

世界金融危機以降のEU金融統合：統合深化とEU金融システム

松下，俊平

<https://hdl.handle.net/2324/7363575>

出版情報：Kyushu University, 2024, 博士（経済学），課程博士
バージョン：
権利関係：



世界金融危機以降の EU 金融統合
—統合深化と EU 金融システム

九州大学大学院経済学府 経済システム専攻

松下 俊平

目次

序章 本研究の問題意識と構成	1
第1節 問題の所在と背景	1
第2節 先行研究と研究課題	2
1. 金融統合の経済学的意義、EU 金融システムの特徴に関する研究	2
2. EU・ユーロ圏の金融市場を対象とした研究	3
(1) EU 金融市場の統合度に関する研究	3
(2) 銀行市場に関する研究	4
(3) 国債市場に関する研究	4
(4) 株式市場に関する研究	5
第3節 本研究の分析視角・研究方法と研究対象	5
1. 本研究の分析視角と研究方法	5
(1) 「金融統合」の定義	5
(2) 金融統合と金融システムの関係	6
(3) 研究方法	7
2. 研究対象となる EU の取り組み	9
第4節 本研究の構成	9
第1章 EU の金融統合と金融システム	11
はじめに	11
第1節 EU 金融統合の歴史的展開	12
1. 市場統合・通貨統合の完成	12
2. 世界金融危機とユーロ圏債務危機	13
(1) 世界金融危機	13
(2) ユーロ圏債務危機	14
第2節 金融危機以降の EU・ユーロ圏の金融制度改革	16
1. 金融危機が明らかにした EU・ユーロの制度上の問題点	16
(1) 西欧と南欧の経済格差	17
(2) 西欧大銀行の与信の拡大と停止	18
(3) EU の規制監督上の不備	18
(4) ユーロの制度上の不備	18
2. EU・ユーロ圏の金融制度改革	19
(1) 世界金融危機への対応	19
(2) ユーロ制度の問題点の修正	20
(3) 経済通貨同盟 (EMU) 完成に向けたユーロの改革	20
(4) 金融危機以降の EU を巡る動き	22
第3節 金融統合の理論	23

1. 金融統合の実体経済への波及プロセス・経済的利益とコスト	23
2. 最適通貨圏（OCA）理論	26
3. 金融同盟による制度改革と金融統合との関係	27
4. 金融市場の統合度	28
第4節 世界金融危機以降の EU 金融システム	30
1. 金融統合と金融システム	30
2. EU 金融システムにおける資金過不足	32
3. 部門別の金融資産・負債の構造	34
4. 金融構造の時系列変化	36
(1) 企業と家計の金融資産	36
(2) 企業と政府の資金調達	37
(3) 金融仲介の構造	38
5. EU 加盟各国の金融構造	41
小括	46
第2章 EU リテール決済市場統合の進展と課題	49
はじめに	49
第1節 EU におけるリテール決済の概要	50
第2節 リテール決済市場統合に向けた EU の取り組み	53
1. 単一ユーロ決済圏（SEPA）	53
2. EU 単一リテール決済サービス市場の構築	56
第3節 EU リテール決済市場の統合度	58
1. 数量面：決済機関の数と国境を越えた域内展開	60
2. 価格面：決済サービスの手数料の低位収斂	61
第4節 統合は EU リテール決済市場に何をもたらしたか	64
小括	68
第3章 世界金融危機・ユーロ圏債務危機以降の EU 銀行業	71
はじめに	71
第1節 世界金融危機・ユーロ圏債務危機と EU 銀行業	74
1. 金融危機以前の EU 金融システム	74
(1) EU 経済統合と単一金融市場の整備	74
(2) 単一金融市場の整備による EU 金融システムの変化	74
2. 世界金融危機と EU 銀行業（フェーズⅠ：2008 年まで）	75
(1) 世界金融危機と欧州での顕在化	75
(2) 世界金融危機と EU 銀行業	75
3. ユーロ圏債務危機と EU 銀行業（フェーズⅡ：2009 年～12 年）	76
第2節 金融危機と銀行規制監督の改革	80

目次

1. EU 金融規制監督・銀行業の問題点	80
2. EU の銀行規制監督の改革	82
(1) バランスシート規制・流動性規制の強化	82
(2) 域内レベルの金融監督制度の強化	86
第3節 銀行規制監督改革と EU 銀行業（フェーズⅢ：2013 年～）	87
1. バランスシート上の変化	88
(1) 投資銀行型銀行：伝統的業務へのシフト	88
(2) 伝統型銀行：預金・貸出は高シェアを維持も EU 域内の貸出は低迷	90
2. 収益面での変化	92
(1) 投資銀行型銀行：伝統的業務へのシフトと手数料収益構造の変化	92
(2) 伝統型銀行：資金利益に見られる業績の明暗	94
(3) EU における資金利益低迷の要因	95
小括	96
第4章 コロナ危機下の EU 共同債発行—金融市場統合・通貨統合についての意義	99
はじめに	99
第1節 EU のコロナ危機対応：SURE と復興基金「次世代 EU」	100
1. コロナ危機対応パッケージの一手段としての SURE：その成立までの背景と過程	100
2. 復興基金「次世代 EU」の成立までの背景と過程	104
第2節 EU 債の特徴と発行の目的	108
1. EU 債の概要と特徴	108
(1) 発行の様式	110
(2) SURE・復興基金以前に発行された EU 債との違い	110
2. 過去の共同債の構想	112
3. ユーロ改革に向けた欧州委員会の提案と EU 債	113
第3節 EU 債は金融市場統合・通貨統合に何をもたらすのか	114
1. ユーロ圏金融市場のベンチマーク	114
2. 各国の資金調達コストの節約	118
小括	119
第5章 資本市場同盟（CMU）と EU 株式市場	121
はじめに	121
第1節 資本市場同盟（CMU）構想の背景とこれまでの展開	122
1. なぜ CMU は必要となったのか	122
2. CMU 立ち上げからこれまでの展開	125
3. CMU における EU 株式市場の意義	129
第2節 EU 株式市場の動向	131

目次

1. EU 株式市場の概要.....	131
2. 発行市場：IPO の低迷と上場企業数の減少	133
3. 流通市場：西欧の大規模金融センターと東欧の小規模市場	137
第3節 EU 株式市場の統合度.....	137
1. 数量面での EU 資本市場の統合度	137
2. 価格面での EU 資本市場の統合度	142
3. 統合度から見た EU 株式市場の課題：CMU へのインプリケーション	145
小括	146
補論 ノンバンク金融仲介（NBFI）の拡大と EU 株式市場への役割.....	148
1. EU 金融システムにおけるノンバンク金融仲介（NBFI）の拡大	148
2. ノンバンク金融仲介（NBFI）の EU 株式市場への役割	149
(1) 保険会社・年金基金：株式投資の相対的地位低下と投資ファンドへの資金提供 の増加	149
(2) 投資ファンド：株式投資には積極的だが域外投資が増加.....	151
(3) その他のノンバンク金融機関（OFIs）：PE ファンドとの関係とレバレッジ膨張 の複雑な構造	154
3. ノンバンク金融仲介機関（NBFI）と資本市場同盟（CMU）の関係	158
結びに代えて	161
参考文献.....	165

序章 本研究の問題意識と構成

第1節 問題の所在と背景

本研究は、世界金融危機・ユーロ圏債務危機以降の欧州連合（EU）が実施している金融統合の取り組みに着目する。これにより、金融危機以降の EU 金融統合の意義や特徴、実態と課題について、統合論の観点から体系的に明らかにすることを目的とする。

この解明のために、EU が金融危機以降も実施している金融統合に向けた取り組みについて、①世界金融危機以降の EU 金融統合に向けた取り組みの成果と課題、②金融統合の完成に向けて構築された金融制度の特徴、③金融統合がもたらした EU 域内の金融構造の変容について考察する。

1970 年代後半、欧州の資本主義諸国では高度成長が終焉し、各国産業の寡占化による低成長に直面していた。EC（欧州共同体、EU の前身）は、この課題に対し、経済統合によってその克服を試みた。生産要素（人・モノ・サービス・資本）の自由な移動を保証する単一市場の形成に向けて「市場統合」を 1980 年代後半から実施し、EU 法の整備を進めた。その後、市場統合の完成度を高めるために 1999 年には「通貨統合」を実施し、単一通貨「ユーロ」を導入した。金融面でも、単一通貨建て金融サービス域内市場が整備され、EU 域内の金融システムでは最低限調和と相互承認・本国監督、そして単一免許に基づく競争的な市場環境が創出された。

しかしながら、2000 年代後半以降、世界金融危機・ユーロ圏債務危機が発生すると、EU およびユーロの制度的欠陥が露呈した。一連の危機は EU の金融サービス市場に直撃し、域内金融システムが不安定化すると、EU の実体経済は深刻な不況に見舞われた。特に EU 金融サービス市場の特徴であった最低限調和での EU 金融法制と分権的な本国監督の原則は、一連の危機の深刻化を招く一因となり、その見直しが迫られることとなった。このように、世界金融危機・ユーロ圏債務危機は、市場統合・通貨統合以降の EU が初めて直面した困難であったと位置づけられる。

危機が深刻化するにつれ、EU では一時、ユーロの解体まで叫ばれるに至った。しかしながら、EU は一連の金融危機が突き付けてきた困難に対し、統合を否定するのではなく、むしろ統合を維持・強化しながら、その克服を試みている。危機の深刻化を招いた金融分野でも、EU 金融サービス市場の修復、経済通貨同盟（EMU）の深化に向けた様々な改革が、EU・ユーロ圏で進められている。例えば、欧州監督機構（ESAs）・欧州システミック理事会（ESRB）や銀行同盟による域内金融監督制度の構築や金融規制の強化、資本市場同盟（CMU）による資本市場活性化策の提案・導入がなされている。他方、一部金融分野では金融危機以降も金融サービス市場統合の完成に向けた平時の取り組みも進んでおり、その代表例として、個人消費の支払いであるリテール決済の市場統合が挙げられる。

加えて、英国の EU 離脱（Brexit）や新型コロナウイルス（COVID-19）の蔓延をはじめとして、EU 統合には金融危機以降も困難が襲っており、その克服に向けた動きもみられる。

例えば、EU ではコロナ禍で停滞した域内経済を刺激するため、復興基金「次世代 EU」(NextGeneration EU)をはじめとした経済支援策を打ち出した。これは大規模な EU 財政を伴う異例の対応であるうえ、この経済対策の資金は一部、EU 自身が債務者となって債券(EU 債)を発行して調達している。

以上の通り、金融危機以降の EU では広い分野で金融統合の取り組みを実施している。しかしながら、金融危機によって EU 統合の問題点が明らかになった以上、金融統合の特徴や統合を推し進めていくための方法論は、金融危機の前後で異なることが予想される。換言すれば、一連の金融危機は、EU 統合に大きな変化をもたらした画期であるため、金融危機以降の金融統合には、EU が EU 統合の問題点を金融面でどのように克服しようと試みたのか、その姿が現れているといえよう。したがって、金融危機以降の金融統合に着目し、その成果と課題、貫かれている論理、金融市場や金融システムにもたらした変容について追求、解明する意義は高まっている。

第2節 先行研究と研究課題

1. 金融統合の経済学的意義、EU 金融システムの特徴に関する研究

本研究は EU の金融市場を対象としているが、そのなかでも EU の金融分野の統合の経済学的意義と金融システムの特徴を体系的に把握するものである。

本稿が研究対象としている世界金融危機以降の EU・ユーロ圏の制度改革に関する研究は、特にユーロ改革に関する分野で散見される。星野〔2015〕は、EU の金融統合の展開を歴史的に概観し、ユーロ圏債務危機以降の EU の改革(銀行同盟と資本市場同盟(CMU)が中心)や ECB の役割(非伝統的金融政策、危機対応の権限拡大)について批判的に考察している。また、佐藤〔2023〕は、英国・EU における銀行監督の政策と制度について、その仕組みと動向の解明を試みており、その中で EU の銀行監督制度(銀行同盟や欧州銀行監督機構(EBA))と CMU について、それぞれの特徴と互いの関係性について考察している。

このように、金融危機以降の金融統合(特にユーロ改革に関する分野)の研究は、一連の金融危機を引き起こした制度設計上の課題や問題点を指摘したり、EU 統合にもたらす意義に焦点を当てたりする研究は散見される。なお、金融統合は、その完成に向けた取り組みが EU 金融システム内部の変容を促すことで、実物投資を刺激して経済成長を果たすことが目的である。金融危機以降の金融統合の取り組みは、多様な金融分野を対象としているため、この金融統合によるプロセスを通じた金融システム上の変化が予想される。しかし、一連の取り組みを踏まえて、世界金融危機以降の EU 金融統合に貫かれた論理や経済学的意義、EU 金融システムの特徴を包括的に把握する研究は少ない。

市場統合計画が本格化する 1988 年、欧州共同体(EC)は『EC 市場統合・1992 年』(通称『チェッキーニ報告』)を公表し、域内市場完成の利益、経済学的意義や論理を検討した。その後、単一市場が完成し、単一通貨が導入されるなかで、金融統合の経済的論理に関する検討や実証的な分析が進められた。この分野の研究として、まず岩田〔2004〕が挙げられ

る。岩田は、金融統合によるユーロ建て単一金融市場の形成が、金融システムの発展を通じて実体経済の成長に波及するまでの過程を明らかにしている。Hartmann et al. [2007]も同様に、単一金融市場の形成が EU 経済の成長にどのように貢献するのか、その過程を提示している。そのうえで、EU の資本市場が EU 経済にどれだけ貢献できているのかを分析・検討している。また、デ＝グラウエ [2011] は通貨統合について、単一通貨を導入する通貨圏の経済的なコストとベネフィットを最適通貨圏の観点から分析している。デ＝グラウエはユーロの分析における理論的視座を提供しているほか、世界金融危機当時のユーロ圏は最適通貨圏ではなかったことを指摘している。

他方、金融システムの観点から EU 金融統合の意義や特徴を検討した研究も、金融危機以前には散見される。岩田 [2003] は、ユーロ導入後のユーロ域内の経済・金融システムに焦点を当て、EU 金融統合の到達状況について金融市場データをもとに解明するほか、金融統合の側面から域内の金融構造について分析・検討している。その他にも、多くの研究において、市場統合・通貨統合以降の EU 金融システムにおける金融構造について、銀行型・市場型金融システムの観点から、分析・検討する研究は散見される (Allen et al. [2005]、Hartmann et al. [2003]、Schmidt et al. [2001]、Gasper et al. [2003])。なお、金融危機以前の金融システムを制度形成面から分析する研究として、石田 [2023] がある。石田は、世界金融危機以前の EU における金融制度改革が成立するにあたって、民間金融機関など民間アクターが果たした役割について分析・検討している。また、世界金融危機以降のユーロ圏の金融システムを対象にした数少ない研究として、Mouriaux et al. [2019]が挙げられ、そのなかで「ノンバンク金融仲介」の台頭について指摘している。金融システム上の構造変化を示唆する重要な指摘だが、この変化をもたらす要因について、金融統合の視点から一層の解明が求められよう。

以上の先行研究を踏まえると、金融危機以降に実施されている金融分野の取り組みを分析対象に、金融統合の経済学的意義や EU 金融システムの特徴・変化を解明する必要がある。したがって、本研究では、世界金融危機以降にも推し進められている EU 金融統合の特徴や意義、金融統合に向けた一連の取り組みがもたらす EU 金融システムの変容について、解明を試みる。

2. EU・ユーロ圏の金融市場を対象とした研究

EU およびユーロ圏の金融市場を対象とした研究も散見される。EU 統合によって単一の金融市場が形成された EU では、個別金融市場の動向を分析、検討する研究に加え、金融市場の統合度に着目した研究も見られるのが特徴である。

(1) EU 金融市場の統合度に関する研究

金融市場の統合度を対象にした代表的な研究として、まず岩田 [2003] が挙げられる。岩田 [2003] は、金融市場の統合度は数量（域内金融機関の進出度合い）と価格（各種金融サ

ービスの手数料や金利、証券価格)によって測定できるとし、EU 金融統合の到達状況について金融市場データをもとに分析するほか、域内の金融構造についても金融統合の側面から検討している。また、Baele et al. [2004]はユーロ圏の金融市場の統合度を価格(各種金融市場の金利や価格)および数量(クロスボーダーでの与信や証券保有)の両方の側面で検討し、金融統合の成果と課題について提示している。

一方で、一連の研究は短期金融市場や証券市場、銀行市場といった主要な金融市場を対象としており、2000 年代以降も遅れていた金融分野を対象とした統合度の研究は少ない。そうした金融分野の代表として、リテール決済市場が挙げられる。リテール決済市場に関する先行研究は、取り組みそのものの特徴を概観した研究が中心であるため(中島 [2009]、吉村・白神 [2009])、当該市場の統合度の検討を通じて、市場統合の観点からリテール決済市場統合の成果と課題を明らかにしていく必要がある。

(2) 銀行市場に関する研究

市場統合および通貨統合以降の銀行市場では、上記の統合度を銀行市場に焦点を当てて検討した研究や(Rughoo and Sarantis [2014])、特に世界金融危機以前には、銀行業の域内再編や業績に関する研究(Allen and Song [2005]、Berger [2007])が多く見られる。他方、金融危機以降は、銀行規制監督の問題点やその克服に向けた制度改革について検討、評価する研究が散見される(岩田 [2010]、星野 [2015]、松浦 [2023]、花田 [2024])。また、金融危機以降の銀行業の特徴に着目した研究もみられ、例えば Ayadi et al. [2019] は欧州にある 3,000 以上の銀行をサンプルに、資産や負債の構成から銀行を 5 つのビジネスモデルに分け、モデル毎に危機前後の収益性や経営安定性を分析している。

しかしながら、新たな銀行規制監督改革への対応や行動変化に着目して、金融危機以降の EU 銀行業の特徴を分析した研究は少ない。したがって、金融危機以降の EU 銀行業のバランスシートや業績にもたらした影響や変化をより詳細に明らかにすることで、金融危機以降の EU 金融システムの特徴について一層の解明を試みる必要がある。

(3) 国債市場に関する研究

EU 国債市場においても、Christiansen [2014]をはじめ、当該市場の統合度を分析・検討した文献が散見される。他方で、金融危機以降は、ユーロ圏諸国での政府債務危機とそれによる国債市場の動揺を受けて、域内共同の債券を発行する提案も登場している(Weizsacker and Delpla [2010]、Brunnermeier et al. [2011])。なお、新型コロナウイルス蔓延に対応すべく、EU は大規模な経済対策を実施した。その新型コロナ対策の特徴を検討する研究は散見されるものの(蓮見・高屋編著 [2021])、危機対策の資金調達のために EU が発行した域内共同の債券(EU 債)が、金融統合や実体経済への波及効果を分析・検討する研究は見られなかった。したがって、コロナ危機かに EU が発行した EU 債について、その特徴を検討したうえで、EU 金融統合にとっての意義を明らかにする必要がある。

(4) 株式市場に関する研究

株式市場では統合が進むと、株価が個別国要因ではなく産業要因によって域内レベルで連動することになる。この実証のために、Bekaert et al. [2013]は、1990～2007 年間の EU 株式市場を対象に分析し、その結果、株式市場の統合度は EU 加盟によって高まったことを指摘している。

一方、金融危機以降は、金融安定性と経済成長における銀行型の金融システムの問題点を挙げ、そのうえで EU 域内での資本市場の発展を支持する研究が散見される (Pagano and Langfeld [2016])。これらの研究は資本市場の活性化策である EU が「資本市場同盟」(CMU、2014 年立ち上げ)を推し進める論拠となっている。なお、CMU は依然として未完成の政策であるため、CMU に関するこれまでの研究は、完成に向けた制度上の課題を考察する文献が中心となっている (Lannoo and Thomadakis [2019]、Véron [2024]、神江 [2023])。CMU は資本市場の幅広い分野で実施される政策だが、2020 年に EU が公表した CMU『新行動計画』では、EU 域内株式市場の強化やクロスボーダー投資の活性化を重要視している。したがって、CMU の課題や実現可能性を考察する際、株式市場を金融統合の側面から検討する意義は大きい。

加えて、EU では金融危機以降、ノンバンク金融仲介の市場規模が拡大しており、EU もこの拡大を CMU 完成の推進剤として捉えている (ECB [2024a])。なお、「ノンバンク金融仲介」(NBFI: Non-Bank Financial Intermediaries) は、ECB が用いているタームで、年金・保険会社、投資ファンド (non-MMF)、その他のノンバンク金融機関 (OFIs) を総称したものを指す。しかし、EU 株式市場におけるノンバンク金融仲介の実態や特徴を分析・検討する研究は少ない。したがって、拡大するノンバンク金融仲介が EU 株式市場に果たしている役割を解明することで、資本市場統合の実現可能性、統合完成に向けた課題を検討する必要がある。

第 3 節 本研究の分析視角・研究方法と研究対象

1. 本研究の分析視角と研究方法

以上の先行研究とそれぞれの課題を踏まえ、本研究では、世界金融危機以降の EU 金融統合に向けた一連の取り組みの成果と課題、金融危機以降の金融統合が EU の金融システムにおよぼした変化について考察し、明らかにする。

これらの解明のために、EU が金融危機以降に実施している金融分野の取り組みについて、金融統合論の視角から考察・検討する。

(1) 「金融統合」の定義

「金融統合」とは、域内の金融市場が (i) 単一のルールの下で金融商品・サービス取引する、(ii) 金融商品・サービスへ平等にアクセス可能である、(iii) 市場で活動するときにみな平等に扱われる、これら 3 つを満たしている状態を指す (Baele et al. [2004])。すな

わち、金融統合は市場統合の経済的論理に基づいて EU 経済統合の一環として実施される、域内金融機関の競争と再編を促すためのミクロ経済面での統合政策—つまり金融サービス市場統合—であると捉えることができる。

他方、金融分野の統合政策として通貨統合も挙げられるが、これは域内マクロ経済の安定を目的としている。このように、金融統合と通貨統合とはそれぞれの統合の論理、すなわち統合を追求していく経済的な目的や統合のコスト・ベネフィット構造が異なる（森井編 [2022]）。したがって本研究が取り組む金融統合の考察では、通貨統合は別次元のものと捉え、市場統合ではたらく経済的論理を基に分析する。

しかしながら、1999 年の通貨統合（ユーロ導入）が EU 金融市場の統合度を一層高めたように、金融危機以降の通貨統合の深化に向けた施策もまた域内の金融統合に作用・波及することが考えられる。したがって、本研究では、金融サービス市場統合の完成を目指す施策に加え、通貨統合の深化にかかわる施策のうち金融統合にも波及し得るものも分析対象とする。これら一連の施策を「金融統合の取り組み」と呼ぶことにしたい。

以上より、金融危機以降の EU では金融分野の改革が多岐にわたって実施されているが、一連の施策がどのような統合の論理で推し進められるのか、金融統合にも影響を及ぼすのかについて整理したうえで、その成果と課題を考察、検討する必要があるといえよう。

（2）金融統合と金融システムの関係

金融統合は、EU 域内の金融システムや金融市場への変容を通じて実体経済の成長に寄与することが目的である（岩田 [2004]、Hartmann et al. [2007]、Baele et al. [2004]）。具体的には、統合に向けた金融法体系の域内単一化によって EU 域内の金融システム内部の変容・発展をもたらし、そうして果たされる域内金融市場の「効率的な資金配分」と「金融サービス価格の低下」を通じて、最終的に実物経済の成長を達成することを、金融統合は目標としている。したがって、金融統合の検討は経済統合論に金融システム論を組み合わせる必要があるため、ここで金融統合と金融システムの関係について整理しておきたい。

「金融システム」とは、①「金融に関する法律や規制さらには慣行の体系」を指し、また同時に、②制度的枠組み（通貨制度、銀行制度、証券取引制度）によって作られている金融の仕組みを指すことも多い¹。本研究では、ユーロ導入後の EU 金融システムの特徴を分析した岩田 [2003] の研究にも倣って、①を「金融制度」、②を「金融構造」と呼ぶことにする²。

¹ 前者は高木他 [1999]、p.5 に、後者は金森他 [2013]、pp.264-265 に基づく。また、前田 [2023] は、米国金融システムの考察をするにあたり、金融システム研究に関する包括的なサーベイを実施している。

² 金融構造 (financial structure) というタームは ECB でも用いられており、「金融システムは所得よりも少なく支出する者（筆者注：資金余剰主体）から所得以上に支出をする者（筆者注：資金不足主体）へと資金を融通する」と説明のうえ、非金融部門（家計・一般企業・政府）の金融資産・負債について紹介している。このことから、ECB は金融構造の把握には、資金循環分析を重要視していると解釈できる。

金融システムの分析においても、高木他〔1999〕に代表される金融制度面での比較分析と、Allen and Gale〔2000〕に代表される金融構造面での比較分析とに大別できる。後者は、銀行などの間接金融中心の銀行型金融システムと、証券による直接金融中心の市場型金融システムの 2 つの区分をもとに分析を行う。そのための分析ツールとして、資金循環統計が挙げられ、時系列、貸し手・借り手・金融仲介といった経済主体別、国・地域別の総合的な比較分析が求められる。

他方で、EU 金融統合は、域内各国の「金融・通貨関連の法体系を EU レベルで再構築し、単一 EU 法体系として施行」する³。換言すれば、各国がこれまで設計していた中央銀行および民間金融部門に関連する金融制度は、金融統合の完成に向けた金融制度の整備によって変化することになる。そして、金融制度によって金融構造が形成されるのであれば、金融統合は域内の金融構造に何らかの変化をもたらすことが予想される。確かに金融統合は、EU 実体経済成長のために必要な資金を安価かつ円滑に融通するために実施されるため、金融構造の収斂は射程外である。しかしながら、金融統合を推し進める手段が金融制度の再編成・変更である以上、金融構造への影響は等閑視できない。すなわち、単一金融法体系の整備によって進められる金融統合は、その成果が金融市場の統合度に反映されるが、同時に金融構造にも変化を及ぼすと予想される。

したがって、本研究で EU の金融システムの特徴を検討する際、金融制度面、金融構造面の両面で把握する。具体的には、世界金融危機以降の EU では、①金融統合の完成に向け、金融制度はどのようにして構築されたのか、②金融統合により EU 域内の金融構造はどのような変容を見せているのか、把握する。

(3) 研究方法

本研究では、世界金融危機以降の金融統合の特徴や意義、実態と課題を解明するために、金融市場の統合度（経済統合論）と金融システムの特徴の両面から検討・考察する。

まず、金融統合の取り組みの意義や成果と課題について、本研究では市場統合の側面から分析、検討していく。その分析ツールは域内金融市場の統合度、すなわち、数量面と価格面での検討である。数量面は、市場参加者の域内展開の程度で測定する。域内市場の統合度が高ければ、金融機関は国境を越えて自由に業務展開ができるため、国境を越えた支店設置や単一免許の利用、M&A、子会社の設置が活発になる。他方、価格面は各種金融市場の金利や手数料の水準から測定する。統合された市場では、競争・再編の結果、域内各国の各種金利・手数料は低位収斂する。

なお、通貨統合に関する改革の中には、間接的に金融統合に波及する施策や、元来市場統合のコスト・ベネフィット構造で検討すべき施策もあると考えられる。したがって、金融危機以降のユーロの制度改革について、通貨統合の側面からも見ていくことで、ユーロの制度

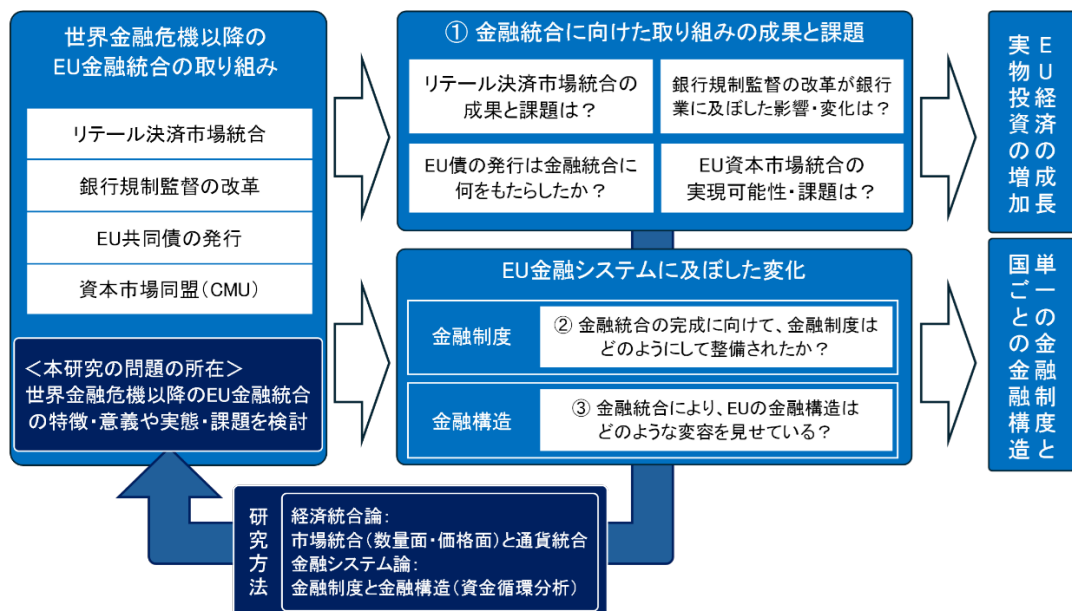
(<https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/structure/html/index.en.html>)。

³ 岩田〔2003〕、p.261。

改革の特徴を整理する必要がある。本研究では、最適通貨圏の対称性と柔軟性の観点から、金融分野のユーロの制度改革について、その位置付けを考察する。

次に、金融システムの観点では、金融制度面、金融構造面の両面で EU の金融システムの特徴を把握する。金融制度面では、世界金融危機前とも比較しつつ、世界金融危機以降の金融統合の法制度面の特徴について明らかにする。他方、金融構造面では、世界金融危機前後という時系列での比較分析を軸に据えつつ、経済主体別、EU 加盟国別・地域別にみられる変化についても明らかにしていく。そのために、部門別資金過不足や各国・部門別の金融資産・負債残高といった資金循環分析を通じ、家計や企業、政府部門、金融機関といった幅広い経済主体を対象に、金融構造で生じた変化やその特徴を把握する。

