に報告することを義務付けている。これはもちろんユーロ圏債務危機を念頭に置いたものだ。

第 5 章第 12 条は、ユーロ圏参加国は年最低 2 回、首脳会議を開催すること定めている。ユーロ圏首脳会議の議長は、ユーロ圏参加国が単純多数決で選ぶとしている。

財政規律の強化だけでは不十分との認識から、経済の活性化に結びつけるために 2012 年 1 月 30 日の首脳会議では、債務危機を背景とした欧州の景気後退を最小限に食い止める方策を議論し、若者の失業対策や中小企業支援を通じて成長確保に取り組むことを決めた。しかし、EU 各国には新たな景気対策を行う余力は無いため、EU から加盟国向け補助金のうち最大約 820 億ユーロを成長確保策に配分する方向で調整することになった。

表 6-5 ユーロ圏内外の財政・経済状況

(いずれも%、02-06年は平均値、11年は予測値)

	財政収支 02-06年	財政収支 (11年)	債務残高 (11年)	成長率
ドイツ	-3.3	-1.3	81.7	3.0
フランス	-3.2	-5.8	85.4	1.6
スペイン	0.6	-6.6	69.6	0.7
イタリア	-3.6	-4.0	120.5	0.5
ポルトガル	-3.9	-5.8	101.6	-1.9
アイルランド	1.2	-10.3	108.1	1.1
ギリシャ	-5.9	-8.9	162.8	-5.5
米国	-3.7	-10.0	100.0	1.6
日本	-6.1	-7.2	233.1	-0.4
英国				

(註) 財政収支、債務残高は対 GDP 比率、経済成長は実質 2011 年秋の欧州委員会見通しから。日米の債務残高は IMF の予測。

上記の表から分かるように、財政比率では米国は 2011 年、ユーロ圏主要国および日本を上回り、債務残高では日本はユーロ圏主要国および米国を遥かに上回っているにもかかわらず、長期金利は米国が 2%前後、日本が 1%前後とユーロ圏主要国の水準より大幅に低くなっている。これは国際金融市場において 3%ルールと 60%ルールがさほど重要視されていないことを示しているといえよう。

EU レベルで財政協定が合意され、財政統合に向けて大幅な進展が見られる中で、財政統合がユーロ圏の実体経済に及ぼす可能性がある深刻な影響を懸念する声も聞かれる。

英紙 *Financial Times* のコラムニスト、Wolfgang Munchau は批判の急先鋒であり、EU の新財政協定は「きちがいじみている (quite mad)」と決め付け、ユーロ圏参加国に対して「極端に景気循環強化的(procyclical)政策を採用するよう促すことになるので、破壊的なパワーを有している」と指摘した<sup>43</sup>。換言すれば、景気後退に陥っているユーロ圏参加国が緊縮財政政策を強化すれば、ますます景気後退が進むということだ。

スペイン政府は同国経済が予想を上回るスピードで収縮していることを背景に 2012 年 1 月下旬、財政赤字目標を達成するために一段の緊縮政策を採用せず、自動安定化装置を作用させることを決めた。

国際通貨基金 (IMF) もスペイン政府の立場に理解を示しているようだ。スペインの有

<sup>43</sup> FT Jan.30, 2012, "The fiscal treaty that could trigger debt explosion"



力紙 El Pais は「財政赤字のさらなる調整（削減）は金融市場における緊張を緩和するよりは悪化させるので望ましくない」との IMF 当局者の発言を報じた<sup>44</sup>。

IMF はスペイン経済について今後 2 年間、景気後退が続き、財政赤字の対 GDP 比は 2011 年の 8% から 2012 年は 6.8%、2013 年は 6.3% に低下すると予想した。そうした中で、同国のラホイ首相は財政赤字比率を 2012 年には 4.4% に、2013 年には 3% まで引き下げるとの政府目標を堅持する方針を改めて表明した。Munchau は「皮肉なことにユーロ圏の財政赤字を減らすことが目的であるにもかかわらず、南欧の大半の地域における経済不振を長引かせるリスクがあり、債務の爆発的増加 (debt explosion) の引き金となるかもしれない」と指摘する<sup>45</sup>。

ところで、ギリシャは公的累積債務の対 GDP 比を 160% (2012 年 1 月時点) から 2020 年までに 120% に引き下げることを目指しているが、この 120% という数字に経済的正当性 (economic justification) は見当たらないようだ。これは偶然にも 2012 年 1 月時点でのイタリアにおける債務の対 GDP 比率であるが、イタリアをめぐる情勢が安定したとはとてもいえない。ギリシャが債務危機から抜け出すためには債務比率をマーストリヒト条約基準の 60% にまで下げる必要があるだろう。

ギリシャは 1300 億ユーロに上る、同国に対する追加（第二次）緊急融資を受けるための EU との大詰めの交渉過程でギリシャのベニゼロス (Venizelos) 財務相を激怒させる提案をドイツが行った。ギリシャの税制、歳出計画に関する決定への拒否権を有する欧州委員会委員を任命するというもので、これは EU がギリシャの国家財政をコントロールすることにつながる。また、ギリシャへの緊急融資を別の会計にして国債の返済に優先的に充当させる案も浮上している。これらの案は、ギリシャに財政規律を順守させることから一歩踏み出したものであり、財政統合が実現した場合のシナリオを垣間見せることになった。

### 6.5.5 米国の州レベルにおける財政均衡主義<sup>46</sup>

EU の新財政協定は第三章第三条で財政均衡主義をうたっているが、米国では多くの州で 1837 年の恐慌とそれに伴う州財政の危機をきっかけとして州憲法、州法に均衡予算要求 (balanced budget requirements) を規定するようになった。

この背景には米国における連邦政府予算と地方政府予算の違いがある。前者は全国的な景気政策の実施主体であり、後者は地域の社会資本整備主体である。両者とも公債発行による財源調達を行うが、連邦政府の場合、金融政策と連動した公債管理が可能であり、後ろには「最後の貸し手」である連邦準備制度理事会 (FRB, 中央銀行) が控えている。一方、地方政府は金融政策を実施できないし、中央銀行も有していない。また、地方債には公債

---

<sup>44</sup> *ibid*

<sup>45</sup> *ibid*

<sup>46</sup> 小泉利重 『米連邦財政システム』 ミネルヴァ書房、2004 年

負担の点で、将来的な負担増加を嫌い、住民が退出する「公債の食い逃げ効果」も生じる可能性がある。こうした点からデフォルト（債務不履行）のリスクが少なくない地方政府の予算には連邦政府の予算と比較して、相対的に厳しい財政規律が必要とされるのである。

米国の諸州で見られる均衡予算要求は立憲的なルールによって財政規律の維持/回復を目指すものであり、EUの新財政協定と理念を同じくしている。

米国諸州の均衡予算要求システムは具体的には、州予算を予算サイクルのさまざまな時点で、公債発行に頼らずに財政均衡を実現させるのが目的だ。さまざまな時点とは、知事が州議会に予算を提案する時点、議会が予算を承認する時点、年度末の予算執行の時点である。ただ、すべての州で統一的に運用されているシステムではなく、要求される「均衡」の度合いも異なる。例えば 39 州は年度末までに執行した予算の均衡が要求されるが、そのうち 11 州は必要であれば次年度に赤字を繰り越しできるという規定を置いている。

財政均衡の手段として財政安定化基金の創設や起債制限がある。安定化基金とは、財政好調時に剰余金を積み立て、財政危機時に取り崩す、いわゆる年度間財政調整基金のことである。

均衡予算要求の効果については、1990 年代の財政危機における各州の対応をみる限り、均衡予算要求の規定（ルール）が財政健全化に資する役割は小さくないと言えよう。多くの州では景気後退の渦中にもかかわらず、経常予算の収支不均衡が発生した場合には、増税と支出削減というハードチョイスを敢えて選択して財政規律を維持したのである。

ただ、均衡予算要求にも限界がある。財政均衡実現の背景には、財政当局によるトリッキーな会計操作、公社を利用した起債制限回避手段も存在していた。この点に注目すれば均衡予算要求は立憲的ルールによる「財政規範の復権」をもたらしたわけではない。

こうした中で、米会計検査院(GAO)による州政府の予算担当者へのヒアリング調査で明らかになったように、均衡予算への動機付け要因として「均衡予算の伝統と期待」がある。さらに、資本市場へのアクセスももう一つの要因であろう。州財政が悪化すれば債券償還が困難となる。すなわち、州債の格付けが引き下げられ、借入金利の上昇を招く。州は良好な投資環境を維持するためには均衡予算の維持を市場から求められているのである。

このような「ルール重視」「政治文化の伝統」「市場の要請」という「三位一体」の要因による財政均衡が米諸州にはみられるが、EU/ユーロ圏にも適用しうるだろう。

一方、米国の連邦政府レベルでは 1980 年代から 1990 年代半ばまで恒常的な財政赤字の累積に悩まされた。1985 年に財政収支均衡法（グラム・ラドマン・ホリングズ法）、1987 年に修正グラム・ラドマン法、1990 年に包括財政調整法を立て続けに成立させたものの奏功しない期間が続いた。クリントン政権時代に財政状況は改善したが、その後、ブッシュ政権時代に二つの戦争（イラク戦争とアフガニスタン武力介入）に踏み切ったことから財政は大幅に悪化、2008 年のリーマン・ショックを契機とした経済危機への対応でばく大な財政資金を投入したこともあり、連邦財政赤字は恒常的となっている。

## 結語

本章では、OCA理論の特性の一つとしてMongelli(2008)が挙げているものの、実現には程遠い財政統合について論じた。

ユーロ圏内では、金融政策は統合されているものの、財政政策は各参加国がばらばらに行っている。そのうえに信用不安が広がる前から、ギリシャなど重債務国では財政構造が脆弱であったことを指摘した。

財政統合の内容としては、まず、財政政策の健全化を担保する新財政協定やMTOなどの枠組みを分析、そのうえで財源として期待されるユーロ共同債構想について、その系譜をたどり、欧州委員会が打ち出している三つの案を検討した。

2013年に入ってユーロ圏は危機的状況から脱出し、経済回復も始まることで落ち着きを取り戻した。しかし、多くのエコノミストが欧州通貨統合を持続させるために不可欠と考える財政統合は道半ばだ。ユーロ圏各国間での借入れコストを平準化するためのユーロ共同債構想は実現に至っていないことに加えて、一時的に経済危機に陥ったユーロ圏参加国にバッファーを提供する連邦ユーロ圏予算は存在せず、各国経済政策の大規模な調和も手つかずだ。ギリシャやアイルランド、ポルトガル、イタリアの四カ国の債務は依然として高水準にある。

5年に1度の欧州議会選挙は2014年5月22-25日に行われたが、同選挙の前の最後の欧州理事会となった3月の欧州理事会で、ドイツのメルケル首相は、財政統合への次のステップとなる、各国の財政改革プログラムの調和に向けて合意することを訴えたが、他のほとんどのEU加盟国の首脳からは「もう十分やった」との反応を示したという。<sup>47</sup>

ユーロ圏が不安定な状況にあることには変わりはない。EUとIMFの支援を受けたギリシャは予算編成でEU/IMFの監視下にある。経済成長路線に復帰しようともがいているフランスとイタリアも、ユーロ圏危機が始まったころにドイツ主導で採択された厳しい予算規則を順守するのに四苦八苦している。<sup>48</sup>

2014年5月の欧州議会選では、中道右派と中道左派が合わせて全議席の過半数を辛うじて確保したが、欧州懐疑主義ひいては反EUを唱える、極右、極左のポピュリスト（大衆迎合主義者）政党が大きく伸長し、全議席の約30%を占めるに至った。こうした状況下で、財政統合をさらに推進していくのは至難の技のようにみえる。

2015年1月にギリシャで総選挙が行われ、急進左翼連合（SYRIZA）が勝利し、同党のチプラス党首が首相に就任して、EU/IMFの債権団との交渉で反緊縮の強硬姿勢を打ち出したことから債権団との交渉で鋭く対立。ギリシャ債務危機が再燃した。6月末には、交渉が打ち切られ、7月4日の国民投票で緊縮反対の民意が示されたことで、ギリシャのユーロ

---

<sup>47</sup> Spiegel, Peter, "The eurozone won the war, now it must win the peace," May 17, 2014, *The Financial Times*

<sup>48</sup> *ibid.*

圏からの離脱の可能性が一時的に高まったが、ユーロ圏首脳会議での粘り強い交渉で「最悪の事態」回避された。そうした中で、ユーロ圏内における危機収束および再発防止のために、財政統合・政治統合の必要性が改めて強調されるようになった。

Modi (2015)<sup>49</sup>は、「財政統合なしの危険な世渡り」と題した小文でドイツ主導の緊縮政策が実施される中で、ユーロ圏が持ちこたえているのは債務を返済できないか (*insolvent*) もしくはそれに近い銀行のために欧州中央銀行が整備した (OMT などの) セーフティーネットであり、これが「財政統合がない中で、財政統合の代わりとなっている」との見方を示した。

---

<sup>49</sup> Ashoka Modi “Living (dangerously) without a fiscal union” p 2 *Bruegel* working paper 2015

## 第七章 結論

### はじめに

2010年以降、欧州連合（EU）のユーロ圏を揺るがせてきた危機的状況は2013年以降、いったん収束に向かった後、2015年6-7月にはギリシャで危機的状況が再現したものの、新たな支援融資策がまとまったこともあり、危機はひとまず収束した。欧州石炭鉄鋼共同体(ECSC) 設立条約の調印で1951年に正式に始まった欧州統合の半世紀を超える歴史において、今回の債務・金融・経済トリプル危機に比肩し得る危機的状況は幾度かあった。たとえば、フランスが閣僚理事会への出席を全面的に拒否し、「ルクセンブルクの妥協」が成立するまでEECの機能がまひした1965-66年の危機、1992-93年の欧州通貨制度(EMS)危機、1992年にデンマークの国民投票でマーストリヒト条約の批准が否決されたことで生じた混乱、2005年にフランスとオランダの国民投票で欧州憲法条約の批准が否決されたことで生じた統合の停滞などだ。しかし、今回のユーロ圏危機はその影響がユーロ圏にとどまらず、世界経済全体に及んだ。対応を誤ればユーロ圏ひいてはEUの存続を危うくしかねなかった。

欧州統合プロセスは第二次世界大戦後、非常に長期的な視点を有する、ジャン・モネやロベール・シューマン、ウィンストン・チャーチル、アルティエーロ・スピネリら少数の指導者が先頭に立って始まった。彼らはその実現が容易でないことを知っていたので、しっかりと政治的意思を持ちつつも限定された目的を掲げて一步步前進する道を選んだ。統合の過程で問題が判明すれば、その都度解決しながら前進すればよいという考えだ<sup>1</sup>。

欧州統合は前進ばかりでなく、挫折と停滞も繰り返しながらジグザグのコースをたどる漸進的なプロセスである。

### 7.1 統合理論のマッピング

欧州統合の理論的出自は源流をたどれば広義のリージョナリズムとリベラリズムであり、統合が深化し、そのカバーする地理的領域が拡大するにつれて欧州連邦主義とリベラル政府間主義の間で政体のあり方を巡って揺れ動き、統合の方法論としては新機能主義（neo-functionalism）が重視されるようになった。新機能主義とは欧州統合において、一挙に達成することは不可能であるとの認識から、経済や技術など機能的な特定部門について、加盟国の主権の一部を超国家機関に移譲して部分統合を進め、それがスピルオーバー（波及）して、最終的に政治統合を土台にした「欧州連邦」が建設できるという理論である。また、1990年代以降は、東西冷戦体制の崩壊を契機としたグローバル化の進展を背景に欧州統合のプロセスにおいて新自由主義の色彩が濃くなった。

<sup>1</sup> ジョージ・ソロス（George Soros）「ユーロ危機はまだ解決できる」日経ビジネス、2012年5月21日号

先進国世界の中で日米とは一線を画して、EUが欧州において平和と経済的繁栄を保証する主体として今後、生き延びかつ国際社会で存在感を示し続けていくにはどのような理論が役立ち、主流の座を占めていくのか関心は尽きない。

## 7.2 OCA理論の有効性

欧州統合の象徴とも言えるのが欧州経済通貨同盟(もしくは欧州経済通貨統合=EMU)の完成で誕生した欧州単一通貨ユーロである。欧州に単一通貨圏を構築する構想は、ECS C発足当初から語られてきた。もちろん物事の順序として、関税同盟と共同市場の完成後にはじめて、EMUが具体的課題に上ってきた。そのEMUについては1960年代から固定為替相場制度と変動為替相場制度の優劣の問題に関連して、共通通貨制度づくりの議論が行われるようになった。そして共通通貨制度に関しては「最適通貨圏(OCA)」理論がMundellによって打ち立てられた。そして、OCAが存続するためにはどのような特性を有するべきかについて研究が進められた。1980年代後半から1990年代にかけて欧州ではEMUを目指す動きが強まったが、欧州委員会は理論的参照点としてOCAを活用したと言えよう。その一方でEMUはOCA理論についての新たな研究を促してきた。OCA特性の実証的研究とEMUの発展の間には驚くべき補完性があり、EMUをめぐる経験は、OCA諸特性が一定の役割を果たしてきたことを示している。

OCA特性については、欧州委員会の委嘱でOCA理論のマッピングについての報告書をまとめたMongelli(2008)は8点挙げている。それらは、①物価と賃金の柔軟性、②労働力を含む生産要素の移動性、③金融市場の統合、④経済の開放度、⑤生産と消費の多様化、⑥インフレ率の類似性、⑦財政統合、⑧政治統合、である。このうち、①～⑥については濃淡の差こそあれある程度実現しているが、⑦財政統合と⑧政治統合はEUにおいては構想段階である。

①～⑥の諸特性の中では、初期Mundellが提唱したこともあり、②の労働力を含む生産要素の移動性にスポットライトが当てられてきた。労働移動が自由であれば、経済的に不調な地域から好調な地域に労働者が移動することで全体の調整が可能になる。また、好調な地域から集めた税金を不調な地域に投入することで地域間の調整も可能となる。しかし、ユーロ圏ではこうした状況にはなっていない。ギリシャ国民の中で自国の経済が不振を極める中、ドイツなど北の好調な地域に移民労働者として移ることができるのは一部に過ぎない<sup>2</sup>。ドイツなど北で歓迎されているギリシャ移民は、医療関連やIT分野など高スキルの労働者とされている。一方、ドイツでは自分たちの税金を使ってギリシャを支援することを支持する国民は少ない。Mundell理論は州間労働者移動が盛んな「共通通貨圏」米国の現状を念頭に置いたものである。

また、Mundell理論は時の経過とともに大きな変貌を遂げた。すなわち、1961年の論文

<sup>2</sup> 伊藤元重『ユーロ危機の行方』、NIRA政策レビューNo.54,総合研究開発機構、2011年12月)

(Mundell 1) は自由変動為替相場制度の利点を強調しつつ、小規模で同質の通貨圏に傾斜しているように見えるのに対し、1973年論文(Mundell 11) では異質の国家を包含する広範囲の領域をカバーする共通通貨を提唱、それによって国際的なリスク分担のための資産保有が可能になると主張した。換言すれば Mundell1 は変動相場制度を、MundellIII は後のユーロ圏で具現した、共通通貨ユーロを有する大規模な通貨圏(内部では究極の固定相場制度が維持されている)を提唱したのである。その後のOCA理論をめぐる議論の枠組みはMundellが作ったと言っても過言ではないだろう。

第三章では多重回帰式モデルを使って、ユーロ圏後発参加三カ国のOCA指数を計算し、そのうちスロバキアとスロベニアの二カ国については加盟に至る数年間、Mundell' 1 (1961), Kenen(1969), Mckinnon (1963)の三人のOCA理論がおおむね有効であることを実証した。キプロスについてはOCA理論の妥当性は実証できなかった。脆弱な輸出競争力のために経常収支赤字が拡大していったことが背景にあるとみられる。

### 7.3 ユーロ危機の発現・拡大要因

ユーロ危機がなぜ勃発したかについてはこれまで様々な研究がなされている。

久保(2013)<sup>3</sup>は、①ECBの金融政策の目的が物価安定の維持にあり、金融システムの安定はECBの業務とはされていないこと、②財政規律の弛緩、③リスボン条約に規定された「非救済条項」<sup>4</sup>を挙げた。

長部(2014)<sup>5</sup>は、ユーロ危機の根本原因として、1999年のユーロ誕生以来、国債利回りの収斂が10年間続いた陰で、「欧州内の南北問題<sup>6</sup>という構造的不均質性が進展して累積」したことを挙げ、これがギリシャでの粉飾財政赤字の暴露で爆発したと指摘している。本稿では4.6.4で財政政策では南北間の不均衡の拡大を防げなかった経緯を述べた。

さらに、前述の長部(2014)はユーロ危機の拡大・深化をもたらした主因を5つ列挙した：①初期解決

<sup>3</sup> 久保広正「リスボン条約及びユーロ危機を踏まえたEU機構改革」pp 23-25 『EU統合の深化とユーロ危機拡大』久保広正・吉井昌彦 編著 (2013、勁草書房)

<sup>4</sup> リスボン条約第123条および第125条は、EUおよび加盟国は自然災害のような各国政府の手におえないような脅威を除き、他の加盟国を救済してはならない、と規定している。

<sup>5</sup> 長部重康「ユーロ危機とEUの将来—発生、深化・拡大、救出—」pp 113-115、121-122 『ユーロ危機とEUの将来 日本EU学会年報 第34号(2014年)』所収 pp 99-127

<sup>6</sup> 長部(2014)は南北問題について精緻な分析を展開している。「ユーロ創出で為替リスク消滅と利子率の大幅低下とが実現した。南欧・周辺諸国は、北から流入する安価な資金をてこに、消費ブーム、不動産バブルに舞い上がった。この結果、国際競争力から切り離された建設、個人サービス、娯楽、運輸、ホテル、飲食業など、非貿易財部門が肥大化し、賃金上昇も激しくなった。他方、北の企業は、域内市場競争の激化で熟練労働を基底に比較優位財の「生産特化」を加速させた...北での比較劣位財生産は、東欧や途上国への工場移転を急がせたが、不熟練労働者の賃金上昇が著しかった南欧諸国はスキップされてしまった。こうして競争力を失った南の国々では「非工業化」が進展した。ユーロ創出後、域内均質化の動きは逆転し、南北間インバランスが急拡大したのである」pp 121-122

を躊躇したこと<sup>7</sup>、②欧州委員会と ECB が危機当初から、国債デフォルトに陥る国はないと発信し続けたことに示されるように、流動性（資金繰り）危機と支払い能力（ソルベンシー）危機の区別ができなかったこと、③危機に備えた安全網（セーフティーネット）の欠如、④ユーロ危機への民間部門の関与（private sector involvement=PSI）をドイツのメルケル首相が主張し、2010年にフランス・ノルマンディー地方のドービルで開かれたサルコジ仏大統領（当時）との会談で、後者の同意を取り付けたこと<sup>8</sup>、⑤財政規律を重視するドイツが、危機対応で他のユーロ圏諸国に緊縮策を同時強制したことを挙げた。

## 7.4 ユーロ危機の三つの側面と対策

第四章ではユーロ危機の3つの側面とその背景、対策について考察した。ユーロ危機は財政（債務）危機、金融（銀行）危機、競争力不足から生じる経済危機（低成長もしくは不況）のトリプル複合危機である。これがユーロ危機の本質であり、Shambaugh(2012)のみならず、Soros(2012)も次のように述べている。

ユーロ危機は、非常に複雑な危機だ。ソブリン（政府債務）危機であり、銀行危機であり、競争力および国際収支をめぐる危機でもある。そしてこうした経済的問題に、社会的・政治的問題が重なり、事態は悪化の一途をたどっている。

ユーロ危機の背景としては六つの要因を挙げた。①ばらばらの財政政策、②経常収支赤字にみられる競争力不足、③新興国の台頭、④信用格付け会社の影響、⑤金融市場の猛威（CDS とヘッジファンド）、⑥政治の“劣化”である。

それでは2010年春にギリシャに端を発したユーロ危機が拡大し、泥沼化したのはなぜだろうか。第三章でも触れたがギリシャ危機の本質を見誤り、対応を間違えたからである。

ギリシャには二度にわたり総額2400億ユーロの支援融資が決定され、実施中だが、同国の抱える問題は流動性（資金繰り）をめぐるものにとどまらず、債務を全額返済する能力を喪失しているというソルベンシー（返済能力）危機である。

EU/IMF がギリシャのような借り手にいくら追い貸しをしてみても、返せないものは返せず、問題の解決にはならない。一方で、EU/IMF はギリシャに無理な返済計画（財政再建策）を突き付けたのである<sup>9</sup>。ドイツなど北の欧州諸国は”支援疲れ”に陥り、支援受け取り側

<sup>7</sup> 長部(2014)は、危機発生時に、ECB ないしはその最大の出資者であるドイツが、ギリシャ国債を既発債市場から買い上げて ECB のバランスシートに移しておけば、危機の深化は防げたであろうし、それは5000億ユーロ程度の処理で済み、その後の大型財政支出は免れたはずである、と述べている（p 113）

<sup>8</sup> 長部（2014、p114）によれば、PSI は「不用意に金を貸した投資家には、確実な返済は保証せず」とのブリュッセルの隠語であり、市場の安心確保が至上命題になったときにモラルを説くとの愚行を犯すものであり、善意の投資家をパニックに陥れ、投機家の出番を作ったと指摘している。時系列的には2010年10月以降、アイルランドとポルトガルが EU/IMF の救済申請を行い、ギリシャ再支援（第二次支援）が必要となった。

<sup>9</sup> 竹森俊平「ユーロ危機の収束は可能なのか」NIRA 政策レビューNo.54『ユーロ危機の行方』所収、総



の南の重債務国は”緊縮疲れ”が顕著である。竹森（2011）はまた、泥沼化の原因として、銀行の経営不安と財政の不安が増幅し合う問題を軽視し、南の重債務国へのエキスポージャーが大きい北の銀行への資本注入を怠ったことを挙げている。

2010年以降のユーロ圏危機の3つの側面のうち最初に顕在化したのは債務（財政）危機であるが、債務危機の発生は、2008年のリーマン・ショックによる経済危機から回復するために、巨額の財政赤字をいとわず、ケインズ主義的な大胆な景気刺激策に走ったことと、グローバルマネーが国債のような安全資産への逃避を始めたことで、結果的に国債をめぐるリスクが高まったことがそもそもの理由として指摘されよう<sup>10</sup>。

また、ユーロ圏の債務危機では、加盟国の財政再建の見通しについて金融市場が懐疑的になれば、懸念された通りに問題が拡大する傾向がある。IMF調査局長のOlivier Blanchard氏は悲観主義と楽観主義がそれぞれ悪い結果と良い結果を生むという「自己実現的な現象（self-fulfilling outcome）」が世界経済に重大な影響を及ぼしていると指摘している。同局長は「われわれは銀行取り付け騒ぎの『自己実現』についてよく知っており、預金保険制度はこのために編み出された」とも述べた。

