＜財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」平成21年第５号（通巻第97号）2009年12月＞

誕生から10年を経たユーロ

―金融波乱を切り抜け，ユーロ圏を拡大―

クラウス・レグリング，セルファース・デルース，ラインハルト・フェルケ，
ポール・クートス[*1]

要　約

欧州経済通貨同盟（EMU）の最初の10年は大成功を収め，EMU参加各国に 大きな恩恵をもたらし，欧州統合プロセスを加速させた。しかし経済成長，インフレ，競争力，経常収支および予算収支の均衡の観点から見ると，EMU圏内の不均衡はこの10年間に拡大したうえ，今回の世界的な経済危機は，このような不均衡とその経済的影響を一層，浮き彫りにした。それでもなお，ユーロ参加国はその共同通貨に支えられて今回の危機を無事に切り抜けている。また，危機をきっかけとしてEMUが崩壊するという見解は新しいものではなく，説得性にも欠ける。だが今回の危機から学ぶべき教訓がある。すなわちEMU参加国は互いの政策協調を改善し，構造改革を加速すべきである。また，金融市場を監督する枠組みを強化する必要がある。さらに，対外的な代表制を整備しなければならない。今回の危機によりEMUの魅力が高まったため，欧州連合（EU）加盟国のうち，いまだEMUに参加していない国については，次の10年間に加入が見込まれる。

キーワード：ユーロ圏，ユーロ，欧州経済統合，ユーロ圏拡大，世界的な金融・経済危機，ユーロ脱退
JEL Classification：E58，E66

Ⅰ．序論

欧州経済通貨同盟（EMU）の最初の10年は華々しい成功を収め，EMU参加国に 大きな恩恵をもたらした。ユーロ圏ではこの間に，マクロ経済状況が著しく安定化し，貿易が促進されたほか，特に金融統合が実現した。しかし経済成長，インフレ，競争力，経常収支および予算収支の均衡の観点から見ると，EMU圏内の不均衡はこの10年間に拡大したうえ，今回の世界的な経済危機は，このような不均衡とその経済的影響を一層，浮き彫りにし，課題を明確にした。

現在の世界的な金融・経済危機は，EMUを試す厳しい試練と言えよう。他の先進経済地域とまったく同様に，ユーロ圏も現在，かつて経験したことのない深刻な景気後退の最中にある。だがEMUが最初の10年に成し遂げた成果

＊1　欧州委員会経済財務総局。
この論文は執筆者たちの純粋に個人的な見解であり，必ずしも欧州委員会の見解を示すものではない。

によって，ユーロ圏およびその加盟国は現在，直面している真の試練の時を乗り切る態勢を，かつてないほど万全に整えている。これまでのところ，ユーロ参加国はその共同通貨に支えられて今回の危機を無事に切り抜けている。また，危機をきっかけとしてEMUが崩壊するという見解は，新しいものではなく，説得性にも欠ける。さらに，今回の危機により，EMUの魅力は落ちるどころか，かえって高まり，EU加盟国のうち，いまだEMUに参加していない国の大半は，近い将来のユーロ導入に強い意欲を示している。しかしユーロ圏内の加盟国にとって，ユーロの導入は万能の解決策ではない。

今回の危機から学ぶべき重要な政策上の教訓がある。すなわちEMU参加国は互いの政策協調を改善し，構造改革を加速すべきである。また，金融市場を監督する枠組みを強化する必要がある。さらに，対外的な代表制を整備しなければならない。必要な政治的意思があれば，今回の危機はユーロ圏における経済協調および監督をさらに深化させ，さらに拡大させる決定的なきっかけになり得る。

第２章では，欧州委員会が発表した影響力のある報告書『*EMU@10: Successes and Challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*』[1)]（EMU@10: 10年を経た経済通貨同盟の成功と課題）を主な拠り所として，最初の10年におけるEMUの主な成果と欠陥を概観したうえで，EMUの円滑な機能に関連する主な課題を明らかにする。これらはいずれも，今日の世界的な危機発生の遥か以前に，すでに察知されていたものである。第３章では，「ユーロが欧州における危機の伝播を進めたのか否か，またどの程度まで危機から守る役割を果たしたのか」という問題を検討する。第４章では，最近のユーロ圏参加による実績を振り返り，ユーロ圏のさらなる拡大の見通しについて考える。第５章では，ユーロ圏のさらなる機能と発展についての分析から，教訓を導き出す。

Ⅱ．ユーロの最初の10年：成功か「Yes」，万能の解決策か「No」

1999年１月１日，欧州連合[2)]の加盟11カ国が取消不能の形で，相互の為替レートを固定した。その瞬間，現金によらないすべての取引を対象にユーロが誕生した。３年後，ユーロ硬貨および紙幣が導入され，ユーロ圏の加盟国は自国の通貨を永久に放棄し，ユーロが唯一の法定通貨となった。1999年以来，EU加盟国のうち，さらに５カ国がユーロ導入条件を満たし，ユーロ圏入りした。すなわち，2001年にギリシャ，2007年にスロヴェニア，2008年にキプロスとマルタ，2009年初めにスロヴァキアがそれぞれ加わったのである。現在，３億2,000万人を超える欧州の市民が，単一通貨としてユーロを使用している。

EMU発足およびユーロ導入により，欧州統合プロセスは，歴史的な躍進を遂げた。最終決定がなされる前に，この単一通貨の実現可能性または望ましさについて，学術的および政治的な討論が活発に行われ，時には物議を醸した。ユーロ支持者は，この単一通貨を欧州の単一市場にとって極めて重要な要素とみなしていた。一方，これに批判的な経済学者らは，ユーロ圏

1）欧州委員会（2008年）
2）オーストリア，ベルギー，フィンランド，フランス，ドイツ，アイルランド，イタリア，ルクセンブルグ，オランダ，ポルトガル，およびスペイン。

が最適通貨圏になり得ない点を指摘した。単一通貨導入から10年が経ち，懐疑論者はみな面目を失ったが，極めて楽観的な単一通貨提唱者のなかにも，失望する者が現れた。以下の節では，ユーロ導入前に広まった主な期待を概観するとともに，ユーロが最初の10年間に，いくつかの主要な政策分野に渡って及ぼした影響を検討する。

Ⅱ－１．ユーロ導入前における当初の期待

EMUは過去のマクロ経済的状況の不安定さを是正する対応策として発足した。1957年のEU発足時，加盟国は貿易のための「共通市場」を構築することに専念した。しかしやがて，この圏内市場のさらなる発展と欧州経済の実績向上を実現させるためには，より緊密な経済・金融協力が不可欠であることが明らかになった。欧州の政策立案者たちは1970年代および1980年代に発生した経済・為替市場の混乱に促され，マクロ経済状況の安定性を確実なものとするために，かつ「単一市場」の崩壊を避けるために，具体的な措置を講じた。独自の単一通貨を持つ全面的な金融統合を達成するという政治的決断が，1992年調印の欧州連合条約（いわゆるマーストリヒト条約）に記された。

単一通貨の支持派は「為替リスクを取り除けば，取引コストの削減およびクロスボーダーな貿易と投資の安全性の向上につながるため，規模の経済が生まれ，競争が刺激される。この結果『単一市場』の促進および経済福祉水準の引き上げが実現する。また，安定性志向の適切なマクロ経済政策の枠組みと一体化させれば，ユーロはユーロ圏全域のマクロ経済状況のさらなる安定化に貢献する」と論じた。さらに，ユーロ圏全域の競争を刺激するとともに，経済的な不均衡を是正する緊急手段として実施される通貨切り下げを一掃すれば，国内の生産性，競争力および経済成長の促進を目的とする構造改革を推し進めようという強い動機が生じることも期待された。当初それほど高く評価されていなかった点は，「単一通貨の創設とこれに伴うマクロ経済状況の変動性の低下により，資本コストが削減され，金融市場統合に向けた動きが加速する。この結果，さらなる成長効果が生じる可能性がある」という視点であった。最後に，単一通貨を導入すれば，国際水準で見た欧州連合の対外的な役割が活性化され，グローバル経済におけるEUの存在力が強化されることが期待された。

しかし学会における事前評価の大多数は，ユーロの将来性[3)]について，むしろ懐疑的な見方を崩さなかった。主に疑問視された点は，「単一の金融政策が各国特有のショックに対処できるか」，および「中央集権化された金融政策と，各国に委ねられた財政政策を，効果的に併用できるか」という二点であった。加盟各国における経済状況の違いを背景に，「国による金融政策と為替レートを廃止すれば，各国特有の混乱を是正する対応策が十分に機能しなくなる」と論じられた。引き続き加盟各国に委ねられる財政政策については，財政浪費への懸念が広まった。「加盟各国が他の加盟国の安定化努力に便乗する恐れがあるため，集団レベルで見ると財政および金融政策の間に緊張が生じる」と論じられたのである。最後に「国レベルで見ると，実質金利が景気循環に連動するようになる。つまり好景気のインフレ上昇時に実質金利が下がり，景気後退期にはこれとは逆の動きを示すため，景気循環ショックを自然に調整するメカニズムが機能しにくくなる[4)]」と論じられた。欧州においては，賃金や価格の伸縮性といった代替メカニズム，およびユーロ圏内の労

3）よくまとめられた概要についてはButi and Sapir（1998年）および（2002年）などを参照。またユーロ誕生前に，米国の経済学者らがユーロに対してどのような立場を取っていたかに関する調査については，Jonung and Drea（2009年）を参照。

4）最後に挙げたこの点は，いわゆる「Walters' critique」（ウォルターズの批評）に言及している。Walters（1986年）を参照。

働力移動は，相対的に弱いとみなされるか，または連邦財政移転の場合には，望ましくないとみなされていたのである。

Ⅱ－２．最初の10年は成功裏に推移

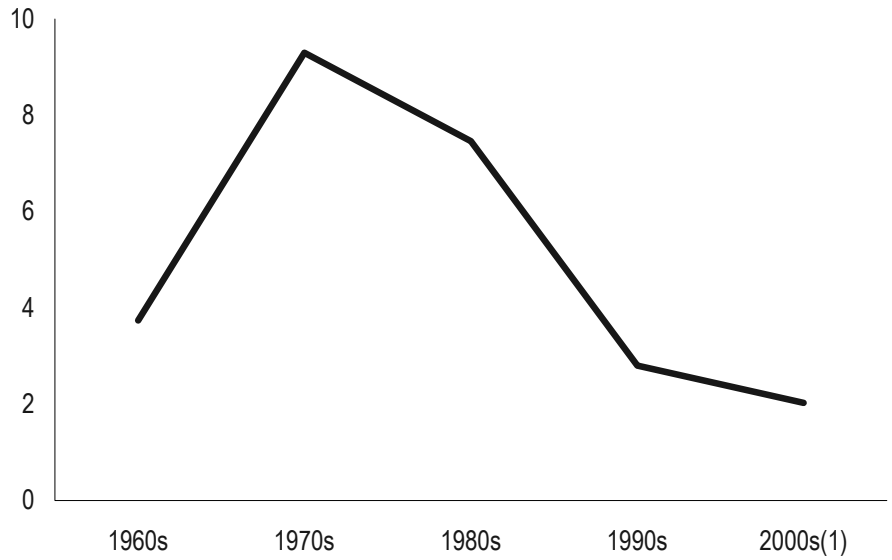
EMUおよびユーロの数々の成果を鑑みれば，初期の批判派の予測が誤っていたことが概ね実証される。

Ⅱ－２－１．マクロ経済レベルでの検証

第一に，EMUは欧州の中にマクロ経済状況が安定した一帯を創設し，価格安定性と借入コストの低下をもたらした。ユーロ誕生前は欧州以外の地域の通貨問題が引き金となり，欧州内の為替レートが変動する事態がしばしば見られたが，ユーロの誕生によりこのような手痛い為替変動に終止符が打たれた。ユーロ圏内のインフレ実績を見ると，マクロ経済状況の安定性の達成という観点から，この制度的立ち上げが一応の効果を発揮したことが明らかになる。ユーロ圏における最初の10年間の平均インフレ率は，欧州中央銀行（ECB）が価格安定性のベンチマークとしている「２％に近いが２％以下のインフレ年率」とほぼ同水準であった（グラフ１）。このインフレ実績は，過去数十年のインフレ率に比べると，確固とした改善を示すものであり，これに伴い，価格変動も大幅に縮小した。標準偏差を用いてインフレ変動を測定した結果，ユーロ誕生以降は，この期間に匹敵する戦後の他のいかなる期間よりも安定している。おそらくさらに重要な点は，ECBが比較的短期間に，極めて安定したインフレ期待を醸成し，高い信頼性を獲得したことと言えよう。10年前には，ECBは新設されたばかりの機関であり，評判と信頼性を示せる実績がなかったことを考えれば，この成果は注目に値する。全体的な安定性は，さらに長期金利の低位安定化にも示されている。したがって金融統合は，欧州全域にわたる安定性の基盤を固めることに成功し，単一通貨がこの成果に重要な貢献を果たしたのである。

このようなEMUにおけるマクロ経済状況の安定性を，財政政策が支援した。財政再建が著しく進展した結果，対GDP比で見た財政赤字

グラフ１　ユーロ圏のインフレ実績（単位：%，10年間の平均値）

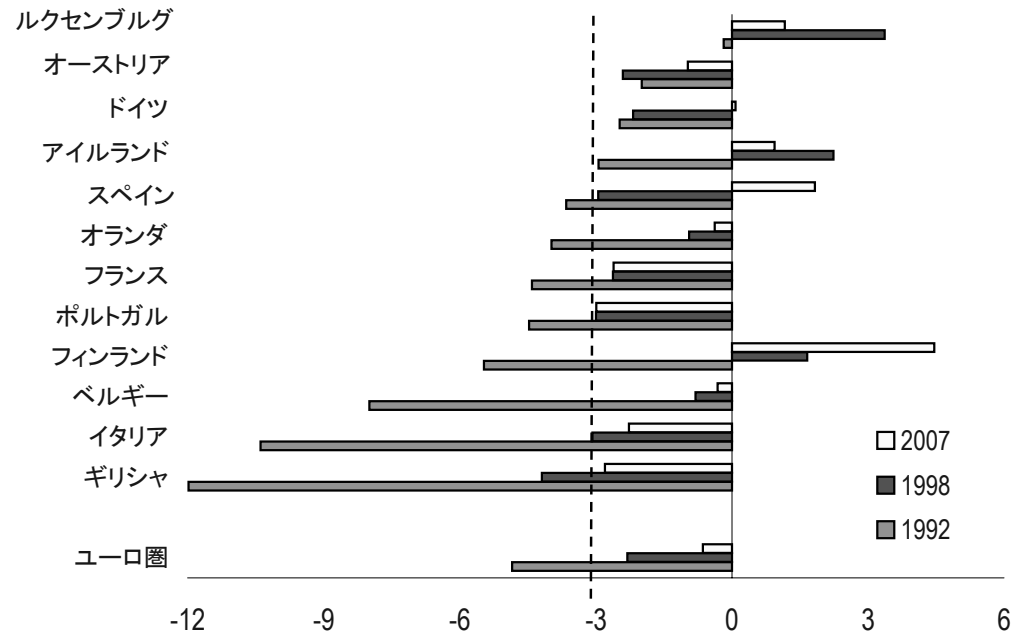


（１）EMUの第３段階開始時以降の期間に相当。このうち最後の２年間は予想値である。
出典：欧州委員会

は1980年代および1990年代の平均４％から，2007年にはわずか0.6％にまで低下した。しかし常に順風満帆というわけではなかった。2000年代の初めには赤字額が増加し，調整メカニズムの効果が疑問視された。このようなEMU初期の経験をもとに，2005年に安定・成長協定（Stability and Growth Pact，略称SGP）が改定された結果，加盟各国間の財政政策の協調が向上した。総じて，EMU発足前と比較すれば，景気循環的な財政政策が影を潜めた。その結果と，ここ数年の税収が予想外に膨らんだことが相まって，2007年にはユーロ圏のすべての国が財政赤字を対GDP比３％以内に抑えた（グラフ２）。

またEMUはユーロ圏各国における景気循環のシンクロナイゼーション（同期化）にもつながった。実際，表１が示すように，EMU発足以来，ユーロ圏内の景気循環の平均相関は上昇基調にあり，現在の同相関は，ユーロ圏と米国またはユーロ圏と日本との相関を上回っている。さらに，EMU発足により，マクロ経済状況に弊害を及ぼすショックに対するユーロ圏の回復力も向上した。この結果，ユーロ圏は９月11日のテロ攻撃やドットコム・バブルの崩壊

