

## 本格化するユーロ制度改革

—二〇二五年に向けたユーロ強化のロードマップ

岩田 健治

はじめに

ただいま御紹介いただきました九州大学の岩田でございます。本日はどうかよろしくお願いいたします。

私は、日本証券経済研究所の客員研究員を務めておりまして、その関係で、何年かに一度、このセミナーで講演する機会をいただいています。今日は、今、御紹介いただいたユーロの制度改革について、やや概略的なお話をさせていただきます

す。資料2ページに、今日のお話の内容を整理しています。

最初に、ヨーロッパ統合がもたらした成果とその後停滞についてお話します。ヨーロッパ統合の成果とは、域内の経済成長であり、域内における経済発展レベルの収斂ということです。後ほどデータを見ていきますが、統合を進めることによって、域内の経済成長が実現し、域内諸国が全体として豊かになっていく、このような「収斂の共同体」の基盤を提供してきたのがヨーロッパ統合であると言えます。しかし、一九九九年のユー

口導入以降、そうした収斂の動きがばたつとやんでしまいました。

二つ目として、二〇〇八年のリーマンショック以降のEUの対応についてお話しします。リーマンショックの後、二〇一一年、二〇一二年と、アメリカが立ち直っていく一方で、ヨーロッパだけがユーロ圏危機に落ち込んでいきました。そのような中、EUは何をしてきたのかということに焦点を合わせて御説明します。

三つ目として、本年六月末に、欧州中央銀行（ECB）総裁をはじめとする五人のEU首脳の連名で、一つのレポートが出されました。『欧州におけるEMU（経済・通貨同盟）の完成』というものです。ここでは、日本ではあまり知られていない金融同盟、資本市場同盟、あるいは、これまで何度か議論されてきたものの、公式には表に出ていなかった財政同盟などの新しい概念が明確

に出てきています。このところ、ギリシャ危機をはじめとしてユーロが少し壊れかけているようにも見えますが、このレポートは、これをどうやって修復し、長期的に存続可能なものにしていくか、本当にユーロは存続することができるのか、このようなことを占う非常に重要な基本文献になっているように思われます。今日は、このあたりのことも取り上げて御説明します。

## 一、欧州統合の段階的發展とユーロ危機

### （地域経済統合の五段階）

最初に、少し大きな話をさせていただきます。

ヨーロッパ統合の段階区分です。

ベラ・バラッサという経済学者が、ヨーロッパ統合が始まって間もない一九六一年に『経済統合

の理論』という本を出しました。日本語訳も出ています。ここでは、地域経済統合のプロセスが、市場を統合する段階から、各国が国家の権限を放棄し、それを超国家機関であるEUに引き渡して、一つのヨーロッパ国民経済を作る段階まで、五つの発展段階に分けて整理されています。

資料3ページで、この段階区分に沿って、これまでのヨーロッパ統合の動きを整理しています。ヨーロッパでは、一九六八年に関税同盟と農業部門の単一市場ができました。その後、一九九二年に生産要素の自由移動を含む単一の域内市場が実現しました。これには、金融統合も含まれます。単一銀行免許をはじめとする金融サービスの域内市場です。これと並行して、域内の通貨の安定を目指して、欧州通貨制度（EMS）の枠組みが整備され、通貨協力などの経済政策の協調が実現しました。その後、グローバル化、金融自由化の進

展で、EMSは危機に見舞われましたが、一九九九年には経済・通貨同盟（EMU）が実現しました。このようにして、ヨーロッパは、この五十年間、統合を進めてきたわけです。

#### 〔収斂の共同体〕としてのEU

冒頭に申し上げたヨーロッパ統合の成果を見ていきます。

資料4ページのグラフは、EUの一人当たりGDPの推移を表しています。中央の濃い黒の二本の線は、EU先進一五ヶ国の平均を一〇〇としたとき、ドイツ、フランス、イタリア、ルクセンブルク以外のベネルクス、そしてオーストリアというコア六ヶ国の一人当たりGDPはどのぐらいであったのか、これらの国の最大値と最小値をとって帯状に表したものです。

一九六〇年においては、コア六ヶ国の最大が一

二〇、最小が九〇であり、その間に三〇ぐらいの差がありました。その後、関税同盟が実現し、市場統合が進んで、一九九二年に単一の域内市場ができました。このようなプロセスの中で、主要国の一人当たりGDPは、アメリカにキャッチアップしてきています。また、コア諸国の経済水準の収斂が進み、一九九〇年頃には、これらの国の一人当たりGDPは一〇ポイントぐらいの差の中に収まってきています。「収斂の共同体」です。

後ほどお話ししますが、このような収斂がいつまで続いたかと申しますと、一九九九年に通貨統合が行われるところまででして、その後は「分裂の共同体」に変質してしまっています。

### 〔収斂の共同体〕への収斂

このグラフのもう一つのポイントとして、アイランド、ギリシャ、スペイン、ポルトガルのE

U加盟後の動向があります。アイランドは一九七三年に、ギリシャは一九八一年に、そしてスペインとポルトガルは一九八六年にEUに加盟しました（加盟時期は、それぞれの国のグラフ上で二本線によって表しています）。これらの国々の経済水準は、EUの各種支援を通じてだんだんEUの平均レベルに近づいていきました。特にアイランドは、一九八〇年代、一九九〇年代の成長を通じて、EUの平均を追い越すほどの大きな発展を手に入れました。

その後、二〇〇四年と二〇〇七年に、一二の中東欧諸国がEUに加盟しました。資料5ページのグラフは、二〇〇四年に加盟した一〇ヶ国と、二〇〇七年に加盟した二ヶ国の一人当たりGDPの動向を整理したものです。EU二七ヶ国の平均を一〇〇とし、この平均ラインに新規加盟国の経済水準がどのように近づいていったかを表していま