図表序-1 本研究のフローチャート



出所：岩田 [2004]、Hartmann et al. [2007]、Baele et al. [2004]を踏まえつつ、本研究の課題と分析視角、研究方法をもとに筆者作成。

注：図中の丸付きの数字は、本章第1節の問題の所在で示した本研究で考察する内容と対応している。

以上を検討・考察するために必要なデータについては、Eurostat 公表の資金循環統計をはじめとして、EU 機関や国際機関、シンクタンクなどが公表するデータや統計資料を用いる。また、金融統合に向けた取り組み・改革の進展や、改革に対する EU 加盟国の反応等については、フィナンシャル・タイムズ (FT) などの各種報道記事を適宜用いて補完する。

図表序-1 では、以上の問題の所在と研究課題、分析視角や研究方法を踏まえた、本研究全体のフローチャートを示す。

2. 研究対象となる EU の取り組み

世界金融危機以降の EU 金融統合は、金融危機対応や危機の再発防止に加え、市場統合を継続して推し進める分野がみられるうえ、Brexit や新型コロナ危機など、金融危機以降 EU を襲った困難とその打開のためにも推し進められている。

したがって、本研究は金融危機対応に限らず、金融危機終息後も EU 統合にかかわる事象も対象とする。具体的には、金融危機以降、EU で実施されている金融統合に向けた 4 つの取り組みについて取り上げ、以下の順に考察・検討する。

- ① リテール決済市場統合
- ② 銀行規制監督の改革（資本要件など規制強化、域内銀行監督）
- ③ コロナ危機下での EU 共同債の発行
- ④ 資本市場同盟（CMU）

第 4 節 本研究の構成

本研究の構成は以下の通りである。

第 1 章「EU の金融統合と金融システム」では、EU 金融統合のこれまでの取り組みと、その中で貫かれている統合の論理や方法論について、経済統合論の視点から概観する。そのうえで、資金循環統計を用いて EU の金融システムに見られる変化や特徴について把握し、世界金融危機以降の EU 金融統合の変化や特徴を包括的に明らかにする。以上より、第 2 章以降で EU 金融統合に向けた個々の取り組みを見ていくうえでの橋渡しとする。

第 2 章「リテール決済市場統合の進展と課題」では、2000 年代以降、EU が取り組みを進めてきたリテール決済市場統合（単一ユーロ決済圏（SEPA）とリテール決済サービス市場）の成果と課題を考察する。そのために、市場統合を分析する枠組みである数量面・価格面の各種指標を用いて、EU リテール決済市場の統合度を検討する。

第 3 章「世界金融危機・ユーロ圏債務危機以降の EU 銀行業」では、一連の金融危機とその後の銀行制度改革（B/S や流動性の規制と、域内の銀行監督制度）が、金融危機後の EU 銀行業にもたらした影響について、個別銀行をもとに分析・検討する。このうえで、危機以降の銀行市場・金融システムについて、統合論の視点も踏まえつつ、どう位置付けられるのか、検討する。

第 4 章「コロナ危機下の EU 共同債発行」では、EU が新型コロナ危機の際に実施した 2 つの対応「緊急時失業リスク軽減のための一時的支援策（SURE）」と復興基金「次世代 EU」において、その資金調達のために EU 自身が発行した域内共同の債券（EU 債）について着目する。この EU 債の背景、特徴や目的を明らかにしたうえで、EU の金融市場統合・通貨統合にとっての意義を検討する。

第 5 章「資本市場同盟と EU 株式市場」では、EU が実施している資本市場活性化策「資本市場同盟」（CMU）について、EU 株式市場の動向や統合度の考察を通じ、CMU の今後

序章

の実現可能性や課題を検討する。加えて、補論として、世界金融危機以降、EU 金融システムで相対的に地位が向上しているノンバンク金融仲介に着目し、EU 株式市場に果たしている役割を考察する。

最後に、結びに代えてでは、以上の各章をまとめたうえで、世界金融危機以降の金融統合に向けた取り組みの成果と課題、世界金融危機以降の EU 金融システムで確認された特徴や変化を明らかにし、結論として金融危機以降の EU 金融統合の意義や特徴、実態や課題について示す。

第 1 章 EU の金融統合と金融システム

はじめに

本章は、EU 金融統合の歴史的展開と、その中で貫かれている論理を概観し、そのうえで世界金融危機以降の EU 金融システムの特徴を把握することが目的である。その際、EU 統合論と金融システムの 2 つの観点から、EU 金融統合の変化や特徴を包括的に明らかにすることで、金融危機以降実施されている 4 つの取り組み—すなわち、リテール決済市場、銀行規制監督の改革、EU 共同債、資本市場同盟（CMU）—を第 2 章以降で詳細に考察・検討していくための橋渡しとする。

金融危機以降の EU 金融分野では、特にユーロ改革を中心に、金融制度改革における課題や問題点を指摘したり、EU 統合にもたらす意義に焦点を当てたりする研究が散見される（星野 [2015]、松浦 [2023]、佐藤 [2023]）。なお、金融統合は、その完成に向けた取り組みが EU 金融システム内部の変容を促すことで、実物投資を刺激して経済成長を果たすことが目的である（岩田 [2004]、Hartmann et al. [2007]）。しかし、この金融統合の理論的側面に立って、世界金融危機以降の EU 金融統合に貫かれた経済的論理、EU 金融システムの特徴—すなわち法制度と金融構造—を包括的に把握する研究は少ない。

金融システムの観点から EU 金融統合の意義や特徴を検討した研究は、岩田 [2003] や Allen et al. [2005] をはじめとして金融危機以前には散見されるものの、金融危機以降を分析対象とする研究は少ない。Mouriaux et al. [2019] はそのうちの 1 つだが、世界金融危機以降のユーロ圏の金融システムにおけるノンバンク金融仲介の台頭を指摘している。金融システム上の構造変化を反映した重要な示唆と言えるものの、現象的な理解にとどまっており、この変化をもたらす要因について、金融統合の視点から一層の解明が求められよう。以上より、本章では、金融危機以前の研究も踏まえつつ、世界金融危機以降の EU 金融システムの特徴について把握、解明を試みる。

本章の構成は以下の通りである。まず第 1 節および第 2 節では、世界金融危機以前の金融統合の動きと世界金融危機・ユーロ圏債務危機の展開を紹介し、なぜ EU では危機が大きな影響を及ぼしたのか、EU・ユーロの制度上の問題点について整理したうえで、金融危機以降の金融統合に向けた取り組みを概観する。第 3 節では、金融統合の理論から、経済的利益とコストについて紹介する。その際、金融統合は EU 域内の金融システム内部の変容を通じ、そうして実物投資を刺激して経済成長を果たすことを目標としていることを示す。第 4 節では、資金循環統計を用いた分析を通じて、EU 金融システムにおける金融構造の特徴や金融危機前後の変化を明らかにする。このうえで、第 2 章以降で本研究が対象とする 4 つの取り組みを検討する意義を示したい。

第1節 EU金融統合の歴史的展開

1. 市場統合・通貨統合の完成⁴

金融統合は、1980年代半以降、「金融サービスの域内市場」形成を中心に推し進められ、その後「通貨統合」によりユーロが導入されると域内市場の完成度が高められた。これ以前にも域内資本市場の統合や通貨統合に向けた動きが1960年代、70年代にみられたが、いずれも頓挫していた⁵。

欧州の市場統合は、1985年から1992年にかけて進められた「域内市場」計画の取り組みによって大きく躍進した。西側の欧州諸国は1970年代半に戦後の高度成長が終焉し、低成長に陥った。市場統合は、EU域内で残存する非関税障壁の撤廃を通じて一国内で寡占化した経済を開放し、域内寡占間競争を引き起こすことで、EU経済におけるサプライサイドの改革と活性化を促すために推し進められた。

金融面でもEU法を通じて、域内資本移動自由化と金融サービス域内市場を実現した⁶。まず、資本移動の自由化は、1990年に施行された第4次資本移動自由化指令により、EU域内でのすべての資本取引が完全に自由化された。これにより、資本規制が厳しかった南欧諸国でも自由化が進んだ。次に、金融サービスの域内市場は、銀行業務では第2次銀行指令が1992年に施行され、証券業務では投資サービス指令が1996年に施行されるなど、金融諸分野においてEUレベルでの金融法制・行政が整備された。一連の取り組みは、資金を仲介する金融機関がEU域内で国境を越えて自由に支店を設立することや、金融サービスを提供できることを目指すものであった。以上の市場統合の取り組みにより、EU内でのあらゆる資本取引を自由化し、金融機関による域内の自由な業務展開を認めるEU単一の金融市場が形成された。

この単一金融市場を形成するEU法は、2つの原理に沿って定められた⁷。まず第1に、「単一免許（single license）」により、EUの金融機関は、域内いずれかの国で営業認可を受けると、EU域内全体で金融サービスの提供や支店開設が認められた。この単一免許は銀行に限らず、証券会社や投資信託、保険業、決済サービス業者でも整えられた。

第2の原理は「本国監督・相互承認」と「最低限調和」である。EU域内の金融機関の監督は、その金融機関の免許を与えた本国の監督当局が行う。これを本国監督と呼ぶ。市場統合により金融機関の域内展開が進むことになるが、受入国側は本国が定める規制・監督を相互承認する。最低限調和とは、EUレベルの金融法制を定める際、各国当局が自国金融機関に有利となる緩和的な規制環境を作らないよう、金融システムの安定や預金者及び投資家保護に最低限必要な水準を「指令」によって整備することを指す。この原則では、各国は自

⁴ この項目での記述は、主に岩田〔1996〕および田中他〔2018〕第7章に基づく。また、金融統合の一連の先行研究に基づいて松下〔2018〕も金融統合の展開を整理しており、本研究でも一部参考になっている。

⁵ 1960年代の資本市場統合の動きについては岩田〔1996〕第1章、1970年代以降の通貨統合の動きについては田中〔1996〕、第2章を参照。

⁶ 田中他〔2018〕、pp.199-201。

⁷ 岩田〔2010〕、p.41。

国の裁量でより厳格な規制を国内法で課すことも可能となっていた、こうして EU は、「対等な競争条件 (level playing field)」のもとで金融機関に国境を越えた相互参入を促し、EU レベルでの競争と再編を活性化することを目指した。これにより、金融サービス業の効率化が進むことで、金融サービスの価格が低位収斂し、EU 域内全体の消費者余剰を高めることができることとされた。

その後、EU 内では「通貨統合」により、1999 年に単一通貨「ユーロ」が導入された⁸。ユーロ参加国は、自国が管理する通貨を放棄して為替相場をユーロと非可逆的に固定した。また、各国は金融政策の権限を欧州中央銀行 (ECB) に委譲し、ECB がユーロの発行と金融政策を決定する権限を持つようになった。ユーロ導入は、域内の為替リスクを除去することにより、金融サービスの域内市場の完成度をさらに高めることができると期待された。このように、市場統合がミクロ経済面の統合である一方、通貨統合はマクロ経済面の統合と捉えることができる。

EU の市場統合・通貨統合は西側欧州諸国によって進められたが、2000 年代以降、中東欧やバルト諸国、地中海諸国も EU に加盟を果たした (東方拡大)⁹。特に中東欧諸国にとって EU 加盟は、社会主義経済体制の解体という課題に直面するなかで、市場経済への移行を一気に推し進める推進剤となった。金融面でも、中東欧諸国の金融システムは、社会主義経済下では中央銀行と商業銀行が一体となった「モノバンク」制度であった。当該諸国は 1990 年代後半から、EU の金融関連法制を短期間に全面的に受け入れることで、市場経済の原理に基づく中央銀行と商業銀行の 2 層銀行制度へと発展したほか、金融市場でも短期金融市場や証券市場の再建が進められた。

2. 世界金融危機とユーロ圏債務危機

(1) 世界金融危機

世界金融危機は、米国の住宅バブルであるサブプライムローン問題を端に発した世界的な金融パニックである¹⁰。2006 年をピークに米国の住宅価格が下落に転じると、2000 年代に急拡大していた信用度の低い低所得者層 (サブプライム) への住宅融資が次第に焦げ付くようになった。こうしてサブプライムローン問題が本格化すると、サブプライム向け住宅貸付債権を裏付けに発行された住宅ローン担保証券 (RMBS: Residential Mortgage-Backed Securities) など証券化商品や、それらを束ねて再証券化した債務担保証券 (CDO: Collateralized Debt Obligation) の価格も下落に転じた。

世界金融危機を引き起こす契機となった資産市場のバブルには「シャドー・バンキング」の存在が指摘される。シャドー・バンキングは従来銀行が持つ金融仲介機能を規制の枠外で

⁸ 岩田 [2010]、pp.41-2。

⁹ 田中他 [2018]、p.201。

¹⁰ 世界金融危機の発生と展開については入江 [2019]、第 5 章を、世界金融危機が EU 経済にもたらした影響は田中編 [2010] 第 1 章参照。EU 銀行業の関与とその影響については、岩田 [2010] および田中編 [2010] 第 1-2 章、田中他 [2018] 第 7 章をもとに、本研究の第 3 章で紹介している。

果たす仕組みを指すが、欧州の銀行はこれに深く関与していた（岩田 [2010]）。投資銀行業務を拡大していた欧州の銀行は、RMBS や CDO を運用したほか、それらを運用する投資会社に出資して、高収益が見込めるサブプライム関連市場に積極的に肩入れしていた。さらに、そのために必要な資金を、預金ではなく短期のドル建ての市場性資金で調達した。その資金は運用資産を裏付けに発行したコマーシャル・ペーパーだったため、証券化商品の価格下落は、欧州系銀行および系列投資会社の資金繰りを悪化させた。2007 年 8 月にフランスの BNP パリバ傘下の投資ファンド 3 社が顧客口座を凍結する「パリバ・ショック」が起これば、証券化市場の動揺は米金融市場全体に広がった。

そして、2008 年 9 月に米国大手投資銀行リーマン・ブラザーズが破綻すると、その影響は世界の金融市場へと波及して世界金融危機となった。投資銀行化した欧州の銀行は大幅な損失を計上し、流動性危機に見舞われた。ベルギーやオランダを拠点に置いていた Fortis や、ベルギー、仏を中心に活動していた Dexia など EU の大手銀行が破綻したほか、ドイツ銀行なども巨額の損失を被った。

このように、サブプライム関連市場に EU の銀行も積極的に肩入れしていたため、世界金融危機は EU 金融市場、経済にも波及した。金融危機以前、市場経済に移行し、EU にも加盟していた中東欧では、西欧・北欧による企業進出や対外直接投資 (FDI) の流入もあって、製造業やインフラ、金融など全面的に西欧化が進んだ。その結果、ドイツなど低成長が続く国も見られた一方、中東欧では 1990 年代後半から急速に経済成長を遂げたことで、EU 経済は成長した。

しかし、世界金融危機が起これば、様々な形を経て EU の実体経済は不況に転じた¹¹。低金利環境によって住宅バブルであったアイルランドやスペインなど EU 諸国ではバブルが崩壊した。成長著しかった中東欧諸国では、外銀からのユーロ建て融資によって消費ブームを享受したが、金融危機を受けて外資が急速に引き上げに転じると、通貨・株価が暴落し、マイナス成長へと転じた¹²。他にも、世界経済の低迷を受けて輸出に依存するドイツなどの国では投資と生産が落ち込み、金融セクターと住宅市場に打撃を受けた英国では深刻な不況に陥るなど、EU 全域で実体経済が落ち込んだ。

(2) ユーロ圏債務危機

世界金融危機は発生当初、投資銀行型銀行に打撃を与えたが、危機の影響が実体経済に波及するにつれて預金・貸出業務も低迷するようになると、預貸業務を主とした伝統型銀行の経営も悪化した。EU 各国は財政を動員して独自に銀行救済や経済支援を実施したが、もとより財政支出が多い傾向にあった周辺国（ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペインの南欧諸国とアイルランド）では財政が逼迫しつつあった。

そうしたなか、2009 年 10 月、政権交代したギリシャのパパンドレウ政権は、前政権が財

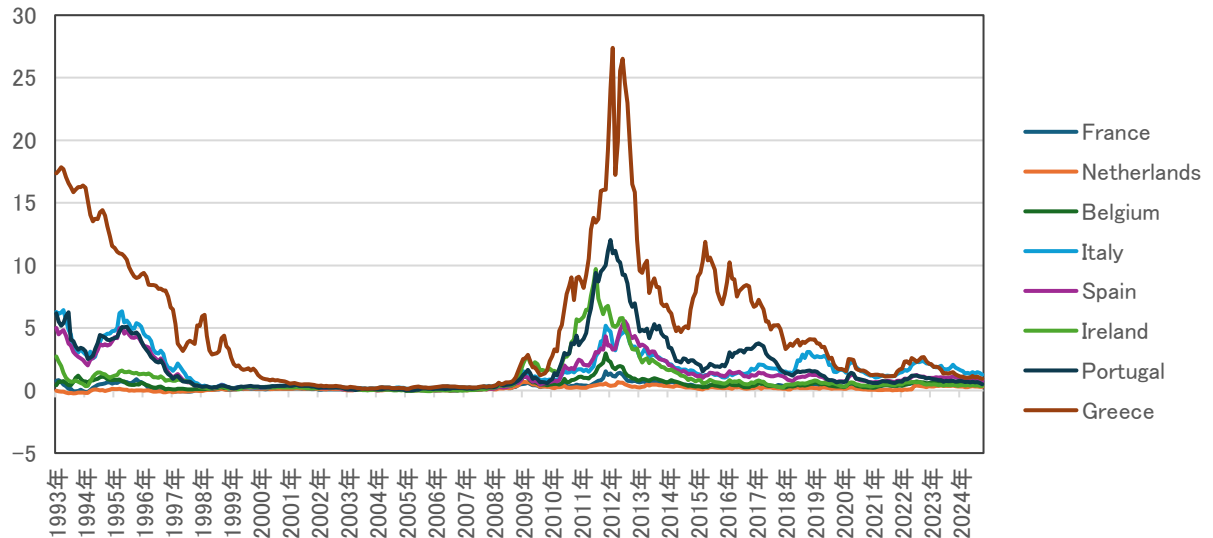
¹¹ 田中編 [2010]、pp.19-23。

¹² 世界金融危機による中東欧諸国経済への影響は、田中他 [2018]、第 13 章を参照。

第1章

政赤字を過少に公表していたことを明らかにした¹³。ギリシャの財政不安が高まると、これを契機に2010年以降、債務危機が周辺国に拡大した。

図表 1-1 ユーロ圏主要国の国債利回り（独国債とのスプレッド、%）



出所：Eurostat より筆者作成。

注：1993年1月から2024年10月までの月次データ。

ユーロ圏債務危機は、大きく3つの波に分けられ、その様子はEU金融市場の統合度を示す代表的な指標である、各国の10年物国債利回りとドイツ国債とのスプレッドからも見て取れる（図表1-1）。財政支援の問題が解決しないことを受けて、2010年4月からギリシャの国債利回りが急騰した。その後、金融市場はアイルランド・ポルトガルにも不安を強め、両国国債の利回りも急騰した。アイルランドは世界金融危機によって住宅バブルが崩壊し、その対策として政府が財政支出を増やしており、他方、ポルトガルも長年、財政を膨らませて経済を維持していたためであった。

その後、第2波（2011年6月－12年2月）および第3波（12年4月－8月）では、危機がスペイン・イタリアにも波及した。スペインも住宅バブルが破裂し、イタリアも構造上の財政赤字を積み重ねていたため、両国にも財政危機が波及した。スペイン・イタリア両国の経済規模はユーロ圏の1/4を占める。経済規模の大きなこれらの国が万一デフォルトすれば、ユーロ崩壊が現実味を帯びるため、ユーロ圏では緊張が高まった。

周辺国の国債利回りは急騰（＝国債価格は暴落）した一方、民間銀行は危機国の国債を保有していたため、バランスシートが悪化した。政府が銀行を救済するには財政支出をするほかに、さらなる財政赤字を招いて国債価格が低下すると、銀行の経営はさらに悪化する。このように、一部の国では財政危機と銀行危機がリンクするなど金融パニックが続発し、南

¹³ ユーロ圏債務危機の展開は、田中他〔2018〕、pp.146-150、および田中〔2016〕、I章を参照。

欧の債務危機はユーロ存亡の危機にまで深刻化した。

債務危機の発生、深刻化を受け、EU（欧州委員会）や ECB がその対応に当たった。EU は 2010 年 5 月に欧州金融安定化ファシリティ（ESFS）を導入し、危機国に総額 7,500 億ユーロの金融支援を行う暫定的な制度を構築した¹⁴。また、ECB は 2011 年 11 月に貸出オペの期間拡大（VLTRO）を導入し、第 2 波の影響を受ける民間銀行に総額約 1 兆ユーロの大規模な流動性支援を行った。さらに、危機の第 3 波が襲う 2012 年 7 月、当時の ECB 総裁マリオ・ドラギが「ユーロを守るために ECB は何でもする」と発言し、国債の無制限購入（OMT）への姿勢を見せると、国債市場の動揺は落ち着き、ユーロ圏債務危機は鎮静化した。

以上の展開を経てユーロ圏債務危機は沈静化したものの、危機はユーロ圏の経済・政治に深刻な爪痕を残した¹⁵。世界金融危機で経済にダメージを負っていたユーロ圏は、ユーロ圏債務危機の第 2 波により景気回復が腰折れした。ユーロ圏全体では 2 年間マイナス成長となり、危機の影響が深刻な南欧では数年にわたってマイナス成長になったうえ、ギリシャやスペインでは失業率が 20%を超えた。こうした金融危機による失業・不況に加え、EU と自国政府による危機対応に批判が高まったことで、南欧諸国ではポピュリスト政党が台頭した。ギリシャでは、EU が課した緊縮財政への反発が高まると、2015 年に急伸左派連合 SYRIZA が政権を獲得するなど、反 EU を掲げる政党の台頭は EU の政治的な不安をもたらす契機となった。

第2節 金融危機以降の EU・ユーロ圏の金融制度改革

1. 金融危機が明らかにした EU・ユーロの制度上の問題点

一連の金融危機の発生と EU・ユーロ圏での危機深刻化を受け、その要因を解明する動きが進められた。こうした動きはアカデミズムに限らず欧州委員会でも見られた。EU は世界金融危機を受けて、金融規制監督上の問題点の析出とその修復のための作業を実施し、2009 年 2 月に『EU における金融監督に関するハイレベル・グループ報告書』（通称、ドラロジュール報告）が公表された。さらに、ユーロ圏債務危機が深まるなか、12 年 10 月には『EU 銀行部門の構造改革に関するハイレベル専門化グループ報告書』（通称、リーカネン報告）が公表された。

EU・ユーロ圏で一連の金融危機をもたらした主な要因について、先行研究および EU 公表の報告書を基にまとめると、主に①西欧と南欧の経済格差、②西欧大銀行の与信の拡大と停止、③EU の金融規制監督上の問題点、④ユーロの制度上の不備が挙げられる。

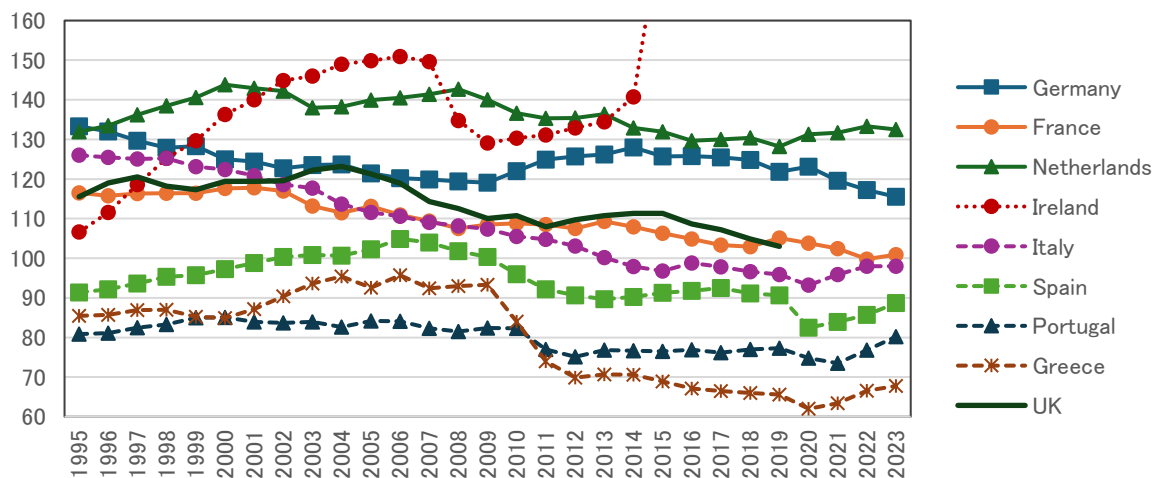
¹⁴ アイルランドは 2010 年 11 月に、ポルトガルは 11 年 4 月に EFSF に財政支援を要請した。ギリシャは 2010 年 5 月、欧州委員会、ECB、IMF の協力（トロイカ体制）のもと、1,100 億ユーロの独自の財政支援策を受けた。

¹⁵ 田中他 [2018]、p.155。

(1) 西欧と南欧の経済格差

一連の金融危機の要因として、まず、ユーロ導入により単一金利が適用されるなかで、南欧経済の西欧へのキャッチアップが進んだことが挙げられる¹⁶。図表 1-2 は EU 主要国および南欧諸国の一人当たり GDP (EU27 か国を 100 とした指数) である。ユーロ導入以前、ドイツやオランダなど西欧諸国は 100 を超えて EU 全体の水準を上回る一方、スペインやポルトガル、ギリシャは EU 水準を下回っていた。このように、西欧（北欧）と南欧の間にかなりの経済格差があった。

図表 1-2 EU 主要国・英国の一人当たり GDP (EU27=100)



出所：Eurostat より筆者作成。

注：PPS（購買力標準）で計算。英国は EU 離脱により 2020 年以降のデータ無し。

ユーロに参加するには、金利や物価、為替相場、財政に関する 4 つの「収斂基準」を満たす必要がある。ユーロ導入以前の 1990 年代前半、この条件をクリアできるのは西欧の先進国のみと想定されており、恒常的に高インフレ、高金利のうえ財政赤字もかさんでいたイタリアなど南欧諸国では、ユーロ参加は問題外とされていた。しかし、南欧諸国では官民協力のもと賃金・物価の抑制に努力し、90 年代末までにインフレの抑制に成功し、金利も低下したことで、ユーロ参加の条件を満たした。

こうして南欧諸国にもユーロが導入され、単一の金利が適用されると、南欧諸国の金利は 2 ケタの高い金利水準から短期間でドイツレベルに低下した。その結果、南欧諸国では住宅や耐久消費財への消費ブームが起こった。このブームを受けて南欧経済は成長し、西欧諸国に徐々にキャッチアップした。これは、ユーロ導入（1999 年）以降、図表 1-2 で南欧諸国の一人当たり GDP が EU27 か国全体の水準に接近していたことから窺える。しかし、消費ブームを支えるために住宅や耐久消費財へのローン需要が急増すると、やがてバブルとなったが、世界金融危機により破裂した。

¹⁶ 田中他 [2018]、pp.152-153。

(2) 西欧大銀行の与信の拡大と停止

ユーロにより域内の為替相場変動リスクが除去されたため、西欧の大銀行は手数料や金利の高い南欧・東欧に証券投資や融資を積極的に行った¹⁷。南欧では、西欧大銀行による与信額は 2005 年初から 08 年半ばまでに 2-3 倍へと増加した。民間・政府ともに資金調達が容易になり、その資金を消費や不動産投資、財政支出の拡大に充てた。南欧ではバブルが膨張し、経常赤字も拡大したが、資本流入により赤字はファイナンスされた。

しかし、世界金融危機により資金流入は突然停止、大規模に流出すると、バブルは破裂した。南欧諸国の金融システムは機能不全に陥り、民間政府ともに資金繰りが悪化し、金融危機、債務危機に見舞われた。

(3) EU の規制監督上の不備

以上のような経済構造、金融フローの変化により EU 内で危機が激発した一方、一連の危機に対して EU・ユーロ圏の制度は不十分であった。世界金融危機で明らかとなった EU の制度上の問題として、EU 金融法制の原則であった「最低限調和」と「本国監督」が挙げられる¹⁸。例えば、EU の預金保険は当初、最低限調和の原則により預金を最低 2 万ユーロ保証することだけ定めたため、預金保険の水準は各国で異なっていた。しかし、世界金融危機が起これば、保証額の大きな国へと預金流出した。このように、必要最低限の規制水準のみを設定する最低限調和の原則は、世界金融危機により、金融システムに混乱をもたらすことが明らかとなった。

他方、金融危機以前の EU の本国監督に基づく分散型金融監督制度では、市場統合によって複雑で多様な業務をリージョナル・グローバルに展開する大銀行を適切に監視できないことが明らかになった。そのため、世界金融危機・ユーロ圏債務危機が起これば、各国の金融当局は EU 内で連携できないまま、各国は独自に金融機関を救済するなどの措置を実施した。特に、破綻すれば金融システム・経済に多大な影響を及ぼす「大きすぎて潰せない (too big to fail)」銀行の経営が悪化した時には、各国政府が多額の公的資金を注入して救済した。

このような大銀行の経営悪化は、銀行規制において適切なリスクの把握ができておらず、世界金融危機によってその脆弱性が顕在化したことも問題点として指摘できる。世界金融危機、ユーロ圏債務危機で明らかになった銀行業の問題点とその克服に向けた改革については、本研究第 3 章で詳述する。