グラフ２　財政状況の進展（単位：GDP比率%，1992年，1998年および2007年）



出典：欧州委員会サービス部門

表１　ユーロ圏内における連続景気循環の平均相関

GDP	-	1989-1998	1999-2008
	-	0.56	0.6
IP	1978-1986	1989-1997	1999-2007
	0.48	0.59	0.61

出典：欧州委員会サービス部門

をはじめ，様々な事件の経済的影響を克服できるようになった。実際，2000年代初めの景気後退は比較的軽度で済み，以前の景気後退に比べると景気の底も浅く，マイナスの生産ギャップの状態もより迅速に解消された（表２）。これはある程度，世界的な「中庸の徳」に起因すると考えられる面もあるが，ユーロ圏で導入された安定性志向のマクロ経済政策の枠組みそのものが，貢献していることも間違いない。

おそらく最初の10年間におけるEMUの最も目に見える成果は，ユーロ圏において1,600万人という壮大な規模の雇用が創出されたことだろう。ユーロ圏の雇用は，米国など他の先進経済国や地域を上回るペースで拡大した。このような改善の背景にあるのは，加盟国（の一部）がリスボン戦略に基づき実施した労働市場および社会保障体制の改革や，EMUの協調・監督の枠組みのほか，ユーロ圏のほとんどの国を特徴づけている適度の賃金水準である。表３では，1989年～1998年および1999年～2008年の両期間におけるユーロ圏のマクロ経済指標の実績値をユーロ圏外の主なEU加盟国および米国との比較において概観している。

Ⅱ－２－２．ミクロ経済レベルでの検証

ユーロは「欧州単一市場」の支えとなり，ひいては消費者の福利向上に貢献した。この単一通貨が競争を促進し，市場の流動性と透明性を高め，規模の経済とその範囲の拡大を実現したことを背景に，金融および資本市場の収斂が加

表２　景気後退の深刻さを示す２つの指標

	1980代	1990代	2000年代	平均
供給超過が続いた四半期数				
ユーロ圏	26	26	16	23
米国	11	27	15	18
マイナスの生産ギャップが続いた期間の超過量合計（単位：GDP比率%）				
ユーロ圏	-7.6	-5.8	-2.7	-5.4
米国	-8.5	-7.1	-3	-6.2

（１）1980年Ｑ１，1991年Ｑ４および2000年Ｑ４の各ピーク後の景気後退。マイナスの生産ギャップが続いた期間の超過量合計は，生産量が潜在的生産力を下回る期間の生産損失額の累計を測定している。

出典：欧州委員会（2008年）37ページ

表３　マクロ経済指標の実績値

		期間平均					
		ユーロ圏		デンマーク、スウェーデン、英国		米国	
		1989～1998	1999～2008	1989～1998	1999～2008	1989～1998	1999～2008
実質GDP	変化率%	2.2	2.1	2	2.7	3	2.6
一人当たりの実質GDP	変化率%	1.9	1.6	1.7	2.2	1.8	1.6
一人当たりの実質GDP	指標、米国＝100	73	72	74	76	100	100
雇用	変化率%	0.6	1.3	0.1	0.9	1.5	1
労働生産性	変化率%	1.9	0.8	1.9	1.8	1.5	1.6
失業	労働力比率%	9.3	8.3	7.9	5.2	5.8	5
インフレ率	%	3.3	2.2	3.4	1.7	3.3	2.8
財政収支	GDP比率%	-4.3	-1.7	-3.6	-0.9	-3.3	-2.5
公的債務総額	GDP比率%	68.6	68.6	48.7	43	67.8	60.7
長期金利	%	8.1	4.4	8.6	4.9	7.1	4.8
実質長期金利	%	4.7	2.4	4.2	3.3	4.3	2.4

出典：欧州委員会サービス部門，経済協力開発機構（OECD）

速した。自由化の進展および技術革新とともに，またリスク分散の可能性の向上および資本資源配分の効率性の向上とともに，ユーロの功績も認められる。EMUが金融統合に及ぼした最も直接的かつ広範な影響は，ユーロ圏における無担保コール市場およびデリバティブ市場で実感された。ユーロの誕生とほぼ時を同じくして，インターバンク預金とデリバティブ契約にかかる金利が，ユーロ圏全域で同圏内のベンチマークである欧州銀行間貸出金利（Euro Interbank Offered Rate，略称EURIBOR）およびユーロ建て無担保コール翌日物加重平均（Euro Over-Night Index Average，略称EONIA）に全面的に収斂した。ソブリン債についての報告書（Japelli and Pagano（2008年），ECB（2009 年b），およびSchulz and Wolff（2008年））で十分に立証されているとおり，債券市場の統合も順調に進んだ。一方，株式市場の統合に向けたEMUの影響は，他の資産市場と比較すれば，それほど顕著とは言えない。だが，ユーロ圏における株式市場の統合は特にユーロ導入以来，世界水準で見ると他の地域よりも迅速に進んでいるという兆候が認められる（Adam et al.（2002年）などを参照）。

ユーロ圏内の為替リスクを完全に解消した結果，価格の透明性が向上し，貿易促進につながった。このことが，取引コストの削減および競争圧力の増大と相まって，ユーロ圏内における貿易の流れの増加に貢献したことは間違いない。例えば『2009 SNS Economic Policy Group Report』（SNS経済政策グループ報告書2009年版）によると，1999年以降のユーロ圏内における貿易は，それ以前と比較して平均24%増加したが，ユーロ圏と圏外諸国との貿易の増加は約12%増にとどまった。ユーロの存在が，より多くの企業を自社製品の輸出に向かわせた結果，より多くの製品が市場に出回るようになり，ひいては消費者の選択肢と利便性が向上した。輸出価格の変動率が低下し，また，価格の透明性が高まったことで，各国市場の間の価格差が縮小した。ユーロによる効果と，他の統合推進政策による効果を区別することは困難だが，最も控え目に見積もった場合でも，ユーロによる貿易へのポジティブかつ「独占的」効果は，GDPの約２％に相当する（Baldwin et al.（2008年））。

ユーロはユーロ圏内における外国直接投資（FDI）およびユーロ圏外とのFDI双方の流れに有益な効果をもたらした（Petroulas（2006年）およびFoad（2006年））。Baldwin et al.（2008年）も，EUおよびユーロ圏メンバーシップが，FDI推進効果をもたらしたことを実証している。Baldwinらによると，ユーロを導入した結果，ユーロ圏外からのFDIも促進されたが，この効果はユーロ圏内の同様の効果の半分程度に過ぎなかった。さらにユーロは，大企業および中小企業による国内外での合併・買収（M&A）活動を助長したが，中小企業への当該効果は，クロスボーダーなM&A活動に偏重していた。Coeurdacier et al（2009年）によると，ユーロによる当該効果は，製造業の同一セクター内におけるM&A案件に対して，極めて強く作用する。

Ⅱ－２－３．ガバナンス面

ユーロの誕生は，安定性志向の経済政策の枠組み（「経済金融同盟（EMU）」中の「経済（E）」）の設置に支えられ，ユーロ圏全域の政策と国内政策の協調を組み合わせるという独特な（*sui generis*）ガバナンスの枠組みを創設した[5)]。最も重要な点は，独立した中央銀行が創設され，その第一の任務を価格安定性の確保に置いたことである。EMUを円滑に管理する共同責任を示す目的で，財政上のガバナンスが強化された。財政の持続可能性と安定性を向上させるうえで，「安定・成長協定（Stability and Growth Pact，略称SGP）」および「過剰財政赤字手続き（Excessive Deficit Procedure，略称

5）Eichengreen（2008年）も参照。

EDP)」が，決定的に重要な役割を果たしている。最後となるが重要な点は，ユーログループという非公式組織の創設により，経済協調が強化されたことである。各国の財務大臣，ECB総裁，および欧州委員会の代表が，このユーログループの場で意見を交換し，重要な政策決定に備えている。

ユーロとその政策の枠組みは，ユーロ圏の安定性と繁栄に貢献したが，現在の経済・金融危機によって，来るべき新たな課題に対処するためには，欧州の経済面でのガバナンスをさらに強化していく必要があることが浮き彫りにされた。

Ⅱ－２－４．対外面

ユーロは世界の経済・金融環境に変化をもたらした。米ドルに次ぐ，世界第２位の重要な国際通貨として，速やかにその地位を確立した。ユーロの誕生により，官民合わせて国際的な投資家は資産配分を，借り手は資金調達源を，それぞれ多様化する可能性を手に入れた。国際通貨が果たし得る主な機能のうちの多くの点で，現在のユーロは，10年前のレガシー通貨（ユーロ導入前に使われていた各国通貨）を合わせたステータスを凌駕しているばかりか，さらにその地位を強化し続けている[6)]。世界の外国為替市場では，ユーロとドルの通貨ペアが最も活発に取引されている組み合わせであり，世界の総取引量の25％超を占めている。債券市場では，ユーロ建ての国際債券残高が，米ドル建ての同残高を超え，今や国際債券の世界ストックのほぼ50％がユーロ建てとなっている。欧州単一通貨はインボイスにも広く利用されているほか，ユーロ圏外の中央銀行の外貨準備高の重要な一部となっている。

ユーロ圏およびユーロの世界的役割の拡大をよそに，国際通貨基金（IMF）などの国際機関や，G7，G8，G20といった国際フォーラムにおける対外的な代表制の進展は，相変わらず断片的にとどまり，統合されていない。

Ⅲ．ユーロと今回の危機：問題の一部か，または解決策の一部か？

Ⅲ－１．今回の危機の概要再考

今回の金融危機は米国サブプライム市場の崩壊が直接の引き金であったが，その元を辿れば，世界的なマクロ経済レベルおよびミクロ経済レベルの双方において，様々な根本的原因と推進力が複雑に絡み合ったものと考えられる。潤沢な流動性と低金利が，今回の危機の主な基礎要因になっている。だが，金融革新，規制・監督上の格差，リスク管理の弱点，コーポレート・ガバナンスの失態，会計上の様々な欠陥が，過剰流動性と信用給与拡大によってもたらされた事態を増幅させ，加速させた[7)]。

今回の危機に至るまでの数年間，世界各国の金融政策はかなり緩和された状態にあった。2000年のドットコム・バブル崩壊の対応策として取られた金融政策が，その後の何年にも及ぶ流動性の過剰供給の原因を生んだのである。Taylor（2007年）が実証しているように，2001年半ばから2006年にかけ，米国の金融政策はテイラー・レートと比較して緩和され過ぎていた。Elmeskov（2009年）は，同じくテイラー・ルールに基づく推定レートをユーロ圏に適用し

6）欧州委員会（2008年，p117-32），および Papaioannou and Portes（2008年）を参照。

7）世界的な金融危機の主な要因について，大多数が広く支持する見解が現れた。今回の危機の要因に関する詳細な記述は，de Larosiere et al.（2009年），Issing et al.（2009年），欧州委員会（2009年c），および 金融安定化フォーラム（2008年）などを参照。本節はこれらの参照文献を根拠としている。

て，「今になってあらためて考えると，金利はユーロ圏においても，景気状況から判断して正当な水準をやや下回っていた」と結論づけている。

世界経済が1990年代以降，力強いマクロ経済成長を維持したため，「実質的にインフレなき高水準の成長が恒久的に可能である」という幻想が醸成された。同時に，中国をはじめとする新興市場が，次第に世界経済に統合されていった結果，様々な商品価格に世界的な下押し圧力がかかるようになり，先進工業国では企業が自由に価格を値上げできる範囲が限定されるとともに，賃金の伸びが抑えられた。サービスや製品の価格においてと言うよりは，むしろ過剰流動性が信用供与を煽り，資産価格の急上昇と世界金融市場における不均衡の拡大をもたらした。

世界成長モデルは，米国での過剰消費と，中国や石油輸出国をはじめとする新興市場経済における過剰貯蓄を特徴とするが，このモデルが世界の流動性供給過剰をさらに増大させた。記録的な低金利を背景に，米国では可処分所得に対する個人貯蓄の比率が1990年の７％から，2005年および2006年には０％を下回る水準にまで落ち込んだ。消費者信用と住宅ローンが急速に拡大し，民間部門の全体的な債務水準が著しく増加した。米国における信用拡大の一部は，経常黒字を抱える新興経済国，特に中国からの膨大な資本流入によって賄われた。これら新興経済国の経常黒字は，固定相場制を背景に累積されたものだが，その資金が米国債をはじめとする低リスク資産に再投資された。その結果，利回り全体に下押し圧力が加わった。

高い流動性と低金利の組み合わせに，多くの主要市場における変動性の低下が加わった結果，投資意欲を刺激された投資家は，よりリスクの高い資産から得られるより高い利回りを求めるようになった。信用供与の得やすさと資産価格上昇プロセスが，デフォルト率を低く抑えるのに貢献し，ひいては低リスクの認識を強化した。その結果，リスクは体系的に誤って評価されるようになり，レバレッジは前例のない高水準に達した。この傾向はミクロ経済の側の数多くの要因によって助長された。

金融市場における著しい技術変化と商品イノベーションが何年にもわたり，より複雑な金融商品を生み出し，これらの新商品が世界中で購入された。ローンと資産の証券化，パッケージングおよびトレーディングが，銀行と顧客の関係を一変させ，貸し手が適切な融資基準を確保しようとするインセンティブが低下した。これらの新しい金融商品によって，市場参加者はより多くのレバレッジをかけることが可能となったが，それと同時に，個々の金融機関にとっても，また公的監督機関にとっても，リスクを管理するうえで重大な課題が課されるようになった。これら金融商品の複雑さと劇的な成長を背景に，格付け機関の評価に大きく依存する風潮が助長された。実際，格付け機関の中には，このような金融商品を設計し，奨励する機関も現れた。

激しい市場競争を背景に，金融機関のマネージャーを対象としたインセンティブの仕組みは，短期的なリスクを過剰に取ることを奨励するものであった。なぜなら短期的な成功が報酬の対象となる一方，問題は長い時間が経つまで表面化しなかったからである。

監督当局者は，オフバランスシート取引，新しい金融商品のリスク，信用供与モデルの変化が持つ意味合いと流動性リスクへの影響といった，関連する金融市場の様々な特徴に十分な注意を払わなかった。監督当局者も格付け機関も，市場の信頼がわずか一日で消滅しうるリスクが存在すること，また，ある種の金融商品はどんなに手ごろな値段であれ，売れなくなることに気づいていなかった。

おそらく最も重要な点は，監督当局者がグローバル・レベルでの視点を含め，マクロ経済上およびマクロ金融上の安定性という側面を十分に考慮していなかったことと言えよう。監督当局者は個々の機関の監視には実力を発揮したが，マクロの視点から節度あるリスクであるか

否かを評価することには慣れていなかった。その上，基本的に国境に沿って組織される監督体制では，グローバル・レベルでの相互連関は把握しにくかった。これは米国ばかりか，EUにも当てはまることであり，（１つには）規制・監督におけるクロスボーダーな協調の弱さを示している。EU特有の問題としては，中欧や東欧を含め，銀行のクロスボーダー取引が急拡大していた時に，金融規制・監督におけるクロスボーダーな協力が不十分であった点が挙げられる。

最後に，会計基準の景気循環的な影響力が予想以上に顕著であることが判明したため，会計基準が下方スパイラルに追い打ちをかけた。

周知のように，金融セクターから生じた危機は劇的に実体経済に波及した。米国で銀行破綻が相次いだのを受け，金融市場に対する信頼が失われ，実体経済への信用供与の流れが実質的に停止したため，危機が急激に深刻化したのである。市場センチメントが世界中で急低下し，また，数年にわたり世界規模で素晴らしい成長を続けていた生産と貿易は実質的に崩壊した。その結果，世界経済は2008年末までには，戦後で最も深刻かつ最も広域に及ぶ不況に突入した。

ユーロ圏は今回の危機でことさらひどい痛手を負った。欧州委員会の秋季経済予測によると，2009年のユーロ圏のGDPは約４％減少する見込みである。同時に発表された他地域の該当予測値は，米国が2.5％の減少，日本が5.9％の減少である。これをきっかけに，「ユーロ圏は危機の荒波を乗り切る準備ができているか，または今回の危機が欧州に波及する過程をユーロがさらに促進してしまったのか」という疑問の声が上がった。評論家のなかには，「通貨同盟がこのような試練の時を，はたして無傷で乗り切れるだろうか」と疑念を表明する者も現れた。

