

SFC ディスカッションペーパー
SFC-DP 2009-001

EUの通貨統合と金融・財政政策の規律

白井 早由里（白井さゆり）

慶應義塾大学
総合政策学部・教授

sshirai@sfc.keio.ac.jp

2009年6月

EUの通貨統合と金融・財政政策の規律

慶應義塾大学 総合政策学部

白井さゆり（白井早由里）

Keio University

Prof. Sayuri SHIRAI

sshirai@sfc.keio.ac.jp

<http://www.paw.hi-ho.ne.jp/~sshirai/>

概要

本論文では、第二次世界大戦前後に成立したブレトン・ウッズ体制の崩壊以降の欧州の通貨統合の動き、すなわちスネーク、欧州通貨制度、欧州通貨同盟の創設までの道について展望する。つぎに、ユーロの導入によって実践されているユーロ圏内の単一金融政策について概観する。単一金融政策をめぐる域内の対立、単一金融政策の遂行の難しさ、およびユーロ圏が直面する課題について検討する。最後に、マーストリヒト条約ならびに安定成長協定で規定されている財政政策の規律のプロセスに焦点をあてる。財政政策の規律についての経済理論的な根拠、および財政規律を機能させるうえで直面する課題について検討する。さらに、加盟国間の財政収支・債務残高の改善状況について、最近の現状をふまえて検討を行う。

キーワード：経済通貨同盟、欧州連合、ユーロ、為替レートメカニズム

JEL Classification:F15, F31, F33

はじめに

本稿では、第二次世界大戦前後に成立したブレトン・ウッズ体制の崩壊以降の欧州の通貨統合、すなわちユーロ導入までの道のりについて展望する。そして、ユーロの導入によって実践されているユーロ圏内の単一金融政策について、現状と課題を検討する。最後に、マーストリヒト条約ならびに安定成長協定で規定されている財政政策の規律および加盟国間の財政収支・債務残高の改善状況について、諸議論をふまえて検討を行う。

1. 経済通貨同盟に向けた歴史的経緯

1-1. ブレトン・ウッズ体制下の欧州をとりまく国際情勢

19 世紀後半から米国や欧州の主要国が採用していた金本位制度は第一次および第二次世界大戦の勃発により中断されたが、主要国の為替レートの安定化への動きは第二次世界大戦の末期に再び高まった。1944 年には米国のニュー・ハンプシャー州ブレトン・ウッズにおいて連合国 44 カ国で構成される国際会議が開催され、そこでは加盟国の為替レートは上下 1%の範囲内でドルに対して固定され、ドル自体は 1 オンス=35 ドルのレートで金に対して固定されることが定められた。このいわゆる「ブレトン・ウッズ体制」は、1960 年代後半から米国の経済状況が悪化するにつれて動揺をみせ始めた。米国ではベトナム戦争の勃発や対外的な軍事力増強などにより財政支出を急増させたため、大幅な財政赤字を抱え、国際収支が悪化した。米国の国際収支の赤字はドルの海外への大量な流出を促し、これによりドルの金に対する価値の引き下げ期待が高まったことで、投機的な資本が米国から流出する現象をもたらした。

ドイツは、こうした投機的な国際資本の移動に対抗するため、1971 年 5 月に変動相場制に移行した。この状況下で、1971 年 8 月に米国は金を 1 オンス=35 ドルの固定相場で売却するのを停止すると発表（ニクソン・ショック）し、それを受けて日本や欧州の主要国は自国通貨をドルに固定させる制度を放棄し、変動相場制への移行を余儀なくされた。そして、1971 年 12 月には先進 10 カ国の蔵相会議が米国ワシントンのスミソニアン博物館で開催され、この「スミソニアン体制」のもとで金価格を 1 オンス=38 ドルにまで引き上げ（ドルの切り下げ）、為替変動幅は上下 1%から上下 2.25%へと拡大させることでブレトン・ウッズ体制を立て直す試みがなされた。しかし、米国の国際収支の改善はみられず、ドルの投機売りを抑制するには至らず、1973 年にこの体制は完全に崩壊するにいった。

さらに、1976 年 1 月に、ジャマイカのキングストンで IMF 暫定委員会が開かれ、変動相場制の正式承認を含む、IMF 協定の第 2 次改正を決定し、ここで金の廃貨が決定された。この制度は、1978 年 4 月 1 日に発効となり、「キングストン合意」と呼ばれている。ブレトン・ウッズ体制の崩壊後、一部の主要国は一定の為替規制を続けた。例えば、英国では 1979 年に規制が撤廃されるまで、年金基金に対して百万ポンド以上の外国投

資を禁止し、オーストラリアでは 1983 年に規制が撤廃されるまでは自国通貨をドルに対して一定の変動幅で固定する為替制度を維持した。

1-2. 1979 年までの経済通貨同盟に向けた動き

こうした国際情勢のなかで、欧州では経済統合に向けた動きが高まった。まず、1952 年にドイツ（西ドイツ）、ベルギー、フランス、イタリア、ルクセンブルグ、オランダの 6 カ国は、石炭と鉄鋼の共同管理を目的として「欧州石炭鉄鋼共同体（ECSC）」を創設している。1958 年には、米国・ソビエト連邦に対抗する経済圏の確立をめざして、同 6 カ国は「欧州経済共同体（EEC）」を発足し、関税の統一、資本・労働力移動の自由化、農業政策の共通化などを実施した。1967 年には ECSC、EEC、欧州原子力共同体が統合され、「欧州共同体（European Community [EC]）」が設立されている。

為替相場を協調して管理する構想、すなわち「経済通貨同盟（Economic and Monetary Union[EMU]）」に向けた見解は、1962 年 10 月の欧州委員会による「第二段階における行動計画覚書」において初めて提示されている。この同盟は域内における安定、およびより高い経済成長と雇用拡大を目指した環境を整えるものと考えられた。しかし、通貨統合の具体的内容が明らかになるにつれ、加盟国間で技術的・政治的な意見の対立が深まり、通貨統合への動きは後退した。その後、1967 年 11 月にポンドの切り下げを契機として国際通貨情勢が大きく動揺した。さらに 1969 年 8 月にはフランの切り下げ、10 月はマルクの切り上げが続いたが、このとき共同体としての事前協議がなされなかった。この経験から、加盟国の中で通貨面における域内協力の必要性が認識されるようになり、EMU の実現へ向けた動きは 1960 年代末から再び活発化した。こうした動きは 1968 年 2 月の欧州委員会（European Commission）の副委員長であるレイモンド・バール氏（Raymond Barre）による「通貨統合に関する覚書」、1969 年 2 月の欧州委員会による「共同体における経済政策の調整と金融政策の協力に関する覚書」（いわゆる第一次バール案、First Barre Report）に反映されている。後者については同年 7 月の理事会で採択されたことで一気に活発化していった。第一次バール案では経済政策の協調と通貨協力のさらなる発展を提案し、域内における短期・中期金融支援メカニズムの原則が含まれた。

さらに、1969 年 12 月にはハーグで欧州首脳会談が開催され、ここでは EC の過渡期としての実績を評価し、1969 年末をもって EC は 1957 年に署名されたローマ条約（1970 年までに加盟国間の貿易障壁を撤廃し、最終的には完全統合市場の確立を目的として EEC 設立を掲げた条約）が定める過渡期の終了を宣言している。1968 年までに予定より早く域内の関税は撤廃され、第三国に対する共通関税が導入されたからである。同首脳会談では、1970 年代における EC の「強化」と「拡大」のための基本方針も採択されている。その中で EMU 創設は EC 強化の中心的措置の一つであることが確認され、さらに 1969 年 2 月の第一次バール案に基づいて 1970 年代にその段階的実現のための計画を作

成することが合意された。1970年2月には同案にもとづき、短期金融支援メカニズムについて加盟国間の中央銀行間で合意に達している。同年3月には欧州委員会が第二次バール案を作成し、段階を踏んでEMUを実現するためのプロジェクトを提示している。

この趣旨に沿って、当時ルクセンブルグの首相であったピエール・ウエルナー氏（Pierre Werner）を委員長とするEEC設立6カ国の首脳で構成される特別検討委員会（ウエルナー委員会）が1970年に設置されている。同委員会は、同年5月に、加盟国および欧州委員会から提出された計画案を検討したうえで、単一通貨をもつ通貨同盟の創設を最終目的とする統合計画の中間報告書を発表した。このウエルナー原案は、EMUの発足年を1980年と定め、1971～1973年を第一段階とする段階的な統合計画を示したものである。EC加盟国は同原案の原則受入れを表明した。このとき、欧州理事会は加盟国の共通意見を取りまとめ、通貨統合にともなう技術的問題について域内中央銀行と検討することをウエルナー委員会に委託した。これを受けて同年10月に作成されたものがウエルナー報告第二次案「経済通貨同盟の段階的実現のための報告書」（いわゆるウエルナー報告書、Werner Report）である。

このウエルナー報告書では、ハーグ首脳会談で合意された共通の意志が存続する限り、EMUは1970年代に実現しうる目標であるとし、そのためには経済政策の決定権が共同体に移される必要があること、かつ単一通貨の採用が望ましいと主張されている。さらに、経済政策の決定機関として共同体中央銀行制度が必要であり、通貨統合に向けた試みは経済政策の集中や各分野の統合の進展と平行して行なわれなければならないことが指摘されている。また、三段階によるEMUへの移行を提唱し、第一段階として域内通貨間の為替相場の変動幅を対ドル為替相場の変動幅よりも実験的に縮小していき、将来はこれを制度化すると明記された。欧州委員会はこのウエルナー報告の内容をもとに修正を加え、欧州委員会案を作成し、1971年3月のEC理事会（EC Council）と各国代表によって「経済通貨同盟の段階的実現に関する決議案」は採択されている。理事会は中期金融支援制度の設立、加盟国間の短期経済政策の協調強化、および加盟国間の中央銀行の協調強化の三点について採択している。

この結果、1971年1月1日に遡ってウエルナー報告書で明記されたスケジュール通り第一段階を発足させることが可能となり、EMU実現に向けた前進の動きがみられることになった。ところが、EMU構想実現への動きは、1971年8月に米国がドルの金兌換を停止して実質的に変動相場制に移行したことで外国為替市場が不安定化したために、困難に直面した。そこで、1972年4月にECの6カ国は加盟国の為替相場を相互に上下2.25%の変動範囲内で管理する「トンネルの中のスネーク」（Snake in the Tunnel）と呼ばれる為替制度を導入した。同制度を導入した理由は、1971年のニクソン・ショック後にスミソニアン協定で各国が対ドル相場を上下2.25%以内に抑えることが合意されたが、この変動幅ではEC加盟国間の為替変動が過剰に大きくなる可能性があったからである。たとえば、ドイツ・マルクが対ドル相場の下限にあれば、この水準から最大4.5%

まで増価が可能である。一方、フランス・フランが対ドル相場の上限にあれば、この水準から最大 4.5%まで減価できる。この状況が同時に起きると、ドイツ・マルクはフランス・フランに対して最大 9%も増価し、変動幅が大きくなり過ぎる。このことから、EEC 加盟国間で相互の為替相場を上下 2.25%以内（スミソニアン協定で規定された対ドル上下 2.25%の変動幅から導かれる上下 4.5%よりも縮小）に抑えることで過剰な為替変動を抑えるトンネルの中のスネークが考案されたのである。EC の各加盟国が相互の為替相場を上下 2.25%に管理する仕組みが「スネーク」、各国が対ドル相場を上下 4.5%に管理する仕組みが「トンネル」である。スネークでは EC 加盟国間の為替相場の為替平価と上限・下限（介入点）を示す平価の格子表（パリティ・グリッド表）が作成された。

