

## 財政危機を教訓とするユーロ圏の新たな経済ガバナンス —成果と課題—

伊藤 さゆり\*

### 要 約

欧州連合（EU）は、ユーロ圏における債務危機に対処するため、金融安全網の整備と政策の監視・調整の枠組み（ガバナンス）の見直しを表裏一体で進めた。毎年前半を政策調整の期間とする「ヨーロピアン・セメスター」を導入し、数値基準に基づいて財政政策と経済政策を一体で監視・調整する体制に移行、違反国への制裁も早期化、その発動に関わる意思決定方式も見直した。14年度にフル稼働する新たな枠組みが、財政健全化と成長の両立に資するのか、アイルランド、スペイン、ポルトガルなどポスト・プログラム国、改革が遅れてきた大国フランス、イタリアの動向が試金石として注目される。

ユーロ圏は、財政統合は見送り、財政規律の強化で同じ国の中の世代間の再分配による調整機能への制限を強化する一方、銀行市場の統合（銀行同盟）に、非対称的ショックに対する調整を容易にする保険メカニズムとしての役割を委ねることを選択した。ユーロ制度の改革は進展したが、なお脆弱であり、これからも加盟国間のねばり強い意見調整と改革の取り組みを必要としている。

### I. はじめに

ギリシャと欧州連合（European Union, 以下、EU）、国際通貨基金（International Monetary Fund, 以下、IMF）が、同国の資金繰り支援のプログラムで合意してから4年余りが経過した。この間は、大きく2012年夏まで2年余りの危機拡大局面とその後の収束局面に分けることができる。

危機拡大の局面での大きな問題は、単一通貨を共有する国々で危機伝播のリスクが高いにも関わらず、ユーロ圏が参加国の財政危機を想定した枠組みを欠いていたことであった。市場の

関心は金融安全網の規模や機能に集中したが、それと表裏一体で、政策の監視・調整の枠組み改革も進展した。

12年半ば以降、市場の緊張緩和で金融安全網の重要度は低下、新たな政策の監視・調整の枠組みの下でユーロ圏が財政健全化と成長の両立を実現できるかに焦点が移った。

本稿では政策監視・調整の枠組み改革を中心にユーロ圏の危機対応の成果と課題について考察する。

\* 株式会社ニッセイ基礎研究所 経済研究部 上席研究員

## II. ユーロの危機と政策対応

### II-1. 危機の拡大と金融安全網強化の取り組み

E Uは、08年のリーマン・ショックを引き金とする世界金融危機・同時不況からの立ち直りのプロセスで、ユーロ導入国の財政危機の連鎖に悩まされるようになった。

震源地となったギリシャは、01年1月、第一陣の11カ国に2年遅れでユーロ圏の一員となって以来、低利の資金調達という恩恵を享受してきた。ユーロ導入時点のギリシャ政府の信用格付けは、シングルAからシングルAマイナスで、ドイツ、フランスなどユーロ圏の中核を占めるトリプルAの国々との間には5～6段階の開きがあった。財政を統合せずに、単一通貨を導入したユーロ圏の国債市場には、真のベンチマークは存在しない。替わって、格付けが高く、且つ、市場に厚みがあるドイツ国債を基準とする慣行が定着している。ユーロの導入以来、ギリシャとドイツ国債の利回り格差（スプレッド）は、信用格付けの格差にも関わらず、50bp以下というごく狭い範囲で推移してきた。しかし、07年8月のパリバ・ショック<sup>1)</sup>を境にスプレッドは拡大し始め、08年9月のリーマン・ショック後はその傾向に拍車が掛かった。中でもギリシャは、09年秋の政権交代で財政統計の不正が発覚したことで国債利回りが急騰、債務不履行の危機に直面することになった。

ギリシャの支援要請を受けて、10年5月、①ユーロ圏とIMFがギリシャに支援融資を行う、②財政危機に陥ったユーロ参加国の金融支援の枠組みとして支援規模約2500億ユーロの

欧洲金融安定ファシリティー（European Financial Stability Facility、以下、EFSF）と同600億ユーロの欧洲金融安定メカニズム（European Financial Stability Mechanism、以下、EFSM）を3年期限で創設、IMFと共同で支援する体制を立ち上げることを決めた。

しかし、それから2年余りの間、ユーロ圏の危機は拡大し続け、ユーロ参加国は金融安全網の強化に追われた。ギリシャ経済・財政状況の悪化に歯止めは掛からず、アイルランドが10年11月、ポルトガルが11年4月に支援要請に追い込まれた。10年12月には金融安全網の資金不足懸念に対応するための拡張で合意、11年11月にEFSFの救済能力は4400億ユーロに増強された。

機能面での見直しも行われた。拡張以前のEFSFの機能は、IMFのスタンド・バイ融資とリンクし、「マクロ経済調整プログラム」の実行を条件とする融資に限られていた。11年の拡張で新たに銀行増資支援に目的を特定した支援や、予防的プログラムなどの機能が付加され、国の規模や問題の性質に応じた対応が可能になった。10年12月にはEFSFの拡張と同時に新たに常設の欧洲安定メカニズム（European Stability Mechanism、以下、ESM）を創設、13年6月のEFSFの収束後の金融安全網の機能を引き継ぐことでも合意した。さらに、11年12月にはESMを当初予定よりも1年前倒し12年に創設することを決めるが、金融安全網への不安は燻り続けた。

1) フランス最大手銀行BNPパリバが傘下のファンドのサブプライムローン（信用力の低い個人向け住宅融資）関連証券の解約を凍結したことを引き金とする市場の一時的な混乱。

## II-2. ガバナンス改革の背景

債務危機を教訓とするEUの経済ガバナンス改革の議論はギリシャ支援問題が浮上した10年に始まった。ギリシャ情勢が緊迫の度を増していく3月にファンロンパイEU大統領（EU首脳会議常任議長）が議長を務めるタスクフォースを立ち上げた。6回の会合を経て10月に公表された報告書が一連の改革の叩き台である<sup>2)</sup>。

ガバナンス改革の内容についてはⅢ章で詳述するが、ここでは、危機の拡大に対処する金融融通安全網の段階的な強化とガバナンス改革が表裏一体で進展した理由を3つの観点から整理しておきたい。

第1の理由は、財政危機の拡大に歯止めを掛けるためにはユーロ圏の政策監視体制の見直しを通じて、市場の信認の回復を図る必要があったことである。財政の相互監視と過剰な財政赤字の是正手続き（Excessive Deficit Procedure, 以下、EDP）をルール化した「安定・成長協定（Stability and Growth Pact, 以下、SGP）」は、財政主権の分散が、単一通貨の安定を脅かす事態を未然に防止するためのものであった。ユーロ圏が金融安全網を欠いたまま発足したのも、ユーロ導入後のギリシャが国債市場で低利の資金調達という恩恵を享受することができたのも、EDPが適切に運用されることが織り込まれていたからであろう。しかし、現実には、手続きは適切に運営されず、ギリシャにおける財政危機の発生と域内伝播を許すことになった。

第2の理由は、過剰な財政赤字の監視のみでは、財政危機を未然に防止できなかったことである。支援要請に追い込まれたアイルランドとスペインは、ともに危機前の財政収支は黒字であった。しかし、大規模な不動産バブルの崩壊で大量の不良債権を抱え込んだ銀行に多額の公

的資金投入が必要になった。さらに、深刻な景気後退による歳入の減少が追い討ちをかけ、財政事情は一変した。これにより、不動産バブルの膨張、競争力の低下を示す経常収支赤字の拡大、対外債務の急増など、財政危機につながり得るマクロ不均衡を早期に発見し、是正するルールを新たに導入する必要性が認識された。

第3の理由は、EU運営条約の第123条～125条が規定する「救済禁止」の原則との整合化の必要性である。ユーロ圏で金融安全網を構築するにあたり、支援を受ける国に財政緊縮と競争力強化のための構造改革を義務付けるだけでなく、そもそも危機に陥る国が現れないよう防止する従来のルールの欠陥を見直し、強化することが不可欠になった。

## II-3. 危機の深刻化を受けた政策の軌道修正

危機対応が講じられても12年半ばまで拡大に歯止めを掛けることが出来なかつた理由は3つあった。マクロ経済政策面では、財政緊縮が優先され経済成長への配慮が不足していたこと、ユーロ制度改革でも規制・監督体制の強化が優先されたこと、金融安全網には規模の限界への懸念がつきまとつたことである<sup>3)</sup>。

12年6月のEU首脳会議では、こうした問題を抱えた危機対応のアプローチが軌道修正された。この時期が転換点となった最大の理由は、ギリシャに対する民間投資家への損失負担（Private Sector Involvement, 以下、PSI）を含む第二次支援を巡る協議が難航し、債務危機の深刻さが増したことにある。5～6月のギリシャの総選挙で、EU・IMFが支援の見返りとして求めた緊縮策に反対する政治勢力への支持が拡大したことで、ギリシャの無秩序な債務不履行、ユーロ離脱観測が勢いを増した。ギリシャのユーロ離脱をきっかけに、過剰債務国が相次いで離脱に追い込まれるとの思惑も広が

2) Report of the Task Force to the European Council - "Strengthening Economic Governance in the EU"

< [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ec/117236.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/117236.pdf) >

3) 伊藤（2012）参照

り、6月にはギリシャ国債を大量に保有していたキプロスが4カ国目のEU・IMF支援要請国となった。さらに、7月には、大手銀行バンキアなどへの救済のために多額の負担が生じたスペインが、銀行増資支援に目的を限った支援プログラムを利用する初めての国となった。さらにイタリアも「支援要請ライン」とされる10年国債利回り7%，期間5年のCDSスプレッド400bpを超えた。イタリアの政府債務残高はおよそ2兆ユーロに達し、包括支援を要請した周辺4カ国合計の7000億ユーロ強の2.7倍にも及ぶ。金融安全網による救済は困難であり、世界的な金融危機を引き起こし、ユーロは崩壊するという不安が広がった。

12年半ばに政策対応の軌道修正が可能な環境が整いつつあった面もある。この時期にはESMという常設の金融安全網発足の目処が立ち、ガバナンス改革も関連法の整備が進み、次のステップに進む段階に入っていた。

12年6月の首脳会議では、経済成長のために、EU財政などの共通財源を活用する総額1200億ユーロの成長戦略で合意した。同時に、

ユーロ制度改革についても銀行同盟、財政同盟、経済同盟、政治同盟という4つの側面から完成度を高める抜本的改革に向けて同年12月までに工程表をまとめることで合意した<sup>4)</sup>。

市場では、ECBのドラギ総裁がユーロ圏の安定を妨げてきた金融安全網への不安に歯止めを掛けたという評価が広く浸透している。ドラギ総裁が、12年7月にロンドンで行った講演で「ユーロを守るために出来ることは何でもやる」<sup>5)</sup>と述べて布石を打った上で、9月の政策理事会で「ユーロの不可逆性に対する根拠のない懸念に起因する国債市場の深刻な歪みに対処するための」<sup>6)</sup>新たな国債買い入れプログラム・OMT(Outright Monetary Transactions)を導入したことが、テールリスク封じ込めへの強い決意表明となつたからだ。

しかし、ECBだけで流れを変えることができた訳ではない。ECBのOMTは、ESMの支援やユーロ圏の政策監視・調整と連動する仕組みである。ESMの設立、ガバナンス改革という成果がなければ、ECBはOMTを打ち出すことはできなかつたと思われる。

### III. ユーロ圏の新たな経済ガバナンス

ユーロ圏における金融安全網作りへの取り組みは直線的には進まず、「後手に回る」、「場当たり的」との批判がつきまとつた。同時に進行したガバナンス改革も、市場からの強い圧力を受ける一方、法規制の整備には利害関係の異なる関係各国での手続きが必要であったため糾余

曲折を経た。

その結果として新たなガバナンスは複雑な仕組みとなっている<sup>7)</sup>。監視や政策調整の裏づけとなる法律にレベルの差があるほか、EU加盟国のすべてを対象とする場合から、ユーロ導入国のみ、あるいはユーロ導入国と参加を希望す

4) European Council, "Conclusion", 28 June 2012

5) Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank, at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012 <<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>>

6) Introductory statement to the press conference (with Q&A), Mario Draghi, President of the ECB, Vitor Constâncio, Vice-President of the ECB, Frankfurt am Main, 6 September 2012 <<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>>