Ⅲ－２．ユーロが危機の波及を促進したか？　答えは「No」だが……

現在の一連の出来事によって，単一通貨の利点が明らかになるとともに，ユーロ圏内の政策協調を深めることのメリットが実証された。EMUの最初の10年の成果によって，ユーロ圏およびその加盟国は現在，直面している真の試練の時を乗り切る態勢を，かつてないほど万全に整えている。ユーロが欧州における危機の影響を制限し，いくつかの方法で安定をもたらしている。第一に，過去の金融危機時には為替レートと金利の乱高下が頻繁に発生したものであるが，今回の危機ではユーロ圏の加盟国の間ではユーロがこの混乱を防いだ。我々は過去の経験から，このような欧州内の通貨混乱が「単一市場」の機能にいかに打撃を与え得るかを知っている。第二に，第２章で論じたように，ユーロ圏における安定性志向のマクロ経済の枠組みが功を奏して，インフレおよび金利の水準と変動が低下したうえ，生産活動の変動も抑制された。第三に，大半の加盟国が近年，総じて赤字予算の統合に不完全ながらある程度の成果を上げたため，今回の危機では重要な安定化機能を果たせるだけの財政政策を取れる余地が生まれた。第四に，2007年の金融混乱の発生以来，欧州中央銀行は緩和的な金融政策スタンスを取り続け，流動性を巧みに管理してきた。これが功を奏し，インターバンク市場の状況が緩和され，先行き不透明なこの期間を通じ，インフレ期待が一定水準に維持された。最後に，EMUのガバナンスの枠組みは決して完璧とは言えないものの，ユーロ圏全域および欧州連合全体にわたり，政策措置の協調を促した。ユーログループおよびEU理事会（ECOFIN-Council）の全関係者が緊密な意思疎通を図ったことで，世界的な経済・金融危機に対処すべく，迅速かつ大胆な政策対応が促進された[8)]。

仮にユーロが存在していなかったら，今回の

8）「囲みコラム：経済・金融危機へのEUの対応」も参照されたい。危機の期間を通じたユーロ圏の政策の進展についての詳細な記述は，欧州委員会（2009年c）『Annual Report on the Euro Area』に掲載されている。

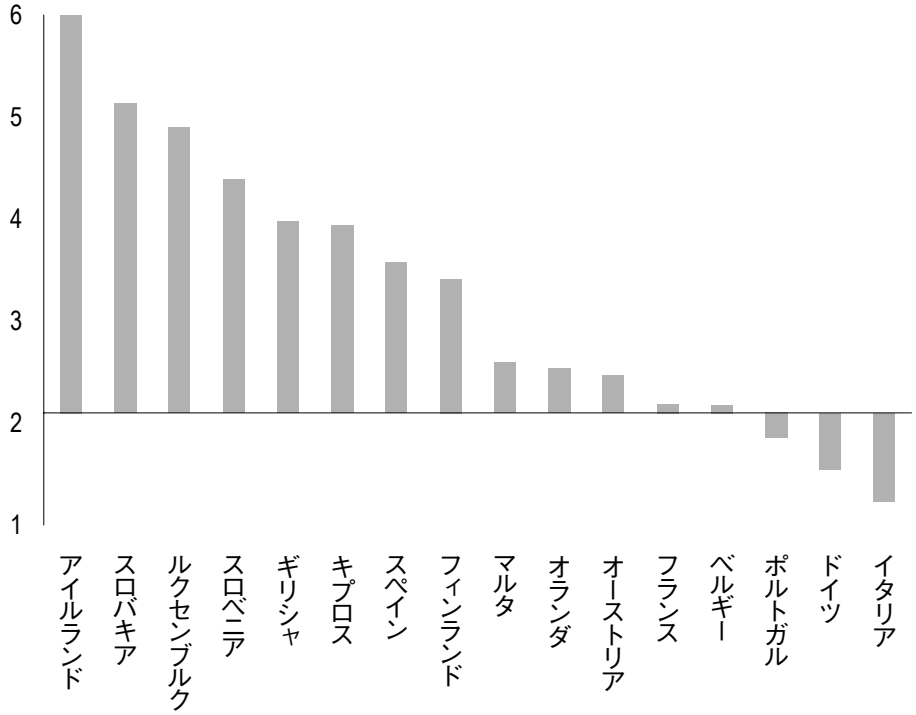
危機がユーロ圏でどのように展開したかについて，少し想像してみよう。協調問題は何倍の規模にも膨れ上がったことだろう。例えば欧州16カ国の中央銀行は，為替レートとインフレ期待を抑えようと試みる傍らで，米連邦準備銀行と通貨スワップについて交渉を進める努力を重ね，それと同時に，欧州の他の中央銀行と協調して流動性を提供しようと必死の努力をしなければならなかったはずである。

しかし今回の危機はユーロ圏の重大な欠点と脆弱性をも明らかにした。特に重大なマクロ経済上の不均衡を抱える参加国の脆弱性を露呈し，欧州の規制・監督体制およびクロスボーダーな危機を解消するための調整に，重大な欠陥があることを浮き彫りにした。

Ⅲ－２－１．ユーロ圏内不均衡の役割

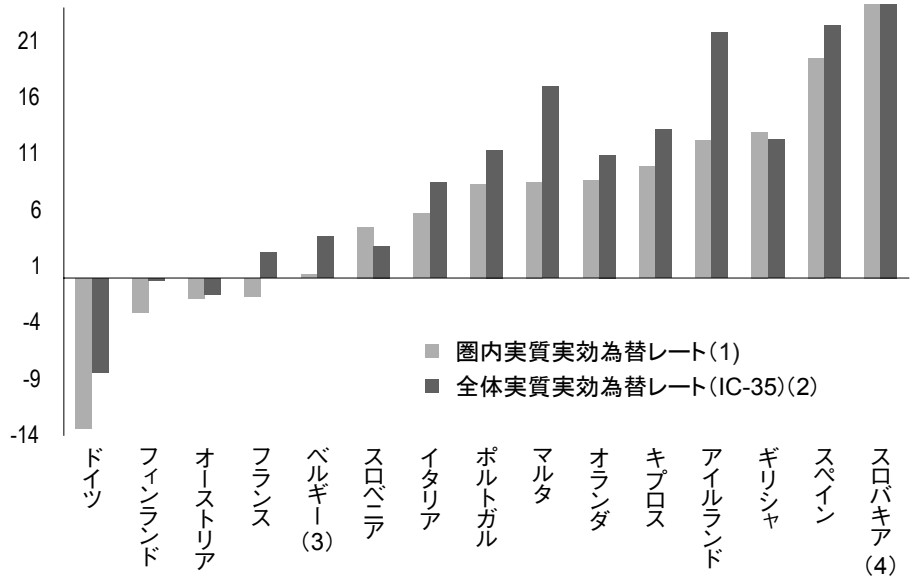
経常収支の著しい不均衡と競争力格差が累積した結果，ユーロ圏の加盟国の一部は，今回の危機に直撃されて，ことさら脆弱性を露呈した。実質金利の低さが一部追い風となり，ユーロ圏ではこの10年間，加盟国間の著しい成長格差が特徴的になっていた（グラフ３）。成長格差が概して通常のキャッチアップ・プロセスの一過程であるか，または人口増加の相違を反映するものである場合は，通貨同盟にとって先験的な（*a priori*）重要問題にはならない。しかし成長格差が長年にわたる競争力格差の結果である場合は，問題となり得る。ユーロ圏内における経常収支と実質実効為替レートの推移（グラフ４およびグラフ５）が示すように，ユーロ圏内の著しい競争力格差は，今回の危機発生時にも続いていた。欧州委員会が最近実施した調査では，加盟国を主に次の３つのグループに分類している。すなわち（１）多額の累積経常赤字を抱え，実質実効為替レートが著しく過大評価されている国（特にスペイン，ギリシャ，ポルトガル），（２）多額の経常黒字を確

グラフ３　実質GDP平均成長率（ユーロ圏平均との比較，単位：%，1998年～2008年）



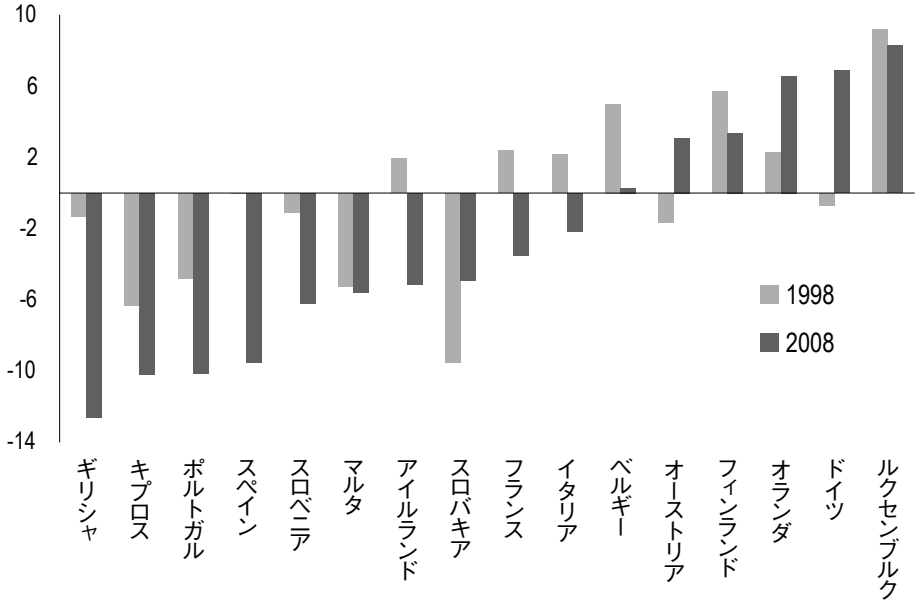
出典：欧州委員会サービス部門

グラフ４　実質実効為替レート（圏内および全体）の推移，ユーロ圏の加盟国（単位：%，1998年～2008年）



（1）他のEA国に対する実質実効為替レート（GDPデフレーター）（EA 16）
（2）他の先進工業国に対する実質実効為替レート（GDPデフレーター）（35）
（3）ベルギー＋ルクセンブルグ
（4）スロバキアはグラフの上限を超えている。実質実効為替レートの実際の上昇は68%（圏内），61%（IC35）。
出典：欧州委員会サービス部門

グラフ５　経常収支状況，ユーロ圏の加盟国（単位：GDP比率%，1999年～2008年）（1）



（1）ルクセンブルクを除いた全加盟国の国民勘定に基づき，貸付から借入を差し引いた純額（経常取引バランス）
出典：欧州委員会サービス部門

保し，実質実効為替レートが程度の差はあれ，過小評価されている国（ドイツ，オランダ，フィンランド，ルクセンブルグ，オーストリア），（３）輸出の低迷と輸出市場シェアの低下という憂慮すべき傾向がある国（ベルギー，アイルランド，フランス，イタリア）のグループである[9)]。ドイツは1999年以来，ユーロ圏の平均と比べて価格競争力を増し続けたが，当初好況に沸いた国々，例えばスペイン，ポルトガル，ギリシャに加えてアイルランドなどの相対的競争力は，次第に低下した。

価格競争力の格差は，一部の加盟国ではある程度，その国特有の生産性ショックへの賃金対応が不適切であったために拡大した。だが，一部の国では過剰な国内需要圧力に関連して，金融面およびマクロ経済面での不均衡が拡大したことも，価格競争力の格差につながった。このような不均衡の結果，経常赤字国では民間部門債務と対外債務がともに急増した（グラフ６）。これらの国の一部では，流入した資本のかなりの部分が生産的な投資に使われず，不動産セクターに投入されたため，資産価格の上昇と過剰な建設ブームを招くことになった。このような事態によって不均衡の深刻さが増している。これらすべての要因に加えて，ある場合には短期債務の積み上がりと大規模な金融セクターの存在によって，金融市場の突然の状況変化に対する脆弱性が高まった。

住宅価格が急落し，大幅な経済調整をやり遂げる必要があることに加えて，今回の危機により信用供与の縮小が引き起こされた結果，これら経常赤字国の経済見通しと国家財政は特に深刻な打撃を受けている。2009年（2010年）のアイルランドおよびスペインのGDPは，それぞれマイナス7.5％（マイナス1.4％），マイナス3.7％（マイナス0.8％）と予想される。対GDP比で見た経常赤字は，アイルランドがマイナス12.5％，スペインがマイナス11.2%に，それぞれ拡大すると予想される。だが今回の危機の影響を受けるのは赤字国だけではない。特に強力な輸出セクターを抱える黒字国のなかにも，経済の落ち込みという観点から，極めて深刻な打撃を受ける国もある。例えば2009年のドイツのGDPは5.0%の減少が予想されるほか，フィンランドはマイナス6.9%，オランダはマイナス4.5%が見込まれている[10)]。

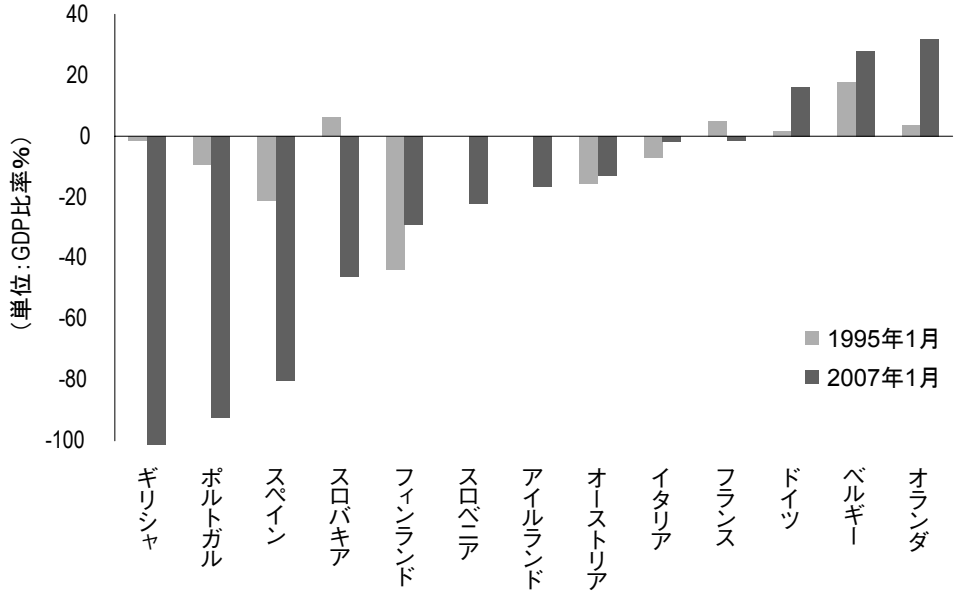
非ユーロ圏の加盟国の一部に見られる外貨建ての過剰借入，およびその潜在的影響も，ユーロ圏にとって悩みの種である。特にユーロ建てだが他の外国通貨建ても含めた対外債務が原因となり，中欧および東欧の多くのEU加盟国では，巨額の通貨ミスマッチとバランスシート・リスクが生じた。この債務のかなりの部分は持続不可能な不動産ブームの資金源として使われたが，この流れは現在，劇的な逆流に見舞われている。その結果，これらの国の一部は経済活動の急激な落ち込み，為替レートへの下押し圧力と深刻な国際収支問題に直面している。ユーロ圏の銀行が中欧および東欧にエクスポージャーを抱えていることから，これらの国の経済の進捗状況の影響が，特にユーロ圏の比較的小さな加盟国に及びやすくなっている。

Ⅲ－２－２．EUにおける金融市場監督体制の全面見直し

最後に，今回の金融危機により，EUの監督体制に欠陥があることが浮き彫りになった。今回の危機の発生とその規模は，米国のみならずEUの金融市場監督当局者にとっても不意を突かれる事態であり，既存の体制に深刻な限界があることが露呈された。国レベルとEUレベルの双方において，マクロの視点から節度あるリスクは，あまり重要視されなかった。たとえそのようなリスクが特定されたとしても，確実に是正措置を取らせるための効果的なメカニズムが存在しなかった。

9）ユーロ圏内の競争力の進展に関する，欧州委員会の特別報告書（2009年ａ）を参照。
10）欧州委員会（2009年ｅ），『European Economic Forecast – Autumn 2009』

グラフ６　外国資産のネットポジション，ユーロ圏の加盟国（１）（単位：GDP比率%，1995年～2007年）



（１）スロバキアは2006年のデータ
出典：欧州委員会サービス部門

欧州委員会は長年，「欧州の金融市場統合には，慎重な監督，危機管理および危機解消のためのクロスボーダーな取り決めの改善を伴わせる必要がある」と主張してきた。しかし，ユーロ導入から10年経った現在，高度な金融商品の汎欧州取引をはじめ，クロスボーダーな金融活動の重要性がますます高まっているにもかかわらず，監督体制は概して国境に沿って細分化された状態が続いている。EU銀行資産の約70%は，43のクロスボーダーな銀行グループによる保有資産である。2001年に始まったいわゆる「ラムファルシー・アプローチ」が功を奏し，EU金融サービス法の採択に至るプロセスが迅速化された一方，監督側の進捗状況は遅々としたものであった。例えば銀行の共通報告フォーマットについて合意に至ることはまったくなかった。たとえより優れた汎欧州監督体制が築かれていたとしても，それによって欧州が今回の危機を免れることはなかったかもしれない。だが，各国監督当局者の間で情報が十分にやり取りされず，また危機管理・解消のための堅固な体制も不在であったという事実によって，今回の危機の波及制限が容易になったことは断じてなかった。むしろこれにより，国境に沿った金融機関の再編着手が助長された。