債務（国債）危機と銀行危機の因果関係について長部（2014）は、EU内では見解の対立があると指摘する。すなわち、Blyth(2013)<sup>11</sup>は、銀行危機先行説をとり、ギリシャを除き、ユーロ圏諸国の国債危機はすべて金融システムを担う銀行の危機が原因だと指摘、そのうえで「欧州の危機とは国家とはほとんど関係なく、すべては市場に関わっている」とし、危機の市場原因説を主張するとしている。一方、Artus et Gravet (2012)<sup>12</sup>は、ユーロ危機の原因は銀行をめぐる問題を超えて、ユーロの創出が生んだ悪しき「不均質性」だとしていると紹介した。

さらに、第四章ではギリシャの債務危機をめぐる「ギリシャのユーロ圏からの離脱」の可能性がささやかれているが、ギリシャは“進むも地獄、とどまるも地獄”というフランスの作家ジャンポール・サルトルの戯曲「出口なし」に描かれたような状況に陥っていると指摘した。

#### 7.4.1 ユーロ圏の4区分

ここでユーロ圏危機に関連してユーロ圏を4つのグループに分けてみよう。まずユーロ圏内を先進国と新興国に大別し、前者は、高リスク国、中リスク国、低リスク国の3グループに分ける。

##### 1) 先進国高リスクグループ

ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン

前三者はいずれも既にEU/IMFから全面的な融資支援を受けた国であり、スペインも銀

---

合政策研究機構、2011年12月)

<sup>10</sup> 伊藤元重『ユーロ危機の行方』NIRA政策研究レビューNo.54,総合研究開発機構、2011年12月)

<sup>11</sup> Mark Blyth “Austeriy: the History of a Dangerous Idea” (2013, Oxford University Press) p 53

<sup>12</sup> Patrick Artus et Isabelle Gravet “La crise de l’euro: Comprendre les causes. En sortir par des nouvelles institutions” (2012 Armand Collins)

行分野で支援を受けた。

## 2)先進國中リスクグループ

イタリア、ベルギー

両国は累積公的債務の GDP 比が高いことが共通している。財政赤字の GDP 比はそれほど高くない。

## 3)先進国低リスクグループ

ドイツ、オランダ、ルクセンブルク、オーストリア、フィンランド

財政健全国であり、信用格付けも高格付けを維持している。1)のグループへの支援の主体となっている。

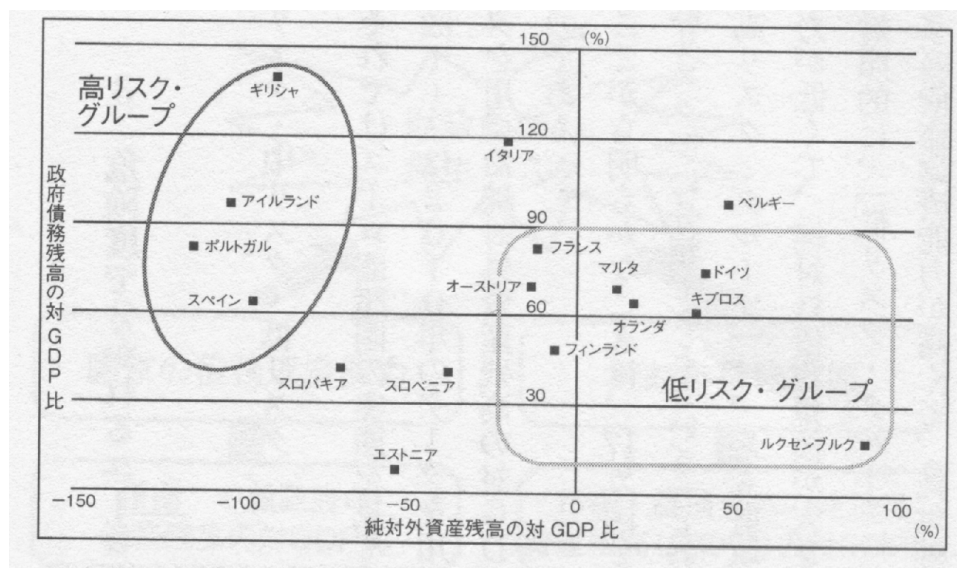
## 4)新興国グループ

キプロス、マルタ、スロベニア、スロバキア、エストニア、リトアニア(2014年1月に参加)。

いずれもユーロ圏への新参国であり、一人当たり GDP も 1)グループ諸国をも下回っている。このうちキプロスは経済危機に陥っており、EU/IMF の支援対象となった。

図 7-1 ユーロ圏を構成する諸国のリスク分類図(政府債務残高の対 GDP 比と純対外資産残高の対 GDP 比に基づく)

(出所 白井さゆり『ユーロリスク』日本経済新聞出版社、2012 p.32)



これは重債務国(GIPSI5 カ国)と北の財政健全国 5 カ国(ドイツ、オランダ、オーストリア、ルクセンブルク、フィンランド)およびその他のユーロ圏諸国の 3 グループに分けるやり方とは異なっている。

ここで 1)高リスク国グループ各国の現状を概観する<sup>13</sup>。

2010 年来、正確に言えば EU 統計局への報告における 2008 年財政赤字のごまかしが判明した 2009 年秋以降、ギリシャの債務(財政)危機をめぐる動きは EU/ユーロ圏のみならず、世界

<sup>13</sup> 通商白書 2012 第 2 節「債務危機により混迷を深める欧州」 pp 62-69

を震撼させてきた。終わりのない現代版「ギリシャ悲劇」をみているようだ<sup>14</sup>。

第四章でも指摘したが、ギリシャ財政の脆弱性は2006年ごろから既に明らかになっていた。2001年のユーロ圏参加、2004年のアテネ・オリンピックを経て、ギリシャでは官民の投資・消費が活発化した結果として高い成長を実現出来たため、ギリシャ国内では財政再建へのインセンティブが薄れ、年金改革や徴税能力の改善など構造改革は進まず、国債金利の低下による支払い負担が軽減される中でも政府債務の削減も進展せず、政府債務残高はGDP比で100%を超えた。

政府債務の増加と財政への信用喪失に加えて、労働コストの上昇により産業の国際競争力が低下する中で、ユーロ導入以降は必要資金を外国から低コストで調達することが可能であったため、経常赤字が2000年代に入って急増したという事情もある。有力な産業は観光、農業に加えて海運、造船などに限られている。外国からの観光客は不況と社会不安で激減したものの、造船業は立ち直りをみせている。

支援を受けているEU/IMFの監視下で、増税や歳出削減などの緊縮策や国有資産の売却を通じて、財政健全化を進めているが、前述したように事実上、ソルベンシー危機に陥っており、無秩序なデフォルトもしくはユーロ圏離脱に追い込まれる危うさと同居している。EUが危機管理と中長期的対策のしっかりした枠組みを構築し、実行できるかどうか、時間の戦いとなっている。そうした中で、2012年3月に合意が成立した債務削減対象は民間投資家の保有分だけだったのでECBや欧州各国にギリシャが負う公的債務は依然持続不可能な水準にとどまっており、公的債務をめぐる議論が今後、続くのは必至とみられる。

アイルランドとポルトガルの両国もギリシャと同様に、EU/IMFから緊急支援融資を受けたが、ギリシャとは対照的に緊縮策が奏功し、財政再建が進展しており、“トンネルの出口”はみえるようになった。

金融機関の不良債権処理のための歳出増加による財政赤字の急増に直面して、アイルランドは2009年から2010年の2年間にGDP比6.3%規模の財政緊縮策を実施、さらに付加価値税の引き上げや公務員賃金の削減などで2012年から2015年までの4年間で総額124億ユーロの緊縮策を計画しており、2015年までに財政赤字をGDP比3%以内に収める方針だ。2014年は3.86%だった。債務危機の元凶であった銀行セクターでは、資本増強が行われ、コア(中核)資産と非コア資産の厳格な分離など改革も進んでいる。輸出競争力についても、2009年以降、賃金削減などが奏功し、回復傾向にあり、この結果、経常収支は2010年に黒字に転じた。

アイルランドの10年物国債の利回りは2012年9月中旬には5%強とEU/IMFに支援を要請した2010年11月の水準を下回った。同国は2012年7月に長期国債の発行を再開、海外投資家から旺盛な需要があった。2013年12月にはEU/IMFの支援枠組みを“卒業”した。

ポルトガルの問題は長引く景気低迷であり、1999年のユーロ導入以降、2007年までの

---

<sup>14</sup> 付録「ユーロ圏の信用不安を追う」参照

平均成長率はマイナス 1.6%となった。硬直化した労働市場のために単位当たり労働コストが高止まりしていることや、中東欧の新興国との競争から直接影響を被ったことが主因である。輸出品目も農産品や繊維・衣料など伝統的な品目への依存度が高いことも成長のブレーキとなっていた。

こうした中でポルトガルは着実に歳出削減を進めており、IMF の評価も高い。2012 年 9 月中旬にはポルトガルの 10 年物国債の利回りは 8%台半ばまで低下し、EU/IMF 支援を要請した 2011 年 4 月の水準を下回った。一時は 14~15%に達していた。ポルトガルは、財政健全化のための緊縮策を着実に進め、2013 年第 4 四半期には事前予想の 0.1%を大幅に上回る 0.5%の GDP 成長率を記録、ようやく“不況のトンネル”から抜け出た。EU/IMF の支援プログラムからも卒業した。

ただ、アイルランド、ポルトガル両国の財政再建は、ユーロ圏全体の危機が緩和しなければ順調には進まない恐れもある。

ギリシャと並んでスペインの動向も懸念される。ユーロ圏内で第四の経済規模を誇るスペインが同国の財政・金融・経済のトリプル危機を克服できなければ、ユーロ圏内第三の経済大国イタリアが投機筋の次の標的になる公算が大きいとみられている。そうなればユーロ圏は存亡の淵に立たされる恐れがある。

スペインの 10 年物国債の利回りは 2012 年春から断続的に持続不可能な水準とされる 7%台に乗せたが、同年 9 月 12 日に ECB が重債務国の国債を無制限に購入する政策(OMT)を決定したことを受けて、5%台まで一気に急落し、スペインをめぐる状況は落ち着きを取り戻した。

スペインの抱える最大の問題は依然として住宅バブルの崩壊で個人や企業が多額の債務を抱えていることだ。同国の政府債務は対 GDP 比で 68.5% (2011 年)とユーロ圏の平均を下回ったが、民間債務は GDP 比の 2 倍を超えている。

## 7.4.2 EU による危機対応の詳細

次に、ユーロ危機発生後、EU がどのような対応を取ったのか、金融監督システム改革と金融市場安定化策に分けてまとめてみよう<sup>15</sup>。

(1) 金融監督システム改革：

- ① 欧州金融監督システム(EFSF) のスタート(2011 年 1 月、マクロプルーデンシャル<sup>16</sup>監督機関)
- ② 欧州システミック・リスク理事会(ESRB, the European Systemic Risk Board, 理事長は ECB 総裁が兼任、ミクロプルーデンシャル<sup>17</sup>監督機関)

<sup>15</sup> (1)は山下英次「欧州連続複合危機—その背景、概観、そして解決策を通じた新しい資本主義モデルの方向性」、第 57 回慶応 EU 研究会参考資料、2012 年 4 月 28 日、(2)は通商白書 2012 年 p.71 の表をベースに筆者作成

<sup>16</sup> マクロ経済の健全性

<sup>17</sup> 個別銀行の健全性

- ③ 欧州銀行監督機関(EBA, EU ワイドの銀行ストレステスト実施、第 1 回目は 2010 年 7 月、第 2 回目は 2011 年 7 月)
- ④ 欧州保険企業年金監督庁 (EIOPA)
- ⑤ 欧州監督当局合同委員会および各国の管轄当局および監督当局

これらの機関は、EU の一機関であるが、EU から独立した法人格を有し、ECB と同じ位置付けである。そしてこうした一連の改革は、リーマン・ショック以降、欧州委員会の諮問を受けて 2009 年 2 月に提出された「ドラロジエール報告(De Larosiere Report) に基づく<sup>18</sup>。

## (2) ユーロ圏当局の主な金融市場安定化策

### ① 個別国への支援：

#### ギリシャ

- ・ 2010 年 5 月、EU, IMF による第一次支援融資 (総額 1100 億ユーロ)実施決定
- ・ 2012 年 3 月、EU,IMF による第二次支援融資 (総額 1300 億ユーロ)実施決定
- ・ 2012 年 2 月、ギリシャ国債を保有する民間債権者の債務交換により額面 53.5%の元本削減に合意(同年 3 月末実施)
- ・ 2015 年 8 月、EU/IMf による第三次支援融資(3 年間で最大 860 億ユーロ)

#### アイルランド

- ・ 2010 年 11 月、EU, IMF による総額 850 億ユーロの支援融資実施を決定

- ・ 2011 年 5 月、EU, IMF による総額 780 億ユーロの支援融資実施を決定

#### ECB

- ・ 2010 年 5 月、「証券市場プログラム (SMP)」を創設し、ギリシャ国債等、重債務国の国債買い取りを開始

### ① 危機対応資金の整備

- ・ 2010 年 5 月、「欧州金融安定化」メカニズム (EFSM)」(総額 600 億ユーロ)及び「欧州金融安定化基金(EFSF)」(総額 4400 億ユーロ、2013 年 6 月までの暫定機関)から成る総額 5000 億ユーロの危機対応資金を整備
- ・ 2011 年 7 月、EFSF を引き継ぐ恒久的な機関として「欧州安定化機構 (ESM)」(総額 5000 億ユーロ)設立条約に署名
- ・ 2012 年 3 月、EFSF と ESM を合わせた支援規模の 7000 億ユーロへの引き上げに合意
- ・ 2012 年 10 月、ESM が発足

<sup>18</sup> Jacques De Larosiere はフランス出身の元 IMF 専務理事 「ドラロジエール報告」については前述

## ② 財政規律強化とマクロ経済不均衡是正

- ・2011年12月、「安定・成長協定」に基づく財政規律とマクロ経済政策監視メカニズムを強化した「経済ガバナンス強化パッケージ」(six pack)が発効
- ・2012年3月、財政均衡化を憲法等に盛り込むことを義務付ける「新財政協定(fiscal compact)」に英国とチェコを除く25カ国が署名

## ③ 銀行部門の体質強化

- ・2010年7月および2011年7月にEU加盟国の銀行を対象にストレステスト(健全性審査)を実施
- ・2011年10月、EU加盟国の銀行に対し、2012年6月までに中核的自己資本比率の9%への引き上げによる資本増強を要求することで合意
- ・ECB銀行への流動性の拡大(2008年3月、通常3カ月の長期オペレーションを6カ月に延長、2009年5月、1年物資金供給オペを導入、2011年12月、3年物資金供給オペを導入(LTRO)、2009年6月カバードボンド買い取り開始(2010年6月まで)

このほかに、個別国への支援としてスペインに対して銀行セクターにEU救済基金を通じ最大1000億ユーロ投入することが2012年7月に決まり、また、銀行部門の体質強化策として、ECBは重債務国の国債を流通市場で無制限に購入する方針を2012年9月に表明した。これはOMT (outright monetary transfer) と呼ばれている。

以上の中で、金融市場の動揺、混乱を鎮めるのに最も役立ったのはECBによるLTROとOMTとされる。長部(2014)は、大きな「アナウンスメント効果」を発揮したOMTの表明を、「ECBは権限の範囲内でユーロを救うためには何でもやる」のとのドラギ発言(2012年7月26日)と合わせて「ドラギ・マジック」と呼び、市場のセンチメントを一変させたとの見方を示している<sup>19</sup>。

ユーロ危機に歯止めをかけ、解決を図るのに必要な課題は7つ存在すると考える。第五章で述べたことを繰り返すが、当面、①財政規律の大幅強化、②重債務国が危機に陥った場合の管理デフォルトを伴う債務再編、③流動性の逼迫を防ぐための欧州版IMFの設立とECBによる重債務国既発国債の直接購入が必要であり、中長期的課題としては、④ユーロ共同債の導入と債務償還基金の設立、⑤金融規制・監督体制の強化・預金保険機構と破たん処理機構(銀行同盟の形成)、⑥競争力強化および成長促進のための経済構造改革、⑦欧州財務省の設立など制度面の整備が不可欠となろう。①財政規律の大幅強化は中長期的課題としても位置付けられる。そして部分的にはオーバーラップする可能性はあるが、その先に政治統合(政治同盟の結成)が考えられよう。

この中で、ユーロ危機の三つの側面のうち債務(財政)危機への対応は①と④、金融危機は⑤、経済危機は⑥となる。今後の見通しとしては、①は新財政協定が2013年に発効した。④と⑤はユーロ圏各国の政治的意思が一致しなければ実現は困難であろう。今後、何らかの

<sup>19</sup> 長部(2014) pp 102, 105, 122

きっかけで危機が拡大すれば、「背に腹は変えられない」状況にユーロ圏指導者は追い込まれる可能性もある。そして、⑥は協定や合意などの枠組みだけではいかんともしがたい部分もあり、実現への道は最もむずかしいかもしれない。

## 7.5 待ったなしの財政規律強化とユーロ共同債の実現性

マーストリヒト条約の収斂基準で最も重視されたのが健全財政を維持するための数値目標である。すなわち、財政赤字は GDP 比 3%以内、公的累積債務は GDP 比 60%以内に収めるというものだ。後者に関しては、60%を上回っている場合は、減少傾向が顕著であれば許容するとしている。本稿ではこれらの数値目標の妥当性を論じたが、数値自体には確たる根拠はないものの、数値目標を設定しない場合、債務増加の「雪だるま効果」などを考慮すれば財政健全化は困難になるとの結論を得た。

そのうえで、EU およびユーロ圏加盟国が行っている、財政健全化に向けたさまざまな取り組みを概観した。「安定・成長協定(SGP) の改定版に始まり、財政健全化のための「中期目標 (MTO)」、欧州委員会と EU 閣僚理事会が各国の財政政策を事前評価する「欧州セメスター」、債務ブレーキ条項を盛り込んだ「新財政協定」などだ。また、米国の州レベルで行われている「財政均衡主義」についても検討した。

ユーロ共同債は言い換えればユーロ圏加盟国間での「債務共通化(debt mutualization)」であり、ユーロ危機を根本的に解決するための財政統合の柱と位置付けられている。すなわち、欧州債券市場の流動性を増やし、金融市場における投機的行動を抑制することによって金融市場への大規模なショックからユーロ圏を保護する手段になると期待される。さらに、ユーロ共同債の発行はドイツも含めていかなるユーロ圏加盟国の国債市場より一層厚みと流動性を備えた債券市場を生み出すことになる。これにより利回りもさらに下がり、借り入れコストが低下するとみられている。

第 6 章ではユーロ共同債構想の歴史は 1990 年代後半にさかのぼることができるが、ユーロ圏ソブリン債務危機の深刻化につれて 2011 年に入ってユーロ共同債の発行構想が脚光を浴びるようになったと指摘した。

本稿では、ユーロ共同債には「成長債」、「安定債」、「連合ユーロ債」「プロジェクト債」の 4 タイプについて説明を行った。このうちで最も注目されているのが金融市場の安定を図るための第二タイプである。その第二タイプについて、①ユーロ圏各国が共同で発行・保証して、プールされ、優先的に返済されるが、発行限度は GDP 合計の 60%に設定するブルー債と各国が独自に発行するレッド債に分ける構想、②ブルー債発行において手数料を国によって差別化し、財政健全国は低く抑え、重債務国は高めに設定するという De Grawe の提案、③EMU 基金を創設して、一元的「ユーロ債(Eurobonds)」と呼ばれる公共債を発行させ、加盟国別のソブリン債務を廃止するという Boonstra の提案、④各国が支払う金利のインデックス化に基づく保証スキームを通じて財政健全国に配慮する Favero and Missale の提案を取

り上げた。このうち、特に②と④はユーロ共同債の発行に伴う、重債務国が陥ると懸念されるモラルハザードに対応しようとするものだ。

そのうえで、欧州委員会が 2011 年 11 月に「グリーン・ペーパー」の中で、ユーロ共同債 3 案を概観した。第一案は、ソブリン国債から共同債への全面切り替え(債務は各国が連帯保証)、第二案は国債から共同債への部分借り換え(債務は各国が連帯保証)、第三案は国債から共同債への部分借り換え(債務は各国が部分保証)というものだ。第一案は危機対策への効果が大きい、財政規律の緩みが懸念され、条約改正も必要とみられるので実現までに時間がかかると予想される。一方、第三案は危機対策への効果は小さく、財政規律の緩みも小規模とみられるが、条約改正は不要とみられ、実現までにそれほど時間はかからないと予想される。

第 6 章ではさらに、ソブリン債の利回りの決定要因としてデフォルト・リスクが主因であることを指摘した。また、ユーロ共同債の発行は、ユーロ圏内の「弱体国」のデフォルト・リスクを軽減するだけでなく、危機的状況が財政健全国に伝播するのを防ぐのに役立つことも分かった。

欧州委員会のユーロ共同債構想に対しては、ドイツやオランダ、フィンランドなど財政健全国の指導者から厳しい批判が相次いだ。ドイツのメルケル首相は、「債務を連帯保証して通貨同盟の欠陥から抜け出そうとしてもうまくいかない」と指摘、ユーロ共同債は導入の条件が整ってないと否定的な見解を示した。

## 7.6 成長戦略

EU は南欧重債務国に関しては、経済成長の実現と緊縮策の実施の両立を求めているが、二律背反となりかねない二つの課題をともに達成するのは容易なことではない。

それでも危機克服の努力が結実し、南欧重債務国は 2013 年には不況から脱出した。ユーロ圏全体は同年第 2 四半期から第 4 四半期まで三期連続してプラス成長を記録した。

経済成長を実現するには産業の競争力強化と構造改革が不可欠だ。その競争力が EU 各国間で強弱が目立つようになった。競争力の弱体化は経常収支の赤字で示される。

第四章では、成長戦略を、第五章では銀行同盟を論じた。成長戦略については、欧州委員会が 2012 年 2 月にリスクをはらんだ経済状況を特定し、是正するための新たな監視ツールである「マクロ経済不均衡に対応するための手続き(Macroeconomic Imbalance Procedure=MIP)」, 同年 6 月の首脳会議で採択した「成長・雇用のための協約(Compact for Growth and Jobs)」 および競争力強化のための「新新リスボン戦略」とも呼べる「欧州 2020」について概説した。そのうえで、EU/ユーロ圏が 2%前後の潜在成長率を実現するには、米国に比べて大きく見劣りする、情報・通信業や金融・保険業など主要サービス産業部門の労働生産性(雇用者一人当たりの付加価値額)とスウェーデンとフィンランドを除く EU 諸国の大半が米国に後れを取るイノベーション能力を向上させる必要があると指摘した。

ユーロ圏の不況には「バランスシート不況」の側面もある。これは、資産バブルの崩壊後に民間部門が利益の最大化行動より債務をひたすら返済することに専念するようになり、新たに借入を回避することで、経済全体が収縮を続ける悪循環に陥る不況を指している。



## 7.7 銀行同盟をめぐる“囚人のジレンマ”

ユーロ圏では米国と比べて金融機関の重要度が高い。ユーロ圏の金融機関の資産規模は40兆ユーロに達しており、米国の16兆ユーロの二倍以上と試算されている。このため、ユーロ圏の中で金融仲介機能が変調を来すと global な金融仲介にも影響を及ぼす。

第五章では銀行同盟構想の前段階としてEUの金融市場改革の歩みをたどり、特に「金融サービス政策白書2005-2010」と金融監督強化に焦点を合わせた金融市場改革に向け提言をまとめた2009年の「ドラロジュール報告」について論じた。

銀行同盟については、欧州委員会が2012年9月にユーロ圏諸国の銀行監督の主権限を各国当局からECBに移譲する銀行監督一元化案を正式発表した。ユーロ圏での銀行監督一元化は2014年11月に始まった。ECBは不振行の閉鎖などについて最終的発言権を持つことになった。ユーロ圏の計約6000の全銀行を一元監督下に置いた。銀行同盟の2本目の柱である、銀行破たん処理の一元化は2016年1月1日に実現した。破たん処理委員会と550億ユーロ規模の基金が新設された。ただ、資金規模は不十分であるとの指摘もある。3本目の柱である預金保険一元化構想については、銀行破たん後の保険範囲内での払い戻しの迅速化で意見が一致したが、預金保険一元化の議論は進んでいない。特にドイツなどEU北部の財政健全国は、自国の預金者の保険が南欧重債務国の問題銀行に使われる可能性への強い警戒感を表明しており、同構想は事実上、棚上げ状態となっている。

銀行同盟の創設に向けてユーロ圏諸国が全面的協力を踏み切るかどうかは、「囚人のジレンマ (prisoners' dilemma)」理論に基づいて説明できる。すなわち、ユーロ圏において個々の加盟国の最適な選択がユーロ圏全体として最適な選択とならない場合がありうることだ。最も望ましい結果に関わる費用と便益は不均等に配分される可能性が高いので、関連各国の間で「補償」が必要となる。

## 7.8 メルケル政権のプランB<sup>20</sup>

ドイツのメルケル政権は2010年春以来、ユーロ圏が信用不安に悩まされるようになって「小出しの対応」と批判されながら、ユーロ圏の維持存続に努めてきた。そうした中で、ドイツ国民の間では南欧重債務国への「支援疲れ」が広まっており、2012年夏に行われた世論調査では過半数がドイツマルクの復活を望むようになった。無秩序なユーロ圏解体は悲惨なことになるのは明らかだが、メルケル首相の側近は万が一に備えて、ユーロ圏解体のプラン(プランB)を策定しているに違いないと英誌エコノミストは推察。メルケル政権のそうしたプランBを“頭の体操”で想像し、コスト計算を試みた。その結果、「現時点では管理されたユーロ圏の解体はユーロ圏を維持しようとする試みより高いものにつくが、ユーロ圏指導者が根本的な解決策を実施せずに議論を続けるだけであれば、こうした計算式は変わることになるだろう」との結論を導いた。

ギリシャだけのユーロ圏離脱とポルトガル、アイルランド、スペイン、キプロスの4カ

<sup>20</sup> 英誌エコノミスト 2012年8月11日号 Leaders “Tempted Angel” and Briefing Breaking up the euro area “The Merkel Memorandum

国も加えた計5カ国の離脱でユーロ圏とドイツそれぞれにのしかかってくるコストを英誌エコノミストが試算した表を示す。

表7-2 Die Rechnung, bitte (勘定書をどうぞ)

ユーロ圏からの離脱にかかる1回限りの公共コスト、単位10億ユーロ

ユーロ圏へのコスト	ギリシャの離脱	PICS(1)の離脱	合計
援助パッケージ	50	100	150
支援支払い	127	56	183
ECB保有の国債(2)	40	80	120
ターゲット2債務(3)	105	596	702
経済回復が見込めないと仮定した場合の合計	323	832	1,155
ドイツへのコスト			
援助を含むコスト(4)	108	277	385
銀行支援(5)	10	101	111
合計	118	378	496

データ計算の根拠となった数字の出所は、国際決済銀行(BIS)、欧州委員会、オズナブリュック大学(Osnabruck University, 英誌エコノミスト)

