

欧州委員会の提示する経済通貨同盟 (EMU)の将来像

高橋和也

一、はじめに

二〇一七年五月三十一日、EU（欧州連合）の行政機関である欧州委員会は、「経済通貨同盟の深化に関するリフレクション・ペーパー（以下、本ペーパー）⁽¹⁾」を公表した。

昨年六月のEU離脱を問う英国国民投票以降、本年五月に決選投票が実施された仏大統領選に至るまでEUの将来に対する懸念は世界的な関心事となっていた。幸いにもEUの統合強化に積極的な

マクロン大統領が誕生したことを受け、欧州委員会も満を持して本ペーパーの公表に至った。本稿では、金融危機以降のEUの経済・金融分野における統合強化策の変遷と、その最新版ともいうべき本ペーパーにおける二〇一七年から二〇二五年に及ぶ改革の工程表を紹介する。

二、金融危機以降のEUの制度改革の変遷

まず、リーマン・ショック以降、EUにおいて

経済・金融分野の中長期的なEU統合計画がどのように議論されてきたのかをまとめておこう。

EUには経済通貨同盟（EMU: Economic Monetary Union）と呼ばれる概念がある。これは財・サービス・資本・人という四つの要素のEU域内における自由な移動を通じて一国の経済のような単一市場（域内市場とも）の構築を目指すもので、欧州連合の基本条約にも規定されている。単一通貨ユーロもこの理念のもとに、金融政策の協調からEU域内での固定相場制度を経て導入された。しかし、二一世紀に入ってEUで相次いだ金融危機を通じて、これまで構築してきた制度の不備・欠陥が数多く指摘されるようになった。そうした危機への対策として、金融分野のみならずEU全体の制度、機構改革案の必要性が認識されるに至り、経済・金融分野におけるいくつかの包括的な改革案が提示されてきた。以下で

は、特に重要と思われる改革案について、金融に関する部分を中心に取り上げる。

(1) 「ファンロンパイ報告書」（二〇一二年二月）

二〇一二年、当時のファンロンパイ欧州理事会常任議長（メディアでは「EU大統領」とも）は、EUの包括的な制度改革に向けた報告書を提出している。まず六月にたたき台となる基本方針を示し、一〇月には中間報告、一月には制度改革の工程表などを含む「深い真の経済通貨同盟への青写真」を公表、そして一二月に最終報告書となる「真の経済通貨同盟に向けて」⁽²⁾を提出した。

この最終報告書では、EUの制度改革として取り組むべき重点分野を金融統合、財政統合、経済統合、政治的説明責任の四分野とし、二〇一二年

末から二〇一三年の第一段階、二〇一三年から二〇一四年の第二段階、二〇一四年以降を達成目標とする第三段階で工程表を作成している。

ここで「金融統合」分野においてどのような点を取り組むべき課題として挙げられているかという点、EU域内主要銀行へのECB（欧州中央銀行）による単一監督制度（SSM: Single Supervisory Mechanism）¹、そして単一破綻処理機構（SRM: Single Resolution Mechanism）²、欧州預金保険制度（EDIS: European Deposit Insurance Scheme）の創設の二本柱で構成される銀行同盟（Banking Union）の構築や、危機が発生したユーロ参加国への金融支援を目的に最大融資能力五、〇〇〇億ユーロ（約六五兆円）を備える欧州安定メカニズム（ESM: European Stability Mechanism）といった金融危機の予防や危機発生時のセーフティー・ネットについてのメニューが並

ぶ。「金融統合」とはいつても中身をみると資本市場の統合や振興などという意味合いはあまり含んでおらず、あくまで金融危機対策としての制度改革が中心となっている。また文書中には「金融市場同盟（financial market union）」という言葉も出てくるものの、これもほぼ銀行同盟と同じ意味合いで用いられており、この時点では資本市場全般の調和、統合強化は優先順位として低かった。

(2) 「ユンケル報告」（二〇一五年六月）

二〇一四年に新しく欧州委員会委員長に就任したユンケル委員長は、就任翌年の二〇一五年六月に欧州理事会のトウスク常任議長、ユーロ圏財務相会合のダイセルブルーム議長、ECBのドラギ総裁、欧州議会のシュルツ議長（当時）との連名で「欧州の経済通貨同盟の完成（以下、ユンケル