以上の広く共有された状況診断に基づき，欧州委員会はジャック・ド・ラロジエール氏にEUの金融監督体制の全面見直しに向けた提案を行うハイレベル・グループの議長を務めるように要請した[11)]。同グループの報告に基づき，欧州委員会はド・ラロジエール議長の提言を具体的な法的措置に取り入れるプロセスを開始した。今回の危機から学んだ教訓を生かし，欧州委員会の提案では二重構造の監督体制を見込んでいる。この体制のもとで創設される組織には，欧州中央銀行総裁が議長を務める「欧州マクロプルーデンシャル・リスク・ボード」（仮称）および「欧州金融監督システム」（仮称）

11）de Larosière（2009年）を参照。

などがあり，後者は各国規制当局者の間の対立　　る[12)]。
を仲裁・解決するための強制力を持つ予定であ

囲みコラム：経済・金融危機へのEUの対応

EUはこの80年で最も深刻な世界的経済危機に迅速に対応した。金融市場の機能回復と経済支援のために，危機を阻止すべく様々な重要措置を講じた。中央銀行と政府は直ちに行動を起こした。ECBと他の中央銀行は金利を引き下げるとともに，インターバンク市場の機能停止を防ぐために，金融システムに潤沢な流動性を供給した。

リーマン・ブラザーズの倒産を受け，銀行倒産が相次ぐ恐れがあるというシステミック・リスクの不安に駆られ，各国政府は2008年10月，大胆な救済策を迅速に採択した。これらの救済策は広範囲にわたる保証スキーム，預金保証，資本注入を典型的に組み入れているが，場合によっては不良資産の買い取りや，銀行の一時的国有化も盛り込まれている。

実体経済が金融セクターに悪影響を及ぼし，それを受けた金融セクターが実体経済をさらに抑制するという下方スパイラルを防ぐために，迅速かつ断固とした行動が必要であった。そのため，欧州委員会は2008年11月26日に，欧州経済回復計画（European Economic Recovery Plan，略称EERP）を提案した。同計画は12月12日，欧州理事会により承認された。この回復計画の最優先課題は，金融システムへの全幅の信頼を確保すること，および今回の危機による実体経済への潜在的影響を軽減することである。同回復計画は２つの大きな柱から構成されている。第一の柱は，予算2,000億ユーロ（EUのGDP 1.5%に相当）にのぼる大規模な刺激策であり，需要喚起を目的とする。その内訳は，加盟各国による総額1,700億ユーロの追加予算，および緊急行動を支援するためのEUによる300億ユーロ相当の資金拠出である。第二の柱は様々な優先行動で構成されている。これらの優先行動はリスボン戦略に基づき，EU経済社会を長期的課題に順応させること，および潜在成長力向上に向け，構造改革を継続的に実施することを目的としている。EERPの初回評価によると，当該対策は有効かつタイムリーに実施されている。

最後に，EUは金融監督・規制体制の全面見直しに取り組んでいる。最も重要な点は，ド・ラロジエール報告書が，欧州におけるクロスボーダーな監督体制を強化し，かつ規制効果を高めるための基盤となっていることである。ド・ラロジエールが議長を務めたハイレベル・グループによる報告に基づき，欧州委員会は2010年内の新体制設置を視野に入れ，詳細な提案を欧州理事会および欧州議会に提出した。さらに，EU金融市場の規制体制改革に向けた包括的な取り組みも進行中であり，G20を背景としたグローバル・レベルで討論を進めている。

さらなる詳細は，欧州委員会の『Annual Report on the Euro Area 2009』を参照されたい。

12）５月27日付け欧州金融監督に関する欧州委員会の報告書（COM（2009年））

Ⅲ－３．ユーロは危機に対する防御策になっているか？　答えは「Yes」だが……

ユーロは危機に対する有効な防御策になっている。ユーロ圏の加盟国は特にECBの迅速かつ断固とした流動性管理から恩恵を受けた。金融市場に緊張が走った当初から，ECBは流動性管理の強硬措置を取ると同時に，非伝統的措置を通じて，銀行が確実に資金をリファイナンスできるように手段を講じた。

インフレ圧力の鎮静化を背景に，金融危機による実体経済への影響を緩和するため，ECBは2008年10月に主要政策金利を325ベーシスポイント（＝3.25%）引き下げ1.00%とし，以来2009年５月まで同金利を据え置いた。さらにECBは，供給量の上限を設けない固定金利の資金供給（この中には返済期間12カ月の長期リファイナンス・オペの導入が含まれる）を通じた流動性供給の強化や，担保基準の緩和，外貨建て流動性の供給，カバードボンドの買い入れなど，様々な非標準的な措置を実施した。これらの措置に見事に支えられ，ユーロ圏では短期金融市場（マネー・マーケット）もカバードボンド市場もともに通常の機能を維持した。ECBの一連の措置は，銀行が実体経済への資金供給を続けるために，中央銀行の資金供給オペを十分に利用できることを保証した。さらに，大きな流動性制約の発生が防がれ，システミック危機のリスクが軽減された。このことがユーロをすでに導入していた新加盟国を利した。マルタ，キプロス，およびスロヴェニアは，金融混乱の影響や流動性不足から概ね保護された。2009年１月にユーロを導入したスロヴァキアも，同様に金融危機の荒波を乗り切った。したがってユーロは，起こり得る流動性の制約を防ぐ傘の役割を果たしたのである。さもなければ，前述の新加盟国がユーロ導入前に使用していた比較的小規模で，相対的に信用力の低い通貨は，流動性の制約に直撃されていたことだろう。

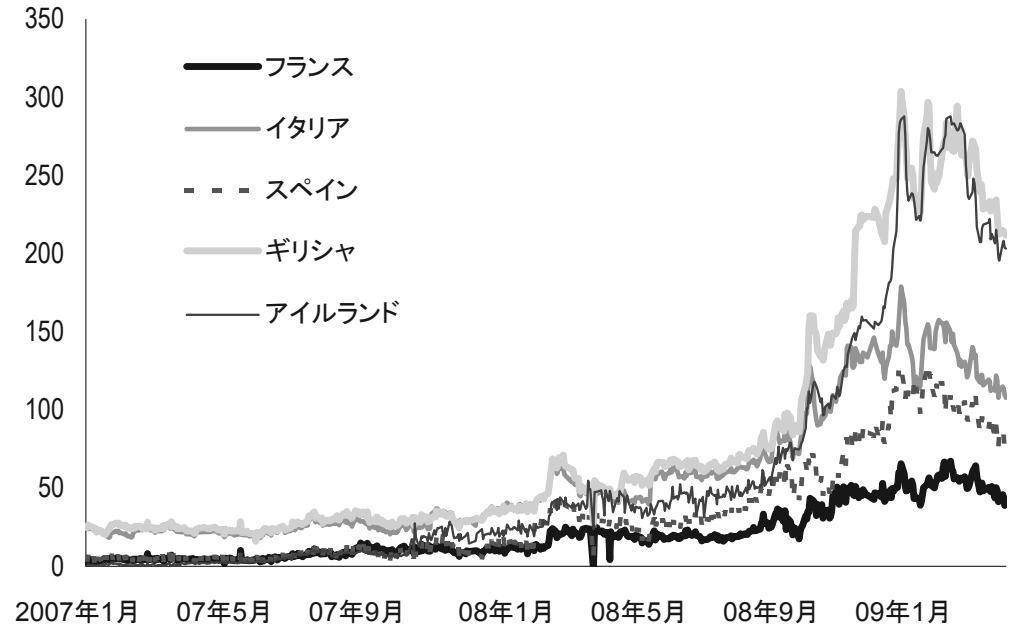
しかし上記のような重要な防御機能にもかかわらず，様々な弱点，特に前章で述べたマクロ金融面における脆弱性が露呈した結果，ユーロ圏内のマクロ金融における緊張が高まった。このような緊張が最も端的に示された例が，ユーロ圏におけるソブリン債のスプレッドの急上昇である。

今回の危機の発生をきっかけに，ソブリン債のスプレッドはユーロ誕生以来，見たことのない水準にまで上昇した（グラフ７）。根本的な不均衡が重要な要因の１つであった一方，最近のスプレッド上昇の大部分はリスクに対する一般的な再評価によるものとみられる。つまりスプレッド拡大の大部分は，様々な資産市場にわたるかなり一般的な現象であったように見受けられる[13)]。今回の危機の過程で，国債を含め多くの資産のリスクが著しく再評価された。例えば社債市場でも様々なリスク・クラスにわたり，同様のスプレッド拡大が生じた（グラフ８）。危機前にリスクが過小評価されていたと仮定すれば，「観測された国債スプレッドの上昇の少なくとも一部は，市場が正常な機能に回帰したことによるものと解釈され得る」と論じることもできよう。より長期的なスプレッドの推移を見ると，ほとんどの加盟国にとって，今回の危機が最も深刻であった時期でさえ，スプレッドはユーロ誕生前に見られた水準を下回っていたことが見て取れる（グラフ９参照）。

さらに，スプレッドの拡大はユーロ誕生前に比較すれば，それ相当の金融コストの上昇をもたらさなかった。その理由は，主要ベンチマークであるドイツ国債の利回りが今回の金融危機の最中に，著しく低下したからだ。つまり2008年第２四半期の4.3%から2009年第１四半期には3.1%に低下し，その後は概ね安定推移している（10月中旬時点で約3.3%）。危機の最中におけるドイツ国債利回りの低下は，成長率

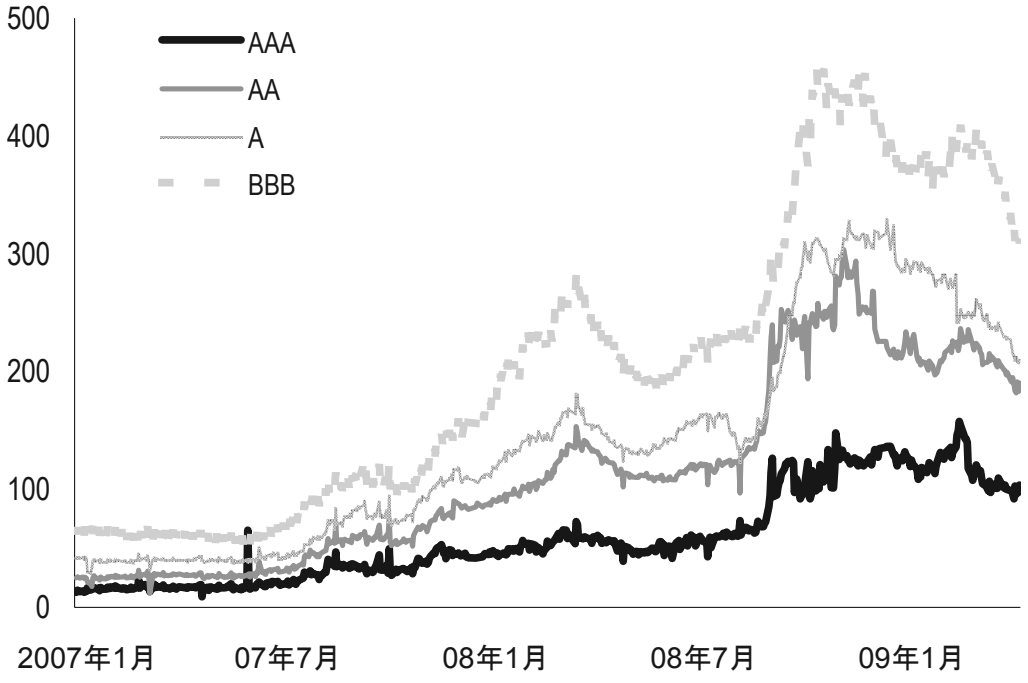
13）Longstaff et al（2007年）によると，ソブリン債の信用リスクの差異の大部分は，グローバル要因によるものであり，国特有の信用リスクに関連するものではない。

グラフ７　10年物ドイツ国債に対する主要国の国債スプレッド（単位：ベーシスポイント，2007年１月１日～2009年４月30日）



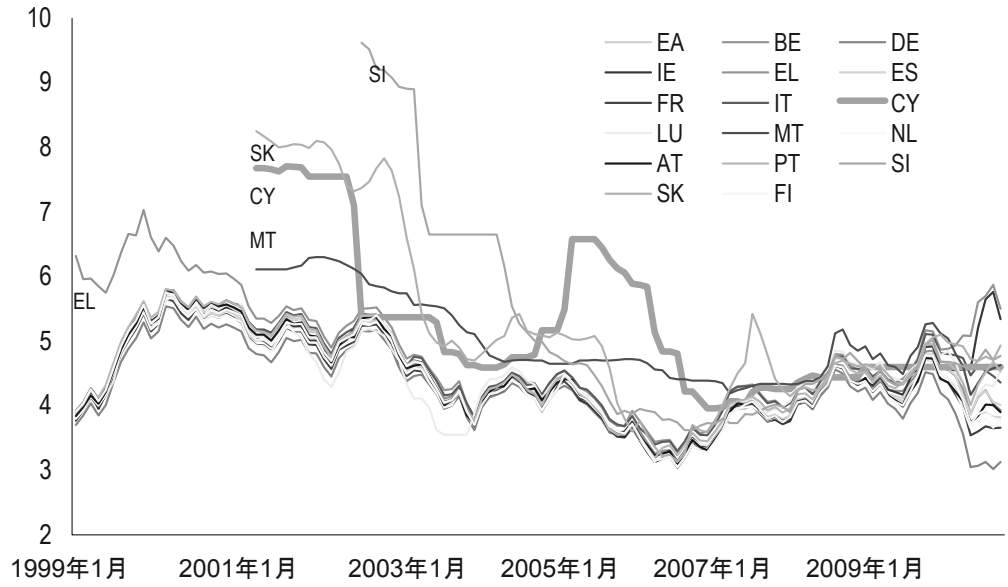
出典：EcoWin.

グラフ８　社債スプレッド，ユーロ圏（単位：ベーシスポイント，2007年１月１日～2009年４月30日）



出典：EcoWin.

グラフ９　10年物国債利回り（単位：パーセンテージ・ポイント，1999年１月１日～2009年４月30日）



出典：欧州委員会統計局（ユーロスタット）

とインフレ期待の低下，およびECBによる金融緩和に関連すると考えられる。だがドイツの資本市場は，より重層でより安全，かつ流動性が高いと認識されているため，何らかの「流動性への逃避」（flight-for-liquidity）効果も，ドイツ国債利回りの低下の一因となっている。この結果，危機のピーク時でさえ，ユーロ圏の大半の国の長期国債利回りは，危機前の水準から著しくは上昇しなかった。際立った例外はギリシャおよびアイルランドであり，両国の国家財政の持続可能性と必要な調整の規模について，市場不安が生じたため，スプレッドが急上昇した。しかし両国においても，国債利回りは現在，危機前の水準に戻っている。

総じて，現在の危機における長期借入環境は今なお，EMUメンバーシップによって得られる大きなメリットを示している。特に周辺国においては，ユーロの後ろ盾がなければ，今回の危機によるクレジット・デフォルトと為替リスクの上昇の代償として，投資家は遥かに高い金利を要求していたことだろう[14)]。

上記のような比較的頼もしい評価にもかかわらず，論説執筆者の中には，今回の危機の規模に当惑し，ユーロ圏崩壊という不安を掻き立てている者もいる。彼らの論拠は何であろうか。また，ユーロ崩壊リスクには，どれほど現実味があるのだろうか。

Ⅲ－４．ユーロ圏崩壊への不安：新旧の伝説

現在の金融・経済危機がEMUにとって厳しい試練であることに疑う余地はない。しかし，むしろ予期せぬ方向から，そう言えるのであって，崩壊のリスクはありそうもない。初期のEMUに対する懐疑派は，「加盟国ごとに異なる影響を及ぼすショック，いわゆる『アシンメトリック・ショック』に対して，単一の金融政策と単一為替レートを掲げるユーロ圏は果たして耐えられるのか，どのように乗り切るのか」と

14）さらに，ユーロ圏の債券市場は十分に統合されているため，債券市場の統合度の低さがスプレッドの差異の原因と論じることはできない（例えばSchulz and Wolff，2008年）。

疑念を抱いた。その多くは，圏内での労働力の高い移動性や，中央集権化された財政安定化スキームといった，通貨同盟を成功させるための典型的な基準が，ユーロ圏には欠けている点を指摘した。だが，今回の世界的危機を受け，当初の始動状況により影響の度合いに違いがあるとは言え，すべての加盟国が同時に巨大なショックに襲われている。