註(1) PICSはポルトガル、アイルランド、キプロス、スペイン

(1) 証券市場プログラム (securities market program)

(2) ターゲット2(Target 2)は決済システム

(3) 対象国がユーロ圏におけるエクスポートの3分の1を支払うと仮定

(4) 回復が仮定できず、国家が半分を負担すると仮定

## 7.9 中長期展望

ユーロ圏は存続できるのか、それとも解体に向かっているのか。中期的には、ギリシャ、スペイン、イタリア、ドイツの動向に大きく左右されるであろう。すなわち、ギリシャが緊縮策の重みに耐えて、債務を支払い続けられるのか。スペインは不動産バブルが発端となった銀行危機を克服できるのか。イタリアでは2013年に2月にモンティ政権が退陣、政治空白の後、“左右(保守—革新)連立”のレッテ政権が約10カ月続いた後、フィレンツェ市長の弱冠39歳のマッテオ・レンツィ氏が政権を発足させ、GDP比で133%とユーロ圏内ではギリシャに次いで高い公的累積債務の削減のための緊縮策と経済改革への取り組みが期待されている。金融市場はイタリア政局の混乱ぶりには静観の構えだ。2013年秋の総選挙を経て、大連立政権が発足したドイツでは南欧問題国への支援継続の方針を掲げているが、同国内では納税者の負担の是非について不満がくすぶっている。

長期的には、筆者が課題として挙げたように、ユーロ共同債の発行を中心とする財政

統合、3本柱の銀行同盟の創設、構造改革と競争力強化を通じた成長戦略の実現が不可欠であろう。英誌エコノミストは、銀行の資本増強と銀行同盟の下でのユーロ圏全体をカバーする預金保険制度の立ち上げには3000億～4000億ユーロかかり、そのうち約三分の一はドイツの負担となると試算している。また、ユーロ共同債による債務の共同化はドイツの金利負担を年間150億ユーロ押し上げるとみている。これらの負担は上記の表で示した負担を下回っている。

こうした中で、南欧諸国では“緊縮疲れ、”ドイツなど北の国々では“支援疲れ”が狭まっており、その間隙を縫って多くのユーロ圏諸国で極右、極左のポピュリスト政党が勢力を拡大している。ユーロ圏諸国にとって、ユーロ圏を維持する永続的な仕組みを作り上げるための時間はそれほど残されていないのではないだろうか。

そして、2012年のファンロンパイ報告が求めている政治統合の道筋はまだみえない。ECBの元理事会メンバーであるOtmar Issing氏は英紙フィナンシャル・タイムズへの寄稿で、政治統合は「国民国家」の終焉を意味し、徴税権と財政支出権限を有する「欧州政府(European government)」およびそれに対応する「新欧州議会」の創設を必要としておりと指摘、政治統合を数年では達成できず、危機管理の手段とはなり得ないとの厳しい見方を示している<sup>21</sup>。

一方、欧州委員会のバローゾ委員長は2012年9月12日にストラスブールの欧州議会で行った同年の施政方針演説(state of the union address)で、「EU諸国が経済・財政政策を調和するために既に着手した密接な協力を維持するために政治統合への跳躍が必要である」と強調、グローバル化の時代において主権のプール化はより大きなパワーの獲得を意味するものだと指摘した。バローゾ委員長はこうした政治統合体を「民主的な国民国家連合(democratic federation of nation states)」と名付けた。

## 7.10 ユーロ危機の新たな焦点

2010-12年の連続危機及びギリシャで勃発した2015年夏の危機を経て、ユーロ危機は本稿執筆時点ではひとまず収束している。しかし、危機のマグマは潜在しているとの見方もある。例えば、長部(2014)は、「ユーロ危機の焦点は、周辺から中心へと、急性から慢性へと、そして財政赤字から低成長へと大きく転化しつつある」とみている(p124)。こうした中で、渡邊(2016)<sup>22</sup>が主張するように、「欧州のリアリティの理解」に努める必要がある。

## 7.11 新OCA理論の構築

本稿では、ユーロ圏の中長期的展望を踏まえ、新たな最適通貨圏(OCA)理論の枠組みの構築を試み

<sup>21</sup> Otmar Issing “Europe’s political union is an idea worthy of satire” FT2012年7月30日

<sup>22</sup> 渡邊啓貴 『「欧州騒乱」統合のプロセスとしての現実と理解のジレンマ—ギリシャ財政危機・ウクライナ危機・難民・移民・テロ』東京・日本記者クラブでの講演配布資料 2016年4月14日

た。第二章で Mongelli(2008)が特定した OCA の備えるべき 8 つの特性を列挙した。それらは①物価と賃金の柔軟性、②労働力を含む生産要素の移動性、③金融市場の統合、④経済の開放度、⑤生産と消費の多様化、⑥インフレ率の類似性、⑦財政統合、⑧政治統合である。ユーロ圏の現状を検討してみると、このうち不十分さが目立つのは⑦と⑧である。ファンロンパイ EU 大統領が 2012 年 6 月の欧州理事会に提出した「真の EMU を実現するために」と題する報告書の中で、今後取り組むべき 4 つの課題の中に財政統合と政治統合を挙げたのは偶然ではない。残りの二つは金融行政統合(銀行同盟)と経済政策の統合(成長戦略)である。

現時点で Mongelli の OCA 特性リストに、金融行政統合(銀行同盟)と経済政策の統合成長戦略)を加えれば、新 OCA 理論の枠組みは定まるといえよう。全部で特性は 10 となる。

第三章では一般均衡分析により、ユーロ圏後発参加三カ国の OCA 指数を計算することにより、OCA 理論の妥当性について確認を試みた。その結果、キプロスのみ妥当性を確かめるための仮説が成立しなかった。この原因として、キプロスでは低調な輸出やコスト競争力の低下により、経常収支赤字が高水準にとどまったことを突き止めた。すなわち、輸出競争力を強化し、経常収支を改善するための成長戦略が不十分であったとみられる。

さらに、キプロスは前述したように猛烈な銀行危機に見舞われた。キプロスの状況は、共通通貨圏の持続も視野に入れた、OCA 理論の再構築のために、経済政策の統合(成長戦略)と金融行政統合(銀行同盟)が不可欠であることを示したものであり、ファンロンパイ報告書の提言が的を射ていること示すものだ。

## 7.12. EMU の完成を目指す

ユーロは 2010-12 年のユーロ圏債務危機や 2015 年夏のギリシャ債務危機にもかかわらず、ドルに次いで世界で二番目に重要な通貨の地位を維持するとともに、世界各国の外貨準備のほぼ 4 分の 1 を占めている。そして、世界ではおよそ 60 カ国・領土がその通貨をユーロに直接的もしくは間接的にペッグさせている。ユーロはドルと世界通貨秩序において覇権争いをするほど実力をつけてはいないが、英ポンドや日本円、中国人民元など他の主要通貨を重要性で大きく引き離している。

本稿執筆時点では、ユーロ圏の危機が EMU (経済通貨統合もしくは経済通貨同盟) が不完全であり、完成させる必要性を改めて認識させている。2015 年 6 月に EU 主要 5 機関の長による「欧州の経済通貨同盟を完成させる」という題の 10 ページにも満たない報告書<sup>23</sup>が発表された。報告書は、EMU を「数十年にもわたって建設が進められてきたが、まだ「未完成の家」にたとえ、そのうえで、

嵐が襲ったとき、その壁や屋根は素早く、ぐらつかないように固定しなければならなかった。(嵐が過ぎ去れば) その土台を補強し、初期の目的に沿ったものにする絶好の機会

<sup>23</sup> European Commission “Completing Europe’s Economic and Monetary Union” pp 4-5 Report by Jean-Claude Juncker in close cooperation with Donald Tusk, Jorgen Duisselbloem, Mario Draghi and Martin Shultz, June 2015

が訪れる。初期の目的とは、(加盟国間で) バランスのとれた経済成長と安定した物価に基づく繁栄の場所、完全雇用と社会の進歩を目指す、競争力のある社会市場経済の実現を目指すことである。

そしてこれを実現するための具体的な課題を列挙している。

それらは、(1) 繁栄のための構造を備えた経済統合、(2) ユーロ圏における通貨の一体性を保証し、民間部門とのリスク共有を拡大する金融(行政)統合(すなわち、銀行同盟の完成を意味する)、(3) 財政的持続可能性と財政的安定性を実現する財政統合、そして最後に、真の民主主義的な説明責任と正当性、制度の強化を通じて、(1) - (3) の統合を下支えする政治統合である。

これらの課題は、前述のファンロンパイ報告に沿ったものであり、EMU 完成に向けた EU の方針が揺らいておらず、一貫していることを示したものだ。

欧州委員会はギリシャ危機の最中の 2015 年 7 月 1 日、ブリュッセルのベルレイモン・ビルで開いた定例会合で 5 機関の長による報告書について審議した。会合後に発表されたプレスリリース<sup>24</sup>で、EMU の完成に向けて、具体的な方策として、(1) 銀行同盟を完成させるために将来の預金保険機構についての協議を直ちに開始すること、(2) マクロ経済不均衡(是正)手続きや「社会的ディメンション」の強化を通じた欧州セメスターの補強、(3) 「安定・成長協定(SGP)」の見直し、(4) 国際機関などにおけるユーロ圏代表の発言権の強化、を目指すことで一致した。

ユーロ圏の連続危機では北の財政健全国グループと南の財政規律が緩い諸国の間で緊縮策の必要性などをめぐって意見の食い違いが表面化したこともしばしばあったが、報告書はユーロ圏加盟国間での連帯の必要性を強調している。

ユーロは単なる通貨以上のものである。それは政治的かつ経済的プロジェクトである。通貨同盟のすべてのメンバーは自国通貨を永久に放棄し、その代わりに通貨主権を共有することで、大きくて競争力があり、強力な単一市場で、信頼性が高く、安定性がある通貨を使用するという便益を享受している。こうした共通の運命は、危機の際の連帯と互いに合意した共通ルールの尊重を必要とする。

とし、ユーロ圏参加国に「利己主義的な行動」を慎むよう求めている。

### 7.13. 文明論的視点

---

<sup>24</sup> European Commission “EMU and EU budget discussed: defunct proposals withdrawn” July 1, 2015

最後に、ユーロ圏の母体である EU の存在意義を文明論的観点から考察してみたい。EU は欧州に平和と繁栄の共同体を築くことで、国際社会での発言権を維持することが目的であるという見方に反対する人はいないであろう。

そのうえで、欧州委員会のバローゾ委員長の発言をまず引用しよう。2009 年欧州ユダヤ人会議(European Jewish Congress)における演説<sup>25</sup>で述べたものであり、グローバル・ガバナンスに向けての EU の貢献を強調している：

私が自らの政治の指針にしようとしているのは、欧州が自らの行動を自らの価値に基礎付けなければならないという理念です。これをこの場で強調します。そのため  
の土台となるのが連帯です。連帯は EU の内部だけでなく、EU の外部でも実現させなければなりません。私は確信しています。欧州の価値は今まさにその形を表しつつあるグローバル・ガバナンスに対して、重要な貢献をなすものであると。  
(中略)グローバル・ガバナンスは欧州を必要としているのです。なぜなら、欧州はグローバル化に対処するための理想的なテストケースだからです。欧州は超国家的なルールと制度を作り上げ、他に例を見ない独特な政治を経験し、独自の正当性を手にしてきたのです。

筆者は、バローゾ委員長の言うグローバル・ガバナンスに対処するために EU マルチレベル・ガバナンスの理論を活用できると考える。マルチレベル・ガバナンスについては白井(2012)<sup>26</sup>に沿って、特徴をまとめてみた。

マルチレベル・ガバナンスは、

- (1) サブナショナル、ソーシャル、ナショナル、スープレナショナル(超国家的)の各アクターが全ての政府レベルで動員される体制、
- (2) 政治権威と政策形成への影響力がサブナショナル、ナショナル、スープレナショナルの多次元で分有される。
- (3) 国家を超えた政治空間、市民領域、公共圏の拡張を担うガバナンス構造であり、ウエストファリア型国家構成(国民国家)を超克する政体、主権国家の権威や国家行政に存在すると想定された中心性に挑戦している。

との特徴を有しており、政治現場では、

- ① 国家だけを唯一の対話相手としない、②パートナーシップに基づく権限の共有が行われる、③だれ一人として排除しないという包攝の思想がみられる、

としている。マルチレベル・ガバナンスは規範パワーを伴っている。規範パワーとは、国際

---

<sup>25</sup> Jose Manuel Barroso “European values in the new global governance” speech at the European Jewish Congress, Brussels, Oct. 14, 2009

<sup>26</sup> 白井陽一郎『EU 政治理論の再検討—マルチレベル・ガバナンスの規範パワー?』(2012年9月29日。慶応 EU 研究会報告概要)

社会において規範を定義する力、規範創造者として規範追随者を増やしていく力であり、EUの規範パワーの源泉は、①恒久平和を希求する欧州統合の歴史、②超国家主義と政府間主義のハイブリッドな政体であること、③リスボン条約という事実上の憲法秩序を有し、アキコミュノテールとアキポリティークを累積してきたこと、にその源泉をたどることができよう。EUの規範パワーは、例えば、開発援助、労働基準、危機管理、貿易、地球環境問題、科学技術開発、EU拡大、国際刑事司法裁判所、死刑制度廃止論などにあらわれている。

ここで、EUの規範パワーをSmith(2011)<sup>27</sup>に従って、経済パワーやシビリアン・パワーなど6つに分類し、それぞれ例示してみよう：

表7-3 EUの規範パワー

経済パワー	市場アクセス、金融支援、経済制裁
シビリアン・パワー	外交、司法ミッション、和解斡旋
倫理パワー	人権推進、法の支配、デモクラシー
ライトな軍事パワー	警察部隊、準軍事組織
ヘビーな軍事パワー	陸軍、空軍、海軍(加盟国レベル)
魅力のパワー	加盟意欲を刺激すること、模範的行為

出所： Smith, 2011, p 148

筆者はさらに、EUは「ソーシャル・ヨーロッパ」と呼ばれる、「欧州統合の社会的側面」を重視する人類史上初の共同体という点にも注目すべきであると考えられる。これにより文明社会への貢献を評価すべきだ。

EUの社会・労働政策については、1989年のストラスブール欧州理事会で採択された「社会憲章」に初めて広範囲にわたってリストアップされた。その中では、雇用と賃金、生活労働条件の改善、社会保護、団結権と団体交渉権、職業訓練、男女均等待遇、労働者への情報提供・協議・参加、職場の安全衛生、児童・若年者の保護など基本的社会権が明示されている。2009年12月に発効したリスボン条約では、雇用促進、生活水準の向上、労働条件の改善のために、加盟各国が支援・補完することを規定している。

こうした中で、2012年10月12日にノーベル賞委員会が同年のノーベル平和賞をEUに授与することを発表した。同委員会はプレスリリースの中で、授賞理由として、EUとその前身機関は60年以上にわたり、欧州において平和と和解、民主主義と人権の向上に貢献してきたと強調した。特に、独仏和解に触れ、「第二次世界大戦が終結するまで70年間にわたって三度戦火を交えた独仏両国の戦争は今日では考えられない。これは互いの信頼を築き上げることで、歴史的な宿敵が密接な関係のパートナーになりうることを示している」と指摘した。さらに、1980年代に民主主義の導入を条件にギリシャ、スペイン、ポルトガルを加盟させたことや、1989年の「ベルリンの壁の崩壊」を受けて、中東欧諸国

<sup>27</sup> Michael Smith “A liberal grand strategy in a realist world? Power, purpose and the EU’s changing global role” p 148 (*Journal of European Public Policy*, Volume 18, Issue 2, 2011, pp 144-163)

の EU 加盟が可能になり、厳しい東西対立の終結に道が開かれたと力説した。

ノーベル賞委員会は、EU はこのように欧州の安定化のために大きな役割を果たし、欧州を「戦争の大陸から平和の大陸」に変貌させたと称賛。EU は「諸国間の同胞愛 (fraternity between nations)」の象徴でもあると指摘した。

また、ノーベル賞委員会は、「EU は現在、経済面の困難と社会不安に直面している」とも述べ、債務危機の中で債務を削減するための緊縮策を余儀なくされているギリシャやスペインなどの政府の苦悩と緊縮策に抗議する両国などの市民の状況を踏まえ、危機克服への期待感を示し、EU/ユーロ圏の努力を後押しするための「エール」を送る形となった。

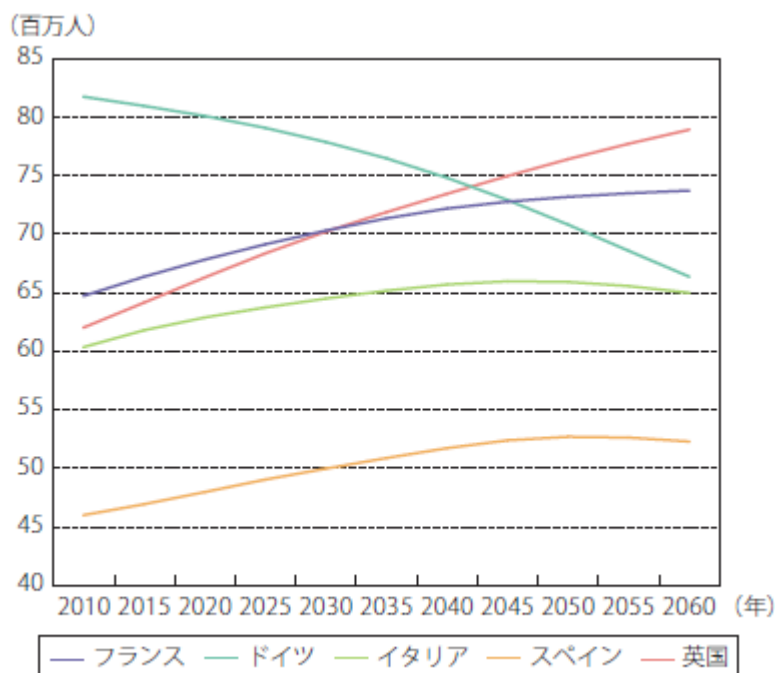
EU/ユーロ圏が将来、世界に占める位置について考察する場合、その人口見通しを考慮する必要があるだろう。人口減少は潜在成長率の低下をもたらすからだ。ユーロスタットが 2011 年 6 月に公表した EU 27 カ国の 2060 年までの人口予測のうち、上位 5 か国を見ると英仏の増加が続く一方で、ドイツは 2010 年の 8174 万人から 2060 年には 6636 万人にまで減少する見込みで、2040 年には域内で人口第一位の座から滑り落ちる見込みだ。この背景には低い出生率があり、2009 年時点でドイツは最も低く 1.36 でトップのフランス(2.0)に大きく水をあけられている。EU27 カ国の人口はドイツの減少が響き、2060 年の人口は 5 億 1694 万人と 2010 年の 5 億 104 万人から 3.2%の増加にとどまると予想されている。<sup>28</sup>

## 図 7-2 EU 主要 5 カ国の人口見通し

---

<sup>28</sup> 通商白書 2012 p.76





資料：Eurostat から作成。

(出所 通商白書 2012 p76)

人口大国トルコが EU に加盟した場合、シナリオは変わってくる。

2016年6月23日の英国・国民投票でEUからの離脱派が勝利したことで、短期的には欧州統合の停滞は避けられないだろうが、ユーロ圏を中心とする他のEU加盟国間の相互依存が強まっている状況を考慮すれば、長期的には統合推進路線は堅持されるだろう。しかし、EU/ユーロ圏を中心とする欧州は超長期的には世界の中で経済的重要度・存在感の低下は免れないだろう。英国のシンクタンク国家戦略研究所(IISS)が2012年9月13日に発表した2012年版「戦略概観」によると、欧州のGDPは2030年には2011年の15.42兆ドルから22.03兆ドルに増えるものの、アジア・太平洋地域の成長はより目覚ましく、14.44兆ドルから36.49兆ドルへと急増し、2050年までにはアジア・太平洋地域の世界シェアは50%に達すると予想。すなわち、「アジアの世紀」が近づいており、人口減少が予想される欧州の「陰り」は否定できない。そうした中で、EU/ユーロ圏が、財政統合、銀行同盟、経済統合を完成し、ソーシャル・ヨーロッパを重視しつつ、政治統合体に飛躍すれば、世界の中で十分、存在意義を示し続けることが出来ると筆者は確信している。

最後に欧州統合についてのドイツの哲学者フッサール(1859-1938)の発言<sup>29</sup>を引用して締めくくりたい。

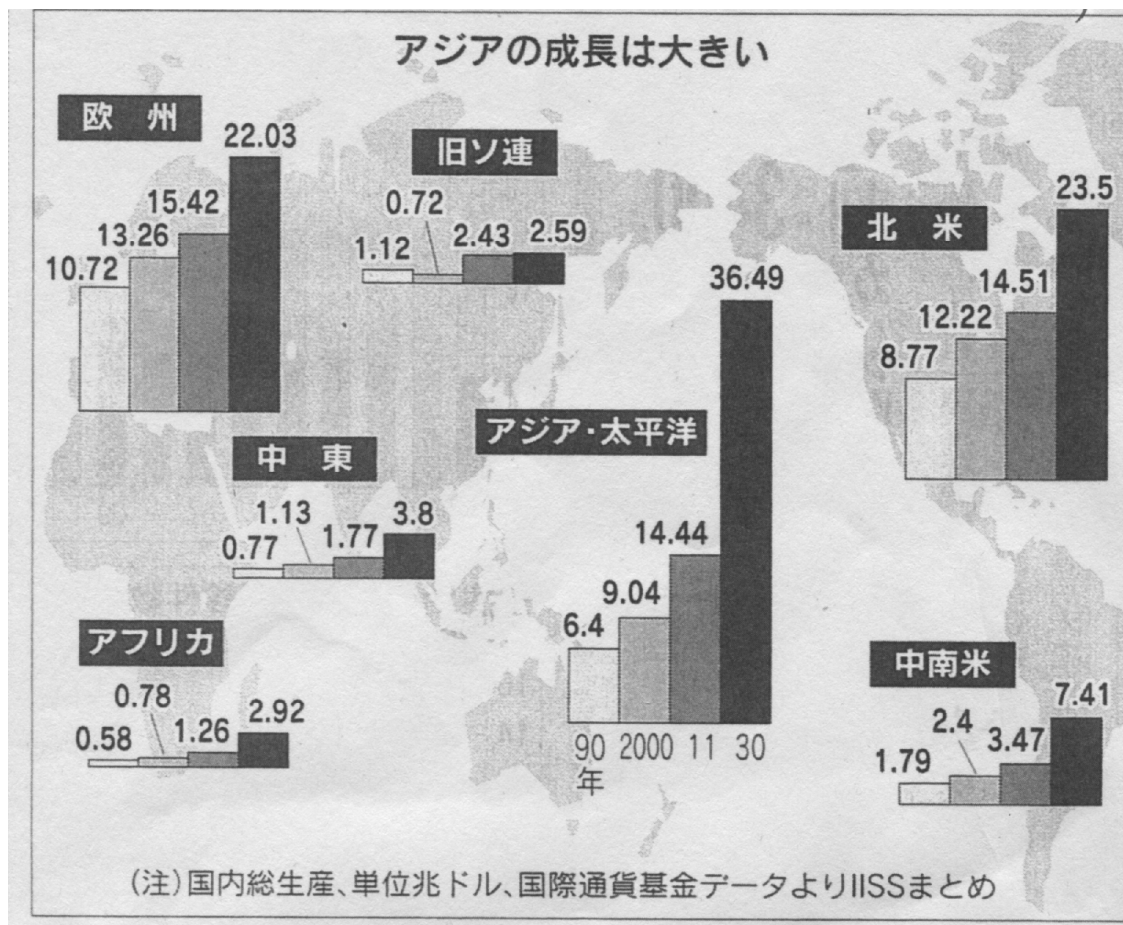
(統合欧州は)新たな種類のコミュニティーの出発点であり、それは諸国家を超えた広がりを持つものである。それは諸国家が互いに隣接して共存し、商業的競争や権力闘争を通じてのみ互いに影響しあうというだけのコミュニティーにはととまらない。

それは自由な批判の精神に基づき、哲学や科学から生じる新しい精神を生み出すとともに、無限の任務に向けた基準を提供し、新しくて限りない理想を作り出す人類を統べるものである。

<sup>29</sup> フッサールのウィーンでの講演、1935年5月

図7-3 世界各地域のGDP増加予想

(出所 日本経済新聞 2012年9月14日 原資料:英国際戦略研究所、2012年版「戦略概観 (strategic outlook)」)



## 付録 不完全な通貨圏であるユーロ圏の危機を追う

### はじめに

ユーロ圏は2010年春から南欧諸国を中心に危機的状況が続いた。債務(借金)危機に襲われたのはまずギリシャ、続いて同年秋にはアイルランド、年が明けて2011年春にはポルトガルが苦境に陥り、EU/IMFの緊急支援で一息ついた。しかし、ギリシャ危機は2011年夏にも再燃、同年秋にはギリシャのデフォルト(債務不履行)や「ユーロ圏解体」への懸念が語られるようになった。金融市場はスペインとイタリアの財政健全性についても疑問視するようになった。こうした中でECBによる南欧重債務国の流通市場における国債購入や金融機関への大量の資金供給は危機的状況を一時的に鎮静化させるのに役立った。

2012年に入り、3月にはギリシャの対民間銀行の債務の一部が再編されるとともに、同国への第二次支援が合意された。その後、4月に入り、住宅バブル崩壊後の不良債権処理で銀行セクターが疲弊しているスペインの先行きが再び危ぶまれるようになった。ギリシャでも5月の総選挙と6月のやり直し総選挙を挟んで、増税や年金カットにあえぐ国民の不満が鬱積し、EU/IMF支援の前提条件となっている緊縮策の緩和を求める声が高まった。

付録ではユーロ圏危機を原則的に時間軸で追ってみる。

### 1 ギリシャが発火点

ユーロ圏は2008年をリーマン・ショックをきっかけとした金融危機で、2009年にはリセッションに落ち込んだものの、欧州委員会を中心とするEUが矢継ぎ早に景気刺激策を打ち出し、翌2010年にはプラス成長軌道に回帰することができた。

しかし、一難去って、また一難。ギリシャ政府が経済統計の「虚偽申告」をしていたことが発覚し、債券市場でギリシャ国債が売り浴びせられるようになったのだ。

ギリシャ政府が、同国の対GDP財政赤字比率を大幅に粉飾していた事実が判明したのは2009年の11月だった。同年10月に行われた総選挙で、当時、野党だった中道左派の全ギリシャ社会主義運動(PASOK)が勝利し、中道右派の新民主主義党(ND)から5年ぶりに政権を奪還し、パパンドレウ新首相が率いる政権が就任した直後だった。

2008年の財政赤字のGDP比は7.7%だったが、当初、EUに5%と過少申告していた。これを契機に、ギリシャの放漫財政ぶりに焦点が当てられるようになり、S&Pやムーディーズなど大手信用格付け会社はギリシャ国債の格付けを相次いで引き下げ、同国の国債を巡って債務不履行(デフォルト)の懸念が高まり、証券市場では、ギリシャ国債が投機筋の執拗な攻撃にさらされるようになった。