す。

二〇〇八年にリーマンショックが発生し、新規加盟国の経済状況は悪化しました。このため、これらの国々と先進一五ヶ国間の分裂が一気に進みました。しかし、それまでは、EU加盟に伴って、新規加盟国は高度成長を遂げ、各国の一人当たりGDPも大幅に改善しました。例えば、エストニア、ラトビア、リトアニアのバルト三国の場合、EU加盟前にEU二七ヶ国平均の四割程度であった一人当たりGDPは、リーマンショック直前には六割程度まで上昇していました。

### 〔収斂の共同体〕の変調

以上で申し上げたとおり、一九九九年頃まで、コア主要六ヶ国の経済水準の収斂が進み、また、二〇〇八年頃まで、新規加盟国と先進一五ヶ国の経済水準の収斂も進みました。二重の収斂のプ

ロセスが進んだと言うことができるように思いますが。

その後、「収斂の共同体」は変調を来しました。資料6ページのグラフは、一九九九年の通貨統合以降、二〇〇六年までの間について、先進一五ヶ国の平均を一〇〇として、各国の一人当たりGDPがどのように推移したかを見たものです。これによりますと、フランス、ドイツ、イタリアなど、ユーロ圏を構成し、EUのコアとなる国々の経済水準が相対的に低下しています。他方、ユーロに入っていないイギリスやスウェーデンの経済が比較的伸びていることがわかります。このように、二〇〇六年の段階でEU諸国が分裂していく姿がはっきりと見えてきていました。

では、直近はどうなっているのでしょうか。資料7ページのグラフは、一九九九年から二〇一三年までの一人当たりGDPの推移です。EU二

七ヶ国（二〇〇二年以降は二八ヶ国）の平均を一〇〇とした指数で表しています。

例外的なところから見ていきますと、アイルランドの一人当たりGDPは、リーマンショックによって急に落ち込みましたが、その後も、高いレベルで安定的に推移しています。つまり、EU全体と歩調を合わせた成長が続いています。

スペインの一人当たりGDPは、バブルの発生もあって、リーマンショック前にEU平均の一〇〇を超えました。しかし、リーマンショックによって銀行の不良債権が積み上がり、二〇一二年には、スペイン第四の銀行であるバンキアが経営危機に瀕しました。加えて、ギリシャ危機の影響を受けて、スペインでも政府の債務危機が発生しました。このため、GDP成長率はEU平均を下回り、一人当たりGDPも、一〇〇をやや下回る水準で右下がり推移しています。ギリシャ

の一人当たりGDPは、オリンピック景気もあって、一時、EU平均の一〇〇近くまで上昇しました。リーマンショックでもあまり大きな影響は受けなかったのですが、ギリシャ政府が自ら起こした危機によって今や七〇まで下がっている状況です。これらの三ヶ国は、マクロ経済の不均衡、特に財政赤字、経常収支赤字を伴って高成長を遂げましたが、そのツケをリーマンショック以降に払わされたと言えます。

他方、ドイツの場合、一人当たりGDPのEU平均に対する指数は、一時、イタリアとともに下がりましたが、二〇〇六年頃から、輸出主導で下落が止まり、最近では再び回復傾向を取り戻しています。インダストリー四・〇（第四次産業革命）と言われるような新しい動きまで出てきています。

ここで注目していただきたいのは、イタリアと

ポルトガルです。イタリアの場合、一人当たりGDPはEU平均より約一〇ポイント高い水準にありましたが、ユーロ導入後、一貫して下がっておりまして、今や一〇〇まで下がってきている状況です。このままでは、もはやEUの中で先進国とは言えなくなってしまうところまで来ています。

もう一つ、ポルトガルの一人当たりGDPは、一九六〇年頃はスペインと同水準でした。その後、スペインがどんどん上がっていく一方、全く上がらないで八〇当たりを低迷しており、最近では、ギリシャ危機の影響でさらに下がっている状況です。これらの国は、構造的な、供給側の問題を抱えている国と言えます。

一九九九年の通貨統合までは、ヨーロッパ統合を巡る話題は明るいものが多かったのですが、通貨統合が行われて何年か経った頃から、加盟国間の分裂が進み、加えて、最近ではギリシャ危機が

発生するなど、EUは非常に困難な問題に直面するようになってきています。

#### (最適通貨圏理論(対称性))

EMUの改革の意味を深く御理解いただけるよう、ヨーロッパが統合を進め、単一通貨ユーロを導入するときに、そもそもどういう議論がなされたかを振り返っておきたいと思えます。ここでは、欧州委員会が一九九〇年にまとめたレポートに基づいて、最適通貨圏(OCA)理論のポイントを整理します。

最適通貨圏の一つの前提は、資料8ページにある対称性です。域内で非対称的なショックが起きなければ、単一通貨圏でも何も問題はありません。ここで非対称的なショックとは、域内の特定の国においてショックが生じる場合、又は、各国に共通して生じたショックが、国によって異なっ

た影響を及ぼす場合を指しています。今のよう  
に、ギリシャだけ、又は、特定のラテン系の諸国  
だけが非対称的に落ち込んでいくような場合、あ  
るいは幾つかの国のマクロ経済指標にアンバラ  
スが生じるような場合がこれに当たります。