7) この点を論じたものとしてはPisani-Ferry et al. (2012) がある。

る非ユーロ導入国を対象とするなど、対象とする範囲にもばらつきがある。

### III-1. ヨーロピアン・セメスターの導入

一連の改革で最初に実施されたのは11年初からの「ヨーロピアン・セメスター」である。ヨーロピアン・セメスターは、EU加盟国の経済・財政政策の調整のための年間のサイクルのうち、EUの欧州委員会が、各加盟国の財政政策と構造改革計画を分析し、提言し、実行を監視する前半の半年間を指す。後半の半年間は、ヨーロピアン・セメスターで合意を得た政策を各国が実行に移す「ナショナル・セメスター」である（図1）。

年次サイクルの起点は、EUの欧州委員会による「年次成長サーベイ（Annual Growth Survey, 以下、AGS）」の公表である。AGSでは、前年度のフォローアップと新年度の成長促進と雇用創出のためのEUの優先課題を提起する。導入初年度の11年度のAGSは同年1月に公表されたが、12年度以降は前年の11月に公表が行われるようになった。

AGSの内容は年初から関係閣僚会議で検討、結論を採択する。これを受け3月のEU首脳会議で、財政政策、構造改革及び金融分野の課題に関して共通の方向性を承認する。課題は「賢い成長、持続可能な成長、包括的な成長」を目指すEUの10ヶ年の成長戦略「欧洲2020（Europe 2020）」<sup>8)</sup>とリンクする。00年～10年の「世界で最も競争力があり、かつ力強い知識基盤型社会の構築」を目指した「リスボン戦略」が、ガバナンスの弱さから域内格差の是正による全体の底上げに失敗した教訓を生かす狙いがある。

3月の首脳会議合意を受けて、4～5月に各加盟国が成長と雇用の促進とマクロ経済不均衡

是正のための経済政策をまとめた「国家改革計画（National Reform Program, 以下、NRP）」と、EUの財政ルールに適合する中期財政目標（medium term budgetary objective, 以下、OTP）やその前提となる経済見通し、その実現のための政策等を盛り込んだ「安定・収斂計画（Stability and Convergence Program, 以下、SCP）」<sup>9)</sup>を提出、これを受け、欧州委員会が各国に対する「国別勧告（Country Specific Recommendations, 以下、CSR）」文書をまとめる。

CSRsについて6月中に欧州委員会が各国閣僚と協議、7月のEU首脳会議の承認でヨーロピアン・セメスターが終了、各国は、首脳会議で承認を得たCSRsを考慮した上で、ナショナル・セメスターでの予算案の策定に臨むことになる。

### III-2. 法整備の進展

ヨーロピアン・セメスターの政策調整に法的な拘束力を持たせるEU法の発効は、ヨーロピアン・セメスターの始動後に3段階で進展、13年5月に完成した。このため、ヨーロピアン・セメスターによる政策調整が完全な形で実施されるようになったのは、13年11月に始まった14年度のサイクルが最初である。

各段階での変更点は以下のとおりである。

#### III-2-1. シックス・パック

第1段階が11年12月発効の「シックス・パック（Six-pack）」である。これは、5つのEU規則と1つのEU指令から成る6法の総称である<sup>10)</sup>。

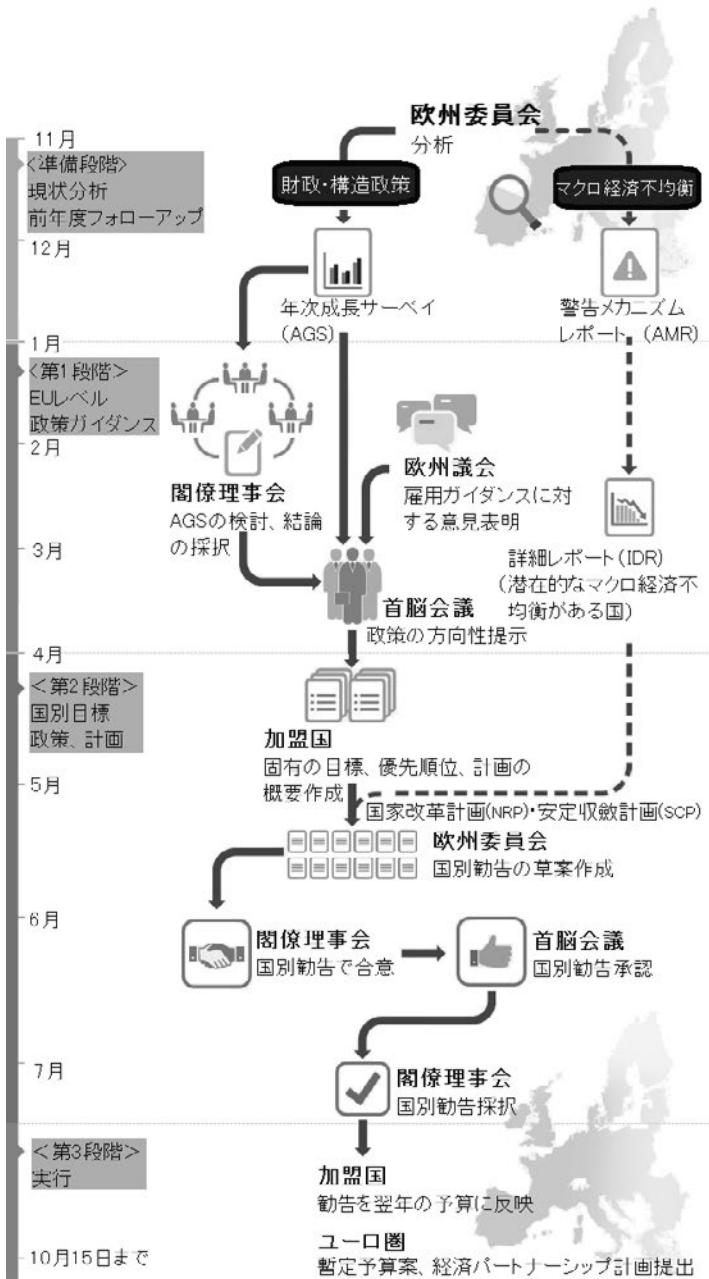
うち4法がSGPの再修正を中心とする財政規律の強化、残る2法がマクロ経済政策監視と協調の新たな手続き「マクロ不均衡是正手続き（Macroeconomic Imbalance Procedure, 以下、

8) 同戦略では、R&D投資の対GDP比3%のほか、環境保護、省エネルギー、教育、貧困の5つの領域で、EU共通の目標と各国レベルの目標が設定されている。詳細は<[http://ec.europa.eu/europe2020/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm)>参照

9) ヨーロ参加国が提出する計画が「安定計画」、ユーロ未導入国が提出する計画が「収斂計画」。

10) 規則（Regulation）は加盟国に直接効力を持つ。指令（Directive）は、国内法に置き換えを通じて効力を持つ。加盟国は国内の置き換えに一定の裁量権を有する。

図1 ヨーロピアン・セメスターの流れ



(注) 「経済パートナーシップ計画」は過剰な財政赤字是正手続き（EDP）対象国の  
みが提出

(資料) Council of European Union, "European Semester Infographic" を一部改変  
<<http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester>>

M I P)」導入に関するものである。

### (1) 安定成長協定（S G P）の再修正

S G Pは、ユーロ導入を控えた97年6月のアムステルダム首脳会議で採択された「欧州理事会決議」と「財政とマクロ経済政策の相互監視」、「過剰な財政赤字是正手続き（E D P）」に関する規則<sup>11)</sup>からなる。

当初の財政赤字是正のための手続きは、ユーロ導入可否の審査基準でもある財政赤字対G D P比3%，政府債務残高対G D P比60%を基準値として、欧州委員会が違反を認めた場合、E U経済・財務相理事会に当該国に対して是正を求める決議を促す。対象国がユーロ導入国の場合、経済・財務相理事会が過剰な財政赤字是正を求める「勧告」を決議、「勧告」への取り組みが不十分な場合には「警告」を決議、なお対応が不十分である場合、罰金を含む「制裁」を課すという流れであった。

しかし、ユーロ参加国の放漫財政が単一通貨圏を脅かすことを未然に防止する役割を果たすことはできなかった。その理由の1つは意思決定方式にあった。財政赤字基準値を超える国が相次ぎ、中核国のドイツも05年まで4年連続で財政赤字が3%を超過、フランスも同じ基準値超えを繰り返した。欧州委員会はE D Pの手続きを先に進めることを提案したが、経済・財務相理事会は否決した。

05年には、S G Pが硬直的で、好況期に財政健全化が進まない一方、不況期には過度の財政緊縮が強いられることで景気循環を增幅するとの批判からルールの見直しも行われた。財政赤字3%と政府債務残高60%の基準値は維持する一方、各国事情に応じた中期財政目標（Medium-term Objective、以下、M T O）の設定を認め<sup>12)</sup>、財政赤字削減ペースを判断する基準として景気循環や一時的要因を除いた構造的財政収支赤字の上限をG D Pの1%とする新た

な基準値を導入した。

S G Pが危機防止機能を果たすことができなかつた反省から、11年のシックス・パックでは、①歳出目標の導入、②債務残高基準の実効化、③制裁措置発動の早期化、④各国の財政枠組みへの最低要件の導入などの修正が行われた。

①の歳出目標は「歳出の伸び率は潜在成長率の参照値を超えない」とするルールである。基準値とするM T Oの達成状況の把握を補完する目的がある。構造的財政収支は、潜在成長率、G D Pギャップのほか、税収や歳出のG D P弾力性などが関わるため、推計上の困難があり、タイムラグも生じる。欧州諸国は、押し並べて財政規模が大きく、歳出の削減に重点を置いて財政健全化を進める必要があることからも、歳出ルールの採用は合理的である。導入にあたっては、深刻な景気後退期には、1年間でG D Pの0.5%，2年間平均で同0.25%という範囲での逸脱を認めた。

②の債務残高基準の実効化は、過剰な財政赤字の有無を判断する基準として「債務残高G D P比の削減が十分な速度で進展しているかどうか」も用いることにしたもので、「直近3年間で60%からの乖離分の20分の1以上を年平均で引き下げる」という数値基準を設けた。これは、従来のE D Pがもっぱら財政赤字3%の基準に基づいて開始され、債務残高60%の基準値は軽視されていたことを修正したものである。ギリシャの財政危機とイタリアへの飛び火によって、ファイナンス環境が急変した場合には、高水準の債務残高が深刻な問題となることが明確になったことに対応する修正である。ただ、この基準についても、違反を直ちにE D Pの対象とはせず、総合的に判断することになっている。

③の制裁は、ユーロ導入国のみを対象とするもので、従来よりも早い段階で開始し、手続きを進める上で必要な意思決定方式も改めた。制

11) Regulation (EC) No 1466/97及び1477/97

12) 当初のS G Pの問題点や05年の修正については白井（2010）で詳しく解説されている。

裁は、過剰な赤字が認定されEDPを開始する段階でのGDP0.2%相当の無利子預託金に始まる。効果的な是正措置がとられない場合には罰金となる。違反を繰り返した場合にはさらに超過の罰金を課す。また、MTOに向けた調整や歳出ルールが尊重されない場合もGDP0.2%相当の無利子預託金の対象となる。

意思決定方式は、ユーロ圏加盟国の持ち票の約75%が反対しない限り採用される「逆特定多数決」に変更された。同方式では、積極的に反対の意思を表明しなければならないため、従来の「特定多数決」に比べて、違反の認定や制裁を求める欧州委員会の提案が否決され難いと期待されている。

④の財政枠組みへの最低要件の導入は各国が国内法として置き換える必要があるEU指令として導入された<sup>13)</sup>。前提となる経済見通しや見通し作成の機関（第3章）、数値基準（第4章）、中期財政フレーム（第5章）などについて加盟国が満たすべき最低要件が規定されている。

**(2) マクロ不均衡是正手続き（MIP）の導入**  
シックス・パックに含まれる2つの規則の発効<sup>14)</sup>で、12年度からのヨーロピアン・セメス

ターのサイクルにマクロ不均衡の監視と是正の手続きが組み込まれた。このMIPの起点は、欧州委員会が、前年の11月にAGSとともに公表する「警告メカニズム・レポート（Alert Mechanism Report、以下、AMR）」である（図1参照）。

AMRでは、マクロ経済不均衡を把握するための経済指標からなるスコアボードを作成、基準値から乖離している指標の数やその度合い、方向の変化などから、潜在的なリスクのある国を抽出する。スコアボードは、経常収支対GDP比マイナス4～プラス6%，対外純資産残高同マイナス35%などの対外不均衡に関する5指標と、民間債務残高同133%，一般政府債務残高同60%など対内不均衡に関する6指標の合計11指標から構成される（表1）。単一通貨圏内で、物価・賃金格差から競争力の乖離が拡大、一部の国が対外借り入れへの依存を強めたことが、債務危機の原因となった反省から、実質実効為替相場や、名目単位労働コストなど競争力を把握するための指標組み込まれた。その基準値はユーロ導入国の方が、非ユーロ圏よりも厳しく設定された。

AMR公表の次のステップは3月の「詳細レ

表1 マクロ不均衡是正手続き（MIP）のスコアボード構成指標と判断基準

	指標	単位	基準値
対外不均衡と競争力	経常収支	対GDP比	-4%～+6%
	対外純資産残高	対GDP比	-35%
	実質実効為替相場(CPI基準)	3年変化率%	ユーロ圏:±5% 非ユーロ圏:±11%
		5年変化率%	-6%
	名目単位労働コスト	3年変化率%	ユーロ圏:+9% 非ユーロ圏:+12%
対内不均衡	住宅価格	前年比	+6%
	民間部門信用フロー	対GDP比	15%
	民間部門債務	対GDP比	133%
	一般政府債務	対GDP比	60%
	失業率	3年平均	10%
	金融部門負債	前年比	16.5%

（資料）European Commission, "Alert Mechanism Report 2014".