報告」と題する報告書⁽³⁾を公表している。EUの経済金融分野に関連する主要機関トップ五名による共同報告のため、「Five Presidents' Report」とも呼ばれる。

このユニケル報告では、EUの制度改革として取り組むべき重点四分野を経済同盟 (Economic Union) 、金融同盟 (Financial Union) 、財政同盟 (Fiscal Union) 、民主的説明責任、正統性、制度強化 (Democratic accountability, legitimacy and institutional strengthening) に改めて整理している。同報告書においても工程表が示されおり、二〇一五年六月から二〇一七年六月末までの第一段階、それ以降の第二段階 (時期は明示せず) を経て、最終的に二〇二五年までにEMUの完成を目指すとする (図表1参照)。

ファンロンパイ報告と異なる点として、ここでの「金融同盟」という用語には、銀行同盟だけで

はなく資本市場同盟をも含めた概念として用いられていることが挙げられる。資本市場同盟 (CMU: Capital Markets Union) とは、EU域内の各加盟国の資本市場間にあるさまざまな障壁を取り除くことによってEU全体として資本市場を活性化し、域内の経済成長につなげることを目的とした政策パッケージで、ユニケル委員長が就任直後に公表した目玉政策の一つである。

同委員長が就任した二〇一四年頃には、銀行同盟をはじめユーロ圏を中心として金融危機に共同で対処するための体制整備 (その必要性に「合意」といったものも含め) に一定の目処があった。そこで次に取り組むべき課題となってきたのが、南欧を中心とした長期にわたる経済停滞を克服する成長促進策である。しかしながら、リーマン・ショック後、景気対策として財政出動の必要性を主張していた国々も、欧州債務危機後、国家

図表1 ユンケル報告：EMUの完成に向けた工程表（2015年6月公表）

	第1段階 (2015年7月1日～2017年6月30日)	第2段階	第3段階 (2025年までに)
経済同盟	●さらなる収斂と雇用、成長の強化（競争政策と成果を監視するユーロ圏競争力機関の創設、マクロ経済不均衡手続き実施の強化、雇用と社会的成果を重視した労働市場の統合、強化されたヨーロッパ・セメスター枠組みでの経済政策協調の強化など）	●収斂プロセスの高レベルの共通基準による拘束力の強化	深化した真の EMUの完成
金融同盟	●銀行同盟の完成（単一破綻処理基金（SRF）のつなぎ融資メカニズムの構築、共通預金保険制度構築の合意形成、ESMによる金融機関への直接資本増強の効果改善など）		
	●資本市場同盟の立ち上げ		
	●欧州システミックリスク理事会（ESRB）の強化		
財政同盟	●欧州財政諮問委員会の創設（EUレベルの経済目標・勧告に対する加盟国レベルの予算執行状況の評価を行う）	●ユーロ圏のマクロ経済安定化のための機能の創設（加盟国レベルで対応できない経済的ショックに対処するため）	
民主的説明責任、正統性、制度強化	●ヨーロッパ・セメスターの強化（ユーロ圏レベルと各国レベルの2段階に再編）	●ESMのEU法の枠組みへの統合	
	●ヨーロッパ・セメスターにおける議会のコントロールの強化	●EUレベルでの責任を負う、ユーロ圏財務省の創設	
	●欧州議会と加盟国議会の協力レベルの引き上げ		
	●ユーロ・グループの方針決定機能の強化		
	●ユーロ圏の対外代表の強化に向けた施策		
	●安定・協調・ガバナンスに関する条約と、ユーロプラス協定の関連部分、およびSRFに関する政府間協定のEU法の枠組みへの統合		

〔出所〕 田中（2015）を元に一部改編。〔原資料〕 Junker, J. C. *et al.* (2015).