また、スネークでの当該通貨間の為替介入を可能にするために、1972 年 9 月に中央銀行間の融資制度として「超短期金融支援（Very Short-term Financing）」の創設を決定した。一般的に、強い通貨を発行する中央銀行が弱い通貨を発行する中央銀行に無制限に融資をする。返済期間が 1 ヶ月と短く、金利は全加盟国の平均金利を支払わなければならない。このほか、より返済期限の長い短期・中期の資金支援制度も創設されている。1972 年 10 月には「欧州通貨協力基金（European Monetary Cooperation Fund [EMCF]）」を創設（1973 年 6 月に運用開始）している。加盟国の中央銀行の外貨準備の一部を同基金で運用し、加盟国通貨が変動幅を超えて減価した場合には同基金を使って外国為替市場で当該通貨を購入し、逆に増価している場合には売却することで為替相場を変動幅内に抑える仕組みである。

トンネルの中のスネークのうち、トンネルは 1973 年に米国が完全な変動相場制に移行し、ドルが完全に自由に変動するようになって崩壊した。しかし、スネークについては EC の 6 ヶ国間で「トンネル無しのスネーク (Snake without the Tunnel)」として継続されることになった。この制度は、1979 年に「欧州通貨制度 (European Monetary System [EMS])」が設立されるまで続いたが、石油危機も一因となって不安定な状態が続いた。英国、デンマーク、スウェーデンは 1972 年 5 月にスネークに加わったが、英国は同年 6 月に脱退している。デンマークは同年 6 月に離脱したが、10 月に復帰している。イタリアは 1973 年 2 月に離脱している。フランスは 1974 年 1 月に離脱し、翌年の 7 月には復帰し、1976 年 3 月には再度離脱している。1977 年 8 月にはスウェーデンは離脱し、翌年 12 月にはノルウェーが離脱している。また、この期間中、加盟国の為替相場は切り上げ、切り下げなどの調整が頻繁に行われた。結果として、スネークは全加盟国が参加する通貨安定化圏から、ドイツ・マルクに対して残った参加国が自国通貨を安定させる制度に変貌していった。1977 年末には 9 カ国の加盟国のうち 5 カ国（ドイツ、ベルギー、オランダ、ルクセンブルク、デンマーク）だけが同制度を維持し、その他の加盟国は自国通貨を自由に変動させていた。

1-3. 欧州通貨制度 (EMS) の創設

ドイツとフランスが中心となって、1978年にブルッセル首脳会議において「欧州通貨制度(EMS)」の創設が決定された。EMSは、ウエルナー報告書で明示されたEMUを最終的な目標とする安定通貨圏として1979年3月に発足した。この制度の下で、1981年に加盟国の通貨の加重平均をとった「欧州通貨単位 (European Currency Unit[ECU])」を導入している。ECUは加盟国通貨から構成されるバスケット通貨である。加盟国のウエイトはECの総国内総生産(GDP)に占める各国のシェアおよび域内貿易に占める各国のシェアなどをもとに算出されている。ECUは実際に流通する通貨ではなく、法定通貨でもない。しかし、中央銀行間の決済やEC予算における計算単位として活用された。EMSでは、前述の欧州通貨協力基金(EMCF)をさらに拡充し、加盟国の中央銀行は金・ドル預金から構成される外貨準備資産の20%を同基金に拠出し、それと交換にECUの配分を受けるとされた。1980年代には民間部門がECU建て債券・ローン・預金を生み出し、ECUを活用するようになった。

さらにEMSでは、為替相場の変動を抑制するために「為替レートメカニズム(Exchange Rate Mechanism [ERM])」を導入している。ここでは、加盟国の通貨についてそれぞれECUに対する中央値(central rate)を設定する。ここから二国間為替相場についてパリティ・グリッド表をつくり、加盟国は相互の為替相場を上下2.25%以内(変動相場制を採用している国は一時的に上下6%が可能、イタリアは6%を採用)に管理するように定められた。二国間の為替相場が変動幅を超える場合、当該両国はどちらも介入義務がある。さらに、変動幅に到達する前に、加盟国が必要な対策をとることを促すことを目的として「乖離指標(Divergent Indicator)」と呼ばれる早期警告指標を導入している。ある通貨が(ECUに対して設定されている)中央値から乖離し、その乖離幅が最大許容乖離幅の75%に達した場合に「乖離している(Divergent)」と判断され、この通貨を発行する中央銀行は介入が義務づけられる。ただし、実際の運用においては、二国間為替相場の変動幅内での管理(パリティ・グリッド方式)の方が乖離指標よりも重要な役割を果たした。

一般的に、ドイツのように強い通貨を発行する中央銀行は、自国通貨の売却・相手国通貨の購入を行い、その結果、発生する自国通貨の発行量の増加によるインフレ圧力を「不胎化政策(Sterilization; 外為市場への介入によりマネー・サプライが増えた場合に、中央銀行が売りオペなどの反対の金融調節を行って流動性を抑制する政策)」の実施によって抑制する義務を負うことになった。対照的に、弱い通貨を発行する国の中央銀行は自国通貨の購入・相手国通貨の売却を行わなければならないので、外貨準備が減少する。外貨準備が枯渇すれば外国為替市場への介入は困難となることから、超短期および中長期の与信供与メカニズムを拡充している。

ERMの導入により、1979年から1985年の期間における加盟国の為替相場の変動幅はそれ以前の5年間の半分に減少し、1986年から1989年の期間にはさらにその半分にま

で減少した。その後、スペインは1989年に、英国は1990年にERMに参加している。しかし、1992年9月と10月に外国為替市場が不安定化し、EMSは試練に立たされた。激しい通貨攻撃に直面した英国のポンドとイタリアのリラが1992年9月にERMから脱退し、同年11月にはスペインのペセタとポルトガルのエスクードが6%切り下げられた。1993年1月にはアイルランド・ポンドが10%切り下げられている。同年5月にはペセタとエスクードがさらに切り下げられた。1993年8月にはERMの変動幅を15%まで拡大した（ドイツとオランダは2.25%を維持）。イタリアは1996年11月にERMに復帰している。全体として、EMSは1992～93年のERM危機で動揺したものの、加盟国間の為替相場の変動幅を引き下げ、インフレ率をドイツの水準へ収斂させることに寄与したことから、成功したと広く受けとめられている。

1-4. マーストリヒト条約から経済通貨同盟（EMU）創設までの取り組み

1988年6月に、ハノーバーで開催されたEC首脳会議において、欧州理事会（European Council）は、欧州委員会（European Commission）委員長のジャック・ドロール（Jacques Delors）氏を長とする「経済通貨同盟検討委員会（ドロール委員会）」を設置した。ドロール委員会には、すべての加盟国の中央銀行総裁と専門家も数人加わった。同委員会は1989年4月に前述のウエルナー報告書を踏まえて、全会一致で「資本移動の自由化」「経済収斂の促進」「単一通貨の導入」という三段階を経て「経済通貨同盟（EMU）」を実現する構想を柱とする「ドロール報告書（Delors Report）」をEC理事会に提出した。

ドロール報告書では、EMUの第一段階から第三段階までが明記されている。この報告書は、EMU創設にむけた移行期間を三つの段階に分けて、各段階での具体的措置を明記している。第一段階では域内の資本移動の自由化、第二段階では欧州中央銀行（European Central Bank [ECB]）と欧州中央銀行制度（European System of Central Banks [ESCB]）の設置準備と経済収斂の達成、第三段階では為替レートを固定し単一通貨を開始するとしている。この提案は採択され、1989年6月のマドリードで開催された欧州理事会では、資本移動を完全に自由化し、それに合わせてEMUの第一段階は1990年7月に開始すると決定した。さらに同年の12月のストラスブールで開催された欧州理事会ではEMUの実現に必要な条約改正を交渉する政府間会議の招集を決定した。

1991年のオランダのマーストリヒトで開催された欧州理事会では、「欧州同盟の新条約（New Treaty on European Union；通称『マーストリヒト条約』）を承認（1992年署名、1993年発効）している。同条約ではEMUの創設に必要な条項を盛り込み、第二段階は1994年1月に開始すると定めている。欧州理事会は、単一通貨を実現するために各国が達成すべき「マーストリヒト収斂基準（Maastricht Convergence Criteria）」についても合意に達している。マーストリヒト条約では、新しく導入する単一通貨は導入する以前の各国の通貨のなかで最良の通貨と同程度に健全でなければならないという認識に立ち、EMUへ加盟を希望する国が参加資格を得るために充たすべき厳しい収斂基

準を定めている。収斂基準は、(1) 消費者物価ベースのインフレ率が1年以上にわたって最も低い3カ国の平均インフレ率に1.5%を加えた数値内に収まっていること、(2) 財政赤字が対GDP比3%以内および政府債務が対GDP比60%以内であること、(3) EMSのERM変動幅を維持し、最低2年間は通貨の切り下げを行わないこと、(4) 長期金利水準が1年以上にわたって物価安定において最も優れた3カ国の平均金利に2%上乗せした水準以内にあることの4つから構成される。

これらの収斂基準の達成は、第二段階で要求される。収斂基準に関するデータにもとづく報告書と欧州委員会の勧告にもとづき、1996年12月末までに加盟国の過半数が単一通貨の採用に必要な条件を充たしているかどうかについて判断がなされ、第三段階への移行の適切性について決定される。さらに、第三段階を開始する日程についても決定する。1997年末までに日程を決定できない場合には1999年1月1日に第三段階を開始し、第三段階に移行する国の数が過半数に満たなくても実施される。移行国は1998年7月1日までに決定され、その後に移行国の政府はECB設立にむけた準備を実施し、第三段階移行日からESCBとECBの運用が開始されるとされた。また、同条約では「過剰財政赤字是正手続き(Excessive Deficit Procedure)」を定めており、参加国政府がユーロ圏全体にインフレ圧力を波及させかねないような無責任な多額の借入れを行わないように規律を設けている(過剰財政赤字是正手続きについては後述)。

マーストリヒト条約は、経済的な統合を中心に発展してきたECを基礎に、EMUを進めるとともに、共通外交・安全保障政策、司法・内務協力等のより幅広い協力を目指す政治・経済統合体の創設を明記している。「欧州連合(European Union [EU])」は国家主権の一部の委譲を前提に、域外に対する統一的な通商政策を実施する世界最大の単一市場を形成し、政治的にも一つの声で発言する存在であり、統合の深化と拡大をめざすとされた。同条約が1993年に発効されることにより、EUが正式に創設されている。当初の加盟国は、ドイツ、ベルギー、フランス、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、英国、アイルランド、デンマーク、ギリシャ、スペイン、ポルトガルの12カ国であった。デンマークは1992年6月の国民投票でマーストリヒト条約の批准を否決し、1993年5月に再度の国民投票で同条約を承認するにあたり、通貨統合(1999年までに単一通貨を実現)などの分野で適用除外を認められた。英国については、交渉により第三段階への移行を義務づけられない「Opt-Out条項」が適用されている。第三段階に移行する意思を欧州理事会に通知しないかぎり、英国は移行を強制されず、また第三段階開始後においても英国は必要条件を満たした場合に同段階に移行する権利を有すると明記された。