13) Council Directive 2011/85/EU

14) Regulation (EU) No 1176/2011及び1174/2011

ポート（In-Depth Review, 以下, IDR）」の発行である。IDRは、11月のAMRで過剰なマクロ経済不均衡の潜在的なリスクがあるとみなされた国に関する詳細なレポートである。

MIPの対象となるのはEU・IMFの包括支援対象外のEU加盟国であり、潜在的なリスクが認められてIDRの対象となった国数に對して、不均衡が「過剰」と判断された国数は12年度12カ国中ゼロ、13年度は13カ国中2カ国（スペイン、スロベニア）、14年度は17カ国中3カ国（スロベニア、クロアチア、イタリア）である<sup>15)</sup>。

過剰な不均衡が認められた国は、NRPとSCPに対策を盛り込むことが求められ、その評価が、欧州委員会がまとめるCSRにも反映される。欧州委員会は、過剰な不均衡が認められた国が、ユーロ導入国か否かに関わらず是正への取り組みを監視する。ユーロ導入国については、欧州委員会が、計画の実行が不十分と判断した場合、財務相理事会が特定多数決で否決しない限り、名目GDPの0.1%相当の有利子預託金が賦課される。CSRの実行あるいは是正計画が不十分という判断が2回になった場合は、有利子預託金は制裁金となる。

### III-2-2. 経済通貨同盟における安定、調整及び統治に関する条約（TSCG）

法制改革の第2段階が13年1月発効の「経済通貨同盟における安定、調整及び統治に関する条約（Treaty on Stability, Coordination and Governance, 以下, TSCG）」の発効である。

この条約は、EUの憲法にあたる基本条約の改正を目指したが、英国の拒否権発動で実現せ

ず、英國とチェコを除く25カ国の政府間協定として「5年以内に内容をEU基本条約に組み込む」ことを義務付ける変則的な形で発効した<sup>16)</sup>。基本条約に比べると法的拘束力は弱いが、常設の金融安全網・ESM支援と関連づけることによって、特に財政基盤が脆弱な国にとっての拘束力を高めたとの評価もできよう<sup>17)</sup>。

TSCGの内容は、財政規律強化、経済政策の協調、ガバナンス強化から構成されており、シックス・パックを補完し、強化するものである。財政規律に関する財政協定（Fiscal Compact）がSGPをさらに補強したポイントは主に3つある。

第1に、構造的財政収支赤字の上限としてSGPが規定するGDPの1%を認めるのは政府債務残高が同60%以下で、持続可能性のリスクの低い国のみとし、他は同0.5%としたことがある（第3条第1項）。財政協定の財政均衡ルールは、「例外的な状況」での逸脱は認めること、国毎のMTOの達成のスピードは欧州委員会が各国固有の事情を考慮し提案すること、MTOからの著しい逸脱が認められた場合には自動的な是正メカニズムが発動されるというものである。

第2に、この財政均衡ルールを、条約発効から1年以内に憲法ないしそれと同等の国内法に取り入れること、財政均衡ルールを国内の独立財政委員会が監視することを義務付けた（第3条第2項）。また、その実施状況は欧州司法裁判所に付託する手続きを盛り込んだ（第8条）。欧州司法裁判所は、非適合と判断した場合に、是正措置を求めることができ、是正命令に従わない国にはGDP 0.1%未満の罰金を課すこと

15) EU・IMFの支援対象国は支援条件として「マクロ経済調整プログラム」に取り組んでいるため、MIPの対象とならず、CSRも作成されない。13年度はAMR公表の段階ではキプロスを含む14カ国が当初対象となっていたが、3月に支援合意が成立したため除外され、13カ国が「詳細レポート」の対象となった。14年度は13年12月に支援を卒業したアイルランドを含めた17カ国が「詳細レポート」の対象となった。

16) 条約はユーロ参加国のみに適用され、ユーロ未導入国はユーロ導入時点で適用対象となるが、前段階で一部の適用を受けることは可能である。

17) TSCGの法的位置づけの問題点については庄司（2012）参照。13年3月からは、ESMを利用できるのはTSCGの批准国のみ、発効後1年後からは財政収支均衡ルールを実行している国のみとなった。

ができる<sup>18)</sup>。

第3は、EDPの財政赤字の基準違反が認められた場合は正手続きの発動を自動化したことである（第7条）。但し、この条項には、特定多数決で反対を決議した場合には、適用除外とする例外規定が設けられており、政治的な裁量を排除することはできなかった。

この他、TSCGには、経済政策の協調を強め、ガバナンスを強化するために、最低年2回のユーロ圏首脳会議の開催と常任議長のポストを置くことが盛り込まれた。

### III-2-3. ツー・パック

第3段階が13年5月の「ツー・パック」、2つのEU規則の発効である。この規則案は第1段階のシックス・パックの発効が目前に迫った11年11月に提出された。ユーロ導入国だけが対象であり、経済監視、調整、統合と収斂を強化する規則である。

ツー・パックの発効による修正点は2つある。1つは、次年度の予算案を事前に審査し、過剰な赤字の是正をより確実にするプロセスの導入である<sup>19)</sup>。この規則の発効でユーロ参加国のヨーロピアン・セメスターのサイクルには、10月15日以前に欧州委員会とユーロ圏財務相会合に、次年度の暫定予算案を提出するプロセスが加わった（図1参照）。

欧州委員会は、提出された暫定予算案とCSRとの整合性を検討する（第6条）。欧州委員会は、CSRからの重大な乖離が認められる場合、暫定予算案提出から2週間以内に修正を求める「意見（opinion）」を表明し、3週間以内に修正案を提出するよう求めることができる（第7条）。また、EDPが適用されている国は財政赤字是正のために必要な主要な構造改革に

関する「経済パートナーシップ計画（Economic Partnership Programme）」を提出し、その実行を財務相会合と欧州委員会が監視する（第9条）、EDPの是正期限の未達成が見込まれる国に対して、対策の報告を求める「勧告（recommendation）」を発する（第11条）などのプロセスが加わった。

もう1つの規則は、<sup>20)</sup>金融の安定の重大なリスクを経験した国、あるいはそのリスクがある国の財政監視を強化するための規則である。この規則の発効で、欧州委員会は、MIPの手続きなどで金融の安定を脅かす重大なリスクがあると認識された国、第3国やESMなどの金融安全網、IMFなどの国際機関に予防的な支援<sup>21)</sup>を要請した国を「強化された監視（enhanced surveillance）」下に置くことを決定できるようになった（第2条）。また、実際にESM、IMFなどへの支援要請に至った場合の「マクロ経済調整プログラム」に関する原則の明文化（第7章）、「マクロ経済調整プログラム対象国」はヨーロピアン・セメスターによる監視と政策協調の対象外とすること（第12条）、ESMなど金融安全網からの支援を卒業した国についても、少なくとも支援額の75%が返済されるまでの間は「ポスト・プログラム・サーベイランス」として監視下に置くこと（第14条）などが明文化された。

「ポスト・プログラム・サーベイランス」では、欧州委員会がECBと協力し、経済・財政・金融動向について評価を行うもので、半年に一度、欧州議会や当該国の議会などに評価と是正措置の必要性を報告する。欧州委員会が当該国に是正措置を「勧告」した場合、10日以内に財務相理事会が特定多数決で拒否の決議をしない限り、採択される。

18) 罰金はESMまたはEUの一般予算に組み込まれる。

19) Regulation (EU) No473/2013

20) Regulation (EU) No472/2013

21) 信用枠設定のみのケースは除く

### III-3. 新たな経済ガバナンスの特徴

以上で見てきたユーロ圏の新たなガバナンスの特徴をまとめると、以下の3点に集約できよう。

まず、年前半にヨーロピアン・セメスターでEUレベルで政策を調整し、その結果を年後半の国内の政策決定に反映させる年次のサイクルが導入されたことである。特に、ツー・パックの発効以降は、年前半の調整の結果が予算案に反映されているか、事前にチェックし、修正を求めるプロセスが付加された。14年度が導入初年度であるだけに、今後、どこまで活用されるのかは未知数だが、大きな変更点である。

次に、従来よりも明確でより幅の広い数値基準に基づいて、財政政策と経済政策を一体で調整する制度に変更されたことである。債務危機前も、財政政策に関してはSGPという法的拘束があったが、経済政策は加盟各国が国情に応じた手段で国民の合意形成を図りながら自主

的に進める「公開調整手法（Open Method of Coordination, OMC）」を探ってきた。結果として、単一通貨圏内の構造改革への取り組みの格差、競争力の格差の拡大を許したことが、MIPの導入によって改められたことになる。

最後に、過剰な財政赤字に加えて、過剰なマクロ経済不均衡は正の取り組みを怠った場合の制裁を早期化し、且つ、その発動の決定方式を「逆多数決制（特定多数決で発動しないことを決議しない限り、制裁が発動されるシステム）」に変更することで、容易化したことである。意思決定方式の変更は、仲間の圧力は働きかず、逆に仲間への配慮が、「成長安定協定」の機能を妨げたことへの反省である。

このように、財政危機を許した反省は、新たな経済ガバナンスに、予算案の事前審査プロセスを盛り込む、法的拘束力を強める、政策監視と調整の範囲を拡大する、意思決定方式を変更するなどの形で反映された。

## IV. 財政健全化の進捗状況

### IV-1. 概況

#### IV-1-1. 財政赤字

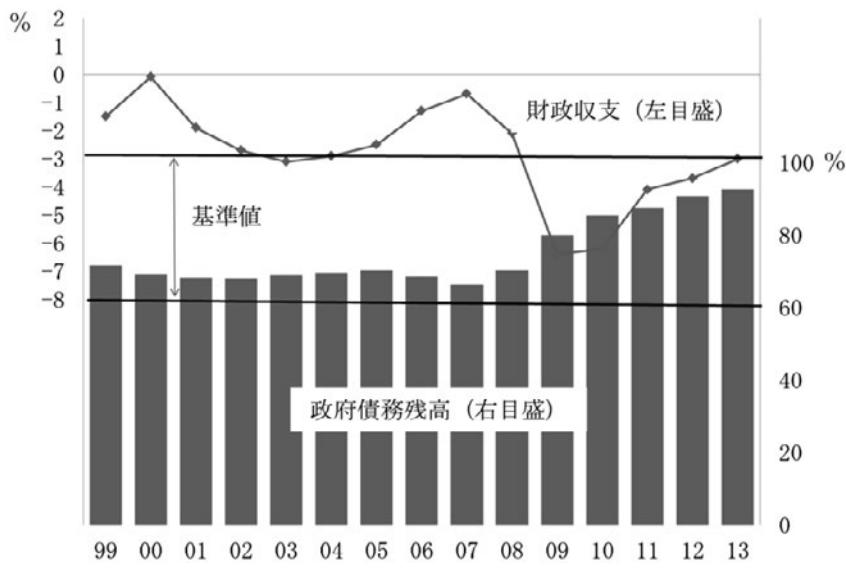
13年のユーロ圏の財政赤字の名目GDP比は3%であった（図2）。ユーロ導入から世界金融危機までの間、ユーロ圏の財政赤字は、この基準値以内に収まっていたが、09年には、世界金融危機を引き金とする深刻な景気後退と、金融システム対策費による歳出の増大によって、一気に同6.4%まで拡大した。10年も、ギリシャを発端にユーロ圏内で財政危機が広がり、景気が再び後退したこと、財政危機に見舞われた国々を中心に金融システム対策費がさらに増大したことで同6.2%という高水準の赤字が続いた。11年以降、各国の財政健全化措置による歳出削減と歳入の増加が進み、財政赤字