債務の持続可能性を不安視する市場からの圧力に耐えられずに、軒並み緊縮策に転じざるをえなくなつた。また、過剰な財政赤字を規制するEUの規定もあって、いざ拡張的財政政策をとろうとしても限度があつた（現在では、深刻な経済停滞時の財政赤字に関しては、一定の条件のもとで例外規定あり）。

他方、金融政策については、英国を除く大陸欧州諸国の多くは間接金融主体であることから、二〇一一年に就任したドラギECB総裁も銀行による貸出を促すための政策として、中銀当座預金へのマイナス金利の設定や、貸出を増加させた銀行に対して低利で資金供給をおこなう長期資金供給オペ（TLTROs: Targeted longer-term refinancing operations）などを相次ぎ実施した。しかしながら、欧州の銀行は米国に比べバランス・シートのリストラが遅れているとともに、国際的な金

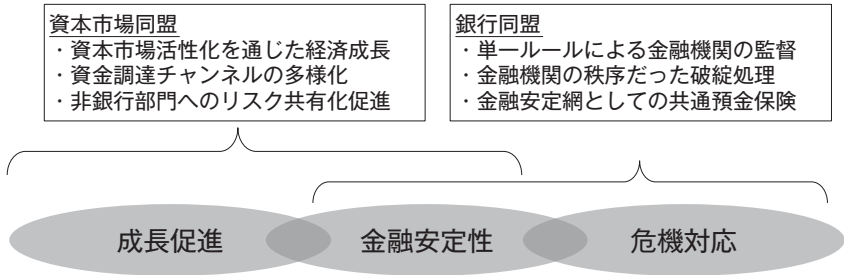
融規制強化への対応のため資本増強とリスク資産圧縮を優先せざるを得ないこともあって、一連の貸出刺激策の効果にも限界がある。

こうなると国家財政や銀行以外からも広く成長資金の出し手を募ることも必要となってくるが、ユンケル報告では「リスクの共有（risk sharing）」というワードが盛んに用いられていることは特筆すべきだろう。もっぱらリスクの削減に集中していたこれまでの取り組みから、資金余剰主体による健全なリスク・テイクを経済成長へとつなげるという金融のもつ本来の機能の強化も、これからEUが取り組むべき主要な政策の一部であるという意志が示されている（図表2参照）。

(3) 「EUの将来に関する白書」(二〇一七年三月)

二〇一六年の英国における国民投票の結果を受けて、二〇一七年三月二十九日、英国政府はEUへ

図表2 銀行同盟および資本市場同盟に期待される役割



〔出所〕 筆者作成。

離脱手続きの開始を正式に通告した。この Brexit に端的に現れているように、今後の EU 統合のあり方について、残る EU 加盟国のなかで改めて目指すべき方向性を議論するとともに、それをこれまで以上に丁寧に加盟国の市民に説明する必要性が高まっている。欧州委員会もこうした要請に応えて、本年三月に「EU の将来に関する白書（以下、白書）」⁽⁴⁾を公表した。

本白書の特徴は、今後の EU 統合の進め方について、次の五つのシナリオを提示している点である。欧州委員会はこの五つ以外にも可能な選択肢はあるだろうと前置きしつつ、①これまでの統合方式を継続する、②単一市場の統合に限定して進める、③さらなる統合を求める加盟国のみ統合を深化させる、④領域を選別して効率的に進める、⑤領域をさらに広げて統合を深化させる、を議論のたたき台として示している。そしてこれらのシ

ナリオごとに、単一市場および貿易、経済通貨同盟、人の移動の自由、移民、安全保障、外交および防衛、EU財政、意思決定といったEUの政策分野について、どのようなメリットやデメリットが予想されるのかを一〇ページほどにシンプルにまとめている。

さらに白書では、社会政策の進展、経済通貨同盟の深化、グローバルイノベーションの活用、防衛政策、EU財政といった政策課題について、それぞれ二〇二五年までの改革プランを、リフレクシオン・ペーパーを通じて順次公表することも明記されている。欧州委員会は、二〇一七年一二月の欧州首脳会議においてこれらの議論に対する最初の結論を得ることで、二〇一九年六月の欧州議会選挙までにEUの行動指針を公表したいと考えている。

三、二〇一七年五月に示された新たなEMU改革プラン

二〇一七年五月七日、EUの統合強化に積極的なマクロン大統領が誕生した。同月三十一日、欧州委員会は、いくつかの野心的な統合強化案を含む「経済通貨同盟の深化に関するリフレクシオン・ペーパー」を公表した。ここでは、金融危機以降のEUの経済・金融分野における統合強化案の最新版ともいえるべき、本ペーパーの二〇一七年から二〇二五年に及ぶ改革のロード・マップを紹介する。