具体的な段階は以下のようにして進められた。第一段階(1990~93年)では、資本移動に関するあらゆる制限を撤廃し、各加盟国は経済収斂に向けた努力をするとの規定にもとづき、資本の自由化は1990年7月1日に開始された。1993年末までに、大半の加盟国は資本移動の規制撤廃を完了している。

第二段階(1994～98年)は、1994年1月1日から開始し、同月に「欧州中央銀行(ECB)」の前身である「欧州通貨機関(European Monetary Institute [EMI])」がドイツのフランクフルトに創設されている。EMIは独立した機関として、加盟国間の通貨・金融政策の協調を促進し、単一通貨について詳細をつめる役割が与えられた。単一通貨採用国の選定にあたり、欧州委員会とEMIが、前述の収斂基準をもとに各加盟国の経済収斂の状態について評価し、EU理事会(Council of the European Union)に報告を行うとされた。

1995年にマドリードで開催された欧州理事会では、単一通貨の名称を「ユーロ」と決定し、1999年に単一通貨を開始してから完全に流通するまでの期間について三ステップ(マドリード・シナリオ、後述)を採択している。1996年にEMIはユーロ紙幣、1997年に欧州委員会が硬貨のデザインについて、それぞれコンテストを通して発表している。

1996年12月のダブリンで開催された欧州理事会では、「安定成長協定(Growth and Stability Pact)」の概要を採択している。同理事会ではユーロ使用の法的枠組みについて主要な要件を最終決定している。そして、1997年6月のアムステルダムで開催された欧州理事会では、EMUのもとでの財政規律を確保する目的で「安定成長協定」について合意している。安定成長協定を加盟国が順守しているかどうかを監視する権限については欧州委員会に付与している。

さらに、ERMの枠組みについて採択している。具体的には1999年1月1日からERM-II(Exchange Rate Mechanism II)」がERMに置き換えられ、ユーロに参加しないギリシャのドラクマとデンマークのクローネがユーロとリンクし、変動幅は上下15%を基本とする制度の創設を決めた。ERM-IIはユーロとそれ以外のEU加盟国の通貨の為替相場の変動が単一市場のもとでの経済安定を阻害する状態を回避し、ユーロを採用していない加盟国が将来的にユーロを採用するのを支援することを目的としている。ERM-IIに参加する国は中央値を自発的に切り下げることはできず、15%の変動幅を超え得る場合には、ECBと当該国の中央銀行で協調して介入にあたることになる。ECBがERM-IIの運営を監視し、加盟国の金融政策と為替政策の協調を確保する。ERM-IIにおいて、少なくとも2年間にわたって為替相場の運用が適切になされた場合に、当該国は経済収斂が持続でき、ユーロ圏で完全な役割を果たせると評価される。

1997年にEU理事会はユーロを法定通貨とする規則を採択している。15カ国のEU加盟国が収斂基準を充たしたかについては、1998年3月にEMIと欧州委員会はEU理事会に対してそれぞれ「収斂報告書(Convergence Report)」を提出している。これを受けて、1998年5月にEU理事会は11カ国(ドイツ、ベルギー、フランス、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、アイルランド、スペイン、ポルトガル、オーストリア、フィンランド)がユーロ圏参加基準を充たしていると認定し、1999年1月1日にユーロの導入を許可する決定を下している。デンマークと英国はEMUの第三段階への参加をOpt-outし、ギリシャとスウェーデンは収斂基準を充たせなかったため除外されている。

同月にはユーロと参加国通貨の間の換算レートが発表され、ユーロを参加国の単一通貨とする規則を採択している。

1998年にはECBを設立する法律が採択され、ECB役員会メンバーが任命されている。さらに1999年1月1日から2002年1月1日を移行期間とし、この期間における銀行手数料とユーロおよび各国通貨による価格の二重表示が勧告されている。ESCBとECBは、EMIに代替する制度として1998年6月に設立されている。

第三段階（1999年以降）は、1999年1月1日から開始し、参加国通貨間の交換レートが不可逆的に固定された単一通貨であるユーロが導入された。各国の自国通貨からユーロへの交換レートについては、1998年12月にEU理事会が採択している。1999年から2002年まで移行期間は、前述の「マドリード・シナリオ」にもとづき、つぎの三つのステップに分けられている。第一ステップは1991年1月1日から開始し、この間に非現金取引にユーロを導入し、ECUは1ユーロ=1ECUとしてユーロに置き換えられ、各通貨の対ユーロ相場は固定された。この期間はユーロ紙幣や硬貨は流通せず、ユーロは簿記上の通貨（Book Money）であった。日常の経済取引には自国通貨の活用が維持されていたが、各国通貨はユーロの下位に位置する単位と位置づけられた。また、ECBが共通金融政策を実施するとされた。第二ステップは2002年1月から開始し、この期間中にユーロの現金と硬貨が流通した。ユーロ通貨と各国通貨の併用期間とされ、同期間中に各国通貨の回収が行われた。第三ステップは2002年3月から開始し、ユーロ採用国の自国通貨は法定通貨としての地位を失い、通貨統合が達成された。

デンマークとギリシャは1999年1月1日からERM-IIに参加していたが、ギリシャは2001年1月1日にERM-IIを脱退してユーロを採用し、ユーロ圏の構成国は12カ国となった。ERM-IIについては、2004年5月にEU新規加盟10カ国の中央銀行が協定を締結し、各国通貨は異なる対ユーロ変動幅を維持することが承認されている。それを受けて、2004年6月にエストニア、リトアニア、スロベニアの各通貨が、2005年5月にキプロス、ラトビア、マルタの各通貨が、同年11月にスロバキアの通貨が、ERM-IIの対象通貨となった。これらの諸国のうち、2007年1月にスロベニア、2008年1月にキプロスとマルタ、2009年1月にはスロバキアがユーロを採用し、「ユーロ圏（Euro Area）」は16カ国に拡大している。この結果、現時点でのERM-II参加国はデンマーク、エストニア、ラトビア、リトアニアの4カ国となっている（デンマークは上下2.25%、エストニアとリトアニアは上下15%、ラトビアは通常上下1%を維持している）。ポーランドとハンガリーの通貨については将来的にERM-IIの対象通貨となる見込みとされた。ブルガリア、チェコ、ルーマニアも将来的にERM-II加盟が期待される。

ERM-IIは自発的に参加できるが、参加するには収斂基準のなかの為替相場の安定性の条件を充たす必要がある。参加後は、前述しているように自国通貨とユーロの間の中央値の上下15%（これ以下でも可能）の変動幅の維持が義務づけられる。ERM-IIに参加する国がユーロを採用するには前述の4つのマーストリヒト収斂基準を充たさなけ

ればならない。欧州委員会と ECB は、定期的（少なくとも 2 年に一回）にユーロ未採用国を対象に「収斂報告書」を発行している（英国とデンマークを除く）。欧州委員会の提案にもとづき、EU 理事会は欧州議会と議論を行い、当該国のユーロ圏への参加を承認する。その後、EU 理事会は、当該国の自国通貨のユーロへの交換レートを決定し、固定される。この交換比率は ERM-II における当該国通貨の対ユーロ相場の中央値となるのが一般的である。ユーロを採用するには、当該国が ERM-II のもとで少なくとも 2 年間は深刻な緊張をとまなうことなく為替制度を運用していることが条件の一つとされている。

現在は、EU に加盟する 27 カ国は経済通貨同盟（EMU）の一部を構成しているが、このなかの 16 カ国がさらに通貨統合を深めユーロ圏を形成していると位置づけられている。EMU は、加盟国の経済政策の協調、財政政策の協調（財政赤字と国の債務の上限の設定）、ECB による独立した金融政策の遂行、ユーロ圏（単一通貨圏）の 4 つをカバーしている。このため EMU は単一の組織ではないことに留意する必要がある。マーストリヒト条約で Opt-out が定められた英国とデンマークを除く EU 加盟国は、将来的にユーロ圏に参加する可能性がある（英国もデンマークも希望すれば可能である）。非 EU 加盟国でモナコ、サンマリノ、バチカン市はユーロを自国通貨として採用しているが、ユーロ圏には属さない。

2. 金融政策の統合

2-1. 共通の金融政策の実施

欧州中央銀行制度（ESCB）は、ECB と 16 ヶ国のユーロ圏参加国の中央銀行、ならびにユーロ圏非参加国の中央銀行から構成される。「ユーロシステム（Eurosystem）」は ECB とユーロ圏参加国の中央銀行から構成される非公式会合である。ユーロ圏へ未参加の国が存在するかぎり、ESCB とユーロシステムは共存する。1999 年 1 月 1 日からドイツのフランクフルトを拠点に業務を開始している。ECB には「運営理事会（Governing Council）」「専任役員会（Executive Board）」「一般理事会（General Council）」が設置されている。

運営理事会は、専任役員会と参加国の中央銀行総裁で構成されている。専任役員会は総裁（現在はジャン＝クロード・トリシェ氏）、副総裁、4 人の専任理事で構成される。運営理事会は中期の金融目標、主要金利、ESCB の準備金供給に関する決定を含む金融政策を策定し、その実施に必要なガイドラインを設定している。そして専任役員会はこのガイドラインと決定に沿って金融政策を実施し、各中央銀行に指示を与えている。各加盟国の中央銀行は ECB とともに単一の金融政策を遂行し、必要に応じて外国為替操作を実施し、ユーロ圏に属する加盟国の公式の外貨準備金を保有・管理する役割を果たしている。また、各加盟国の中央銀行は ECB の指示と勧告に沿って、信用の配分、資金の

取立て、決済システムの管理などを実施する権限を保有している。一般理事会は、ECB 総裁と副総裁、および EU27 ャ国の中央銀行総裁で構成されている。

マーストリヒト条約では、ECB の主要目的を「価格安定を維持すること」と明記している。そして、「価格安定の目的に対して偏見がなされることがない範囲で、高い雇用水準と持続可能でインフレをもたらさない経済成長の実現という共同体の目標に寄与する経済政策を支持する」と規定している。具体的には、「総合消費者物価指数 (Harmonized Index of Consumer Prices)」の前年比上昇率を中期的にみて 2%以内に抑制することと定めている。ECB はこの中期目標を実現するために、2つの柱 (Pillar) をもとに金融政策を遂行している。まず第 1 の柱として、金融政策の遂行に当たり、物価の安定と整合的なマネー・サプライ (現在は M3 が選定されている) の増加率について四半期ベースの参照値を発表し、金融政策のスタンスを伝えている。ここではこの参照値 (Reference Value) から乖離しうるさまざまな要因の分析を実施し、かつマネー・サプライおよびその構成要素に含まれる情報について検討を行っている。第 2 の柱として費用・価格指数、為替相場、実質経済指標、金融市場指標などの幅広いマネー・サプライ以外の経済指標を用いて価格安定を脅かすさまざまなリスクの発生可能性について評価を行っている。

また、ECB は域内で単一の金融政策を実施するため、地域的または特定の国特有の動向に対処することはないとされている。金融政策の実施にあたり、ドイツ連邦銀行である「ブンデスバンク (Bundesbank)」の手法を踏襲し、しかも独立性が保証されている。政策手段は、公開市場操作、短期金利の上下金利を画する常設ファシリティ (貸付・中銀預け金) および預金準備率操作によって行っている。また、ユーロ圏における為替政策の権限は EU 理事会にあるが、外国為替市場への介入と日常の管理運営は物価の安定という第一目的と矛盾しないような形で ECB が実施している。