(4) ユーロの制度上の不備

そして、ユーロの制度が救済禁止条項、ユーロシステムによる国債の直接購入禁止、そして安定成長協定 (SGP) に規定された財政ルールのように、非連帯的だったことで、ユーロ

¹⁷ 田中他、前掲著、pp.153-154、および田中 [2016]、pp.44-46。

¹⁸ 岩田 [2010]、pp.55-62。

圏債務危機は深刻化した¹⁹。第1に、EU運営条約（TFEU）第125条に「救済禁止条項」が規定されており、そこでは欧州委員会やECBなどEU機関がユーロ圏の危機国を財政支援することを禁止している。ギリシャ危機発生当初、ドイツはこれを盾にギリシャ支援に難色を示した結果、危機対応が遅れ、危機は激化した。

第2に、TFEU123条1項では、ユーロシステム（ECB＋ユーロ圏各国中央銀行）が「国債の直接購入」を禁止していた。財政ファイナンスによる貨幣インフレを極端に嫌うドイツの意向を受けた制度とされる。この条項により、ECBは国債市場で有効な対策を取れず、イタリアとスペインの国債は債務危機第2波で投機を受け、価格が暴落した。

第3に、「SGPに規定された財政ルール」により、各国は財政赤字GDP比3%以内、政府債務残高60%以内であることが義務付けられた。金融政策とは異なり、財政は依然各国に権限があったものの、財政ルールを遵守すればユーロに問題は起こらないと想定された。しかし、財政政策ができる幅が各国で異なっており、特に南欧では世界金融危機による銀行の救済、経済対策により財政支出がかさんでおり、さらに経済危機が悪化しても財政を拡大する余地は残されていなかった。

このように、設計当初のユーロ制度は非連帯的で、ユーロ参加国の自己責任の原則に基づいていた。金融危機・経済危機（財政支出）へのEUレベルでの機動的な対策は組み込まれておらず、そのため南欧諸国を中心に債務危機が波及したのである。

2. EU・ユーロ圏の金融制度改革

EUでは『ドラロジュール報告』等の報告書が示した基本方針に沿って、一連の金融危機によって明らかになったEU・ユーロの制度上の問題点を克服し、より安定的な金融システムの構築とユーロの強化を進めている。

（1）世界金融危機への対応

まず、世界金融危機を受け、金融規制の大幅な見直しとEUレベルの金融監督機関の創設を行った。ヘッジファンドやデリバティブ分野（影の銀行制度）、格付け機関など、これまでEU規制の抜け穴だった金融分野に対して穴埋めをした²⁰。預金保険指令や銀行の資本要件指令といった既存のEU規制を補強した。預金保険指令は、最低限調和のもとでは最低2万ユーロのみを保証していたが、2009年の改正指令では最低10万ユーロへと大幅に引き上げた。他方、銀行の資本要件では、バーゼル3など国際基準に準拠したルールを、より拘束力の強い「規則（regulation）」として整備した。こうして、EUの金融規制は最低限調和から高水準の域内調和へと転換された。一連の金融制度改革パッケージは「単一規則集」（Single Rulebook）と呼ばれている。

さらにEUは、本国監督に基づく分散型の金融監督制度の克服として、ミクロ・マクロの

¹⁹ 田中他 [2018]、pp.152-155 および、田中 [2016]、pp.53-57。

²⁰ 田中他 [2018]、pp.220-225。

双方で EU レベルの金融監督機関を創設した。まず、個々の金融機関を監督するミクロ・プルーデンスの強化策として、EU は 2011 年 1 月に欧州監督機構（ESA）を創設した。ESA は欧州銀行監督機構（EBA）、欧州保険・年金監督機構（EIOPA）、欧州証券市場監督機構（ESMA）の 3 つで構成され、EU レベルで一貫した金融機関の監督が可能となった。他方、EU ではマクロ・プルーデンスの監督機関として欧州システミック・リスク理事会（ESRB）を 2010 年末に創設した。ESA との協力のもと、金融システム全体を動揺させるシステミック・リスクの特定と監視を行う。このように EU では、金融監督制度が直面した課題を、後述のユーロ圏銀行監督制度である「銀行同盟」とともに、統合深化によって克服を図ったのである。

（2）ユーロ制度の問題点の修正

ユーロ圏債務危機によって明らかになったユーロの制度上の問題点を克服する動きもみられている²¹。2010 年 10 月、EU では「欧州安定メカニズム」（ESM）が発足した。債務危機を受けて EFSF が臨時の制度として導入されたが、ESM はこれを常設化したものである。ESM ではユーロ圏諸国が共同出資して 7,000 億ユーロの基金が作られ、危機国の財政赤字を増やすことなく、銀行に直接融資することができる。これにより、救済禁止条項は事実上修正されることとなった。また、ECB では先述の通り、2012 年 9 月、危機に直面した国の国債を無制限に買い入れる OMT を導入した。これにより、国債直接購入の禁止の原則は事実上変更となった。

金融危機の柔軟な支援策に加え、行き過ぎた財政赤字はユーロ圏債務危機の原因にもなったため、EU では財政の健全化やマクロ経済の不均衡の予防・是正、経済ガバナンス強化を目的とした改革も実施された。ユーロ圏諸国の構造的な財政赤字を抑えるために「安定・協調・ガバナンスに関する条約」（TSCG）が 2013 年に発効された。また、安定・成長協定（SGP）は金融危機前、ギリシャや独仏伊などが遵守せず、機能しなかった反省を受け、SGP では EU による監視と是正の能力を強化した。6 つの法令で構成されるため「6 パック」と呼ばれるこの改革では、財政赤字の予防のため「ヨーロッパ・セメスター」を導入した。これは、EU 加盟国の財政政策や予算、域内マクロ経済の不均衡、構造改革の 3 つを EU がモニタリングする制度である²²。このように、金融危機以降、各国のマクロ経済の監視や政策協調の枠組みが EU で構築されている。

（3）経済通貨同盟（EMU）完成に向けたユーロの改革

EU では一連の金融危機終息後も、「経済通貨同盟」（EMU: Economic Monetary Union）の完成に向け、ユーロ制度改革を推し進めている²³。この EU の改革案は、『真の EMU に

²¹ 田中他、前掲著、p.158、および田中 [2016]、pp.85-96。

²² ヨーロピアン・セメスターについては、岩田 [2016a] を参照。

²³ EMU は市場統合を前提に、単一通貨の導入と各国経済・財政政策の協調により、通貨圏内のマクロ経済の安定と成長を図る制度を指す（田中他 [2018]、pp.131-133）。

第 1 章

向けて』（2012 年 12 月公表）や『欧州における EMU の完成に向けて』（通称『5 賢人報告』、2015 年 6 月公表）と幾度かアップデートされているが、ここでは 2017 年 5 月に公表された『EMU の深化に向けた考察文書』（以降、『考察文書』と略記）をもとに、ユーロ改革に向けた EU の諸政策を見ていく。

図表 1-3 『EMU の深化に向けた考察文書』ユーロ改革の行程表

期間：2017～2019 年	
金融同盟	経済・財政同盟
銀行同盟・資本市場同盟 (CMU) - 金融部門のためのさらなるリスク削減措置 - 不良債権 (NPL) 処理のための方針 - 共通バックストップとしての単一破綻処理基金の設置 - 欧州預金保険スキーム (EDIS) の合意 - CMU イニシアティブの完遂 - 単一の資本市場監督に向けた最初のステップとして、欧州金融監督機構 (ESAs) の見直し - ユーロ圏のためのソブリン債担保証券創設の取り組み	経済・社会の収斂 - ヨーロッパ Semester のさらなる強化 - さらなる技術支援の実施 - 収斂基準に関する研究 新しい EU 中期財政枠組みの準備 - 改革への一層の支援と、ユーロ圏の優先事項とのリンク 財政安定化機能 - 財政安定化機能の設立の検討
民主的説明責任・実効的なガバナンス	
- 欧州議会との対話の強化と一層の公式化 - ユーロ圏対外代表権の強化に向けた進展 - 財政協定の EU 法体系への統合に向けた提案	
期間：2020～2025 年	
金融同盟	経済・財政同盟
資本市場同盟 (CMU) イニシアティブの継続的な実施 欧州預金保険制度 (EDIS) の開始 欧州セーフ・アセットの発行への移行 ソブリン・エクスポージャーに対する規制上の取り扱い変更	経済・社会の収斂 - 新たな収斂基準と中央安定化機能とのリンク 中央安定化機能 - 制度設計の決定、実施の準備および稼働の開始 新しい EU 中期財政枠組みの実施 - 改革に向けたインセンティブへの強力な注力 安定成長協定の規定簡素化
民主的説明責任・実効的なガバナンス	
- 常任のユーロ・グループ議長の設置 - 公式な理事会形式としてユーロ・グループを確立 - 完全に統一化されたユーロ圏の対外代表権 - EU 法体系に残る政府間協定の統合 - ユーロ圏財務省の設立 - 欧州通貨基金 (EMF) の設立	

出所：European Commission [2017], ‘Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union’, COM(2017)291, 31 May 2017、筆者訳。

注：経済通貨同盟（EMU）とは、単一通貨の導入と各国経済・財政政策の協調により、通貨圏内のマクロ経済の安定と成長を図る仕組みを指す。

図表 1-3 は『考察文書』で掲げられた取り組みの一覧であり、2025 年までの完成を目標としている²⁴。一連の取り組みは、『5 賢人報告』で示された第 2 段階の改革をさらに具体

²⁴ 詳細は European Commission [2017d]を参照。なお、この項目の記述は松下 [2018]、pp.66-69 に依拠している。

化したもので、第 1 段階の 2017 年－19 年と第 2 段階の 2020 年－25 年の 2 つの時期区分に、他方、「金融同盟」、「経済同盟と財政同盟」、「民主的説明責任と実効的なガバナンス」（いわゆる政治同盟）の 3 分野の改革に分けられている。

金融同盟は主に、銀行同盟と資本市場同盟から成る。「銀行同盟」（Banking Union）はユーロ圏内の銀行監督・破綻処理制度であり、単一監督メカニズム（SSM）、単一破綻処理メカニズム（SRM）、欧州預金保険スキーム（EDIS）の 3 つの柱から成る。「資本市場同盟」（CMU: Capital Markets Union）は、実体経済の成長とユーロの機能強化を目的に、EU における資本市場の利用拡大と国境を越えた投資の活性化を図る施策から成る。金融同盟はその他にも、「ソブリン債担保証券」（SBBS）や「欧州セーフ・アセット」といった、域内で発行する「共同債」の施策も提案されている。

経済同盟では、ヨーロッパ・セメスターのさらなる強化を柱としており、域内マクロ経済不均衡を是正する姿勢が見受けられる。財政同盟では、『5 賢人報告』でも提案された、「マクロ経済安定化機能」の構築に向けた取り組みが提案されている。これは、域内マクロ経済の収斂を目的に、構造改革や公共投資の支援等を行う域内共通財政の枠組みであり、財政移転としての性格を持つ。政治同盟では、ユーロ圏財務省、欧州通貨基金（EMF）の創設を明記している。

財政同盟については、恒常的で一方的な財政移転にならないようにすべきだと指摘されており、したがって、経済同盟による域内収斂が事前に達成されることが、ユーロ改革の当面の焦点だとされている²⁵。財政同盟の構築には、南欧諸国への一方的な財政移転を懸念するドイツなど財政儉約国からの同意が必要とされるものの、経済同盟の柱であるヨーロッパ・セメスターは十分な成果が得られておらず、現状として同意は得られないと指摘されている。

（4）金融危機以降の EU を巡る動き

金融危機終息後も EU の金融統合を取り巻く様々な動きがみられている。金融危機以降の EU 統合は、金融システムの修復やユーロの機能強化を焦点に向けられがちだが、統合が遅れていた分野で市場統合に向けた取り組みが見られている。その例として、リテール決済分野の市場統合が挙げられる。リテール決済分野の統合に向けた取り組みは、ユーロ導入以降から実施されているが、金融危機が発生してからも続けられている。

一方で、金融危機以外にも EU では困難に見舞われた。2016 年 6 月、英国は国民投票の結果を受け、EU からの離脱（Brexit）を決めた²⁶。英国は 2020 年 1 月末に正式に離脱し、EU は初めて拡大から縮小に転じた。英国の資本市場は、国際金融センターであるロンドンを有し、発行済み株式時価総額では EU28 か国の 3 割を占める。CMU を推し進める EU にとって、英国資本市場の喪失は大きな打撃となった一方、EU では CMU を通じた域内資本

²⁵ 森井編 [2022]、p.245。

²⁶ 森井編、前掲著、pp.236-237。

市場の活性化の重要性を再確認している²⁷。

また EU では、2017 年 3 月、ローマ宣言に先立って英国離脱後の EU 統合の将来像を示す白書『欧州の将来』を公表した。そこでは、2025 年までにどのような EU になり得るか、その将来像を議論するためのたたき台として、①Carrying On（これまでどおり進める）、②Nothing but the Single Market（単一市場のみ進める）、③Those Who Want More Do More（希望する加盟国はさらに進める）、④Doing Less More Efficiently（領域を絞り効率よく進める）、⑤Doing Much More Together（さらに多くを共に進める）の 5 つのシナリオを挙げている²⁸。これらのシナリオはあくまで例として EU が提示したものであり、この 5 つ以外の将来像もあり得るという立場である。とはいえ、シナリオの中には統合のスピードを多様化する「多速度式統合」も提案されており、EU 加盟国は原則通貨統合にも参加することを前提としたこれまでの統合の枠組みとは一線を画するといえよう。

2020 年に入り新型コロナウイルス（COVID-19）が蔓延すると、EU では経済活動が停止し、深刻な経済危機に見舞われるリスクに直面した²⁹。EU では、ECB によるパンデミックへの対応として緊急の流動性支援（PEPP）を実施したほか、国家財政や企業、雇用支援（SURE）を対象に増額 5,400 億ユーロの「コロナ危機対応パッケージ」を実施した。さらに、EU は 2020 年 7 月、コロナ危機の経済対策として総額 7,500 億ユーロの復興基金「次世代 EU」を打ち出した。こうした支援策のうち、次世代 EU と雇用支援策に必要な資金は、EU を代表して欧州委員会が債券発行して調達している。

以上の通り、金融危機以降の EU 金融統合は、金融危機対応や危機の再発防止に加え、市場統合の完成を目指す平時の政策もみられるうえ、Brexit や新型コロナ危機など、金融危機以降 EU を襲った困難とその打開のためにも推し進められている。これらの取り組みは、EU に権限を委譲する統合の深化や、最低限調和から転じて一層調和した金融法制度の整備を通じて行われている。このことはしたがって、金融統合を推し進めていく方法論すなわち金融制度が世界金融危機を契機に変化したことを意味する。

第3節 金融統合の理論

1. 金融統合の実体経済への波及プロセス・経済的利益とコスト³⁰

市場統合の狙いは、実物投資の回復を目的に、EU 域内で残存する非関税障壁の撤廃を通じて一国内で寡占化した経済を開放し、域内寡占間競争を引き起こすことである³¹。1988 年に市場統合の利益を検討した『チェッキーニ報告』では、こうして得られる市場統合の利益は、直接的および間接的なプロセスを経て獲得できるとしている。

²⁷ Brexit が CMU および EU 資本市場統合におよぼす影響は、松下 [2018] 第 3 章を参照。

²⁸ 各シナリオの日本語訳は駐日 EU 代表部の EU Mag 記事に基づく（「欧州の将来を見据えた白書とローマ宣言」、2017 年 4 月 28 日（<https://eumag.jp/feature/b0417-2/2/>、最終閲覧日：2024 年 9 月 2 日））。

²⁹ EU のコロナ危機対応は蓮見・高屋編 [2021] 第 1 章を参照。

³⁰ 市場統合による経済的利益についてはチェッキーニ [1988] 第 9-10 章および田中 [1991] 第 2 章を参照。また、金融サービス市場統合による利益については、岩田 [1996] および岩田 [2004] を参照。

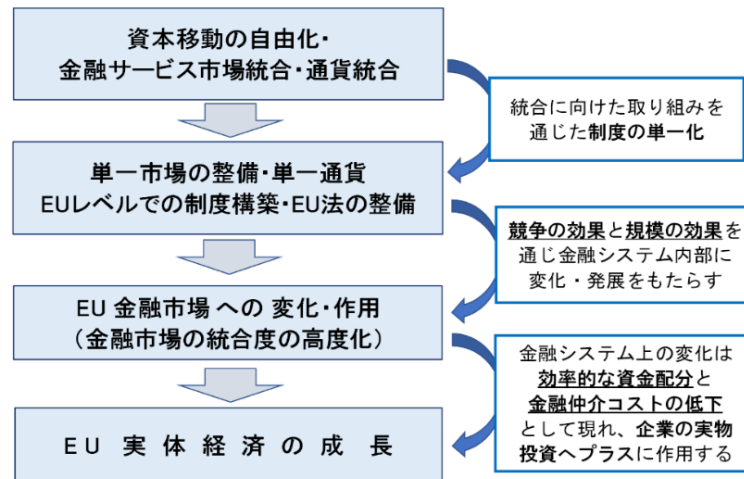
³¹ 田中 [1991]、pp.41-50。

直接的利益は障壁の除去によって得られるもので、第 1 に税関など貿易に影響する障壁の除去によるコストの低下、第 2 に非関税障壁の撤廃による自由な競争の促進を受けて財・サービスの生産に係わるコスト・価格を下げることによる。

次に間接的利益は市場統合によって得られるもので、非関税障壁によって「守られて国内市場を寡占ないし独占支配していた企業の間で国際的寡占間競争が引き起こされ、コストと価格が引き下げられるプロセスから生じてくる」³²。これは、財・サービスの生産量の拡大と企業内部のリストラクチャリングによって規模の経済を実現し、域内競争の激化によって企業の非効率と独占利潤（レント）を減少させるプロセスを経て得られる³³。『チェッキーニ報告』では、間接的利益が直接的利益よりも多く見積もられており、したがって、市場統合計画は寡占間競争を通じた規模の経済の実現と、競争の効果によるコスト削減を目標にしていた³⁴。

この市場統合の経済的論理は、金融部門においても貫かれている³⁵。金融部門での域内市場の完成は、域内障壁を除去して金融サービスを自由化することで、金融の効率化を果たすことが目標である。金融の効率化により、企業は金融サービスを安価に受けられるようになる。これにより企業は、「これまで金融業者に支払っていたコストを削減することができるし、域内寡占間競争の再開に向けたリストラのための生産的投資資金を安価に調達できる」³⁶。すなわち、金融サービスの域内市場形成は、企業が市場統合の目標を達成するための重要なテコと考えられた。

図表 1-4 金融統合の波及プロセス



出所：岩田 [2004] p.169 をもとに筆者作成。

³² 田中、前掲著、p.45。

³³ 企業の非効率性は、過大な間接費や過剰在庫などの「X 非効率」を指す。

³⁴ 岩田 [1996]、p.49。

³⁵ 岩田、前掲著、pp.50-51。

³⁶ 岩田、前掲著、pp.50。

第1章

金融統合が実体経済に波及するプロセスを具体的に見ていく。金融統合は、域内障壁を除去する諸政策によって域内の金融システムの変容・発展をもたらし、このプロセスを通じて実物投資を喚起し、最終的に域内の経済成長と雇用の増大に寄与することが目標である³⁷。

図表 1-4 はその波及プロセスを簡素化して示したものである。

金融統合は、まず、金融システムに関連する諸制度を域内で単一化し域内障壁を除去する。その諸政策は、資本移動の自由化と域内金融サービス市場の形成（すなわち市場統合）を指す。域内金融サービス市場の形成は単一免許と母国監督・相互承認の原理による対等な競争条件を形成する。そのうえ、通貨統合は市場統合の論理が直接作用しないものの、単一通貨ユーロの導入により、通貨圏内の為替相場は不可逆的に固定される。このことは、市場統合では除去できなかった為替リスク・手数料を除去し、域内金融市場において単一金利体系が成立することを意味し、域内金融サービス市場の完成度を一層高める役割を果たすことになる。

一連の政策は、域内金融システム内部にて競争の効果と規模の効果を通じて「効率的資金配分」と「金融仲介コストの低下」をもたらす。まず、競争の効果では、域内金融機関の競争・再編を通じて金融仲介コストが低位収斂すると、企業の資金調達コストは低下する。次に規模の効果では、単一金融市場の形成により資金の調達・運用基盤は一国から EU レベルに一ユーロ圏では為替リスクのない市場へと一拡張する。この拡張は資金配分の効率性を高めるうえ、金融機関や取引所の「規模の経済」実現により、金融仲介コストの低下をもたらす³⁸。以上を通じて、域内金融システムでは効率化が果たされ、企業の実物投資を喚起する。

特に 1980 年代以降の金融統合では、コスト面での効率化を促進するために諸政策がなされた。これは、高度成長期が終焉し、1974－75 年不況以降の低成長と余剰資金の累積という課題に直面した先進諸国では、銀行業・金融業の効率について、資金配分の効率性から、市場メカニズムに依拠した「金融システムの効率性の改善」へと転換したことによる³⁹。この効率性を改善する柱として、金融サービスのコストと金融仲介のコストから成る「コスト面での効率化」が挙げられる。そして、金融の効率化による価格低下は一連のコスト削減をもたらすが、これは「消費者余剰（consumer surplus）」として、利用者が市場統合によって得られる利益として計上される⁴⁰。このように、EU の金融統合は、「現代資本主義に共通する『金融システムのコスト面の効率化』へ向けた大きな流れの一環」⁴¹であり、この課

³⁷ 岩田、前掲著、pp.52-53、『チェッキーニ報告』、第 10 章、および岩田 [2004]、pp.168-170。

³⁸ これに加え、EU・ユーロ圏金融市場の形成により、投資家はリスク評価とリスク分散が容易となり、よりの確な投資、リスク調整後のリターンの増加が可能となる。このことは企業にとって、信用スプレッドの低下、資金調達コストの低下をもたらす。また、金融市場の拡大により市場の流動性は増大することになる（岩田 [2004]、p.170）。

³⁹ 岩田 [1996]、pp.53-55。なお、資金配分の効率化は、1960 年代の単一欧州資本市場計画（セグレ報告）の基本目標であり、これは、限られた資金を広範に集め、投資に効率よく配分することが課題であり、ユーロ債市場がこれを満たした。詳細は岩田、前掲著、第 1 章を参照。

⁴⁰ 岩田、前掲著、p.56。

⁴¹ 岩田、前掲著、p.55。

題に対する欧州の回答だったといえよう。

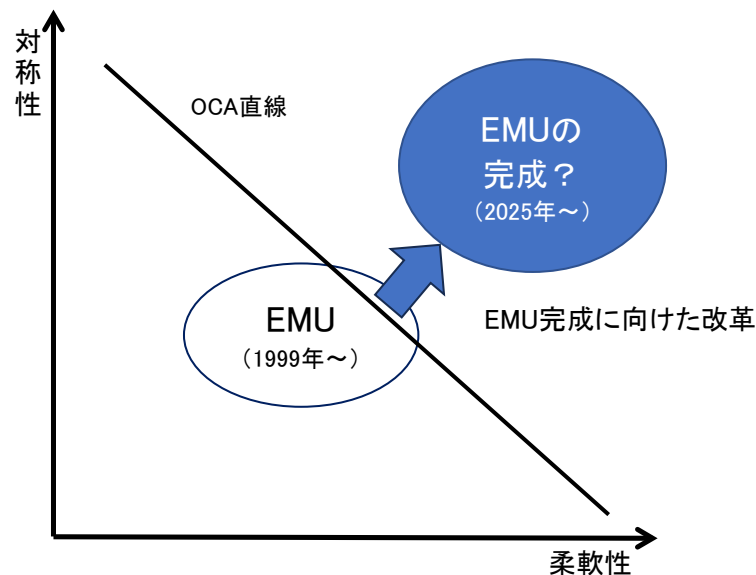
なお、経済統合によって生じる利益とコストは、単一市場と単一通貨によって異なる⁴²。まず単一市場の利益は主に、関税同盟による価格低下と、市場統合による利益、すなわち非関税障壁の除去によるコスト削減と域内寡占間競争と再編による規模の経済の実現から成る。一方、競争に太刀打ちできない企業や産業も出てくるため、市場統合の利益を獲得できない産業・地域への手当は単一市場のコストとなる。本研究が対象とする金融統合は、この統合の経済的論理を中心に見ていく。

他方、単一通貨ではその利益として、投機筋による通貨アタックが無くなるほか、価格を同じユーロ建てで比較できて為替相場の不透明性が無くなり、通貨の交換コストも除去される。しかし、ユーロの参加国は自国の金融政策や為替の調整ができなくなることが、コストとして挙げられる。

2. 最適通貨圏（OCA）理論

通貨統合によって得られる利益とコストについて、詳細に検討したい。通貨統合の利益とコストを把握するための代表的な理論として、「最適通貨圏（OCA: Optimum Currency Area）理論」が挙げられる。最適通貨圏とは、「費用と便益の観点から、個々に独立した通貨をもつよりも単一の通貨をもつことが望ましい経済圏」を指す⁴³。

図表 1-5 OCA 曲線とユーロ圏



出所：デ・グラウエ [2011]、p.139 をもとに筆者作成。

⁴² 森井編 [2022]、p.232。

⁴³ 金融辞典編集委員会編 [2002]、p.234。

デ＝グラウエ [2012] は、「対称性」と「柔軟性」の2つの観点から、その通貨圏が最適通貨圏かどうかを分析でき、図表 1-5 のグラフで表せるとしている。単一通貨を導入すれば、参加国は自国の通貨政策・金融政策を放棄することを余儀なくされる。換言すれば、1つの通貨のもと単一の金融政策によって通貨圏内は運営されるため、一国内の経済政策は制限される。そのため、単一通貨圏内では十分な対称性と柔軟性を有することが求められる。

「対称性」とは、単一通貨圏内では経済的ショックに対してすべての国が同様の反応をすること—つまり対称的ショックであること—を意味する⁴⁴。したがって、域内マクロ経済が収斂し、生産や雇用等の経済のファンダメンタルズが相関する状態なら、対称性が高いことになる。この場合、単一の金融政策によって経済対策を取ることが可能となる。

一方、もしも経済的ショックが特定国に集中したり、反応が様々に異なったりする「非対称的ショック」だった場合、単一の金融政策・通貨政策は用いることができない。したがって、非対称的ショックを速やかに平準化し、マクロ経済を再び安定化させるための仕組み・機能を十分有することが求められる。これを「柔軟性」と呼ぶ。通貨圏内の非対称的ショックは、OCA 理論の先駆けとなった R.マンデルが当初提唱した労働移動に加え、賃金、資本移動、財政移転を通じて調整可能であり、こうした機能を域内で十分持っている場合、柔軟性が高いと言える。

最適通貨圏たり得る対称性と柔軟性の最小の組み合わせは、図中の OCA 曲線として表すことができる。単一の通貨圏内で経済的ショックの対称性が低下すると、域内マクロ経済を平準化する柔軟な調整機能が必要となる。逆に対称性が高まれば、柔軟な対応は不要となる。したがって、OCA 曲線は右下がりの曲線となる。この OCA 曲線の右側にある場合、その通貨圏は最適通貨圏を十分満たす対称性・柔軟性の組み合わせを持ち合わせており、単一通貨圏での運営の便益はその費用よりも高いことを意味する。

デ＝グラウエは OCA 曲線を実際の EU にあてはめると、図表 1-5 に示すように、世界金融危機以前の EU は OCA 曲線の左側、すなわち最適通貨圏ではなかったと指摘している。これは、一連の金融危機、特にユーロ圏債務危機は南欧諸国を中心に深刻な打撃をもたらしたこと、金融危機当時、財政移転を伴う対応や EU 機関による特定国の救済が EU 機能条約で禁じられていたことから明らかであろう。EU による EMU 深化に向けた一連の改革は、こうした金融危機の反省を受け、ユーロ圏内の対称性と柔軟性を向上させ、最適通貨圏の条件を満たすために行われているとも解釈できる⁴⁵。

3. 金融同盟による制度改革と金融統合との関係

以上のように、市場統合と通貨統合では、追求する統合の経済的論理や統合によって生じるコスト・ベネフィット構造が異なる。しかし、1999 年に通貨統合が導入され、域内の為

⁴⁴ 通貨圏内での経済的ショックの対称性・非対称性、および非対称的ショックへの対応についての詳細は、Commission of European Communities [1990]を参照。

⁴⁵ EMU 深化に向けた改革のうち、金融同盟の施策が OCA 曲線にもたらす効果の考察は、松下 [2018]、pp.69-72 を参照。

替リスクが除去された結果、金融市場の統合度は一層高まった⁴⁶。同様に、ユーロ圏債務危機以降の通貨統合の深化に向けた施策もまた域内の金融統合に作用・波及することが考えられる。したがって、本研究では、金融サービス市場統合の完成を目指す施策に加え、金融統合にも波及し得る通貨統合の深化にかかわる施策も金融統合の分析対象とする必要があるだろう。

この観点から、EMU 深化に向けたロードマップで提案された、金融同盟の主要政策である銀行同盟と資本市場同盟（CMU）、EU 共同債構想の3つについて考えたい。

まず、銀行同盟はユーロ圏および希望する非ユーロ圏 EU 加盟国が参加する共通の金融監督・破綻処理制度である。銀行同盟によって整備されるペイル・イン型の破綻処理、共通の破綻処理基金・預金保険によって、銀行危機の悪化を防ぐことができる。OCA 理論の観点では、特定国の財政負担を抑える点ではユーロ圏内の対称性の向上、共同プールの破綻処理基金（および預金保険）は柔軟性の向上をもたらすだろう。しかし、これらは、経済同盟のヨーロッパ・セメスターのようにマクロ経済の収斂（対称性の向上）や、財政同盟の「マクロ経済安定化機能」のように財政移転（柔軟性の向上）をユーロ圏内に直接働きかけるものではない。銀行同盟はユーロ圏をメインの対象とする施策ではあるものの、域内金融市場の信用秩序の維持する点では、EBA など EU レベルの金融監督機関の創設と同義であり、したがって市場統合の観点からの検討も必要となる。

次に CMU は、EU における資本市場の利用拡大と国境を越えた投資の活性化を促すことで、企業の実物投資と雇用の拡大を図る政策である。OCA 曲線にあてはめると、CMU は、域内経済の成長を通じてユーロ圏内の対称性の向上を、また、証券のクロスボーダー保有の増加による「リスク共有機能」の強化を通じて柔軟性の向上をもたらす。しかし、CMU は統合を通じた資本市場の活性化を目的とする、市場統合の経済的論理に基づく施策であり、通貨統合への貢献はあくまで副次的である。

他方、共同債の構想のうち欧州セーフ・アセット構想では、各国政府による債務の共同発行を提案している。これは、域内共同財政の強化を図る財政統合を金融面で強化する取り組みであり、債務の相互化は財政移転を促すため、ユーロ圏の柔軟性を強化することになる。このことは同時に、超国家的な EU 共通の債権が金融市場に流通することを意味し、共同債がベンチマークとして域内金融市場の統合度に作用したり、各国政府の資金調達コストが低下したりすることも考えられる。このように、共同債の発行は通貨統合の深化をもたらす改革だが、金融統合にも波及することも予想される。

したがって、金融同盟の諸改革は EMU の深化を目的としたものであるが、金融統合の視点からそれぞれの意義を検討・考察する必要がある。

4. 金融市場の統合度

金融市場の統合度は、金融統合と通貨統合を通じて数量と価格の2つの面より測定でき

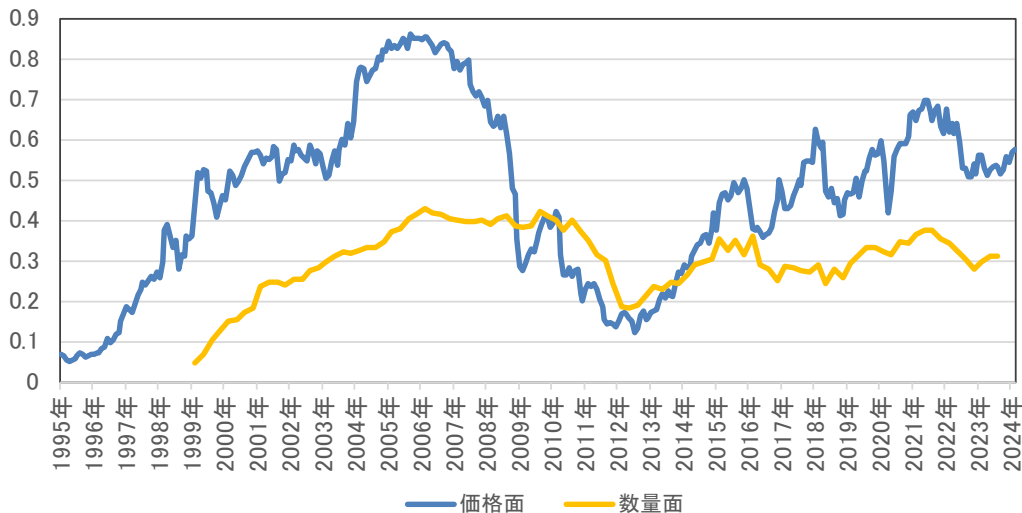
⁴⁶ 岩田 [2004]、pp.64-70。

第1章

る⁴⁷。まず金融統合、すなわち金融サービス市場統合では、金融関連の EU 法を定めることで、金融サービスの域内市場が形成される。資本の自由な移動を前提に、金融機関や取引所が国境を越えて自由に金融サービスを提供できるようになると、国境を越えた金融機関同士で競争と再編が進む。その結果、数量面では銀行などの国外進出や M&A の程度に現れ、一方、価格面では、銀行等金融機関の貸出金利や手数料の低下として現れ、収益率も収斂することになる。

これに加え、通貨統合では、単一通貨の導入によって為替相場は不可逆的に固定され、単一の中央銀行の設立によって通貨は統一的に管理される。これにより、域内通貨間の為替市場は消滅するため、数量面では国境を越えたインターバンク取引が容易に可能となる⁴⁸。が一層高くなる。他方、価格面では、ユーロ圏では単一の金融政策が適用されるため、ユーロ圏内の金融市場では単一の金利体系が成立する。

図表 1-6 ユーロ圏金融市場の統合度



出所：ECB, Financial integration and structure in the euro area: Statistical annex.