(1) 本ペーパーにおける重点改革分野の整理

図表3が、本ペーパーで示された経済通貨同盟（EMU）の改革案である。ユンケル報告の工程

図表3 2017年レフレクション・ペーパー：EMU完成に向けた工程表（2017年5月公表）

2017年 - 2019年	
金融同盟	経済・財政同盟
<ul style="list-style-type: none"> ●銀行同盟および資本市場同盟 ▶ 金融部門のための一層のリスク低減措置の実施 ▶ 不良債権（NPL）処理戦略 ▶ 共通安全網としての単一破綻処理基金の設置 ▶ 欧州預金保険制度の調整 ▶ CMU イニシアティブの完遂 ▶ 欧州監督機構の見直し—単一の欧州資本市場監督者に向けた最初のステップ ▶ ユーロ圏のためのソブリン債担保証券を創設するための取組み 	<ul style="list-style-type: none"> ●経済および社会の収斂 ▶ 経済政策協調のためのヨーロッパ・セメスターの一層の強化 ▶ さらなる技術支援の強化 ▶ 収斂基準に関する研究 ●新しいEU中期財政枠組みの準備 ▶ 改革の支援に向けたより強力な注力およびユーロ圏の優先事項との一層のリンク ●財政安定化機能 ▶ 財政安定化機能確立に関する考査
民主的説明責任および実効的なガバナンス	
<ul style="list-style-type: none"> ▶ 欧州議会との対話の強化とさらなる公式化 ▶ ユーロ圏の対外代表権の強化に向けた進展 ▶ 財政協定（Fiscal Compact）のEU法体系への統合に向けた提案 	
2020年 - 2025年	
金融同盟	経済・財政同盟
<ul style="list-style-type: none"> ●資本市場同盟イニシアティブの継続的な実施 ●欧州預金保険制度のロールアウト ●欧州安全資産（ESA）の発行への移行 ●ソブリン・エクスポージャーに対する規制上の取り扱いの変更 	<ul style="list-style-type: none"> ●経済および社会の収斂 ▶ 新しい収斂基準と中央安定化機能とのリンク ●中央安定化機能 ▶ 制度設計の決定、実施の準備および稼働の開始 ●新しいEU中期財政枠組みの実施 ▶ 改革に対するインセンティブへの強力な注力 ●安定成長協定の規定の簡素化
民主的説明責任および実効的なガバナンス	
<ul style="list-style-type: none"> ▶ 常任かつフルタイムのユーロ・グループ議長設置 ▶ 公式な理事会形式としてユーロ・グループを確立 ▶ 完全に統一化されたユーロ・グループの対外代表権 ▶ EU法体系に残存する政府間協定の統合 ▶ ユーロ圏財務省の設立 ▶ 欧州通貨基金（EMF）の設立 	

〔出所〕 European Commission (2017), p. 31. をもとに作成。

表(図表1)と比較すると、経済同盟と財政同盟を一分野に集約したことで大きな枠組みは、①金融同盟、②経済・財政同盟、③民主的説明責任および実効的なガバナンスの三分野となったが、その中の項目の多くはユニケル報告を踏襲、精緻化したものである。目標期間は、三分野それぞれについて、二〇一七年から一九年までの第一段階、二〇二五年までの第二段階が設定されている。

(2) 金融同盟

金融同盟は、銀行同盟と資本市場同盟の二要素で構成されている。二〇一九年までの第一段階で注目するのは、第一に、不良債権(NPL)処理戦略である。ユニケル報告の項でも述べたように、欧州金融機関のバランス・シート改革の遅れ、特に南欧諸国の金融機関のNPL問題は各国経済の停滞に大きな影響を与えている。このた

め、七月一日の欧州財務相理事会において、バッド・バンクの設立などを柱とするNPL処理に向けた行動計画が採択され、約一兆ユーロともいわれるEU域内のNPL処理開始が決定した(図表4)。