ECB による金融政策の運営は技術的な問題を伴うことなく順調に開始された。マネー・マーケットは加盟国間でただちに統合され、TARGET 決済システムにより国境間取引は円滑に機能している。したがって、現在では短期金利については技術的に単一になっており、完全統合を果たしているといえる。

2-2. ECB の単一金融政策をめぐる域内の対立

ECB は 2008 年 6 月で設立 10 年を迎えている。この間に、ユーロは主要通貨に対し急速に増価し、世界各国の中央銀行の外貨準備資産に占める割合 (当初の 18%から 2007 年末には 26%へ拡大) も高まり、ドルに次ぐ世界第 2 位の国際通貨としての存在感を高めている。過去 10 年間のインフレ率は平均 2%を維持し、名目金利は 1990 年代の 9%から平均 5%へ低下し、実質金利は低水準で推移している。共通通貨の採用で為替取引費用が消滅し、国境を越えた貿易・投資取引が進展している。域内での金融市場の統合、銀行再編の加速、資本市場の拡大がみられている。対外的に発行されるユーロ建て債券

発行額は2004年からドル建て発行額を上回っている。ユーロ導入当初は、ECBによる金融政策の不透明さや米国との景気格差などの理由からユーロは売却され、一時は日米通貨当局との協調介入などでユーロを買い支える状況にあった。その後、ドイツなどの主要国が財政赤字削減や構造改革を実施したことでユーロ相場は徐々に信認を高め、2008年4月には1ユーロ=1.6ドルと導入以来の最高値をつけた。東アジアでは、将来の通貨統合を念頭に置いてユーロについて多くの研究が行われるようになっている。

しかしその一方で、2007年前後に西欧諸国を中心に景気減速とインフレ率の上昇が同時に進行するようになると、ユーロ圏では景気後退への対応を求める政治的圧力が強まった。とりわけ、米国で2007年中旬にサブプライム・ローン危機が発生し、欧州に飛び火した際に、ECBは利下げの決断を（米国が2007年9月、英国が同年12月から利下げに転じるなかで）2008年10月まで引き延ばしたことで、ユーロ圏内では深刻な国家間の対立が生じるようになった。第二次世界大戦前のハイパー・インフレの教訓をもとに物価安定を経済政策の最優先課題と位置づけてきたドイツのブンデスバンクの流れを踏襲するECBは、景気後退の懸念がみられたとしても、資源価格高騰によるインフレ圧力が存在する限りは、安易な利下げの決断を回避してきた（ユーロ導入以前には、こうした物価安定を重視する政策を実践するドイツの通貨マルクへの世界の信認は高く、ユーロ導入はマルクなくして実現できなかったともいえる）。そこで、ECBは利下げの代わりに、貨幣を金融市場に供給して米国サブプライム・ローン危機による金融市場の混乱の緩和に努めた。こうしたECBの金融政策は物価安定化に寄与しているとの市場の評価が得られていた半面、（英国や米国との金利差が開くことによる）ユーロ高がユーロ圏から圏外へ向けた輸出に打撃を及ぼしているとの懸念が強まった。そうした懸念を背景に、一部の加盟国首脳によるECBへの政治的圧力が強まったのである。

ECB批判は、フランスのサルコジ大統領やイタリアのベルルスコーニ首相などによって激しく展開された。サルコジ大統領はECBやユーロ圏首脳が集まって金融政策について意見を交換する目的でサミット開催および域内財務大臣会合の回数を増やすことなどを提案した。これに対して、ドイツのメルケル首相は2008年1月に同提案を域内の政治的対立を誘発しかねないだけでなく、ECBの独立性を揺るがすような政治介入になりかねないと強く批判した。しかも、ユーロ高はむしろEU経済の強さを示していると主張した。2008年3月にユーロが対ドルで1.56ドルの最高値を記録すると、欧州理事会は共同声明においてユーロ高が欧州の経済成長に及ぼす打撃について憂慮を表明している。この声明をサルコジ大統領は高く評価したが、欧州委員会のバローゾ委員長は「ユーロ価値に責任があるのはECB政策担当者であり、政治家ではない。問題はユーロが強いというより、ドルが弱いことにある」と発言し、EU主導者が為替市場に及ぼす影響力は限定的だと指摘している。フランスが2008年6月からEU議長国となると、サルコジ大統領はECBの説明責任を高める改革案を表明し、ECBによる定期的な議事録の公開、ユーロ圏財務大臣会議の発足とECB内に同会議の事務局の開設、

同事務局と ECB による政策協調の実践などを提案した。議事録の公開は検討の余地があるが、政策協調については独立性を確保している ECB にとって問題が大きいとの見方が大勢を占めている。

ECB 批判を強めるフランス・イタリアと擁護するドイツの対立は、ECB がインフレ抑制のために 2008 年 7 月に政策金利を年 4% から 4.25% に 1 年 1 か月ぶりに引き上げたことで、さらにエスカレートした。利上げの理由として、ECB のトリシェ総裁は、ユーロ圏内の「単位労働費用（GDP を 1 単位生産するのにどれだけ人件費がかかるかを示す指標）」がインフレ圧力により上昇している点に言及している。また、同年 6 月ユーロ圏のインフレ率（前年同月比）が 4% と過去最高水準を記録し 2% の政策運営目標から大きく乖離したことが、利上げに踏み切った重要な理由であるとしている。

フランスが ECB 批判を展開する理由のひとつに、経常収支が 2005 年から赤字に転換した原因をユーロ高にもとめていることにある。しかし、ドイツはユーロ高にもかかわらず経常黒字は 2002 年以来維持されており、2006 年には対 GDP 比で 5% にも達している。ドイツはこの間に単位労働費用の伸び率を抑制し（後述）、生産費用が高く競争力を維持できない分野は外国へ生産委託や生産拠点の移転を進め、国内では資本集約度と付加価値が高い財の生産・輸出を増やしてきた。フランスでは最低賃金および賃金の伸び率が高く、資本集約度が高い産業への転換や生産委託もドイツほど進んでいない。したがって、貿易収支の悪化をユーロ高にもとめるフランスの主張は、経済学的な根拠は強くないといえる。

フランス国内では、政府・国民だけでなく経済専門家の間でも ECB の政策に対して疑問をなげかける論調が多い。この理由として、フランスは過去にハイパー・インフレを経験したことがないためにドイツに比べて高インフレに対して抵抗感が弱いこと、フランスの中央銀行は財務省の傘下であり独立性が維持されてこなかった点などが指摘されている。フランスと同様に、イタリアも単位労働費用の伸び率が高く財・サービスの国際価格競争力が低い。このため、貿易赤字と景気後退に直面しており、その一因を ECB の政策に帰属させる立場をとっている。

ECB の金融政策をめぐる対立は、2008 年 9 月 15 日のリーマン・ブラザーズの破たんによって世界経済危機が発生したことで、急速に薄れてきている。景気後退でインフレ懸念が退いたことで、ECB は 2008 年 10 月から政策金利を段階的に引き下げている（2009 年 5 月 7 日に 1% と過去最低水準を達成）。しかし、将来的に景気回復局面に入れば、対立が再燃する可能性は高いといえる。

2-3. 単一金融政策の遂行の難しさ

ユーロ圏に加盟する 16 カ国が ECB を通じて単一の金融政策を実施するにあたり、つぎの三つの問題点を指摘できる。

第一に、加盟国の中で景気循環が異なっているため、ECB の金融政策が各国の経済

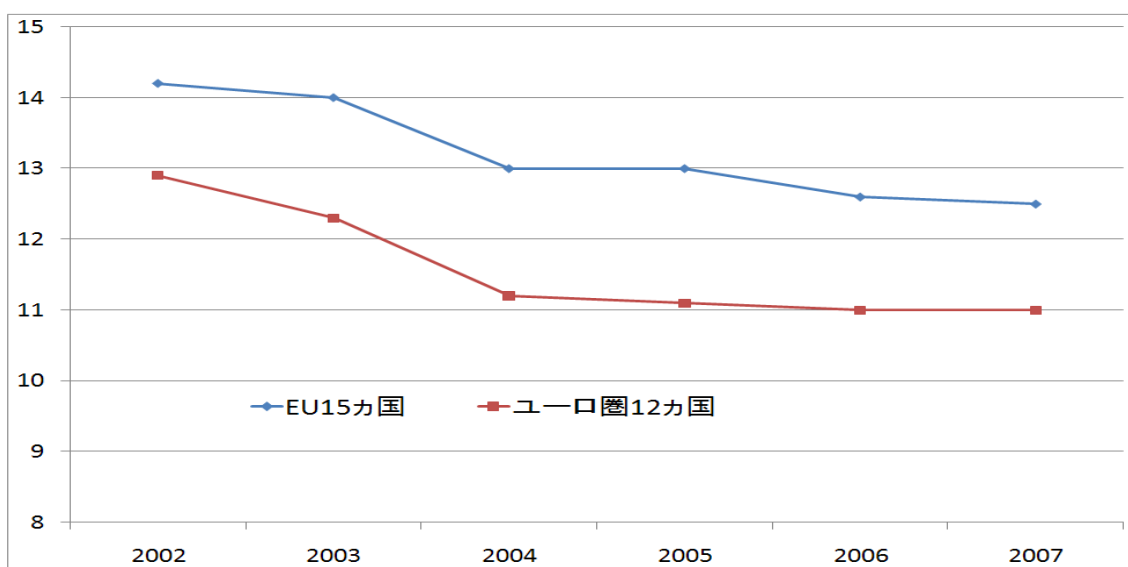
実情に合わないことがある点である。過去の歴史をみても同じ問題がみられた。たとえば、1992-93年にERM通貨危機が発生したが、この原因は1990年の東西ドイツ統一に起因する。統一により、西ドイツから東ドイツに財政移転がなされ、しかも通貨統一の際に西ドイツ通貨を東ドイツでも発行した結果、ドイツの財政赤字の拡大とインフレ率の上昇が生じた。そこで、インフレを抑制するために、ブンデスバンクは利上げを実施したが、これがマルク高を引き起こした。ドイツの利上げは、景気後退と失業率の上昇に苦しむ英国との金利格差を拡大し、ポンドの下落圧力を高めた。ERMを維持するには、英国はドイツに合わせた利上げが必要であったが、景気後退局面で断行するのが難しい状況にあった。こうしたジレンマが、ヘッジファンドなどによる大量のポンド・ショート売りを誘い、ポンドは激しい投機攻撃にさらされたのである。結局、英国は1992年にERMを脱退し今日に至っている。この事例は、ドイツと英国の景気循環の違いがポンド通貨危機をもたらしたケースといえる。ERMを脱退した英国は、2002年に米国を発端とするITバブルが崩壊し世界に影響を及ぼした際に、自由に金融政策を実行することができた。イングランド銀行（中央銀行）は国内の景気後退に対応するために機敏に利下げを実施し、ユーロ圏に比べ景気後退の深刻化を避けられたのである。2007年中旬に米国サブプライム・ローン危機で欧州が打撃を受けた際にも、英国は2007年10月からただちに金利引き下げに転換している（2009年5月末現在0.5%の最低水準にある）。

第二に、ユーロ圏の加盟国間の物価やインフレの格差が持続していることが、単一金融政策の実施を困難にしている。共通通貨を採用しているユーロ圏内では、「財・サービスの裁定」が働きやすいはずである。同一財・サービスであれば為替レートの変動がないため、ユーロ圏の市民は物価の安い国から財・サービスを購入し、高い国からの購入を控えると予想される。この結果、物価の高い（低い）国の財・サービス需要が減少（増加）し、物価の引き下げ（引き上げ）圧力が働く。これにより、域内の価格差は縮小し、価格は収斂していくはずである。しかも、価格の収斂はユーロ圏内のほうが、自国通貨を持つ非参加国を含むEU域内全体に比べてより迅速に進展していくことが予想される。