は縮小に転じたが、基準値超えが続いた。3%の基準値に落ちていたのは5年振りである。

国別に見ると財政赤字削減の達成度にはばらつきがある（表2）。13年の財政赤字は、スペインが14.7%、ギリシャが12.7%と目立って大きいが、それぞれGDPの10.3%と10.8%相当の銀行部門への公的資本投入という一時的な要因が膨らんだことが影響している。10年以降、欧州連合（EU）・国際通貨基金（IMF）に支援を要請したギリシャ以外の国の財政赤字もピーク比では縮小しているが、13年の段階では3%を大きく超えている。

支援要請に追い込まれなかつた国でも、最悪期の09年には殆どの国で財政赤字が基準値を超えていたが、基準値内に収まっていたのはルクセンブル

図2 ユーロ圏の財政赤字と政府債務残高の対名目GDP比



(資料) 欧州委員会統計局

ルグとフィンランドの2カ国のみであった<sup>22)</sup>。しかし、13年にはフランスとスロベニア以外の財政赤字は基準値以内に収まった。

#### IV-1-2. 政府債務残高

政府債務残高は、99年のユーロ導入以来、名目GDP比60%の基準値に対して、同70%前後で推移してきたが、09年に同80%まで増大、13年の段階でも増加傾向は続いている（図2）。

世界金融危機以降、政府債務が支援要請国を中心に大きく膨らんだため、GDP比で100%を超える国も175.1%のギリシャを筆頭にイタリア、ポルトガル、アイルランド、キプロス、ベルギーの6カ国に増えた。逆に、13年の段階で政府債務残高が基準値を下回っている国は5カ国あるが、99年の発足時からユーロを導入している原加盟国ではルクセンブルグとフィンランドの2カ国のみである。13年に債務残高のGDP比が低下したのはドイツだけであつ

た<sup>23)</sup>。

政府債務残高の名目GDP比の変動要因は基礎的財政収支、利払い費、名目GDP成長率に分解できる。名目GDP成長率は、さらに実質GDP成長率とインフレ率に分解できる。基礎的財政収支が均衡していても、名目GDP成長率が、金利を下回っていれば、政府債務残高のGDP比は上昇（＝悪化）する。名目GDP成長率が金利と同じ水準であれば、基礎的財政収支の黒字を維持することで政府債務残高GDP比率は安定に向かう。

図3は欧州委員会が「2014年春季経済見通し」で示した政府債務残高GDP比の変動要因である。ユーロ圏全体で見ると、利払い費はGDP比3%程度で、世界金融危機前（04年～08年平均）と危機後（09年以降）で大きく変わっていないことがわかる。実質成長率は09年に大幅に、12年～13年は09年との対比では小幅ながら、債務比率の押し上げ要因となった。基礎的財政収支の赤字は、09年～10年に

22) エストニアの財政赤字も基準値内だが09年時点ではユーロを導入していなかった。

23) ラトビアも10年をピークに低下が続いているが、13年の段階ではユーロを導入していなかった。

財政危機を教訓とするユーロ圏の新たな経済ガバナンス—成果と課題—

表2 ユーロ参加国の財政赤字と政府債務残高対GDP比

導入年	1999	支援要請国																			
		ユーロ圏	ベルギー	ドイツ	フランス	イタリア	ルクセンブルク	オーストリア	オランダ	フィンランド	スロベニア	マルタ	スロバキア	エストニア	アイルランド	スペイン	ポルトガル	ギリシャ	キプロス	ラトビア*	
1999	-1.5	-0.6	-1.6	-1.8	-1.9	3.4	0.4	-2.3	1.7	-3.0	-6.9	-7.4	-3.5	2.6	-1.3	-3.1	-	-4.3	-3.8	-	
2000	-0.1	0.0	1.1	-1.5	-0.8	6.0	2.0	-1.7	7.0	-3.7	-5.7	-12.3	-0.2	4.9	-0.9	-3.3	-3.7	-2.3	-2.3	-2.8	
2001	-1.9	0.4	-3.1	-1.5	-3.1	6.1	-0.2	0.0	5.1	-4.0	-6.3	-6.5	-0.1	0.9	-0.5	-4.8	-4.5	-2.2	-2.0	-2.0	
2002	-2.7	-0.1	-3.8	-3.1	-3.1	2.1	-2.1	-0.7	4.2	-2.4	-5.7	-8.2	0.3	-0.4	-0.3	-3.4	-4.8	-4.4	-4.4	-2.3	
2003	-3.1	-0.1	-4.2	-4.1	-3.6	0.5	-3.1	-1.5	2.6	-2.7	-9.0	-2.8	1.7	0.4	-0.3	-3.7	-5.6	-6.6	-6.6	-1.6	
2004	-2.9	-0.1	-3.8	-3.6	-3.5	-1.1	-1.7	-4.4	2.5	-2.3	-4.6	-2.4	1.6	1.4	-0.1	-4.0	-7.5	-4.1	-4.1	-1.1	
2005	-2.5	-2.5	-3.3	-3.3	-2.9	-4.4	0.0	-0.3	-1.7	2.9	-1.5	-2.9	-2.8	1.6	1.6	1.3	-6.5	-5.2	-2.4	-0.4	
2006	-1.3	0.4	-1.6	-2.3	-3.4	1.4	0.5	-1.5	4.2	-1.4	-2.7	-3.2	2.5	2.9	2.4	4.6	-5.7	-1.2	-0.6	-0.6	
2007	-0.7	-0.1	0.2	-2.7	-1.6	3.7	0.2	-0.9	5.3	0.0	-2.3	-1.8	2.4	0.2	2.0	-3.1	-6.5	3.5	-0.7	-0.7	
2008	-2.1	-1.0	-0.1	-3.3	-2.7	3.2	0.5	-0.9	4.4	-1.9	-4.6	-2.1	-3.0	-7.4	-4.5	-3.6	-9.8	0.9	-4.4	-	
2009	-6.4	-5.6	-3.1	-7.5	-5.5	-0.7	-5.6	-4.1	-2.5	-6.3	-3.7	-8.0	-2.0	-13.7	-11.1	-10.2	-15.7	-6.1	-9.2	-	
2010	-6.2	-3.8	-4.2	-7.0	-4.5	-0.8	-5.1	-4.5	-2.5	-5.9	-3.5	-7.5	0.2	-30.6	-9.6	-9.8	-10.9	-5.3	-8.2	-	
2011	-4.1	-3.8	-0.8	-3.2	-3.7	0.2	-4.3	-2.5	-0.7	-6.4	-2.7	-4.8	1.1	-13.1	-9.6	-4.3	-9.6	-6.3	-3.5	-	
2012	-3.7	-4.1	-0.1	-4.9	-3.0	0.0	-4.1	-2.6	-1.8	-4.0	-3.3	-4.5	-0.2	-8.2	-10.6	-6.4	-8.9	-6.4	-1.3	-	
2013	-3.0	-2.6	0.0	-4.3	-3.0	0.1	-2.5	-1.5	-2.1	-14.7	-2.8	-2.8	-0.2	-7.2	-7.1	-4.9	-12.7	-5.4	-1.0	-	

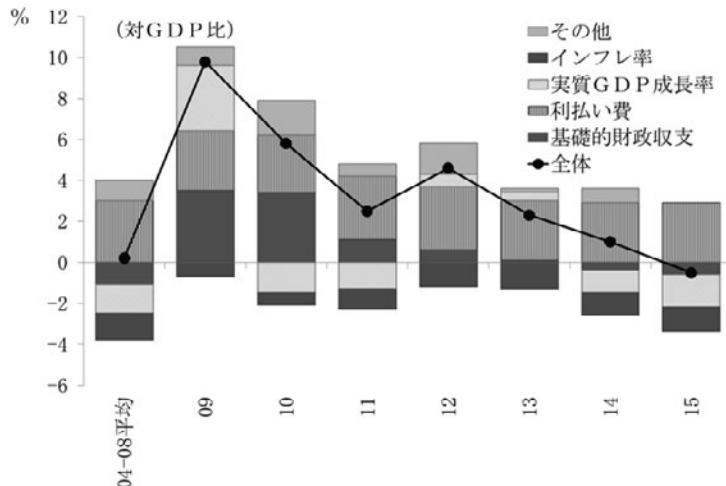
財政赤字対GDP比		政府債務残高対GDP比																			
1999	71.6	113.6	61.3	58.9	113.1	6.4	61.1	66.8	45.7	24.1	55.2	47.8	6.5	47.0	62.4	51.4	94.0	59.3	12.4		
2000	69.2	107.8	60.2	57.3	108.6	6.2	53.8	66.2	43.8	26.3	53.9	50.3	5.1	37.0	59.4	50.7	103.4	59.6	12.4		
2001	68.1	106.5	59.1	56.9	108.3	6.3	50.7	66.8	42.5	26.5	58.9	48.9	4.8	34.5	55.6	53.8	103.7	61.2	14.1		
2002	68.0	103.4	60.7	58.8	105.4	6.3	50.5	66.2	41.5	27.8	57.9	43.4	5.7	31.8	52.6	56.8	101.7	65.1	13.6		
2003	69.1	98.4	64.4	62.9	104.1	6.2	52.0	65.3	44.5	27.2	66.0	42.4	5.6	31.0	48.8	59.4	97.4	69.7	14.7		
2004	69.6	94.0	66.2	64.9	103.7	6.3	52.4	64.7	44.4	27.3	69.8	41.5	5.0	29.4	46.3	61.9	98.6	70.9	15.0		
2005	70.2	92.0	68.6	66.4	105.7	6.1	51.8	64.2	41.7	26.7	68.0	34.2	4.6	27.2	43.2	67.7	100.0	69.4	12.5		
2006	88.5	87.9	68.0	63.7	106.3	6.7	47.4	62.3	39.6	26.4	62.5	30.5	4.4	24.6	39.7	69.4	106.1	64.7	10.7		
2007	66.2	84.0	65.2	64.2	103.3	6.7	45.3	60.2	35.2	23.1	60.7	29.6	3.7	24.9	36.3	68.4	107.4	58.8	9.0		
2008	70.1	89.2	66.8	68.2	106.1	14.4	58.5	63.8	33.9	22.0	60.9	27.9	4.5	44.2	40.2	71.7	112.9	48.9	19.8		
2009	96.6	80.0	74.6	79.2	116.4	15.5	60.8	69.2	35.2	26.5	66.5	35.6	7.1	64.4	54.0	83.7	129.7	58.5	36.9		
2010	85.5	96.6	82.5	82.7	119.3	19.5	63.4	72.5	48.8	38.7	66.0	41.0	6.7	91.2	61.7	94.0	148.3	61.3	44.5		
2011	87.4	99.2	80.0	86.2	120.7	18.7	65.7	73.1	49.3	47.1	68.8	43.6	6.1	104.1	70.5	108.2	170.3	71.5	42.0		
2012	90.7	101.1	81.0	90.6	127.0	21.7	71.3	74.4	53.6	54.4	70.8	52.7	9.8	117.4	86.0	124.1	157.2	86.6	40.8		
2013	92.6	101.5	78.4	93.5	132.6	23.1	73.5	74.5	57.0	71.7	73.0	55.4	10.0	123.7	93.9	129.0	175.1	111.7	38.1		

(注1) ラトビアはユーロ導入前の2008年12月～2011年12月までIMFのスタンダバイ融資とEUの国際収支基金からの支援を受けた

(注2) シャドーは財政赤字対GDP比3%，政府債務残高対GDP比60%の基準値を超えていることを示す

(資料) Eurostat

図3 ヨーロ圏の政府債務残高の増減要因



(注) その他はストックとフローの調整によるもの。14年～15年は欧州委員会による見通し

(資料) 欧州委員会「2014年春季経済見通し」

債務比率を大きく押し上げたが、財政健全化措置が進展した11年以降はその影響は縮小、13年の基礎的財政収支の赤字はGDPの0.1%まで縮小した。

欧州委員会は、基礎的財政収支は14年に黒字に転化、政府債務残高のGDP比は14年がピークで15年から低下に転じると予測している。名目GDP成長率が金利とほぼ同水準に回復し、基礎的財政収支の黒字分の債務削減が始まるというシナリオである。