先に論じたように，今回の危機により，多くの加盟国では競争力の回復のために著しい調整が必要なことが露呈した。力強い経済成長が続く時代に比べ，世界的に成長が鈍化している状況では，このような調整を実現することは遥かに困難であり，かつ経済的な痛みを伴うものになるだろう。このことから新旧の懐疑派は，ユーロ圏の結束力と生存能力への疑問を表明している。例えばFeldstein（2008年）は「ユーロ圏全域にわたるECBの金融政策や，安定・成長協定を指針とする財政政策など，共通の経済政策は，各国の厚生には不向きと認識される可能性がある」と論じている。Tilford（2006年）は「経常赤字拡大と競争力の喪失が相まって，悪循環になる恐れがある。そうなると，競争力の弱さが低成長をもたらし，次にはこの低成長が原因で，当該国の経済低迷が長期化する」と論じている。

同様に，Hankel, Schachtschneider and Starbatty（2009年）は「無制限に膨れ上がる公共財政赤字と競争力低迷傾向によってEMU内の経済格差が拡大し，欧州連合全体のプロジェクトを損なう恐れがある」と論じている。彼らの見解によれば，高い実績を上げている加盟国と低い実績の加盟国の間の周知の格差によって，最終的には以下に挙げるわずか３つの選択肢からの選択を迫られるという政策ジレンマが生じるという。（１）実績が低迷している国は，賃金カットや社会的水準の引き下げを何度も繰り返すなど，恒久的な緊縮政策に従事しなければならなくなる。しかしこのような選択肢は，政治的な観点からほとんど実現不可能であり，結局のところ「単一市場」プロジェクトの支援を一挙に弱体化させることになる。（２）もう１つの選択肢としては，高い実績を上げ，最も富裕な国であるドイツが，業績が低迷している国を恒久的に支援しなければならなくなる。しかしこのようなアプローチを取れば，有害なモラル・ハザード効果が現れるうえ，欧州連合条約の方針から逸れることにもなる。（３）構造的に競争劣位にある加盟国は競争力回復のために，ユーロ圏から脱退したうえで，高い実績を上げている国に対して，自国通貨を切り下げるべきである。この最後の選択肢が，Hankelらの結論である。

一部の加盟国の経済・金融状況が不安定になる可能性を踏まえて，他の論者たち，例えばO'Grady（2008年）は「最後の貸し手の不在がユーロ圏の弱点の重大な要因である」と考えている。最後に，懐疑派はEMUの政治的ガバナンスに疑問を呈している。Feldsteinと意見を同じくするTilford（2006年）は，構造改革の促進が失敗に帰した経緯を踏まえて，「構造改革へのプレッシャーは，各国政府間の緊張を高めるか，または社会的および政治的な不安を生み，最終的には政策立案者たちにユーロ圏脱退を選ぶように促す恐れがある」と考察している。Pisany-Ferry and Sapir（2009年）はユーロ圏の崩壊を予測する一派ではないが，「ユーロ圏には効果的に危機を管理する能力が十分に備わっていない」と批判している。彼らはユーロ圏の総合的なガバナンスの枠組みを脆弱と判断し，「ユーロが世界通貨としてさらに影響力を得るうえで，この脆弱性がことさら障害になる」と考えている。

これらの批判的な評価で示された論点の多くは，新しいものではない[15)]。いずれも真剣に受け止める必要があるが，ユーロ圏内の競争力格差から暗示されるリスクを誇張しがちで，この10年間のユーロ圏の成果を無視する傾向がある。競争力を根拠とするユーロ崩壊への懸念はいくつかの理由で誇張されている。

第一に，競争力と経常収支の不均衡について観察可能な推移を，正しくとらえる必要があ

る。競争力の評価は，どの年を基準年に選ぶかによって大きく左右される。ユーロ導入から１年を経過したばかりの2000年を基準年に採用すれば，明らかにドイツの競争力の堅調な伸びが強調される（2008年におけるドイツの競争力の伸びはイタリアを22パーセンテージ・ポイント上回っている）[16]。ドイツ再統一の効果が現れる以前の1990年を基準年に取れば，相対的な競争ポジションの状況は異なるものになる。つまり1990年代にはイタリアがドイツに対して相対的な競争力を増していた。ドイツが形勢を回復し始めたのは，2000年以降であった。1990年を基準年とする場合には，2008年までにドイツの実質為替レートが4.8%上昇したのに対して，イタリアの実質為替レートは6.4%上昇した。したがって，競争力の推移についての分析は，均衡相対価格水準という概念に基づくべきである。実際，実質為替レートの均衡からの逸脱について調査した最近の推定値によると，アイルランドもイタリアもともに，実質実効為替レートを過大評価していなかった[17]。言い換えれば，大規模な製造セクターを有するイタリアの競争ポジションは，ほぼ均衡状態にあると思われる。

第二に，経常収支の格差は，少なくともある程度までは，低所得国ほどより高い成長率を示すことから生じる結果であり，したがってEMUにおけるキャッチアップと統合が順調に進んでいる表れと言える[18]。さらに現在の景気後退により，すべての加盟国で相対的な需要調整が進むため，経常収支の不均衡は緩和される。ユーロ圏の加盟国の経常黒字および赤字は，2008年から2010年の間に３分の１ほど減少すると予想される。赤字国では現在，国内需要が落ち込んでいるため，非貿易品の価格下落によって貿易セクターの生産および投資の収益性が高まると予想される。その結果，経常収支の改善が見込まれる。同様に，世界貿易が著しく減少する時期に，ドイツが多額の貿易黒字を維持することも不可能と見られる。

総括すると，以上から経常赤字のより慢性的な要素を無視すべきと論じているわけではない。それとは逆である。競争力，財政状況，経常収支それぞれにおいて，格差は現実に存在する。構造改革を通じて，これらの格差問題に取り組む必要がある。これは容易ではないが可能である。加盟国は調整の必要性への認識を次第に高めている。ユーログループはマクロ経済上の不均衡に対処することへの共通利害を認識し，改革に向けたピアサポート（仲間による支援）を強化する目的で，加盟国の経済政策の進展の監視拡大に着手した。

Ⅲ－５．ユーロ圏脱退の真の代償

一部の論者が提案するように，ユーロ圏を脱退することで，懸案の競争力問題を解決できるだろうか。法的，政治的にも言えることだが，さらに重要な経済的な考察からも，脱退は現在の一般的な政策課題に対する実行可能な解決策でないことは明らかである。欧州共同体条約（EC条約）によると，単一通貨への加盟は，過去においても現在においても取消不能なステップである。同条約４条２項では「単一通貨導入に向けた為替レートの取消不能な固定制」に言及している。同条約123条４項は「通貨を取消不能の形で固定する交換レート」に言及している。法的事項を越えた観点からも，ユーロ圏脱退は当該加盟国にとってもユーロ圏全体にとっ

15）Jonung and Drea（2009年）は，米国の経済学者が1989年から2002年にかけ，ユーロの将来性をどのように見ていたかについて精査し，その多くが極めて懐疑的だったことを明らかにしている。両執筆者は精査結果を要約するにあたり，Rudiger Dornbusch の「ユーロ，そんなものは起こりえない。まずいアイデアだ。続くはずがない」という言葉を引用している。初期の懐疑派の他の例として，Feldstein（1997年）などが挙げられる。
16）Jones（2009年）参照。
17）欧州委員会（2009年a）を参照。
18）詳細に関しては，欧州委員会（2009年a）を参照。

ても，かなりの経済的および政治的代償を負うことになるだろうが，この点はしばしば見過ごされている。

競争課題を抱える国にとって，ユーロ脱退は失われた競争力の回復を目指して，新通貨を大幅に切り下げることに等しい。しかし多くの理由から，そのような企ては裏目に出て，政治的に自滅すると予想される。EMUからの脱退と通貨切り下げを並行させれば，一時的にその国の輸出が増加する可能性はあるが，通貨切り下げのために，国民は購買力損失とおそらくインフレ上昇を経験することになるだろう。貿易相手国の保護主義的反応も予想されるため，望んでいた効果はさらに損なわれる恐れがある。その上，根本的な構造問題は取り組まれないまま放置され，改革へのインセンティブは弱まるとみられる。おそらくさらに重要なことは，通貨切り下げが実質政府債務の増加またはリデノミネーションにつながり，国債の実質的なデフォルトも同然な状態になることと言えよう。両選択肢とも政府および国民にとって代償の大きいものになる。同様に，民間セクターの負のバランスシート効果によって，成長見通しはさらに引き下げられることになろう。

実務的に考えても，ユーロ圏の崩壊はむしろありそうにない選択肢である。新たな通貨の導入は，時間と信頼性の両面から代償が大きい。このような動きの意思決定をめぐり，物議を醸す複雑な政治論争が最初に起こることが避けられないため，信用性とひいては実体経済に悪影響を与えることになる。新通貨を印刷して流通させる必要があるが，これは一夜でできることではない。金融状況がこの20年間で劇的に変化した事実が，脱退論では見過ごされている。資本が自由に移動する体制では，ユーロ脱退プロセスが多額の資本流出につながり，さらに経済の安定性が損なわれるとみられる。新通貨は金融市場の格好の投機対象となるだろう。関係当局は金利を高い水準にまで引き上げなければならず，その過程で景気を落ち込ませることになるか，または新通貨の価値の下落を静観しなければならなくなる。望ましい為替レートに達しない状況が，かなり長期間にわたって続く可能性がある。

最後に，EUの他の相手国との関係に与える影響は計り知れない。潜在的な保護主義的反応，および「単一市場」を不安定化させる影響に加えて，欧州統合の最も深い形態であるユーロ圏からの脱退は，欧州連合から完全に脱退する意図を示すものと受け止められる恐れがある。だがEU本部（ブリュッセル）誘導の規制についての不満が蔓延し，欧州議会選挙の投票率の低さが周知のものとなっている現状にもかかわらず，すべての国にわたる欧州市民の間で，EUメンバーシップは高い人気を得ている[19)]。

以上を踏まえれば，今回の危機が加盟国を脱退に向かわせるよりは，むしろ現時点でユーロを導入していない加盟国の間でさえ，ユーロの魅力度をさらに高めたことは驚くにはあたらない。

19）2009年9月のユーロバロメーター（Eurobarometer）71によると，オーストリア（41%）およびギリシャ（45%）を除くユーロ圏の加盟国の間では，EUメンバーシップを「よいもの」と認める割合は調査開始以来，ほぼ変わらずにおよそ50%から70%の間で推移している。

Ⅳ．ユーロ圏拡大に向けて―次の10年とその後

Ⅳ－１．これまでの経過

EMUの次の10年に目を向けると，主な解決すべき問題の１つは，将来のユーロ圏拡大のペースである。また，このプロセスがEMUの機能とガバナンスに及ぼす影響についても同様に解決すべき問題である。持続可能な高度の収斂が達成された時点で，デンマークと英国を除いたすべての加盟国がユーロを導入するという目標を誓った。これまでの10年間に見てきたように，このプロセスはあらかじめ決められたものでもなければ，直線的に進むものでもない。（欧州連合条約によって定められた基準の達成に向けて，自国の進路を調整することで）最終的には各国自身が自国のユーロ導入の時期を決定する立場にある。ただし景気動向の不確実性も考慮する必要がある。（このため多くの新規加盟国（NMS）がユーロ導入の目標時期を延期または断念した。）

これまでの10年は，ユーロ圏拡大がオープン・プロセスであることを示している。実際，2004年にEUに加盟したNMS10カ国のうち４カ国はすでに必要条件を満たし，ユーロ圏に加わった。このことは正しく見定める必要がある。最初の３カ国のスタート時の条件は，他のNMSと比べていくぶん有利であった（例えばスロヴェニア，キプロスおよびマルタの所得水準は比較的高かった。キプロスおよびマルタは，社会主義経済から市場経済への変革に伴うショックを経験しなかったことに加えて，長年にわたりペッグ制を維持していた。スロヴェニアの財政状況はスタート時から健全であった）。ただし，新たにユーロ圏に加わった４カ国すべてが，ユーロ参加資格を得るために，大幅な政策調整を進めなければならなかった。この具体例としては，スロヴェニアにおけるクローリング・ペッグ政策から固定相場制への移行，キプロス，マルタおよびスロヴァキアにおける財政再建，スロヴァキアにおける移行後の管理価格調整の終結などが挙げられる。また，ユーロ導入後に備えるために，国内の調整能力と競争力を強化するための構造改革も進められた。

現段階では，ユーロ導入が今回の危機に対する防御策となり，ユーロ圏への新規参加国に明らかによい結果をもたらしている。長期的な成果は，必要な政策と改革へのコミットメントの維持にかかっていると言えよう。

Ⅳ－２．金融情勢を牽引役とする収斂：好況から危機まで，そしてその後

前述の新規加盟国（NMS）によるユーロ導入に向けたユーロ圏のさらなる拡大の見通しは，どのようなものだろうか[20)]。NMSのユーロ導入戦略は最近まで，選択した為替レート体制を厳密に反映して，かなり明白に２つのアプローチに分かれていた。

・　一方のアプローチを取ったNMSグループは，カレンシー・ボード制（エストニア，リトアニア，ブルガリア）または従来型のペッグ制（ラトビア）に基づき，ユーロに対して厳格なペッグ制を敷いている。これらの国はユーロ導入がペッグ制からの出口戦略であり，ユーロ圏との金融統合における論理的帰

20）この章では，デンマーク，スウェーデンおよび英国のユーロ導入問題には触れない。その第一の理由は，これらの国ではこの問題に対して強い政治的要因が働いているからである。第二の理由は，ここでの分析は主に収斂していく経済各国にとっての課題と，より異質な事情を抱えるユーロ圏を管理していくうえでの問題に焦点を当てるためである。

結であると考え，実行可能になりしだい，ユーロを導入したいと望んでいる。

・　他方のアプローチを選択したNMSグループは，為替レートの調整において，より柔軟性を維持し，インフレ・ターゲット制に基づく国内金融政策のもとで，管理された，または自由な為替変動制を選択した。チェコ共和国およびポーランドは1990年代後半以来，インフレ・ターゲット制を進めている。ルーマニアは2005年にこの制度を導入した。またハンガリーは2008年初めに，インフレおよび為替レート双方の目標を設定するハイブリッド・ターゲット制を断念した。これらの国は，１つにはショック緩衝策として為替レート政策を維持する必要があると考えたために，また１つには（財政状況の観点などから）名目上の収斂を伴う大きな進展をまだ成し遂げていなかったため，EU加盟後に当面のユーロ導入計画を策定することはなかった。ごく最近になり，為替変動制を採用しているNMSが，危機に対して脆弱なことが明らかになったため，場合によってはユーロ導入計画が再検討されている。これはユーロの魅力が増したことを反映する動きである。例えばポーランドでは初めて，ユーロ導入の目標時期（2012年）が設定された。しかし，この目標は非現実的であることが明らかになり，見直し作業が現在進行中である。

ユーロ導入に向かうNMSの課題と見通しを判断するにあたり，この10年間の収斂プロセスの主な動きの検証が役立つ。以下のように少数の定型化された事実から一般的傾向が見て取れる。

・　実質的な収斂は大いに進んだ。NMSの平均所得水準は，発足当初からユーロ圏に参加していたグループの平均所得水準をまだ下回っているが（2008年時点で平均約52%），一人当たりのGDP格差は，この10年間に10パーセンテージ・ポイントを越えて縮小した（グラフ10参照）。

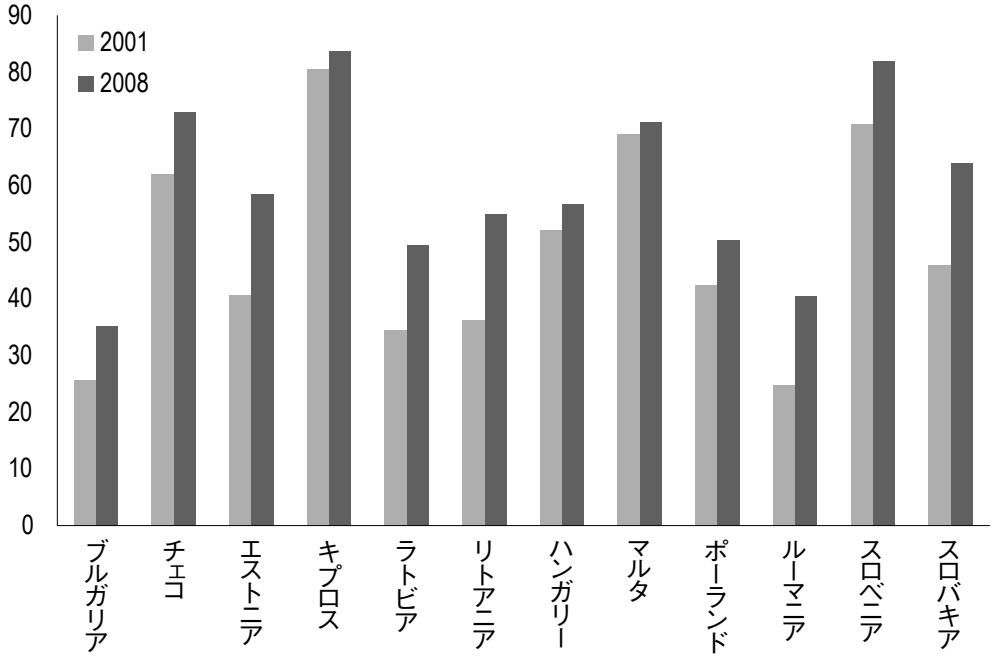
・　NMS各国経済はより広域のEU経済に次第に統合されている。これは以下のような相互に関連しあった２つの基調を反映したものである。すなわち一方では，NMSが本格的な市場経済を確立したことを背景に，一般的な貿易・金融の流れの観点から，全面的な開放性が増す傾向にあり[21)]，他方では，EUへの統合を志向する姿勢が特に1990年代後半以来，次第に明白になった。これにより最終的に2004年と2007年の正式加盟が実現した。