そこで、物価の収斂状況を判断するために、家計の最終消費支出の物価指数の「変動係数」の推移をみていくことにする。ユーロ圏の初期加盟12カ国と非加盟国の英国、スウェーデン、デンマークを加えたEU15カ国の変動係数を比較する。図1はユーロ紙幣・硬貨が導入された2002年から2007年までの変動係数を表示している。数値が低下する場合には、加盟国間の物価水準が収斂していることを示している。図によると、ユーロ圏加盟国の変動係数はEU加盟国の変動係数よりも常に低い水準にあり、低下する傾向が確認できる。しかし、2004年以降はほとんど低下傾向がみられなくなり、価格の収斂は近年になって進展していないことがわかる。

つぎに、各国間の物価比率を示す「購買力平価 (Purchasing Power Parities)」を検討してみることにする。ある国の購買力平価は、EU 域内で1ユーロの購買力を維持するのにどれだけの自国通貨単位が必要かを示している。数値が1に近いほど各国の物価はEU15カ国の物価水準に近いことを示す。1を上回る(下回る)場合には、当該国の物価がEU15カ国より割高(割安)であると判断される。表1によると、フランス、フィンランド、アイルランドが1を上回っており、これらの国の物価が安くないと一物一価が成り立ちにくいことを示している。反対に、スペイン、ポルトガル、ギリシャは1を大きく下回っており、これらの国の物価が割安であることを示している。つまり、価格の収斂は大きく進展していないと思われる。

図1. ユーロ圏加盟国間およびEU加盟国間の物価変動係数の推移



出所：Eurostat をもとに筆者作成。

表1. ユーロ圏12カ国の購買力平価 (EU15カ国=1)

	オーストリア	ベルギー	ドイツ	スペイン	フィンランド	フランス	ギリシャ	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
2002	0.99	0.96	1.04	0.81	1.11	1.00	0.73	1.11	0.94	1.04	1.00	0.79
2003	0.99	0.98	1.03	0.84	1.13	1.05	0.77	1.13	0.95	1.05	1.04	0.79
2004	0.98	1.00	1.00	0.85	1.09	1.05	0.78	1.13	0.98	1.03	1.02	0.80
2005	1.00	1.02	0.98	0.87	1.11	1.04	0.81	1.14	0.98	1.08	1.01	0.77
2006	1.00	1.02	0.98	0.86	1.11	1.05	0.82	1.13	0.97	1.08	1.01	0.77
2007	1.00	1.02	0.98	0.85	1.12	1.04	0.82	1.11	0.97	1.08	1.01	0.77

出所：Eurostat をもとに筆者作成。

加盟国間で物価の収斂が進んでいない理由として、(1) EU のサービス市場が域内

で完全に自由化されていないこと、(2) 貿易自由化が行われても各国には小売・卸売段階でさまざまな規制（開店時間、店舗規模、設立地域の規制など）やマージンがあり関税障壁がなくても完全競争が実現していないこと、(3) 各国間で賃金決定方法の違いがあり賃金伸び率が異なること（したがって最終価格への上乗せの程度が異なること）、などが考えられる。

(3) に関連して、2008年4月のEU財務大臣・中央銀行総裁会議では、ユーロ圏内の政府・雇用主・労働組合に対してインフレを今以上に高い水準に導くような賃金交渉を行わないように警告している。ただし、この警告は、従業員が長期間にわたる賃金抑制に耐えてきたドイツには当てはまらないとしている。つまり、ドイツで最近実施された賃金引き上げ（2008年当初に列車運転手は11%、鉄鋼労働者は5.2%。看護婦・ごみ収集者・輸送職員ふくむ130万人の公共部門労働者は2年間で8%）について容認しているのである。ECBのトリシェ総裁は、ドイツの賃金引き上げ交渉結果について「どの国にも例外なく賃金引き上げを抑制すべきである。ドイツでは2008年に賃金交渉で引き上げが実施されたが、(他の国は踏襲すべきでない。他の国は) ドイツと同じような状況（長期間の購買力低下、最近の3年間は実質賃金伸び率0%）にないので、賃金引き上げはインフレ状態をいっそう悪化させるであろう」と警告している。

ユーロ圏の平均インフレ率は、2008年6月に4%、7月に4.1%へと上昇してから、低下に転じている。域内全体が景気後退でインフレ圧力が低下する状況に陥らなければ、「物価水準・インフレ率、賃金伸び率の域内格差をどのようにして縮小させ、ユーロ域内全体のインフレ圧力を抑制するか」という問題は、域内で政治的問題となりかねない状況にあった。為替相場での調整ができない以上、価格の収斂は賃金決定方法の改革や流通システムの規制緩和などの構造改革によって実現するしかない。だが、そうした改革の実践は国内的に政治的困難が伴う。とりわけフランスのように公共部門を中心に労働組合の組織化が進み、高い最低賃金水準が設定されているだけでなく、毎年中旬にインフレ率を考慮して最低賃金が改定される慣習が長く続いている国では、賃金率の伸び率を抑制する政策に対して国民のコンセンサスを得るのは容易ではない。

第三に、ユーロ圏に加盟する前と後では、必要な経済政策を実践する上での加盟国政府のコミットメントの度合いが大きく異なっている。1990年代末にユーロ圏へ加盟するのに必要な収斂基準を充たすために、イタリア、スペイン、ギリシャなどは必要とされる財政引き締め政策や構造調整を率先して行った。ところが、ユーロ採用後は、こうした改革への意欲が弱まっている。それは、自国通貨を完全に放棄しユーロを採用したことで（不適切な政策によって固定為替相場と実体が乖離することで発生する）通貨のミスマッチ、ならびにそうした通貨が投機攻撃にさらされる可能性が消滅したからである。このため、これらの国の単位労働費用の伸び率が高く、生産性の伸び率が低い状態が続き、慢性的な貿易赤字状態を持続させる一因となっている。しかも、ユーロ高はこうした国々の貿易赤字状況に拍車をかけ、国際価格競争力は悪化するばかりである。国

際価格競争力を回復する手段としての通貨の切り下げができない以上、単位労働費用の伸び率の低下または生産性の伸び率の上昇をもたらす構造改革はユーロ採用後にいつそう必要とされているのに、そうした改革への意欲はほとんどみられていない (European Commission[2009], ECOFIN[2009])。そこで、価格格差によるインフレ圧力が存続する限り、ECB は金融引き締めを重視せざるをえず、単一金融政策の運用を難しくしているのである。

表 2 は、ユーロ紙幣・硬貨が流通する以前の 1996~2001 年と流通以降の 2002~08 年の単位労働費用指数および各期間内の累積伸び率を示している。ドイツ以外の加盟国では、2002 年以降の単位労働費用指数の上昇傾向が強まっていることがわかる。イタリアとポルトガルでは単位労働費用の上昇幅が 1996~21 年の 2 倍以上に拡大している。ギリシャ、アイルランド、スペインの伸び率は非常に高い。フランス、フィンランド、ルクセンブルグ、オランダでも単位労働費用の伸び率が 20% 以上である (ただしフィンランドは生産性が高いため国際価格競争力は改善している)。加盟国間の価格格差が持続すると、長期的にみてユーロに対する市場の信頼性が損なわれる可能性もある。

表 2. ユーロ圏 12 カ国の単位労働費用指数(2000=100)

	オーストリア	ベルギー	ドイツ	スペイン	フィンランド	フランス	ギリシャ	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
2002	106	110	105	111	112	108	114	113	106	109	112	111
2003	108	112	108	117	116	110	117	119	110	113	116	114
2004	106	115	109	121	119	114	127	125	113	116	120	118
2005	110	117	110	126	125	118	128	131	116	121	122	120
2006	113	120	112	131	128	122	138	136	117	124	125	122
2007	117	125	113	136	131	126	143	143	120	126	129	127
2008	120	...	116	143	138	130	162	148	125	131	133	132
2002-08の 累積伸び率(%)	14	14	10	28	23	20	43	31	17	20	20	19
1996	92	90	92	84	88	90	77	80	95	89	84	95
1997	93	93	93	89	90	92	85	84	99	92	87	99
1998	96	95	94	92	94	94	90	88	97	94	91	97
1999	98	98	97	96	97	96	95	93	98	96	96	98
2000	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
2001	103	105	103	106	107	104	106	109	103	105	106	103
1996-01の 累積伸び率(%)	11	17	12	26	21	15	38	36	8	17	26	8

出所：Eurostat をもとに筆者作成。

3. 財政政策の協調

3-1. 財政規律のプロセス

マーストリヒト条約では、財政赤字の対 GDP 比 3% および政府債務の対 GDP 比 60% (あるいはこの債務比率に満足いくペースで近づいていること) という 2 つの基準値を尊重

すると明記されている。債務比率についてあいまいな解釈を残したのは、多額の債務を抱えるイタリア、ベルギー、ギリシャへ配慮したためである。したがって、財政赤字の対 GDP 比 3%の基準の方がより重視されている。

安定成長協定では、財政規律を高めるために詳細な規定を行っている。ユーロ圏加盟国および非加盟国はともに、毎年、欧州委員会および EU 理事会に「安定・収斂プログラム (Stability and Convergence Program)」の提出が義務づけられている。EU 理事会 (とくに経済相・財務相理事会 [Economics and Financial Affairs Council: ECOFIN Council]) は EU 加盟国の閣僚級代表により構成される EU の主な決定機関である。加盟国の経済政策を調整し、安定成長協定が順守されているかを監視する役割をもつ。欧州委員会の提案について、加盟国と欧州共同体の経済政策について大枠のガイドラインを策定し、欧州理事会に報告している。欧州理事会はこの報告にもとづき議論を行い、結論を出す。この結論をもとに、EU 理事会は、多数決で提言を採択し、欧州議会に到達するプロセスを踏んでいる。

ユーロ圏加盟国は基準値を上回ることなく、しかも中期目標を達成し長期的な財政の安定性を維持するために「安定プログラム」を提出する。中期目標は「財政均衡あるいは財政黒字の達成」と規定されている。プログラムでは、中期目標に向けた年度ごとの財政目標・債務比率の道のりや政策手段が記述される。また、これらの推計で用いる経済成長、雇用、インフレ率などの主要経済指標に関する仮定、およびそれらの仮定が変化した場合に財政・債務状況にどのような影響を及ぼすかといった分析も示される。内容は前年度、現行年度および少なくとも 3 年先までを網羅する。他方、ユーロ圏の非加盟国は経済政策の調整の一環として、「収斂プログラム」を提出する。プログラムの内容は中期目標およびその目標と為替レート・物価の安定性の関係についての追加的な記述が義務づけられている。

EU 理事会はこれらのプログラムを検討し、欧州委員会と「経済財政評議会 (Economic and Financial Committee)」による評価をもとに「勧告 (Recommendations)」を行う。経済財政評議会は 1999 年 1 月からそれまでの通貨協議会に代わり、ECOFIN 理事会の準備、同理事会と欧州委員会への意見の草案、EU 加盟国の経済財政状況のレビューを実施している。評価は、プログラムの推計で用いられた経済前提が現実的か、中期目標が過剰財政赤字を回避しかつ同目標に向けた適切な是正手順を十分確保しているのか、政策手段は中期目標達成に十分なのか、高齢化が財政の長期的安定性に及ぼす影響を考慮しているのか、といった視点が重視されている。こうした分析をもとに、EU 理事会は当該国がとるべき政策について加盟国に是正勧告を行う。