その後、ユーロ圏周辺では、2010年秋にはアイルランド、2011年春にはポルトガルが標的とされ、2011年夏には再び、ギリシャが危機的状態に陥った。

さらにイタリアやスペインでも債務危機の懸念がくすぶるようになり、ECBは流通市場で

両国の国債を大量に購入し始めた。8月には、ギリシャ国債を大量に保有しているとして、フランスの大手商業銀行の株価が連日、急落を続けた。

EUは手をこまねいていたわけではない。ユーロ圏周辺国の財政・債務危機がユーロ圏の危機に拡大することを防ぐため、IMFと協調して、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルに対する緊急融資供与を柱とする包括的対策をまとめ、実行に移すとともに、資金支援の軍資金として総額4400億ユーロの「欧州金融安定化基金（EFSF）」を創設した。

ギリシャは1981年に10番目に欧州共同体（EC）加盟国となったが、その後、EC/EU関係者の間では、ギリシャが欧州文明の発祥地であることから、加盟条件を緩く適用したのではないかとのおわきが絶えなかった。ユーロ圏には12番目に2001年に加わったが、このときも財政赤字比率を「過少申告」していたことが後に判明した。

EC/EUはギリシャに対して「甘い態度」を取ってきたことは否定できない。

ギリシャ経済の問題点は、観光、農業を除いて、海運、造船ぐらいしか目ぼしい産業がないことだ。

ギリシャはユーロ導入後、ドイツ国債の信用に「寄りかかる」形で、低金利での借入れが可能となったが、借入資金は、EU域内で競争力のある産業の育成資金にはほとんど振り向けられなかったという。この間、ギリシャで最大の雇用者である政府は、公務員の数を増やし、給与・手当を増額。財政赤字と公的累積債務が膨れ上がった。

こうした中で、第一次ギリシャ財政・債務危機が2010年春に発生した。

独仏などユーロ圏主要国を中心とするEU各国政府は、ギリシャ危機への対応で自国民納税者への配慮などもあり、なかなか足並みがそろわなかったが、2010年5月、EUはIMFと共同で、厳しい経済改革を条件に1100億ユーロに上る緊急支援を実施することで合意した。これにより危機は一応収まった。

その間、アテネの中心地、シンタグマ広場などギリシャ各地では増税や賃金凍結など国民の痛みを伴う緊縮政策に対する抗議行動が連日のように繰り返された。英紙フィナンシャル・タイムズ（2011年10月24日）は社説で、「経済危機の人的側面」すなわち市民が被る痛みを理解していないと批判した。ギリシャなど「問題国」では政治システムは少数の「特権を享受するインサイダー」と、膨大な債務及びデフォルトの影に怯える「その他大勢の市民」に二分されており、これは硬直的な労働市場や「隠れ補助金」、政治腐敗などに起因しているとしている。自由市場原理が十全に機能していないとの主張だ。

ギリシャはGDP換算では、ユーロ圏の約2%しか占めていないにもかかわらず、同国一国の危機がユーロ圏全体に波及、ユーロの信認に大きく傷が付き、外国為替市場ではユーロはドルや円など主要通貨に対して下落し、ギリシャ以外のユーロ参加国の加盟国でも株価は急落した。

EUはギリシャ危機を教訓に他のユーロ圏諸国が資金難に陥った場合に最大7500億ユーロの緊急融資制度を創設した。

## 2 アイルランドとポルトガル

アイルランドには英国との間で長い「愛憎」の歴史があったが、1973年にECに加盟、1990年代から製造業、金融サービスなどで積極的な外資誘致を行い、急速な経済成長を達成し、「ケルトのタイガー」とも呼ばれるようになった。

しかし、2010年後半には、不動産バブル崩壊によって債務超過に陥った大手民間銀行の救済に動いたことから、アイルランドの財政赤字は急速に拡大。同国政府だけでは手に負えなくなり、EUとIMFから2010年11月、最大850億ユーロの緊急融資を受けることが決まり、危機は一応収束した。

EUの拠出分は前述の緊急融資制度の初の適用となった。

アイルランドは南欧には位置しないが、一連のユーロ圏内における財政・債務危機では、同じ「問題周辺国グループ」に入れられている。

その後、2011年に入り、アイルランド経済には好転の兆候が見られるようになった。産業の競争力強化政策が結実し、輸出は回復。経常収支も黒字化しつつある。さらに、公的債務残高はGDP比110%で天井を打つ見込みで、市場からの借り入れは2014年まで不必要であり、債務危機の元凶であった銀行セクターでは、資本増強が行われ、コア（中核）資産と非コア資産の厳格な分離など改革も進んでいる。

アイルランドでは緊縮政策や増税の影響にもかかわらず、2011年第1・四半期にはGDPは1.4%伸び、ギルモア外相は「ユーロ圏内での（危機からの）回復例」と胸を張って見せた。ただ、主要輸出先の米国の経済が減速すれば、アイルランドの回復軌道は水を差される可能性があるともみられている。

アイルランド救済が一段落した後、EU関係者の間で安堵感が漂う中、年が明け2011年となった。しかし、南欧諸国の動揺は収まらず、次に標的となったのはポルトガルだった。

ポルトガル危機の引き金は、3月23日、ソクラテス首相が率いる社会党政権（中道左派政権）が提出した緊縮政策実施のための予算措置が否決され、同政権が事実上不信任となったことだ。こうした中で、ポルトガルは膨張する債務の借り換えに直面して、国債の利回りが急上昇（価格は下落）したことを受けて新規の資金調達が困難になるとの見通しから、4月7日にEUに金融支援を要請。EUは素早く対応し、翌8日に開かれたユーロ圏加盟17カ国財務相理事会では支援を実施する方針で一致。欧州委は5月中旬に支援の前提となる財政緊縮策を柱とする財政再建計画についてポルトガル政府と合意。これを受けて、EUとIMFはポルトガルに合計780億ユーロの緊急財政支援を行うことを決めた。

ポルトガルでは6年間の社会党政権下で、経済は低迷し、「貧困のサイクル」に陥り、失業率は13%に達し、公的累積債務は対GDP比で初めて100%を突破しそうな勢いだ。さらに、経済見通しも暗く、欧州委によれば、2012年にマイナス成長が見込まれているのはEU加盟国の中で同国だけだ。

社会党内閣の不信任を受けて、6月5日に総選挙が行われ、同党は第一党の座をコエリョ氏が率いる社会民主党（中道右派）に譲った。

ポルトガルは金融支援を受けるために財政改革や労働市場関連法案の改革などを通じた競争力強化や一部の過保護とされる産業分野の解放を求められている。同国は財政赤字を対 GDP 比で 2010 年の 8.6%から 11 年は 4.6%、12 年には 3%まで抑制することを目指している。

### 3 ギリシャのデフォルト観測も

2011 年 5 月にはポルトガル財政・債務危機と並行するかのようギリシャ危機が再燃した。前述したように産業競争力を欠くギリシャ経済の再建は、増税や年金削減などの緊縮政策だけでは難しい。そしてその緊縮政策の実施状況さえも疑問視されるようになったことから、同年 7 月に予定されていた 120 億ユーロ分の緊急支援の一部（第 5 弾）が実行されない恐れが生じたからだ。社会党のパパンドレウ政権は危機を打開するために、退任と引き換えに大連立を模索したが、拒否され、政権は崩壊寸前まで追い込まれた。結局、同政権は内閣改造で切り抜けた。120 億ユーロの拠出も 6 月 19 日のユーロ圏 17 カ国財務相会合で、ギリシャの国有企業の民営化などを通じた追加策を実施するという条件で行われることになった。

しかし、ギリシャが 2012 年まで市場からの資金調達を再開できる見通しは立っておらず、ユーロ圏財務相は 7 月 3 日の臨時会合で、政府・民間部門の双方で必要な追加資金を手当てすることで合意した。

ただ、民間部門の関与を巡っては、納税者の理解を得るために、ギリシャ国債を保有する銀行などの投資家も応分の負担をすべきだと主張するドイツやオランダ、フィンランドなど財政健全国グループに対して、フランスや ECB はこうした手法はギリシャの事実上のデフォルト（債務不履行）と格付け会社から見なされ、同国債を持つ銀行の経営状況が悪化し、新たな金融危機の引き金となりかねないと反発。結局、7 月 21 日のユーロ圏首脳会議では、ギリシャ国債の民間投資家に「自発的関与」を求めることで決着した。

ギリシャ向け第二次支援の規模は 1,590 億ユーロ（最終的には 1740 億ユーロで、そのうち EU の拠出分は 1300 億ユーロとなった）。EU と IMF による公的支援が 1,090 億ユーロで、ギリシャ国債を保有する大手銀行などの協力を得て行われる、同国の債務負担の軽減分を 500 億ユーロ見込んでいる。債務減らしは銀行など投資家が保有する既発債のロールオーバー（借り換え）や債務スワップ（交換）を通じて行われる複雑な手法となっており、ギリシャ国債保有者のうち 90%以上が同意すれば実施されることになった。これにより、ギリシャは 2014 年半ばまで国債償還を猶予される。

このほかに、首脳会議は、ユーロ圏が 2010 年のギリシャ危機を教訓に設けた緊急融資制度「欧州金融安定化基金（EFSF）」を弾力的に運用し、ユーロ圏諸国の国債を買い入れたたり、金融機関に資本を注入したりすることを可能にすることでも合意した。第二次支援については、ユーロ圏 17 カ国の議会承認が前提条件。最後の 1 カ国となった中欧の小国スロバキアでは劇的な展開となった。平均国民所得が大幅に上回るギリシャを支援することへ

の国民の不満を背景に 10 月 11 日の採決では否決されたものの、その 2 日後の再採決では可決となった。この過程で、連立政権は崩壊し、2 回目投票で賛成に回った野党の要求を受け入れ、次期総選挙を前倒しで 2012 年 3 月に実施することになった。

第二次ギリシャ支援では、民間銀行が自発的にユーロ圏で額面を下回る価格で売却する同国債をめぐる損失は評価額の 21%に上るが、こうしたいわゆる「ヘアカット率」をさらに引き上げて、より大きな負担を求める案もすぐに浮上した（最終的に元本は 50%超カットされることになった）。

9 月に入ると、ギリシャの財政健全化が順調に進展していないことにスポットライトが当てられるようになった。EU/IMF からの融資は、財政改革が前提条件となっており、同国は今後 5 年間（2011-15 年）で総額 280 億ユーロ超の財政再建計画を議会で承認したばかりだが、早くも 2011 年の目標である財政赤字の対 GDP を改定目標の 8.1%（当初目標は 7.6%）に圧縮することが困難で、実際は 10%に達する恐れが出てきたからだ。

この背景には、赤字削減のための緊縮政策で、国民の所得減少→消費の冷え込み→不況の深刻化→税収の減少という悪循環にギリシャ経済が陥っていることがあった。同国の GDP は 2011 年には 5%縮小すると予想されていた。

こうした中で、EU/IMF によるギリシャ第一次支援の第 6 弾（80 億ユーロ）が予定通り、供与されるかどうかに関心が集まった。ギリシャ政府は、10 月 10 日頃までは資金繰りにめどがついてるものの、それ以降は外部からの支援なしでは、公務員の給与や年金の支払いがストップする恐れがある。

新たなギリシャ危機に火を注いだのは、ECB によるギリシャなど重債務国の既発国債の買い入れに批判的な ECB のシュタルク専務理事（ドイツ出身）の辞任や、レスラー独副首相が独紙に「ギリシャのデフォルトも選択肢」と表明したこと、オランダのルッテ首相がギリシャのユーロ圏離脱の可能性について発言したことなどがある。さらに、フィンランドがギリシャへの資金支援で損失を被った場合に穴埋めするための「担保」を要求していたことが分かり、ユーロ圏内の亀裂を表面化させ、ギリシャ不安を再燃させることにつながった。

これら一連の出来事は、EU とその大半の加盟国が参加しているユーロ圏の政府が、ギリシャなど周辺国の財政危機に端を発したユーロ圏の危機を収束させる覚悟があるのかどうか、市場を疑心暗鬼にさせており、このため、9 月に入り、ギリシャがデフォルトに陥り、国家破綻するかもしれないとの観測が高まった。

ギリシャの破綻は、必然的にユーロ圏の分裂・解体に導く可能性があり、その場合、世界経済に及ぼす影響は計り知れない。

リーマン・ショックから 3 年経過したが、世界経済は再び揺らぐようになった。

ガイトナー米財務長官は、米経済の景気回復の足を引っ張りかねない「欧州ショック」を回避するために、ポーランド南西部のウロツワフで開かれたユーロ圏財務相会議に乗り込み、ユーロ圏政府は ECB との対立を解消し、ソブリン債務危機を解決するために協力す

るよう呼びかけた。米財務長官がユーロ圏の会議に冒頭とはいえ、出席するのは異例のことだ。

こうした中で、EU/IMFによるギリシャ向け第一次支援の第6弾は新たな緊縮政策実施のめどが立たなかったことから支払いが遅れ、同国政府は公務員給与や年金の支払いで窮地に陥りかけた。EU/IMFはその後、公務員削減などの財政再建努力を評価し、10月11日になってようやく承認した。第一次支援の支払いは第13弾までであり、ギリシャは今後、3カ月ごとに予定されている支払いのたびに新たな危機に直面する可能性が出てきた。

#### 4 イタリア、スペインへの影響

ギリシャ財政危機の深刻化は、ユーロ圏で第三、第四の経済大国であるイタリアとスペインを脅かすようになってきた。両国は景気減速懸念が強まる中で、前者は膨大な公的債務、後者は高水準の財政赤字比率を投資家が改めて問題視、両国の10年物国債利回りは上昇し（価格は下落）、8月には危険水準の6%を上回った。

これに対し、ECBは両国における財政・債務危機の発生を未然に防ぐため、両国の既発国債を流通市場で、大量に購入し始めた。本来であればこれはEFSFの資金を使って実施されることになっていたが、EFSFの機能拡充を含むギリシャ向け第二次支援がユーロ圏17カ国の議会で8月時点では承認されていなかったため、ECBの出動となった。ECBは8月だけで、イタリア、スペイン、ギリシャ、ポルトガルなどの既発債を購入するため、550億ユーロ以上投入した。

スペイン経済は10年以上好調が続き、成長率はドイツを上回っていたが、2007年の住宅バブルの破裂、2008年のリーマン・ショックを受けて苦境に陥り、財政赤字が拡大、2009年には10%を超えた。失業率も20%を上回り、24歳以下に限れば45%に達した。

こうした中で、左派の与党である社会労働党のサパテロ政権は緊縮政策を進めていたが、中央政府に対する地方政府の反発が強いことから、同政策の実施は進展せず、業を煮やしたサパテロ政権は、前述のように、2012年3月に予定していた総選挙を2011年11月20日に前倒しして実施すると発表した。ただ、野党である中道右派の国民党が政権を握っても、緊縮財政路線や労働市場改革、競争力強化政策を継続せざるを得ないとみられる。

それでもスペインに明るい材料はないわけではない。公的累積債務はGDP比で約60%とEU基準をほぼ満たしている。さらに、経済危機が始まって以来、対外信用への依存度が減り、経常収支赤字は半減した。金融、エネルギー、インフラ分野の多国籍企業は海外事業を拡大、輸出も増加基調だ。

しかし、ムーディーズは、政治状況が不透明感を増す中で8月末、スペイン国債を格下げする方向で見直すと発表した。

イタリアの問題は、経済が停滞する中で、公的累積債務が200兆ユーロ（GDP比約120%）に膨れ上がっていることだ。この比率はユーロ圏17カ国の中でギリシャに次いで二番目に高い。ただ、財政赤字は健全なレベルに抑制されようとしている。すなわち、GDP比で2011



年の 3.9%から 2013 年までにゼロとする見込みだ。

イタリア議会は総額 598 億ユーロに上る経済改革法案を可決したが、増税に重点を置き過ぎており、公的支出の削減が不十分だと批判されている。さらに、電力業など地方公共サービスの自由化や国営企業の民営化、労働市場の柔軟化が課題として挙げられる。

イタリア国内では追加の財政再建策の一環として、高額所得者向けの増税（いわゆる富裕税）が議論されている。イタリアでは富裕層が厚く、300 万家族以上が世界の富裕層のうち上位 1%に属し、個人資産は 10 兆ユーロを突破するという。ただ、ベルルスコーニ政権は、富裕税には否定的だ。

IMF はイタリアの 2011 年の成長率見通しを 1.3%から 0.3%に引き下げ、2012 年は 0.6%を見込んでいる。低成長は財政赤字の削減を困難にするとみられる。

S&P は 9 月 20 日、イタリアの国債格付けを引き下げ、その理由として同国、の政治状況が経済回復を妨げていると指摘した。そのうえで改革の遅れにより、海外からの直接投資はフランスやスペインと比べると約半分の水準にとどまっているとした。

最も問題視されたのが、古代ローマのネロ皇帝にもたとえられる、汚職や買春の疑惑などスキャンダルまみれのシルビオ・ベルルスコーニ氏が首相の座にとどまっていたことだった。同氏は検察の追及から逃れるための法律を可決させたり、支配する「メディア企業帝国」の利益追求のために国家システムを利用していると英紙フィナンシャル・タイムズは分析している（2011 年 9 月 24 日）。換言すれば、ベルルスコーニ政権の下では、イタリア経済の改革は無理との見方だ。同氏は 2011 年 11 月初め、他のユーロ圏主要諸国と金融市場からの圧力に押され、辞任した。後継者は欧州委員を 10 年間務めた経済学者のマリオ・モンティ氏。

## 5 フランスの「暑い夏」とドイツ問題

フランスはユーロ圏では経済規模でドイツに次ぐ大国だ。ムーディーズと S & P は最上位に格付けしていた。しかし、8 月 5 日の米国債格下げを受けて、フランス国債の格下げ観測がささやかれるようになった。加えて、フランスの大手銀行によるギリシャ国債の大量保有にも目が向けられるようになった。

フランスの大手銀行はギリシャの国債を約 10 兆円、イタリア、スペイン両国の国債を含めると保有高は 15 兆円相当にも達するとみられていた。

こうした中で、6 月から 7 月にかけてのギリシャ不安再燃を受けて、ソシエテ・ジェネラルや BNP パリバなど仏大手銀そして多くの欧州諸国や日米の金融機関の株価が 8 月に入って急落。ソシエテ・ジェネラルは最初の 2 週間で、米欧日の大手銀行の中で最大となる 36%の下げを記録した。同行については、英国の大衆日曜紙「メール・オン・サンデー」に信用不安説が流れたことも打撃となった。BNP パリバも 21%下げた。

フランスのサルコジ大統領は夏季休暇を中断し、パリに急遽戻り、閣議を招集、対応を協議した。欧米の金融市場の動揺がひとまず収まったのは、フランス、イタリア、スペイ

ン、ベルギーの EU 加盟 4 カ国の金融株の空売り一時禁止措置が打ち出されてからだった。

仏有力紙ルモンドは、欧州の金融不安は投機筋の動きや格付け会社の分析だけでなく、ユーロ圏各国の政治指導者がリーダーシップを発揮しておらず、市場を疑心暗鬼にさせていることが背景にあると指摘、金融不安が深刻な景気後退の引き金となること懸念するとの分析記事を掲載下（8月24日）。

10月に入り、ムーディーズはギリシャやイタリアの国債を多く保有する仏・ベルギー系の金融大手デクシアの格付けを「引き下げ方向」に見直したため、4億ユーロに上る取り付け騒ぎも起こり、両国政府は支援に乗り出した。9日には、同銀行を解体し、不良資産と優良資産に分けて再建を進め、不良債権は受け皿機関「バッド・バンク」を設立し、これに1000億ユーロ超を移管することを決めた。優良資産とされる傘下のベルギー銀行事業は同国政府が40億ユーロで買収する。デクシアは事実上破綻し、公的管理下で解体処理されることになった。1年前に発生したギリシャ危機の余波で欧州の大手銀行が破綻するのは初めてとなり、欧州危機は金融危機という新たな段階に入った。」

欧州では信用不安の「嵐」に耐え得る体力を付けさせるために銀行の資本増強が緊急課題として浮上してきた。各銀行による資金調達努力では対応し切れない場合には、各国政府による公的資金の注入、そしてそれも不可能であれば、EFSF を活用した資金注入の可能性がささやかれるようになった。EU の欧州委員会は政府レベルでの実行に備えて、基準づくりに着手した。IMF 筋は、欧州の銀行は合計で1000億～2000億ユーロの資本増強が必要になるだろうと試算した。

ギリシャ財政・債務危機に端を発したユーロ圏の信用不安が高まる中で、「財政規律の順守」というユーロ圏のルールにあからさまに違反したギリシャに厳しい緊縮政策という代償を頑なに求める域内最大の経済国ドイツの世論への困惑が広がった。

ドイツでは政界、マスコミ、保守派エコノミストの間で、特に問題視されているのが、ECB が実施している、ギリシャなどユーロ圏周辺重債務国の既発国債を ECB が大量に買い上げていることだった。

ユーロ圏北部のオランダ、オーストリア、フィンランドでも同様の厳しい批判が聞かれ、フランスや南欧諸国、ECB などとの溝が広がった。

ドイツで原則論が幅を利かせている背景には、ドイツ経済にとって中国経済の躍進を受けて、ギリシャなどユーロ圏内南欧諸国の輸出市場としての重要性が相対的に低下したことがある。中国向けの輸出はギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランド向けの合計を上回っている。

ドイツはまた2011年半ばから欧州経済が減速する中で、景気てこ入れ策の実施に消極的であり、この点も連帯の欠如として批判された。

こうした中で、メルケル政権は、ドイツ国内での足場が揺らいでいる。2011年に入ってから一連の州議会選挙で、野党の社会民主党（SPD）/90 連合・緑の党に敗退し続けており、連立相手の自由民主党（FDP）も苦戦が目立つ。

メルケル政権にとっての朗報は、独憲法裁判所がこれまでのギリシャへの金融支援やEFSFへの資金拠出について、2011年9月7日に合憲判断を下したことだ。さらに、9月29日には連邦議会でEFSFの機能拡充が承認されたこともプラス材料だった。

EFSFについては、ルクセンブルクのユンケル首相とイタリアのトレモンティ財務相は2010年12月、EFSFを発展的に解消して、「欧州債務庁」を創設し、ユーロ共同債の発行を担わせることを提案している。

一方、ドイツのメルケル首相とフランスのサルコジ大統領は2011年8月16日、パリでの首脳会談で、「ユーロ圏経済政府 (economic government)」の創設につながるユーロ圏加盟国の首脳会議を年2回開催することで合意した。経済政府は1990年代からフランスが主張してきており、金融政策を統一的につかさどるECBに対して、税制や予算政策をユーロ圏内で統一的に担う機関として位置付けられてきた。

トリシェECB総裁も明らかに経済政府を意識して、2011年6月、各国の財政政策と競争力強化政策を監視するための「欧州財務省」の創設を提唱している。

2011年秋頃から関心が集まるようになったユーロ共同債の発行や経済政府は、財政統合の主要な柱を構成する可能性があるが、周辺国のドイツなど中核国への依存を強めるだけでなく、ユーロ圏加盟各国主権の大幅な制限ひいては政治統合につながるもので、反対の声も根強い。

しかし、ユーロ圏が、拡大する信用不安を抑え、単一通貨ユーロを防衛するために財政政策での協調を大幅に強化することは避けて通れない。

## 6 「ユーロ・ショック」は回避できるか

9月の第3週には、ギリシャ危機とユーロ圏の信用不安の深刻化を背景に世界の金融市場が動揺し、世界同時株安と外国為替市場でのユーロのさらなる急落がみられた。内外のマスコミには、「市場はギリシャのデフォルトを織り込み済み」とか「ユーロ・ショックを回避できるか」「リーマン・ショック2の再来か」などのおどろおどろしい見出しが躍った。

ワシントンで22日に開かれた主要20カ国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議は欧州の財政不安が焦点となり、欧州に対し、EFSFの強化を求めるなど早期の行動を促す異例の声明を発表したが、市場の反応は鈍かった。

危機の解決に向けて、ドイツなど財政健全国とギリシャをはじめとする南欧問題国の亀裂に加えて、ドイツ国内での不協和音が目立つという「政治的混乱」の中で、短期的に頼れるのは、南欧問題国の既発国債を購入し続けるECBだけだとみられていた。ECBはまた、日米欧の中央銀行と協調して年末越えのドル資金を市場に供給すると発表、流動性の確保に動いた。コラムニストのWolfgang Munchaw氏は英紙フィナンシャル・タイムズ(9月19日)で、ECBが金融緩和に踏み切り、政策金利を1%に引き下げるべきだと主張(その後、段階的に実現した)。さらに、ユーロ圏の景気後退を避けるために、南欧諸国は緊縮政策をやめる一方、ドイツやオーストリアなど財政健全国は財政面からの景気刺激策をと

るべきだと強調した。

泥沼化したギリシャ危機への対応として EU 内では、ギリシャに緊縮政策・財政健全化を求める見返りに同国を IMF とともに支え続け、長期的には財政統合・政治統合を視野に入れるという方策が暗黙のコンセンサスになってきたようだ。しかし、欧州各紙の情報を総合すると、このほかに悪夢とも言える 4 つの「ショック療法」が取り沙汰されるようになり、それらは①ギリシャに「秩序立った」デフォルトを認めるが、ユーロ圏にとどめる、②ギリシャをユーロ圏から離脱させる、③ドイツやオランダ、オーストリア、フィンランドなど財政健全国がユーロ圏から抜け出て、新たな通貨圏を創出する、④ユーロ圏を完全に解体し、個別通貨体制に戻る、というものだ。

リスボン条約に EU 離脱の規定はあるが、ユーロ圏離脱条項は存在せず、シナリオ②、③、④は法的に問題をはらんでいる。

シナリオ②のデフォルトの場合、たとえば 50—60%の債務免除を認めるとしても、さまざまなリスクを伴うのは明らかだ。ユーロ建て金融・資本取引はユーロ圏内では密接に絡み合っており、さまざまなチャンネルを通じて、ギリシャでのデフォルトが他の南欧問題国に伝播する恐れがある。その見極めがむづかしい。ギリシャとイタリアやスペインの間に「ファイアウォール（防火壁）」を打ち立てる必要もある。21 世紀初頭のアルゼンチン債務危機の際、同国がデフォルトに陥った経験は、ギリシャとユーロ圏他国との緊密な経済関係を考慮すれば、あまり参考にならないかもしれない。