#### (最適通貨圏理論(柔軟性))

もう一つ、最適通貨圏の前提となるのは、資料  
9 ページにある柔軟性です。単一通貨圏でなけれ  
ば、不況になった国において、為替相場が下がっ  
て輸出が増えたり、金融緩和を行って国内需要を  
増やしたりして、国ごとに対応することが可能で  
す。しかし、単一通貨を採用しますと、ある国に  
非対称的なショックが生じても、為替相場の変動  
や金融政策の操作によって、ショックに対応する  
ことができなくなります。このとき、為替相場の  
変動や金融政策の操作に代わるような、柔軟な調

整メカニズムがなければなりません。ユーロの導  
入は、このような調整メカニズムが十分にそろっ  
ているかどうかを確認しつつ進めなければならな  
いと考えられていました。

調整メカニズムの一つが賃金ルートです。問題  
を抱えた国が賃金を下げていけば、コストが下  
がって為替相場を切り下げると同じ効果が得ら  
れます。二〇〇九年に、エストニア、ラトビア、  
リトアニアが、それぞれ一四・一%、一七・  
七%、一四・八%のマイナス成長を記録しまし  
た。これに対し、これらの三ヶ国は、賃金の切り  
下げを行うことを通じて、経済の安定を取り戻す  
ことに成功しました。エクスターナルな為替相場  
のデバリュエーションではなく、インターナル・  
デバリュエーションと言われる賃金の引き下げに  
よって経済の安定を図ろうとするもので、EU域  
内では既にこういうメカニズムが作動し始めてい

ます。

もう一つの調整メカニズムが、労働移動ルートです。不況の国から好況の国に労働が移動すれば、労働需給のアンバランスが解消し、マクロ経済の安定を取り戻すことができることになりま

す。  
そして、三つ目の調整メカニズムが財政移転ルートです。

ヨーロッパでは、一つ目、二つ目のいずれのルートも完璧ではありません。国ごとに経済構造が異なりますので、どのルートがうまく作動するかもはつきりしません。財政移転ルートに関しましても、EUの財政規模はGDPの1%強にすぎませんので、財政を通じた調整メカニズムを期待することは難しいところがあります。

(対称性・柔軟性と最適通貨圏)

このような中で、一九九九年にユーロがスタートしました。

最適通貨圏理論によれば、加盟国の間で十分な対称性があるか、あるいは、対称性がなくても、柔軟性があつて、自動的に賃金又は労働移動を通じた調整が行われればよいわけです。資料10ページの図で申しますと、ユーロ圏の各国が、対称性と柔軟性とを適度に組み合わせた右下がりの線の右上に収まっていれば、ユーロは長続きすると考えられています。

ギリシャ危機を経験した後で振り返りますと、南ヨーロッパの国々は対称性に欠けていて、マクロ不均衡が起きやすい状況にありました。また、エストニア、ラトビア、リトアニアなども、右下がりの線の右上にあると思いきや、まだ左下にあつたということではなかったかと思えます。

後で申しますが、今、ヨーロッパでは、真のE

MUの完成に向けて、ユーロの制度修復に取り組んでいます。資料10ページの図で申しますと、ユーロ圏の国々を右下がりの線の右上のできるだけ遠いところまで持つていこうとするものです。

ユーロ経済の対称性をどう高めていくか、すなわち、ユーロ経済を非対称的なショックが起きないような構造にどう変更していくか、そして、何らかのショックが起きたときに、どのように賃金や労働移動による調整を図るか、これらが課題になります。

## 二、二〇〇八年以降のEUの金融・通貨制度改革

### (1) 二〇〇八年以降の欧州危機への対応

(リーマンショックがもたらした影響)

二〇〇八年にリーマンショックという巨大な外生的ショックが発生しました。アメリカ発のショックであり、当時のEUの全ての加盟国を対称的に襲いました。

しかし、ショックの影響は、EU諸国の中でも、証券化商品市場に深く関与していたイギリス、不動産市場でバブルが起きていたアイルランド、そしてエストニア、ラトビア、リトアニアのバルト三国に急速かつ大規模に波及していきました。イギリスとアイルランドの経済は、リーマンショックの直撃を受けて、二〇〇八年、二〇〇九

年と大幅に落ち込みました。バルト三国の経済も、住宅市場のバブルが崩壊したことなどにより、二〇〇九年には一四〜一七%台のマイナス成長を記録しています。

他方、後にユーロ圏政府債務危機が襲う南欧諸国においては、概してリーマンショックの影響は相対的に軽微なものにとどまりました。しかし、二〇一〇年にギリシャで財政問題が顕在化し、その後は、労働市場の硬直性など供給側の構造的な問題を抱えていたイタリアとポルトガル、需要側のマクロ不均衡と銀行の不良債権問題が存在していたスペインに、異なる速度と異なる規模で、影響が及んでいったのです。

リーマンショックは、ユーロ圏を含むEU経済全体を大きく傷つけることになるわけですが、その速度や規模は、各国の経済構造やマクロ不均衡の規模を反映して大きく異なっていたわけです。

これが、二〇〇八年から二〇一二年頃までの状況です。

（最適通貨圏理論からみた二〇〇八年以降の欧州危機）

二〇〇八年以降のユーロ圏の金融危機、政府債務危機を最適通貨圏理論に照らして見た場合、どのようなことが言えるのでしょうか。資料11ページをご覧ください。

リーマンショックが起き、アメリカ経済全体が落ち込むのと同じように、ヨーロッパ経済全体が落ち込むのであれば、域内で調整する必要もありませんし、ユーロ危機が起きる必然性もありませんでした。しかし、現実には起きたリーマンショックは、対称的なショックが非対称的なショックに転化した典型的なケースだと思えます。資料8ページの図で言いますと、対外共通ショックに当