ある加盟国が、財政赤字の対 GDP 比 3%の基準値から大きく逸脱しているとみなされる場合に、「過剰財政赤字是正手続き (Excessive Deficit Procedure)」が開始される。この手続きはマーストリヒト条約で明示されており、安定成長協定で詳細が記述されている。EU 理事会は、欧州委員会と経済財政評議会の報告書と見解にもとづき、制裁措

置を含む必要な是正措置の実施について、当該国に勧告を行う。欧州委員会は毎年 EU 加盟国が財政状況を欧州委員会に報告する年 2 回の締切日後に、決定を行う。経済財政評議会は、欧州委員会の報告書に見解を表明する。さらに、財政赤字が GDP 比 3% を超過する状態が「例外的 (実質 GDP 成長率がマイナス 2% 以下の景気後退と定義)」であり、しかもそれらの状態がそれぞれ 3% 近くにある場合には、是正手続きは実施されない。

欧州委員会が当該国の財政赤字が過剰だと判断した場合、EU 理事会に勧告を表明する。EU 理事会は、多数決にもとづき、当該国に一定期間の間に是正するよう勧告を行う (勧告は未公表)。加盟国は、是正勧告を受けてから 1 年以内に財政赤字を 3% 未満まで削減しなくてはならない。欧州委員会は、提言した是正手続きを監視し、当該国が過剰財政赤字を是正したときに同手続きを放棄する。しかし、当該国が是正に失敗した場合には、EU 理事会は勧告を公開する。当該国が同理事会の提言を実行に移すことができない状態が続く場合には、EU 理事会は一定期限内に是正に必要な財政赤字削減手段をとるよう通達を行う。この場合、同理事会は、当該国の是正努力を検討するために、是正にむけた工程表についての報告書の提出を要請することもある。それでも改善が見られない場合、制裁措置がとられる。制裁措置は、当該国が証券を発行する前に欧州理事会が定める追加情報の発表を義務づけること、「欧州投資銀行 (European Investment Bank ; 1958 年にローマ条約のもとで域内の長期融資銀行として設立)」に対して当該国に向けた融資政策の見直しを求めること、当該国の過剰財政赤字が是正されるまで無利子の預託金を欧州共同体に預託させること、当該国に罰金を科すこと、などである。こうした決定は欧州理事会の議長から欧州議会に報告される。

3.2. なぜ財政政策に規律を課すのか：3つの根拠

EU で財政政策の規律を課す根拠としては、つぎの 3 点が考えられる。第一に、「財政赤字のバイアス」の回避を指摘できる。財政赤字のバイアスはいくつかの要因で発生する。ひとつの要因は、市民は現在の生活を中心に近視眼的に物事を考えがちなため、選挙の際に減税や歳出増加を約束する政府に投票する傾向がある。そうした政策が将来の財政状態を悪化させるのに、将来起こりうる状況については現在の生活ほど重視しない。この結果、政府は選挙で勝利しようと財政拡大政策をし、後世の政府や国民につけを回そうとして財政赤字のバイアスが発生する。もうひとつの要因として、政府はさまざまな利益代弁者の要求を聞き入れ、その交渉プロセスのなかで生じる妥協によって政策を決定するため、財政赤字に陥りやすい傾向を指摘できる。その他のバイアスが生じる要因としては、財政政策や金融政策の規律が弱い国の政府は、需要と所得を拡大しようとする意欲が高く、財政赤字や金融緩和を生じやすい傾向を指摘できる。以上から、財政赤字バイアスの回避は、財政基準値を設定する際の根拠にはなりうる。ただし、中期目標で示されている財政均衡化の根拠を提供することにはならないことに留意すべきである。

二つ目の根拠としては、「負の外部性」の回避を指摘できる。たとえば、財政赤字に直面する政府は借入れが必要であるが、それは単一通貨圏の共通金利を引き上げてしまう可能性がある。金利上昇は、域内の他の加盟国の公共支出と民間消費・投資を抑制する。これは単一通貨圏内で発生する負の外部性の存在を示している。加盟国の財政政策に共通の財政規律を課さないで、各国政府は過剰な財政赤字を発生させて他の加盟国にそのツケを金利上昇という形で負わせる結果となりかねない。

いくつかの実証研究では、財政拡大政策が金利を引き上げる効果があることを示している。ただし、このことから財政政策の負の外部性が生じていると判断することはできない。実証研究の多くが、財政赤字の拡大が自国金利に及ぼす影響について焦点を当てており、域内の他の加盟国の金利に対する影響についてはあまり注目していないからである。他の加盟国への負の効果が確認できれば、共通の財政規律を設定する有力な根拠となりうる。しかし、財政拡大政策が自国金利へ及ぼす影響という点についてさえも、統計的に安定した結果が得られていない。このことから、負の外部性の回避という根拠はそれほど強くないといえよう (Fitoussi and Saraceno [2007])。

むしろ、理論的には、外部性の議論を逆の因果関係で考えることも可能である。たとえば、ある国が財政赤字を大幅に拡大する場合、完全雇用状態にあればインフレ圧力が高まり、国際価格競争力が低下する。財政赤字の拡大が景気後退局面で実施されるのであれば、需要を高めて所得や輸入を拡大する。いずれの場合も、ある国の需要の増加が他の加盟国の財・サービスへの需要を増やし、そこでの財政収入を増やして財政赤字の削減に寄与する。この場合、ある国の財政拡大政策は「正の外部性」をもつといえる。理論的には財政拡大政策の正の外部性と負の外部性のどちらが大きくなるかは明確ではない。

国債市場という視点からみると、財政拡大の負の外部性はそれほど大きくない可能性がある。共通通貨の採用により、加盟国間の国債の代替性が高まるだけでなく、ある加盟国の国債を購入する投資家は自国だけでなく域内全体に広がっている。このことから、各国政府は財政赤字が発生しても資金調達容易となり、過剰な財政赤字となっても自国および他の加盟国の金利に及ぼす負の影響は小さくなっていると考えられる。これは、共通通貨圏の加盟国は通貨同盟にフリーライドできることを示している。このような状況がみられる場合、域内共通の財政規律を課すという根拠は弱まることになる。

三つ目の根拠としては、中央銀行のクレディビリティの改善が指摘できる。過剰な財政赤字は国家による支払い不能な状態を高め、中央銀行が国を救済するのを余儀なくさせることになる。そうしなければ、国債を保有する民間銀行の財務状態が（国債のデフォルトにより）悪化し、これらの銀行からの預金離れや銀行危機を招く可能性があるからである。しかし、政府救済によりマネー・サプライが増えしまうと、中央銀行の反インフレ対策に対する信認が損なわれてしまう。そこで、政府の過剰財政赤字が中央銀行による救済をもたらす状態を回避するために、財政規律が必要となる。ユーロ圏では中

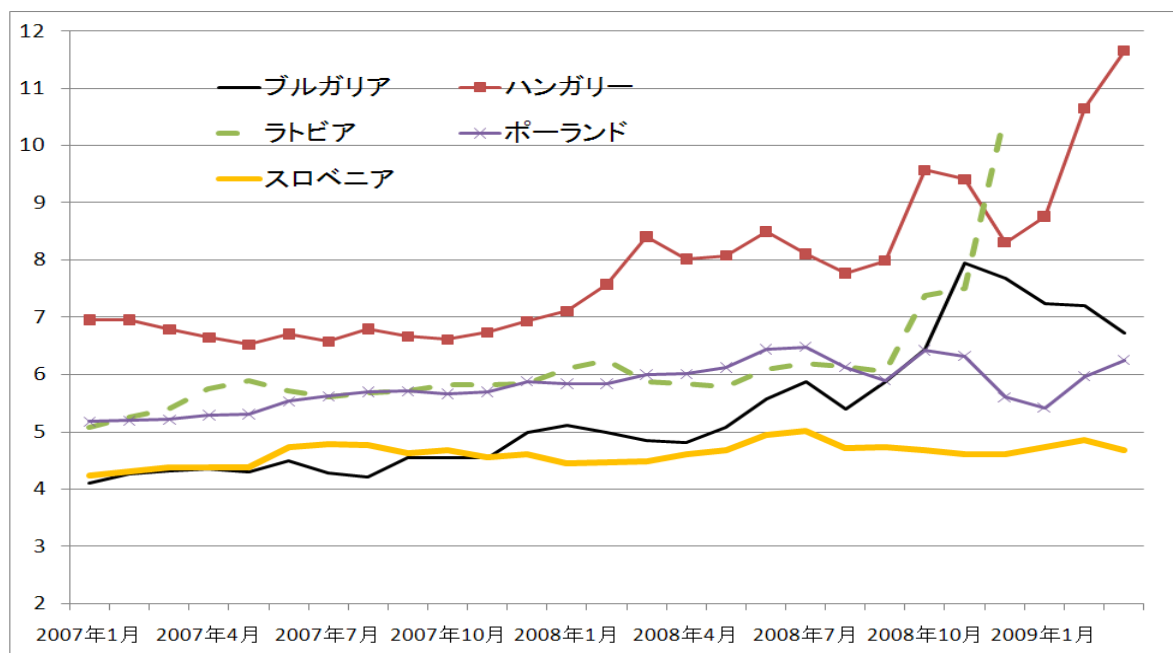
中央銀行の役割を ECB が担い、政府の救済コストは域内の市民が負うことになる。このため、加盟国政府が無秩序な財政赤字政策を行うことがないように、全加盟国に共通に適用される財政規律が必要となる。

ただし、債券・デリバティブ市場が発達すると、市場が財政状態を監視する機能が高まるので共通の財政規律はそれほど重要ではなくなる。不健全な財政政策を実施している加盟国の国債は、支払い能力が低下するため高い金利が要求される。これにより、金利スプレッドが拡大し、資金調達費用が高まり、資金調達は容易でなくなる。逆に、健全な財政政策を実行している加盟国の国債の金利スプレッドは低下する。つまり、スプレッドの変動を通して財政規律を与える効果が考えられる。また、国債のクレジット・デフォルト・スワップ（国債が不履行になった場合に、スワップの売り手が買い手に損失額を支払う保証契約）の保証料の変動も、財政の持続可能性に対する市場の評価として活用できる。ある国の財政赤字や政府債務が大きく財政の健全性に対する市場の懸念が高まると、そうしたリスクを反映して、その国の国債の同スワップの保証料が上昇するからである。これらの指標が有効に機能していれば、第三のクレディビリティの根拠は弱まることになる。

実際に、2008年10月から東欧・中欧諸国で経済危機が発生すると、金利スプレッドやクレジット・デフォルト・スワップの保証料は大きく上昇している。とくに、ハンガリーはもともと財政赤字の対 GDP 比が3%を上回っており、政府債務残高の対 GDP 比も約70%と大きく、財政再建が課題であった。このため、世界金融危機が発生する以前から国債の利回りは他の新興国よりも高めに推移していたが、2008年9月以降は大幅な資本流出による経済危機が発生し、急上昇している（図2）。2008年11月には IMF に支援を要請している。対照的に、ラトビアの財政赤字は GDP の1%以下で、政府債務残高も GDP の2割程度であり、健全な財政政策を遂行していた。しかし、民間部門の対外債務が大きく（2006年は GDP の115%）、多額の経常赤字（GDP の23%）を資本流入でファイナンスしていた。世界金融危機が発生すると資本流出に直面し、経済危機が発生した。そこで景気対策と金融機関の救済のために財政赤字が拡大すると国債の金利スプレッドが上昇し、2008年12月には IMF に支援を要請する事態に陥っている（白井[2009]参照）。一方、スロベニアは2007年にユーロ圏に参加しており、財政赤字も政府債務残高も低い。このことから、世界経済危機の打撃は相対的に少なく、国債発行による資金調達もそれほど困難ではない。金利スプレッドも安定している。