#### IV-2. 支援プログラムからの卒業

12年夏以降、支援要請国や支援要請に追い込まれる可能性が高いと見られた国々の評価改善の流れが定着するようになった。ECBのOMT導入、常設の金融安全網の発足、ガバナンス改革の完成などの政策対応の進展に加えて、支援要請国のファンダメンタルズも改善し始め、支援要請国のユーロ離脱観測は大きく後退した。ユーロ危機の拡大局面では、10年国債利回り7%が自力での資金調達を断念し、支援要請に追い込まれる「危険水域」とされたが、12年夏以降、新たにこのラインを超える国は

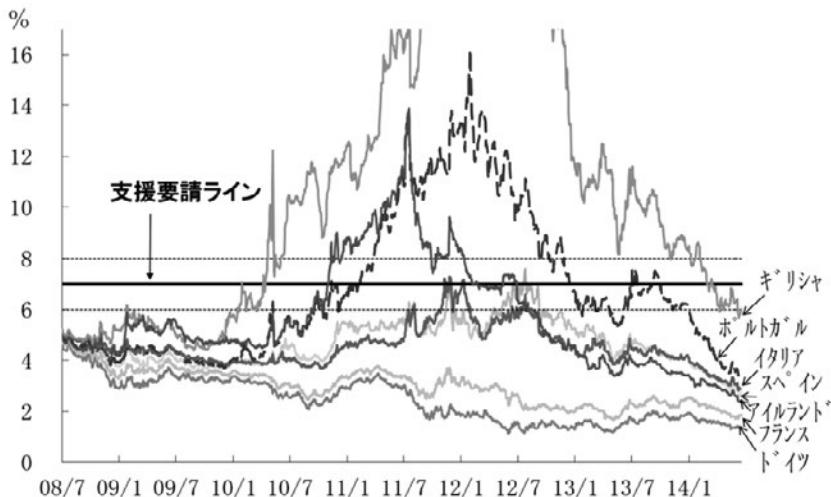
なくなり、支援要請国の国債利回りもこの水準を下回るようになった（図4）。

特に、14年に入ってからは一部の新興国への懸念が高まったこと、ECBが金融緩和を強化する方針を打ち出したことも追い風となって、支援要請国の国債への資本流入が拡大、国債利回りの低下が加速し、イタリアの10年国債利回りは過去最低水準を更新、アイルランドやスペインも過去最低水準を試すまでになった。国債の格付けも、ユーロ危機拡大の過程では引下げが続いたが、14年に入って引上げの動きが広がるようになってきた（表3）。

資金調達環境の改善で支援要請国の市場復帰も順調に進展、13年12月のアイルランド、14年1月のスペインに続いて、14年5月にポルトガルも当初の期限で支援プログラムを卒業した。

ポルトガルの財政危機は、ギリシャのように放漫財政が原因ではなく、長期にわたる成長の欠如と民間部門の過剰債務に原因がある。ポルトガルの支援卒業を認めたEU・IMF・ECBの三者、いわゆるトロイカの第12回審査の声明文でも、ポルトガルの財政健全化と労働市

図4 ユーロ参加国の10年国債利回り



(資料) Datastream

表3 支援要請国の格付けの変遷

	ギリシャ	アイルランド	ポルトガル	スペイン	キプロス
投資適格	Aaa		92/09/04		01/12/13
	Aa1		09/07/02		10/09/30
	Aa2		10/07/19	86/11/18	11/03/10
	Aa3				08/01/03
	A1	02/11/04		10/07/13	07/07/10
	A2	09/12/22			99/07/19
	A3	10/04/22		11/03/15	11/02/24
	Baa1		10/12/17 14/05/16	11/04/05	11/07/27
	Baa2		11/04/15 14/01/17		
	Baa3			14/02/21 12/06/13	11/11/04
	Ba1	10/06/14	11/07/12		12/03/13
	Ba2			11/07/05 14/05/09	
	Ba3			12/02/13	12/06/13
	B1	11/03/07			
	B2				
	B3				12/10/08
	Caa1	11/06/01			
	Caa2				
	Caa3	13/11/29			13/01/10
	Ca	11/07/25 12/03/02			
	C				
見通し	ステイブル	ステイブル	格上げ方向で見直し	ポジティブ	ポジティブ

(注) 見通しは14年6月20日時点

(資料) Moody's

場や財市場における改革の進展を認めると同時に、高失業の解消のために、労働市場の機能強化とともに力強い成長が必要とし、競争の促進を求めた。また、銀行の資本増強は進展したものの、過剰債務を抱える企業、特に中小企業が適正なコストで資金を調達することは困難な状況にあるため、民間企業債務の再編の必要性も指摘している。

ポルトガルの卒業で、支援プログラム国は、ギリシャとキプロスの2カ国となった。キプロスの支援プログラムは13年5月に始まり、16年3月まで続く。5月に4回目の審査を終え、プログラムへの適合が認められている。ギリシャ向けの第二次支援プログラムは、IMFは16年1～3月まで、EU（EFSF）は14年末が期限である。ユーログループ（ユーロ圏財務相会合）とギリシャ政府は、12年11月に政府債務GDP比率の目標達成のため<sup>24)</sup>、「ギリシャ政府が年間の基礎的財政収支の黒字化を実現した場合、必要に応じて、EUの構造基金<sup>25)</sup>利用の際の政府側出資比率の引き下げや支援融資の金利の追加引き下げなどの一層の支援措置を講じる」ことを約束している。14年5月のユーログループでは、ギリシャの13年の基礎的財政収支がGDP比10.8%相当の銀行増資支援のための支出など「一回限りの支出」を除くベースでは、同0.8%の黒字転化を実現したことと認めている。14年夏以降に予定されている追加支援協議では、12年11月合意に基づく債務負担軽減措置が焦点の1つとなる見通しがある。ギリシャの10年国債利回りは、最悪期の12年6月の再選挙前には30%を超えていたが、14年4月には5%台まで低下、5年債を発行、4年振りの市場復帰を果たした。

支援要請国のファンダメンタルズは経常収支と価格競争力については大きく改善した。経常収支は13年までにアイルランド、ポルトガル、

スペインが黒字に転じている。南欧が、ユーロ圏に留まつたままで、価格競争力を回復することは困難と見られたが、実質実効為替相場からは、賃金と物価の相対的な切り下げによる内的減価（Internal Devaluation）を通じた競争力回復が進展したことが確認できる。

ただ、経常収支の黒字転化も、内的減価を通じた競争力回復も、最大の要因は、債務危機とそれに続く厳しい財政緊縮による深刻な景気後退で失業が著しく増大したことにあると考えられる。支援プログラムによって、政治的に不人気な労働市場を中心とする構造改革や規制改革にメスを入れた効果が、投資に結びつき、雇用の拡大を伴う成長を実現し、債務GDP比率を安定的に引き下げて行く良い循環に乗ることができるのであれば、現段階では明確ではない。

なお、支援プログラムを卒業した国には、支援金を完済するまでの間、返済のリスクを把握するためのESMの「早期警戒制度」<sup>26)</sup>も適用される。ESMが少なくとも向こう半年間の返済計画をまとめ、対象国は返済期限までのキャッシュ・フローをESMに提出する。ツー・パックで導入された「ポスト・プログラム・サーベイランス」との重複を避けるため、ESMは欧州委員会、ECBが実施する半期に一度のサーベイランスに参加、情報を共有することになっている。

こうした監視体制によって、資金調達環境の改善が、支援要請に至った国々の財政規律が緩み、再び債務危機に陥るリスクはコントロールされている。但し、12年5～6月のギリシャ総選挙時のように、EUのルールによって選択の幅が狭められることに対して国民の不満が拡大、EUのルールからの解放という「別の選択肢」を求める政治勢力が台頭するリスクは残っている。

24) 政府債務残高の名目GDP比で16年：175%，20年：124%，22年：110%以下

25) 地域間格差是正を目的とするEU財政の予算枠

26) <http://www.esm.europa.eu/pdf/2014-04-02%20FAQ%20EWS.pdf>

### IV-3. EDPとMIPの発動状況

EU・IMFの支援プログラムを受けていない国々は、第Ⅲ章で紹介したEUの政策監視・調整の対象となる。本稿執筆時点（14年8月）では、「ヨーロピアン・セメスター」は、3月の欧州委員会によるIDRレポートの公表が終わり、閣僚理事会における「国別勧告」の合意、首脳会議による承認を終えた段階にある。

IDRでは、対象となったユーロ参加国を表4のとおり評価した。ユーロ圏ではスロベニア、イタリア、非ユーロ圏では13年にEUに新規加盟したクロアチアの3カ国<sup>27)</sup>の「過剰なマクロ経済不均衡」が指摘された。IDR対象国選定のためのAMRでは、ドイツの基準値を超える経常収支黒字の潜在的なリスクが指摘されたが、IDRでは過剰との指摘を免れた。

イタリアは、今回初めて「過剰」なマクロ経済不均衡が認定、高水準の政府債務残高（13年9月末時点のGDP比が132.9%でギリシャに次いでユーロ圏第2位）と競争力の根本的原因である低い生産性への取り組みを求められた。プライマリー・バランスの黒字の維持だけでなく、「硬直的な賃金の決定方式から生じる賃金と生産性のミスマッチの解消、雇用を抑制する税のくさび<sup>28)</sup>、零細企業中心の企業構造や低～中付加価値型の輸出構造、脆弱な教育制度」などを改革することが、政府債務残高GDP比の安定化を図る上でも重要とされた。イタリアは、13年に過剰な財政赤字を解消しているが、SGPの改定で、高債務国により速いペースでの債務削減が求められるようになっていることから、財政政策の裁量の余地はかなり制限されている。IDRでも、14年はMTOの達成に必要な構造的収支の調整が足りないリスクが指摘された。

イタリアでは13年2月の総選挙の後、2カ月にわたる政治空白の末に、ようやくレッタ政権が発足したが、わずか10カ月で退陣に追い込まれた。新たに首相に就任したマッテオ・レンツィ氏は、成長の欠如を政府債務負担増大の原因として、改革加速の方針を明言しており、その成果が注目される。

スロベニアは、銀行健全化などの成果を評価されたものの、経済構造の脆弱性からくるリスクが大きいとして2年連続の「過剰」判定となった。スペインは、「昨年中に重要な調整が実行され、今後も時間の経過とともに緩和が見込まれる」として「過剰」国からは除外された。但し、スペインとアイルランドは、過剰債務からくるリスクが大きいことから、「ポスト・プログラム・サーベイランス」を兼ねて、特別監視下に置かれる。

IDRの対象となった17カ国のうち、SGPに基づくEDPの対象となっている国、すなわち財政赤字が過剰な国は卒業国のアイルランドとスペインのほか、8カ国ある。これらの国々の財政赤字対名目GDP比3%以下の目標達成期限は、ベルギー、デンマークが13年、マルタ、オランダ、英国が14年、フランス、アイルランド、スロベニアが15年、スペイン、クロアチアが16年であるが、13年にベルギー、デンマーク、オランダは過剰な赤字の解消が認められた。

他方、スロベニアについては「13～14年は銀行の増資のための支出増により目標を超える見通しであり、15年も政策変更がなければ目標を達成できない」、フランスについては「財政赤字の目標値も構造的収支の目標も達成できない」と判断、「ツー・パック」で新たに導入されたEDPの期限未達成のリスクがある国を

27) スロベニアの過剰なマクロ経済不均衡は2年連続。クロアチアは、13年7月にEUに新規加盟した国であり、ユーロは未導入であるためMIP及びEDPの制裁措置の対象にはならない。国際収支危機が発生した場合の支援もESMではなく、EUの国際収支支援ファシリティーから行われる。同ファシリティーは、ユーロ未導入国の国際収支危機に備えるものとして02年に創設、リーマン・ショック後、資金流出に見舞われたハンガリー、ルーマニア、ラトビアが活用した。

28) 所得税と社会保険料の被用者と事業主の負担分の合計額

表4 2014年マクロ経済不均衡是正手続き「詳細レポート」対象国の評価

	国名	マクロ不均衡是正手続き(MIP)		成長安定協定(SGP)
		判断	手続き	
ユーロ圏 非支援要請国	ベルギー	不均衡	勧告を採択(MIP関連を含む)	EDP発動中 是正期限2013年
	ドイツ	不均衡	勧告を採択(MIP関連を含む)	MTO達成
	フランス	不均衡	勧告を採択(MIP関連を含む) 特別監視導入予定	EDP発動中 是正期限2015年 勧告を採択
	イタリア	過剰な不均衡	勧告を採択(MIP関連を含む) MIPの手続きについて6月に決定 特別監視導入予定	MTO未達
	ルクセンブルグ	均衡	勧告を採択	MTO達成
	マルタ	均衡	勧告を採択	EDP発動中 是正期限2014年
	オランダ	不均衡	勧告を採択(MIP関連を含む)	EDP発動中 是正期限2014年
	スロベニア	過剰な不均衡	勧告を採択(MIP関連を含む) MIPの手続きについて6月に決定 特別監視導入予定	EDP発動中 是正期限2015年 勧告を採択
	フィンランド	不均衡	勧告を採択(MIP関連を含む)	MTO未達
	アイルランド	不均衡	勧告を採択(MIP関連を含む) ポスト・プログラム・サーベイランスによる特別監視	EDP発動中 是正期限2015年
卒業国	スペイン	不均衡	勧告を採択(MIP関連を含む) ポスト・プログラム・サーベイランスによる特別監視	EDP発動中 是正期限2016年