注：価格面は月次データ（1995年1月－2024年2月）、数量面は四半期データ（1999年Q1－2023年Q3）。

ここで、域内金融市場の統合度について概観しておきたい。図表 1-6 は、ECB が 2 年ごとに公表しているレポート『ユーロ圏の金融統合と金融構造』にて示されている、ユーロ圏

⁴⁷ 岩田 [2003]、pp.255-257。

⁴⁸ 国境を越えたインターバンク取引は、相手国に進出した自国の支店を経由して取引するか、コルレス銀行経由で行われるが、通貨統合により、取引の資金がユーロ建てに統一される。そのうえ、ユーロ導入の際、ユーロ圏内の中央銀行は各国の決済システムを接続して TARGET と呼ばれる超国家的な決済システムを導入している（田中 [2004]、pp.8-9）。これにより、例えばフランスの銀行がドイツ所在の民間銀行にユーロ建ての資金（中銀預け金）を振り替える際、その資金はフランス（中央）銀行から TARGET システムを介してドイツ連邦銀行を経由し、ドイツの民間銀行へと届けられる。こうして TARGET が導入されたことにより、ユーロ圏内の民間銀行では国境を越えた銀行間の資金移動の選択肢がさらに広がった。

金融市場の統合度である（ECB [2024b]）。グラフは価格面、数量面での統合度を表し、1に近いほど域内の統合度が高いことを示す。価格面の指標は、ユーロ参加国における短期金融市場、債券市場、株式市場、リテール銀行市場の金利や利回り、価格をもとに測定している。すなわち、価格が収斂する（同様に連動する）と、統合度は高くなる。他方、数量面の指標は、上記の国外進出や M&A の程度ではなく、クロスボーダーでの銀行間貸出、金融機関による自国以外のユーロ圏参加国が発行した証券の保有の程度によって測定される。したがって、国境を越えた資産保有が多いと、統合度は高く示される。

各指標の動向を見てみると、まず価格面では、ユーロ導入までに金融市場の金利・価格の収斂が進んでいることが分かる。2000年代半には0.8以上という高い統合度を示していた。しかし、世界金融危機とユーロ圏債務危機が相次いで起こると、価格面での統合度は大きく低下し、ユーロ圏金融市場が分断されたことが分かる。2012年7月に ECB が OMT による国債無制限購入を示唆したことで、金融危機が終息すると、その後は徐々に価格面の統合度は上昇し、危機前の 3/4 の水準まで回復している。2020年 EU ではコロナ危機に直面したものの、統合度への影響は小さく、危機対応が金融市場にも正常に作用したことが見受けられたが、2022年以降、ロシアのウクライナ侵攻を受けて統合度に低下がみられている。

他方、数量面の指標では、ユーロ導入以降徐々に統合度の数値が上昇し、クロスボーダーでの金融資産の保有が拡大していることが見て取れる。しかし、価格面での指標と比べても0.4と低いうえ、統合度の上昇は2005年以降一服している。一方で、価格面の指標とは異なり、世界金融危機の発生を受けても数量面では大きな変化は見られなかった。しかし、ユーロ圏債務危機が起こると、数量面の指標は大きく低下しており、これは、金融機関では保有していたクロスボーダー資産を手放す動きが激化したことを示唆している。債務危機終息後、数量面の指標は徐々に上昇し、金融危機以前の 3/4 の水準まで回復している。

以上の統合度の推移を踏まえつつ、第 2 章以降では各金融分野の統合に向けた取り組みを検討していく。

第 4 節 世界金融危機以降の EU 金融システム

1. 金融統合と金融システム

最後に、世界金融危機以降の EU 金融システムの特徴を見る前に、金融統合と金融システム（特に金融構造）との関係について見ておきたい。確かに金融統合は、EU 実体経済成長のために必要な資金を安価かつ円滑に融通するために実施されるため、金融構造の収斂は射程外である。しかしながら、序章第 3 節でも触れたように、金融統合を推し進める手段が金融制度の再編成・変更である以上、金融構造への影響は等閑視できないものとする。

一方、金融統合は金融サービス価格の低位収斂を推し進めるものであるが、EU は統合による金融構造の収斂についても追求しているのであろうか。EU における金融構造の変化や域内収斂への追求はこれまでも、本来金融統合を推し進める目的の射程外だったものの、学界および EU・ECB 内で少なからず着目されていた。そこでは、一方で金融構造の違い

が金融政策や金融安定性にもたらす影響は何か、他方で EU における最適な金融構造とは何か、という2つの課題があった⁴⁹。

後者の課題について、欧州委員会は2001年の報告書で、『完成した金融構造においては、企業のニーズに最も適合する形で、市場もしくは仲介機関が企業金融を提供することになる』が、そうしたニーズは企業の発展段階ごとに様々である」という立場をとっている⁵⁰。

この立場は金融危機以降も一貫しており、資本市場同盟（CMU）の『行動計画』公表時に同時に出された作業文書（staff working document）でも、「EU 構成国にとって最適とされる普遍的な金融構造は無」⁵¹、また、「最適な金融構造が企業の特性によって決まる企業レベルの選択であることと同様に、国にとって最適な金融構造は国固有の要因によって決まる」⁵²という立場をとっている。だが同時に、「最適な金融構造は、経済成長がより高い水準になるにつれ、資本市場へとシフトする」⁵³とも作業文書では言及している。したがって、企業や経済の発展度合いは各国別、国内産業別に様々であるため、それらの資金ニーズの動向を把握するためには、EU 域内の金融構造について、地理的な違いだけでなく、時系列で比較することも不可欠だと分かる⁵⁴。

以上を踏まえたうえで、この節では金融構造面での EU の金融システムの特徴について把握する。その際、世界金融危機前後という時系列での比較分析を軸に据えつつ、経済主体別、EU 加盟国別・地域別にみられる変化について明らかにしていく。この分析を通じて、第2章以降で本研究が対象とする4つの取り組み—すなわち、リテール決済市場統合、銀行規制監督の改革、EU 共同債、CMU—を検討する意義を示していく。

とはいえ、会社法や破産法、税制、その他金融法制における制度上の相違（残存障壁）や、各国金融システムにおいて歴史的・文化的に根付いた慣行も依然残されているため、各国の金融構造がたちまち劇的に変化したり、収斂したりすることはないと考えられる⁵⁵。このように、27か国の金融システム・金融構造が併存しながらも、金融統合に向けて単一の金融制度を構築していることに、EU 金融システムの独自性がある。本章ではこれ以降、27か国を一緒くたにして EU の金融構造を概観していくが、この EU 金融システムの独自性を念頭に置きつつ、EU の金融制度・金融構造を検討していく。

⁴⁹ 岩田 [2003]、p.262。後述の通り、EU は金融構造の収斂を目指していないものの、金融構造は単一金融政策の波及経路や金融不安定性の発現様態にも影響を及ぼすため、金融構造の違いは無下にできない。この観点からも、域内金融構造の動向を把握することは重要視されるべきだと考える。

⁵⁰ 岩田、前掲著、p.263。欧州委員会の報告書は、European Commission [2001], *European Economy, The EU Economy: 2001 Review, Investing in the Future*, European commission.

⁵¹ European Commission [2015c], p.85.

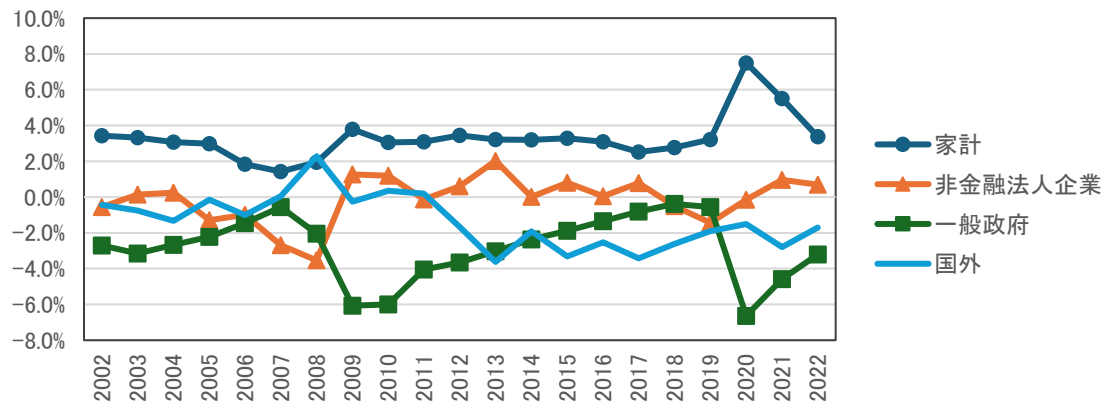
⁵² *Ibid*, p.19.

⁵³ *Ibid*, p.19.

⁵⁴ 岩田 [2003] も比較金融システムの方法論的観点から同様の指摘をしている（pp.263-264）。

⁵⁵ 欧州委員会や ECB の研究員も金融危機前後で一貫してこの見方を採っている（European Commission [2015c], p.25、Hartmann et al. [2007]、pp.11-12）。

図表 1-7 EU 域内の部門別資金過不足



出所：Eurostat より筆者作成。

2. EU 金融システムにおける資金過不足

EU の金融構造について、まず資金過不足から見ていく。図表 1-7 は EU27 か国全体の部門別資金過不足である。資金過不足は GDP 比で示しており、一般的に黒字（正の数値）だと資金余剰主体、赤字（負の数値）だと資金不足主体であることを意味する。家計、非金融法人企業（一般企業）、一般政府、国外（EU 域外）の 4 部門について、それぞれ見ていく。

まず、家計部門は一貫して黒字、すなわち資金の貸し手である。2002 年から 2022 年の間、概して GDP 比 3%程度の黒字であるが、2020 年にはコロナ禍での行動制限によって消費が停滞したことを受け、資金余剰の程度は急増している。

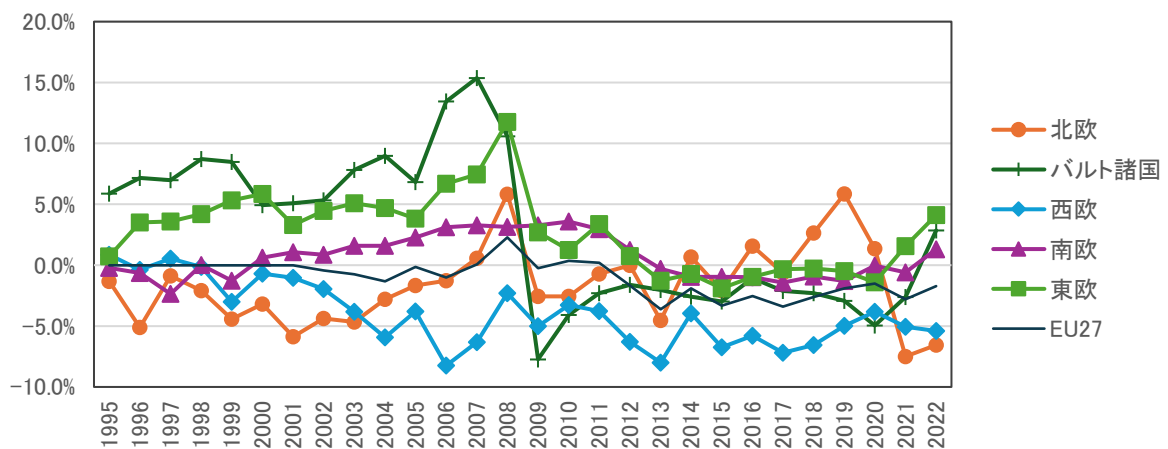
次に一般企業は、資金を借りて事業を行うため、一般的には赤字、つまり資金不足主体であるとされている。EU 企業の資金不足は 2000 年代前半にはわずかだったものの、その後拡大し、2008 年には GDP 比 4%程度の資金不足となっていた。しかし、世界金融危機が EU 実体経済に波及した 2009 年以降、企業に流れ込んでいた資金は停止・逆流し、黒字へと転じている。2010 年代以降は黒字の計上がメインながら資金過不足が均衡する状況が続き、2018 年によりやく赤字主体となったものの、コロナ禍による経済危機を受けて再び黒字主体へと戻っている。

一般政府部門では一貫して赤字を計上して資金不足主体であり、さらに世界金融危機後、赤字は 6%まで急拡大している。金融危機終息後、政府の資金不足は徐々に低下し、2018 年、19 年にはほぼ過不足ない水準まで改善したが、2020 年に新型コロナウイルスが実体経済にも猛威を振るうと、その経済対策のために資金調達した結果、6%以上の資金不足を計上している。このように、金融危機や経済的ショックが起こると、政府部門の資金不足は拡大する傾向にある。しかし、ユーロ圏の各国政府は財政赤字・政府債務残高に制限が設けられている。コロナ対策の財政資金の捻出は、特にユーロ圏債務危機に見舞われた南欧など周辺国にとって重要な課題だったと考えられる。この点からも、新型コロナの経済対策で発行された EU 債の意義を確認する必要があるといえよう。

なお、企業は内部金融だけでは投資資金を賄えない場合、企業部門の資金不足は拡大する。したがって、「一般に高度成長期は、企業は資金不足幅が大きく、低成長期には低く」なるため⁵⁶、低成長期になると赤字主体は政府部門が取って代わることになる。実際に2000年以降のEU経済の動向を見てみると、2000年代初頭に企業の資金不足が徐々に回復し、世界金融危機前夜では、企業部門が政府部門を逆転して主要な赤字主体となっていた。しかし、世界金融危機、その後のコロナ禍を受けて、2010年以降は企業部門よりも政府部門の方が資金不足である状態が続いている。企業部門の資金不足はわずかであり、EUの経済構造は低成長状態にあることも、この資金過不足から把握することができる。

最後に国外(EU域外)部門だが、当該部門の資金余剰はEU域内への資金流入を意味し、一方、資金不足はEU域外への資金流出を意味する。その動きをみてみると、世界金融危機以前の資金過不足は均衡状態、危機以降は資金流出の傾向にある。ここで、域内の傾向をより詳細に見るために、図表1-8を使って地域別に国外部門からの資金流入の状況を見ていく。地理的・歴史的経路依存関係から、北欧、バルト諸国、西欧、南欧、東欧の5地域に分けている。ここで各地域に現れる数値は、EU域内その他4つの地域とEU域外の合計であるため、EU域内クロスボーダーでの資金流入の要素も含まれる⁵⁷。

図表1-8 地域別の外国部門の資金過不足 (%GDP比)



出所：Eurostat より筆者作成。

注：各地域の構成国は以下の通り。北欧（愛、スウェーデン、デンマーク、フィンランド）、西欧（独、墺、ベネルクス）、南欧（仏、伊、西、葡、ギリシャ、キプロス、マルタ）、東欧（ポーランド、チェコ、スロバキア、ハンガリー、スロベニア、クロアチア、ルーマニア、ブルガリア）。

⁵⁶ 岩田 [2003]、p.250。

⁵⁷ 今回は部門別資金過不足を用いて、ネット・ベースでのクロスボーダー資金移動の状況を確認したが、資本移動自由化が進み、国債証券取引も発達した今日の国際金融市場では、グロス・ベース（一定期間内の資本の流入・流出それぞれの総額を指す。「グロスの流出（流入）とは、居住者（非居住者による）外国（国内）証券の取得の額から処分の額を差し引いたものである」（岩田 [1996]、p.231））、アグリゲート・ベース（証券の取得と処分のすべての取引を指し、売買高（turnover）に現れる）からも把握していく必要がある（岩田 [1996]、pp.202-204、pp.230-231）。このことは本研究の射程を越えるものであるため、今後の課題としていきたい。

世界金融危機以前まで西欧と北欧では資金が流出していた一方、バルトや南欧、東欧では世資金が流入しており、特に移行経済だったバルト・東欧には当該地域 GDP 比で 5–10% の大量の資金が流入していた。2000 年代中ごろ、南欧・東欧は西欧・北欧からの大量の資金移動を受けたことで、消費ブーム・財政支出ブームによるバブルが発生したが、このグラフからもその構図が垣間見える。後にバブルが崩壊し、深刻な経済危機に見舞われたことを考えると、当時の南欧・東欧への資金流入の水準は過剰であったといえよう。

とはいえ、バブルが崩壊した 2000 年代後半以降、南欧、東欧・バルトへの旺盛な資金流入は急減し、当該地域では危機終息後、ほぼ均衡ではあるものの資金流出の立場に転じている。このように金融危機以降の域内のクロスボーダー資本移動は危機以前と比較して停滞基調にある。他方、EU では域内資本市場の活性化を目的に資本市場同盟（CMU）の完成を目指しているが、この政策により域内クロスボーダー資本移動に影響を及ぼすことも予想される。

3. 部門別の金融資産・負債の構造

図表 1-9 は、2013–22 年間の EU 域内の金融資産・負債残高を部門別に見ている。この図は各経済主体のバランスシートをもとに、右に非金融部門の資産（資金運用）を、左に当該部門の負債（資金調達）を置き、右から左へと資金が融通されるようになっている。中央の金融機関は、非金融部門の資金を受け入れ、非金融部門へ資金を提供する金融仲介としての役割や構造を表している。数字は金融商品ごとの資産・負債額（および各部門の総額）について、2013–22 年間（すなわち金融危機終息後）の GDP 比の平均を表している。これより、各経済主体がどれだけの規模でどのように資金を調達し、運用しているのかを把握可能となる。なお、国外部門は、統計上、各国海外部門の合計となっているので、EU 域内での資金の流出入も計上されているため、参考値として見てもらいたい。

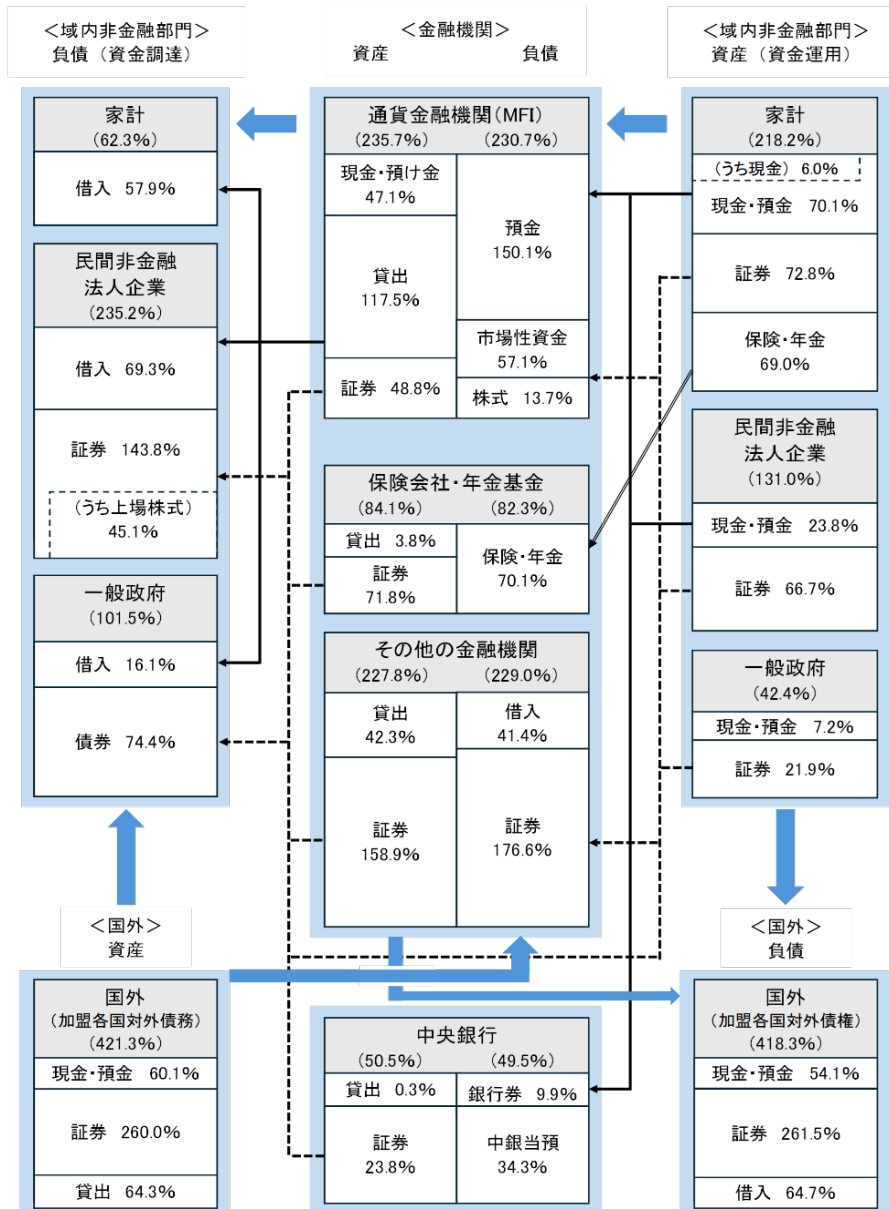
この図を基に世界金融危機終息以降の EU 域内全般の資金循環構造を把握していく。まず、右端の非金融部門保有の金融資産より、EU 域内の資金の出し手の構造を見ていく。EU 域内における主要な資金の出し手は家計部門（域内 GDP 比で 218.2%）で、次いで企業部門（131.0%）である。家計金融資産の内訳をみると、現金・預金と証券、保険・年金の構成はかなり似通っている。他方、非金融部門保有の金融負債を見ると、主要な資金の借り手は企業部門（235.2%）であり、次いで政府部門（101.5%）となっている。企業の資金調達構造を見ると、証券による調達が 2/3 を占め（143.8%）、45.1%は上場株式による。銀行からの借り入れは 69.3%である。このように、資金循環構造より、家計から企業へと資金融通される構図が見て取れる。

さらに、この金融を仲介する金融機関について見ていくと、銀行（MFI：預金取扱機関とマネー・マーケット・ファンド）とその他の金融機関（投資ファンド+その他のノンバンク金融機関（OFIs: Other Financial Institutions））のバランスシート規模はほぼ同じである（資産はそれぞれ GDP 比で 235.7%、227.8%）。それぞれの資金調達・運用構造を見ると、

第1章

銀行（MFI）では預金による資金調達（150.1%）と貸出による運用（117.5%）が多くを占めている。他方、その他の金融機関では、証券を主体とした市場からの資金調達・運用が7割を占めている（調達・運用それぞれ176.6%、158.9%）。

図表 1-9 EU27 における部門別の金融資産・負債残高 (2013－2022 年の GDP 比の平均)



出所：日本銀行『資金循環統計 参考図表』をもとに、Eurostat データより筆者作成。

注：カッコ内数字は、各部門の金融資産・金融負債の合計値。「一般政府」は、中央政府、州政府、地方政府、社会保障基金。なお、日本銀行の資金循環統計では一般政府に「財政融資資金預託金」の項目が計上されているが、Eurostat 統計には無いため、項目を省略している。MFI（預金取扱機関とMMF）項目の「市場性資金」は、債券とデリバティブ（被雇用者ストックオプション含む）の合計値。「その他金融機関」は、Other financial intermediaries (except ICPFs), financial auxiliaries, CFIs, and money lenders, non-MMF investment funds の合計。国外部門は、各国海外部門の合計であるため、EU 域外に加え、EU 域内での資金の流出入も計上されているので注意されたい。

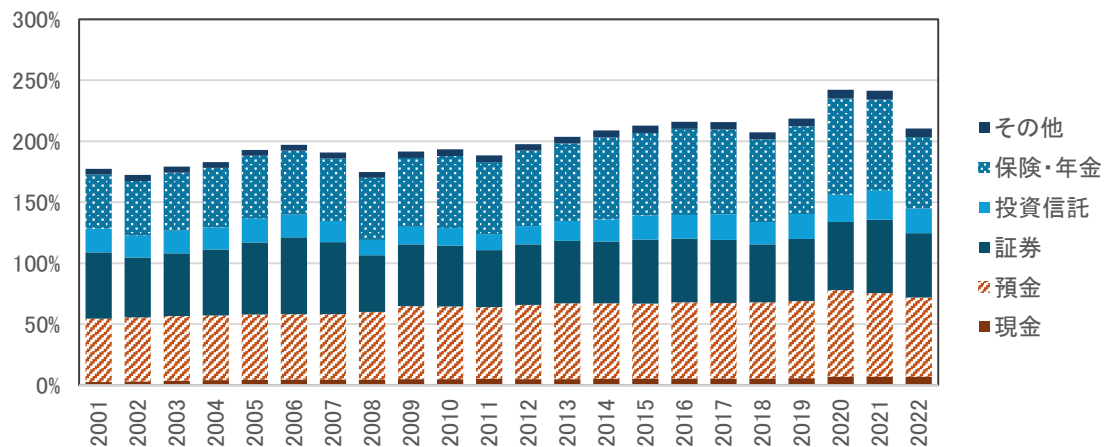
大陸欧州は歴史的に銀行型の金融システムだと見做されることが多いものの、今日の EU 金融システムにおいては、銀行以外の金融機関による金融仲介や市場を経由した資金融通の存在感も高まっているようにも見て取れる。なお、本研究では銀行以外の金融機関を、ECB が近年用いているタームで、年金基金・保険会社や投資ファンド、OFIs を総称した「ノンバンク金融仲介」(NBFI: Non-Bank Financial Institutions) と呼称する。

4. 金融構造の時系列変化

(1) 企業と家計の金融資産

では、こうした金融システムの特徴は、時間とともに変化したのかどうか明らかにするために、各経済主体の金融資産・負債構造を時系列でみていく。

図表 1-10 家計金融資産の内訳と推移 (EU27 各国、GDP 比)