市場指標を活用する問題点としては、経済危機が発生しないと、これらの指標が十分に上昇しないことが多く、事前に財政赤字や政府債務の大幅な拡大を防ぐための財政規律として機能しているとは言い難い面があることである。とりわけ米国サブプライム・ローン危機が発生する前の世界経済は、低金利と金余りが生じており、新興国は財政赤字や経常収支の赤字を容易にファイナンスできる状態にあった。したがって、市場のシグナルだけでは規律を働かせるのは十分ではないといえる。

図2. EUの新興国の10年物国債利回り (%)



出所：Eurostat をもとに筆者作成。

3.3. 財政規律は有効に働かないのか

安定成長協定では、経済状態が良好なときに加盟国政府は財政黒字を増やし、不況に陥ったときに景気安定化装置が働いて一定の財政収支の悪化を可能にする状態が想定されている。これは、財政政策の「反循環性 (Counter-cyclicality)」（景気拡大局面で財政引き締め、景気後退局面で財政拡大）を想定している。しかし、このような状態は、それに向けた長い移行過程を経て将来的に達成されるものである。現在のように移行段階にある場合には、政府は財政の2つの基準値を達成するために景気変動に関係なく財政緊縮政策を余儀なくされ、むしろ「循環的 (Cyclical)」な政策（景気拡大局面で財政拡大、景気後退局面で財政引き締め）を行わなければならないことがある。このため、不況時に財政引き締めをして、いっそう景気後退を悪化させてしまう事態が起きている。

安定成長協定は、財政の2つの基準値に向けて長い期間にわたる収斂を実現してから1997年に署名されている。それまでの期間においては、財政政策は（少なくとも1995-97年）景気循環的であった。つまり、景気が悪いときに財政引き締めを行い、経済回復期には、（課税と支出政策を正常水準に回復させるために）財政緩和政策を行ったのである。1997年以降も、ユーロ圏では景気停滞がみられたが、安定成長協定を達成するために緊縮財政政策を行う国がみられた。政府債務の支払い負担が大きいため、ドイツ、フランス、イタリアなどでは、財政政策が景気後退期に必要な景気安定装置の役割をたせなくなり、財政政策は一時的な経済ショックの対応策として有効性を発揮できなく

なっている。

こうした状況のなかで、財政の基準値を達成しようとするあまりに財政会計を工夫・操作する行為や、安定成長協定の規律を弱める政治的圧力が高まる状態が生じた。財政政策を景気対策として使えないために、一部の加盟国政府が（前述しているように）ECBに金融緩和政策をとるよう働きかけ、ECBの価格安定・反インフレ政策の役割への支持を引き下げる結果となっている。

3.4. 2005年の安定成長協定の修正

近年、財制赤字の基準値を充たせない加盟国が増えており、安定成長協定の違反が繰り返されるようになってきている。最初の違反国はポルトガルである。2001年に財政赤字がGDPの4.1%に達することが明らかになったポルトガルに対して、2002年7月に超過財政赤字是正手続きが開始されている。欧州委員会は同年9月に財制状況報告書を提出し、経済財政評議会が同報告書について見解を表明している。欧州委員会は同年10月に過剰な財政赤字と認定し、EU理事会に勧告を提案している。EU理事会は11月に過剰な財政赤字と認定し、ポルトガルに是正勧告を実施している。ポルトガルは2002年末までに2003年度予算案における赤字削減策と中期的に財政収支を均衡あるいはプラスにするための計画を提出することが要請された。この勧告に対して、ポルトガルは緊縮財政を実施し、2002年の財政赤字の対GDP比は2.7%まで改善している。この結果、欧州委員会はポルトガルの是正努力を高く評価し、2004年に過剰財政赤字是正手続きを停止している。

2002年以降は、ドイツやフランスといったユーロ圏の形成を主導した大国でも財政赤字がそれぞれ対GDP比で3.7%と3.1%に達し、3%を上回る状態が発生した。両国では2002年より3年連続で財政赤字が対GDP比で3%を超えることが見込まれたために、2003年に過剰財政赤字是正手続きが適用されている。欧州委員会はドイツに対して2004年の財政赤字を0.8%削減するように勧告を出し、これに対してドイツは0.6%の削減計画を表明した。フランスに対しては、2004年の財政赤字を1%削減するように勧告したが、フランスは努力するものの1%の削減は行わないと表明した。

欧州委員会は、ドイツとフランスに対して過剰財政赤字手続に基づく勧告ならびに制裁を採択するようEU理事会に勧告した。しかし2003年11月のEU理事会では、多数決でこの提案は否決され、制裁手続の停止が決議されている。EU理事会では2004年を達成期限としていた両国の3%基準の達成に1年間の猶予を与え、過剰財政赤字是正手続の適用を一時停止することが合意された。この合意に対して、2004年1月に、欧州委員会は欧州司法裁判所へ提訴したが、2004年7月に棄却の判決がでていた。EU理事会の決議は、制裁を勧告した欧州委員会との間にこれまでにない対立を引き起こした。結局、ドイツとフランスの財政赤字は2002～04年の間に連続して3%を上回った。両国が安定成長協定に違反しているのは明らかであったが、欧州理事会はこれを容認し、2007年に制裁手続を停止している。2004年には、オランダ、ギリシャ、新規加盟国

(ポーランド、ハンガリー、チェコ、スロバキア、キプロス、マルタ) に対して過剰財政赤字是正手続きが適用されている。

財政政策の規律については、フランスとドイツが中心になって、安定成長協定における財政規律の柔軟性の欠如に対して批判が展開されるようになった。安定成長協定の修正に向けた政治的圧力もしだいに高まった。これに呼応し、2005年3月に欧州理事会は「安定成長協定の実践の改善について (Improving the Implementation of the Stability and Growth Pact)」を公表し、同協定の修正を決定している。そこでは財政赤字3%と政府債務60%の基準値を維持するものの、つぎのような修正が加えられている(内閣府 [2005])。

第一に、中期財政目標は、各国の公的債務残高や潜在成長率に応じて柔軟に設定すると規定された。公的債務残高が少なく、潜在成長率の高い国は、財政赤字の下限を対GDP比で1%とし若干の財政赤字を認める。公的債務残高が多く、潜在成長率の低い国は、これまで通りの中期目標である「財政均衡または黒字」を維持するとされた。中期目標は、4年ごとに、あるいは主要な改革が実施された時点で改定する。

第二に、中期目標に向けた調整経路は、景気循環に配慮する。財政赤字の削減は、好景気局面(GDP成長率が潜在成長率を上回る局面)でより大きく、景気後退局面でより少なく行うことが認められた。財政収支は、実際の財政収支ではなく(景気循環で調整された)「構造的財政収支」を用いる。削減幅は、構造的財政収支をもとに年0.5%を基準とする。平均的に0.5%の削減を行うが、景気後退局面にはこれより少なく、好景気局面ではこれより大きく削減することが容認される。

第三に、過剰財政赤字是正手続きが適用されない「例外的状況」について、これまで実質GDP成長率がマイナス2%以下の景気後退局面と定義されていたのを、実質成長率がマイナスまたは潜在成長率からみて長期にわたる大幅な低成長が過剰財政赤字の原因である場合へと修正している。

第四に、欧州委員会が過剰財政赤字の存在について報告書を作成する際に、原則として、財政赤字が対GDP比の3%を上回る状態が一時的に発生しているか、あるいは3%に近い状態にある場合に、「関連する要素」を考慮に入れることができる。関連する要素は、中期的経済状況(潜在成長率、景気循環、リスボン戦略の実施状況など)、中期的財政状況(好景気局面の財政引き締め、債務の持続可能性、政府投資、財政の質など)、研究開発費、雇用促進など経済改革の費用、東西ドイツ統一などの欧州統合の費用などを含む。また、(強制的な全額積立型の多層年金制度の導入などの)年金改革によって財政赤字が過剰になっている場合は、改革によって(長期的に財政の持続性の実現が明らかであれば)短期的に財政状態が悪化する状態に配慮すると規定された。

第五に、過剰財政赤字是正の期限については、前述の関連する要素を考慮に入れて、一年延長される。さらに、各加盟国の財政報告日から過剰財政赤字の存在について決定までの期間、赤字是正勧告に対する是正措置の期限、勧告が遵守されない場合の警告を

発するまでの期間、警告から制裁措置の発動までの期間について、数か月延長される。ただし、欧州委員会の報告と制裁措置発動の決定までの期間は16ヶ月をこえないこととされた。当該国がEU理事会の提案にそって是正措置をとっていても、予想外のマイナスの経済事態が発生して財政状態かなり悪化し同理事会が設定した期間内に是正措置を実施するのが困難な場合には、EU理事会は提言を修正することもあると定められた。

第六に、新たな対策として、欧州委員会は、財政赤字の対GDP比が3%を上回っていなくても「安定プログラム」に沿って財政赤字の削減が進んでいない国に対して、EU理事会の承認なしに「政策アドバイス」を行う権限が与えられた。これまでは、財政赤字が対GDP比3%を上回る見込みの国については、欧州委員会が提案し、EU理事会が早期警告を発動していたが、アドバイスが早期警告に代わるものと位置づけられた。2008年5月に、初めてフランスに対して財政健全化を促すアドバイスが発信されている。

3.5. 財政規律についての最近の動き

以上みてきたように、財政規律のプロセスに柔軟性が導入されたものの、欧州委員会が加盟国に対して財政健全化に努める努力を促す役割を担っていることに変わりはない。2007年にEU理事会は、財政の中期目標を遅くとも2010年までに達成することを公約している。

前述したように、オランダ、ギリシャ、キプロス、マルタ、新規加盟6カ国に対して、2004年に過剰財政赤字是正プロセスが適用された。このうち、オランダは2005年、ギリシャは2007年、キプロスは2006年、マルタは2007年、チェコ、スロバキア、ポーランドは2008年に、(各々改善がみられたため)過剰財政赤字是正手続きが停止されている。ポルトガル、イタリア、英国は2005年に過剰財政赤字是正手続きが勧告されたが、英国は2007年に、ポルトガルとイタリアは2008年にEU理事会によって手続きが停止されている。ハンガリーは過剰財政赤字是正手続きが2004年7月に開始されて以来、今日に至っている。2009年が達成期限となっている。英国については、2008年7月から過剰財政是正手続きが再び開始されているが、達成期限は2009～10財政年度となっている。

欧州で景気後退が深刻化しはじめると、2008年10月にドイツ、フランス、イタリア、英国は緊急首脳会議を開催し、金融危機対応策として財政赤字の対GDP比3%という基準値を順守する原則を一時的にゆるめる方向性を示した。同月にユーロ・グループ(ユーロ圏の経済財政担当大臣から構成される非公式グループ)も財政規律の柔軟性を高めることを示唆している。その一方で、EUは同月に経済・財務相理事会を開き、欧州に拡大した金融危機対応を協議し、安定成長協定の堅持を確認している。破たん銀行の国有化など金融危機対応で加盟国の財政赤字が拡大し、ユーロに対する市場の信認が揺ら