ただ、スイス大手商銀 UBS のレポートは、デフォルトが自動的にユーロ圏の解体を招いたり、ユーロ圏の他国の信用を損ないかねないとの見方には異議を唱えている。

シナリオ③に関しては、ユーロ圏を離脱すれば、金融政策と政策金利の決定権を取り戻すことができ、再導入した個別通貨の切り下げにより輸出競争力も回復できる。

しかし、ユーロ圏を離脱すれば、ギリシャの債務はユーロという「外貨」建てとなり、無秩序なデフォルトは必至である。さらに、ギリシャからの資金逃避が始まり、同国の国内銀行システムは破綻するだろう。EU からの脱退も日程に上り、EU 域内での人、モノ、サービス、資本の自由移動を保証する域内単一市場の恩恵は受けられなくなるだろう。UBS レポートは、ギリシャにとってユーロ圏にとどまるより、離脱するコストの方が大きく、ギリシャにとって離脱 1 年目のコストは GDP の 40—50%に上り、その後、毎年 15%前後となるだろうと試算している。

一方、ドイツがユーロ圏を離脱すれば一年目のコストは同国 GDP の 20—25%に達し、その後毎年、10%以上となるだろうと予想しており、これはギリシャ、ポルトガル、アイルランドの周辺 3 カ国がデフォルトに陥り、ドイツが支援に乗り出した場合にかかる費用を大幅に上回るという。ただ、UBS の試算は、ユーロ圏からの離脱は EU 脱退につながる前提に立っている。

ユーロ危機が深刻化しつつある中、EU は 10 月 23 日と同 26—27 日にブリュッセルで首脳会議を開き、危機の抜本的解決に向けた「包括戦略」の具体策で合意した。同戦略は危

機の震源地であるギリシャの再生を後押しし、債務問題への懸念がくすぶるイタリアやスペインへの危機の波及を予防するのが目的とされた。具体的には、①ギリシャ国債を保有する民間投資家の自発的な損失負担の割合（ヘアカット率）を7月の第2次支援合意時の21%から50%に引き上げることによって、ギリシャの債務を1000億ユーロ減らす、②デクシアの破綻による欧州金融システムの動揺を防ぐため、銀行に資本増強を求め、普通株と内部留保で構成する「狭義の中核的自己資本比率」を2012年6月末までに9%に引き上げるよう求め、これによって1060億ユーロの資本増強を可能にする、③ユーロ圏の金融システムの安全網であるEFSFの軍資金を再び拡大し、4400億ユーロの4-5倍にする（サルコジ仏大統領によれば1兆ユーロ以上に増やす）、などが柱だ。③を実現するためには「特別目的会社」を作って、新興国の代表格である中国やIMFなどから資金を集めたり、国債から将来損失が出たときに穴埋めする「保証」を付ける手法をとる。

また、会議後に発表された声明によると、ユーロ圏のガバナンスを改善するため少なくとも年二回、ユーロ圏参加国の首脳会議を開催し、経済・財政政策の戦略的方向性を打ち出すことになった。ユーロ圏は現存する危機に対応するツールを充実させるとともに、調整やサーベイランス、規律の強化を通じてユーロ圏参加国の経済・財政政策の統合に向けた進展を図るとしている。具体的には、①ユーロ圏各国ではEUの「成長・安定協定」を国内レベルで法制化することにより均衡予算のルールを採択する、②加盟国の国家予算を独立した専門家による成長予測に基づいて編成する、③「ユーロ・プラス協定」（ユーロ圏参加国だけでなく他のEU加盟国も加わっている）に基づいて、成長と雇用の促進に関する政策の収斂を図る、としている。さらに、欧州委員会は、共通法人税や金融取引税の導入に向けた法案づくりを進めているという。

包括策の3本柱の中で、ギリシャ国債を保有する銀行がその元本（額面）の50%をカットされることについて、これは「借金の棒引き」であり、大手格付け会社は債務不履行の一種である「選択的デフォルト（selective default=SD）」と見なすとみられる。しかし、銀行側はあくまでも自発的に債務カットに応じるという形をとり、強制的に債務カットを迫られる通常の債務不履行とは異なるとの立場だ。

ポイントは格付け会社が債務不履行と見なすかどうかではなく、債務カット率が大きくなった場合の金融市場への影響とされる。この点で注目されるのが、国債が債務不履行と成ったときに損失を穴埋めするための保険の一種「クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の市場でギリシャ国債が債務不履行として扱われるかどうかだ。債務不履行と見なされれば、CDSを売った金融機関などは買った側に巨額の「保険金」を支払わなければならなくなる。しかし、CDS市場では、ギリシャ国債は債務不履行とは見なさない見通しで、「保険金」を払うか同かを判断する国際スワップデリバティブ協会(ISDA)は、10月27日、「保険金支払いに当たらない」とする見解を発表した。

27日の未明まで9時間以上続いた会議終了後、記者会見したサルコジ仏大統領は、「全世界は会議の結果に安堵したと思う」と疲れ切った表情で語った。欧州委員会のバローゾ

委員長は、ユーロ危機への対応は「短距離走」ではなく、「マラソン」であり、一朝一夕に解決がもたらされるものではないと語った。EU 首脳会議での合意を受け、欧州株は広範に上げ、ユーロも対ドルで7週間ぶりの高値を付けた。10年物イタリア国債の利回りも5.7%台に低下したが、市場が「債務危機のトリガー」とみなす7%までの「余裕」は大きくなかった。

10月26日付で発表された「ユーロ首脳会議声明」は、ユーロ圏の経済コンバージェンスを促進するとともに財政規律を強化し、経済統合を深化させるために、リスボン条約の限定的な改正の可能性を探ると明記している。

ドイツの与党キリスト教民主同盟(CDU)も27日のEU首脳会議に先立って採択した決議で、ユーロ圏の債務危機を解決するために「欧州通貨基金(EMF)」の創設や欧州委員会委員長の直接選挙、財政規律を順守しないユーロ圏参加国に対する「自動的制裁」などを盛り込んだ、「ユーロ圏救済計画」草案を発表した。これらの施策はいずれも実施するには、リスボン条約の改正が必要とみられている。

今回の包括戦略はユーロ圏がコントロール不可能な状況に陥るのを何とか「土俵際」で食い止めたものだが、危機の根本的解決につながるのどうか不透明であり、金融市場が不安定に推移することが予想される中で、EU・ユーロ圏当局の綱渡りが続き、それを米英日など他の主要先進国や中国をはじめとする新興国がかたずをのんで見守るという展開となりそうだ。

## 7 ギリシャ「悲喜劇」とイタリアへの危機伝播

EU首脳会議で包括策がまとまったことで、ユーロ圏の信用不安がいったん鎮静化するものと期待されたが、ギリシャのパパンドレウ首相は、10月31日、EUなどからの新たな追加視線策を受け入れるかどうかを問う国民投票を実施する方針を発表した。これは、ギリシャ国民の間で支援策に伴う緊縮政策への反発が高まっていることが背景にあったが、否決となれば包括策の実施が不可能となり、ギリシャのユーロ圏からの離脱も視野に入ってくるため、金融市場に衝撃が走った。

フランスのサルコジ大統領とドイツのメルケル首相は、主要20カ国・地域(G20)首脳が集う南仏カンヌにギリシャのパパンドレウ首相を呼び出し、国民投票で問うテーマを「包括策の受け入れ」ではなく、「ユーロ圏残留」の是非という国のゆくえを正面から問うよう迫った。独仏首脳はまた、ギリシャが包括策を受け入れる姿勢を明確にしない限り、2010年のEUとIMFの合意に基づく1100億ユーロの融資の第六弾(80億ユーロ)は実施しないと圧力をかけた。

パパンドレウ首相は、独仏の首脳への期待に応える姿勢を示した。しかし、同首相がアテネに戻るとユーロを人質にするような手法への反発が広がっていた。同首相は緊急閣議を開き、12月4日に予定していた国民投票を撤回する意向を明らかにした。11月4日夜の政権に対する国会の信任投票では153対145で辛うじて可決されたものの、パパンドレウ首

相の求心力は急速に失われていた。同首相は辞意を表明し、大連立による暫定政権づくりに着手。6日には大連立で合意が成立。新首相にはギリシャ銀行（中央銀行）の元総裁で、欧州中央銀行（ECB）の副総裁を務めたこともある、パパデモス氏が就任した。同氏は、米ハーバード大学の客員教授も務める経済学者。政治的に中立で、国際機関との協議に最適と期待されている。

80億ユーロの融資は実行されることになり、ユーロ圏ではギリシャが突然、デフォルトに陥る可能性は当分薄れたとの安堵感が広がった。約一週間のギリシャ「悲喜劇」だった。

新たなギリシャ危機はイタリアに「伝播」した。イタリアの公的累積債務の対GDP比は127%とユーロ圏ではギリシャに次いで「借金漬け」で、過去10年間、低成長にあえいできており、経済の先行きへの懸念が高まっていたからだ。イタリア国債は売り込まれ、欧州市場ではイタリアの10年物国債は「危険水準」とされる7%を超えた。これは、ポルトガルとアイルランドで、EU/IMFへの支援を要請することに踏み切った国債利回り水準である。

ベルルスコーニ首相は4日の記者会見で、「イタリアは市場の被害者だ」と市場への不満を表明したものの、自発的にIMFに財政再建などの進み具合について監視してもらうよう申し出た。ユーロ圏内で第三位の経済規模を誇るイタリアの経済はIMFの監視下に入った。

財政不安が高まる中で、ベルルスコーニ首相に対する辞任圧力が高まり、8日、イタリア国会(下院)での2010年度決算案承認投票で、同案は承認されたものの、賛成票は過半数に届かず、下院の過半数を維持できなかったため、ベルルスコーニ首相は辞意を表明。合計9年に及ぶ3期のベルルスコーニ政権は終焉を迎えた。同政権下でイタリアは借金まみれになり、競争力は低下した。

後任は、欧州委員会で10年間、競争政策などの委員を務めたことがある経済学者マリオ・モンティ氏が就任した。同氏の首相就任により、イタリア10年物国債の利回りは6%台に戻した。

しかし、モンティ政権には難題山積だ。巨額の公的累積債務と経常収支赤字を削減するために、増税し、財政支出に大なたをふるい、労働市場、年金改革などに取り組みなければならない。

こうした中で、11月3、4両日、カンヌで開かれたG20でEUが期待していた中国やブラジルなど新興諸国によるEFSFへの投資表明はなされなかった。新興諸国はユーロ圏へ支援を行う場合は、透明性の高いIMFを通じて行う方針とみられる。

ギリシャ財政・債務危機に端を発したユーロ圏信用不安が広がる中で、欧州委員会は11月10日、2012年のユーロ圏成長率見通しをこれまでの1.8%から0.5%に大幅下方修正した。主要国では、ドイツは1.9%から0.8%、フランスは2%から0.6%へと引き下げ、ユーロ圏は景気後退の瀬戸際に追い込まれる見通しとなった。

## 8 新財政協定で合意

イタリアが IMF の管理下に入ったことはかえって同国経済の深刻度を示すものとされ、イタリア国債は流通市場で売り込まれ、指標となる 10 年物国債の利回りは危機水準の 7% を突破した。イタリアの問題は、経済が停滞する中で、公的累積債務が GDP(国内総生産)比で約 120%と膨れ上がっていることだが、汚職や買春の疑惑で検察に追及を受けているベルルスコーニ首相の下では財政再建に向けた改革は無理だとみられていたことだ。独仏など EU 主要国からの圧力もあり、前述したように、同氏は 11 月に入って退陣し、経済学者のモンティ氏が後任の首相に就任したことでイタリアに対する金融市場の不信感はひとまず収まった形となった。

11 年秋には巨額の財政赤字と経済の停滞に苦しむスペインの国債もイタリアと同様に投機筋の標的にされるようになり、国債利回りが跳ね上がった。

世界経済ガバナンスの担い手はリーマン・ショック後の世界経済・金融危機への対応過程で G7 から G20 に移行したが、ユーロ危機への対応では精彩を欠き、11 月初旬にニーズで開かれた G20 首脳会議では日米や中国をはじめとする主要新興国など域外諸国によるユーロ圏への資金支援の枠組みをまとめることはできず、世界の経済・金融秩序は「多極化」から「無極化」へ向かう様相も示している。

EU 首脳会議は定期、不定期を含めて年数回開かれるが、2011 年は 7 月、10 月、12 月の首脳会議を前にユーロ危機の抜本的解決策が打ち出されるのではないかと期待が高まった。特に、12 月の首脳会議は、秋に債務危機がイタリア、スペインにまで広がり、フランスも標的にされつつあるとの観測が高まっていた中で、「バズーカ砲」にもたとえられうる強力な即効薬としての、ECB による南欧重債務国の高利回り・低価格の既発債の無制限買い入れ方針が発表されるのではないかと期待が高まった。しかし、そうはならなかった。こうした行動はハイパーインフレにつながる懸念があるとのドイツなど財政健全国の強硬な反対に遭遇したからだ。EU のリスボン条約 125 条が、EU 加盟各国による他の加盟国の政府や地方公共団体等の債務引受を原則的に禁止していることも反対派の念頭にあった。

12 月のブリュッセル首脳会議で、英国を除く 26 カ国が合意したのは、債務危機の原因となった放漫財政を予防するための財政規律の大幅な強化であり、このための手段としての違反国に対する自動制裁と均衡予算義務付け条項挿入のための憲法改正を盛り込んだ政府間協定づくりである。これはユーロ圏の財政統合につながるもので、中長期的対策の切り札とはなりうるが、「炎上中の債務・金融危機」のストッパーにはなりえない。金融市場が求めていたとされる ECB による重債務国危機に対して、一見悠長ともいえる[法律万能主義的(リーガリストック)]なアプローチをとっていたのは、南欧諸国の苦境をよそに、ドイツの輸出は危機がもたらしたユーロ安で拡大し、同国経済は 2011 年、3%も成長するという好況を謳歌しているからだとの見方もあった。

財政規律の強化に関しては、ドイツは既に基本法に 2016 年までに構造的な予算赤字を対



GDPで0.35%以下に抑制することをコミットしているが、金融危機など一定の状況下では適用されないというエスケープ条項もある。スペインも同様に憲法に均衡予算を義務付ける修正条項を盛り込んだが、自然災害や景気後退が襲ったときには適用しないエスケープ条項を付加している。

いずれにしても財政規律の強化自体はガバナンスの観点からは称賛されるべきだが、そのための緊縮政策による景気後退でかえって税収は減り、逆効果になる恐れもある。債務危機を早急に収束させるには重債務国の国債購入などのための大量の資金投入が必要だ。

## 9 ついに仏国債格下げ

年が明け、ユーロ圏の状況はスペインやイタリアの国債入札が順調に進み、つかの間の小康状態を保っていたが、米格付け会社のスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は1月13日、ユーロ圏17カ国のうちフランスを含む9カ国の国債の信用格付けを引き下げた。フランスはそれまでの最上位格付けトリプルAを失った。

S&Pによる格下げはユーロ圏各国の債務危機への対応が不十分で、財政状況の一層の悪化が懸念されるという判断が理由とされるが、そういうS&Pの行動自体がユーロ危機を悪化させていることも否めない。フランスは2年近く続く欧州債務危機でドイツとともに、支援する側の主役だったが、格下げで資金調達コストが増えることになり、パワーと威信の低下は必至とみられる。S&Pは3日後の16日、債務危機に陥った国を支援する安全網とも呼べる、欧州金融安定化基金（EFSF）の長期信用格付けを最上位のトリプルAから一段階下げた。フランスの格下げを受けたもので、これによりEFSFの支援能力は何らかの追加措置が取られない限り、4400億ユーロから2700億ユーロに減少すると見込まれている。

ユーロ圏では、2009年前半にイタリア、スペイン、フランスなどによる大量の国債入札の予定が目白押しで、順調な応札があるかどうか注目されている。さらに、ユーロ圏の信用不安の発火点であるギリシャへの支援は、債務の一部免除を受け入れてもらうための銀行団との交渉が難航していた。こうした中で、フランスを含むユーロ圏9カ国とEFSFの格下げが行われた訳で、ユーロ圏は視界不良の荒海を漂流する形となっていた。

## 10 ギリシャへの追加支援でようやく合意

2012年2月に入るとギリシャへの追加支援を巡って大詰めの調整作業が行われた。EU／IMFから支援を受け入れる前提条件である財政緊縮策を巡り、同国のパパデモス首相は9日未明、連立与党の3党首脳間でおおむね合意に達した。具体的には、①公共投資や国防費の圧縮などを通じ、2012年の歳出をGDP比で1.5%削減する、②新たな就業者について最低賃金を現状（月額約750ユーロ）から22%引き下げる、③公務員を1万5000人削減する一ことが固まった。

しかし、その後、ギリシャとドイツの間で”舌戦”がみられるなど、追加金融支援はす

んなりと決まったわけではなかった。ショイブレ独財務相は「ギリシャといま合意したことが今後も続くかどうか」が保証されるのか」とギリシャへの不信を露わにしたのに対し、ギリシャのパプリアス大統領は、「わが国を侮辱するショイブレ氏を私は許せない。ショイブレ氏、オランダ人、フィンランド人。彼らは何者だ」と新聞や講演発言などを通じて非難の応酬を行った。

それでも関係者は粘り強い努力を続け、ユーロ圏諸国は21日未明、ブリュッセルで開いていた財務相会合で、ギリシャの無秩序なデフォルト回避に向け、1300億ユーロの追加支援を行うことで合意した。支援策は2011年10月の首脳合意後、約4カ月にも及んだ迷走を経て、ようやく実行の段階に踏み出した。

金融支援はユーロ圏がIMFとともに実施する。また、GDP比160%に上るギリシャの公的債務を削減して財政再建を容易にするために同国債を保有する民間銀行団は約1000億ユーロの借金棒引きに応じるようになった。

ギリシャは2012年3月20日に約145億ユーロの国債償還を迎え、支援が間に合わないと無秩序なデフォルトに陥る危険があった。

ギリシャは支援策と引き換えに、ユーロ圏に約束した構造改革や財政緊縮策に取り組み、2020年の財務残高をGDP比120%に近い水準まで低下させる方針だ。

それまでの経緯を振り返ると、ユーロ圏は2010年5月、IMFとともに最大1100億ユーロの対ギリシャ緊急融資を決定した。しかし、ユーロ圏首脳は2011年7月、ギリシャの再生には不十分だと判断して新たな支援策を用意、10月にはその内容を拡充させることで合意していた。

支援策は2012年に入ってから取りまとめ作業が本格化。この過程で、ギリシャは改革を断行できないのではないかと不信感がユーロ圏内で高まり、債務返済を優先した、エスクロー口座という特別口座を通じた予算執行などの監視強化を図ることになった。

第二次支援の裏付けとなるEUの内部文書は、ギリシャが2012年に4.3%のマイナス成長を記録した後、2013年のゼロ成長を経て、2014-20年は毎年2.2~2.9%の成長を維持するとの極めて楽観的な見通しを描いている。

しかし、この予測を大きく逸脱する事態が生じて、ユーロ圏が三度目の支援に乗り出す可能性は小さいだろう。ドイツやオランダ、フィンランドなどで、「底なし沼」（ショイブレ独財務相）のギリシャに対する忍耐が限界に近付いているとみられるからだ。

## 11 金融市場を安定化させた ECB の流動性供給

時計を巻き戻して2011年12月に戻る。同月初めのEU・ユーロ圏首脳会議を控えて、ユーロ圏の信用不安を払拭する切り札と見なされ、期待が高まったのはユーロ共同債の発行とECBによるイタリアやスペインなどギリシャ債務危機の伝播が懸念される問題国の既発国債の流通市場での直接購入を大幅に拡大することだった。

二つとも首脳会議では合意に至らなかったが、後者に関してはECBは首脳会議直後の

12月8日、EU域内民間銀行に対して無制限の低利融資を行う方針を表明した。ECBは流動性供給のための入札を本稿執筆時点までに2回行い、12月21日に行われた最初の入札では4890億ユーロ分の融資、2012年2月19日実施の第二回入札では5290億ユーロ分への応札がそれぞれあり、合わせて1兆ユーロを超える流動性が約800行に対して期間3年、金利年1%の条件で供給された。ECBはこれを「長期借り換えオペ(longer-term refinancing operation=LTRO)」と呼んでおり、実質上は米英日の中央銀行が近年行ってきた「量的緩和(quantitative easing=QE)」に相当する。ECBから融資を受けた域内銀行は、大半をイタリア国債やスペイン国債の購入資金として使ったとされる。

この結果、両国の国債は10年物で2011年12月に達していた危機水準の7%近辺から2012年3月初めには5%を下回る水準まで低下した。これは2011年8月の水準である。イタリアの2年物国債も6%から1.62%へ、スペインの2年物国債は4.9%から2.16%に下げた。

EU数カ国の首脳は、ECBによる「大量の流動性供給でユーロ圏危機の最悪期を脱することができた」との見解を表明した。言い換えれば、EU・ユーロ圏は2008年のリーマン・ショックをきっかけに発生した金融危機(流動性危機)の再来を回避することができたのである。ECBから融資を受けてそれを既発国債の購入に充当した銀行側からすれば一種の「キャリー・トレード」を行ったことになる。

## 12. 管理デフォルト

2012年3月10日の朝刊には「ギリシャ借金強制カットー管理デフォルトに」(朝日新聞都内最終版)などの見出しが躍った。ギリシャが秩序立った債務不履行(デフォルト)を伴う債務再編に踏み切ったのだ。ギリシャはEUに促されて、民間投資家を債務再編に関与させるという「民間部門関与(private sector involvement=PSI)」、すなわち債務返済の一部免除を求めて民間投資家(銀行及び保険会社)の代表と交渉してきた。その結果、元本(額面)で1720億ユーロの国債を保有する投資家が要請に応じた。これは元本全体の83.5%に相当するが目標の95%に未到達だった。95%は2020年までにギリシャの債務残高を対GDP比で現在の約160%から120%超まで引き下げるのに必要とされる水準だ。このため、ギリシャ政府は要請に応じない投資家が保有する元本も強制的にカットすることを決めた。

先進国のデフォルトは初めてだった。ただ、「無秩序なデフォルト」が避けられたことで、金融市場には混乱はほとんどなかったという。ギリシャをめぐる不安も後退した。債務再編直前のギリシャの債務は合計約3500億ユーロだった。

かつてのロシアやアルゼンチン、ウルグアイで起きた債務不履行(デフォルト)は突然、借金が返済できなくなり、市場が大混乱に陥るといった事態を引き起こした。

ギリシャのデフォルト懸念は第四章で述べたように、2011年秋口から広まっていた。ギリシャのデフォルトは同国のユーロ圏脱退につながり、他のユーロ圏諸国にも多大な悪影

響を及ぼすだけでなく、世界経済全体が打撃を被るとの危機感も強まった。しかし、ギリシャ政府は「管理下の部分デフォルト」で切り抜けた形となった。国債のリスクをヘッジする CDS 発動のリスクも小さいと判断したようだ。

### 13 国債のリスクをヘッジする CDS

ギリシャにおける財政・債務危機の勃発で、同国国債の利回りが大幅に上昇（価格は下落）し、国債の借り換えコストがかさむようになったことは前述した。そしてギリシャ国債の動向が投機の対象にされているのではないかとの疑念がくすぶっていた。具体的には、国債のリスクを保証する、保険に類似したデリバティブ（金融派生商品）である「クレジット・デフォルト・スワップ（credit default swap=CDS）を使って、利回りを押し上げる手法の投機行動である。国債は発行国の財政状態が悪化すれば、保険料である CDS の価格が上昇することに目をつけるのである。デフォルトに近づいているなどと当該国の危機を煽り立て、投機目的の売買を繰り返し、巨額の利益を得ようとするのだ。

ギリシャのパンドレウ首相（当時）は 2010 年 3 月、投資家が CDS を悪用し、同国を投機の「標的」にしていると非難した。一方、投資家の間でも、CDS 価格と国債利回りが連動することに注目し、CDS をあらかじめより高い価格で売るオプションを確保し、その水準まで価格を押し上げようとして当該国経済の脆弱性などについて虚実ない交ぜのうわさを流し続け、CDS 価格が同水準に達した時点で売り抜けるという手法を明かしたロンドンのヘッジファンドの代表者が 2011 年 11 月 23 日に放映された NHK スペシャル（「ユーロ危機、そのとき日本は」）の番組で語っていた。

CDS にはさまざまな側面がある。米の著名投資家ジョージ・ソロス（George Soros）氏はかつて CDS は「他人に保険をかけ、その人間を殺すようなものだ」とその悪魔的性格についてコメントしたことがある。すなわち、人を国家に置き換えれば、国家の「倒産保険」のようなものであり、ある国家の国債を買ったとき、その国家が破綻（債務不履行、デフォルト）したとき、保険金が入る仕組みである。

この CDS は 2009 年のリーマン・ショックの際、大きな問題となった。米保険大手 AIG が 4000 億ドルの CDS を抱えていたことが発覚し、経営危機経営危機に追い込まれ、米政府が危機の連鎖を防ぐため救済に動いたのである。CDS の買い手（かけ手）はデフォルトによる損失を売り手から補填してもらえることになっている。

こうした中で、ドイツのメルケル首相やフランスのサルコジ大統領、欧州委員会のパローゾ委員長らは CDS 取引の規制を求めている。G20 でも 2010 年 9 月以降、金融規制強化の一環として課題と成っている。しかし、米国と英国は金融取引にヘッジが利く、リスク回避手段としての CDS の役割を重視しており、規制強化には反対している。すなわち、デフォルト・リスクが大きいとみなされる国家や企業の債権は CDS と言うツールがなければリスクをヘッジする手段がなく、まったく売れないということになってしまうのである。また、CDS を使ったデリバティブ取引は英米金融機関のドル箱であることも背景に

ある（朝倉、2011）。

2012年3月初め、ギリシャ向けの1300億ユーロに上る追加支援が決まったが、その条件として民間銀行・保険会社が保有国債元本の5割以上に相当する債務削減に「自発的に（voluntarily）」応じることがあった。

ギリシャ政府によると、債務削減への自発的参加率は83.5%。同政府は同意しない債権者にも参加を強制する「集団行動条項（collective actio clause=CAC）」

の発動を決定した。最終的な参加率は95.7%に達し、削減債務はギリシャ国債残高約3500億ユーロの3割近くに達する約1000億ユーロとなった<sup>2)</sup>。

CACは債権者の大半の同意が得られれば、同意しない債権者にも債務減免を強制できる仕組み。ギリシャ政府のCACの発動は一部民間投資家の債務強制削減である。デリバティブを扱う金融機関で構成する国債スワップ・デリバティブ協会（ISDA）はギリシャ政府の債務再編が損失補てんの支払いが発生する「クレジット・イベント（credit event、清算事由）」と認定した。

先進国のCDSが清算されるのは初めて。CDSの契約をしていた契約者に「保険金」が支払われ、一方、CDSを発行していた売り手には「支払い」が発生した。金融機関がCDSのかけ手（契約者）と売り手を兼ねる例が多いため、実質的に支払われた保険金は24億ドル。ギリシャ国債発行残高の1%程度に過ぎなかった。想定元本は32億ドル。ISDA幹部は「金融市場に重大な影響があるとは思わない」と語った。