・　金融統合は実体経済セクターの統合よりもはるかに強力に進展した。これはNMSの対外バランスシートの大幅な伸びに端的に示されている。例えば対外資産と対外債務の平均残高は対GDP比で，1999年の約120%から2006年には200%超に上昇した。同様に，NMSの金融セクターも順調なペースで開発が進み，国内の金融深化は以前の低迷した水準から急速に向上した（グラフ11）。大多数のNMSで外貨建て借入が広く普及した結果，バランスシートの脆弱性が増した[22)]。銀行セクターでは（主に他のEU加盟国の銀行が所有する）外資系銀行が主体となり，資本の流れが「突然止まる」リスクは低下したが，そ

21）NMSは貿易統合レベルが平均を下回り，金融セクターが十分に発展していない状態から，移行プロセスを開始した。移行プロセスの間およびその後の貿易パターンについての検討については，Fabrizio et al.（2007年）を参照。

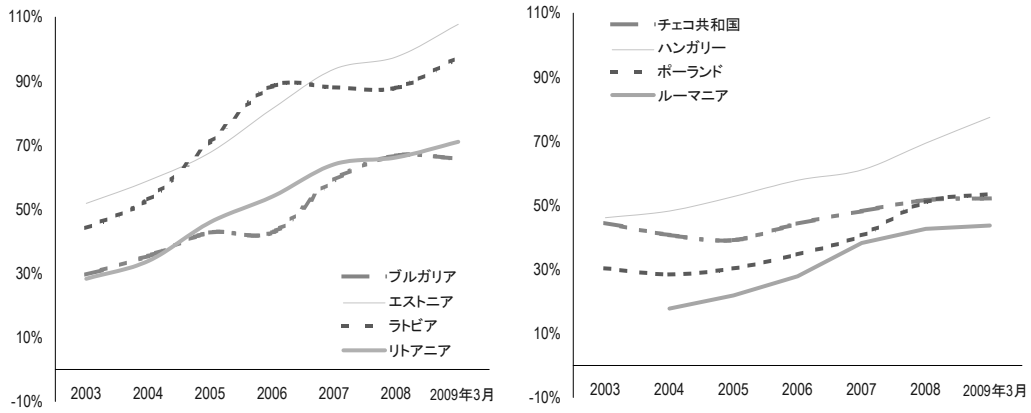
22）外貨建て借入が増加した基本的要因は様々である。為替レート体制も一因ではあるが，その影響は想定されるほど直接的でない可能性がある。確かに，ペッグ制採用国の間（特にバルト三国，およびそれほどではないがブルガリア）では，為替リスクがゼロに近いと認識され，それゆえわずかな金利差でも利用されたため，ユーロ建ての借入が普及している。場合によっては，緩い規制（例えば銀行のオープン・ユーロ・ポジションに上限を設けない）体制が要因になっている。これよりもいささか驚くべきは，変動相場制採用国の一部でも外貨建て借入が著しく増加し，場合によっては信用供与総額の50%以上を占めるに至ったことである。この場合には，高い金利差が主な要因になったと思われる。

グラフ10　NMSにおける実質的な収斂（1）



（1）購買力水準に基づく一人当たりのGDP（ユーロ圏の12カ国＝100）
出典：欧州委員会サービス部門

グラフ11　NMS-信用供与の対GDP比

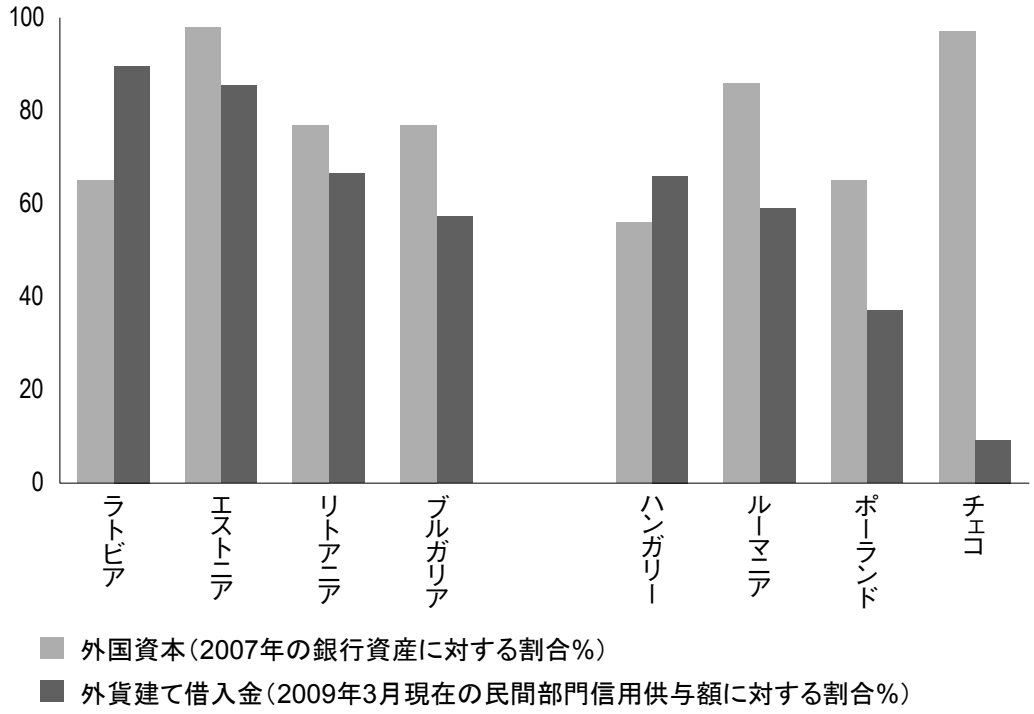


出典：欧州委員会サービス部門

の反面，共通の債権者リスクが示唆される（グラフ12）。

・「金融情勢を牽引役とする」収斂を背景に，キャッチアップ・プロセスと高い投資収益との絡みで，NMSは外国預金を大規模に集めることができた（グラフ13参照）。（とりわけEU加盟プロセスを背景に）他の地域と比較してNMSに対する基本的なリスク認識が

グラフ12　NMS銀行セクターにおける外国資本および外貨建て融資



出典：欧州委員会サービス部門

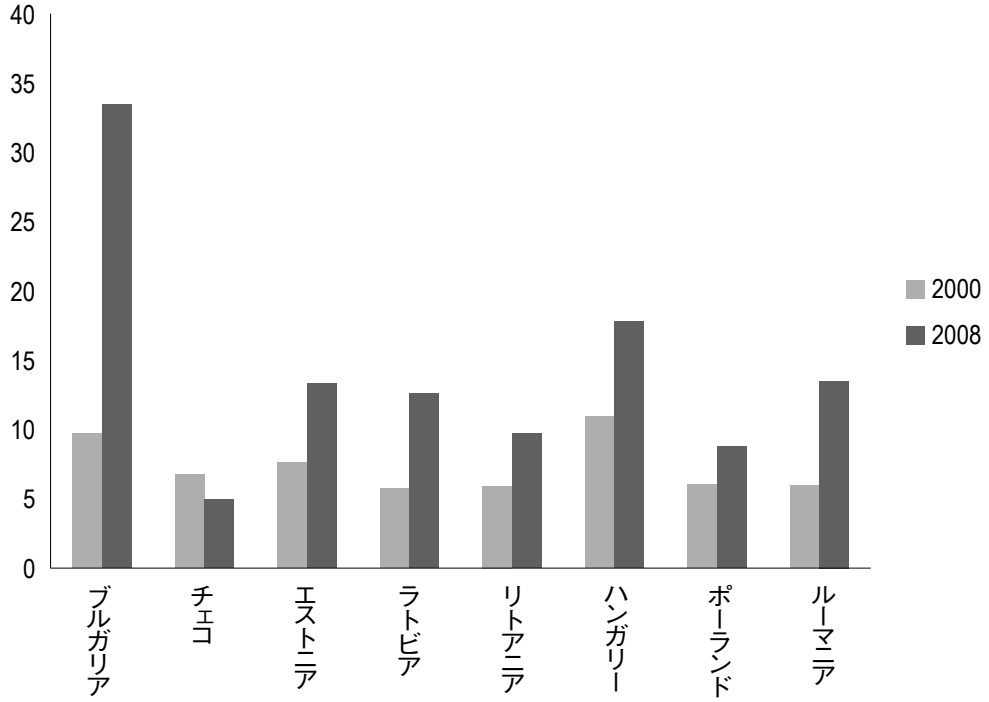
継続的に改善したことが，この10年間のNMSの資本フロー・パターンを決定づけた一因とみられる。実際，リスクの過小評価が不均衡拡大の要因になった可能性がある[23)]。

キャッチアップ・プロセスを背景に，多くの新規加盟国（NMS）では資本流入によって多額の対外赤字がカバーされた。一時的に膨らんだ対外赤字は，経済的媒介による資源の効率的な異時点間の配分の結果である限り，経済的に問題はないのかもしれない。これは特に外国預金が長期生産能力の改善に充当される場合に当てはまる。ほとんどのNMSは加盟以来，高い投資水準を維持しており，2004年から2008年までのGDPに対する投資比率はユーロ圏が約21％であったのに対し，NMS平均は29％にのぼった。これは以上述べてきた傾向を実証するものと言える。しかし潜在生産力の向上に直接にはつながらない不動産などのセクターへの投資の大部分は，バルト三国を含め，多くのNMSの脆弱性を増すことになった。

信用供与を牽引役とし，最終的には過熱景気につながった継続的な国内成長と，多額の資本流入を背景に，一部のNMSでは対外不均衡が中期的に持続可能な水準を明らかに超えた。これらのNMSのここ数年の対外赤字はGDP の10％を遥かに上回り（ラトビアとブルガリアの場合は2008年にGDPの20％以上に達し），マクロ金融の持続可能性分析における伝統的測定

23）Luengnaruemitchai and Schadler（2007年）によると，対外的な資金調達条件に対するEUメンバーシップのいわゆる「後光効果」の規模は，約50～100ベーシスポイントと推定される。今回の危機の最中，この効果が概ね緊張状態を緩和したとみられる（IMF，2009年）。これによりスプレッドの拡大が景気循環的に増幅された。

グラフ13　NMS-資本流入（1）



（1）準備金を除いた国際収支（BOP）における資本・金融収支の黒字（対GDP%）
出典：欧州委員会サービス部門

基準を遥かに超える水準に至った。この結果，これらNMSの累積対外赤字，具体的には対外債務総額の平均値は対GDP比で，2002年の50%から2008年には80%に急上昇した。なかでもブルガリア，エストニア，ラトビアおよびハンガリーではGDPに対する債務水準が100%を超えた。また国際投資のネットポジションも急激に拡大した。

NMSの多額の対外赤字は一般的に，対外競争力の喪失の結果として生じたものではなかったが，最近になり，この面での状況に暗雲が立ちこめ始めた。一部の国では旺盛な需要と賃金の伸びを背景として，実質的な通貨価値が急上昇し，キャッチアップ・プロセスにおける「均衡」とみなされる水準を上回った[24)]。実際，急速な金融統合の最中に起こった融資ブームはほぼ間違いなく，実質為替レートへの一時的（不均衡）な上昇圧力につながった。これが最終的に反転せざるを得なかったのである（Szekely and Watson，2007年）。

今回の危機が2008年後半以降，NMSに深刻な打撃を与え始め，その多くは急激な不況に陥った。ほとんどの場合には国内需要が落ち込む中，経常赤字が急速に減少し始めた。ただし，この調整プロセスは対外状況の低迷により鈍化している。流動性が逼迫した状況に加えて，貸し手および借り手双方のリスク認識の高まり（つまり供給要因と需要要因双方）により，信用供与の伸びも著しく落ち込んだ。多くの場合，特にハンガリー，ラトビア，ルーマニ

24）これらNMSにおける実質的な通貨価値の上昇要因に関する概説は，欧州委員会（2008年）およびEgert（2007年）を参照。

アでは，対外的な資金調達状況が対外金融支援を必要とする水準にまで悪化した。だが，すべてのNMSが今回の危機で一様に脆弱性を露呈したわけではない。金融市場の状況は，特に大規模な不均衡と脆弱性を累積していたNMSにおいて最も悪化した。

過去の好況期および継続中の調整が，ユーロ参加条件の達成に向けたNMSの進捗状況に著しい影響を与えた。2008年５月に欧州委員会が実施した前回の収斂評価時に，１カ国（すなわちスロヴァキア，同国は後にユーロに参加）を除くすべてのNMSが，インフレ基準を満たせなかった。その中には大幅に基準を下回る国もあった。その一方，好調な経済成長により財政収支が著しく改善した結果，２カ国を除くすべてのNMSが，財政基準を満たした。長期金利はほとんどのNMSにおいて順調に収斂に向かったが，ハンガリーとルーマニアは弱いファンダメンタルズと政策の信用性の低さから例外となった。為替ペッグ制が順調に機能していたのに対して，変動相場制の通貨の大半は投資家の高い関心が集まる中，継続的な上昇基調にあった。

今回の危機が2008年後半に東欧を襲って以来，状況は一変し，今後の状況は極めて困難になることが予想される。通貨の下落によってこの傾向が妨げられている場合もあるが，インフレは総じて低下傾向にあり，財政基準の達成は困難になると予想される[25)]。長期金利スプレッドが著しく拡大した一方，変動相場制の通貨は大幅に下落し，ペッグ制は対外資金調達状況の反転と厳しい国内調整を背景に，試練の時を迎えている。今回の危機による当面の課題以外にも，NMSは今後しばらくの間，比較的困難かつ不安定なマクロ経済・金融状況に直面する恐れがある。

Ⅳ－３．今回の危機とユーロ導入戦略

NMSの間で為替レート体制とユーロ導入戦略が大きく異なることを鑑みると，「各国にとって実現可能かつ望ましい収斂への進路が，今回の危機によってどの程度，影響を受けるだろうか」との問いかけが重要になる。この点では，当然ながら何らかの格差が生じるはずである。前述したブームとその後の崩壊の動きは，為替ペッグ制を採用しているNMSの間で，より顕著であった。これは当該NMSでは為替リスクが事実上認識されていなかったこと，および実質金利が低かったことが主な要因ではあるが，実質的な収斂と金融深化の観点から，一般的に低水準の状況からスタートしたことも一因と言える。固定相場制は長い間，ペッグ制採用国に極めて都合よく機能してきたが，今回の危機により前例のない試練を迎えている。国家財政と市場の流動性の観点から，スタート時の比較的堅調な状況が緩和要因となる可能性もあるが[26)]，先行きは極めて不透明である。ペッグ制採用国の間に行き渡っているユーロ導入戦略は，今回の危機によって強化され，ユーロ圏メンバーシップは信用できる出口戦略と認識され，これにより現行のペッグ制への信頼（居住者と非居住者双方による信頼）が浮揚するとみなされている。ユーロ圏に不参加のままでいる主なメリット，つまりペッグ制からの出口戦略の「オプション価値」は現在の岐路において，実質的にマイナスに転じた可能性があるため，ユーロ導入は経済政策の策定に対して追加的な制約を課すものとは受け止められていない。これに加えて，ユーロを導入すれば，流動性制約問題の解決策が得られるうえ，為替レートのミ

25）言うまでもないことだが，一部の国では，財政赤字の抑制は収斂基準を満たすための課題だけにとどまらない。財政枠には制限があること，および資金調達ニーズを制限する必要性があることを考慮すると，財政赤字の削減はむしろ，または主として，緊急に対処すべき課題と言える。