ぐのをけん制する狙いがある。2009年3月のEU首脳会議では加盟国の財政赤字拡大に対する憂慮が表明され、財政赤字国はできるだけ早く持続可能な財政状態を回復させるべきであると指摘している。

2008年にはギリシャ、スペイン、フランス、イタリア、英国の財政赤字が対GDP比3%を上回った。これらの諸国の財政赤字は2009年も3%を上回る見込みである。そこで、欧州委員会は、2009年3月に、ギリシャ、スペイン、フランス、イタリアが過剰財政赤字状態にあるとの判断をもとに、EU理事会に（2009年1月の暫定推計値にもとづき）これらの諸国が財政現状を是正するように勧告を行っている。英国については、2008年7月から過剰財政是正手続きが開始されているが、欧州委員会は英国が是正に必要な措置をとっていないとし、新しい財政見通しのもとで新たな措置を勧告している。英国はユーロ圏に加盟していないので、これらの勧告を順守する義務はないが、達成努力を示す必要がある。欧州委員会は、これらの諸国に対して、欧州経済復興計画（EERP）、経済の見通し、マクロ経済の不均衡状態、資金調達状況に配慮し、ギリシャは2010年、スペインとフランスは2012年、英国は2013～14財政年度に3%未満を達成することが要請されている。

表3はEU加盟国の一般政府の実際の財政収支の対GDP比を示している（構造的財政赤字でないことに留意）。基準値である3%を上回るケースが、ユーロ圏加盟国においても比較的多いことがわかる。表4はEU加盟国の一般政府の債務残高の対GDP比を示している。ユーロ加盟国でも基準値である60%を超えている場合が多くみられ、しかも低下する傾向がみられないことがわかる。このことから、過剰財政赤字是正手続きがEU加盟国、とくにユーロ圏の参加国の財政規律をどれほど高める効果があるのか、その有効性について疑問が残る。

表 3. EU 加盟国の一般政府の財政収支（対 GDP 比）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
オーストリア	-0.7	-1.4	-4.4	-1.6	-1.6	-0.5	-0.4
ベルギー	0.0	-0.1	-0.2	-2.7	0.3	-0.2	-1.2
ドイツ	-3.7	-4.0	-3.8	-3.3	-1.5	-0.2	-0.1
スペイン	-0.5	-0.2	-0.3	1.0	2.0	2.2	-3.8
フィンランド	4.1	2.6	2.4	2.8	4.0	5.2	4.2
フランス	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.4
ギリシャ	-4.7	-5.7	-7.5	-5.1	-2.8	-3.6	-5.0
アイルランド	-0.4	0.4	1.4	1.7	3.0	0.2	-7.1
イタリア	-2.9	-3.5	-3.5	-4.3	-3.3	-1.5	-2.7
ルクセンブルグ	2.1	0.5	-1.2	0.0	1.4	3.6	2.6
オランダ	-2.1	-3.1	-1.7	-0.3	0.6	0.3	1.0
ポルトガル	-2.8	-2.9	-3.4	-6.1	-3.9	-2.6	-2.6
新規ユーロ加盟国							
キプロス	-4.4	-6.5	-4.1	-2.4	-1.2	3.4	0.9
マルタ	-5.5	-9.9	-4.7	-2.9	-2.6	-2.2	-4.7
スロベニア	-2.5	-2.7	-2.2	-1.4	-1.3	0.5	-0.9
スロバキア	-8.2	-2.7	-2.3	-2.8	-3.5	-1.9	-2.2
その他のEU加盟国							
英国	-2.0	-3.3	-3.4	-3.4	-2.7	-2.7	-5.5
スウェーデン	-1.2	-0.9	0.8	2.3	2.5	3.8	2.5
デンマーク	0.3	0.1	2.0	5.2	5.2	4.5	3.6
その他の新規EU加盟国							
ブルガリア	-0.8	-0.3	1.6	1.9	3.0	0.1	1.5
チェコ	-6.8	-6.6	-3.0	-3.6	-2.6	-0.6	-1.5
エストニア	0.3	1.7	1.7	1.5	2.9	2.7	-3.0
クロアチア	-4.1	-4.5	-4.3	-4.0	-2.4	-1.6	...
ハンガリー	-8.9	-7.2	-6.4	-7.8	-9.2	-4.9	-3.4
リトアニア	-1.9	-1.3	-1.5	-0.5	-0.4	-1.0	-3.2
ラトビア	-2.3	-1.6	-1.0	-0.4	-0.5	-0.4	-4.0
ポーランド	-5.0	-6.3	-5.7	-4.3	-3.9	-1.9	-3.9
ルーマニア	-2.0	-1.5	-1.2	-1.2	-2.2	-2.5	-5.4

注：濃い色の枠は、財政赤字の対 GDP 比が 3%を上回る場合を示す。

出所：Eurostat をもとに筆者作成。

表 4. EU 加盟国の一般政府の債務残高（対 GDP 比）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
オーストリア	67	66	65	64	62	59	63
ベルギー	104	99	94	92	88	84	90
ドイツ	60	64	66	68	68	65	66
スペイン	53	49	46	43	40	36	40
フィンランド	41	44	44	41	39	35	33
フランス	59	63	65	66	64	64	68
ギリシャ	101	98	99	99	96	95	98
アイルランド	32	31	29	28	25	25	43
イタリア	106	104	104	106	107	104	106
ルクセンブルグ	6	6	6	6	7	7	15
オランダ	51	52	52	52	47	46	58
ポルトガル	56	57	58	64	65	64	66
新規ユーロ加盟国							
キプロス	65	69	70	69	65	59	49
マルタ	60	69	72	70	64	62	64
スロベニア	28	28	27	27	27	23	23
スロバキア	43	42	41	34	30	29	28
その他のEU加盟国							
英国	38	39	41	42	43	44	52
スウェーデン	53	52	51	51	46	41	38
デンマーク	48	46	44	37	31	27	33
その他の新規EU加盟国							
ブルガリア	54	46	38	29	23	18	14
チェコ	29	30	30	30	30	29	30
エストニア	6	6	5	5	4	4	5
クロアチア	40	41	43	44	41	38	...
ハンガリー	56	58	59	62	66	66	73
リトアニア	22	21	19	18	18	17	16
ラトビア	14	15	15	12	11	9	20
ポーランド	42	47	46	47	48	45	47
ルーマニア	25	22	19	16	12	13	14

注：濃い色の枠は、財政赤字の対 GDP 比が 3%を上回る場合を示す。

出所：Eurostat をもとに筆者作成。

欧州委員会は 2009 年 5 月に経済推計を発表し、ユーロ圏の財政赤字（対 GDP 比）は 2008 年の平均 1.9%から 2009 年には平均 5.3%、2010 年には平均 6.5%へ拡大する見通しを示した。大幅な財政赤字拡大の見通しは、危機の深刻さを映し出している。住宅バブル崩壊で苦しむアイルランドとスペインの財政赤字はもっとも大きく、それぞれ 2009 年には 12%と 8.6%、2010 年には 15.6%と 9.8%へと急上昇する見通しである。フランスの財政赤字は 2009 年の 6.6%から 2010 年には 7%へ拡大すると予想されている。財政赤字が 2009 年および 2010 年に GDP 比で 3%を下回る見込みの国は、キプロス、ルクセンブルク、フィンランドの 3 カ国にとどまる。このことから、ユーロ圏の財政規律に対する信認問題はいつそう深刻化する可能性がある。

4. まとめ

ユーロ圏では、金融政策と財政政策の政策協調の実践にあたり、国家間の対立が深刻化するリスクが内在している。域内で価格格差が持続しており、物価の高い国が域内のインフレ圧力を高める傾向がある。そこでインフレ圧力を引き下げようと ECB が金融引き締めを実施すると、景気変動の違いから金融引き締め政策に対して反発をもたらす事態が生じやすい。物価が高めに推移する国では、物価・賃金の伸び率が高いため国際価格競争力が低く、経常赤字に直面していることが多い。景気停滞の局面では、こうした国を中心にして金融引き締め政策に対する反発が強まり、域内で単一金融政策を円滑に遂行することを難しくしている。

財政政策についても、各国間で財政状況の差が大きい。財政赤字が大きい国では景気後退期に景気刺激型の財政政策を実施する余地が乏しい状況になり、財政規律を緩和する方向へ圧力をかける可能性がある。現在は、まれにみる世界的景気後退のなかで、各国において財政拡大政策が必要とされている。欧州委員会は、こうした財政出動措置について比較的柔軟に容認している。しかし、やがて正常時に戻れば、財政状態の域内格差が顕在化し、対立が高まる可能性がある。高齢化が進む欧州では財政歳出需要が高く、こうした対立が激化しかねない。

世界経済危機が発生する以前から、フランスは財政赤字で、イタリアやギリシャは政府債務残高において、十分な財政健全化を達成できないで来た。2002年にユーロが流通して以来、2つの財政基準値（財政赤字はGDP比で3%未満、政府債務残高はGDP比で60%未満）を達成できない国が多くみられる。欧州委員会はこうした国をしっかりと監視していくと主張しているものの、財政規律が十分に働いているとは言い難い。一方で、かつては財政赤字が200～05年に3%を超えて、過剰財政赤字は正手続きが適用されたドイツは大幅に財政健全化を進めてきた。2006年には財政赤字は1.5%まで改善し、2007年には0.2%とほぼ財政均衡を達成している。ドイツは単位労働費用の伸び率の抑制にも成功し、EU加盟国のなかでもっとも高い国際価格競争力を維持し、ユーロ高でも多額の貿易黒字国を計上してきた。こうしたドイツとフランス・イタリアなどの間で、単一金融政策や財政規律で亀裂が生じつつある。再び景気回復局面に移行すれば、対立が再燃する可能性が高い。

EUが高い経済成長を実現するには、本来、各国政府が欧州の経済成長を阻害する構造的な問題（たとえばサービスに関する規制や労働賃金決定方法など）にとりくむ必要がある。しかし、構造改革は国内で賛同を得にくい上に、短期的に効果をあげるのが難しいため、改革の断行を怠る加盟国もみられる。しかも、現在のような景気後退局面においては構造改革による潜在的な経済成長率の引き上げよりも、金融・財政政策の拡大による経済成長率の一時的な回復の必要性を主張する声が強まる傾向にある。

しかも、ユーロ圏では、ひとたび単一通貨を採用してしまうと、加盟国による財政健全化や構造改革を実施する意欲が弱まってしまうというジレンマを抱えている。ユーロ

採用後にユーロ圏内で金融・財政政策の政策協調をいかにして高めていくかという問題は、EU およびユーロの信認にも影響を及ぼすため、今後大きな検討課題となっていくであろう。

参考文献

白井さゆり、2009 年、「IMF の融資制度—アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアのケースをもとにして—」、リサーチメモ、慶応義塾大学出版会。

内閣府、2005 年、世界経済の潮流。

European Union の公式ウェブサイト。

ECOFIN, 2009, “European Economy Research Letter,” Volume 3, Issue 1, May.

European Commission, 2009, “Competitiveness Developments within the Euro Area,” Quarterly Report on the Euro Area.

Fitoussi, Jean-Paul and Francesco Saraceno, 2007, “Fiscal Discipline as a Social Norm: The European Stability Pact,” OFCE Working Paper No. 2007-22, July.

OECD, 2009, “Fiscal Policy,” Economic Surveys: Euro Area, Chapter 4.