たるのがリーマンショックで、これが、EU域内の金融構造、あるいは住宅借入れをしている人たちの行動の差異などを背景に、特定国だけにショックをもたらす非対称的なショックに転化しました。

それでは、このような非対称的なショックに対応してどのような対応が可能だったのでしょうか。

賃金については、インターナル・デバリュエーションが実現したのは、私の知る限り、バルト三国だけで、ギリシャなどそれ以外の国では、労働者の抵抗があつてなかなか思うように進みませんでした。また、EUの財政規模がGDPの約一%にとどまっているため、財政移転メカニズムも働きませんでした。

つまり、EUにおいては、対称性も柔軟性も十分ではなかったということです。ユーロの改革は、全て、対称性と柔軟性の改善に焦点が合わさ

れており、その成否がユーロ圏をサステイナブルなものとして再生していくための鍵になります。

資料10ページの図において、丸で囲った対称性と柔軟性の組合せを右上に持ち上げていくことが、EMUを完成させるための大きな課題になるわけです。

#### (欧州経済危機の二つの局面)

資料12ページの左のグラフは、二〇〇八年を基点にして、EUとアメリカの一人当たりGDPの推移を比較したものです。アメリカは既に立ち直っており、ヨーロッパも立ち直りかけましたが、二〇一一年で差が出てきます。政府債務危機がギリシャから南欧全体に広がったために、このような差が生じました。同じことが失業率についても言えます。右のグラフは、二〇〇八年を基点とし、その後の失業率の変化をEUとアメリカで

比較したものです。アメリカが順調に失業率を下げていく一方、EUにおいては、二〇一一年以降、失業率が高まってきました。したがって、二〇一一年以降は、リーマンショックの影響というより、ヨーロッパ独自のユーロ危機という意味合いのものになってきたわけです。

〔『ドラロジエール報告』〕

次に、EUがどのようにしてこの問題に対応してきたかを御説明します。

リーマンショックの後、ギリシャ危機が顕在化する前の二〇〇九年に出されたのが、資料13ページの『ドラロジエール報告』です。この報告を受けて、EUは、再びリーマンショックのようなことが起きても、EUの金融システムに波及しないよう、EUの規制と金融監督の修復を図るための施策を矢継ぎ早に実施しました。

(EU金融関連法制の展開)

既に二〇〇四年までに、危機時の対応のため、銀行の預金保険、破綻処理、そして、証券会社の投資家保護基金について指令が出され、制度の整備が行われていました。資料14ページの表で整理したとおりです。

二〇〇八年以降は、それまで規制がかかっていなかったパラレルバンキング、あるいは影の銀行制度についても、規制面での整備が進められていきます。ヘッジファンド、空売り・CDS、格付機関など、リーマンショックで問題が顕在化した金融商品や市場に関して一気に指令や規則を出して、規制面の穴を埋めようとしたのです。これにより、再びリーマンショックのようなことが起きても、EUの金融システムに影響が波及しないようにするための体制が規制面で整備されました。

(欧州金融監督システム (E S F S) の構築)

監督面を見ますと、従来、金融機関に対する監督は、実態としては国ごとにばらばらに行われてきました。

それに対して、リーマンショック後、資料15ページのとおり、EU全体の金融監督の体制が整備されてきました。ミクロレベルでは、欧州銀行監督機構 (E B A)、欧州保険・企業年金監督機構 (E I O P A)、欧州証券市場監督機構 (E S M A) が設立され、これらを統合する組織として、欧州金融監督機構 (E S A S) が設けられました。システムックリスクについては、E C Bを中心に、マクロブルーデンス監督を行う欧州システムックリスク理事会 (E S R B) が設立され、これらの全体を合わせて、欧州金融監督システム (E S F S) が構築されました。このような仕組みの構築は二〇一一年までに終わっていました。

(単一市場と単一通貨を支えるEU金融規制監督体制)

EUは単一市場と単一通貨から成っており、現在のところ、単一市場にはEU二八ヶ国が加盟し、単一通貨には一九ヶ国が加盟しています。リーマンショックによって単一市場の枠組みが壊れたわけですが、その後、資料16ページにありますように、私が「ドラロジェール体系」と呼ぶ新しい金融規制監督体制が整備され、これが責任を持って単一市場の側の安定化を担保することになりました。

(2) EMU 2.0  
(EMUの基本に立ち返る)

二〇一〇年頃から始まったギリシャ危機によって、ユーロ圏諸国の非対称性、調整の不可能性が顕在化し、ユーロ圏は大きな傷を受けました。ア

アメリカなどが立ち直る一方、なぜEUだけが立ち遅れたのか、旧バージョンのEMUの制度設計(EMU 1.0)に立ち返って考えてみたいと思います。

一九八九年に取りまとめられた制度設計において、ユーロは、単に単一通貨を実現するための同盟ではなく、同時に経済同盟でなければならぬと言われていました。資料17ページにありますように、経済同盟は、単一市場、市場メカニズムを補強する競争政策、構造改善を目指す構造政策を含むとともに、財政政策を拘束する規則など、マクロ経済政策の協調を伴うものでなければならぬとされています。このような政策の協調が必要であると言われていたわけです。

しかし、それぞれのルールが非常に緩く、気がつきますと、ギリシャはうそをついてユーロ圏に紛れ込んでいました。各国を拘束する度合いが非

常に緩かったことに問題があったのではないかと、そういう反省が始まります。

(ユーロを支えるEUの制度強化の動き)