出所：Eurostat より筆者作成。

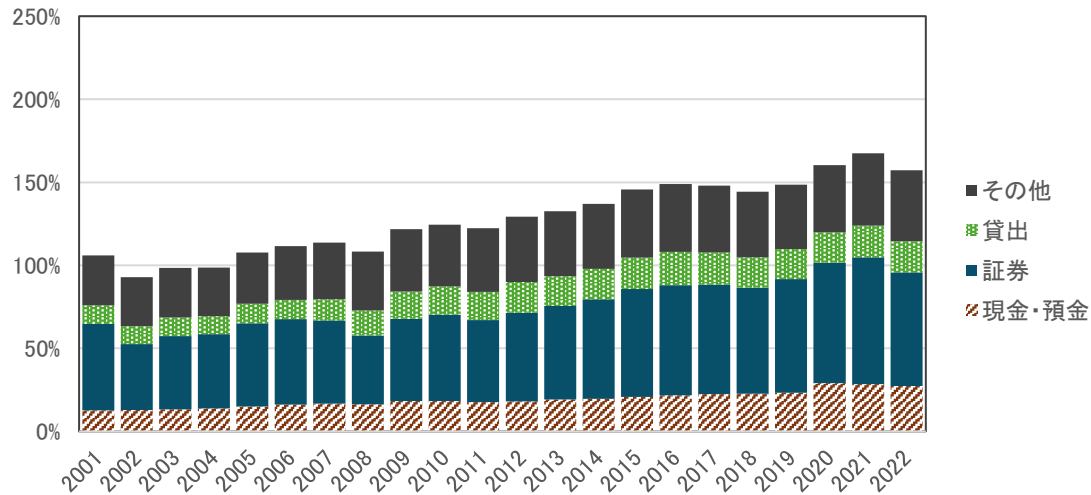
図表 1-10 は、家計金融資産の内訳と推移である。家計金融資産の規模は、2001 年の 177.5%から 2022 年の 210.6%と、およそ 20 年の間に GDP 比で 30%以上拡大している。金融資産の構成は若干変化が見られ、世界金融危機の前後で証券保有の規模は縮小した一方、年金・保険は拡大しているが、現金・預金も依然として家計金融資産としてのシェアを維持している。このように、家計金融資産では、依然として銀行型の金融構造であることが見受けられる。

また、現金・預金の内訳をみると、2022 年時点で現金は GDP 比で 6.9%、預金は 64.9%と預金の方が 10 倍近く大きい。このことは、EU では預金が貯蓄の手段として主流であることを示すものだが、同時に、リテール決済手段の側面でも預金通貨が重要であることを示唆している。しかしながら、この点に着目した EU 金融システム研究は見受けられない。以上からも、EU のリテール決済市場に着目した研究が必要であるといえよう。

他方、企業の金融資産の内訳と推移を図表 1-11 より見てみると、2001 年間からの約 20

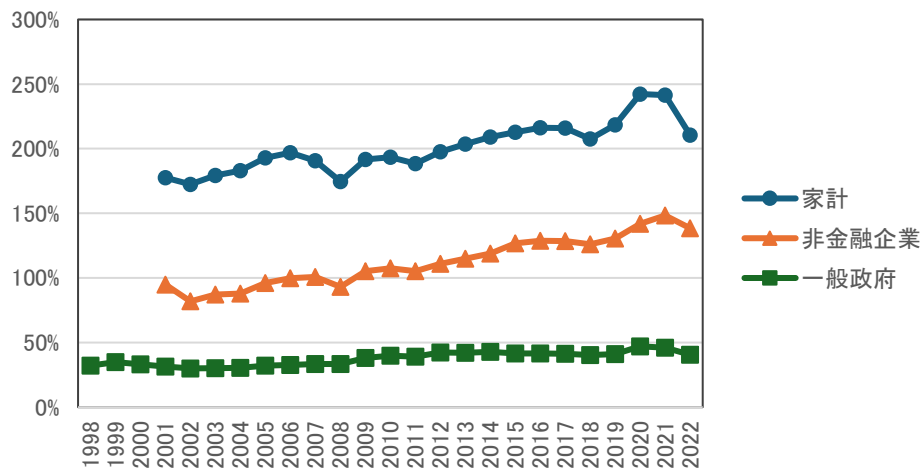
年間で、企業の金融資産は GDP 比で約 1.5 倍増加している。増加の要因を見ると、世界金融危機以降、証券が最も大きく拡大しており、一方で現金・預金も徐々に拡大している。企業部門の金融資産の拡大は、実物投資の低迷が反映されていることも予想される。

図表 1-11 企業金融資産の内訳と推移（EU27 各国、GDP 比）



出所：Eurostat より筆者作成。

図表 1-12 経済部門別の金融負債額（GDP 比）



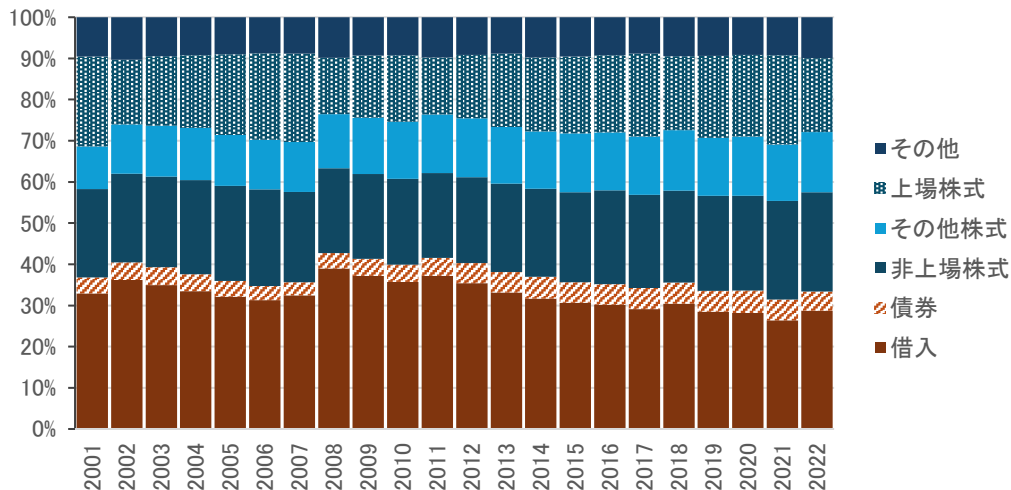
出所：Eurostat より筆者作成。

(2) 企業と政府の資金調達

次に資金調達構造の推移を見ていく。図表 1-12 は経済部門別の金融負債額（GDP 比）の推移である。企業の資金調達規模は 2001 年の 184.9% から 2022 年の 234.1% へと、GDP 比で約 50% 上昇している。それから図表 1-13 より、企業の資金調達の構成比を見ていくと、

40%近くあった借入のシェアは 2011 年以降下落傾向にあり、2022 年時点で 3 割程度となっている。同時期に株式による資金調達、上場・非上場の両方で増加していることが分かる。なお、非上場株式の方が上場株式よりも 2 割ほど多い。企業の資金調達構造における銀行借入のシェア減少と株式の増加は銀行型金融構造から転換の兆しとも解釈できる。したがって、EU の株式市場について一層の探求が必要であるといえよう。

図表 1-13 企業の資金調達の構成比



出所：Eurostat より筆者作成。

一方で、政府部門の負債残高は、金融危機およびコロナ禍を受けて増加しており、2020 年には EU 加盟国全体の政府債務残高は 113.6%と高い水準になっている。コロナ禍では EU が大規模な経済対策を実施し、そのための資金を EU 自身が債券発行して調達した。各国財政が逼迫しているなかで発行された EU 債について、各国財政の資金調達や金融統合にもたらす意義を検討する必要があるといえよう。

(3) 金融仲介の構造

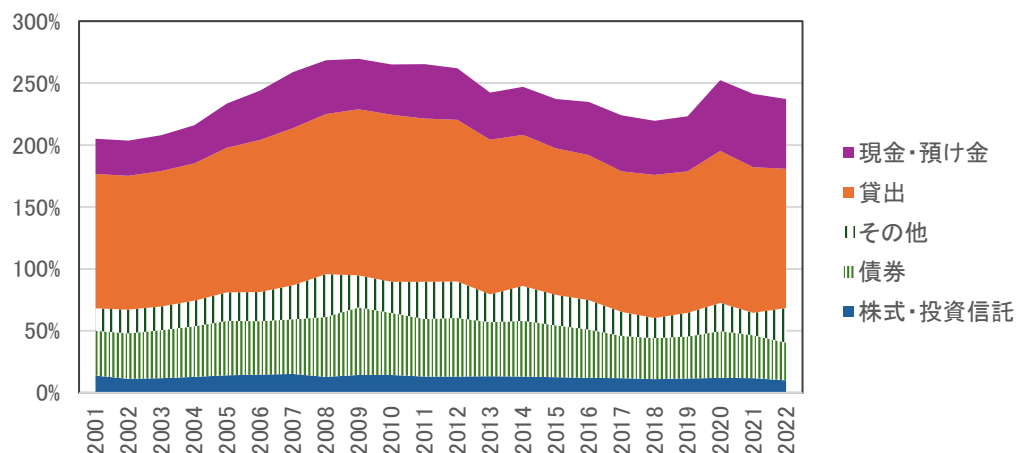
最後に金融仲介の構造を資産・負債の両面で見えていく。図表 1-14 は MFI と年金基金・保険会社、投資ファンドとその他のノンバンク金融機関（OFIs）それぞれの金融資産の内訳と推移を、図表 1-15 はそれぞれの金融負債の推移を見たものである。OFIs とは Other Financial Institutions の略称で、非仲介型金融機関（証券ブローカーやコンサルタント等）、専属金融機関（持株会社、コンデュイット等）、その他の金融仲介機関（SPV、リース会社、証券ディーラー等）によって構成される。

銀行（MFI）は、2000 年代初頭から GDP 比で 200%超の規模のバランスシートを保有していたが、その後さらに拡張し、ピーク時の 2009 年には 269.6%まで拡大した。しかし、一連の金融危機が発生した後、バランスシートの規模は縮小している。運用面では証券やそ

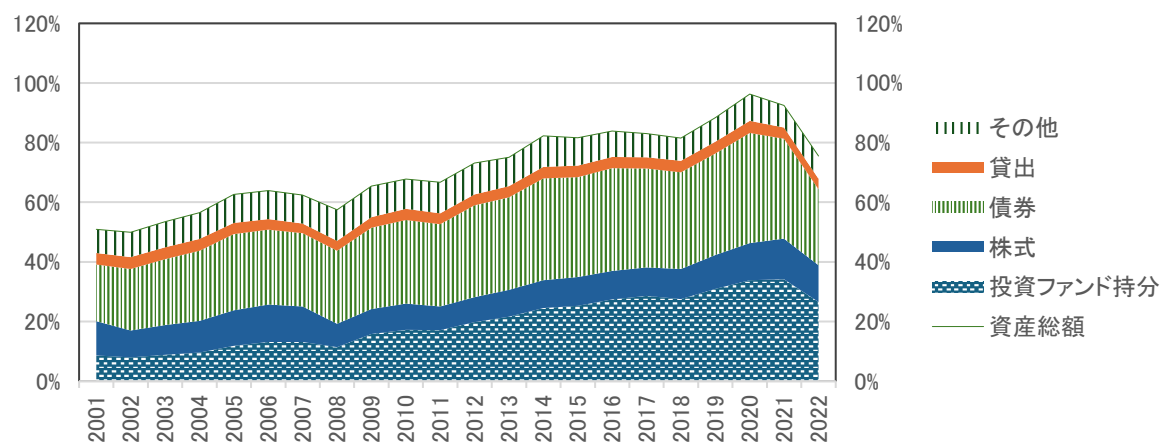
第1章

図表 1-14 金融機関の金融資産の内訳と推移（EU27 各国、GDP 比）

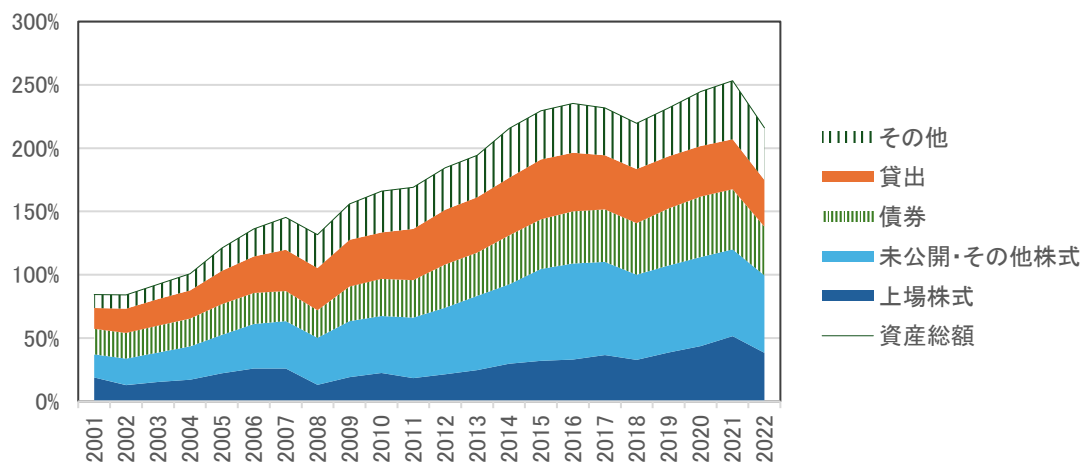
○MFI（銀行など預金取扱機関+MMF）



○年金基金・保険会社



○投資ファンド+OFIs

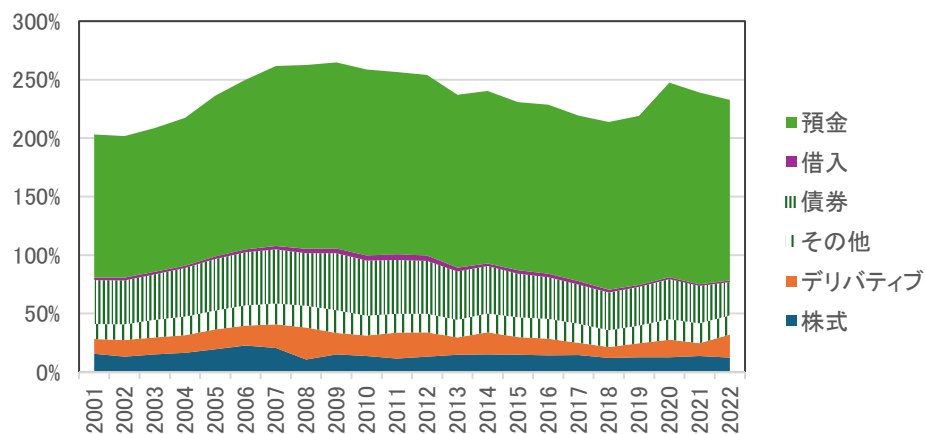


出所：Eurostat より筆者作成。

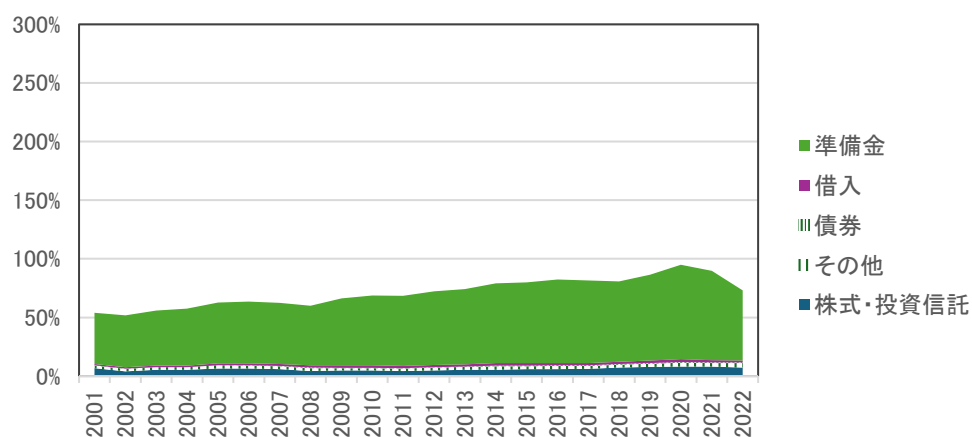
第 1 章

図表 1-15 金融機関の金融負債の内訳と推移（EU27 各国、GDP 比）

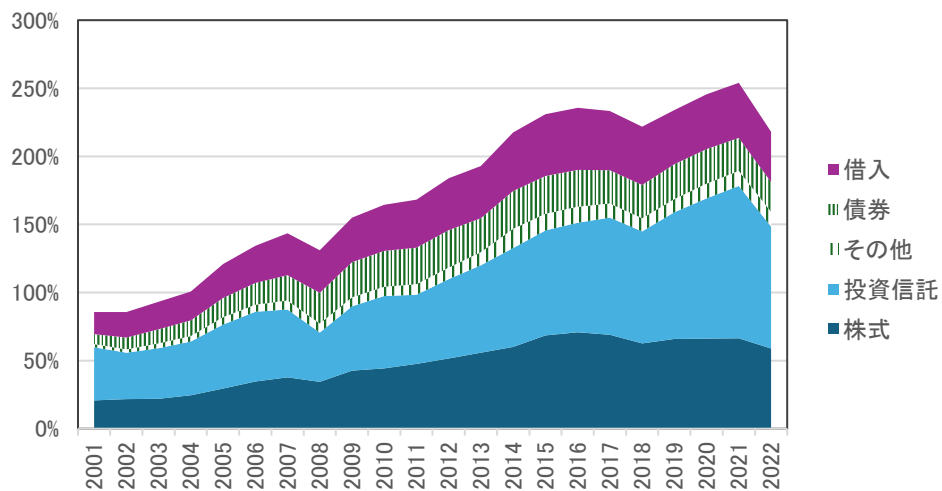
○MFI（銀行など預金取扱機関+MMF）



○年金基金・保険会社



○投資ファンド+OFI's



出所：Eurostat より筆者作成。

の他（デリバティブ含む）がピーク時の2008年から1/3程度減少し、バランスシート内のシェアも大きく落ち込んでいる。また、貸出もピーク時の2010年（134.8%）からGDP比で20%近く減少しているものの、バランスシートに占める貸出のシェアは金融危機以降、拡大している⁵⁸。他方、資金調達面でも債券やデリバティブといった市場性資金による調達は2008年をピークに減少傾向にある。預金も金融危機終息後にわずかに減少したものの、資金調達源としてのシェアは上昇している。

以上からも、銀行では世界金融危機以降、伝統的銀行業務すなわち預貸業務の比重が増加していることが考えられる。EUの銀行は一連の金融危機によって大きな影響を受け、その反省からEUでは金融規制監督の強化が徹底された。この規制改革が銀行のバランスシートに影響を及ぼしたことも予想され、その解明が必要であると考ええる。

次に年金基金・保険会社の総資産額は、2001年の50.9%（GDP比）から2020年の96.3%へと上昇しており、バランスシートの規模は拡大傾向にあり、EU金融システム内での存在感は徐々に高まっている。なお、年金・保険の2022年の総資産は75.5%へと縮小しているが、これはユーロ圏内の物価高騰を受けてECBが利上げを矢継ぎ早に実施したことで、債券価格が低下したことによる。バランスシート構造を見ると、証券による運用、人々から受け入れた年金や保険料による調達が大半を占め、その構成は長年大きな変化は見られない。

その一方で、投資ファンドとOFIsでは、2001年時点で100%も満たなかったバランスシートが世界金融危機以降も拡大を続けている。バランスシートの規模は2015年から銀行（MFI）に匹敵するようになり、2021年にはGDP比で250%を超える規模にまで膨張している。資金運用では貸出に証券、調達では借入に証券・投資信託と、多様な方法で資金を運用、調達している。

以上からも、EUの金融システムではノンバンク金融仲介の存在感が一段と高まっていることが分かる。とりわけ投資ファンド・OFIsでは株式（非上場含む）による資金運用も多く見られている。したがって、ノンバンク金融仲介の株式市場における役割について、EUが資本市場活性化策として実施している資本市場同盟（CMU）とも関連しながら見ていく必要があるといえよう。

5. EU加盟各国の金融構造

最後に、金融構造はEU域内で収斂しているのかどうか把握するために、EU各国の家計の金融資産（資金の貸し手）と企業の金融負債（資金の借り手）を検討する。

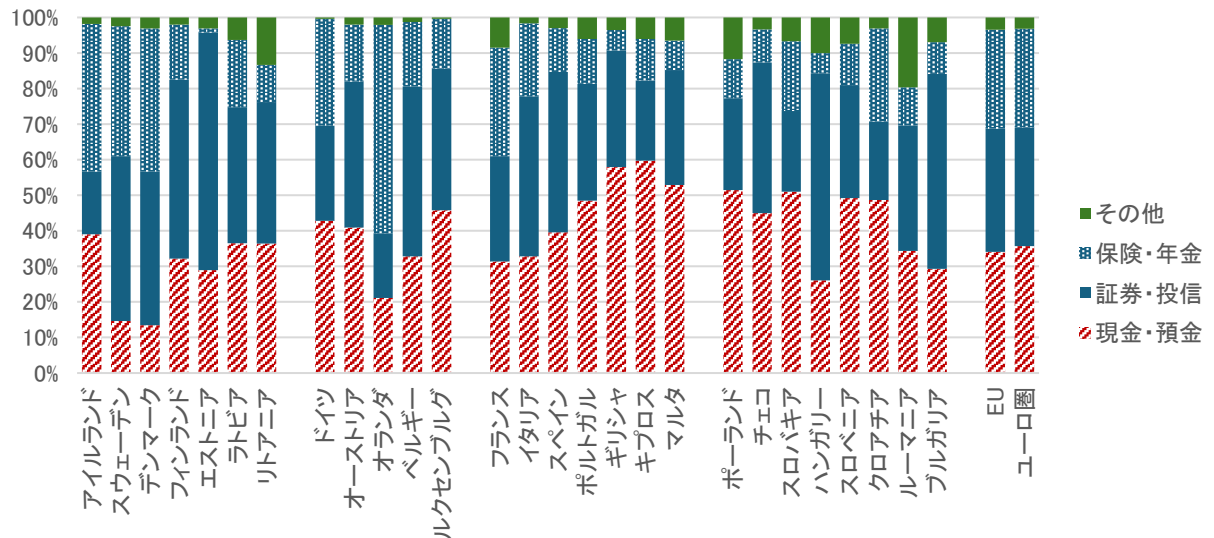
図表1-16は、2022年の家計金融資産の構成比だが、一見して各国の家計金融資産の構造は多様であることが分かる。地域別一図表左から北欧・バルト、西欧、南欧、東欧に各国をまとめている一に見てみると、北欧では年金基金・保険による金融資産の保有がほぼ半数を占めており、市場型の金融システムである。西欧では現金・預金の割合が高く、銀行型金融

⁵⁸ なお、2020年にバランスシートが急増しているが、これはコロナ禍で家計の消費停滞による預金の増加、企業の資金繰り確保に向けた融資、中央銀行による流動性供給によるものと考えられる。

第1章

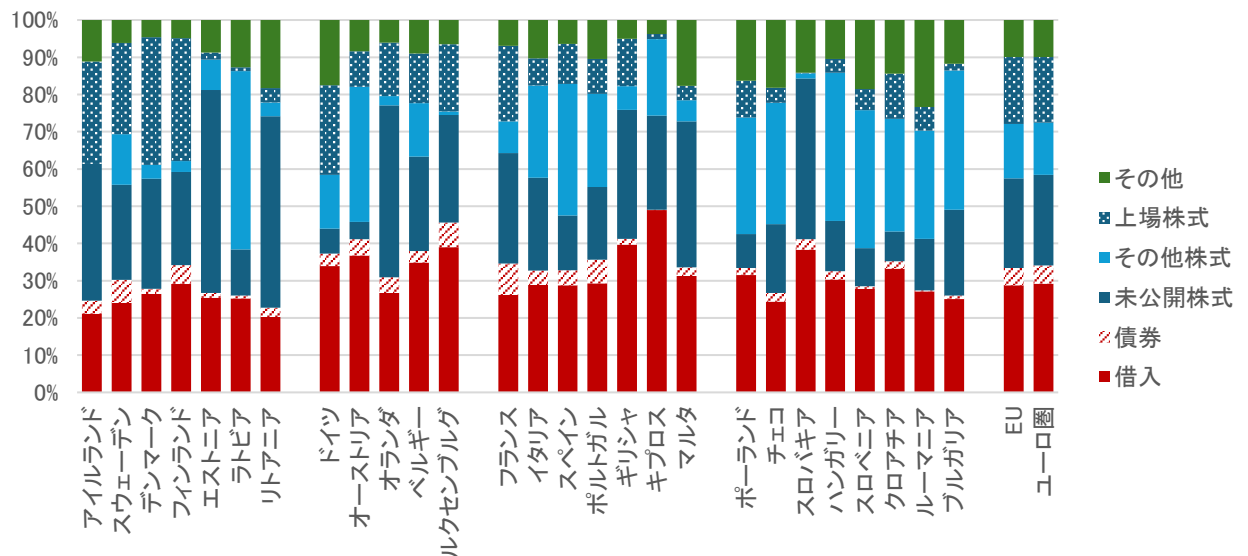
システムの特徴が見られるが、年金・保険のシェアも十分高い。一方、南欧と東欧では、現金・預金の割合が高く、銀行型金融システムである。このように、EU と一緒にたにしても、銀行型と市場型の金融システムが併存している。その上、金融資産の規模に着目すれば、東欧・バルト諸国は北欧、西欧、南欧と比べても家計金融資産の規模は小さい。したがって、金融構造に加え、金融の発展度合いも多様な国々を統合しているのが、EU 金融システムの特徴と言える。

図表 1-16 各国別の家計金融資産の構成比（2022 年）



出所：Eurostat より筆者作成。

図表 1-17 各国別の企業の資金調達構造（2022 年）



出所：Eurostat より筆者作成。

第1章

企業の資金調達構造も国ごとに様々で、地域ごとに傾向がみられる（図表 1-17）。北欧では、資金調達に占める借入のシェアは 25%前後、上場株式のシェアは 30%前後と、借入よりも上場株式による資金調達が多く、市場型の金融システムである。ドイツやフランスなど上場株式の資金調達も比較的活発な国もあるものの、西欧や南欧、東欧・バルトでは、借入のシェアは 30%前後である一方、上場株式は 1 割に満たない国も見られる。これらの地域は借入が主要な資金調達手段であり、銀行型の金融システムの傾向がみられる。

次に、域内の金融構造は収斂する傾向があるのか見ていく。図表 1-18 は、EU27 各国における、家計金融資産総額に占める各金融資産のシェアの推移を見た箱ひげ図である。家計金融資産のうち現金・預金の占める割合は、最大値は金融危機発生直後に急増し、その後徐々に低下している、しかし、四分位範囲では過去 20 年間で大きく変わっていない。証券・投資信託についても、最大値は 2020 年代に入って増加しているが、四分位範囲では、世界金融危機の前後で若干減少し、その後は大きな変化は見られない。保険・年金は最大値が増加し、四分位範囲もわずかではあるが 20 年かけて増加傾向にある。このように、家計金融資産では金融構造の変化や収斂の傾向はあまり見られない。

なお、EU 内では、総資産のうち年金・保険の割合が 6-7 割を占めるオランダのような国や、アイルランドやルクセンブルグのような多様な金融サービスを提供する金融立国も併存しているため、たとえ域内の金融構造の収斂が進んだとしても、四分位範囲から大きく外れた値が計上されることが想定される。

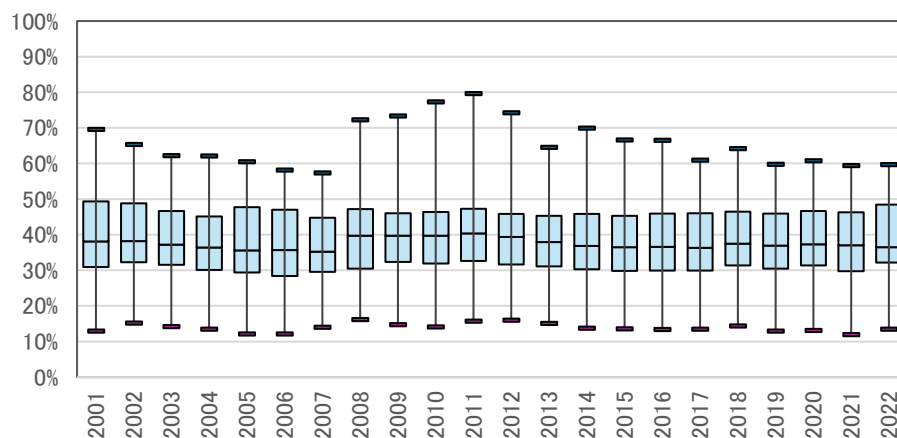
図表 1-19 は、企業の資金調達に占める各金融負債のシェアを見たものである。企業の借入は、家計金融資産と比較して多くの国が密集して収斂の傾向がみられるうえ、そのシェアは金融危機終息以降低下している。では、EU では企業の資金調達が上場株式へとシフトしているのか、真ん中の箱ひげ図を見てみると、最大値は増加傾向にあるものの、四分位範囲は大きな変化が見られない。したがって、上場株式へのシフトが進んでいるわけでもない。他方、下図の非上場株式やその他株式の割合を見ると、2010 年代以降、四分位範囲は増加している。以上より、企業の資金調達における借入のシェア低下は、非上場・その他株式のシェア上昇によって埋め合わせているのだと考えられる。