(注) MTO = 中期財政目標 (medium-term budgetary objective), EDP = 過剰な財政赤字是正手続き (excessive deficit procedure)

(出所) European Commission, "Results of in-depth review under Regulation (EU) No1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, Communication from the Commission to the European parliament, the council and the eurogroup <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/documents/2014-03-05\\_in-depth\\_reviews\\_communication\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/2014-03-05_in-depth_reviews_communication_en.pdf)>

対象とする「勧告」を採択、4～5月に提出する「国家改革計画」と「成長計画」に対応を盛り込むよう求めた。

フランスは、14年～17年の「成長計画」に、年初に公表した500億ユーロの歳出削減策と給

与税、法人税減税を盛り込んだ。従来の歳入増中心の財政健全化の方針を転換、15年の期限遵守の意思を表明した。スロベニアも「成長計画」に追加策を盛り込み、欧州委員会の勧告に応えた。

## V. 今後の課題

### V-1. 財政健全化と成長の両立

E U加盟国及びユーロ導入国間の政策の調整・監視のための新たなガバナンスは実行の段階に入り、財政健全化と成長を両立できるかが問われる。とりわけ、ポスト・プログラム国と、改革が遅れてきたフランス、イタリアという大国の動向は、新たなガバナンスの試金石として注目される。

債務危機を引き金にユーロ圏では11年7～9月期から8四半期にわたりマイナス成長が続いたが、13年4～6月にプラス成長に転じ、その後も緩やかな回復基調が続いている。支援要請国の景気が持ち直し始めたことは明るい材料だが、生産・雇用の水準は危機前を大きく下回っている。大幅な余剰の解消に時間を要すると見られることから、新たな不良債権の発生が銀行システムの健全化を妨げ、成長を抑制し、財政の健全化も進まない悪循環は未だ断ち切れないおそれがある。

財政が脆弱な国々が「マクロ経済調整プログラム」を通じた財政再建策を実行、市場の信認回復に至ったこともあり、E Uの政策調整でも、財政緊縮よりも成長が強調されるようになっている。A G Sが掲げた優先課題も、11年は、①マクロ経済の安定のための厳格な財政再建、②雇用増大のための構造改革、③成長促進策の3本柱であったが、危機対策の軌道修正が図られる12年からは、①差別化され成長に配慮した財政再建、②経済に対する正常な貸出の回復、③今日と明日のための成長と競争力の

促進、④失業と危機の社会的影響に対する取り組み、⑤行政の近代化の5本柱となった。

特に、14年のA G Sでは、財政再建は「独立財政委員会の創設、数値目標の設定、重要な財政改革の実行など、大きな前進があった」と評価した上で、5つの優先課題のうち特に重要なのは③の成長と競争力であることを強調した。

また、14年のA G Sでは、「近年の財政再建策は必ずしも成長に配慮したものではなかった」<sup>29)</sup>との反省も盛り込み、成長に配慮した財政再建策について提言を行っている。財政再建策の問題例は、フランス、オランダなどのように主に増税に依存することであり（表5）、課税ベースの拡大への取り組みは全体に低調であったことを挙げている。その上で、成長に配慮した財政再建のため高税率の国は「税率の引き上げではなく、歳出削減か課税ベースの拡大、不適切な控除の撤廃を行う」ことを提言するとともに財政の裁量の余地が大きい国は「SGPに適合する範囲で民間投資、消費促進策や成長に配慮した公共投資、行政の効率化、潜在成長率の引き上げにつながる支出、減税、社会保障費削減などを行う」ことを提言している。

投資の優先分野としては「教育、研究開発、エネルギー、環境」、失業問題を抱える国については失業者の労働市場への復帰を促す「仲介機関の強化や職業訓練、（学校から仕事への移行を円滑にするための）若者保証制度（Youth Guarantee Schemes）<sup>30)</sup>」などを推奨している。

29) Communication from the Commission, "Annual Growth Survey 2014", p.17

30) 公的教育を終了した、あるいは失職した25歳未満の若者に、4カ月以内に新たな雇用や教育・見習い制度・職業訓練を提供する制度。詳しくは、<http://eumag.jp/feature/b0214/>

表5 ユーロ参加国の歳出・歳入の対GDP比

ユーロ圏 導入年	1999	非支援要請国										支援要請国							
		ベルギー	ドイツ	フランス	イタリア	ルクセンブルグ	オランダ	オーストリア	ブンデスラント	スロベニア	マルタ	エストニア	アイルランド	スペイン	ポルトガル	ギリシャ	キプロス	ラトビア*	
		1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	2007	2008	1999	2011	1999	1999	2001	2008	2014	
1999	48.0	50.1	48.2	52.6	47.9	39.2	46.0	53.4	51.7	46.2	41.6	48.1	40.1	34.2	39.9	41.5	49.8	36.7	41.6
2000	46.2	49.1	45.1	51.7	45.9	37.6	44.2	51.9	48.3	46.5	39.5	52.1	36.1	31.1	39.2	41.6	46.7	37.1	37.6
2001	47.2	49.1	47.6	51.7	47.7	38.1	45.4	51.3	48.0	47.3	41.2	44.5	34.8	33.2	38.7	43.2	45.4	38.0	35.0
2002	47.5	49.8	47.9	52.9	47.1	41.5	46.2	50.7	49.0	46.2	41.7	45.1	35.8	33.5	38.9	43.1	45.1	40.0	36.0
2003	48.0	51.0	48.5	53.4	48.1	41.8	47.1	51.3	50.3	46.2	45.6	40.1	34.8	33.2	38.4	44.7	44.7	44.6	34.9
2004	47.4	49.2	47.1	53.3	47.5	42.6	46.1	53.8	50.2	45.6	43.6	37.7	34.0	33.7	38.9	45.4	45.5	42.4	35.9
2005	47.3	51.9	46.9	53.6	47.9	41.5	44.8	50.0	50.3	45.1	43.6	38.0	33.6	33.9	38.4	46.6	44.6	43.1	35.8
2006	46.7	48.5	45.3	53.0	48.5	38.6	45.5	49.1	49.2	44.3	43.2	36.5	33.6	34.5	38.4	45.2	45.4	42.6	38.3
2007	46.0	48.2	43.5	52.6	47.6	36.3	45.3	48.6	47.4	42.3	41.8	34.2	34.0	36.7	39.2	44.4	47.5	41.3	36.0
2008	47.1	49.8	44.1	53.3	48.6	39.1	46.2	49.3	49.2	44.1	43.3	34.9	39.7	42.8	41.4	44.8	50.6	42.1	39.1
2009	51.2	53.7	48.3	56.7	51.9	45.2	51.4	52.6	56.1	48.7	42.5	41.6	44.7	48.2	46.2	49.8	54.0	46.2	43.6
2010	51.0	52.6	47.9	56.6	50.5	43.5	51.3	52.8	55.8	49.5	41.2	39.8	40.5	65.5	46.3	51.5	51.4	46.2	43.4
2011	49.4	53.6	46.2	55.9	49.7	42.6	49.9	50.8	56.1	49.9	41.3	38.9	37.6	47.1	45.7	49.3	51.9	46.3	38.4
2012	49.9	55.1	44.7	56.7	50.6	43.9	50.4	51.6	56.7	48.4	43.1	38.2	39.5	42.6	47.8	47.4	53.4	45.8	36.5
2013	49.7	54.7	44.7	57.1	50.6	43.5	49.8	51.2	58.5	59.4	43.9	38.7	38.3	42.9	44.8	48.7	58.5	45.8	36.1
[歳出対GDP比]																			
1999	46.5	49.5	46.6	50.8	45.9	42.6	46.4	51.0	53.4	43.1	34.7	40.7	36.7	36.6	38.6	38.4	46.3	32.3	37.8
2000	46.0	49.0	46.2	50.2	45.0	43.6	46.1	50.1	55.4	42.8	33.7	39.9	35.9	36.1	38.2	38.3	43.0	34.8	34.8
2001	45.2	49.5	44.5	50.0	44.5	44.2	45.1	51.1	53.1	43.4	35.0	38.0	34.7	34.2	38.1	38.3	40.9	35.7	33.0
2002	44.8	49.6	44.1	49.6	44.0	43.6	44.1	49.8	53.2	43.8	35.9	36.8	36.0	33.2	38.6	39.6	40.3	35.6	33.7
2003	44.8	50.9	44.3	49.3	44.4	42.3	43.9	49.7	52.8	43.6	36.6	37.4	36.5	33.7	38.1	40.9	39.0	38.0	33.3
2004	44.5	48.9	43.3	49.6	44.0	41.5	44.3	49.2	52.5	43.4	39.0	35.3	35.6	35.1	38.8	41.4	38.1	38.3	34.8
2005	44.8	49.3	43.6	50.6	43.4	41.5	44.5	48.2	53.0	43.6	40.7	35.2	35.6	39.7	40.1	39.0	40.7	35.4	35.4
2006	45.3	48.8	43.7	50.6	45.0	39.9	46.1	47.5	53.3	43.0	40.4	33.3	36.1	37.4	40.7	40.6	39.2	41.4	37.7
2007	45.3	48.1	43.7	49.9	46.0	39.9	45.4	47.6	52.7	42.2	39.5	32.4	36.4	36.9	41.1	41.1	40.7	44.8	35.3
2008	45.0	48.7	44.0	49.9	45.9	42.3	46.7	48.3	53.6	42.2	38.7	32.8	36.7	35.4	36.9	41.1	40.7	43.1	34.7
2009	44.9	48.1	45.2	49.2	46.5	44.5	48.5	53.4	42.3	38.8	33.5	42.8	34.5	35.1	39.6	38.3	40.1	34.5	34.5
2010	44.8	48.7	43.7	49.5	46.1	42.8	46.3	48.3	53.0	43.6	37.7	32.3	40.7	34.9	36.7	41.6	40.4	40.9	35.3
2011	45.3	49.6	44.3	50.7	46.1	42.7	45.6	48.3	54.1	43.5	38.6	34.1	38.7	34.0	36.2	45.0	42.2	39.9	34.9
2012	46.2	51.0	44.8	51.8	47.7	43.6	47.3	49.7	56.0	44.7	41.1	35.9	38.1	34.5	37.2	40.9	44.4	39.4	35.1
2013	46.7	52.0	44.7	52.8	47.7	43.6	47.3	49.7	56.0	44.7	41.1	35.9	38.1	35.9	37.8	43.7	45.8	40.3	35.1
[歳入対GDP比]																			

(資料) Eurostat

## V-2. ユーロ制度の強化

危機を教訓とするユーロ制度改革の取り組みは、金融安全網整備とガバナンス強化の段階から、統合のレベルを引き上げる段階に入っている。

ユーロ圏の問題は、財政統合、ひいては非常に遠大な政治統合でしか解決できないとの見方は根強い。12年6月のEU首脳会議を起点とするユーロ圏の統合の完成度を引き上げる取り組みによって、ユーロ圏がどこまで構造的な脆弱性を克服できるかは、債務危機やユーロ分裂観測の再燃のリスクを封じ込める上で重要である。

### V-2-1. 銀行同盟

#### (1) 銀行同盟が必要とされる理由

12年6月に掲げられた統合深化の4本柱のうち、この間、異例のスピードで進展したのはユーロ参加国の銀行行政を一元化する銀行同盟である。その基本的な枠組みは、14年秋から15年初にかけて整う見通しである（図5）。