26）全体像が各国ごとの相違を覆い隠している。バルト三国（特にエストニア）は競争力とビジネス環境についての国際ランキングで比較的高得点を得る傾向にある（例えば『World Bank 2008』を参照）。ブルガリアは特に制度的枠組みに関して，後れを取る傾向にある。

スマッチも解消される。

NMSのうち「変動相場制を採用している国」の状況は，上記よりも国ごとの違いがやや目立つ。だが一般的にペッグ制採用国よりも経済成長は緩やかで，不均衡の度合いも比較的軽微にとどまった。その反面，ペッグ制採用国よりも政策規律が弱かった。具体的には，ペッグ制採用国と比較して，財政結果が好ましいものではなく，ビジネス環境の硬直性と弱点が目立った。為替レートの束縛がないため，現段階における変動相場制採用国の短期リスクと政策課題は，固定相場制採用国よりも低いと予想する向きもあったかもしれないが，現実にはこの予想は部分的に実現したに過ぎない。

特に，次に挙げる３つの相互に関連しあったリスク要因が表面化した。第一に，外貨建て借入額の規模によって，為替レートの事実上の柔軟性が制限されている[27]。この考察はハンガリーおよびルーマニアに極めてよく当てはまり，ポーランドにもある程度当てはまるが，チェコ共和国には当てはまらないことが判明し，チェコの回復力を著しく高めている[28]。第二に上記の証拠から，為替レートは現実にはショック緩衝剤としてばかりでなく，ショック増幅財としても作用することが示唆される[29]。これを裏付ける動きとして，変動相場制を採用しているNMSの通貨が2008年以降，急激に下落し，変動率が上昇した。実際，この動きはファンダメンタルズによって合理的に正当化され得る水準を越えている。第三に，いくつかの事例では，バランスを失した政策の組み合わせ（ポリシー・ミックス）によって財政面の脆弱性が増し，その結果，現在の環境にいくつかの緊張が生じている。例えば，ハンガリーでは国債市場からの大量の資金流出が決定的な引き金となり，金融支援が必要な状態に陥った。力強い経済成長と極めて良好なグローバル資金調達状況を背景に，このような脆弱性はそれほど表面化していなかったため，ユーロ導入の緊急性の高さが示されることがなかった。しかし経済・金融状況の悪化によって，政策立案者たちが認識するトレードオフは，ユーロ圏参加の条件を満たすべく，より早期に，またはより断固として，またはその双方の姿勢で取り組むことを支持する方向にシフトしたように見える。

Ⅳ－４．余談：ユーロ導入の枠組みは今なお妥当か

世界の経済・金融状況が厳しい最中に，NMS各国を１つのグループとしてとらえると，同グループにとって，ユーロ導入の新たな戦略的重要性が増している。これに伴い，欧州連合条約の規定を越え，新規加盟国（NMS）によるユーロ導入を前進させようという考えが論議の中から浮上した。こうした背景から，いくつかの見解は論点が整理されている。確かに，ユーロは現在の危機において防御策となり，近隣諸国にとってユーロの魅力が増した。それでもなお，欧州連合条約によって規定された参加基準の撤回または緩和を必要とするほど，ユーロ圏拡大を加速させるのは，望ましい進路ではない。こうした背景において，経済的および制度的な多数の要因が強調されてしかるべきである。

基本的な経済要件に関しては，収斂なきユーロ導入は潜在的リスクを伴う次善戦略であるように思える。国家財政，インフレ，為替政策，長期金利に関する収斂基準は，諸政策を方向付け，規律手段の機能を果たす。さらに為替レートを取消不能の形で固定化するための準備段階では，欧州為替相場メカニズム（ERM II））のメンバーシップが，「研修の場」の機能を果た

27）この考察は「相場制の恐怖」に関するCalvo and Reinhardt（2000年）の論稿に基づいている。
28）これに関連して，Szapary（2009年）はユーロが変動相場制を採用しているNMSにとってもますます頼みの綱になったことを明らかにしている。
29）例えばDarvas and Szapary（2008年）を参照。

す[30]。ユーロ参加国の第一波を振り返ると，ユーロ同導入直前に起きた「政策の収斂」が，新しい政策の枠組みに入る過程を円滑にした主な要因であった。将来の参加国についても同じことが言える。

マクロ金融安定化を目的とする臨時のユーロ導入によって起こり得る効果に関しては，やはりいくつの警告の論点が整理されている。第一に，ユーロ導入によって為替リスクは確かに解消されるが，信用リスクはそうはいかない。投資家が「実質為替レートが過大評価されている」と認識し，中期の対外的持続可能性について疑念を抱く場合には，この投資家心理が対外的な資金調達コストおよび外国からの資金調達可能性に反映されるだろう。第二に，ユーロ導入の中核となる論拠は，流動性リスクおよび為替リスクを対象とするものであり，銀行の支払い能力（ソルベンシー）や対外債務の持続可能性に関連する問題に対処するものではない。第三に，経済が過熱していた過去数年間に累積された基本的な不均衡は，いかなる金融体制の下でも解決されなければならない。この点において，少なくともペッグ制採用国にとっては，ユーロ導入によって自由度が著しく失われることはないが，ユーロ導入問題によって根本的な調整問題をなおざりにしてはならない。第四に，ECBのオペレーションに参加できれば，ユーロ資金の流動性の必要問題に対処できるだろうが，補完的な措置が少なくともある程度まで，これと同様の機能を果たすことが，ここ数カ月の間により顕著になった。このような補完的措置の例としては，民間部門での解決，ECBによる流動性供給増のメリットを間接的にユーロ圏外の国に移す措置，EUおよびIMFによる金融支援のほか，ECBがハンガリーおよびポーランドと結んだレポ取り決めや，スウェーデン中央銀行（Riksbank）がエストニアと実施したスワップなど，中央銀行によるフランキング・オペレーションなどが挙げられる。

27加盟国の大同盟にとって鍵となる制度面に関しては，欧州連合条約で規定された持続可能な収斂達成に基づくユーロ圏拡大の枠組みが，今なお全面的に妥当であり，EMUガバナンスの不可欠な一部になっていることを，欧州委員会および加盟国が共に一貫して明言している。同条約のルールに基づく枠組みは，健全な経済的論拠に基づき，ユーロ圏拡大を透明かつ説明可能なプロセスにしている。持続可能な方法による収斂基準の順守は，ユーロ圏の将来および現在の加盟国双方の利益にかなっている。取消不能の形で自国の為替レートと金融政策を断念した後，安定したマクロ経済環境を確保するというコミットメントと能力が，同基準の順守によって示され，それゆえ，ユーロ圏の円滑な機能と安定に貢献する。

別の選択肢として，「交渉による解決」を目指す案も提言された。この案によると，NMSは形式上ユーロ圏外にとどまるが，事実上は法的通貨としてユーロを導入する。この点で，制度上および経済上の論拠は等しく明白である。欧州委員会は「一方的なユーロ利用（euroisation）は，ユーロ圏の管理に共同責任を負うことを基盤とする欧州連合条約の精神に反する。したがって，現在または将来の加盟国にとって，この案は選択肢に当たらない」と繰り返し強調している[31]。一部のNMSは実際「あまり

30）ERM IIは，ユーロ圏外の加盟国における為替の安定と収斂を助長する枠組みとして1999年初めに設立された。参加は自由意志によるが，EU加盟後のある時点での参加が期待される。同メカニズムでは，ユーロに対する相互合意のセントラル・レートおよび+/-15%の標準変動幅が設定されている。変動幅以上の値動きに対する介入は，価格安定目標に抵触しない限り，原則として自動かつ無制限に実施される。ERM IIにおけるすべての決定事項（エントリー，セントラル・レート，変動幅，再調整）は，全参加者のコンセンサスによって決定される。ユーロ圏外の現在の参加国は，デンマークおよびバルト三国である。

31）特に『Report to the Nice European Council（December 2000）; Statement by the Informal Ecofin』（2003年４月）を参照。

に小規模で問題にならない」かもしれないが，一方的なユーロ利用がきっかけとなり，EU内外の欧州全域で同様な需要が生じる可能性があり，最終的にEMUが二重構造に変容する恐れがある。このような二重構造によって，例えば緊急の流動性支援の観点から不確実性が増大し，通貨統合枠組み全体の信頼性に悪影響を及ぼすことになろう。要するに，ユーロ利用の潜在的な短期メリットが，これらのより広範に及ぶ重要な懸念をどのように凌駕しえるかが，わかりにくい。広範にわたる臨時のユーロ導入を立案するために，欧州連合条約を回避するアプローチは，望ましくもなければ，実現可能でもない。

Ⅳ－５．今後の展望：ユーロ圏拡大に向けて

ユーロ導入は依然としてNMSの中期の諸政策と様々な期待を揺るぎないものとする頼りの綱である。市場センチメントを支え，投資家の信頼を高めるためには，収斂に向け秩序ある進路を維持することが極めて重要である。欧州委員会は加盟国に対して，自国をユーロ導入に近づけ，ユーロ圏への参加を成功裏に実現させる政策を進めるように強く働きかけ，その取り組みを支援する。必要な政策措置としては，財政規律の強化，マクロ金融不均衡の是正，金融安定の維持，生産性と競争力の育成に向けた取り組みなどが挙げられる。これらの政策は，NMSのユーロ圏メンバーシップに向けたプロセスを前進させる措置であると同時に，いかなる金融体制の下でも長期的なキャッチアップ・プロセスを進めるうえで必要な措置でもある。反対に，収斂を実現しない時期尚早のユーロ参加は，単一通貨の導入にあたり，前途有望なスタートを切ったとは言えまい。拙速な参加を認めれば，経済格差と調整問題が増すことになり，ひいてはEMU全体の管理が一層困難になる。前章で論じたように，ユーロ圏発足から10年の歩みがこの教訓を明確に示している。

今後の展望としては，短期的には収斂に向けたNMSの進路の不確実性が増しているが，メイン・シナリオは依然として「より多くの加盟国が今後数年間にユーロを導入することが見込まれる」というものである。最終的にはユーロ圏の構成は欧州連合条約の目的に沿い，EUの構成とほぼ一致することになるだろう。このような大幅な拡大が実現すれば，この単一通貨圏が中期的に直面することになる政策課題および管理に影響が及ぶ可能性がある。戦略的な見地から，新規参加国の円滑な統合を促進させ，拡大後のユーロ圏の安定と強靭性を強化させる政策を特定することが重要になるだろう。

ユーロ拡大は現行のユーロ圏にどのような影響を及ぼすだろうか。新規加盟国（NMS）の経済特性を見ると，拡大によるユーロ圏への潜在的影響に関して，以下のように多くの相異なる結論が導き出される。

・　一方では，NMSのエントリーは全体として見れば，ユーロ圏経済に大きな影響を与えないことが，データから明白に見て取れる。NMS12カ国のGDP総額（ユーロ換算ベース）は当初からユーロ圏に参加した11カ国のGDP総額の約11％に相当する[32)]。これらの国の経済的比重がわずかなことを勘案すれば，NMSの経済発展がユーロ圏全体の成長とインフレ率に著しい影響を及ぼすことはなかろう。トレンド成長率が相対的に高いため，NMSの相対的比重は次第に高まる（これまでと同様にユーロ圏のGDPに対するNMSのGDPの割合は，2004年から2008年の期間に約３％上昇）はずだが，全体的な影響は穏やかなものにとどまるだろう。この点では，全体的なユーロ圏の政策決定に対する拡大の影響は，限定的になるはずである。

32）ポーランドが当該NMS総額の約37%，チェコ共和国とハンガリーが26%を占めるのに対して，最近ユーロ圏入りした新規加盟４カ国が占める割合はわずか13%である。したがって，ユーロ圏拡大は主にこれらの国における経済発展を通じて，ユーロ圏全体に影響を及ぼすことになるだろう。

・　他方，NMSグループ内の国ごとの違いは大きい。また，将来の参加国はキャッチアップ・プロセスにあることから，現行のユーロ圏の「中核」とはいささか異なる。とは言え，NMSがユーロ圏に加わる最初のキャッチアップ国と言うわけではない。また，これらの国のユーロ圏参加によって発生しうる課題そのものは，キャッチアップ途上の現加盟国が直面している課題と基本的に変わらない。

・　これまでにユーロ圏入りしたキャッチアップ国の統合と比べ，現在進行中のユーロ圏拡大プロセスは次に挙げる２つの要因（a）および（b）により，新たな様相を呈する可能性がある。（a）新たな参加が見込まれる国の数が相対的に多いことから，ユーロ圏全体のメンバーシップに占める「周辺国」の比率が高まる。（b）実質的な収斂の観点から，一部のNMSは現行のユーロ圏参加国に著しく後れを取っている。このため，当該NMSが直面するキャッチアップ課題は，今までの事例よりも顕著かつ長引く可能性がある。

・　ユーロ圏拡大はEMUのガバナンスの枠組みにも反映される。ユーログループの規模が拡大し，より扱いにくい組織になる恐れがある。このため同グループの形式張らない特性とともに，効率的な機能も維持する方法を案出する必要が生じると予想される。金融政策の決定にはローテーション制を導入し，ユーロ圏拡大に適応させることになろう。これにより説明責任と効率性問題のバランスが図られる。

総括すると，全体として見た影響は限定的であるにもかかわらず，拡大後のユーロ圏では不均一性が増すことになるという結論に達する。基礎的要因を分析するにあたり（また，適切な政策対応を立てるにあたり），多くの事実を定型化すると，以下のようにまとめられる。

・　少なくとも拡大当初の期間は，ユーロ圏参加国間のマクロ経済総計値における各国特有の変動性が高まる可能性がある。新規加盟国（NMS）のマクロ経済総計値は，ユーロ圏平均よりも変動が高くなる傾向がある。NMSのEU加盟以来現在に至るまでに，ユーロ圏との景気循環相関性は高まったが，成長率が著しく変動するようになった。特に投資率の増加基調は今後しばらくの間，景気循環を増幅させ続ける可能性がある。また市場構造の変化，管理された価格調整，エネルギー・セクターが経済に占める比重の相対的高さなどといった景気循環的および構造的要因により，インフレも変動しやすくなった。

・　セクター間の構造はまだ十分な調整がなされていないため，セクター別に大きく異なるアシンメトリック・ショックが発生する確率が高まった。実証データによると，既存のセクター間の相違は，現在進行中の統合プロセスなどを考慮に入れると，NMSがユーロ圏参加を果たすうえでの根本的な障害にはならないはずだが，拡大後のユーロ圏内における監視および政策決定では，これらの相違を適切に考慮しなければならなくなるだろう[33)]。

・　上記に関連して，生産・消費構造における違いによって，共通のショックの下で異なる影響が生じる可能性もある。例えば，食料およびエネルギーが消費バスケットに占める比重は，ユーロ圏が約30％であるのに対し，NMS平均は約40％であるため，これらの品目の世界的な価格変動はNMSのインフレ状況にさらに強い影響を与えることになる。

実質的な収斂が進むにつれ，この種の相違は縮小へと向かう。また，相違そのものは是正の必要な不均衡を示すものではない。むしろ，相違は広範囲に及ぶ通貨同盟に固有の特性である。政策対応では，調整メカニズムを特に重視する措置などにより中期的に実質的な収斂に向かう過程での関連リスクを抑えること，および実質的な収斂プロセスの完了を加速するため

33）この点に関する考察は，例えば欧州委員会（2009年b）を参照。

に，潜在成長力を促進する改革に焦点を当てるべきである。

ユーロ導入によって起こり得る体制シフトに対して，潜在的に最善とは言えない対応策を取った場合，相違を拡大させる恐れがある。この点においては，金融統合および国際収支上の残存する制約の除去が主要な役割を果たす[34]。それゆえ，金融統合は重要な要素であり，リスク共有能力を高めることで，通貨同盟におけるショックの調整を円滑に進める。しかし持続不可能な国内需要と資産価格の急騰を煽った信用供与の急拡大に付随する脆弱性が，今回の危機の最中にあまりにも如実に露呈した。すでに金融統合が高い水準に達し，さらにその水準が高まっていることから，ユーロ導入そのものが多くのNMSに及ぼす影響は，それ以前にユーロ参加を果たしたキャッチアップ国と比較すれば，小さくなりそうである。その一方で，ユーロ圏メンバーシップにより，例えば流動性リスクを軽減し，通貨ミスマッチを取り除くことで，マクロ金融上の回復力を強化すべきである。ユーロ圏へのNMSの円滑な統合を確実なものにするには，マクロ金融リスクを管理し，外国から調達された資金を生産的な利用に充当することが今後も不可欠であり続ける。

Ⅴ．学ぶべき教訓

EMU発足から10年が経ち，次の10年に入るにあたり，我々はユーロの最初の10年の評価から，特にユーロ圏が現在の前例のない世界的危機を乗り切った方法から，どのような教訓を得られるだろうか。以下の考察は，余すところのない列挙を意図するものではなく，むしろガバナンスおよび政策に関するいくつかの重要な要因を明らかにすることを目的としている。