ギリシャ危機を受けて、当時のEU理事会常任議長ヘルマン・ファン・ロンプイがタスクフォースを作りました。二〇一〇年のタスクフォース報告書では、経済ガバナンスが弱過ぎたことに対する反省から、より厳格な財政規律、より広範な経済サーベイランス、より広範で強力な政策協調のためのヨーロッパアン・セメスターの枠組みなど、経済ガバナンスを強化するための施策が打ち出されました。これを受けて、欧州委員会自身がEMU 2.0と呼ぶ、強化された制度が二〇一一年からスタートしました。

EMU 2.0を理解するためには、各国のマクロ経済政策、財政を縛る、いわゆるヨーロッパアン・セ

マスターがどのようなものを理解しておく必要  
があります。

資料19ページをご覧ください。二〇一一年に、財政の持続可能性の強化、競争力の強化、雇用の促進に関わる協定が作られました。加えて、非常に重要な取り組みとして、EU六法パッケージ(Six Pack)が策定されました。ここでは、過剰な財政赤字への措置、財政のサーベイランス、構成国の財政フレームワーク、経済政策のサーベイランス、マクロ経済不均衡の予防と是正などが取り上げられています。また、二〇一二年には、EMUにおける安定・協調、ガバナンスに関する条約が作られ、均衡財政、経済政策の協調・収斂が求められることになりました。さらに、ユーロ参加国を含むEU加盟国の監視・評価のため、EU二法パッケージ(Two Pack)が策定されました。

EUは、各国の財政を取り上げて、大きなEU

財政を背景として財政移転を行うのではなく、既存の小さなEU財政を前提として、各国の財政、マクロ経済政策を縛るという方法でEMU 20に移行していきました。

#### (ヨーロッパ・セメスター)

各国の財政、マクロ経済政策の縛り方については、既にいろいろな研究があり、日本でも紹介されておりますが、以下で簡単に御説明します。資料18ページの表は、現在行われているヨーロッパ・セメスターを整理したものです。

ヨーロッパ・セメスターにおいては、欧州委員会、経済財務相理事会(ECOFIN)、ユーロ圏財務相会合(ユーログループ)、欧州理事会、EU構成国、欧州議会などの主体が関係してきます。前年一月に、欧州委員会が年次成長概観(AGS)と警告メカニズム報告書(AMR)

を出します。E C O F I Nとユーログループはこれらについて審議し採択します。欧州委員会は、EU構成国と個別会合を行い、三ヶ月ほどかけて国別分析報告書を作成します。これを踏まえて、各国は、四月に国別改革案と安定化プログラム（ユーロ圏）又は収斂プログラム（非ユーロ圏）を提出します。さらに、これに基づいて、五月ないし六月に欧州委員会から国別勧告（C S R）が出されます。C S Rは、E C O F I Nで討議され、欧州理事会の承認を受けて、ユーロ圏諸国の次年度予算案に反映されることとなります。つまり、EUとEU構成国がボールをやりとりしながら、最終的には構成国の予算を縛っていくということになるわけです。

#### （M I Pスコアボード）

資料20ページの表は、マクロ不均衡是正手続き

（M I P）で出された二〇一三年のスコアボードです。左半分が対外的な不均衡と競争力の指標、右半分が国内不均衡の指標です。

対外的な指標としては、経常収支、対外債務、実質実効為替相場、輸出シェア、単位労働コストが挙げられています。対内的な指標としては、住宅価格、民間債権・債務、政府債務、失業率、金融部門の負債が挙げられています。

ユーロ圏と非ユーロ圏ではハードルの高さが異なりますが、それぞれについて一定のハードルを課して、それに満たない国についてはグレーの網がかかっています。これを踏まえて、C S Rにおいて、問題がある分野について指摘がなされることになっています。

従来、経常収支赤字を出している国を中心にチェックしてきたわけですが、現在では、経常収支が黒字のドイツのような国もチェックすること

とされています。

財政については、例えば日本の場合、中央政府が大きな財政を持っており、一人当たりGDPも、日本の平均を一〇〇としますと九州南部の県で七〇台の水準です。日本では、国の財政を通じてこうしたエリアへの一方的な移転が生じて誰も文句を言いません。

EUの場合も、EUレベルの財政を大きくしますと、豊かな国から貧しい国に一方的に財政資金が流れ続ける可能性があります。受け取る側の国は文句を言いませんが、ドイツ、フィンランド、スウェーデンなど、流す側の国が文句を言いますのでそのようなことはできません。そこで、各国の財政を前提に、ユーロ危機を起ささないため、財政運営及びマクロ経済運営についてチェックを行うことにしたものです。

(EU構成諸国の域内マクロ不均衡の現状)

資料21ページの表は、本年二月に出された最新の国別分析報告書です。これによって、大きな問題がある国が毎年特定されることになりました。

上の方から、フランスなどのラテン系の国々、ドイツを中心とする国々、ポーランドなど広い意味でのドイツ圏、イギリスなど大陸諸国と距離を置いている北方の国々が並んでいます。ここには、ユーロ圏の国（\*を付した国）と非ユーロ圏の国が混在しています。以下では、私なりにヨーロッパ・セメスターの成績を整理していきます。

この表で星印が付いているのは、報告書で問題があると指摘されている是正対象国です。四角が付いているのは、EUによる金融支援プログラム対象国で、広範なサーベイランスの対象になっているところです。ポルトガルは、昨年まで四角が

付いていたのですが、金融支援が終わったため、今年からサーベイランスの対象になっています。

しかし、対象になった途端に最低の五点が付ければ、「特別な監視と断固たる施策が必要な過大な不均衡」が存在する国とされました。なお、星の数字は、最もひどいのが六（該当する国はありません）で、数字が小さくなるに従って不均衡は小さくなります。