ただ、「管理デフォルト」とも言える強制的な債務カットがポルトガルなど多の重債務国に連鎖することへの警戒感も浮上するようになった。

ギリシャ国債をめぐるCDSの清算で、最大の受益者は1億9400万ユーロを受け取った英銀大手HSBC、次いで同じく英銀大手のRBS（ロイヤルバンクオブスコットランド）で1億7700万ユーロ受け取った。一方、支払い側ではイタリア大手銀ウニクレジットが最大の2億4000万ユーロ支払った。2番目はドイツ銀行で7700万ユーロ支払った。

世界全体ではCDSは依然として巨額に上る。国際決済銀行（BIS）によると、2011年6月末の世界のCDSの想定元本残高は約32兆4000億ドルで、2007年12月末（57兆9000億ドル）と比べて55%の規模に縮小した。

#### 14 ユーロ危機はひとまず収束

大規模な債務再編を伴うギリシャ向け第二次支援が実施されることになり、無秩序なデフォルトやユーロ圏からの離脱も避けられたことから、ユーロ危機はひとまず収束した。

ギリシャのパパデモス首相は、英紙フィナンシャル・タイムズとのインタビューで（2012年3月19日）、「われわれは経済回復の途上にある。財政健全化プロセスは今後、長い間続くことになるが、われわれは2年足らずのうちに成長軌道に戻るだろう」と楽観的な見通しを示した。同首相はまた、「改革プログラムと成長押し上げ策の実施で緊縮政策が経済の

縮小を生むという悪循環を断ち切り、構造改革の実施が経済の活性化とより迅速な財政健全化につながるという好循環に転換できるだろう」と自信を表明した。さらに、2015年までに「資本市場に戻れるだろう」と述べ、3年後に市場での資金調達が再開できるとの見通しを示した。

そのうえで、「ギリシャがユーロ圏にとどまることには疑いの余地はない」と強調、「ギリシャ国民の圧倒的多数は、財政の持続性と競争力を取り戻すことは、ユーロ圏内におけるほうがより効率的かつ永続的に実行できると信じている」との見方を示した。



## 15 スペイン危機再び

2012年4月に入り、金融市場はスペインの動向に注目するようになった。同国は財政赤字を対GDP比で11年末の8.5%から4.4%まで削減することで欧州委員会と合意していたが、ラホイ政権は目標達成のために必要な厳しい緊縮政策は景気後退に拍車を掛けるとの懸念から、目標値を5.3%に緩和してもらった。しかしこれによって同国の「財政削減努力は不十分」と受け止められるようになった。EUと合意していた11年の財政赤字の削減目標はGDP比で6%だったが、2.5ポイント上回った最大の要因は、権限の強い地方自治体の医療・教育費の支出を抑制できなかった点にある。

こうした中で4月4日に実施されたスペイン国債入札は高い金利でしか買い手が現れず、10年物国債利回りも4カ月ぶりに6%を上回った。スペインを新たな震源地とする欧州債務危機が勃発するのではないかとの憶測もささやかれるようになった。

スペインの抱える最大の問題は依然として住宅バブルの崩壊で個人や企業が多額の債務を抱えていることだ。同国の政府債務は対GDP比で68.5%(2011年)とユーロ圏の平均を下回ったが、民間債務はGDP比の2倍を超えている。

## 16 反緊縮政策の嵐

欧州連合(EU)ユーロ圏の政権党にとって債務危機の中で断行している財政健全化の切り札ともいえる緊縮政策は逆風となった。5月6日に投開票されたフランスの大統領選挙では現職のサルコジ大統領が「反緊縮財政」を掲げて善戦したものの、成長戦略を主張する社会党候補のオランド氏が当選。ギリシャでは財政再建を進める二大政党が過半数を確保できず、第一党の中道右派・新民主主義党(ND)は組閣工作に失敗し、再選挙の可能性が浮上した。2011年来、ユーロ圏の「問題国」とされるポルトガル、アイルランド、スペインで政権党が下野し、イタリアでもテクノクラート・官僚出身者で占める内閣に変わった。オランダでも財政健全化路線を後押ししたルッテ政権も4月下旬、与党内で緊縮策への反発にあい崩壊した。ユーロ圏では債務危機が続く中で政治の潮目が変わる兆候がみられるようになった。

ギリシャでは6月17日にやり直し総選挙が行われ、NDとPASOKが辛うじて過半数を獲得、EU/IMFの財政支援の前提条件である緊縮策路線が維持されることになった。た

だ、増税や公務員の削減などギリシャ国民の痛みを伴う政策は一層強化され、国民の不満は鬱積している。

緊縮政策による財政健全化か成長促進か、もしくは両立させるべきかとの議論は、ユーロ圏が2四半期連続でマイナス成長を記録し、景気後退局面に突入、失業率も10.9%と高水準にとどまっていることが背景にあった。

信用不安に揺れる EU/ユーロ圏でギリシャとともに不安視されたのがスペインだ。ユーロ圏内で第四の経済規模を誇るスペインが同国の財政・金融・経済のトリプル危機を克服できなければ、ユーロ圏内第三の経済大国イタリアが投機筋の次の標的になる公算が大きいとみられているからだ。そうなればユーロ圏は存亡の淵に立たされることになる。

スペインはかつてユーロ圏の優等生だった。主要国のドイツやフランスが「安定・成長協定」違反を繰り返すなかで、2005年に財政収支の黒字転換に成功した。2011年の財政赤字がGDP比で8.9%まで悪化した背景には、不動産バブルの崩壊→税収の減少→歳出の拡大という負の連鎖があった。SMBC日興証券によると、スペインの国債や企業の社債のデフォルトが発生すれば推計3832億ユーロの損失を被ると試算しており、損失はギリシャの8倍に迫るといふ。一方、スペインの銀行が抱える不良債権に関しては、住宅価格の値下がりによって担保価値が目減りし、焦げ付く恐れがある融資(不良債権)は約1480億ユーロまで増えたと試算された。換言すれば、スペインの金融不安は銀行の救済コストが政府の財政を悪化させ、欧州債務不安に拍車をかける構図を示した。

スペインは銀行の不良債権問題に加えて、地方財政の悪化という事態にも直面している。スペインには17の地方政府が存在し、財政面で大幅な自治を享受している。不動産バブルの後遺症でバレンシア州やカタルーニャ州などは財政危機にあえぎ、中央政府に支援要請を行うようになった。

ギリシャのやり直し総選挙で緊縮策をとるサマラス氏の新民主主義党が勝利した後も、スペインの金融・財政状況への不安は払拭されなかった。2012年6月12日には米ムーディーズがスペイン国債の格付けを投機的階級の一步手前まで引き下げたことを受けて、同国の十年物国債の流通利回りが危機水準の7%を超えた。こうした中でユーロ圏は7月20日に開いた財務相会議でスペインの銀行不良債権問題への取り組みとして、最大1000億ユーロの銀行支援を決めた。しかし、資金の注入方法が、当面、スペイン政府経由になるとの見通しが明らかになり、「銀行と政府部門の負の連鎖を断ち切る」(6月29日のユーロ圏首脳会議声明)ことは不可能との見方が広まり、スペインの10年物国債の利回りは7%台に高止まった。こうした状況を打開したのがECBだ。ECBのドラギ総裁は8月2日の理事会後の記者会見で、スペインなどの国債利回りは「容認できない」として、2012年3月にひとまず停止した国債(南欧国債)の購入を再開する用意があることを表明。これを受けてスペイン国債の利回りは6%台に低下し、市場はひとまず落ち着きを取り戻した。しかし、国債購入は、スペインがまずユーロ圏に、金融安全網である欧州金融安定基金(EFSF)による国債購入支援を要請することが前提であると明言している。

スペイン銀行支援策については動き出したのは11月末になってからだった。欧州委員会は11月28日、ユーロ圏諸国が7月に決定した最大1000億ユーロのスペイン銀行支援策の一環として、同国の銀行バンキアなど4行の再編計画を承認したと発表した。これを受けて、ユーロ圏は金融安全網の欧州安定化機構(ESM)を通じ、スペインが公的資本注入を実行するための資金を拠出することになった。その後、合計414億ユーロの公的支援を求めるバンキアなど8行の再建計画が了承され、スペインでは不良債権受け皿機関が発足した。

2012年12月から2013年2月にかけてスペインの金融・財政不安はひとまずおさまり、10年物国債利回りもおおむね5%台にとどまった。

そうした中で、スペインでは2013年に入って、ラホイ首相の不正資金疑惑が広まった。主要紙エルpaisなどが、同首相が所属する国民党の複数の幹部が企業献金を不正流用しているとの疑惑を報道、首相の関与も伝えた。ラホイ政権が国民に厳しい緊縮策を求める中の疑惑報道であり、反発は強く、首相の辞任要求も瞬く間に広がったが、首相は2月にはいって「全くのでっち上げだ」と報道を否定し、続投の意思を表明した。

しかし、ラホイ首相の不正疑惑は国債流通市場には余り響かなかった。野党の社会労働党の人气が低迷しており、政権交代の展望が開けていないことなどが背景にあるとされる。ただ、スペインの実体経済は、2012年のGDP伸び率がみられるようになった前年の0.4%からマイナス1.4%に転落、失業率も同年12月には26.4%と過去最悪の水準であり、前年同月の23.4%を大幅に上回った。

危機の度合いを示す10年物国債の利回りはスペインでは2012年春から断続的に危機水準とみなされる7%台に乗せたが、9月12日に欧州中央銀行(ECB)が重債務国の国債を無制限に購入する政策を決定したことを受けて、5%台まで一気に急落し、スペインをめぐる状況は落ち着きを取り戻した。

ただ、ECBの国債買い支え支援はユーロ圏の救済基金に対し、国内の銀行救済の資金に加えて、財政支援の要請を行うことが前提条件となっている。本稿執筆時点では、スペインのラホイ政権は財政赤字の拡大につながりかねないそうした要請を行うかどうか態度を明確にしていない。

## 17 楽観視できないユーロ圏のゆくえ

2010年春のギリシャ財政・債務危機が引き金となったユーロ圏の信用不安は、2012年9月に欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁が救済策として危機に陥ったユーロ圏参加国国債の無制限買い入れプログラム(OMT)を表明したことから、金融市場は落ち着きを取り戻し、ユーロ圏危機は最悪局面を脱した。アイルランドは2013年末に、ポルトガルは2014年半ばに、EU・国際通貨基金(IMF)の救済プログラムを「卒業」した。イタリアは、財政面では基礎的財政収支(プライマリー・バランス)の黒字化を達成した。一方、欧州連合(EU)・ユーロ



圏の実体経済は財政・債務危機への対応で、EU最大の経済大国であるのみならず、財政健全国であるドイツ主導の下に打ち出された厳しい緊縮財政政策の余波で、EU・ユーロ圏経済の低迷は続き、失業率も高留まりしている。ただ、景況感には日米両国が世界経済を下支えしていることもあり、2013年後半には上向き、ユーロ圏は緩やかな景気回復局面に入った。欧州連合（EU）・ユーロ圏の現状を踏まえて、今後を展望した。

EU・ユーロ圏の景気回復には確かな兆候がみられる。欧州の調査会社マークイト（Markit）が2013年7月末に発表したユーロ圏の同月の購買力担当者指数（PMI）は2012年1月以来初めて好不況の境目となる50を超え、50.4となった。同指数は景況感を示す重要なバロメーターであり、4カ月連続の上昇となった。これは、ユーロ圏経済が底打ちしたことを表すものであり、マークイトのエコノミスト、クリス・ウィリアムソン氏は、「7月のPMI指数は、ユーロ圏経済の回復を表す、勇気付けられる兆候を示すものだ」とし、ユーロ圏が今年第3四半期（7-9月）に不況から脱出する見通しを示した。7月のPMI指数は、年末までにはユーロ圏の景気は回復に向かうとの欧州中央銀行（ECB）の予想を裏付けた。

そうした中で、ユーロ圏で懸念材料となっていたのが、南欧周辺国（ペリフェリー）の政治的不安定・混乱である。ギリシャとイタリアでは与党連合が議会で辛うじて過半数を維持する状況で、スペインでは与党国民党内の汚職疑惑が広がり、ポルトガルでは財務相が緊縮政策に抗議して辞任したことをきっかけに、与党連立解消・総選挙の一步手前まで追い込まれた。

また、フランスではオランド大統領率いる社会党政権の改革への取り組みが不十分であると批判されるとともに、実質ゼロ成長が続く中で、国民の政治に対する苛立ちが強まった。

EU・ユーロ圏では長い間、欧州統合を牽引する、独仏二大国の「機関車両輪」体制が続いてきたが、フランスの国債が米大手格付け機関の最上級格付けを失ったことや同国の景気低迷、そしてオランド大統領就任に伴って、緊縮政策をめぐり独仏間に一時的に「すき間風」が吹いたことなどを契機に、フランスが事実上、「脱落」し、その結果として、ドイツがEU・ユーロ圏の「盟主」としての地位を占めるようになった。だが、そのドイツはEU・ユーロ圏内で必ずしも積極的に「覇者」として振舞おうとはしていない。それは、リーダーシップを発揮することに伴う、ユーロ圏内危機国への財政的負担の増大を回避しようとしているからであるとみられる。加えて、9月22日に総選挙を控えて、メルケル政権は大胆な政策を打ち出せない状況にあった。

2010年春から2012年夏にかけてユーロ圏の信用不安が南欧ペリフェリー各国間で「負の連鎖」となって広まったとき、ユーロに関して二つの脅威のシナリ

オがささやかれた。まず、ギリシャやスペイン、ポルトガルなどで預金者による広範な銀行取り付け騒ぎが起きて、ユーロ圏にとどまらず、それぞれかつての自国通貨ドラクマ、ペセタ、エスクードに「回帰」せざるを得なくなるというシナリオだ。もう一つは、イタリアの政治・経済状況への信認が低下し、ユーロ圏内で約 2 兆ユーロという最大の国債発行残高を抱える同国が、国債市場での借り換えができなくなるというシナリオだ。いずれのシナリオの下でも、必要とされる救済支援はあまりにも巨額に上り、そのため、十分な資金調達は不可能となるため、広範なデフォルト（債務不履行）や「ユーロ圏崩壊」は不可避になると警戒されてきた。

二つのシナリオを隅に押しやったのは、前述した ECB の国債無制限購入プログラム（OMT）の発表だ。これに加えて、ドイツやオランダ、オーストリア、フィンランドなどユーロ圏北部の財政健全国が主張し、欧州委員会が主導した、財政赤字・公的累積債務の削減という財政規律の強化も着実に奏功していることも貢献要因だ。英国とチェコを除く EU 加盟国は新財政協定で合意、既に実施されている。これは財政政策に縛りをかけ、健全化を強制するものだ。ユーロ圏参加国が資金繰りに窮した場合に支援の手を差し延べる債務危機対策の常設機関である 50 兆円規模に上る「欧州安定機構（ESM）」の新設も金融市場の鎮静化に一定程度の効果があるようだ。

さらに、危機対策としての「銀行同盟」構想の実現に向けて、EU 各国は緩慢ながらも、着実に前進している。域内の銀行監督一元化は 2014 年 11 月に実現した。銀行同盟の 2 本目の柱であるで共通破たん処理のための基金の運用は 2016 年 1 月 1 日に始まった。その先のステップとなる各国の預金保険制度の一元化については、先送りされている。銀行同盟構想の実現に手間取っているのは、EU の基本条約の改正を必要とするだけでなく、EU ワイドの預金保険機構の設立に必要な多額の資金をどうやって捻出するかという厄介な問題があるからだ。

英紙フィナンシャル・タイムズは、ユーロ圏の現状に関して投資家が落ち着いた反応を示しているのは、ECB による「OMT 効果」が効いているためであり、ギリシャやイタリアなどユーロ圏ペリフェリー諸国で、与党連合が崩壊し、その代りに緊縮政策を見返りとする救済パッケージに反対する、極右もしくは極左の「反ユーロ・反 EU」を掲げるポピュリスト政党が政権を握れば、OMT 効果は一挙に薄れ、金融市場は再び大混乱に陥る可能性を指摘した。

## 18 アイルランド、ポルトガルは「救済枠組みから卒業」

アイルランドとポルトガルは、2010 年に始まったユーロ圏の連続危機の中で、早い段階で EU/IMF の救済策が打ち出され、その見返りに「改革圧力」を掛け

続けられ、それに耐え忍んできた形となった。そして、アイルランド 2012 今年 12 月に、ポルトガルはその半年後に救済プログラムの枠組みから卒業した。

アイルランドの歩みを簡単に振り返ると、同国は、1990 年代製造業・金融業部門への外資の積極的導入策で成功し、経済成長が伸び、「ケルトのタイガー」と称されるようになった。しかし、2010 年後半に入ると、不動産バブルの崩壊によって債務超過に陥った大手民間銀行の救済に動いたことから財政赤字が急拡大。同年 11 月に EU・IMF から最大 850 億ユーロの緊急融資を受け入れることになった。その後、2011 年に入ると輸出が回復し、同年の成長率はプラスとなった。同国はユーロ圏内の「危機からの回復例」と称賛されている。

ポルトガルは 6 年間の社会党政権下で、経済が低迷したこと、「貧困のサイクル」に陥り、失業率は上昇、公的累世債務は GDP 比で 100% を突破した。2011 年 5 月には EU・IMF から合計 780 億ユーロの緊急財政支援を受けることになった。こうした中で社会党内閣が不信任となり、6 月 5 日の総選挙を受けて、同党は第一党の座をコェリョ氏が率いる社会民主党（中道右派）に譲った。社会民主党は連立政権を発足させ、「改革努力」を継続したものの、依然、不況にあえいでいた。7 月に入って、ガール財務相が緊縮政策に抗議して辞任し、コェリョ首相が率いる連立政権の維持が一時危ぶまれた。翌日、連立政権の一角を担う民衆党のポルタス党首（外相）も外相を辞任する意向を表明し、連立政権崩壊の可能性がささやかれるようになり、政治混乱は深まった。しかし、カバコシルバ大統領の働きかけもあり、与党内で連立維持が確認され、総選挙は回避され、政治混乱は一応収束した。

アイルランドとポルトガルにとって、最大の懸念材料は世界的な金利上昇傾向だ。特に米連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ議長が量的金融緩和（QE3）の縮小を示唆していることに神経をとがらせた。アイルランドとポルトガルの公的累積債務は、対 GDP 比でそれぞれ 123%、130% に上昇すると予想され、世界的な金利上昇で両国の国債流れ回りが押し上げられるような事態となれば、債務戦略に狂いが生じかねない。こうした事態を警戒して EU は両国向けの「予防的信用枠組み」の設定を検討するとみられていた。

ユーロ圏ペリフェリーでの政治混乱はポルトガルにとどまらない。ユーロ圏で信用不安がくすぶる中で危機的状況の一手手前まで追い詰められながらも、EU・IMF からの財政支援策を受けることなく、何とかしのいできたスペインとイタリアの両大国も政治は不安定だ。

スペインでは、ラホイ首相率いる国民党政権が不正資金疑惑で苦境に陥った。同党幹部は 1990 年代から公共事業の落札などを見返りに建設会社などからの賄賂を分け合っていたと現地紙が最初に報じたのは 1 月中旬。ラホイ首相にも疑惑資金の一部が定期的に渡されていたとも報じられたことから、厳しい緊縮

政策と高失業率にあえぐ国民の反発が強まった。6月末には国民党のルイス・バルセナス元会計責任者が有力紙エルムンドの編集長に賄賂を「追加的報酬」として党幹部に配布した証拠となる手書きの文書を手渡したと報道。バルセナス氏は裏金スキャンダルの中心人物で、海外逃亡の恐れがあるとして収監されたが、会計を担当した28年間にスイスの銀行口座に4800万ユーロの出所が不明瞭な資金をため込んだとされている。この不正資金疑惑の表面化でラホイ政権はいつ破裂してもおかしくない「政治的爆弾」を抱えている。

それでもスペインの経済状況は緩やかに改善しつつある。2013年第2四半期(4-6月)のGDPの縮小幅は0.1%にとどまり、これはほぼ2年ぶりの緩やかな減速だった。スペイン経済は約2年間の不況のトンネルから抜け出し始めた。スペインの第2四半期の失業率は26.3%を記録したが、それでも第1四半期に比べると0.9ポイント下落、失業者数も22万5千人減の598万人となった。ただ、IMFは、スペイン経済の年次審査報告書の中で、「スペインは今年中に不況から脱出するだろうが、回復力は弱く、失業率は2018年まで18%超の水準にとどまるだろう」との見方を示した。

イタリアの政局も混迷を続けている。改革派のモンティ首相の辞任に伴う総選挙で、過半数を確保できた政党がなかったために、「政治空白」が約2カ月間続いたが、発足したのは中道左派民主党と脱税疑惑や買春疑惑などスキャンダルまみれのベルルスコーニ元首相率いる「自由の国民」の連立政権だ。しかし、8月初めにベルルスコーニ氏の脱税による有罪が初めて確定したため、連立政権の基盤が揺らぎ、政治混迷へと逆戻りしかねない状況となった。

イタリア経済の問題は、GDP比で130%に上る公的累積債務と不況だ。前述したように、イタリアが基礎的財政収支で黒字を達成したことは財政健全化が進んでいる証拠であり、歓迎すべきことだが、同年の実質GDPはマイナス2%近い落ち込みを予想されており、景気の実態は決してよくない。失業率もスペインほどではないが、10%を超えている。

ベルルスコーニ氏は有罪判決を受けて、政治生命を絶たれる可能性もあり、早くも長女マリナ氏を「党の顔」に据える案が打ち出された。連立政権が持続するかどうかは予断を許さない状況だった。いずれにしてもイタリアにとって不況からの脱出と雇用創出は急務だ。

ユーロ圏信用不安の引き金を引いたギリシャの苦悩はまだ続いている。同国に対するEU・IMFの救済プログラムの枠組み(1720億ユーロ規模)の中で、支援金48億ユーロ分の支出をユーロ圏財務相会議は7月初め、前提条件となる公務員の削減など財政再建策で同国と合意が成立したことを受けて、ようやく承認に踏み切った。ギリシャは過剰な公務員を抱えているとされ、財政赤字・債務増大の一因とみられている。同国は年末までに22万5000人の公務員を削

減するが、それに先立ち、6月には国営放送局ERTを「無駄の温床」として突然閉鎖。これに対して、サマラス首相の新民主主義党（ND）と連立政権を組む、小政党の民主左派が猛反発し、連立政権から閣僚2人を引き揚げた。これにより政権発足1年を迎えたばかりのサマラス政権は議会（300議席）の過半数をわずかに3議席上回る153議席に勢力が縮小し、綱渡りの議会運営を迫られることになった。

アイルランドやポルトガルとは異なり、ギリシャはEU・IMF救済プログラムを維持するには今後も「苦勞する」（ドイツのショイブレ財務相）のは必至だ。

公的債務も一向に減らず、IMFは2020年になってもGDP比で120%にとどまると予想している。民間債務も依然、高水準にあり、金融セクターにとって負担となっている。

ギリシャの実体経済は悲惨な状況にある。同国の産業競争力は賃金カットにより改善したものの、構造改革は停滞している。EU・IMFによる救済プログラムの下では、ギリシャの実質GDPは2009-12年に5.5%縮小すると予想されていたが、実際の縮小幅は17%だった。失業率も27%に上った。

ドイツのショイブレ財務相のギリシャ支援に関するもくろみは、救済プログラムの下でギリシャの財政健全化、構造改革を進め、同国をデフォルト（債務不履行）やユーロ圏からの離脱などには追い込まないというものだが、今後の道のりはけわしい。

ユーロ圏の信用不安は完全に払しょくされたわけではなく、隙あらばユーロ圏の弱点を突いて収益機会を確保しようとする投資家は今のところおとなくしているようだ。言い換えればユーロ圏は小康状態にある。しかし、金融市場の混乱につながりそうな不安材料はいくつもあり、それらが「負の連鎖」として連動する恐れは十分ある。南欧ペリフェリー諸国における政治的混乱、不況もしくは緩慢な景気回復、高水準にとどまる失業率と公的累積債務。そして、EUのファンロンパイ大統領が中心となってまとめた、ユーロ圏危機の収束と再発防止のための、財政規律強化、銀行同盟の設立、競争力強化のための成長戦略を柱とする「真のEMU」実現のための道はまだ半ばだ。

## 19 ユーロ圏の景気回復に弾み

欧州連合（EU）ユーロ圏の景気回復に弾みが付き始めた。2013年は第2四半期（4-6月）以降、3四半期連続してプラス成長を確保、2014年は1.2%の成長が見込まれるようになった。しかし、失業率は高止まりしている。インフレ率は欧州中央銀行（ECB）が目標とする「2%未満だがその近辺」を大きく下回る水準となっているものの、欧州委員会は物価下落（デフレ）の可能性は低いとみている。

ユーロ圏の2013年第4四半期の成長率は前期比0.3%となり、第3四半期の0.1%からプラス幅が拡大。特にユーロ圏危機にあえいでいた周辺重債務国の力強い成長が目立った。ポルトガルは事前予想の0.1%を大幅に上回る0.5%の伸びを示し、2011年春以来、初めてのプラス成長となった。スペインも0.3%増加した。欧州委はユーロ圏の成長率は14年には1.2%、15年には1.8%に加速するとみており、ユーロ圏の景気回復基調は定着するとみられるようになった。

欧州委のレーン副委員長(経済・通貨担当)は、「欧州の景気回復には弾みが付いており、われわれは(ユーロ圏)危機の最悪局面を脱したが、回復の足取りはまだ依然緩やかで油断はできない」と指摘。そのうえで「回復の歩みを確固としたものにし、より多くの雇用を創出するには経済改革路線を歩み続けなければならない」と力説した。改革の中で最重点課題である財政健全化は進展しつつあり、ユーロ圏の対GDP(域内総生産)比財政赤字は14年には2.6%まで低下する見通しとなった。

こうした中でユーロ圏内の失業率は依然として高止まりしており、2014年1月のユーロ圏の失業率は12%を記録した。欧州委によると、労働市場の動向はGDPの動きには連動せず、半年以上遅れて反映される傾向があるという。景気回復が進む中で雇用情勢の大幅な改善は当面見込めそうもない。

ユーロ圏内では消費者物価上昇率(インフレ率)の低下傾向が目立つようになった。2月のインフレ率は1月と同じく0.8%となり、これで5カ月連続の1%台割れを記録し、日本が「失われた20年」で経験したようなデフレ(物価下落)懸念もささやかれるようになった。特に、南欧諸国が深刻で、ギリシャが1月の統計で前年同月比1.4%の下落、スペインは2月には0.1%低下した。こうした中で、欧州中央銀行(ECB)は主要政策金利を0.25%から引き下げるのではないかとの観測も浮上した。

ただ、欧州委は景気回復の緩やかな進展と景気信頼感の改善を考慮すれば、EU全域に広がるデフレをもたらすほど大規模な(物価低下)ショックが起きる確率は低いとみている。

欧州委は、ユーロ圏のインフレ率は14年には1.0%となり、さらなる景気回復が見込まれる15年には1.3%に達すると予想した。

ユーロ圏内では失業率は当面、高止まりするものの、低インフレ下の緩やかな景気回復が続きそうだ。

## 20 東欧諸国のユーロ圏加盟の見通しはまちまち

ロシアの影響力を減らすために西欧に制度的に組み込まれることを目指してきた、旧ソ連のバルト三国の欧州連合(EU)ユーロ圏への加盟が2015年初めに完了した。2011年にユーロ圏入りしたエストニアに続き、2014年1月初