第一に，そして最も重要な点として，ユーロが実効可能かつ健全なプロジェクトであり，今後も継続されるべきであることが自ずと実証された。EMUという実質的に前例のない政策体制[35]が独り立ちし，経済・金融の安定領域と世界で２番目に重要な通貨を確立した。EMUの最初の10年間のマクロ経済は，信頼できるとともに欧州全域に及ぶ金融政策の中にしっかりと根付いた安定志向の制度的枠組みに育まれ，それ以前の数十年とはまったく対照的に，加盟国間の基本的な「政策収斂」の利益を享受し，総じて良好な実績を残した。ユーロが参加国間の貿易と金融統合を促進し，「単一市場」の達成に貢献した。今回の危機の最中に，ユーロによって為替レートの変動が阻止され，流動性の確保とリスク共有が促進されたことなどにより，世界的な金融ショックに対する参加国の回復力を強化させるうえで，ユーロの価値が自ずと証明された。

また，財政政策と構造的な政策は通貨同盟内で各国が講じることのできる主な国内政策手段であるが，EMUの最初の10年の歩みから，これらの政策は一様には進展しないことが明らかになった。国内調整能力が不十分な場合，通貨同盟内の格差が存続する可能性があり，これを最終的に是正するには時間がかかるうえ，経済的な代償も大きくなりかねない。このような経験から，EMUの潜在力を十分に顕在化させる主体は各国自体であり続けること，また取消不能の形で為替レートを固定する要件に政策を適

34）Blanchard and Giavazzi（2002年）参照。
35）ユーロ圏の独特な（sui generis）構築については，Eichengreen（2008年）を参照。

応させるプロセスは，期待されるほど順調に進むとは限らないことが浮き彫りになった。

第二に，EMUのガバナンスの枠組みは，有効性をさらに改善する余地を探るべきだが，全体としてはよく機能してきた。欧州連合条約が規定する全体的な枠組み内で，EMUにおける経済政策のガバナンスが時間とともに発達し，新たなニーズに従い，さらに運用に即するものとなり，様々な教訓が習得された。最も顕著な成果としては，2005年の「安定・成長協定」改定が挙げられるが，「成長と雇用のためのリスボン戦略」の採択および改定も，教訓が生かされた例である。この漸進的プロセスは，過去10年間のより幅広い教訓に加えて，今回の危機によって突き付けられた手ごわい課題を生かしながら，今後も継続するだろう。

今回の危機のピーク時よりも遥か以前に，欧州委員会はユーロ圏経済が様々な課題によりよく対処できるように，「EMU@10 報告書」）で多くの提言を示した。危機の難局では通常よりも一層，景気後退に対処しその影響を緩和するために，迅速な経済政策対応が必要とされる。したがって，迅速かつ協調的に対応する能力を強化すべきである。

さらなる検討の対象となる重要問題の１つに，経済政策の監視がある。欧州連合条約では99条および104条に基づき，一連の監視手段を規定している。これらが功を奏し，ピアプレッシャー（仲間からの圧力）がかかり，政策の整合性が育まれ，ベスト・プラクティスから学ぶことが奨励された。だが監視の深度と強度は，政策領域間でばらつきがある。欧州委員会は「EMU@10 報告書」の中で，特にユーロ圏参加国間の相対的競争力の進展を網羅するために，ひいては将来の参加国に広げるために，ユーロ圏監視の拡大と深化を提唱した。これが実現すれば，各国の政策課題について，またEMU内で十分に機能するための要件について，より詳細な全体像を把握するのに役立つはずである。また，マクロ金融の安定性についての監視も強化すべきであり，これをEUの政策プロセスに適切に統合すべきである。今回の危機により，これらの提案の妥当性が明確に示された。だがこれに対する警告も重要である。すなわち，ユーロ圏に不均衡と脆弱性が生じた要因は，監視または事前の診断の欠如にあったのではなく，むしろ必要な改革と政策を「好況時に」実施しようとする政治的意思の欠如にあった。この重要な教訓に基づき，監視の牽引力を強化する方法も検討すべきである。

さらに今回の危機により，金融市場の規制・監督の改善の必要性が示された。システミック・リスク評価など課題の多くは，EUまたはユーロ圏に特有なものではない。だが，欧州の細分化されたままの監視体制は，明かに現在進行中の金融統合プロセスのペースについていけなかった。特に「金融サービス行動計画」（Financial Services Action Plan，略称FSAP）に基づく規制改革，および「覚書」（Memoranda of Understandings）に基づく監視協力については，今回の危機以前に著しい進展が見られた。だがこれは，特に今回の危機の初期段階に発生した集団行動問題を阻止するには不十分であった。

プラス面では，今回の危機において断固かつ一致団結して行動する能力が不可欠であった時期に，ユーロ圏およびより広範にEUは，その能力を発揮した。当初はいくらかためらいがあったものの，欧州経済復興計画などの政治的イニシアチブは政治的意思と共同責任の認識を示している。今回の危機は政策協調の重要性について，またユーロ圏内で高まった相互依存と波及効果を十分に考慮することの必要性について重要な教訓を教えている。今後の発展のための重要で明確な足掛かりは，EU全域にわたる監視体制の強化を構想することにある。この点について欧州委員会は，加盟国および欧州議会とのさらなる検討のために，複数の提案を行った。財政政策に関しては，現行の状況は各国特有の事情と説明責任を維持すると同時に，必要程度の調整を実施できるように見受けられる。

最後に，今回の危機は，ユーロ圏が対外的代表能力を緊急に強化すべきことを明らかにし

た。特にこれは，今回の危機の根本的原因の１つとなった世界的な不均衡をはじめ，様々な課題により強力に取り組むことを目的とするものである。ユーロ圏およびEUは，金融の安定と世界経済の持続可能な成長の回復を目的とする共同対応，およびより優れた規制・監督体制の設計を目的とする共同対応を構築するうえで，グローバル・リーダーシップを発揮する必要がある。これは何もEUが今回の危機を管理するうえで役割を果たしていないと言うわけではない。現実にG20およびその他のフォーラムで主導的役割を果たしている。だが今回の危機によって，実効力のある対外代表制が明確かつ緊急に必要であることが浮き彫りになったため，今後はグローバル・パートナーとしての欧州の役割強化に向けて，事態がさらに進展する可能性がある。

ユーロ圏参加国は1999年以来，11カ国からすでに16カ国に拡大した。今後数年間にさらに複数の加盟国がユーロ圏入りすることになっている。ユーロ圏拡大を実現するうえで，持続可能な収斂の達成に基づく枠組みは，依然として全面的に妥当である。健全な政策の実績を確立することは，現行のユーロ圏参加国および参加が見込まれる国双方の利益にかなっている。これまでの10年間に，ユーロ圏が「クローズド・ショップ」になることへの恐れは，事実無根であることが証明された。実際，この３年間に４カ国がユーロ圏に加わった。ユーロ圏拡大の枠組みは，特にNMSを念頭に置いて設計されているわけではないが，時の試練に耐え，EMUの信頼性と安定性を守るうえで重要な役割を果たしている。

参　考　文　献

ADAM, K., T. JAPELLI, A. MENICHINI, M. PADULA, M. PAGANO（2002），“Analyse, compare, and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union”, European Commission, DG ECFIN.

AHEARNE, ALAN G., GRIEVER, WILLIAM L. AND FRANCIS E. WARNOCK（2004），“Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities,”*Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 62（2），pages 313-336.

BALDWIN, R., V. DININO, L. FONTAGNÉ, R. DE SANTIS, D. TAGLIONI（2008），“Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment”, *European Economy - Economic Papers* 321, May.

BALTA, N. AND J. DELGADO（2009），“Home Bias and Market Integration in the EU”, *CESifo Economic Studies*, Vol. 55（1），p. 110-140.

BERNOTH, K. AND G. B. WOLFF（2008），“Fool The Markets? Creative Accounting, Fiscal Transparency and Sovereign Risk Premia”, *Scottish Journal of Political Economy*, 55（4），p. 465-487.

BERNOTH, K., J. VON HAGEN AND L. SCHUKNECHT（2004），“Sovereign risk premia in the European government bond market”, Working Paper Series 369, European Central Bank.

BLANCHARD, O.（2007），“Current account deficits in rich countries”, *NBER Working Paper*, No. 12925.

BLANCHARD, O. AND F. GIAVAZZI（2002），“Current account deficits in the euro area: the end of the Feldstein-Horioka puzzle?”, *MIT Working Paper* No. 03-05.

BUTI, M. AND A. SAPIR（EDS.）（1998），“Economic policy in EMU– a study by the

Commission services" Oxford University Press.

BUTI, M. AND A. SAPIR (EDS.) (2002), "EMU and economic policy in Europe – the challenges of the early years" Edward Elgar.

BUTI, M. AND P. VAN DEN NOORD (2009), "The euro: past successes and new challenges", *National Institute Economic Review*, 2008, pp. 68-85.

CALVO, G. AND C. REINHARDT (2002), "Fear of floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, No. 2, pp. 379-408.

CLARK, P., AND R. MCDONALD (1998),"Exchange rates and economic fundamentals: A methodological comparison of BEERs and FEERs", *IMF Working Paper*, 98/67.

COEURDACIER, N., R. DE SANTIS, A. AVIAT (2009), "Cross-Border Mergers and Acquisitions and European Integration", *Economic Policy*, Vol. 57.

DARVAS, Z. AND G. SZAPARY (2008), "Euro area enlargement and euro adoption strategies", *European Economy, Economic Papers*, 304, February.

DE LAROSIÌERE, ET AL. (2009), Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU; http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

DORNBUSCH, R. (1976), "Expectations and Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy* 84 (6), pp. 1161-1176.

ECB (2009a), Annual report 2008, European Central Bank.

ECB (2009b), Financial stability report, European Central Bank.

EGERT, B. (2007), "Real convergence, price level convergence and inflation differentials in Europe", *OeNB Working Paper* No. 138

EICHENGREEN B. (2008), "Sui Generis EMU", Discussion Paper No. 6642, CEPR

EUROINTELLIGENCE (2009), "Eurozone Meltdown- Eight Scenarios how the unthinkable might happen", Briefing Note No.1, 3 April.

EUROPEAN COMMISSION (2008), "EMU@10: successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union", *European Economy*, No. 2, May.

EUROPEAN COMMISSION (2009a), "Special report: Competitiveness developments within the euro area", *Quarterly Report on the Euro Area*, Vol. 8 N°1 (2009).

EUROPEAN COMMISSION (2009b), "Five years of an enlarged EU. Economic Achievements and Challenges ", *European Economy*, No. 1, January.

EUROPEAN COMMISSION (2009c), Annual Report on the Euro Area; *European Economy*, No 6, October.

EUROPEAN COMMISSION (2009d), "Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses", *European Economy*, No 7, October.

EUROPEAN COMMISSION (2009e), "European Economic Forecast: Autumn 2009", *European Economy*, No 10, November.

EUROPEAN COMMISSION (2009f), Eurobarometer, No. 71, September.

FABRIZIO, S., D. IGAN AND A. MODY (2007), "The dynamics of product quality and international competitiveness", *IMF Working Paper* No. 07/97.

FINANCIAL STABILITY BOARD (2008), Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, 7 April 2008.

ELMESKOV, J. (2009), "The general economic background to the crisis", OECD.

FAVERO, C. A., M. PAGANO AND E. VON THADDEN (forthcoming), "How Does Liquidity Affect Bond Yields? ", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

FELDSTEIN, M.（1997），"The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability"，*Journal of Economic Perspectives* 11（4），p 23-42.

FELDSTEIN, M.（2008），"Will the euro survive the current crisis"，available at www.project-syndicate.org/commentary/feldstein5.

FOAD, H.（2006），"Export-oriented FDI and the adoption of the euro"，Emory University.

GROS, D.（2008），"Iceland on the brink? Options for a Small, Financially Active Economy in the Current Financial Crisis Environment"，CEPS Policy Briefs No. 157, Centre for European Policy Studies.

HALLERBERG, M. AND G.B. WOLFF（2008），"Fiscal institutions, fiscal policy and sovereign risk premia in EMU"，*Public Choice*, 136（3），p. 379-396, September.

HANKEL, W., SCHACHTSCHNEIDER, K.-A. AND J. STARBATTY（2009），"Kein Bail-out zur Rettung des Euro-Raums"，*Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 28 March.

HANSEN J. AND W. ROGER（2000），"Estimation of real equilibrium exchange rates"，*European Economy - Economic papers*, 144, DG ECFIN, European Commission.

HAVIK, K., K. MCMORROW, W. RÖGER AND A. TURRINI（2008），"The EU-US total factor productivity gap: An industry perspective"，*European Economy - Economic Papers* 339, September.

IMF（2009），"Regional Economic Outlook Europe: Managing the Crisis"，May.

ISARD, P.（2007），"Equilibrium exchange rates: Assessment methodologies"，*IMF Working Paper*, No. 296.

ISSING, O., ET AL.（2009），"New Financial Order. Recommendations by the Issing Committee, part I（October 2008），Center for Financial Studies，[White Paper No.1]，University of Frankfurt, February 2009.

ISSING, O.（2008），"The euro – a currency without a state"，Center for Financial Studies working paper, University of Frankfurt, 2008/51.

JAPPELLI, T. AND M. PAGANO（2008），"Financial Market Integration under EMU"，*European Economy - Economic Papers* 312.

JONES, E.（2009），"The euro and the financial crisis"，*Survival*, Vol.51 No.2, Apr-May, pp. 41-54.

JONUNG, L. AND E. DREA（2009），"The euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last. U.S. economists on the EMU, 1989-2002,"DG ECFIN, mimeo.

LONGSTAFF, FRANCIS A. AND JUN PAN & LASSE H. PEDERSEN & KENNETH J. SINGLETON,（2007），"How Sovereign is Sovereign Credit Risk?,"NBER Working Papers 13658.

LUENGNARUEMITCHAI, P. AND S. SCHADLER（2007），"Do economists and financial markets' perspectives on the new members of the EU differ? "，*IMF Working Paper* No. 07/65.

OBSTFELD M. AND K. ROGOFF（2004），"The unsustainable US current account position revisited"，*NBER Working Paper*, No. 10869.

O'GRADY, S.（2009），"Next Stop in the Crisis could be the collapse of the euro"，*The Independent*, 1 April.

PAPAIOANNOU, E. AND R. PORTES（2008），"The international role of the euro: a status report"，*European Economy, Economic Papers 317*.

PETROULAS P.（2006），"The effect of the euro on foreign direct investment"，*Bank of Greece Working Papers*, No 48.

PISANY-FERRY, J. AND A. SAPIR（2009），"Weathering the Storm"，*Bruegel Policy Contribution*, Issue 2009/3, April 2009.

RUSCHER, E. AND G.B. WOLFF（2009），"External rebalancing is not just an exporters' sto-

ry: real exchange rates, the non-tradable sector and the euro", European Commission, *European Economy - Economic Paper*, No. 375.

SCHULZ, A. AND G.B. WOLFF（2008）, "Sovereign bond market integration: the euro, trading platforms and globalization", *European Economy - Economic Papers*, No 332.

SNS ECONOMIC POLICY GROUP REPORT 2009, "EMU at ten: Should Denmark, Sweden and the UK Join?".

STEIN, G.（2009）, "A Road-map for EMU Breakup", *Lombard Street Research Monthly Review*, February.

SZAPARY, G.（2009）, "Euro area neighboring countries", in: Peterson Institute for International Finance, *The Euro at Ten*, forthcoming.

SZEKELY, I. AND M. WATSON（2007）, "Growth and economic policy: Are there speed limits to real convergence? ", *European Economy, Economic Papers*, 294, December.

TAYLOR（2007）, "Housing and monetary policy", NBER working paper No. 13682.

TILFORD, S.（2006）, "Will the eurozone crack?" S. Tilford, Center for European Reform, September.

TILFORD, S.（2009）, "The euro at ten: is its future secure?", Center for European Reform essays, available at http://www.cer.org.uk/pdf/pr_10year_euro_7jan09.pdf.

VAN ARK, B., M. O'MAHONY AND MARCEL P. TIMMER（2008）, "The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes", *Journal of Economic Perspectives*, Vol 22（1）, pp. 25-44.

WARNOCK, F.（2002）, "Home bias and high turnover reconsidered", *Journal of International Money and Finance* 21, 795-805.

WOLFF, G.（2007）, "Foreign Direct Investment in the Enlarged EU: Do Taxes Matter and to What Extent?", *Open Economies Review*, vol. 18（3）, pages 327-346.

WORLD BANK（2008）, "Doing Business 2009", World Bank Publications.