以上、家計の金融資産と企業の資金調達の各国データより、EU の金融構造が収斂しているのかどうかを確認した。しかし、各国の金融構造は依然として銀行が中心の金融システムであり、株式による公開市場からの資金調達は依然として進展していないことが分かる。一方、時系列での変化を見ると、銀行借入のシェア減少と未公開市場でのシェア増加が確認できる。金融システムは歴史的に、企業間の資金貸借や支払猶予を起点に、信用供与を専門とする銀行が成立し、さらに債券や株式の発行・流通へと、より幅広い投資家から資金調達できるよう展開されてきた。しかし、今日の EU 企業の資金調達はその展開とは異なる様相が垣間見える。

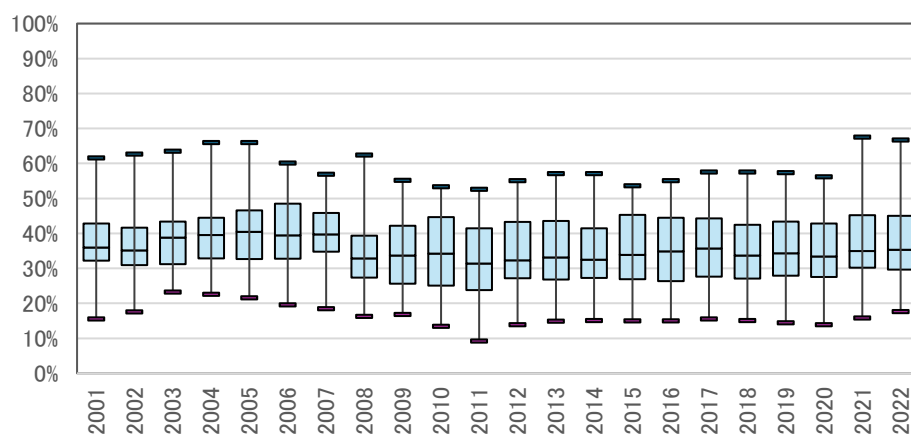
第 1 章

図表 1-18 家計金融資産に占める各金融資産のシェアの推移

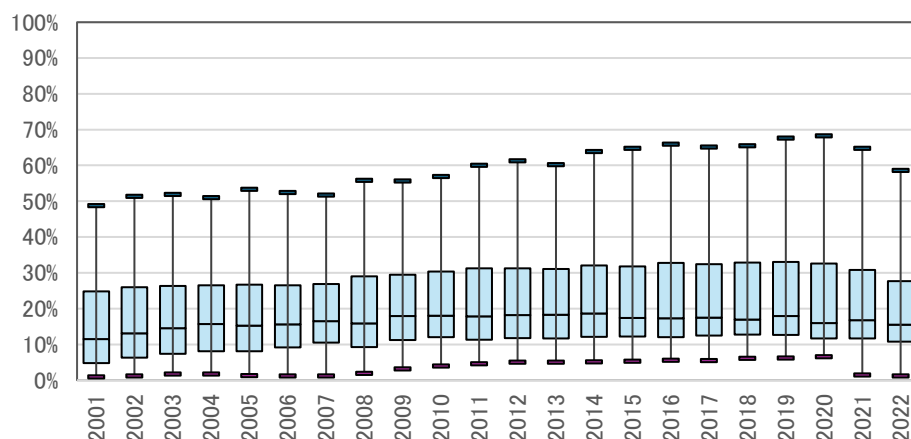
○現金・預金／家計金融資産



○証券・投資信託／家計金融資産



○保険・年金／家計金融資産



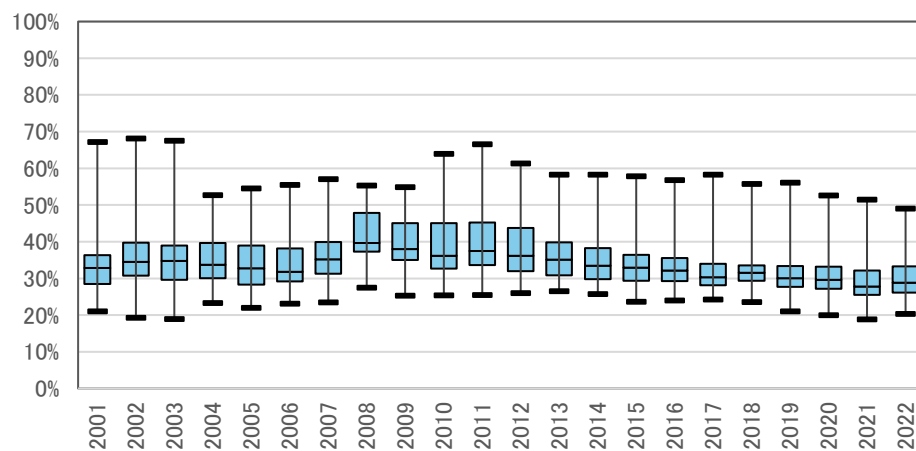
出所：Eurostat より筆者作成。

注：EU を離脱した英国のデータは除外している。

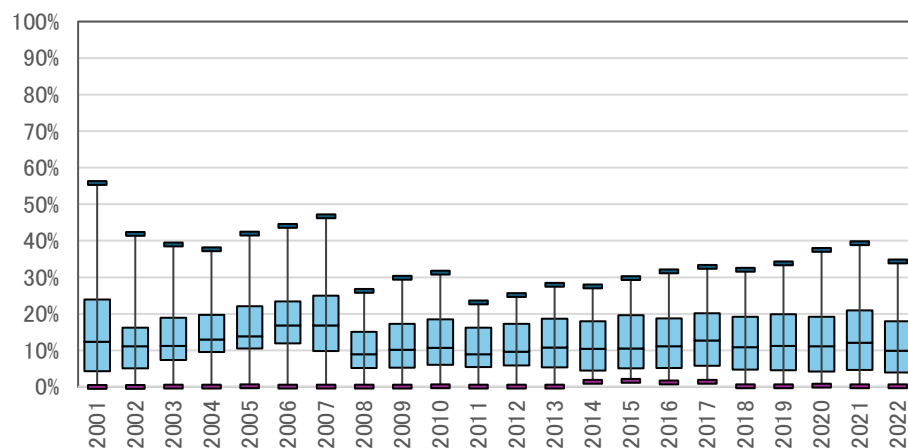
第 1 章

図表 1-19 企業の資金調達に占める各金融負債のシェアの推移

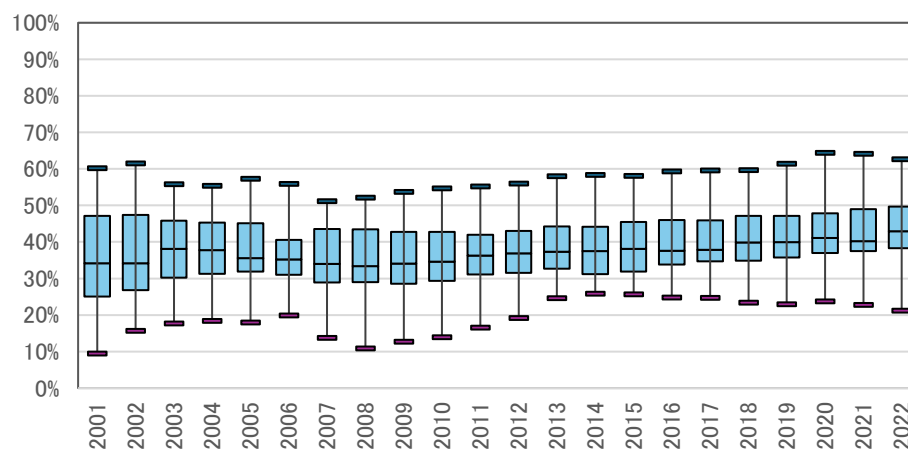
○借入／企業金融負債



○上場株式／企業金融負債



○非上場・その他株式／企業金融負債



出所：Eurostat より筆者作成。

注：EU を離脱した英国のデータは除外している。

小括

本章では、EU 金融統合の歴史的展開と、その中で貫かれている論理を概観し、そのうえで世界金融危機以降の EU 金融システムの特徴の把握を試みた。

1970 年代半ばに高度成長が終焉し、低成長に直面していた欧州では、1980 年代半ばから市場統合と通貨統合を実施した。特に市場統合においては、金融関連の法制度を EU 法によって単一化し、域内の残存障壁を除去することで、金融機関間の国境を越えた競争・再編を促進し、これにより金融サービス価格の低下を果たすことが追求された。

こうして EU では金融統合、通貨統合を通じて単一通貨建ての巨大金融市場が形成されたが、世界金融危機とユーロ圏債務危機が起これば、EU 金融規制監督とユーロの制度上の問題点が明らかになった。EU は自身が直面した困難に対し、統合の解体ではなく、統合の維持・強化をもって、その克服を試みた。この動きは、金融危機以降も実施されている金融統合の取り組みでも見られる。域内金融市場の修復とユーロの機能強化が目的の危機対応策として、EU・ユーロ圏では金融分野の制度改革が実施されている。一連の改革は、EU レベルでの金融規制監督や金融危機の事後的対応の整備、金融規制の強化（単一規則集の整備、最低限調和から域内調和への転換、指令から規則への置換）と挙げることができる。すなわち、EU は一連の改革を「統合の深化」によって推し進めていると位置づけることができる。

他方、一連の金融危機発生以降も、リテール決済市場や資本市場といった依然として統合が進んでいなかった金融分野で、市場統合の完成に向けた取り組みを実施している。金融危機終息後の平時に EU が追求する、残存障壁の除去という市場統合プロセスの方法論においても、金融危機以前の最低限調和に基づくものから、より調和した金融法制度の整備によるものへと変化している。

以上より、EU が金融統合を推し進めていく手段すなわち金融制度の特徴は、世界金融危機以降、最低限調和と本国監督に基づくものから、統合の深化やより一層調和したものへと変化していることがわかる。

一方、金融システムの金融構造面に着目すると、いくつかの重要な変化や特徴が見られた。まず第 1 に、家計の金融資産は増加しており、預金の保有規模も拡大している。貨幣としての預金のプレゼンスも高まっていることから、リテール決済としての預金通貨にも着目する必要がある。第 2 に、EU の金融システムでは依然として銀行の役割が大きいものの、金融危機終息後の銀行のバランスシートは縮小し、一方で、資金調達・運用での預金・貸出のシェアが増加している。金融危機の反省を受けて、EU では銀行規制監督の制度面での強化をおこなったが、このことが銀行の行動変化に及ぼした影響はないか、検討する必要がある。第 3 に、一連の金融危機、コロナ禍を受けて EU 各国の政府債務は増加傾向にある。一方、ユーロ圏では財政赤字と政府債務残高に一定の上限が設けられている。EU は大規模なコロナ危機対策を実施し、その資金を EU 自身が債券発行して調達したが、この EU 債が各国財政や EU 金融統合にもたらす意義を明らかにする必要がある。そして第 4 に、世界金融危機以降、銀行部門は低迷する一方でノンバンク金融仲介の規模が急速に拡大しており、概

第 1 章

して銀行型とされてきた EU の金融システムでも、構造変化の兆しが垣間見える。EU は金融危機以降、資本市場の活性化を目的に資本市場同盟（CMU）を実施しているが、ノンバンク金融仲介の台頭を踏まえつつ、この政策の実現可能性について検討する必要がある。

以上、金融構造面でも変化が見られたこれらの 4 つの金融分野に着目して、金融危機以降の EU 金融統合の特徴と実態を検討していく。

第2章 EU リテール決済市場統合の進展と課題

はじめに

1980年代後半からの市場統合に向けた取り組み、そして1999年の単一通貨ユーロ導入により、EU域内の金融・通貨統合は大きく進展した一方、リテール金融市場などいくつかの分野で統合は遅れを見せていた⁵⁹。本章が取り上げるEUのリテール決済市場も、統合が遅れていたが、2000年代以降EUは統合に向けて取り組みを進めてきた。本章の目的は、リテール決済市場の統合に向けたEUの取り組みを概観したうえで、一連の取り組みがもたらした実際の統合の成果と課題を明らかにすることである。

EUのリテール決済市場統合に関して、複数の研究がなされている。主要なものとして、EUの制度改革の一環である「単一ユーロ決済圏」(SEPA)を対象にした中島の研究が挙げられ、振込、引落し、カード決済、そして、リアルタイム送金に関する域内単一のリテール決済スキーム形成の展開や特徴を検討している(中島・宿輪[2013]、中島[2009]、中島[2017])。また、吉村・白神[2009]は決済サービス指令の内容や設立の背景について論じている。こうしたリテール決済市場の取り組みの内容に関する一連の先行研究に対し、当該市場の実際の統合度を検討するなど市場統合論の視点を加えることで、EUリテール決済市場統合研究の一層の展開が可能となる。

なお、リテール金融市場自体が各国の文化・慣行や法制度を反映する傾向があり(Heinemann and Jopp[2002])、利用されるリテール決済手段はEU各国・各地域でも相違することが複数の研究で指摘されている(BIS[1999]、Schmiedel et al.[2012]、Esselink and Hernández[2017])。また、近年では、PCの普及によりオンライン決済が、そしてスマートフォンの普及によりモバイル決済が登場している。このようなリテール決済手段の議論に対し、市場統合がリテール決済手段にもたらす副次的な効果の検討を加えることで、EUにおけるリテール決済手段の利用に関する一連の研究に、動的な新たな視点を提供可能となる。

以上の先行研究の課題を踏まえ、本章では、EUの制度改革によってEUのリテール決済市場はどの程度統合し、そして、市場統合がEU各国のリテール決済手段の利用にどのような変化をもたらしたのか、検討する。

本章では、リテール決済市場の統合度を測定、検討する手法として、金融機関および市場運営者の域内展開(数量面)と域内価格の低位収斂(価格面)に関する指標に着目する。具体的には、決済機関の数と単一パスポートの利用割合、そして、銀行の振込手数料とカード決済のインターチェンジ手数料から検討する。市場統合は、単一市場構築のための法整備によって、各国に存在する障壁を除去して国内市場を開放し、域内で国境を越えた寡占企業間

⁵⁹ 遅れを見せている分野の統合をフォローアップし、金融サービスの域内市場の完成を目指すため、欧州委員会は1999年に「金融サービス域内市場のための行動計画(FSAP)」を公表した(岩田[2002])。FSAPの戦略目標の中には、クロスボーダーのリテール決済をより効率的にすることも含まれていた。

による競争の促進を通じ、価格の低下を果たすことを目標としている。そのため、数量面と価格面の検討は、単一市場の理論的利益を測定したチェッキーニ報告や、市場統合の効果を実証分析したモンティ報告など、主要な報告書においても重視されてきた。また、リテール決済市場統合が EU 各国のリテール決済手段の利用にもたらす変化を検討する手段として、ECB Statistical Data Warehouse の決済統計データを用いる。そして、いずれの検討においても、欧州委員会や各国中央銀行などが公表している公的資料や報告書、民間機関の公表した資料や新聞雑誌等を用い、議論を補完する。

以下は本章の構成である。第1節では、リテール決済手段のそれぞれの特徴や EU のリテール決済手段の概要を明らかにしつつ、本章が取り上げる EU リテール決済市場統合の概要を示す。第2節では、EU リテール決済市場統合に向けたこれまでの取り組みを概観する。単一通貨の側面でユーロ建てリテール決済インフラの整備に取り組む SEPA と、単一市場の側面でリテール決済サービスの域内市場を構築する一連の規制を取り上げる。第3節では、数量面・価格面にかかわる各種指標から EU リテール決済市場の統合度を測定する。第4節では、リテール決済市場統合が EU 各国のリテール決済手段に与えた変化を検討する。最後に本章の結論として、EU リテール決済市場の統合度、そして、市場統合が EU のリテール決済手段自体にもたらした変化についてまとめてみたい。

第1節 EU におけるリテール決済の概要

決済とは、取引によって発生した債権・債務関係を、資金の受渡しなどによって解消することである⁶⁰。われわれは日常生活のなかで財やサービスを購入、消費するとき、様々な手段を用いて決済する。

決済する資金として用いるのが、現金と民間銀行に預け入れている要求払預金（預金通貨）の2つの貨幣である⁶¹。預金通貨では、支払人と受取人がそれぞれ開設している銀行口座間で預金通貨を移転するが、その手段は様々である。振込用紙や ATM を通じ銀行に直接指図する場合もあれば、消費者（支払人）が小切手を振り出して、後日、商店（受取人）が銀行へ赴いて自身の銀行口座へ資金を移転するよう間接的に指図する場合もある。カード決済は、カード会社を介在して消費者から商店に預金口座を移転することで、決済が完了する。他方、電子マネーは、現金または預金通貨の貨幣を引き換え（チャージ）に、磁気または電子的データの形でその価値を保有し、データの移転によって決済を行うもので⁶²、日本では交通系 IC カード（Suica など）が挙げられる。電子マネーは現金でも預金通貨でもないが、「円」や「ユーロ」という通貨で取引され、また、現金や預金通貨として払い戻しが可能なことから、現金と預金通貨とのつながりの中で存在しているといえよう。なお、現金以外の

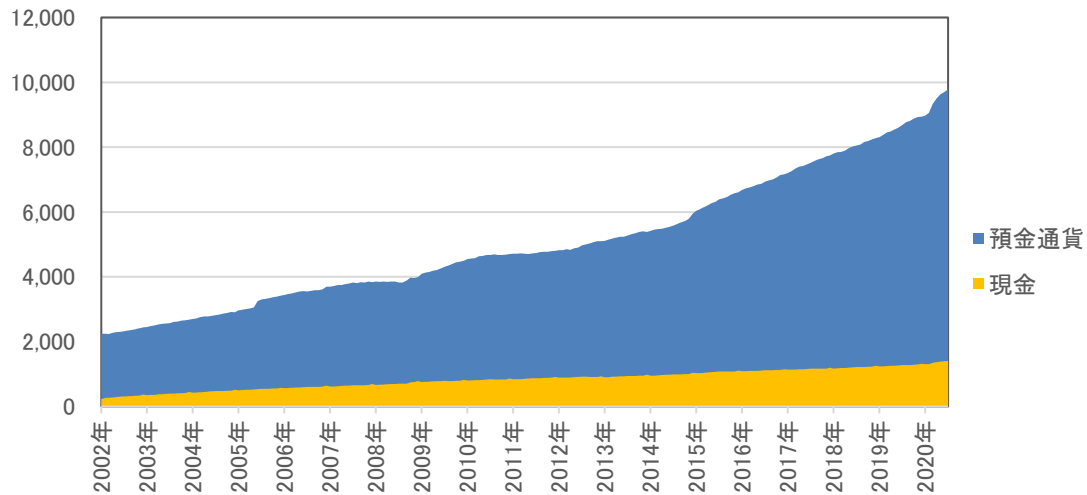
⁶⁰ 青木 [2000]、p.2。

⁶¹ ECB が定義している M1 は現金（銀行券・硬貨）と「overnight deposit」であるが、これは日本銀行が M1 で定義している要求払預金と同様のものである（日本銀行 [2019]「マネーストック統計の解説」、10 月、pp.10-11）。

⁶² 日本銀行金融研究所 [1997]、p.3。

リテール決済手段は、一般に「キャッシュレス決済」と呼ばれている。

図表 2-1 ユーロ圏の M1（現金通貨＋預金通貨）の構成（10 億ユーロ）



出所：ECB Statistical Data Warehouse より筆者作成。

注：2002 年 1 月から 2020 年 7 月までの月次データである。

現代の二層構造の貨幣システムでは、現金よりも預金通貨のほうが断然多い。図表 2-1 はユーロ圏内で流通する現金通貨と預金通貨の合計、すなわちマネースtock統計の M1 の内訳を見たものである。2020 年 7 月時点のユーロ圏では、現金（銀行券＋硬貨）の発行流通額は約 1 兆 4,000 億ユーロに対し、要求払預金残高は約 8 兆 3,700 億ユーロであり、預金通貨は現金の約 6 倍の規模となっている。

一方で、歴史や法制度、文化・慣行を背景にそれぞれの決済の利用の程度に違いがある。BIS [1999]は、決済手段の世界各国における多様性を議論するなかで、銀行システムの発展の歴史的過程や法制度の違いから、小切手と郵便振替のいずれかに発達した国に分かれたことを指摘している。また、Esselink and Hernández [2017]は、ユーロ圏内での現金決済の利用における各国ごとの違いを指摘している。各国のリテール決済手段の決定要因として、人々の特徴や決済手段への選好、また、商店によるカード決済等キャッシュレス決済手段の受け入れ状況を挙げている。

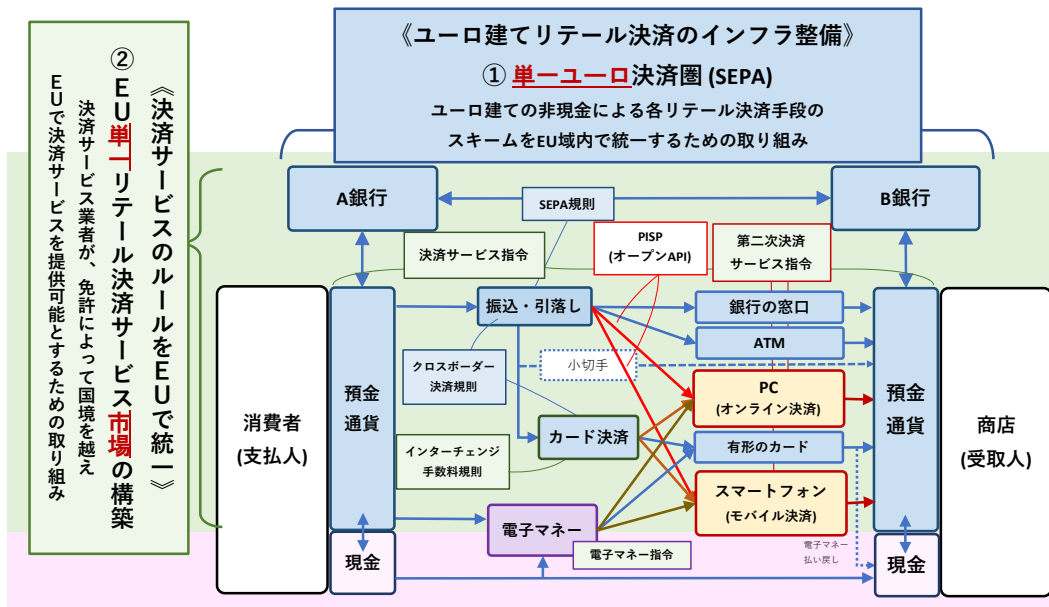
さらに、Schmiedel et al. [2012]は、EU で発生しているリテール決済の社会コストは、GDP の 1%（約 1,300 億ユーロ）に相当すると指摘している⁶³。その社会コストは国ごとに違いがあるとし、各国が利用するリテール決済手段を踏まえて 5 つのグループに分類している。他方、預金通貨を用いた決済の社会コストは低く、なかでも ATM やオンライン・

⁶³ 社会コストは、各決済手段の処理や管理にかかる諸コストから、銀行や利用者が負う手数料を差し引いて算出したものであり、リテール決済の効率性などを評価するときに用いられる指標である。Schmiedel が指摘した EU の社会コストのうち、現金はその半分を占めており、例えば銀行券の印刷費や輸送費、現金の管理や還流のコスト、ATM の設置、維持管理費など多岐にわたる（川野 [2018]、pp.190-195）。

バンキングによる振込やカード決済など、人手を要さず電子的に処理される決済手段の利用増大によって決済のコストは大きく削減され、経済にプラスの効果をもたらすことも、Schmiedel et al. [2012]は指摘している。

また、近年、ICT化によるPCの普及、インターネットの利用拡大を背景に、オンライン決済の利用も増えている。その上、今日ではスマートフォンが普及し、この端末を使用したモバイル決済へのニーズも高まっている。オンライン決済とモバイル決済は3つに分類できる⁶⁴。①オンライン・バンキング型は、PC・スマートフォンにアプリやウェブサイトを通じて予め預金口座を紐づけし、財・サービスの購入時に振込を指図して決済する。オランダのオンライン・バンキングシステムであるiDEALや、後述するドイツの決済指図伝達サービス業者(PISP)のSOFORTが挙げられる。②カード連携型は、ウェブサイトやスマートフォンにカード情報を登録し、カードの代用として決済する。モバイル決済ではApple PayやGoogle Payが例として挙げられ、また、日本のPayPayによるコード決済の一部の機能も、このうちの一つである。③電子マネー型は、PCやスマートフォンに預金通貨やカードを登録して専用のアカウントを開設し、そのアカウントに貨幣をチャージして電子マネーに変換したうえで、決済を行う。PayPalや日本のLINE Pay、nanacoが例として挙げられ、前述のPayPayも電子マネー型のサービスを提供している。

図表 2-2 EU リテール決済市場統合の概要



出所: 中島[2009]、European Commission [2005]、European Commission [2016]、European Commission [2020]、青木 [2000]、関連する EU 法令をもとに、筆者作成。

このように、キャッシュレス決済手段はPCやスマートフォンの登場も受けて多様化して

⁶⁴ この分類にあたり、European Commission[2016]、European Commission [2020]、公正取引委員会 [2020b] を参考にした。

いるが、いずれも振込・引落としやカード決済などの預金通貨の移転を、また電子マネーによる決済を、電子的な端末を使用して行っていることには変わらない。とはいえ、これらは技術進歩のなかで登場した PC やスマートフォンに、決済手段が進歩した形で表れているとも考えられ、決済の利便性は高まっているといえよう。

以上の決済手段に関係するリテール決済インフラの整備、そして国境を越えた決済サービスの提供を促す EU の一連の取り組みを、リテール決済市場統合とし、その概要を図表 2-2 に示した。消費者と商店の間は、それぞれの決済手段と、その決済手段を用いる方法を示している。次節では、図表 2-2 に依拠しながら、それぞれの取り組みを見ていく。

第2節 リテール決済市場統合に向けた EU の取り組み

EU はリテール決済市場統合に向けて、2 つの取り組みを進めてきた。1 つ目はユーロ建ての預金通貨による決済の共通スキーム構築およびインフラ整備を行う「単一ユーロ決済圏 (SEPA)」である。これは EU レベルでの取り組みではあるが、あくまで単一通貨ユーロ圏に焦点を当てている。2 つ目は、一連の決済サービスを提供する事業者のルールを EU で統一する、「EU 単一のリテール決済サービス市場」の構築であり、これは、決済サービス業者間の域内競争の促進を狙いとした単一市場強化としての取り組みである。

1. 単一ユーロ決済圏 (SEPA)

SEPA はユーロ建てリテール決済のスキーム構築とインフラ整備である。預金通貨を用いたユーロ建ての決済手段のスキームを統一し、ユーロ建てであれば国内とクロスボーダーの差異を無くし、すべて国内決済のように扱えるようにする、単一通貨ユーロとしての取り組みである⁶⁵。SEPA は EU レベルでの取り組みだが、その対象はユーロ建ての決済であり、EU 域内でも他の通貨による決済は SEPA の対象外である⁶⁶。

これは単一通貨ユーロとしての信認を高めるための取り組みでもある。1993 年にマーストリヒト条約が発効され、1999 年より非現金分野でユーロ導入が開始した。そして、2002 年に欧州中央銀行 (ECB) の発行するユーロ紙幣と硬貨が流通を始めた。

ホールセールでは預金通貨のクロスボーダー決済手段として、ユーロが導入されるとともに、即時グロス決済 (RTGS) である TARGET (2008 年には TARGET2 へ更新) が稼働し、ネット決済システムとして民間の EBA クリアリングが運営する EURO 1 も稼働を始めた⁶⁷。

その一方、リテール決済のシステムは各国で分立しており、クロスボーダーで振込などの決済をする場合は、コルレス契約や仲介銀行を通じて行う必要があった⁶⁸。1994 年当時、100 ユーロを EU の他国に銀行振込で送る場合、その手数料は 15・33 ユーロと高額かつ各

⁶⁵ SEPA の詳細は中島 [2009]、および中島・宿輪 [2013] を参照。

⁶⁶ 非ユーロ圏 EU 加盟国でも、ユーロ建ての決済であれば SEPA の対象となる。

⁶⁷ ホールセール決済システムについては中島・宿輪 [2013]、および田中 [2010] を参照。

⁶⁸ 中島・宿輪 [2013]、p.213。

国で乖離していた。そして、相手口座へ入金されるまでの時間も、クロスボーダー振込では平均 4.8 日も要し、うち一週間以上かかるケースが 15%以上あった⁶⁹。この違いを問題視した欧州委員会は、1997 年にクロスボーダー振込指令 (Directive 97/5) を出すなど、クロスボーダー決済の効率化を求めた。しかし、クロスボーダー決済は銀行が独占的に提供していたサービスであり、銀行は進んだ対応を見せずに非効率なクロスボーダー決済を維持し、高い手数料を利用者に課していた⁷⁰。

そこで、欧州委員会は 2001 年にクロスボーダー決済規則(Regulation 2001/2560)を制定し、5 万ユーロ以下のユーロ建ての振込、ATM での現金引き出し、カード決済にかかるクロスボーダー手数料を、国内決済と同じ水準に設定するよう求めた。この規則により、銀行はコスト高にもかかわらずクロスボーダー手数料の引き下げを強いられ、銀行の収益も影響を受けた。銀行はコスト削減が急務となり、EU の銀行は 2003 年に「欧州決済協議会 (EPC)」を結成し、効率的な単一のスキームでリテール決済を行う、SEPA の創設を目指した。

EPC は、ユーロ建ての振込と引落しのスキームを統一するためのルールブックを作成した。この SEPA スキームでは、銀行識別コード (BIC) と国際銀行口座番号 (IBAN) で表示した銀行口座で振込と引落しを行う。振込時の通信メッセージは、ISO20022 準拠の XML ベースのものを使用するよう定めている。振込は、受取人口座への入金を 3 日以内に行い、振込額の全額が入金されるよう規定し、引落しは実行日を正確に指定可能とした。

2008 年 1 月に SEPA 振込、2009 年 11 月に SEPA 引落しの導入を銀行業界全体で開始し、2010 年末までに大部分を移行することを目指した。この SEPA スキームによってクロスボーダーでの引落しも可能となったため、2009 年にクロスボーダー決済規則を改正 (Regulation 2009/924) し、引落しにも規制を適用した。

SEPA への対応は、銀行だけでなく、リテール決済システムや企業など幅広い当事者に求められた。また、クロスボーダー・リテール決済を促進するため、EBA クリアリングは EU レベルのユーロ建てリテール決済システム (PE-ACH) である STEP2 を 2003 年に設立し、2008 年から SEPA スキームに対応している。一方、各国に残っているリテール決済システムは、STEP2 に対抗すべく、SEPA を遵守したシステムへ移行し、蘭独のリテール決済システムである Equens をハブとして各国の決済システムを接続することで、クロスボーダー決済を行っている⁷¹。

しかし、SEPA スキームによる振込、引落しが導入されたにも関わらず、その利用は低調であった。図表 2-3 は、ユーロ圏内の SEPA 振込・引落しについて、その利用率の推移を見ている。2012 年 12 月時点で、全体の振込のうち SEPA 振込は 34.9%、SEPA 引落しは 1.9%

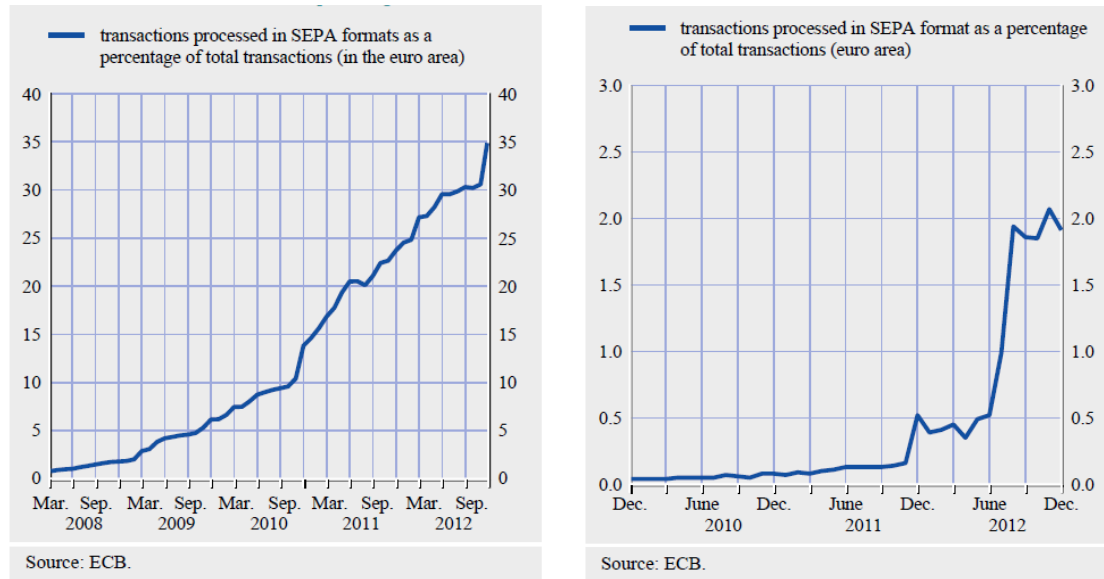
⁶⁹ ECB [1999], p.7. 一方、国内振込は 1-3 日で入金が完了していた。

⁷⁰ Pelkmans [2006], pp.395-396. ペルクマンスはこの高コストの要因として、EU レベルでの決済システムの欠如、統一された決済方法の欠如、各国間の法律の不整合、共通通貨の欠如を挙げている。

⁷¹ SEPA 導入によるリテール決済システムの対応の詳細は、中島・宿輪 [2013]、pp.223-242 を参照。

と、利用は限定的であった⁷²。移行が進まない理由として、SEPAは銀行の民間団体であるEPCが押し進める自主規制であったことが挙げられる。また、いくつかの国では旧来のスキームでも安価で効率的なリテール決済が可能だったため、SEPA振込・引落しを銀行が採用するインセンティブは低かった⁷³。

図表 2-3 ユーロ圏の SEPA 振込・引落し利用率の推移 (2012 年 12 月まで、%)



出所：ECB [2013], pp.7-8.