めにはラトビアもユーロ圏のメンバーとなり、15年1月にはリトアニアが19番目のユーロ圏加盟国となった。一方、04年から07年にかけてEUに大挙して加わった東欧諸国の間ではユーロ圏加盟の見通しはまちまちだ。さらにユーロ圏入りを目指す熱意にも濃淡があるようだ。特に東欧の大国ポーランドとチェコはユーロ危機を目の当たりにしたことから、様子見に転じているようだ。

ラトビアのビルクス財務相は、英紙フィナンシャル・タイムズとのインタビューで、ロシアの明らかな圧力でウクライナがEUとの連合協定調印を見送ったことを指摘、「我々バルト三国は団結し、RUとともにあることが重要だ」と述べ、ロシアへの根強い警戒心を表明した。ロシアと国境を接するバルト三国はEUのほかに既に04年に北大西洋条約機構(NATO)に加盟している。ただ、ラトビアのロシアとの結びつきは依然として強く、同国の銀行預金の少なからぬ部分はロシアなど旧ソ連諸国由来であり、また約200万人に上る人口の四分の一はロシア系である。

ラトビアがユーロを採用したことで、ロシアなどからの「疑惑資金」の流入が増大するとの懸念も聞かれる。ユーロ圏入りを前にした二年間で、ラトビアの銀行での非居住者預金は急増、今では同国の20行のうち、13行は業務のほとんどが旧ソ連圏からの資金を扱ういわゆる「ブティック銀行(boutique bank)」であるとされる。

東欧諸国の中では既にスロバキアとスロベニアがユーロ圏メンバーとなっているが、そのほかのEU諸国では近年の内にマーストリヒト条約(欧州連合条約)が定める、財政赤字や累積債務の削減などに関するユーロ圏参加基準を近いうちに満たせるようになるEU加盟国は見当たらない。そうした中でも東欧の大国ポーランドとチェコは好位置につけているとされるが、両国の政府はここ数年の深刻なユーロ圏危機を目の当たりにして、ユーロ圏の今後を見定める必要があるとして、様子見に転じたようだ。ポーランド政府高官は、ユーロ危機を受けて、外国資金の調達が容易になるなどのユーロ圏入りの便益はフィクションであることが判明した」と指摘、早期のユーロ圏入りへ向けた「圧力」は存在しないことを明らかにした。

両国はマ条約基準のうち財政赤字削減とインフレ率については3-4年以内にクリアできると専門家はみている。

一方、ハンガリーやブルガリア、ルーマニア、クロアチアにとって今後の道りは遠そうだ。このうちブルガリアは4年以内に、ルーマニアは18年にユーロ圏入りしたいとの希望を表明しており、現実と理想のギャップは大きい。

こうした中で、来年リトアニアがユーロ圏の19番目の加盟国となった後、少なくとも数年はユーロ圏の拡大はなさそうだ。

## 21 ユーロ圏銀行同盟で単一監督機構が発足

欧州連合(EU)のユーロ圏を2010年から12年にかけて財政・債務危機が襲い、銀行セクターにも深刻な影響が及んだことは記憶に新しい。こうした危機の再発を防止するための切り札の一つとして位置付けられるのが欧州の金融行政を統合する「銀行同盟(banking union)」構想だ。2014年11月4日に銀行同盟の3本柱の一つである、域内の銀行に対する監督の一元化を担う「単一監督機構(single supervisory mechanism)」がフランクフルトの欧州中央銀行(ECB)内に総勢1千人の部門として発足した。第二の柱である銀行破綻処理のユーロ圏内の統一的運用は2016年1月1日に始まった。

ユーロ圏内では従来、加盟各国がそれぞれ国内の銀行を監督し、国境を越えたクロスボーダーの銀行業務に対する監督機関は存在せず、各国の監督機関の利害が対立する場合は、ロンドンに本拠を置く欧州銀行監督機構(EBA)が仲裁する仕組みとなっていた。

ECBの下でユーロ圏18カ国の銀行監督が一元化されたことで、ECBは銀行免許の付与・剥奪や合併・買収の認可など強大な権限を有することになった。ただ、ECBが直接監督するのは大手120行に限られ、その他の約3,500行に対しては各国監督当局を通じて間接的に監督する。言い換えれば、各国監督当局はECB指揮下の実働部隊となった。

銀行同盟の第二の柱である統一破綻処理メカニズムの運用基金については、欧州委はBNPパリバなどフランスの大銀行に170億ユーロ、ドイツ銀行などドイツの大銀行に150億ユーロの負担をそれぞれ求めた模様だ。ユーロ圏内最大の経済大国であるドイツの負担が経済規模で二番目のフランスの負担を下回る。ユーロ圏内ではこれまで銀行の破綻など金融危機は中小銀行を震源とすることが多かったが、基金の90%はユーロ圏内の全銀行資産の85%を保有するとされる大銀行が負担することになったとみられる。

この点について、欧州委員(域内市場・サービス担当)を務めていたバルニエ氏は、「欧州委員会のアプローチは、ユーロ圏内の各行がその規模と抱えているリスクの度合いに比例して負担することになるので、公平なものだ」と擁護した。そのうえで、ユーロ圏内で金融危機が発生した場合、多額の現金を最も必要とするのは大銀行とみられると述べた。

基金への払い込みは2024年までに完了する予定だが、同年時点で(基金の規模となる)550億ユーロは域内銀行の総預金高の1%相当となる。このため、基金の規模が不十分だとの指摘も聞かれる。

ECBは統一銀行監督機関SSMの発足を前に、2014年10月26日にそれまで約1年間かけて実施したユーロ圏内大銀行130行を対象として財務内容の健全性を調べる特別検査(ストレステストと資産査定)の結果を発表した。それによる



と、13年末時点で25行が総額250億ユーロの資金不足に陥っていたことが判明した。そのうち150億ユーロ分は既に増強されたという

銀行同盟の第三の柱は単一預金保険機構の創設だが、これについては他国のための多額の負担を嫌うドイツが難色を示しており、実現は不透明だ。

銀行同盟はソブリン債務危機と銀行危機が連動するという悪循環を断ち、債務危機で傷ついた域内銀行セクターの強靭性を高めることが狙いであり、SSMの発足は銀行同盟の実現に向けた着実な第一歩と位置付けられよう。

## 22 ギリシャ危機が再燃

欧州連合（EU）のユーロ圏は消費者物価が2014年12月に0.3%低下し、約5年ぶりにマイナス圏に陥ったことから、デフレ克服が当面の最大の課題として浮上してきた。原油価格の急落に歯止めがかかっていない中で、1月の消費者物価の下げ幅はさらに拡大すると見込まれる中、ユーロ圏の金融政策を担う欧州中央銀行（ECB）による金融の量的緩和（QE）は秒読み段階に入った。一方、1月25日に総選挙を控えていたギリシャでは中道右派のサマラス政権が進める財政緊縮策や増税路線に反対する急進左派連合（SYRIZA）が勝利したものの、両党を含めたギリシャの全政党のみならず有権者の大半が同国のユーロ圏離脱に反対している。

リトアニアが2015年1月1日に加盟し19カ国国体制となったユーロ圏からのギリシャ離脱観測については、1月中旬に入って相次いで異論が表明された。ギリシャ政局の台風の目であるSYRIZAのチプラス党首は11日付の地元紙に「大げさに騒ぎ立てているに過ぎない...ギリシャのユーロ圏離脱はあり得ない」と明確に否定。オランダのルッテ首相やユーロ圏財務相会合のディセルブルム議長（オランダ財務相）もそうした可能性を否定した。

ディセルブルム氏は13日、東京都内で記者団に対して、ユーロ圏の金融システムはギリシャ危機が深刻化した2012年時点に比べ「はるかに安定している」ため、同国で政権交代が起きても「全く心配していない」と明言した。ギリシャ経済は失業率が25%程度に高止まりするなど依然厳しい状況が続いていたが、基礎的財政収支が黒字化するなど好転の兆しは見え始めていた。さらにユーロ圏では危機国への緊急支援目的の「欧州安定化メカニズム（ESM）」が整備されている。

今回はギリシャの政局混乱がスペインやポルトガル、イタリアなど他の南欧諸国の動揺を引き起こす可能性は低いとみられた。実際、ギリシャの総選挙実施が決まった2014年末にスペインなど南欧諸国の国債利回りが急上昇することはなかった。

ただ、ギリシャ情勢のゆくえが波乱含みであることには変わらない。1月3

日に独誌シュピーゲル（電子版）は「ドイツ政府は（ギリシャのユーロ圏）離脱に対応する用意がある」と報じたことで金融市場で懸念が高まり、メルケル政権は“火消し”追われた経緯もある。

ディセルブルム氏は、「だれがギリシャの新政権を取ったとしても（ユーロ圏やIMF＝国際通貨基金は）話し合いに応じる用意がある」としているが、英紙フィナンシャル・タイムズのトニー・バーバー（Tony Barber）記者は、ギリシャ国民が長年の緊縮策で疲弊している中で、SYRIZA が政権に就いた場合、同党が求める賃金の引き上げや同国の 1750 億ユーロに上る債務の再編成をある程度認める必要性を強調した。SYRIZA はギリシャ債務のうち少なくとも三分の一の免除を要求しているとされる。これに対して、ユーロ圏加盟国の中で4月に総選挙を控えていたフィンランドの政府・与党は同国内の反ユーロ政策を掲げるポピュリスト（大衆迎合勢力）を勢いづけることにつながりかねないギリシャ債務減免に強硬な反対姿勢を示した。

ユーロ圏は景気が低迷する中で、日本が経験した「失われた20年」に似た状況に陥るのかどうか瀬戸際に立っている。デフレの進行は投資・消費支出の決定の延期につながり、経済成長を低下させる恐れがある。

EU・ユーロ圏は、ギリシャ問題に加えて、フランスで連続テロが起きるなど、2015年の初めから“荒れ模様”となった。社会の連帯を保ちつつ、安定と経済的繁栄を維持し、統合をさらに進められるかどうか正念場を迎えた。

### 23 ギリシャ国民投票で緊縮策に「オヒ（ノー）」

ギリシャは西欧文明発祥の地であり、特に現代につながる民主主義が生まれた場所だ。1981年に欧州共同体（EC、現在の欧州連合＝EUの前身）に10カ国目として比較的早期に加盟できたのはこうした認識が根強いからだ。ギリシャは2010年以来、債務危機に苦しんでおり、景気は低迷、失業率は高止まり。そうした中で緊縮策を余儀なくされてきた。2015年7月5日に行われた、EU/IMF(国際通貨基金)による金融支援の前提条件としての緊縮策への賛否を問う国民投票で、ギリシャ国民は反対61%、賛成39%と予想以上の大差で「オヒ（ノー）」に意思を表明した。5年以上にわたって厳しい緊縮策に耐えてきた国民の不満が爆発した形だ。しかし、EUから金融支援を取り付けることはますます困難になった。支援がなければ、国民生活はますます窮乏するとともに、EU/ユーロ圏に「反旗を翻した」ことで、ユーロ圏からの離脱は現実味を帯びてきた。ギリシャの混迷はますます深。

アテネからの報道によると、EUの緊縮策は「恐喝（blackmail）」であり、ギリシャ国民の「尊厳」を損なうものだと批判していたSYRIZAのチプラス首相は現地時間5日深夜の勝利演説で、「民主主義と正義の勝利だ。今後、EUと交渉を進めるうえで力を与えてくれた」と意義を強調した。「歴史的で勇敢な選択であり、民主主義の勝利だ。明日からのEUとの交渉で全力を尽くす」と抱負を語った。しかし、EUの支援プログラムは6月30日

に失効し、同日が期限だった IMF 向けの 15 億ユーロの債務は返済されず、「滞納」状態にあった。こうした中で、EU 側はギリシャとの支援交渉再開には容易に応じそうもない。独政府の報道官は「新たな協議のための準備は整っていない」と冷淡だ。

EU/IMF は 2010 年と 2012 年の 2 回に分けて、合計 2300 億ユーロの支援融資の枠組みに合意、その後、曲折はあったものの約 1 年前にはギリシャの財政健全化、構造改革は進展しつつあり、経済成長もプラス圏に戻りつつあった。

しかし、2015 年 1 月の総選挙で「ポピュリスト政党」SYRIZA のチプラス氏が多数の「緊縮疲れ」の国民の支持を得て、政権に就くと EU とギリシャの関係は変調を来し、支援枠のうち最後に残った 72 億ユーロの実行条件としての緊縮策を巡って交渉が難航、支援枠は 6 月 30 日に失効した。

今回の国民投票のやり方には様々な批判が噴出した。6 月 26 日の発表から投票日まで 8 日しかなく、十分な討論の期間が確保されなかったことや「賛否」を問う文章があまりにも技術的かつ長く、分かりづらいことなどを欧州会議（本部ストラスブール）は指摘した。国民投票にかけられたのは 6 月 25 日に EU/IMF がユーロ圏財務相理事会に提出した「支援完遂のための改革」と「債務持続性に関する暫定的分析」の二つの文書についての賛否だ。二つの文書は EU/IMF が 25 日に提出した、153 億ユーロの支援を行う案に付随したものだが、26 日にギリシャが交渉を一方向的に打ち切ったので EU/IMF の案も撤回されていた。言い換えれば、ギリシャの国民投票は撤回された EU/IMF の文書を対象としたものだった。

## 24 金融市場は再び波乱

ギリシャの国民投票で緊縮反対が過半数となったことを受けて、7 月 6 日の内外の金融市場は大荒れとなった。日経平均株価は前週末比で一時 500 円以上値下がりした。終値は同 427 円 67 銭安。東京外国為替市場では円は対ユーロで上昇。欧州の主要株式市場では株価指数は前週末比で 1-3% 下落した。国債市場では 10 年物ギリシャ国債利回りが 17.3% 台と前週末取引終盤（14.8% 台）比で 2 割近く急伸した。

ギリシャがユーロ圏からの離脱に追い込まれるかどうかのカギを握るとされてきた欧州中央銀行（ECB）はギリシャ中央銀行を通じて「緊急流動性支援（emergency liquidity assistance=ELA）」という枠組みの下でこれまで 890 億ユーロを供給してきており、ギリシャの銀行の資金繰りを支えてきた。今回、EU が求めた緊縮策が拒否された以上、追加供給の凍結を維持せざるを得なかった。ギリシャの一部の銀行は追加供給がなければ手元資金が枯渇することが懸念された。経済金融危機が日に日に深まっていった。経済にお金を回す役割を負う銀行からユーロの資金がなくなれば、国内経済全体でもユーロが枯渇し、ユーロ圏からの離脱が近づくとシナリオだ。

ギリシャ政府は EU/IMF の金融支援の「綱」が切れている状態で、債務の返済期限を次々と迎え、10 日には 20 億ユーロの短期国債の償還、13 日には再び IMF に対する 4 億 5000

万ユーロの債務返済期限を迎えることになった。そうした中で次の大きな節目は20日に期限を迎える35億ユーロのECB保有国債の償還だった。ECBは償還が行われず、債務を返済してもらえない場合、ギリシャ向けELSを打ち切る可能性があり、その場合、ギリシャの銀行が保有するユーロは枯渇しかねないと懸念された。

ギリシャの国民投票では、世論は年金カットや付加価値税率（VAT）の引き上げにつながる緊縮策に反対したが、ユーロ圏離脱への態度は異なるようだ。アテネからの報道によると、ユーロ導入前のギリシャ通貨ドラクマへの回帰は経済破綻を意味すると警戒する声が多かった。5日公表された電話調査によると、欧州単一通貨ユーロ残留に賛成が87%、反対が9%と支持は圧倒的だった。英金融大手バークレイズは5日公表した報告書で、ギリシャとEUの金融支援合意が「極めて困難になった」と分析。資金が枯渇し、ギリシャは独自通貨を発行せざるを得ず、ユーロ離脱が最も可能性の高いシナリオ」と断言した。スロバキアのカジミール財務省は「改革拒否で金をより簡単に得られることにはならない」と警告。ギリシャのユーロ離脱について「現実的なようだ」と述べた。

## 25 ギリシャ危機、一応収束—ユーロ圏の連帯にひび

6月末から深刻化したギリシャの財政・債務危機は、同国の国民投票や決裂寸前までいったユーロ圏首脳会議などでの一連の厳しい交渉を経てひとまず収束に向かった。同国の財政破たんやユーロ圏離脱など世界経済に衝撃を与えかねない事態は回避された。

しかし、交渉過程でユーロ圏で最大の経済規模を誇るドイツのメルケル首相とショイブレ財務相がギリシャの「ユーロ圏離脱（grexit、グレグジット）」を選択肢として公然と提示したこともあり、ユーロ圏の連帯にひびが入ったことは否めない。

ギリシャの銀行は6月末に、欧州中央銀行（ECB）からの「緊急流動性援助（ELA）」の枠拡大を拒否されたことで、資金難から破たんの瀬戸際まで追い込まれた。7月5日の国民投票でユーロ圏がギリシャに求める増税や年金カットなどの緊縮策は拒否されたものの、ユーロ圏はギリシャのSYRIZAのチプラス政権との支援協議再開に応じた。

7月12日から13日にかけてブリュッセルで行われた17時間のマラソン・ユーロ圏首脳会議で、ギリシャのこれまでの交渉姿勢に業を煮やしたドイツのメルケル首相は、「最後通告」ともいえる二者選択を迫った。ギリシャは5年間のユーロ圏からの一時的離脱かもしくは債務返済のために500億ユーロ規模の国有財産の民営化資金への売却のいずれかを選択するよう強く求めた。公の場でのドイツによるグレグジットへの言及は初めてで関係者の中で衝撃が走った。ユーロ圏離脱を何としても避けたいギリシャは後者を選んだ。第三次となるギリシャへの金融支援は、欧州安定化機構（ESM）を通じて行われ、支援総額は最大860億ユーロに設定された。その前提条件としての緊縮策を柱とする財政改革法案をギリシャ議会は7月15日に成立させた。

緊縮策などの条件は、EU/国際通貨基金（IMF）などの債権団が6月末に提示し、7月5

日のギリシャ国民投票でいったん拒否されたものの、7月9日にチプラス政権が受け入れを表明した条件より一層厳しいものになった。厳格な財政規律を他のユーロ圏加盟国にも求めるドイツのアプローチは、経済成長実現のために緊縮策の緩和を重視するフランスなどとの軋轢を生じさせた。

ユーロ圏では ECB が統一的な金融政策を担っているが、財政政策は原則的には各国の主権に委ねられており、2010年以降、ギリシャなど南欧・周辺諸国が債務危機に陥る中、財政面での相互支援は不可能であり、そのため、「ユーロ共同債」の発行などを通じた財政統合の必要性が叫ばれてきたが実現するには至っていない。財政主権放棄の問題も絡み、一筋縄ではいきそうにはない。

今回のギリシャ危機で金融市場が最も注目したのが同国の債務不履行(デフォルト)の可能性だった。この意味で、ユーロ圏が7月17日、ギリシャに対する71億6000万ユーロのつなぎ融資を正式決定したことで20日に期限を迎えた ECB が保有する35億ユーロのギリシャ国債は期限前に償還された。また、IMF に約20億分の融資を返済し、延滞状態は解消された。つなぎ融資後の最大860億ユーロの金融支援については、各国議会での承認が17日までに終わっており、EUなどの債権団はギリシャとの支援交渉を開始することになった。

ギリシャでは預金の引き出し制限が続き、市民生活の混乱が続いていたが、ECB が16日の定例理事会で、事実上凍結しているギリシャの銀行への資金供給の再開を決めたことで、6月末から資金不足で休業を余儀なくされていた銀行は20日、3週間ぶりに営業を再開した。ドラギ ECB 総裁は ELA の下での資金供給を1週間にわたり9億ユーロ引き上げたことを明らかにした。ただ、海外送金などの資本移動規制は続き、1日60ユーロの引き出し制限は1週間の上限420ユーロに変更されたものの事実上凍結され、規制が完全に解除されるまで時間がかかりそうだ。

ギリシャでは17日、EUから要求された財政改革に反発する閣僚らを交代させる大規模な内閣改造が断行された。財政改革には増税や年金制度の見直しなど痛みを伴う措置が含まれ、与党内から批判が続出。閣内から不満分子を一掃し、改革を推進する態勢を整えた。一方、アテネからの報道によると、議会前では反対派が抗議デモを展開、一部が暴徒化し、治安部隊との衝突も起きた。内閣改造を受けて反緊縮派は不満を強めているとみられ、チプラス首相が難しい政権運営を迫られるのは必至となった。こうした中で難局を打開するために首相が解散総選挙に打って出た。9月20日に行われた総選挙では、チプラス党首率いる急進左翼進歩連合(SYRIZA)が第一党を維持した。右派の独立ギリシャ人と組んで議席の過半数を握り続けることになり、EUの求める緊縮策を推進していくことになった。

財政・債務危機にあえぐギリシャが世界の金融市場を一時的にせよ大きく揺るがせたのは2010年以来、数え方にもよるが、今回で少なくとも3回目だ。ギリシャ向けの第三次金融支援がまとまっても、同国がEUなどとの債権団との合意に基づいて、緊縮策を柱とする財政健全化を推進し、合計3200億ユーロの債務を完済できるのか。それとも4度目の深

刻な危機が訪れ、再びグレグジットが議論されるのか。EU/ユーロ圏はギリシャの債務問題の最終的解決と経済再生を後押しし、ユーロ体制にはころびを生じさせずに欧州統合の理念に基づく連帯を維持できるのか。答えはまだ出ていない。

## 26 ユーロの生き残り「政治統合」論議再燃

欧州連合（EU）のユーロ圏との第三次金融支援で合意が成立したことから、ギリシャが財政破たん陥る事態は当面回避されたが、ギリシャ危機を最終的に解決し、同様な危機の再発を防止するための切り札としての「政治統合」の是非を巡る論議がユーロ圏各国の間で再燃してきた。「金融行政統合(銀行同盟)」や共通予算の策定などによる「財政統合」を通じて、政治的な一体化を進める政治統合を声高に主張しているのは、フランスとイタリアで、これに対してドイツはまず、ユーロ圏各国が財政規律を順守し、公的累積債務残高を削減することが先決だとの立場をとっている。

ブリュッセルで8月14日に開かれたギリシャ支援を巡るユーロ圏財務相会合は、同国に最大860億ユーロの金融支援を3年間で行うことで正式合意に達した。これにより、ギリシャの財政破たんやユーロ圏からの離脱（grexit, グレグジット）といった最悪の事態は回避され、危機はひとまず収束した。

こうした中で、EU/ユーロ圏内での議論は財政・債務危機の再発防止に焦点が移ってきた。イタリアのパドワン(Padoan)財務相は、欧州紙とのインタビューで「政治統合を進めることが、共通通貨ユーロの生き残りを保証するための唯一の道である」と主張した。

ユーロ圏の中ではイタリアはフランスとともに従来から、「欧州統合の深化」を最も熱心に求めてきた。欧州統合の深化とは、人、モノ、カネ、サービスの域内自由移動を担保する1992年末の「市場統合」、ユーロ導入につながった1999年の欧州経済・通貨統合の先に、統合の仕上げとしての「政治統合」を実現させることを意味する。具体的には、イタリアはそのために、2010年以降のギリシャをはじめとする南欧諸国の債務・財政危機の教訓を踏まえて、①財政統合の一環としてのユーロ圏の共通予算および共通失業保険制度の導入、②銀行同盟の完成、③ユーロ圏議会と欧州財務相ポストの創設、という具体的な道筋を描いている。ユーロ圏の財務省が共通財政政策を有するに至ったとき、それが正当性を持つには民意を反映した「ユーロ圏議会」に対して説明責任を持たなければならないというシナリオが描かれている。

また、フランスはユーロ圏参加国の経済、財政政策の共通化を目指し、「経済政府(economic government)」の創設を提唱している。

イタリアのパドワン財務相によると、ユーロ圏の統合深化については、ギリシャ危機がクライマックスに達していた6、7月のユーロ圏財務相会議で、通貨統合の将来を巡る議論の一環として取り上げられたという。

しかし、ドイツは財政統合よりも、ユーロ圏加盟国がEUの財政協定に盛り込まれた財政協定を厳格に順守することの方が重要だと主張している。ドイツは長い間、ユーロ圏の

加盟国が財政ルールを破ったとき、制裁措置が自動的に発動されることを求めてきた。EU加盟国は財政赤字を国内総生産(GDP)の3%以内に、公的累積債務を同60%以内に抑制するよう義務付けられている。こうした中で、フランスは近年、数度にわたって財政赤字がGDPの3%を超過したものの、欧州委員会はフランスに対する財政規律ルールの適用除外を認め、これは政治的動機に基づいたものとしてドイツに批判されてきた。

前述したように、ドイツは7月12日から13日にかけての約17時間続いたEU首脳会議で、ギリシャの交渉態度に業を煮やし、ギリシャは5年間の一時的なユーロ圏離脱か、それを望まないなら「債務返済のために5000億ユーロ規模の国有財産売却」を決断するよう迫り、ギリシャは後者を選ぶより仕方がなかった。グレグジットに初めて公の場で言及したドイツの「高圧的態度」は他のユーロ圏諸国にも衝撃を与え、ユーロ圏の将来についての議論の必要性を痛感させたとみられている。

## 27 ギリシャに対し引き続き改革圧力

ユーロ圏内ではギリシャ金融支援の条件となっている同国の経済財政改革を求める圧力がまだ続いている。経済改革への取り組み状況の審査は定期的実施されている。

こうした中で、ギリシャ政府は2016年5月22日、EU/IMFの債権団が求めていた財政改革目標が未達になった場合の自動的な歳出削減策を含めた財政改革法案を議会手で可決させることに成功した。これを受けてユーロ圏19カ国は同月25日未明、ブリュッセルで開いた財務相会合で、ギリシャに対する103億ユーロの追加融資を承認した。ギリシャの当面の資金繰りにメドがつき、2015年のような危機の再現は回避された。103億ユーロの追加融資のうち、75億ユーロ分は2016年6月中に実行された。EUなどは15年夏、ギリシャへの最大860億ユーロの支援で合意しており、今回の融資はその一環。

ユーロ圏財務相会合はまた、ギリシャの債務軽減策を準備することでも合意した。削減策の一部は早期に実施されるものの、金利の引き下げなど効果の大きい中長期の軽減策の是非は2018年中に判断される見込み。

ギリシャにとって綱渡りの状況はまだ続きそうだ。

ギリシャが金融支援から卒業できない限り、ユーロ危機は完全には収束しない。

## 28 英国民投票で離脱派勝利の衝撃

2016年6月23日に英国で行われたEUからの離脱の是非を問う国民投票で離脱派が勝利し、EU内に衝撃が走った。離脱派は残留派を51.9%対48.1%で上回った。英国は2年間の脱退交渉を経て、離脱する運びだが、同国は28カ国に拡大したEUから脱退する初めてのEUの加盟国となる。危機感を抱いたトウスクEU大統領は、統合理念の実現よりも市民の理解が得られる現実的な対応を重視する改革に取り組む意向を表明した。