星がついている国の数を見ますと、ヨーロッパ・セメスターの最初の二〇一二年は一二ヶ国でした。この他に、金融プログラム支援国が四ヶ国ありましたので、合わせて一六ヶ国となります。

同じように見ていきますと、二〇一三年が一七ヶ国、二〇一四年が一七ヶ国、二〇一五年が一八ヶ国に膨らんでいます。二〇一五年の金融支援対象国は二ヶ国で、金融支援は終わりつつありますが、不均衡を指摘された国は増えている状況で

す。

国の大きさも関係しますので、国の数だけで全体の不均衡を云々することは困難ですが、不均衡を指摘された国が増えていることは否定できません。具体的には、例えばフランスは競争力の低下や公的債務の拡大を指摘されています。イタリアも、高水準の公的債務と競争力の低下を指摘されており、しかも二年連続で五点が付けれられています。ドイツは、逆の側で、過少投資と経常黒字が指摘されています。指摘を受けた国は、改革案を策定して提出しなければなりません。

実は、このプロセスのもう一段上に、余りにもひどいとき、つまり、過大な不均衡が存在すると考えられるときは、GDP比〇・一%の制裁金が課されることになっていますが、そこまでいった国はまだありません。

なお、過剰な財政赤字が存在する場合は、是正

手続きを取ることが求められ、二〇一一年には、当時のEU加盟国二七ヶ国の内、二三ヶ国が対象国となっておりましたが、二〇一四年にはその対象国は一ヶ国まで減少しました。したがって、EU諸国の財政危機は去ったと言えます。

しかし、もう少し広い指標に基づいて、競争力やマクロ不均衡を見たときには、必ずしもEU域内の収斂が実現しているわけではないと言わざるをえません。これがEMU20の現状と言えます。

### (3) 真のEMUに向けた動き

#### (二〇一二年のスペイン銀行危機)

二〇一二年にスペインで銀行危機が発生しました。スペイン第四の銀行であるバンクアが、バブルの崩壊で巨額の不良債権を抱えて行き詰ったことが契機となりました。そのときは、欧州安定機

構(ESM)が銀行に対して直接資金を注入する仕組みができていませんでした。このため、スペイン政府が銀行の支援に乗り出さざるをえなくなり、スペイン政府に対する信認が低下して、スペイン国債に金利プレミアムがつくような事態が生じました。政府と銀行が共倒れするネクサス型の危機に陥ってしまったわけです。

#### 『真のEMUに向けて』の概要)

スペインの銀行危機を受けて、銀行同盟という概念が出てきます。二〇一二年の暮れには『真のEMUに向けて』と題する報告書が公表され、欧州理事会で承認されました。

その概要は、資料24ページの表で整理したとおりです。ポイントの一つは、ネクサス型の危機を防止するため、統合された金融枠組みとして銀行同盟を作るということです。加えて、EU六法

パッケージ、EU二法パッケージ、ヨーロッパ・セメスターという形で進めてきた、統合された財政枠組みと経済政策枠組みを深化させ、二〇一五年以降、EU共通予算を基に国別ショック吸収機能を整備することが書き込まれました。

これ以前は、EMU1.0がベースになっており、銀行同盟のような考え方はどこにもありませんでした。二〇一二年になって、想定外の動きがスペインで起きたために、銀行同盟というものを新たに作ることにしたわけです。私どもも、単一通貨を維持する上で、銀行同盟が必要とは考えておりませんでしたので、全く予想外の展開でした。このような新たな取り組みは、EMU 2.0を超えたものなのです、EMU 2.1と名づけたらよいのではないかと思っています。

#### (欧州銀行同盟)

欧州銀行同盟の概要は、資料25ページのとおりです。これは、ニッセイ基礎研究所の伊藤さゆり上席研究員が整理されたものです。ここにもありますように、銀行同盟は、単一銀行監督機構(SM)と単一ルールブック、単一破綻処理機構(SRM)と単一破綻処理基金(SRF)、そして、単一ではなく調和化された預金保険制度の三本柱から成っています。発足時点では、幾つか完全に統合されない部分が残ったままで銀行同盟がスタートしました。

SRFについては、二〇一六年から八年間かけて、五五〇億ユーロを積み立てることとされました。また、ESMによる銀行への資金注入は、従来、政府を経由するものに限られていましたが、一定の条件の下で、銀行に対して直接行うことができるようになりました。

なお、銀行同盟の三つ目の柱である預金保険制度については、かつては最低限調和の原則に基づき、最低保証額を二万ユーロとし、それ以上のことは各国が自由に決めるというものでした。その後、二〇〇九年の修正指令で、最低調和原則が放棄され、保証額が一〇万ユーロに統一されました。さらに、二〇一四年には、破綻時の迅速な払い戻し、基金のあるべき規模、事前積立を基本とする積立方式、資金不足時の他国基金からの借り入れなどが定められました。ここまでは、各国別の預金保険制度が前提となっていました。この後で取り上げます『欧州におけるEMUの完成』においては、単一の預金保険制度の創設が提言されています。

### 三、『欧州におけるEMUの完成』によせて

（『欧州におけるEMUの完成』の概要）

『欧州におけるEMUの完成』は、本年六月に、EUの五人の首脳、すなわち、欧州委員会のジャン・クロード・ユンカー委員長、ユーロ圏首脳会議のドナルド・トゥスク議長、ユーログループのユルーン・ダイセルブルーム議長、ECBのマリオ・ドラギ総裁、欧州議会のマルティン・シュルツ議長の連名で出されました。域内の各種ダイバージェンスに由来するEMUの弱さを克服し、新たな収斂のプロセスを実現しようとするものです。ここでは、「深化した公正な真のEMU」を遅くとも二〇二五年までに完成させるためのロードマップが提示されています。分量的には