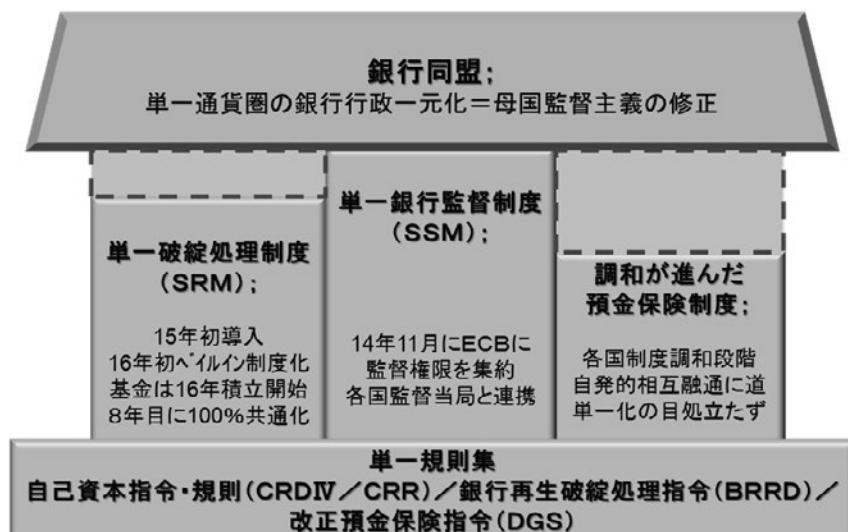
銀行同盟の移行によって、ユーロを導入した国々は、市場統合以来、欧州の金融統合が原則

してきた「母国監督主義」を修正することになる。世界金融危機とそれに続くユーロ圏の債務危機で母国監督主義の弊害が明らかになり、修正は不可避となっていた。

アイルランドとスペインの危機は、不動産バブル崩壊による銀行危機が発端であった。銀行の救済責任を負う政府と大量の母国国債を保有する銀行の信用力が相互に悪影響を及ぼしあい、金融システムの安定を脅かした。EU域内の銀行は、市場統合、単一通貨の導入、さらに世界的な競争の激化に対応するクロスボーダーなM&Aなどを通じて国境を超えて広がった。その一方、銀行監督は、単一通貨圏内でも、免許を給付した母国が負う「母国監督主義」の原則が維持されミスマッチが広がっていた。

ユーロ圏内の銀行市場では、国債市場の緊張が緩和した後も分断が続いている。債務危機に見舞われた国々の銀行の中央銀行からの資金供給への依存は解消していない。ユーロ圏が、銀行監督と破綻処理の手続きを共通化し、破綻処理のための共通の財源を備えるようになれば、ユーロ圏の金融システムの分断は緩和し、安定性は向上する。

図5 銀行同盟の概要と進捗状況



(資料) 各種資料よりニッセイ基礎研究所が作成

## (2) 銀行同盟移行のプロセス

銀行同盟の完成形は、ユーロ圏の銀行監督、破綻処理機構、預金保険制度の一元化である。

この3本柱のうち、最初に始動するのはE C Bによる単一銀行監督制度（Single Supervisory Mechanism, 以下、S S M）である。その前段階としてユーロ圏の銀行に対して統一基準による資産査定とストレステストからなる包括査定が実施される。

14年11月のS S M始動に続き、15年1月には一元的な金融機関の破綻処理機構（Single Resolution Mechanism, 以下、S R M）も発足する。S R Mは、破綻処理計画を策定する委員会（Single Resolution Board）と銀行の拠出金でまかなわれる破綻処理基金（Single Resolution Fund, 以下、S R F）からなる。S R Mの発足には、母国の政策当局の裁量の結果生じる金融機関経営の健全性のばらつきが是正され、破綻処理に対する納税者負担を回避、財政と銀行の信用悪化のスパイラルを断ち切る効果が期待される。

しかし、S R Mの設計には、銀行市場の分断解消、財政と銀行の信用連鎖の遮断、金融システムリスクの封じ込めという面で幾つかの問題があるとされる。第1の問題は、S R Fは段階的に積み立てを行うが、8年後に最終の積み立てが終わった段階でも規模が550億ユーロに過ぎないことである<sup>31)</sup>。現在のユーロ圏を構成する18カ国が08年～12年に銀行部門に投じた公的支援4500億ユーロ余りに比べるとかなり小さい。ただ、その規模を評価するためには以下

3つの環境の相違を踏まえる必要がある。第1に、S R Mの本格稼動までには、包括査定による必要な増資を終えていることである。第2に、16年初から、共通の破綻処理手続きを定めた銀行破綻処理指令（Bank Recovery and Resolution Directive, B R R D）により、銀行の破綻処理では株主とともに債権者に損失負担を求めるペイルインが原則となることである。金融システム安定のためにペイルアウトを行った世界金融危機時とは前提が変わる<sup>32)</sup>。第3に、E S Mの銀行増資支援を、600億ユーロを上限に一定の条件で<sup>33)</sup>、政府経由、すなわち統計上、政府債務残高を増加させることなく、銀行が直接利用できるようになることである。

但し、S R Fは積み立てだけでなく、共通化も段階的にしか進まない。当面は国別に管理、初年度の20%を出発点に段階的に共通基金の割合を引き上げるが、100%、すなわち完全な共通化には8年をかける<sup>34)</sup>。銀行と母国政府の信用力の連鎖を断ち切る力は弱いとの批判もある。

破綻処理委員会が、破綻処理計画をまとめ、財務相会合の承認を取り付け、実行に移すプロセスが十分に迅速に進展するか<sup>35)</sup>という点でも不透明感が残る。

銀行同盟の残る1本の柱である預金保険制度については、14年4月採択の改正預金保険指令（Deposit Guarantee Schemes, D G S）によって自発的な相互融通には道筋をつけたが、共通化は財政と不可分との判断から、具体的な議論には至っていない。

31) 基金には資金不足を補うための市場調達が認められている。

32) すでに13年8月から、E U政府支援ルールでペイルインが原則化されている。

33) 普通株と内部留保からなるコア自己資本比率4.5%までは母国政府が負担、4.5%超からはE S Mの直接銀行增资支援を利用可能になるが、当初2年間は公的資本の20%は母国政府が負担するルールとなっている。なお、銀行の直接銀行支援は「その他の手段では母国政府の市場調達を妨げるおそれがある場合」の選択肢として深刻な危機の場合のみの利用が想定されている。（<http://www.esm.europa.eu/pdf/FAQ%20Direct%20Bank%20Recapitalisation%20280620131.pdf>）

34) E U法の採択権限を共同で有する閣僚理事会と欧州議会代表との調整で、欧州議会の強い主張により基金の共通化のペースは速められた（<http://www.europarl.europa.eu/news/en/news-room/content/20140319IPR39310/html/Parliament-negotiators-rescue-seriously-damaged-bank-resolution-system>）

35) 破綻処理計画を巡る権限の分担については伊藤（2014）で概要を紹介している。

## V-2-2. 財政同盟、政治同盟

### (1) ファンロンパイ報告と欧州委員会の青写真

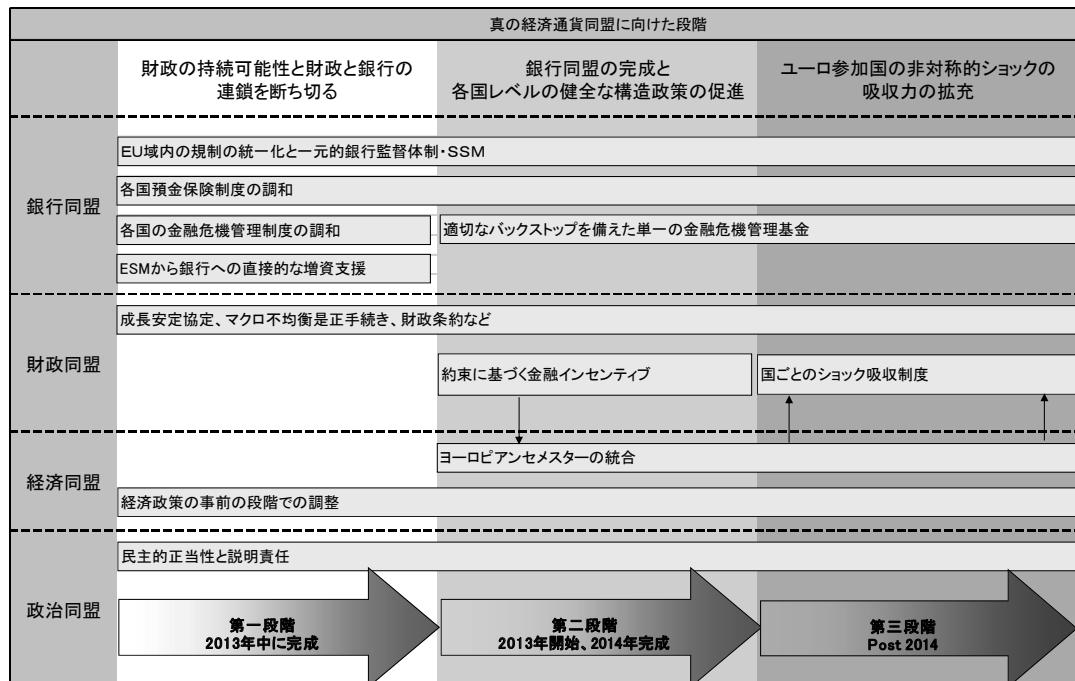
財政同盟、政治同盟に関しては、12年6月の公式な議論開始の時点から銀行同盟よりも長い期間を要する課題と位置づけられていたが、12月のEU首脳会議での最終合意に至るまでに、さらにトーンダウンした感が強い。

ファンロンパイEU大統領は、12年6月の叩き台、10月の中間報告、そして12月には欧州委員会のバローネ委員長、ユーロ圏財務相会合（ユーログループ）のウンケル議長、ECBのドラギ総裁との緊密な協同でまとめた最終報告として、「真の経済通貨同盟に向けて」と題する合計3本の報告書を公表している（以下、「ファンロンパイ報告」）。12年6月の叩き台の段階では、銀行同盟、財政同盟、経済同盟、政治同盟という4本柱が打ち出され、財政同盟の

中長期の課題の中にはユーロ共同債（common debt）や、危機管理の枠組みであるESMとは別に非対称的なショックで生じた成長と雇用の格差に対応するユーロ圏共通予算（fiscal capacity）、ユーロ圏財務省（fiscal body）などの議論も盛り込まれていた。しかし、最終報告<sup>36)</sup>の工程表の財政同盟の14年以降の目標に盛り込まれたのは「非対称的なショックの吸収制度」というより控えめな表現であり、共通債にいたっては、「長期的」に「発行を通じた借り入れ機能」について「注意深く検討する」といった程度の記述に留まった（表6）。

これに対して、欧州委員会がEU首脳会議における工程表の最終合意期限を控えた12年11月に公表した「真の経済通貨同盟のための青写真（以下、青写真）<sup>37)</sup>」と題する報告書は、超国家性が高く、EU法の立案と政策の実行を監

表6 ファンロンパイEU大統領報告書が示したユーロ圏の統合深化の工程表



（出所）Van Rompuy（2012）

36) Van Rompuy (2012) 参照

37) European Commission (2012) 参照

視する機関としての役割を反映した内容である。報告書では、課題をEUの基本条約の改正の必要性の有無の観点から短期（18ヶ月以内）、中期（18ヶ月から5年）、長期（5年超）に分けて明示した（表7）。うち、短期の課題は、報告書公表の段階ですでに具体化しつつあったものであり、本稿執筆段階ではすでに実施済みか、実施の目処が立っている。中期の課題には、構造改革をサポートする財源の構築やユーロ共同債の一種である償還基金<sup>38)</sup>、短期債の導入などを挙げた。さらに長期の課題として単一の預金保険制度を備えた完全な銀行同盟、ユー

ロ参加国の非対称的ショックを吸収するための中央財政を備え、連帯保証による真の共同債<sup>39)</sup>を発行する完全な財政・経済同盟を掲げている。この段階に進むには、基本条約の抜本的な改正と政治統合が必要である。

## （2）EU首脳会議の結論

2つの報告書が長期のビジョンを提示したのに比べて、12年12月のEU首脳会議の最終合意は、時間軸が曖昧で、内容も短期間に実現可能ななものに絞られた<sup>40)</sup>。

最終合意の中で、具体的な期限が明記された

表7 欧州委員会が示したユーロ圏の統合深化の青写真

			経済通貨同盟完成に向けた青写真	リスボン条約で可能	基本条約改正必要
全過程にわたる取り組み	短期 18ヶ月以内	1.導入済み・合意済みのガバナンス改革の実行	○		
		2.銀行同盟：EU内の規制統一と一元的銀行監督体制・SSMへの早期合意	○		
		3.銀行同盟：共通の金融危機管理基金	○		
		4.次期EU中期予算(MFF、2014年～2020年)の早期合意	○		
		5.主要な改革の事前協調を行う収斂・競争機関(CCI)の創設	○		
		6.「安定成長協定」の枠内での投資促進	○		
		7.ユーロ圏の対外的代表者	○		
	中期 5年	1.財政・経済統合促進	○	○	
		2.CCIをベースとするユーロ圏の適切な財政能力の確立	○	○	
		3.償還基金の導入		○	
		4.ユーロ短期債の導入		○	
長期 超5年	1.完全な銀行同盟			○	
	2.完全な財政・経済同盟			○	
	政治同盟：統合深化に見合う民主的正当性と説明責任	○		○	