第二に、ユーロ圏におけるソブリン債担保証券(SBS: sovereign bond-backed securities)が挙げられる。これまでもユーロ圏の共同債(ユーロ・ボンド)に関する議論はあったものの、財政赤字に対するモラル・ハザードを警戒してあまり進展がみられなかった。具体的な設計は二〇一九年までに行われることになっているが、その点、SBSはユーロ加盟各国が発行する国債の証券化商品であるため、相対的に財政が健全な国にも受け入れやすいアイデアと思われる、実現が期待される。二〇二五年までには、国債に代わる汎ユーロ圏の安全資産(European Safe Asset)への移

図表4 金融同盟を完成させるための諸要素

リスクの低減および銀行の強靱化	
2016年11月の銀行パッケージ さらなるリスク低減措置をともなった銀行業の 単一ルールブックの強化 4つの主要政策分野に沿った不良債権（NPL） 処理戦略の進展：(1) 監督、(2) 流通市場、(3) 構造的な問題（破綻処理を含む）、(4) 銀行シス テムの再構築	✓ 実施 ▶ 欧州議会／欧州理事会で交渉中 ▶ 2017年6月のEU 経済財務相理事会にて戦略 への同意を確認（7月11日の理事会にてNPL 処理の行動計画を採択）
銀行同盟の3本柱の実施	
単一監督メカニズム 単一破綻処理メカニズム 単一破綻処理理事会＋ 単一破綻処理基金（SRF、2025年に完全に相 互化） 欧州預金保険制度	✓ 完全に稼働 ✓ 単一破綻処理理事会の設置および稼働 ▶ 財政上の安全網としての単一破綻処理基金 の設置 ▶ 欧州議会／欧州理事会で交渉中
CMU の実現	
実施／資本市場統合促進のためのアクション・ プラン中期見直し／2019年までのCMUの完全 な確立 欧州監督機構の見直し — 単一の欧州資本市場 監督者に向けた最初のステップ	▶ 進行中 ▶ 進行中
銀行同盟および資本市場同盟を超えて	
銀行のバランス・シート多様化の促進（例えば ソブリン債担保証券を通じた）	▶ 検証中

〔出所〕 European Commission (2017), p. 21. などをもとに作成。

行も提案されているが、こちらは加盟国の共同起債を前提としており、難しいと考えられる。

三つめは、第一、第二の点ともかわるが、国債についての規制上の取り扱いに関するものである。銀行同盟の目的の一つは、政府による銀行への支援や破綻処理と銀行の保有する国債の負のスパイラルを断ち切ることであった。S B B Sの保有が、銀行バランス・シートの多様化につながる点も考慮し、自国国債へのエクスポージャーのリスク・ウェイトを〇%とする取り扱いを変更することも検討課題として挙げられている。これについては、二五年までの目標であるが、競争条件の平等化を理由に国際金融規制の議論の場で他国にも導入を求めてくる可能性もあり注意が必要かもしれない。

(3) 経済・財政同盟

重要分野二つめは、経済・財政同盟である。ここでは、EU加盟国間の経済・財政政策の協調や相互監視の強化、EU財政（中期財政枠組み）を通じた加盟国の構造改革支援のほか、（特にユーロ圏の）各加盟国に対する共通マクロ経済安定化措置（図表では、財政安定化機能および中央安定化機能）が提案されている。具体的には、ユーロ圏予算を創設することによって、ある加盟国が不況に陥った際に加盟国レベルで実施する公共投資や失業保険制度を支援する案が提案されている。

(4) 民主的説明責任および実効的なガバナンス

第三の分野は、民主的説明責任および実効的なガバナンスである。ここでは、現在各国財務相と兼任のユーロ圏財務相会合議長（ユーロ・グループ）の常設化とユーロ圏の対外代表権の統一化、

ユーロ圏財務省の創設、欧州版IMF（欧州通貨基金）の設置などが提案されている。

こうした野心的な提案と民主的説明責任は密接に結びついている。欧州議会はもとより、欧州首脳理事会や財務相理事会などの閣僚理事会のメンバーも、通常、EUないし各国レベルにおいて選挙の洗礼を受けている。ところが、EUで取り組む政策範囲や権限が拡大するにしたがつて、唯一、法案の提出権限を持つ欧州委員の力が大きくなっているにもかかわらず、各委員はEU各加盟国一名ずつの推薦制のため選挙の洗礼を受けていないとの批判につながるが多い。このため、ユーロ圏財務省の設置によって、ユーロ圏予算の執行やSBBSESAを通じた歳入管理、金融危機時の加盟国に対する流動性支援といった権限と責任の所在を統一し明確にすることによって、加盟国の一般市民に対する民主的説明責任を果た