二〇ページ強の小さなレポートですが、五人の首脳の連名でまとめられたものですので、ここに書かれたことはほぼ確実に進んでいくと考えてよいと思います。

(ロードマップ)

具体的なロードマップは、資料32ページのとおりです。第一段階が二〇一五年七月から二〇一七年六月までの二年間です。それに続く第二段階が、遅くとも二〇二五年までの八年間です。

分野別に見ていきますと、経済同盟については、第一段階で収斂・雇用・成長の促進を図り、その後、第二段階で、収斂促進プロセスの公式化と強化を図ることとされています。

今回新たに打ち出された金融同盟については、銀行同盟の完成、資本市場同盟の開始、EU域内のマクロプルーデンス監督を行うESRBの強化

が含まれています。これらを第一段階の二年間でやっつけてしまおうという内容になっています。

財政同盟については、第一段階で欧州財政理事會を創設し、第二段階でユーロ圏マクロ経済安定化機能を創設することとされています。

最後は、政治的な分野です。第一段階ではヨーロッパ・セメスターを刷新し、欧州議会の関与を強化することが盛り込まれています。選挙で選ばれた議員で構成される欧州議会が関与することで、民主的な説明責任を果たし、正統性を確保しようとするものです。第二段階ではユーロ圏財務省を創設することとされています。

(経済同盟に向けて——収斂・繁栄・社会的結束)

資料34ページのとおり、経済同盟に関しては、第一段階で、ユーロ圏・競争力当局システムを整備するとされています。各国の賃金が労働生産性

を超えて極端に伸びないようチェックする仕組みを作るといふことです。さらに、M I P の強化、雇用と社会的安定性の重視、ヨーロッパ・セメスターの刷新と強化などが取り上げられています。

第二段階では、もう一歩踏み込んで、EU法で共通のスタンダードを作り、EUの共通目標を定めた上で、それに各国がコミットする形で収斂プロセスの公式化を図ることがうたわれています。

#### (ヨーロッパ・セメスターの強化)

ヨーロッパ・セメスターについては、資料35ページのとおりに、これまでの方法を改め、前年一月から二月までのEUレベルの検討プロセスと、三月から六月までの各国レベルの検討プロセスに分けることが提案されています。EUレベルの検討プロセスでは、欧州財政理事会、競争力当

局などの専門レポートを検討に反映させ、それに基づいてEU全体に関する勧告が取りまとめられます。したがって、今のヨーロッパ・セメスターと比較しますと、各セメスターの起点のところが全く新しいものになっています。また、国別の勧告を出すに当たっては、EUと各国が緊密に連絡をとることとされており、そうして取りまとめられた勧告に基づいて、各国は予算編成を行うこととされています。

#### (金融同盟に向けて)

金融同盟においては、資料36ページのとおりに、欧州預金保険制度(E D I S)の創設を含め、銀行同盟を完成させることとされています。ただし、新たな預金保険制度について、ここでは、単一の預金保険機構を創設するか、既存の預金保険の再保険制度を整備するかなど、具体的な制度設

計は今後の検討課題とされています。いずれにせよ、ヨーロッパレベルの預金保険制度の整備に言及している点で、二〇一二年の『真のEMUに向けて』と比べますと、大きく踏み込んだものとなっております。

加えまして、金融同盟の一環として、資本市場同盟を開始することがうたわれています。資料37ページをご覧ください。資本市場同盟については、本年二月にグリーンペーパーが公表され、その後、パブリックコメントが募集されました。この結果を踏まえて、今後、欧州委員会からアクションプランが出されますので、そこでもう少しはっきりした形が見えてくるだろうと思います。

資本市場同盟のポイントは三つあります。一つは、中小企業を含む全ての企業がアクセスできる資本市場を作ること、二つ目は、長期金融市場を整備すること、三つ目は、世界から投資を呼び寄

せると同時に、機関投資家及び個人投資家が投資しやすい環境を作っていくことです。UCITSと言われる集団投資スキームに関する指令の見直し、調達手段の多様化、市場の効率性の向上など、金融市場全体にかかわる問題が総花的に取り上げられています。

資本市場同盟は、真のEMUの完成に向けた取り組みとは別系統のものが混じったものと見た方がよいのではないかと思っています。完成時期を見ましても、真のEMUの完成が二〇二五年であるのに対して、資本市場同盟は二〇一九年となっております。これだけが単独で回っていくことになるように思われます。ユンカー欧州委員会委員長が、昨年一月の就任後に、三一五〇億ユーロの投資パッケージを打ち出しましたが、資本市場同盟は、これを支えるための金融インフラの役割を果たすことになるだろうと見えています。

(財政同盟に向けて)

財政同盟については、資料38ページのとおり、欧州財政理事会の創設、ユーロ圏マクロ経済安定化機能の創設などがうたわれています。後者については、まだ具体的な制度設計はなされておりませんが、最終的には、特定国に不均衡が生じた場合に、EU財政の一部を使ってマクロ経済を安定させる役割を果たそうとするものです。具体的な内容は、第一段階で創設される欧州財政理事会で検討されることになっており、現段階では明らかではありません。