英国はユーロ圏には加盟しておらず、ユーロ圏への直接的な打撃は避けられそうだが、ロンドンにはEU内最大の金融センターであるシティを抱えており、様々な側面で影響が

表れそうだ。

## 29 2017年仏大統領選

2017年5月7日に投開票された仏大統領選決選投票で欧州連合（EU）を敵視し、離脱を主張する極右・国民戦線（FN）のルペン氏を親EUで中道のマクロン前経済相が破ったことで、EU内には安ど感が広がった。ただ、敗れたとは言え、ルペン氏の票が34%に達し、1,060万人が支持した現実は重い。5月15日に大統領に就任したマクロン氏は経済格差と政治不信が広がり、選挙により分断されたフランス社会に連帯感を取り戻すため、山積する課題に早急に取り組むことになる。特に10%を超える失業率を引き下げたための雇用創出が急務だ。このためには国内経済改革とこれに密接に関連したユーロ圏改革への取り組みが待ったなしの課題だ。

2016年6月の英国国民投票で同国のEU離脱（ブレグジット）が決まり、同年11月の米大統領選で「米国第一」を掲げるトランプ氏が当選したことを受けて世界にポピュリズム（大衆迎合主義）が一挙に広まったが、同年12月のオーストリア大統領選挙で緑の党の候補が辛勝し、2017年3月のオランダ総選挙で極右・自由党（PVV）は伸び悩んで第二位にとどまり、今回の仏大統領選でルペン氏が敗退したことで、「欧州大陸におけるポピュリストの反乱のピークは過ぎた」（英紙フィナンシャル・タイムズ社説）との見方も出た。

EUの執行機関である欧州委員会のユンケル委員長は、フランスの有権者は「欧州（統合）の未来を選択した」と歓迎。ドイツのメルケル首相は「力強く団結した欧州の勝利だ」とその意義を強調した。

マクロン氏のスローガンは「新しいフランスを作るために我々の開拓精神を再発見する」というもので、競争力強化のための新自由主義に社会問題への左翼的なアプローチをミックスしたものだ。具体的には国内政策では、最大12万人の公務員削減、法人税・所得税率の引き下げ、2022年までの財政収支黒字化、先端技術への投資、失業率の7%への引き下げ、再生エネルギー支援、原発への依存低下、老齢最低年金の引き上げ、失業保険の拡大、移民の統合政策の拡充などを挙げている。

共通予算やユーロ圏財務省の創設などを柱とする、マクロン氏のユーロ圏改革に向けた一連の提案は、ユンケル欧州委員長が中心となってまとめた「欧州経済通貨統合（EMU）の完成に向けた改革案」にほぼ沿うものだ。共通予算はユーロ圏参加国の財政統合に向けたもので、加盟国が財政危機などに見舞われた際の支援メカニズムの一部と位置付けられよう。同様の仕組みとして挙げられる「ユーロ共同債」構想にもマクロン氏は前向きだ。ユーロ圏議会や同財務



省の創設は財政統合の次の段階として位置付けられる政治統合に一步踏み出すものだ。

### 30 堅調な欧州経済

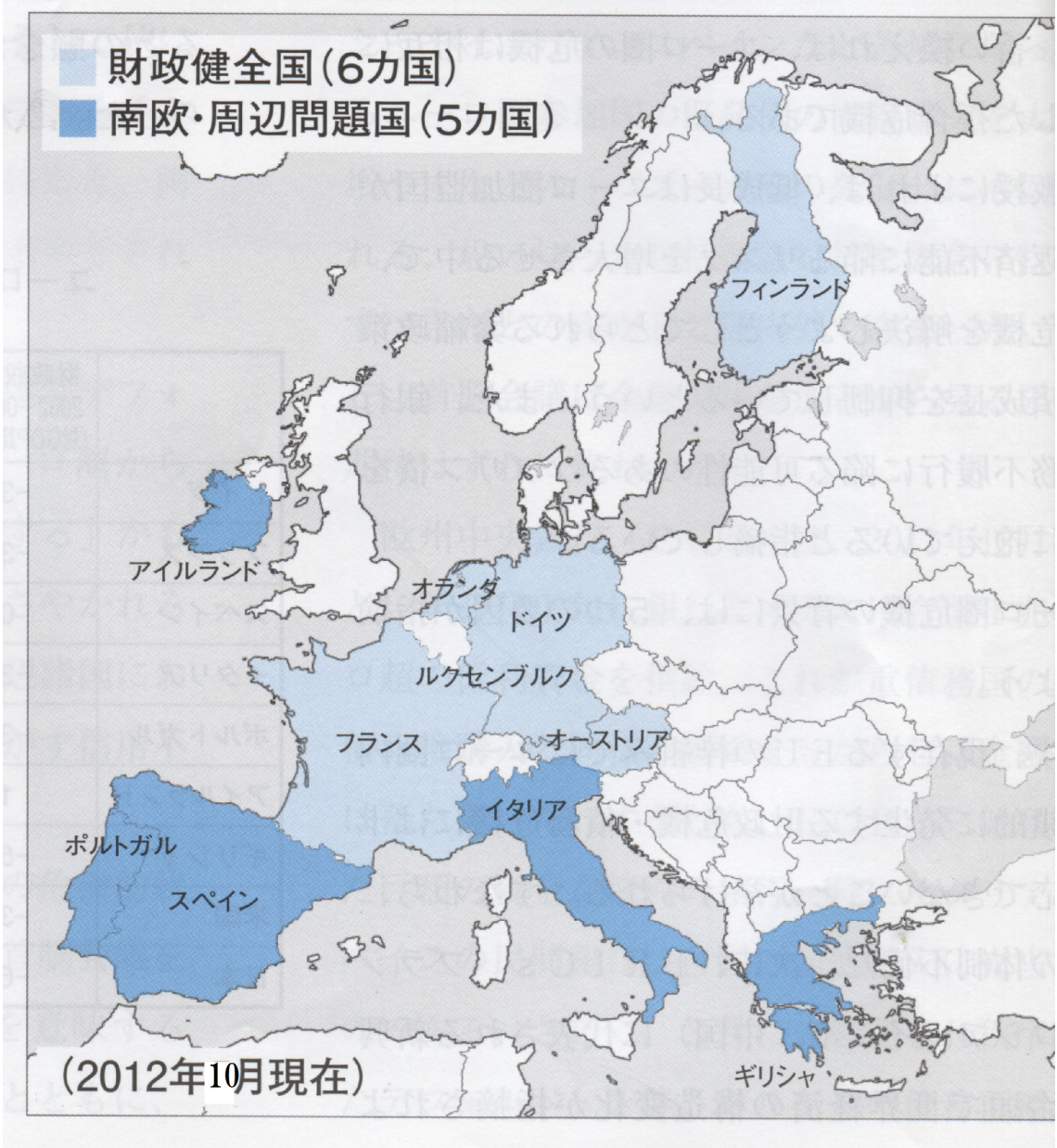
2017年のユーロ圏の経済は底堅い内需や欧州中央銀行（ECB）の金融緩和政策を背景に好調だ。欧州連合（EU）統計局によると、ユーロ圏の第2四半期（4-6月）の実質GDP（域内総生産）速報値は、季節調整済みで前期比0.6%増となり、前期の0.5%増を小幅上回るとともに、年率では2.1%増と2011年以来の高水準を記録した。一方、EUからの離脱交渉を行っている英国の4-6月の成長率は0.3%とユーロ圏の半分にとどまり、明暗を分けた。同国の1-3月の成長率は0.2%。ユーロ圏の失業率もひところの12%台から6月には9.1%となり8年ぶりの低水準まで下がった。ユーロ圏は堅調な景気回復を裏付けている。こうした中で、ユーロ圏の足かせとなっていたギリシャの債務問題にも出口が見えてきた。

4-6月期GDP統計はユーロ圏経済が17四半期連続で拡大したことを示しており、ブレグジットなどを巡る不確定要因にもかかわらず、2008年のリーマン・ショック、2010~12年の債務危機の影響を払拭しつつある。EU経済全体も第2四半期に前期比0.6%増となり、前期の0.5%増を小幅上回った。

国際通貨基金（IMF）は7月に発表した報告書で、ユーロ圏の景気回復には広がりがあり、その勢いも強まっていると指摘。ただ、低インフレ率や域内の一部銀行の脆弱性、ブレグジットなどがリスク要因として残っていると指摘した。

EU/ユーロ圏では、2016年6月の英国民投票でのEU離脱派の勝利を受け、2017年に入って、オランダ総選挙や仏大統領選挙で、反EUを唱えるポピュリズム（大衆迎合主義）政党の躍進が懸念されていたが、そうはならなかった。ユーロ圏経済の好調ぶりは、マクロン新大統領が率いる、フランスの中道政党・共和国前進などの反ポピュリズム勢力にとって追い風になるとみられる。

一方、英国では国民投票を受けて、通貨ポンドの急落による輸出競争力の強化などにより、リセッション（景気後退）入りするだろうとの大方のエコノミストの予想に反して、2016年7-9月期のGDPは前期比0.5%増、10-12月期は0.7%増と底堅く推移したが、2017年に入って、通貨安がインフレ高進を誘発したことで個人消費が不振となったことなどを反映して、減速に転じた。



## 参考文献

\* 以下のリストは、ABC 順で並べられている。雑誌、新聞の記事の参照元は論文本体の脚注で明記しており、一部の例外を除いて参考文献には入れていない。

Angeloni, A. Kashan, B. Mojon, and D. Terlizzese “Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand?” (2003、in I. Angelton, A. Kashyap and B. Mojon (eds.) *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press)

Patrick Artus and Isabelle Gravet “La Crise de l’euro: Comprendre les causes. En sortir par des nouvelles institutions” (2012 Armand Collins)

朝倉慶 『もうこれは世界大恐慌』 (2011 年、徳間書店)

Ch. Assmann and J. Boyson-Hoygreffe “Determinants of government bond spreads in the euro-area: in good times as in bad” (2010、*Empirica*, Institut fur Weltwirtschaft Kiel)

Jose Manuel Barroso “European value in the new global governance “ speech at the European Jewish Congress, Oct. 16, 2001

Tamim Bayoumi “Formal Model of Optimum Currency Areas” IMF. 1994

Tamim Bayoumi and Paul R. Masson “Fiscal flows in the United States and Canada: Lessons for monetary union in Europe”, (1995, *European Economic Review*, 39, pp 253-274)

Tamim Bayoumi and Barry Eichengreen “Operationalizing the Theory of Optimum Currency Areas” (1996, *CEPR* discussion paper, No. 484)

Tamim Bayoumi and Barry Eichengreen “Ever Closer to Heaven? An Optimum Currency-Area Index for European countries” (1997) , *European Economic Review*, Vol. 41, pp 761-770)

Giuseppe Bertola “Labor Markets in the European Union” European University Institute Universita di Torino and CEPR, 1992

Olivier Blanchard “2011 in Review: Four Hard Truths” (2011, IMF)

Mark Blyth “Austerity: the History of a Dangerous Idea” (2013 Oxford University Press)

- W. Boonstra “How EMU can be strengthened by central funding of public deficits in the creation of a Common European Bond Market” (March 2010, *Cahier Comte.Boel*, No. 14, ELEC)
- Marco Buti and A. Sapir (eds.) “Economic Policy in the EMU – A study by the European Commission Services” (1998, Oxford University Press)
- M. Cihak and J. Decressin “The Case for a European banking charter” (2007, IMF working paper)
- Lorenzo Codogno, Carlo Favero and Alessandro Missale “Yield Spreads on EMU government bonds” (October 2003, *Economic Policy*, pp 503-532)
- Giancarlo Corsetti “A modern reconsideration of the OCA theory” (2010, in *The Euro-The First Decade*, eds. by Marco Buti et al, pp 143-180)
- Alberto Quadrio Curzio “On the different types of Euro bonds” (2011, *Economic Politica*)
- 代田純『ユーロと国債デフォルト危機』(2012、税務経理協会)
- Paul De Grauwe and Mongelli “Endogeneities of Optimum Currency Areas: What Brings Countries Sharing a Single Currency Close Together?” (2005, European Central Bank Working Paper No. 468)
- Paul De Grauwe “The Exchange Rate in a Behavioural Financial Framework” (2006, Princeton University Press)
- Paul De Grauwe “What Have We Learnt About Monetary Integration since the Maastricht Treaty?” (2006, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 44, No.4, pp 711-730)
- Paul De Grauwe “Economics of Monetary Union” (2007, 7<sup>th</sup> edition, Oxford University Press)
- Paul De Grauwe “Economics of Monetary Union” (2009, Oxford University Press)  
邦訳『通貨同盟の経済学』田中素香・山口昌樹訳 (2011、勁草書房)
- Harris Dellas and George S. Tavlas “An optimum currency-area odyssey” (2005, *Journal of International Money and Finance*)
- Jacques Delpla and Jakob von Weizsacker “Eurobonds: The Bluebond Concept and its implications” (2010, *Bruegel* policy contribution)
- Ecofin Council “Ecofin Crisis Management Principles” (2010 MOU verbatim)
- Sylvester C.W. Effinger “Eurobonds-Concepts and Implications” (March 2011, European Parliament note)
- M. Emerson, D. Gros, A. Italianer, J. Pisani-Ferry, and H.Reichenback “One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union” (1992, Oxford University Press), initially

- published in 1990 at *European Economy* 44
- Janis A. Emmanouillidis and Fabian Zuleeg “Political Trends and Priorities 2011-2012” *The EPC’s Programme on EU Integration and Citizenship*, 2010
- Eurogroup “Eurogroup statement on Cyprus” (March 25, 2013)
- European Central Bank “Reinforcing Economic Governance in the euro area” (June 10, 2010)
- European Commission “European Governance: a white paper” COM2001428
- European Commission “Sectoral implications of external rebalancing” in Quarterly Report on the Euro Area, 2011, No. 3
- European Commission “Green Paper: On the feasibility of introducing Stability Bonds” (2011)
- European Commission “Debt dynamics and sustainability in the euro area” in the Quarterly Report on the Euro Area in 2011 No. 3
- European Commission “The Alert Mechanism” (2012)
- European Commission, “The euro-area sovereign CDS market” in Quarterly Report on the Euro Area, 2012, No.1
- European Commission “A Roadmap towards a Banking Union” (Sept. 12, 2012) COM(2012)510final
- European Commission “Proposal for a Council Regulation conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions” (Sept. 12, 2012) COM(2012)511final
- European Commission “The Economic Adjustment Programme for Cyprus” (May 15, 2013, *European Economy* occasional papers)
- European Commission “Memo-Banking Union: Restoring financial stability in the Eurozone” (April 15, 2014, Brussels)
- European Council “Strengthening economic governance in the EU” (2010)
- European Council “Towards a Genuine Economic and Monetary Union” (June 2012)
- European Council “Conclusions of the European Council June 28/29, 2012” EUCO 76/12
- Carlo Favero and Alessandro Missale "Sovereign Spreads" (April 2012, *Economic Policy*)
- J.M. Fleming "On Exchange Rate Unification" (1971, *Economic Journal* 81 (323)pp 467-488)
- Wim Fontayne, Wouter Bossu, et al. "Crisis Management and Resolution for a European Banking System" (2010, IMF Working Papers) referred to as (IMF, 2010)

- J. Frankel and A. Ross “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria” (1998, *Economic Journal*, 108, pp 1009-1025)
- Milton Friedman “The case for flexible exchange rates” (in Milton Friedman (ed.) *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, 1953, pp 157-203)
- Francois Gianviti, Anne O. Krueger, Jean Pisani-Ferry, Andre Sapir and Jurgen von Hagen “A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal” (2010, Bruegel)
- D. Gros and N. Thygesen “European Monetary Integration: from the European Monetary System to Economic and Monetary Union” (1992, Longman, London)
- J. Horvath and J. Fidrmuc “The Stability of Monetary Unions: Lessons from the breakup of Czechoslovakia” *Journal of Comparative Economics*, 1999
- International Monetary Fund “The IMF-FSB Early Warning Exercise Design and Methodological Toolkit” (September 2010)
- Y. Ishiyama “The Theory of Optimum Currency Area: A Survey” (1975, IMF Staff Papers, 22 pp 344-383)
- O. Issing “Why a Common Eurozone Bond isn’t such a Good Idea” (2009, White Paper No. 3, Center for Financial Studies, Frankfurt)
- 岩田一政 『日本の金融政策を考える』(「公研」2012年7月号)
- 岩村英之『最適通貨圏の理論と欧州通貨統合』(2009、名古屋商科大学経済情報学論叢)
- JETRO 「ヨーロッパ・セメスターの概要と今後のスケジュール」(2011年4月、『ユーロトレンド』所収)
- Erik Jones "A Eurobond proposal to Promote Stability and Liquidity while Preventing Moral Hazard" (March 2010 *ISPI Policy Brief* No. 180)
- Erik Jones “Framing the Eurobond” (Sept. 11, 2011, *ISPI Commentary*)
- 金森久雄、荒憲治郎、森口親司編 『経済学辞典』(2002、有斐閣)
- 経済産業省『通商白書 2010』
- 経済産業省『通商白書 2012』
- Peter B. Kenen “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View” in R. Mundell and A. Swoboda (eds.) *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, 1969, pp41-61
- 小泉和重『米連邦財政システム』(2004年、ミネルヴァ書房)
- Richard Koo "The world in balance sheet recession: causes, cure and politics" (2011, *real-world economic review*)
- 久保広正『欧州統合論』(2003、勁草書房)

- 久保広正・吉井昌彦編 『EU 統合の深化とユーロ危機・拡大』 (2013、勁草書房)
- M. Kumhof and D. Laxton "Fiscal Deficits and Current Account Deficits" (2009, IMF Working Papers)
- Min Lee Shin and Yeongseop Rhee "Recent Changes in OCA Indexes of East Asia" (2013, *Asia-Pacific Journal of EU Studies*, Vol 10, No. 2, pp 61-77)
- Simone Manganelli and Guido Wolswijk "What drives spreads in the euro area government bond market?" (April 2009, *Economic Policy* pp 193-240)
- Benedicta Marzinotto and Jean Pisani-Ferry "Two Crises , Two Responses" (2011, *Bruegelpolicybrief*)
- Benedicta Marzinotto, Andre Sapir and Guntram B. Wolff "What kind of fiscal union?" (2011, *Bruegelpolicybrief*)
- Paul R. Masson and Mark P. Taylor "Policy Issues in the operation of currency unions" (1993, Cambridge University Press)
- R. Mckinnon "Optimum Currency Areas" (1963, *American Economic Review*, 53, pp 717-724)
- R. Mckinnon "Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell 1 versus Mundell II" (2004, *Journal of Common Market Studies*, 42(4) pp 689-715)
- Yves Mersch "Optimum Currency Area Revisited" (2011, *RSCAS Distinguished Lectures*)
- A. Micco, E. Stein and G. Ordonez "The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU" (2003, *Economic Policy*, 18, pp 315-356)
- Ashoka Mody "Living (dangerously) without a fiscal union" Bruegel working paper, March 24, 2015
- Francesco Paulo Mongelli "European economic and monetary integration and the optimum currency area theory" in *European Economy* (2008, European Commission)
- Francesco Paulo Mongelli "What is the European economic and monetary union telling us about optimum currency area perspectives?" (2005, *Journal of Common Market Studies* 43(3) pp 607-635)
- Francesco Paulo Mongelli "The OCA Theory and the path to EMU" (2010, in the Euro-The First Decade, eds, by Marco Buti et al, pp 115-142)
- Mario Monti "A new strategy for the Single Market" (2010, European Commission)
- Robert A. Mundell "A Theory of Optimum Currency Areas" (1961, *American Economic Review*, 1973, Vol. 51, No.4, pp 657-665)
- Robert A. Mundell "Uncommon Arguments for Common Currencies" in H.G. Johnson and A.K. Swobods (eds.) in *The Economics of Common Currencies*, 1973,

- London, George Allen and Unwin, pp 114-132
- Robert A. Mundell “A Plan for a European Currency” in *The Economics of Common Currencies*, 1973, London, George Allen and Unwin, pp 143-173)
- 村上直久 「ユーロは米ドル並の強い通貨になる—ユンカー・ルクセンブルク首相に聞く」(『世界週報』1997年6月10日号所収)
- 村上直久 『ユーロの挑戦—世界への衝撃』(1998年、日本経済評論社)
- 村上直久 『国際情勢テキストブック』(2008年、日本経済評論社)
- 村上直久 『EU 情報事典』(2009、大修館書店)
- 村上直久 「特集 ユーロは創設以来、最大の危機—南欧諸国を取り巻く現状と問題点」(2011年11月15日、『旬かん 世界と日本』No. 1198 所収)
- 村上直久 「楽観視できないユーロ圏の行方—経済は穏やかに回復へ」(2013年9月、『改革者』第54巻第9号)
- 村上直久 「危うい域内オフショア銀行市場—銀行同盟が遠のく可能性も」(『金融財政ビジネス』2014年4月22日号、時事通信社)
- 村上直久 『EU ウォッチング』月次コラム各号 (1999～)Jiji Web 時事通信社
- Naohisa Murakami "Lessons from the Eurozone Crisis for Asia: Comparison with Abenomics and Perspectives of the Emerging Pan-Asian FTA" (2013, *Asia-Pacific Journal of EU Studies* Vol. 11, No.2, pp 35-57)
- 日本証券経済研究所「EU通貨統合と証券市場研究会」『ユーロ導入と証券・金融市場』1999年
- OECD “EMU: Facts, Challenges and Policies” (1993, Paris)
- OECD “Implementing the OECD Job Strategy: Assessing Performance and Policy” (1999, Paris)
- OECD “Economic Survey Euro Area (2010, Paris)
- OECD “Economic Outlook (May 2013, Paris)
- 長部重康 「ユーロ危機からの脱出戦略—OMT と EU『ニューディール』」法政大学『経済志林』pp 17—58、2013 (80—3)
- 長部重康 「オランダ政権の誕生とフランスの競争力低下—『フランス的例外からの復讐』」『日仏政治研究第7号』2013
- 長部重康「ユーロ危機と EU の将来—発生・深化・拡大・救出—」日本 EU 学会年報第34号 (2014) pp 99—127
- Jean Pisani-Fery and Andrew K. Bose “One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currency on Trade” (2000, *Economic Policy*, 30, pp 9-45)
- Adam Posen and Nicolas Veron “A Solution for Europe’s Banking Problem” (2009, *Bruegel policy brief*)
- Carmen Reinhart and Rogoff Kenneth “The Forgotten History of Economic Debt”



- (2011, *The Economic Journal*)
- Dan Rodrik “How Far Will International Economic Integration Go?” (2000, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 1, pp 177-181)
- Jay C. Shambaugh “The Euro’s Three Crises” (2012, *Brookings Papers on Economic Activity*)
- 庄司克宏 「リスボン条約 (EU) の概要と評価」 (2008、慶應法学)
- 庄司克宏 「EU 財政条約とユーロ危機」 (2012、貿易と関税)
- 白井さゆり 『ユーロリスク』 (2012、日本経済新聞出版社)
- Michael E. Smith “A liberal grand strategy in a realistic world? Power, purpose and the EU’s changing global role” (2011, *Journal of European Public Policy*, Volume 18, Issue 2)
- ジョゼフ・E・スティグリッツ/カール・E・ウォルシュ 『マクロ経済学第三版』 (藪下史郎ほか訳、2007年、東洋経済新報社) 原書は *Economics*, 3<sup>rd</sup> edition by Joseph E. Stiglitz and Carl E. Walsh
- 高橋洋一 『日本国の深層』 (2012、講談社)
- 高屋定美 『EU 通貨統合とマクロ経済政策』 (2008、ミネルヴァ書房)
- 高屋定美 「欧州金融・経済危機と EU 経済ガバナンス—新たなガバナンスの提案」 (2012、日本EU学会年報第 32 号)
- 高屋定美、飴野仁子、田村香月子、徳永昌弘著 『グローバル金融危機と経済統合—欧州からの教訓』 (2012、関西大学出版部)
- 竹森俊平 『ユーロ破たん、そしてドイツだけが残った』 (2012、日本経済新聞出版社)
- 田中素香 『EMS: 欧州通貨制度—欧州通貨統合の焦点』 (1996、有斐閣)
- 田中素香 『ユーロ参加国間の 2 つのダイバージェンスと EMU(経済・通貨同盟)の安定性— (拡大するユーロ圏経済) 補遺』 (2008年3月、経済学論叢(中央大学) 第 48 巻題 3・4 号)
- 田中素香 『ユーロ—危機の中の統一通貨』 (2010、岩波書店)
- C.S. Tavlas “The New Theory of Optimum Currency Areas”, *The World Economy*, 16(6), 1993, pp 663-685
- Edward Tower and Thomas D. Willett “The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility”, *Special Paper on International Economics*, Vol.11, 1976, the Department of Economics, Princeton University
- Jean Claude Trichet “Building Europe, building institutions” (2011, European Central Bank)
- 白井陽一郎 「EU 政治理論の再検討—マルチレベル・ガバナンスの規範パワー？」 (2012年9月29日、慶応 EU 研究会報告概要)
- Paul van den Noord and Istvan P. Szekely (eds.) “Economic Crisis in Europe-causes,

- consequences and responses”, (2011, *EU Information Series*, Routledge)
- Jurgen Von Hagen “Monetary union and fiscal union: a perspective from fiscal federalism” *Policy Issues in the Operation of currency unions*, 1993
- Jurgen Von Hagen and Charles Wyplosz “EMU’s decentralized system of fiscal policy” in “The Euro: The First Decade” in Marco Buti, Servaas Deroose, Victor Gaspar and Joao Nogueira Martins (eds.) (2010, Cambridge University Press)
- Paul J.J. Welfens “The International Banking Crisis: Lessons and EU Reform” paper presented at the Global Jean Monnet Conference in Brussels on Nov. 24-25, 2008
- A. Wiener and T. Diez (eds) “European Integration Theory” (2009, Oxford University Press) 邦訳 東野篤子『ヨーロッパ統合の理論』(2010年、勁草書房)
- 山口勝義『ユーロ圏財政危機に於ける「複数均衡」と「自己実現」危機対策の明確化と着実な実行の重要性』(農林中合研究書「金融市場」2012年2月号所収)
- 山下英次「欧州連続複合危機—その背景、概観、そして解決策を通じた新しい資本主義モデルの方向性」(2012年4月28日、慶応EU研究会参考資料)
- 吉見大洋「最適通貨圏理論とその内在性に関する研究」(2010、一橋大学大学院商学研究科博士論文)
- 渡邊啓貴『「欧州騒乱」—統合のプロセスとしての現実と理想のジレンマ—ギリシャ財政危機・ウクライナ危機・難民・移民・テロ』(2016年4月14日、東京・日本記者クラブでの講演配布資料)
- 渡瀬義男『アメリカの財政政民主主義』(2012, 日本経済評論社)