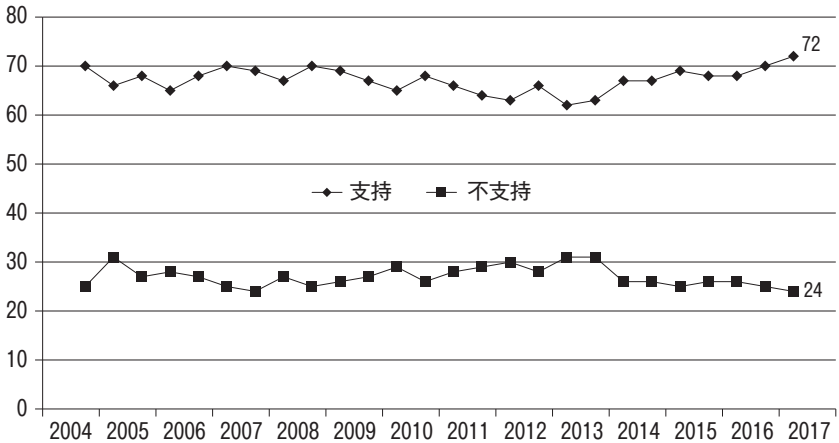
していくことができるというのが欧州委員会の主張である。

四、おわりに

本稿では、リーマン・ショック以降、EUで進められている経済通貨同盟の改革に関する議論をみてきた。特に、ユーロ圏における統合の深化に向けた議論は、新たな報告書が出るたびに二〜八年という目標期間となっているため、EUの外からみると遅々として改革が進んでいないように感じてしまうこともある。しかし、危機以降に実現した取り組みをみると、銀行同盟やESMなど構想の発表段階では実現が困難と思われた制度が、整備されたことも事実である。

我が国においては、英米系の情報ソースに頼ってユーロやEUという制度そのものが崩壊の危機

図表5 ユーロ圏諸国における単一通貨ユーロに対する支持率（％）



〔出所〕 欧州委員会および Eurobarometer 2017。

を迎えているかのような論調に接することもあつて、EU・ユーロに否定的な主張をおこなう政党の勢いは、今年に入って各国で衰えが鮮明となつてきている。さらに、このような近年発生した特殊な要因とは別に、ユーロに対するEU市民の評価はかなり高いという現実がある。例えば、図表5をみると明らかのように、ユーロを実際に使用する人々の単一通貨に対する支持率は一貫して高く、二〇一三年に最も支持と不支持が接近した時でもダブル・スコアの差がある。

EU・ユーロという歴史の実験は、経済・政治上の危機を迎えるたびに、その制度上の弱点を露呈してきた。しかし、どれほど弱点を抱えていようとも、単一通貨ユーロはEUという枠組みのなかにしか存在しないのであって、主権者たるEU市民からの支持がある限り、ゆつくりとでも改

革を進めていこう)とがゆえのでもある。

(注)

- (1) European Commission (2017b)
- (2) Herman Van Rompuy (2012).
- (3) Junker, J.-C. *et al.* (2015)
- (4) European Commission (2017a).

参考文献

田中友義(二〇一五)「一〇年後の「真の欧州経済通貨同盟(EEMU)」実現目指す―欧州委員会、ユンケル・プランを發表―」、「フラッシュニュース二四六」国際貿易投資研究所。(http://www.itior.jp/Flash246.htm)

European Commission (2017a), *White Paper on the Future of Europe-Reflections and scenarios for the EU27 by 2025*, COM (2017) 2025, Brussels, 1 March 2017.

European Commission (2017b), *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*, COM (2017) 291, Brussels, 31 May 2017.

Herman Van Rompuy (2012), *Towards A Genuine Economic And Monetary Union*, Brussels, 5 December 2012.

Junker, J. C. *et al.* (2015), *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Brussels, 22 June 2015.

※本稿の成果の一部は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団の研究助成によるものであり、記して感謝を申し上げます。

(たかはし かずや・当研究所研究員)