#### 四、むすびに代えて

資料39ページをご覧ください。一九九九年から始まったEMU 1.0が問題を露呈し、二〇一一年以降、EMU 2.0の段階に入りました。その後、二〇

一二年のスペイン銀行危機を受けて、内容が強化され、EMU 2.1とも呼ぶべき段階に入り、二〇一四年以降、ユンカー欧州委員会委員長の下で、さらにEMU 2.2とも言える新たな強化策が打ち出されています。ここでは、国ごとの個別財政を前提としつつ、ヨーロッパ・セメスターを通じて各国の予算編成に介入し、あたかもヨーロッパ全体で財政が動いていくような仕組みを整えていくこうとしています。このような変革が真に実を結び、ユーロ圏の対称性と柔軟性を強化することができ、特に、域内で非対称的なショックが起きる可能性を大きく減じることが可能になるように思います。

時間がオーバーし、早口になってしまつて申しわけございません。これで私からの報告を終わりたいと思います。

御清聴、どうもありがとうございました。(拍

手)

**大前常務理事** 非常に限られた時間の中で、EMUについて、これまでの問題点と、これから取り組むべき課題について御説明いただきました。どうもありがとうございます。

最後の方は非常に急いで御説明いただきましたので、何かこれだけは聞いておきたいということがあるかもしれません。どなたかお一人、御質問いただけたらと思います。

**質問者A** ヨーロピアン・セメスターに関連して、資料21ページに、最近の査定の結果を整理した一覧表があります。ドイツに関しても、二〇〇四年と二〇〇五年は、監視と施策が必要な不均衡が存在するとされていますが、これに対してドイツは何か具体的な対応を行っているのでしょうか。

**岩田** 申し訳ありませんが、個別の対応状況までは見ていません。今後の課題として調べさせていただきます。指摘を受けて対応しなくても罰則はありませんが、各国は対応しなければならぬ立場にありますので、何らかの対応は行っていると思われれます。

**質問者B** 私はアメリカを専門にしておりますので、EUがいかに複雑で大変な領域かということはおわかりしています。一点だけ、最後に先生もおっしゃいましたが、資本市場同盟に関して少しお伺いしたいと思います。この構想はイギリスから出てきたもので、話としてはいかがなものかと思いつながら、お話を伺いました。昔、日本で、銀行の資金仲介ルートがだめになってきたので、資本市場を活用しようという発想で、間接金融から直接金融へということが言われたことがあります。これと似たようなところがあるように思います。

EUでは、お話にあったUCITS指令や金融商品市場指令(MIFID)などの厳しい金融規制が設けられています。一方で、規制を厳しくして市場をシュリンクさせる方向に持つていきながら、他方で、アメリカに近い資本市場を育成していこうとするのであれば、どこかで、今まで行ってきた規制を大幅に見直すことになる可能性もあるのではないかと思うのですが、その点についてのようにお考えになりますか。

**岩田** それはあると思います。これがイギリス発の構想であれば、イギリスの当局とブリュッセルのEU当局とのせめぎ合いの中で決まることになると思います。資本市場同盟に関するパブリックコメントにおいては、市場の効率性の向上に関連して、単一ルールブック、監督の一体化、市場インフラと証券関連法など、非常に広範な分野について意見が募集されました。また、金融へのアク

セスの改善、資金供給側の強化と多様化に関して、UCITS指令の見直しなども含め、さまざまな点について意見が募集されました。パブリックコメントで出された意見を踏まえて、実際にどこまで手をつけることになるかはわかりませんが、方向性としては、今おっしゃったようなことを考えているのではないかと思います。いずれにせよ、最後は、イギリスとブリュッセルのせめぎ合いの結果によって決まってくるのではないかと思います。

**大前常務理事** ちょうど時間が参りましたので、これをもちまして、本日の「証券セミナー」をお開きとさせていただきます。

岩田先生、どうもありがとうございました。  
(拍手)

(いわた けんじ 九州大学大学院経済学研究院教授)  
当研究所客員研究員

本格化するユーロ制度改革

（この講演は、平成二七年九月二一日に開催されました。）

岩田 健治 氏

略 歴

- 1960（昭和35）年 東京都生まれ  
1987（昭和62）年 東北大学文学部社会学科卒業（文学士）  
1990（平成2）年 東北大学大学院経済学研究科博士課程（前期）修了  
（経済学修士）  
1990（平成2）年 ロンドン大学（LSE）留学（91年まで）  
1993（平成5）年 東北大学大学院経済学研究科博士課程（後期）  
単位取得満期退学  
1993（平成5）年 東北大学経済学部 助手  
1995（平成7）年 博士（経済学）  
1995（平成7）年 福岡大学商学部 講師、助教授  
1999（平成11）年 九州大学経済学部（2000年より大学院経済学研究院） 助教授  
2004（平成16）年 九州大学大学院経済学研究院 教授（現在に至る）  
2005（平成17）年 日本証券経済研究所客員研究員（現在に至る）

主な業績

- （単著）『欧州の金融統合 EEC から域内市場完成まで』日本経済評論社，1996年。  
（編著）『ユーロとEUの金融システム』日本経済評論社，2003年。  
（共著）『現代ヨーロッパ経済 第4版』有斐閣，2014年。  
（共著）『現代国際金融』（田中素香・岩田健治編著）有斐閣，2008年。  
（共著）『図説 ヨーロッパの証券市場 2012年版』日本証券経済研究所，2012年。

主な研究テーマ

EU（欧州連合）の金融・通貨統合。

所属学会等

日本金融学会（2004年5月～12年4月、14年5月より常任理事）、証券経済学会（2007年5月～12年5月 理事）、日本EU学会（1998年11月～理事、2010年4月～2014年3月 事務局長）、国際経済学会 他。日本学術会議連携会員（2011年10月～）。

E-mail : iwata@econ.kyushu-u.ac.jp

ホームページ : <http://www.econ.kyushu-u.ac.jp/~iwata/index.html>