注：SEPA 振込は 2008 年 3 月から、SEPA 引落しは 2009 年 12 月からの月次データ。

民間主導では SEPA 構築が進まないことに対し、欧州委員会は法的な枠組みから支援した。2012 年に SEPA 規則(Regulation 260/2012)を制定し、2014 年までにユーロ圏、2016 年までにすべての EU 加盟国のリテール決済の当事者は、各国既存の手法による旧来の振込・引落しを廃止し、SEPA スキームでの振込・引落しへ移行するよう義務付けられた。この規則により、ユーロ建ての振込、引落しを共通で行う SEPA スキームへの移行が完了した。このように、民間主導によって立ち上げられた SEPA スキームだったが、その移行は最終的に、欧州委員会による規則の整備によって強力的に押し進められたのである。

さらに、オンライン決済・モバイル決済の普及を受けて、24 時間 365 日すぐに代金が入金される即時決済のニーズが高まった。これに伴い、EPC は 2017 年 11 月に SEPA Instant Credit Transfer スキームを導入している⁷⁴。1 万 5,000 ユーロを上限に 10 秒以内に受取人口座へ入金されるようになっており、2020 年上半期時点で、EU の半数以上の銀行 (2,254

⁷² ECB [2013], pp.7-8.

⁷³ 特に引落しは各国でスキームが大きく異なっていたことで、SEPA 引落しへの移行が遅れていた (Euromoney [2010], 'SEPA migration: A lame duck struggles to make common sense', February.)。

⁷⁴ EPC ホームページ、<https://www.europeanpaymentscouncil.eu/what-we-do/sepa-instant-credit-transfer> (2020 年 9 月 24 日閲覧)。

行)がこのスキームを導入している。

2. EU 単一リテール決済サービス市場の構築

2 つ目は、決済サービスを提供する事業者が、EU 全域で決済サービスを提供可能とするための一連の取り組みである。特に決済サービス指令は、そのための主要な取り組みとして挙げられ、リテール決済サービスの単一市場を構築することを目的としている⁷⁵。

この取り組みは 1990 年代から見られていたが、電子決済勧告 (Recommendation 97/489) は強制力が弱く、クロスボーダー振込指令 (Directive 97/5) はクロスボーダー振込に関してのみ利用者保護を規定するなど、断片的な制度整備にとどまっていた。こうしてリテール決済サービスに関する包括的な規制枠組みがなかったことで、2000 年代中頃まで、EU の決済サービス市場は各国ごとに構築されており、決済サービスに関わる法的枠組みも各国ごとに分断されていた⁷⁶。また、決済サービスはこれまで銀行が独占的に提供していた一方、新たにサービスを提供するノンバンクも登場していたが、EU 各国の法律がバラバラで不利に扱われ、参入障壁も多かった⁷⁷。

そこで欧州委員会は、競争の促進と規模の経済によって決済サービスがより効率的になり、決済システム全体のコストを削減することを目的に、リテール決済サービスに関するルールを EU 域内で統一することを目指し、①市場の開放による平等な競争条件 (level playing field) の確保、②市場の透明性の向上、③消費者保護の高度化の 3 つの目標を掲げた (European Commission [2005])。以上の目的、目標を果たすために、2007 年に決済サービス指令 (Directive 2007/64) を制定し、2009 年に施行した。

決済サービス指令では「決済サービス」を規定しており、振込や引落し、カード決済、電子マネーに加え、携帯電話などの電子機器を用いた決済の代行サービスなどが、決済サービスの対象となる⁷⁸。この決済サービスを提供する「決済サービス業者 (payment service provider)」を定義し⁷⁹、その一類型として「決済機関 (payment institution)」を導入した。決済サービス業者には銀行や電子マネー機関も含まれているが、これに決済機関を設けることで、以前は銀行だけが独占してきたリテール決済サービスをノンバンクも提供することが可能となった。本指令では、決済機関が運営する上で必要な資本要件も規定するなど

⁷⁵ 決済サービス指令の立案から制定までの詳細は、吉村・白神 [2009]、また European Commission[2005] を参照。

⁷⁶ 決済サービス指令の前文第 2 項。

⁷⁷ European Commission [2005], p.6.

⁷⁸ 決済サービスは、「①口座への現金の入金・引出サービス、これに付随する業務処理、②口座上の資金または与信による決済 (口座振込、口座引落、カードによる決済、電子マネーの移転)、③決済手段の提供、同手段が利用可能な小売店等の加盟店の管理等 (カード利用額の資金決済等)、④送金 (口座を用いない資金移動)、⑤携帯電話等を用いた決済の代行サービス」と整理することができる (吉村・白神 [2009]、p.18)。詳細は、決済サービス指令の付属文書 (Annex) を参照。

⁷⁹ 決済サービス業者は、(a)信用機関、(b)電子マネー機関、(c)郵便振替取扱機関、(d)決済機関、(e)ECB および各国中央銀行 (金融当局、公的当局として活動する場合は除く)、(f)各国政府・地方自治体 (金融当局、公的当局として活動する場合は除く) と定められている (本指令第 1 条)。

市場参入の条件を定めており、設立には監督当局による認可が必要だが、認可を得た決済機関は国境を越えた決済サービスの提供が可能となった（単一免許）。また、決済サービス業者が価格等の情報を利用者に提供する義務も定めている。透明性の向上によって、利用者は内容を十分比較検討したうえで利用するサービスを決定可能となり、業者間でのサービス内容の向上による競争促進が期待されている⁸⁰。

決済サービス指令の成立後、本指令の制定によって改正が必要となった分野や、本指令が対応できなかった分野を対象に規制が定められ、決済サービスの域内市場の整備が一層進んだ。

例えば電子マネー指令（Directive 2000/46）は、銀行以外にも電子マネーを発行する業者（電子マネー機関）の参入を促進することを目的に、2000年に制定された⁸¹。電子マネー機関は認可制で、単一パスポートによって国境を越えた事業展開を可能にしていたが、当初資本金は100万ユーロ、兼業禁止と厳しい条件だった。一方、決済サービス指令が電子マネー機関を決済サービス業者に包含したことで、電子マネー機関は様々な業務を兼ねることが可能となり、2つの指令が一貫性を持つように改正する必要が出てきた。2009年に第二次電子マネー指令（Directive 2009/110）へ改正され、当初資本金を35万ユーロと緩和し、決済サービス指令に規定された決済サービスを電子マネー機関も提供可能となった。

2015年にはインターチェンジ手数料規則（Regulation 2015/751）が制定された。インターチェンジ手数料は、カード決済ごとにアクワイアラ（加盟店管理会社）がイシュア（カード発行会社）に支払う手数料である⁸²。その料率はVisaやMasterCardなど国際ブランドが決定するが、独占的な地位を持つ国際ブランドがカードの発行を促すために、手数料を高く設定しており、その料率は各国で異なっていた。各国の料率の違いによりアクワイアラの国境を越えたサービスの提供を妨げていることが指摘されていたほか⁸³、インターチェンジ手数料は商店などの加盟店手数料に転嫁され、高いインターチェンジ手数料は商店のカード決済受け入れのインセンティブを損ねていた⁸⁴。この規則は、消費者向けカード決済時のインターチェンジ手数料に上限を設定するもので、デビットカードは0.2%、クレジットカードは0.3%を上限にするよう定めている⁸⁵。このように、国際ブランドが独占的にサービスを提供するがゆえに域内で生じていた市場のゆがみを、EUは規則によって是正しようと試みている。

そして、同じく2015年に第二次決済サービス指令（Directive 2015/2366）が制定された。

⁸⁰ 吉村・白神 [2009]、pp.38-39。

⁸¹ European Commission [2008], 'Electronic money: Commission proposes clear legal framework for innovative payment solutions', *Press Release*, IP/08/1491 13th, October.

⁸² 決済サービス指令ではイシュアとアクワイアラは規制の対象だが、国際ブランドは規制の対象外であった。これまでも、VisaやMasterCardが設定するインターチェンジ手数料は反トラストの対象となっていた（ECB [2014], pp.22-24）。

⁸³ 決済が行われた国のインターチェンジ手数料が適用されるため、アクワイアラは高料率の国でサービスを提供すると、その分高い手数料を支払う必要があった（ECB [2014], pp.49-50）。

⁸⁴ Börestam and Schmiedel [2011], pp.12-13.

⁸⁵ 企業向けカード決済は本規則の対象外である。

指令改正の背景にあるのは、オンライン決済やモバイル決済の登場とその普及に、指令も対応する必要になったことが背景である⁸⁶。指令では例えば、不正利用を防止するため、30ユーロ以上のオンライン決済・モバイル決済による支払いに対して、支払人に二要素認証などのSCA（強固な顧客認証）を実施することを定めている⁸⁷。

この第二次決済サービス指令では、決済サービス業者の新しいカテゴリとして、「口座情報提供サービス業者 (AISP)」と「決済指図伝達サービス業者 (PISP)」を設けている。AISPは口座情報をインターネットやスマートフォンのアプリ等で提供し、利用者が確認できるサービスである。PISPは、アプリやインターネット上で、利用者の求めに応じて振込を指図するサービスである。PISPの例として、スウェーデンの Trustly やドイツの SOFORT が挙げられる。PISP はオンライン・バンキングとも類似しているが、最大の違いとして、銀行の預金口座のネットワークにアクセスするための接続仕様を公開する「オープン API」という様式に基づいて、PISP は利用者の預金口座の情報へアクセスすることである⁸⁸。第二次決済サービス指令では、銀行は利用者の求めに応じて PISP・AISP による口座情報へのアクセスを認めなければならない、それゆえ銀行はオープン API を整備する必要がある。

また、第二次決済サービス指令では、国境を越えた決済サービスの提供を促進するため、クロスボーダーでの事業展開を申請した決済機関は、受入国監督機関から認可等の通知を、3か月以内に受け取り可能なよう規定している⁸⁹。

第3節 EU リテール決済市場の統合度

このように、EU はリテール決済市場統合に向けて、リテール決済スキームおよびインフラを整備する SEPA と、EU 単一のリテール決済サービス市場の構築を進めてきた。EU の一連の取り組みによって、リテール決済市場はどの程度統合しているのか。金融サービス市場の統合度は、金融機関および市場運営者の域内展開（数量面）と金融サービス価格の域内収斂（価格面）の指標から把握可能である（岩田 [2003]）。

リテール決済サービス市場は、特に価格面について明確に基準化された指標がなく、時系列のデータも限定されている。一方、リテール決済市場の制度改革の効果を査定した報告書を、欧州委員会はいくつか公表している。2013年に London Economics などのシンクタンクに依頼し、決済サービス指令の効果を査定した報告書を作成、公表した⁹⁰。この報告書は各国の振込手数料や決済機関の数を独自に調査している。また、2020年3月には、EY と

⁸⁶ European Commission [2013], p.4.

⁸⁷ (1)パスワードや PIN など本人だけが知る情報、(2)スマートフォンや PC など本人だけが所有する物、(3)指紋や声などの生体認証のうち、2つ以上を用いた認証を支払人に求めている (European Commission [2019], 'Frequently Asked Questions: Making electronic payments and online banking safer and easier for consumers', QANDA/19/5555, 13th, September)。

⁸⁸ API の概要は公正取引委員会 [2020a] を参照。

⁸⁹ 決済機関が他の EU 加盟国に参入する際、受け入れ国の監督当局は自国の決済機関よりも厳しく要件を確認するため、許可されるまでに半年から 9 か月かかる事例もあった (London Economics et al. [2013], p.181)。

⁹⁰ London Economics et al. [2013].

第2章

Copenhagen Economics に依頼し、インターチェンジ手数料規則の効果を査定した報告書を作成、公表している⁹¹。

今回、この2つの欧州委員会の報告書をもとに、数量面では決済機関の数と単一パスポートの利用割合、価格面では銀行の振込手数料とカード決済のインターチェンジ手数料に着目し、リテール決済市場の統合度を検討する。

図表 2-4 EU の決済機関数とパスポート利用の数

	2012年		2020年									
	決済機関	パスポート	決済機関	パスポート								
		使用 (割合)		使用 (割合)	PISP	パスポート 使用 (割合)	AISP	パスポート 使用 (割合)	アクワイ アリング	パスポート 使用 (割合)	送金業	パスポート 使用 (割合)
英国	224	123 54.9%	391	280 71.6%	52	26 50.0%	47	24 51.1%	112	73 65.2%	305	237 77.7%
ドイツ	37	11 29.7%	70	31 44.3%	16	7 43.8%	28	11 39.3%	24	14 58.3%	36	19 52.8%
フランス	12	4 33.3%	62	24 38.7%	11	7 63.6%	11	7 63.6%	40	17 42.5%	7	3 42.9%
オランダ	28	10 35.7%	57	26 45.6%	6	3 50.0%	17	3 17.6%	32	21 65.6%	9	1 11.1%
スペイン	46	2 4.3%	52	26 50.0%	4	1 25.0%	4	2 50.0%	17	10 58.8%	23	10 43.5%
スウェーデン	23	4 17.4%	45	15 33.3%	14	5 35.7%	14	6 42.9%	4	3 75.0%	16	7 43.8%
イタリア	45	0 0.0%	41	4 9.8%	3	0 0.0%	3	0 0.0%	20	2 10.0%	9	2 22.2%
ポーランド	0	0 0.0%	39	18 46.2%	6	2 33.3%	6	2 33.3%	25	11 44.0%	26	11 42.3%
リトアニア	20	0 0.0%	32	11 34.4%	1	1 100%	1	1 100%	10	8 80.0%	29	9 31.0%
ベルギー	9	3 33.3%	29	23 79.3%	9	6 66.7%	9	6 66.7%	12	9 75.0%	12	8 66.7%
マルタ	14	2 14.3%	23	11 47.8%	0	0 -	0	0 -	7	5 71.4%	15	7 46.7%
チェコ	13	1 7.7%	23	13 56.5%	2	0 0.0%	2	0 0.0%	17	10 58.8%	13	6 46.2%
アイルランド	10	1 10.0%	17	11 64.7%	2	2 100%	2	2 100%	8	7 87.5%	9	5 55.6%
デンマーク	6	1 16.7%	16	7 43.8%	4	2 50.0%	3	2 66.7%	5	2 40.0%	5	2 40.0%
フィンランド	5	1 20.0%	14	12 85.7%	4	4 100%	3	2 66.7%	8	5 62.5%	0	0 -
ポルトガル	9	0 0.0%	13	4 30.8%	0	0 -	0	0 -	5	3 60.0%	10	2 20.0%
ルクセンブルグ	4	1 25.0%	12	12 100.0%	1	0 0.0%	0	0 -	8	8 100%	5	5 100%
キプロス	10	1 10.0%	11	8 72.7%	0	0 -	0	0 -	3	2 66.7%	5	3 60.0%
エストニア	8	1 12.5%	10	4 40.0%	3	1 33.3%	1	0 0.0%	5	3 60.0%	3	1 33.3%
スロバキア	6	1 16.7%	9	6 66.7%	1	0 0.0%	1	0 0.0%	8	5 62.5%	0	0 -
ギリシャ	11	0 0.0%	8	0 0.0%	1	0 0.0%	1	0 0.0%	4	0 0.0%	7	0 0.0%
ルーマニア	7	1 14.3%	8	0 0.0%	0	0 -	0	0 -	1	0 0.0%	4	0 0.0%
ハンガリー	2	0 0.0%	7	0 0.0%	1	0 0.0%	1	0 0.0%	3	0 0.0%	0	0 -
オーストリア	4	3 75.0%	6	4 66.7%	2	1 50.0%	0	0 -	5	4 80.0%	3	0 0.0%
ブルガリア	9	3 33.3%	5	2 40.0%	2	1 50.0%	2	1 50.0%	4	1 25.0%	0	0 -
ラトビア	0	0 0.0%	5	0 0.0%	0	0 -	1	0 0.0%	2	0 0.0%	4	0 0.0%
クロアチア	n/a	n/a n/a	3	1 33.3%	1	0 0.0%	0	0 -	3	1 33.3%	0	0 -
スロベニア	4	0 0.0%	2	0 0.0%	0	0 -	0	0 -	1	0 0.0%	0	0 -
EU	566	174 30.7%	1010	553 54.8%	146	69 47.3%	157	69 43.9%	393	224 57.0%	555	338 60.9%

出所：London Economics [2013], p.176（2012年）、EBA データベース（2020年）より筆者作成。

注：クロアチアは2012年当時EUに加盟しておらずデータは無し。

⁹¹ European Commission [2020].

1. 数量面：決済機関の数と国境を越えた域内展開

図表 2-4 は、各国で認可された決済機関の数と、単一免許（パスポート）を活用している決済機関の数を示している。2020 年のデータは、欧州銀行監督機構（EBA）のデータベースより取得可能で、決済機関のうち PISP や送金など提供しているサービスごとに分類しているが、同じ決済機関が様々なサービスを提供しているケースも多く、サービスごとに示した決済機関の総和と各国の決済機関数は一致しないことに注意されたい。

2012 年当時、EU の認可決済機関数は 566 であったが、2020 年になると決済機関は 1,000 を超えている。大半の国で決済機関の数が増加しているが、英国は EU にある全決済機関の 4 割を占めている⁹²。注目すべきは、単一免許を活用している決済機関が 2012 年の 3 割から 5 割に増加しており、国境を越えたサービスの提供が増えている点である。単一免許の利用は、ほぼすべての EU 加盟国にて事業展開しているケースと、ベネルクスや北欧・バルト、ラテンなど、近隣地域間で展開するケースに分かれている。

一方、いくつかの南欧諸国では決済機関によるパスポート利用率が低いことも確認されるが、これは、当該地域のキャッシュレス決済の利用が比較的低調で、それゆえ市場が発展途上であるためと考えられる⁹³。しかし、2000 年前後に東欧の銀行市場で起きたように、市場が発達している国からリテール決済サービスを提供されることで、域内市場の再編と競争が進み、市場統合が目的とする価格の低位収斂は達成可能になると考えられる。例えばベルギーを拠点にしているアクワイアラの Ingenico は、パスポートを活用して EU 加盟国すべてに決済サービスを提供しているうえ、イタリアやポルトガル、ポーランドやハンガリーなど南欧・東欧諸国に支店を開設している。

さらに、2015 年以降、ノンバンクの決済サービス業者では EU レベルでの再編や M&A が活発になっている⁹⁴。フランスに拠点を置く域内有数の決済機関である Worldline は、

⁹² 英国に拠点を置く決済機関は 2020 年末の移行期間を過ぎると、第二次決済サービス指令の単一パスポートを失う。そのうえ、決済サービスは EU 離脱後の同等性評価の対象外であるため、在英決済機関が引き続き EU 市場へアクセスし域内で決済サービスを提供するためには、EU 域内に子会社を新たに設立する必要がある（JETRO「英国金融市場が待ち受ける課題と影響」、2020 年 6 月 5 日、<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/2020/b8a11e5bcfe97392.html>、2020 年 10 月 5 日閲覧）。一方、ロンドン・シティにおける外国為替取引のシェアは世界一であり、国際金融センターとしての地位を依然として維持していることから、Brexit による英国のリテール決済サービス市場への影響は限定的であり、在英決済機関も一部の業務を EU へ移すものの、拠点は英国のまま維持するだろうと考える。

⁹³ 特にギリシャでは、近年カード決済が増加しているとはいえ、この傾向が顕著である。ギリシャのリテール決済の動向については、European Payments Council [2019] ‘Greece’s steady progress towards a cashless society’, 14th November, <https://www.europeanpaymentscouncil.eu/news-insights/insight/greeces-steady-progress-towards-cashless-society>（2020 年 12 月 25 日閲覧）を参照。一方、イタリアの Nexi グループは国内最大のノンバンク決済サービス業者であり、すべての EU 加盟国に対しパスポートを利用している。Nexi は事業を拡大するなかで、イタリア国内の様々な決済サービス業者に対し M&A を実施している。

⁹⁴ EU レベルで活動する決済機関は基本的には北欧や西欧、英国に集中しており、これらの企業が開設した支店や子会社、買収した企業の国は当該地域内で双方向に行われている。加えて、南欧や東欧諸国に対してはこれらの企業が支店を設置したり、M&A によって子会社化したりすることで、南欧・東欧地域での市場へ参入している。支店の設置や M&A の状況等は、各決済サービス業者のウェブサイトを参照した。

第2章

2020年2月に Ingenico を買収している。M&A が活発になっている背景として、同社は、第二次決済サービス指令の制定など一連の法整備によって決済サービス市場における再編の条件が整備されているためであると指摘している⁹⁵。

サービス別では送金業が多い⁹⁶。主に送金は国境を越えた金銭の授受をするときに行われ、例として TransferWise が挙げられる。これは留学生への仕送りや、出稼ぎ労働者による仕送りなど、決済手段ではなく、あくまで個人間の送金に使用されるケースが大半であるものの、新しいサービスとして注目されている。

また、アクワイアリング業務をしている決済機関のうち、57%がパスポートを利用している。Worldpay や Worldline など、EU レベルでサービスを提供するアクワイアラも登場しており、国外のアクワイアラと契約している商店は 18%（2015 年）から 20%（2017 年）に増加している（European Commission [2020]）。このアクワイアリングにはカードの加盟店管理だけでなく、決済代行業者（様々な決済手段を商店の代わりに受け入れ、管理する決済サービス業者）も含まれている。PISP や AISP などの新たな決済サービスを提供している決済機関は 15%程度あり、そのうち半分近い PISP が国境を越えてサービスを提供している。

図表 2-5 各国別クロスボーダー（左）・国内（右）振込手数料

	1994	1999	2001	2003	2005	2012			2001 ATM/窓口	2005 ATM/窓口	2012	
						ATM	窓口				ATM	窓口
アイルランド	27.13	25.98	25.04	22.24	0.38	0	0.44	英国	0	0	0	4.29
フィンランド	-	20.11	14.36	18.71	2	0	2.7	フィンランド	0.00-4.00	0.00-4.00	0	2.7
オランダ	18.84	10	11.45	11.11	0	0	6	オランダ	0	0	0	6
ドイツ	26.16	13.78	11.93	10.56	1	0.01	0.43	ドイツ	0.00-2.00	0.00-2.00	0.01	0.43
オーストリア	-	10.61	17.4	11.19	0.6	0.11	0.89	デンマーク	0.25-2.00	0.25-2.00	0.07	3.19
ルクセンブルグ	15.75	8.91	9.58	9.89	0.75	0.17	1.2	アイルランド	0.00-0.76	0.00-0.76	0.11	0.44
フランス	33.01	16.88	18.06	22.62	3.4	0.29	3.44	オーストリア	0.00-1.20	0.00-1.20	0.11	0.89
ポルトガル	26.75	29.68	31.04	18.12	1.75	0.42	3.26	ルクセンブルグ	0	0.00-1.50	0.17	1.2
ベルギー	23.06	13.37	11.87	14.26	0.15	0.5	0.52	スウェーデン	0.00-1.65	0.00-1.65	0.23	6.77
ギリシャ	32.78	-	-	31.09	12	0.53	11.75	フランス	2.30-3.502	2.85-3.90	0.29	3.44
イタリア	20.88	18.28	19.74	16.71	3.5	1.39	3.67	ポルトガル	0.00-1.50	0.00-3.50	0.42	3.26
スペイン	22.04	20.5	20.56	19.78	4	2.45	2.93	ベルギー	0.00-0.25	0.00-0.30	0.5	0.52
平均	24.64	17.1	17.37	17.19	2.46	0.5	3.1	ギリシャ	min 5.58	min 12.00	0.53	11.75
								イタリア	0.25-4.00	2.00-5.00	1.39	3.67
								スペイン	2.52-28.10	3.18-29.104	2.45	2.93

出所：London Economics [2013], pp.55-57.

注：100 ユーロ振込時の手数料。国内手数料のうち、非ユーロ圏（右図網掛け部）は 100 ユーロ相当の現地通貨での振込手数料（ユーロで換算）。「ATM」は ATM とオンライン・バンキングを通じて指図した振込をさす。1993-2005 年までのデータは ATM、窓口（OTC）それぞれの手数料に区別なく表記。

2. 価格面：決済サービスの手数料の低位収斂

次に振込手数料とカード決済のインターチェンジ手数料を見ていく。なお、振込手数料は

⁹⁵ Worldline [2020] 'Meeting with Investors', September.

⁹⁶ 送金業は英国の比率が非常に大きい、英国は為替ブローカーを決済機関として認可しており、数字をそのまま把握するには注意が必要である。

2012年までのデータである。

図表 2-5 はそれぞれ、国内とクロスボーダーでの 100 ユーロ相当の振込にかかる EU 各国の手数料を示している。2012 年は ATM やオンライン・バンキングによる振込と、窓口での振込それぞれの手数料も示している。ユーロ導入前（1994 年）、各国のクロスボーダー振込手数料は 15-33 ユーロと高額かつ乖離していたが、2005 年にクロスボーダーの手数料は急速に低下し、2012 年には各国内の手数料と同一になっている。

このようにクロスボーダー振込手数料は大幅に低下し、国内と同水準になったが、これはクロスボーダー決済規則によるものだろう。この引き下げの結果、銀行は効率的な決済スキームの構築をすべく SEPA に着手したのは、前節で述べたとおりである。また、この規則がクロスボーダー手数料を引き下げたことで、銀行が収益確保のために国内振込手数料を引き上げることを欧州委員会は懸念していたが、そうした銀行の対応は見られなかった（European Commission [2006]）。

しかし、2012 年の振込手数料をみると、南欧諸国と西欧・北欧諸国の間で手数料の水準に違いが見られる。ATM やオンライン・バンキングでの振込手数料は、特に南欧諸国において比較的高い傾向がある。一方、2005 年から 2012 年にかけて、北欧・西欧諸国では手数料に変化が見られ、国内の窓口利用の振込手数料を引き上げる国（蘭など）、また、2005 年時点で振込手数料の最低水準（ATM 等）がゼロだったが、2012 年では振込手数料をわずかに引き上げている国（独など）が見られる。

なぜ 2012 年当時に各国の振込手数料に違いがあったのか、複数の要因が読み取れる。まずは、市場統合論の観点から、競争の欠如によって価格の収斂に至らなかったことが想起されるが、HSBC などの銀行は、決済サービス指令によって決済サービス市場で競争が起こることに警戒感を示していた⁹⁷。一方、SEPA による振込は 3 日以内に完了することを求めているが、南欧諸国ではその要件を満たすインフラ整備に困難を要すると、The Banker にて指摘されていた⁹⁸。SEPA 移行前の南欧諸国では、非効率で高コストなリテール決済システムが構築されていたことが推測される。また、金融危機により、銀行は貸付などの利子収入が減少したことで、銀行収益に占める決済などの手数料収入の比重が高まったことが指摘されている（ECB [2016]）。ユーロ圏銀行の収入のうち手数料収入が占める割合は、2009-15 年間に 25.5%から 28.5%に増加しており、2015 年の手数料収入のうち決済サービスが占める割合は 18%と最も多い⁹⁹。そして、2012 年当時は SEPA スキームの移行途中だったが、その移行コストは膨大なことも指摘されていた。ABM アムロは、新しい決済インフラへの接続など、EU の銀行が SEPA の移行にかかる費用の総額を約 100 億ユーロと

⁹⁷ The Banker [2009], 'The high price of payments', June, pp.60-62.