(出所) European Commission (2012)

38) ドイツ政府の経済諮問委員会（5賢人委員会）が提案したもので、政府債務のうちGDPの60%を超える部分を償還基金に移し、連帯保証の基金債でファイナンスしながら20～25年での償還を目指す提案。各国は元利払いのために税収の一部を拠出し、返済の約束を果たせない場合に備えて外貨準備・金準備などの担保を預託する。詳細はGerman Council of Economic Experts (2011) 及び<http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/schuldentilgungspakt.html?&L=1> 参照

39) 欧州委員会は11年11月にユーロ共同債について安定債という名称で報告書をまとめている。共同債には保証の方式（全面的か部分的か）、各國国債と共同債の切り替えの割合（全面的か部分的か）によって導入に伴うコストとベネフィット、さらに導入までに要する時間が異なるとしており、各國が比例配分で保証する共同債への部分的な切り替えであれば短期間で導入可能だが、連帯保証の場合は基本条約の改正が必要であり、中長期の時間が必要とした。詳しくはEuropean Commission (2011) 及び伊藤（2012）参照。

40) European Council, "Conclusion", 14 December 2012

のは、銀行同盟の移行に向けた法整備についてのみである。経済政策については、第Ⅲ章で紹介したガバナンス改革関連法が、シックス・パックは発効済み、T C S G は批准待ち、ツー・パックも欧州議会による審議の段階に至っていた。このため、これらの法律を基盤とする政策協調を実行することが最優先で、その上で貸出の正常化、競争力の回復、経済の調整を助けるための「統合された財政の枠組みに進むことが急がれる」とした。

本来最終期限であったはずの12年12月のEU首脳会議では合意できず、13年6月に結論が先送りされた項目もある。1つは、社会的統合であり、もう1つが「結束メカニズム（solidarity mechanisms）」の導入である。

社会的統合の議論は、ユーロ圏の危機対策に雇用への配慮が欠けているとの批判に応える形で動きだした。13年6月のEU首脳会議で社会的統合強化の必要性で合意したことを受け、13年10月に欧州委員会が「経済通貨同盟の社会的側面の強化」と題する政策文書をまとめた<sup>41)</sup>。ここでの提案に基づき、欧州委員会は14年度のヨーロピアン・セメスターのサイクルの起点となるAGS公表に合わせて<sup>42)</sup>、雇用・社会指標に関するスコアボードを公表した。スコアボードの基本指標は、失業率、18歳～24歳人口に占めるNEETの割合、実質可処分所得、18歳～64歳人口の貧困のリスク率、所得格差の水準と前年からの変化率である。スコアボードの目的は「雇用と社会の問題をより良く、より早く把握」し、「より強い雇用・社会政策の対応を促す」ことにある。

スコアボードは、定量的な問題把握という点では目的を果たしているが、同じ目的で活用可能な資料は他にも存在するため、重複感は否めない。そもそも、雇用・社会保障の領域は、一義的には各国が責任を負うために、財政基盤が

脆弱な国は十分に対応できない。財源も含めた枠組みでなければ問題改善の効果は限られる。

12年12月に結論が先送りされたもう1つのテーマが結束メカニズムである。結束メカニズムは、一層の経済政策の協調、社会的統合、競争と成長のための戦略を実行するメカニズムと位置づけられる。「ファンロンパイ報告」では「構造改革の約束に基づく金融インセンティブ」、欧州委員会の「青写真」では「改革の事前協調を行う収斂・競争機関（Convergence and Competitiveness Instrument, C C I）をベースとするユーロ圏の適切な財政能力の確立」と同じものを指すと思われる。資金繰りを支援するための金融安全網であるESMとは別に、主として構造改革を促進し、格差是正を促すユーロ圏共通の財源（限定的なユーロ圏共通予算）の議論である。

結束メカニズムに関する議論は、修正後の期限であった13年6月のEU首脳会議で「さらに向こう数ヶ月結論を先送りする」ことで合意、以後13年10月、12月、14年3月と3回のEU首脳会議が開催されているが、議論は立ち消えとなつたまだ。

財源共有化の議論が急激にスローダウンした一因は、13年9月にドイツが総選挙を予定していたため、追加的な負担を伴う議論が封印されたことにあると考えられている。総選挙からおよそ3カ月にわたる連立協議を経て、メルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟（C D U/C S U）と社会民主党（S P D）の大連立政権が発足したが、連立合意文書には「あらゆる債務の共有化に反対」する方針が明記されている。

財源共有化の議論にはすべての加盟国の批准を前提とする基本条約の改正が必要である。市場環境が改善していることも加わって、ユーロ圏内で財源を共有化する議論が前進する可能性

41) European Commission (2013)

42) AGSを補完する政策文書として欧州委員会が作成する“Draft Joint Employment Report”, 13.11.2013 COM (2013) 801 final

は事実上消滅している。

### V-3. EUの影響力拡大に対する不満への対応

欧州の統合は危機を梃子に深化してきたと評価されている。欧州の統合の基盤は「二度と戦争を起さない」という政治的な意思があるが、国民には不人気だが、経済の活性化を促す改革を実現させる枠組みとして側面もある。

危機を教訓とする統合の深化は、まだ途上の段階だが、ユーロ制度の強化が、機構面と法制面で大きく進展したことは間違いない。新たなるガバナンスの下で、債務危機の原因となった財政赤字の削減、経常収支の黒字転化、競争力格差の是正は進展したが、雇用・社会面への影響は深刻で、短期間で解消する目処は立っていない。

各国政府は主権の委譲を求められる一方、域内の格差が目立つ状況にあって、EUあるいはユーロ圏内、加盟国とEUとの間で緊張が生まれやすくなっている。単一通貨を導入した国は、通貨主権を委譲し、独自の金融政策、為替調整を通じた競争力調整の権限を手放した上に、財政政策に関しても一連のガバナンス改革で裁量の余地が一層狭められた。支援要請に追

い込まれた国では、支援の見返りにEU・IMFから厳しい財政緊縮、痛みを伴う労働市場改革など「マクロ経済調整プログラム」の実行を求められたことに対して潜在的な不満がある。その一方、支援国側では、ユーロ圏内でなし崩し的に支援が拡大、EUの基本条約で禁じているはずの「財政移転同盟」<sup>43)</sup>化が進むとの懸念がくすぶる。

被支援国と支援国の双方において、従来の主流の政治勢力に対する支持が低下、反EU、反ユーロ、反移民など、EUの基本方針に反する公約を掲げる政治勢力への支持が拡大している。14年5月22～25日に実施された欧州議会選挙では、ギリシャ、フランス、イギリスで非主流派の政党が得票率で第一位となるなど、躍進が目立った。欧州議会の立法権限は閣僚理事会と共同であること、非主流派の政治勢力は国内問題に特化しており、欧州議会で影響力を行使できるほどの広範な連携が成立する可能性は低いことから<sup>44)</sup>、議席配分の変化で直ちにEUの政策が逆行するようなことはない。しかし、欧州議会選挙で反主流派が躍進した国は、政権への不信が突きつけられたことになり、必要な改革を阻むおそれがある。

## VI. おわりに

ユーロ圏は、単一通貨圏内の不均衡が持続不可能な水準に達し、債務危機に見舞われた。抜本的な問題の解決には、財政同盟、政治同盟が必要だ。しかし、現在のユーロ圏には、財政同

盟、政治同盟の意思は存在しない。このため、今回の危機対策では、財政統合は見送らざるを得なかった。替わって、財政規律の強化で同じ国の中の世代間の再分配による調整機能への制

43) Breuss (2011) ではギリシャ、アイルランド、ポルトガル支援は、最適通貨圏の条件に適合しないユーロ圏の財政移転同盟化を示す動きとして論じている。

44) 欧州議会で影響力を發揮するには会派を形成する必要がある。会派の形成は7カ国から25名以上の議員の参加が最低要件である。フランスの国民戦線、オランダの自由党など、一部の政治勢力の間では連携の動きが見られるが、広範な連携を達成し、それを維持することは難しいと考えられる。

限を強化、経済政策の協調、特に低競争力、過剰債務国との構造改革で格差は正を図り、銀行市場の統合に非対称的ショックに対する調整を容易にする保険メカニズムとしての役割を委ねることを選択した<sup>45)</sup>。

このような単一通貨圏の存続には、参加国が痛みを伴う改革を受け入れ、銀行同盟が強固であることが必要だろう。しかし、国家主権の侵害に対する不満は、支援の見返りに改革を受け入れざるを得なかった国々と支援側として負担を求められた国々の双方で拡大している。ガバナンス改革の結果、従来以上に広い範囲で、より厳しいルールへの適合を求めるようになったEU、ユーロ圏が、求心力を強めるのか、遠心力として働くことになるのか、現状は混沌としている。

他方、銀行同盟は、平時の監督のほか、破綻処理計画の決定などでも政治的な裁量や関与の余地が残るなど母国監督主義・政府間主義の性格を色濃く残す。政府と銀行の信用力を切り離し、銀行の経営内容に対する信頼の向上などを本末期待される役割を果たせないおそれがある。今回の危機対応のプロセスのように、加盟国間の足並みの乱れで対応が後手に回るリスクも残る。

債務危機に後押しされて、ユーロ制度改革は異例の速度で進展した。統合は、危機前に想定できない水準に達した半面で複雑さも増した。ユーロ制度はなお脆弱であり、これからも加盟国間のねばり強い意見調整と改革の取り組みが必要としている。

## 参考文献

- 伊藤さゆり（2012）「ユーロ危機対応の軌道修正とユーロ共同債の可能性」『基礎研レター』ニッセイ基礎研究所 2012-09-19
- 伊藤さゆり（2014）「動き出すユーロ圏の銀行同盟 制度の脆弱性克服の決め手となるか？」『基礎研レポート』ニッセイ基礎研究所 2014-5-30
- 茨木秀行（2013）『世界経済危機下の経済政策』東洋経済新報社
- 嘉治佐保子（2012）「ユーロ危機で日本はどうなるのか」日本経済新聞出版社
- 庄司克宏（2012）「財政条約で加盟国二分も」『日本経済新聞朝刊 経済教室』2012年4月5日
- 白井さゆり（2010）「欧洲激震」日本経済新聞出版社
- 田中素香（2010）「ユーロ 危機の中の統一通貨」岩波新書

- 田中素香（2012）「ソブリン・金融危機とユーロ制度」『フィナンシャル・レビュー』平成24年（2012年）第3号（通巻第110号），pp.28-50
- 日本貿易振興機構ブリュッセル事務所、海外調査部欧州ロシアCIS課（2013年）「EUの経済・財政ガバナンスを強化するシックス・パックとツー・パックの概要」
- Breuss, Frintz (2011), "Downsizing the Euro-zone into an OCA or entry into a fiscal transfer union", CESifo Forum 4 /2011
- De Grauwe, Paul (2009), "Economics of Monetary Union, 8<sup>th</sup> edition", Oxford University Press (ポール・デ・グラウエ著、田中素香・山口正樹訳（2011）「通貨同盟の経済学 原書第8版」勁草書房)
- European Commission (2011), "Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds",

45) De Grauwe (2009) は財政同盟、政治同盟の意思は存在しないユーロ圏では「将来利用可能なリスクシェアリング・メカニズムは金融市场の統合から出てくるほかない」と予見している。

- 23.11.2011, COM (2011) 818 final  
European Commission (2012), "A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union Launching a European debate" ,  
28.11.2012, COM (2012) 777 final  
European Commission (2013), "strengthening the Social Dimension of the Economic and Monetary Union", COM (2013) 690  
German Council of Economic Experts (2011), "Annual Economic Report 2011/2012"  
Pisani-Ferry, Jean, Andre Sapir and Guntram B. Wolff (2012), "The Messy Rebuilding of Eu-rope", bruegel policy brief issue 2012/01  
Pisani-Ferry, Jean, Andre Sapir and Guntram B. Wolff (2013), "EU-IMF assistance to euro area countries : an early assessment", Bruegel Blueprint 19  
PWC (2014), "EU Bank Recovery and Resolution Directive 'Triumph or tragedy?', Hot Topic : European FS Regulation, January 2014  
Van Rompuy, Herman (2012), "Towards a genuine Economic and Monetary Union", 5 December 2012