⁹⁸ The Banker [2006], 'Special Supplement: Cash Management – A change in the landscape', October, <https://search-proquest-com.anywhere.lib.kyushu-u.ac.jp/docview/225667864?accountid=27835> (2020 年 10 月 19 日閲覧)。

⁹⁹ ECB [2016], pp. 148-150.

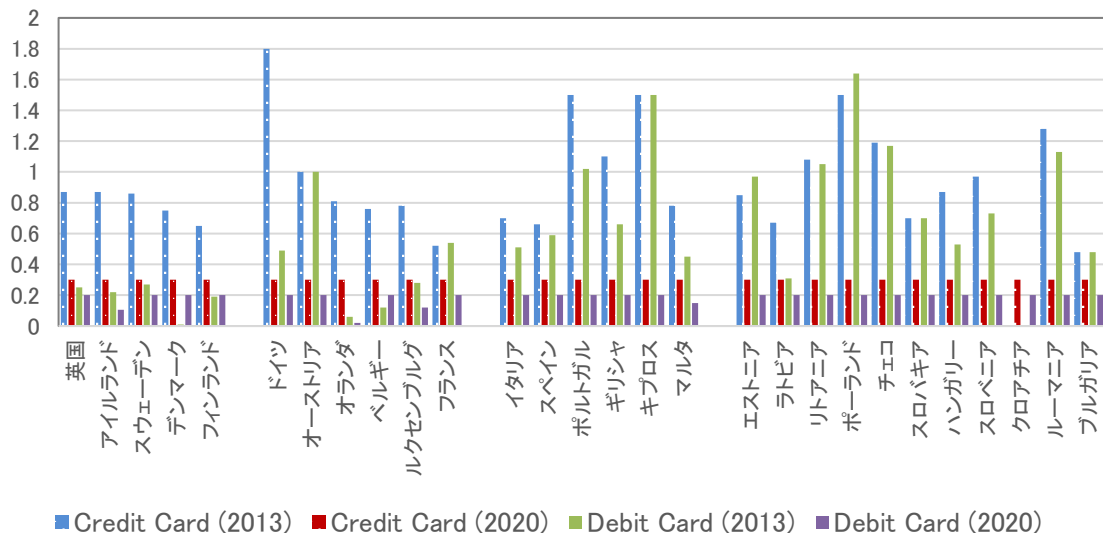
試算していた¹⁰⁰。

このように、SEPAの移行や金融危機への対応を背景に、各国の銀行が手数料水準を設定していたことが推測される。しかし、このことを検証するには各国銀行の収益構造など一層の分析が必要となるだろう。

なお、数量面での検討でも触れたが、ノンバンクの決済サービス業者間のM&Aは2015年以降非常に活発になっている。市場原理に基づいて、域内の決済機関ではM&Aを中心とした再編が進んでいる。国内だけでなくEUレベルでのM&Aが進めば、規模の経済が発生しコストが低下することで、消費者余剰も増加することになる。

また、今日では域内で振込手数料が大きく低下しており、アクセントチュアによる2019年6月の調査では、EUの約7割の銀行が決済の手数料(振込など)を既にゼロにしているか、向こう1年以内に無料にする方針である¹⁰¹。手数料の低下の要因として、SEPAスキームによる決済が普及し、振込のコストが大きく低下したことが指摘されている¹⁰²。また、Accenture [2013]はSEPAが振込などのスキームを統一することで、銀行による国境を越えた決済サービスの提供が容易になっていることも指摘しており、その例として、非ユーロ圏であるデンマークのDanske銀行がアイルランドに進出しているケースを挙げている。このように、一連のEUの取り組みが競争と決済サービスのコスト低下を促し、今日の振込手数料の低位収斂をもたらした要因として指摘できる。

図表 2-6 消費者向けカードのインターチェンジ手数料 (単位：ユーロ)



出所：European Commission [2013], p.203 (2013 年)、Visa ホームページ (2020 年) より筆者作成。
注：100 ユーロ当たりの決済のインターチェンジ手数料で換算。2013 年のクロアチアはデータ無し。

¹⁰⁰ The Banker [2006], 'Regulation: A directive with teeth', January, p.160.

¹⁰¹ Accenture [2019], 'Are transaction fee economics payment services diminishing?' 9th, July, <https://bankingblog.accenture.com/are-transaction-fee-economics-payment-services-diminishing> (2020 年 10 月 7 日閲覧)。

¹⁰² Ibid.

第2章

図表 2-6 は消費者向けカード決済のインターチェンジ手数料であり、100 ユーロ当たりの手数料で換算している。2013 年のデータはインターチェンジ手数料規則を検討するさいに欧州委員会が作成した報告書のデータであり、2020 年のデータは Visa のインターチェンジ手数料である。2013 年当時、個人向けカード決済におけるインターチェンジ手数料は各国で異なっていた。北欧、西欧諸国の多くの国ではデビットカードの手数料は比較的低かったが、多くの南欧・東欧諸国やオーストリアでは手数料が高く設定されていた。ドイツは 2013 年にカルテル当局がデビットカードのインターチェンジ手数料を引き下げる命令を出したため、手数料は低下しているが、2013 年以前は 1.5%程度と高水準だった¹⁰³。

一方で、今日ではデビットカードは 0.2%、クレジットカードは 0.3%を上限に手数料が一定となり、オランダやルクセンブルグではデビットカードの手数料は上限よりも低く設定されていることがわかる。この手数料の低位収斂も、クロスボーダー振込手数料と同様、規則によって引き下げを求めた結果といえる。独占的な地位を持つ Visa と MasterCard それぞれの国際ブランドがインターチェンジ手数料を設定していたが、欧州委員会は独占によって生じていた市場の非効率性を、域内規制の強化によってその克服を図ったのである。

このように、EU の一連の取り組みによって、決済機関の数は増加し、国境を越えたサービスの提供も増加している。クロスボーダー振込手数料やインターチェンジ手数料は、市場原理では是正ができず、利用者に高いコストを負わせていたため、規則によって手数料水準の平準化を求めた結果、手数料の収斂が果たされた。2012 年の振込手数料は各国で水準が異なっていたが、今日では多くの銀行でその水準が低下していることも明らかになっている。

以上の検討より、EU 市場統合の他の分野と比較して統合が遅れていた EU リテール決済市場において、2010 年代以降、統合度が高まったことが明らかとなった。

第4節 統合は EU リテール決済市場に何をもたらしたか

では、リテール決済市場統合は、EU 各国のリテール決済手段にどのような変化をもたらしたのか、統合による副次的な効果を検討する。

インターチェンジ手数料の引き下げにより、多くの国で加盟店手数料が低下していることが明らかになっている (European Commission[2020])。さらに、イタリア (中央) 銀行は 2018 年、イタリアでのインターチェンジ手数料規則の効果を査定した研究を公表している (Ardizzi and Zangrandi [2018])。図表 2-7 はイタリアにおけるカード決済手数料と小売店でのカード決済の受入れ状況を示す。左図はインターチェンジ手数料と加盟店手数料の推移であり、イタリアでは 2016 年以降、インターチェンジ手数料の引き下げに伴い、加盟店手数料も低下していることが分かる。イタリアは EU の中でもカード決済が低調とされ、POS 端末 1 台当たりのカード決済件数は、2013 年は 875 件、2015 年は 924 件だった

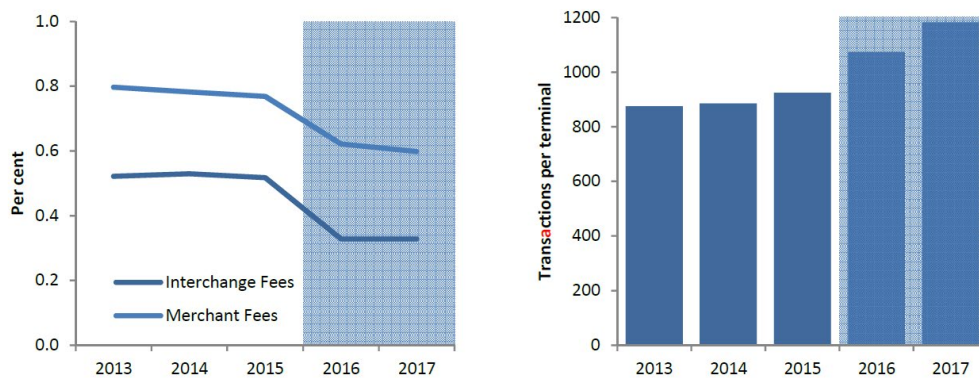
¹⁰³ Federal Reserve Bank of Kansas City [2018], *Public Authority Involvement in Payment Card Markets: Various Countries—2018 Update*—, August, p.6.

(図表 2-7、右図参照)。しかし、2016 年は 1,070 件、17 年は 1,120 件と、インターチェンジ手数料の低下により、商店のカード決済の受け入れ件数が通増している。ユーロ圏全体におけるカード決済の増加率も、2015 年のインターチェンジ手数料規則の制定を境に、2007 年 (167 億件) から 15 年 (296 億件) の間に年平均で 9.6%、2015 年から 19 年 (466 億件) の間に年平均 14.3%と一層大きくなっている¹⁰⁴。

図表 2-7 イタリアにおけるカード決済手数料と小売店でのカード決済の受入れ状況

(左図：イタリアにおけるインターチェンジ手数料と加盟店手数料の推移 (%))

(右図：イタリアの小売店における POS 端末 1 つあたりのカード決済件数の推移)



出所：Ardizzi and Zangrandi [2018], p.10.

加盟店手数料の低下は小売価格にも反映することが考えられ、European Commission [2020]による商店に対するアンケートでは、インターチェンジ手数料引き下げを通じた加盟店手数料の低下により、小売価格が下がったと回答する商店がある一方、価格に影響はないと回答する商店もあった¹⁰⁵。しかし、アクワイアラの国境を越えた域内展開も増えており、アクワイアラの市場が広がれば、規模の経済が作用し、加盟店手数料が低下することも考えられる¹⁰⁶。こうしたカード決済のコスト低下により、小売価格は実際にどの程度低下しているのかについても、注視していく必要があるだろう。

そして、オンライン決済やモバイル決済の利用が増加している。図 2-8 は全カード決済件数のうち、e コマースなどオンラインでのカード決済の比率を示したものである。多くの国で 2015 年よりもオンライン決済の比率が増えており、そのニーズは高まっている。e コマースでは、これまでドイツは請求書払いが主流とされており、イタリアではオンライン決済への不安から、プリペイドカードや PayPal などの電子マネーが利用されていた (JETRO

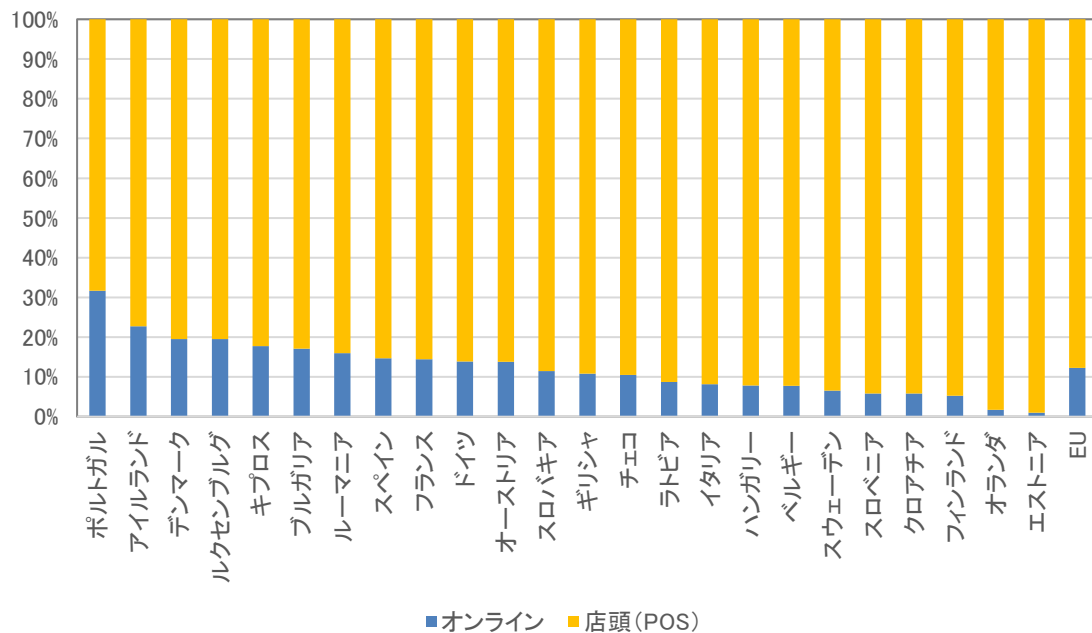
¹⁰⁴ ECB Statistical Data Warehouse より算出。

¹⁰⁵ European Commission [2020], pp.182-185 参照。小売価格に影響がない理由として、インターチェンジ手数料が低下したが決済のコストとしては小さいこと、また、規則の適用範囲外である企業向けカードのインターチェンジ手数料が依然高く、コストの低下が多少相殺されていることを挙げている。

¹⁰⁶ Ibid, p.71.

[2014])。しかし、2015-18年間のオンラインでのカード決済は、ドイツが約4億件から7億3,500万件、イタリアも1億3,500万件から2億6,000万件と、ともに8-9割ほど急増している¹⁰⁷。一方、オンラインのカード決済が低いオランダでは、オンライン・バンキングシステムのiDEALの利用が活発で¹⁰⁸、2018年における全ての振込に占めるオンライン振込の比率は17.3%である¹⁰⁹。また、2017年の推計だが、英国やドイツでは、店頭での決済のうちモバイル決済は5%と普及の兆しが伺える¹¹⁰。

図表 2-8 オンラインカード決済の比率（件数、2018年）



出所：ECB Statistical Data Warehouse より筆者作成。

注：すべてのカード決済件数のうち、電話・インターネットでの財やサービスの購入をカードによって決済した (Initiated Remotely) 場合を、オンラインカード決済としている。アイルランド、スロバキアは2017年のデータ。

オンライン決済・モバイル決済が増加している背景として、決済サービス指令により、国境を越えた決済サービスの提供が容易になったことが指摘できる。オランダを拠点にしている決済サービス業者（アクワイアラ）のAdyenは、eコマースで多様な決済手段を受け入れ可能なプラットフォームを提供しており、2019年には約27億件のインターネット上の取引がAdyenのサービスを通じて行われた¹¹¹。さらに、第二次決済サービス指令が振込によるオンライン決済・モバイル決済のサービスを提供するPISPを導入しており、PISP

¹⁰⁷ ECB Statistical Data Warehouse より。

¹⁰⁸ European Commission [2020], p.50.

¹⁰⁹ ECB Statistical Data Warehouse より算出。

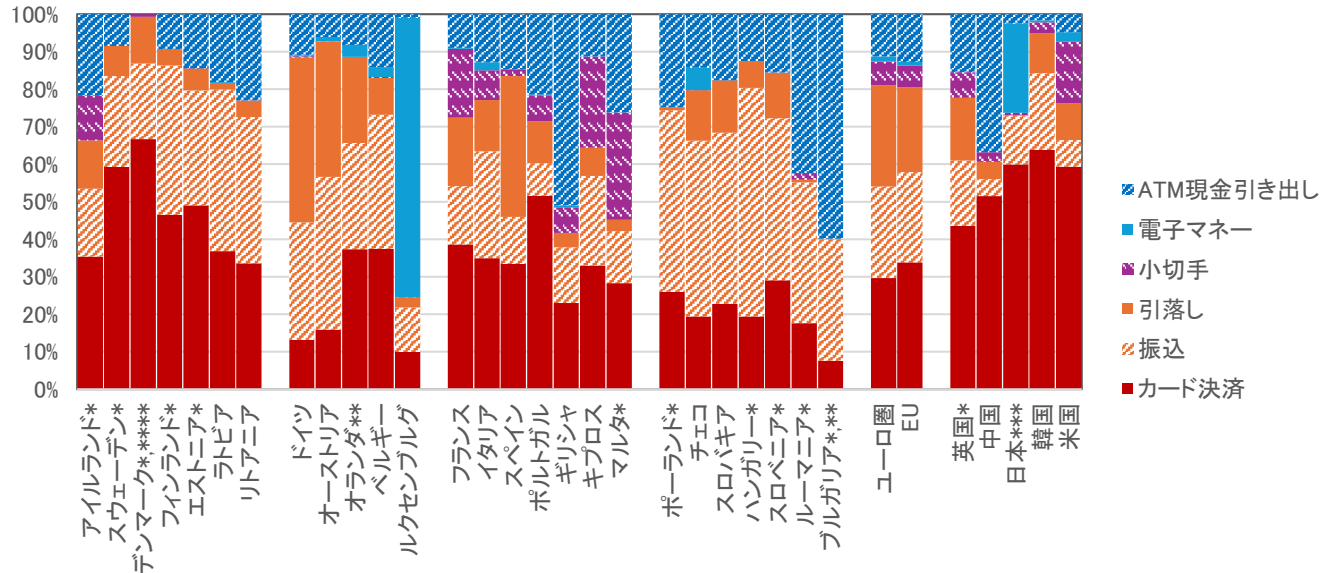
¹¹⁰ European Commission [2020], p.80.

¹¹¹ The Nilson Report [2020], 'Top Acquirers in Europe'.

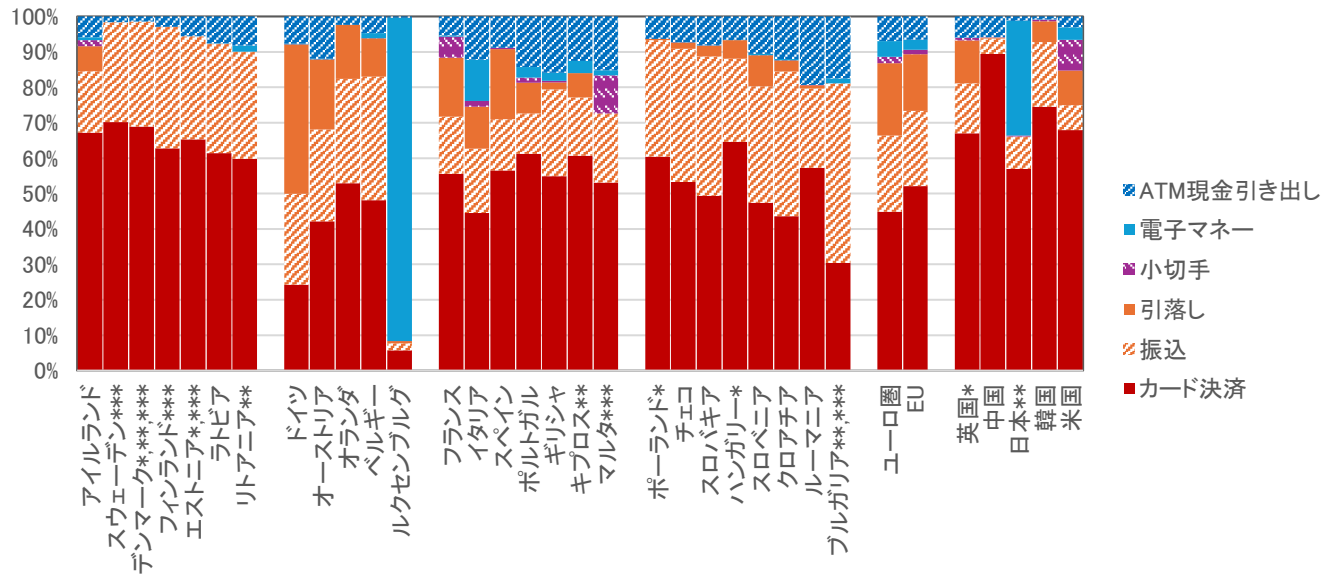
の国境を越えた展開も見られる。

図表 2-9 各国別のリテール決済手段（件数シェア：％）

○2009 年



○2019 年



出所：EU 各国は ECB Statistical Data Warehouse より、中国、日本、韓国、米国は BIS 統計、日本クレジット協会統計より筆者作成。

注：EU 各国は第 1 章の図表 1-8 をもとに、地域別にグループ分けして示した。EU 内のうちチェコの 2009 年は 2010 年のデータであり、EU 域外諸国のいずれも 2009 年は 2012 年のデータ、2019 年は 2018 年のデータである。現金決済の統計はないため、その代替的指標として用いられる ATM の現金引き出しで表示している。いくつかの国ではデータが完全ではなく、不足しているデータをそれぞれ、*：電子マネー、**：小切手、***：引落し、ATM 現金引出：****で表した。

これまでは各国独自に整備された法制度に加え、文化・慣行により、利用されているリテール決済手段は各国ごとに特色があった。こうした各国の法制度はときに障壁となり、効率的な決済サービスであるにもかかわらず、十分に利用者に提供されないこともあった。今日は、一連の取り組みにより、多様なリテール決済手段を積極的に利用可能な市場が EU レベルで形成されている。

市場統合の結果、EU 各国で利用されるリテール決済手段の違いに変化は表れているだろうか。Schmiedel et al. [2012]が分析対象にした 2009 年当時、リテール決済手段は各国・各地域で様々だった。図表 2-9 の上図は 2009 年における EU 各国のリテール決済手段の件数別割合を示しているが、例えば、南欧、東欧諸国は、北欧諸国と比べて現金決済が多く、一方でカード決済は少なかった。また、南欧諸国や英国、アイルランドは小切手の利用が比較的多かった。他方、下図より 2019 年の内訳をみると、現金と小切手の比率の低下とカード決済の比率の増加が見られる。特に南欧、東欧諸国でこの変化は顕著であり、EU 域内のリテール決済は少しずつ収斂に向かっていることが読み取れる¹¹²。歴史や法制度、文化・慣行を反映して形成されてきた EU 各国のリテール決済自体も、EU レベルでの取り組みが果たした市場統合により、変化し始めている。

小括

EU リテール決済市場の統合は、他の金融市場統合と比べて遅れを取っていたが、2000 年代以降、SEPA や EU 単一リテール決済サービス市場の構築といった EU レベルでの取り組みがなされると、国境を越えた決済サービスの提供が増え、決済サービスの手数料も低位収斂したことが明らかになった。今日、EU リテール決済市場は統合に向かっている。

その際、統合が進まない分野に対し、EU は規制の強化を通じて域内市場の非効率性の是正を図った。EU は SEPA 規則によって振込や引落しによる預金通貨の決済フォーマットを域内で統一し、また、クロスボーダー決済規則やインターチェンジ手数料規則により、リテール決済関連の手数料の収斂を実現した。

このリテール決済市場統合の副産物として、EU 域内では多くの人々が、多様な決済サービスを利用可能となっている。カード決済が低調だったイタリアでは、インターチェンジ手数料規則によって商店のカード決済を受け入れるコストが低下し、その結果、カード決済の受け入れ件数が増加している。カード決済のコスト低下により、小売価格が低下している兆しもある。

第二次決済サービス指令により、オンライン決済とモバイル決済に対する規制が整備されると、積極的に国境を越え、EU レベルでオンライン決済・モバイル決済のサービスを提供している決済サービス業者も登場している。こうした活動を背景に、EU 域内でオンライン決済・モバイル決済の普及が進んでおり、これまで e コマースにおいてカード決済が少な

¹¹² ルクセンブルグは、統計上、EU で取引された PayPal の決済がすべてルクセンブルグ国内で行われるため、電子マネーが多く計上される。

第2章

かったドイツやイタリアでも、カードを用いたオンライン決済が大きく増加している。

こうしたリテール決済市場統合がもたらした一連の変化により、EUのリテール決済手段も各国間で収斂に向かっていることが明らかになった。これは、歴史や法制度、文化・慣行を反映して形成されてきたEU各国のリテール決済手段が、EUレベルでの取り組みが果たした市場統合によって、変化し始めていることを示す証左である。現金決済の減少とカード決済の増加という傾向が顕著であるが、この変化によって、Schmiedel et al. [2012]など一連の先行研究が指摘していた、決済の社会コストの低下や経済へのプラスの効果をもたらす条件が整いつつある。

一方で、本章には数点課題を残している。

まずは、振込手数料の低位収斂だが、2012年当時の振込手数料は、国や地域による差が見られた。本章では、いくつかの要因を挙げたものの、各国個別銀行の収益構造の分析など、事例研究から検証を深める必要があるだろう。

そして、2019年12月からECBは中銀デジタル通貨（CBDC）を導入する検討を開始している。CBDCは中央銀行が発行する、いわばデジタル化された現金であるが、CBDCは今日の通貨システムの構造を大きく揺るがせる可能性も指摘されている¹¹³。今後の動向に注視しながら、CBDCがEUリテール決済市場に与える影響を検討していきたい。

¹¹³ CPMI [2018].

第3章 世界金融危機・ユーロ圏債務危機以降のEU銀行業

はじめに

本章は、世界金融危機およびユーロ圏債務危機と、その後の銀行制度改革が、金融危機後のEU銀行業にもたらした影響について明らかにすることを目的とする。このうえで、危機以降のEU銀行市場・金融システムについて、統合論の視点からどう位置付けられるのか、検討する。

一連の金融危機以降、EUの一部の銀行業では業績が低迷している。図表3-1は、世界金融危機前(2006年)と2022年における世界のトップ35の銀行である。The Bankerの“Top 1000 World Bank”より、Tier1自己資本の規模が大きい順に列挙している。この表より、一連の金融危機の前後で、EUの銀行業には次の2つの変化がみられる。第1に、EUの銀行は順位を落としており、世界におけるEUの銀行の存在感は薄れつつあることが分かる。第2に、ユニクレディト(UniCredit)やドイツ銀行(Deutsche Bank)など一部のEUの銀行では総資産額が危機前より縮小していることが分かる。したがって、金融危機以降のEU銀行業がなぜ低迷しているのか、その要因を明らかにする必要がある。

図表3-1 世界の銀行ランキング・トップ35行(2006年・2022年)

2006年					2022年				
順位	銀行名	国籍	Tier1 資本	総資産額	順位	銀行名	国籍	Tier1 資本	総資産額
1	Bank of America Corp	米国	91,065	1,459,737	1	ICBC	中国	497,281	5,666,618
2	Citigroup	米国	90,899	1,882,556	2	China Construction Bank	中国	407,229	4,950,203
3	HSBC Holdings	英国	87,842	1,860,758	3	Agricultural Bank of China	中国	379,867	4,853,724
4	<i>Credit Agricole Group</i>	フランス	84,937	1,818,341	4	Bank of China	中国	339,484	4,136,460
5	JP Morgan Chase & Co	米国	81,055	1,351,520	5	JPMorgan Chase	米国	245,631	3,665,743
6	Mitsubishi UFJ Financial Group	日本	68,464	1,579,390	6	Bank of America	米国	208,446	3,051,215
7	ICBC	中国	59,166	961,576	7	Citigroup	米国	169,145	2,416,676
8	Royal Bank of Scotland	英国	58,973	1,710,703	8	Wells Fargo	米国	152,567	1,881,016
9	Bank of China	中国	52,518	682,262	9	Bank of Communications	中国	145,443	1,858,715
10	<i>Santander</i>	スペイン	46,805	1,098,213	10	HSBC Holdings	英国	139,067	2,966,530
11	<i>BNP Paribas</i>	フランス	45,305	1,896,935	11	China Merchants Bank	中国	131,588	1,450,488
12	Barclays Bank	英国	45,161	1,956,786	12	Postal Savings Bank of China	中国	117,312	2,012,487
13	HBOS	英国	44,030	1,160,245	13	<i>Credit Agricole</i>	フランス	113,898	2,530,979
14	China Construction Bank Corporation	中国	42,286	697,740	14	Mitsubishi UFJ Financial Group	日本	111,355	2,897,808
15	Mizuho Financial Group	日本	41,934	1,235,443	15	<i>BNP Paribas</i>	フランス	110,048	2,836,570
16	Wachovia Corporation	米国	39,428	707,121	16	Goldman Sachs	米国	108,552	1,441,799
17	<i>Unicredit</i>	イタリア	38,700	1,084,267	17	Industrial Bank	中国	106,979	1,325,704
18	Wells Fargo & Co	米国	36,808	481,996	18	Shanghai Pudong Development Bank	中国	97,110	1,245,301
19	Rabobank Group	オランダ	34,757	732,708	19	China Citic Bank	中国	96,063	1,222,824
20	ING Group	オランダ	33,958	1,178,697	20	<i>Banco Santander</i>	スペイン	88,333	1,845,382
21	UBS	スイス	33,212	1,963,870	21	Sumitomo Mitsui Financial Group	日本	86,522	2,025,986
22	Sumitomo Mitsui Financial Group	日本	33,177	826,599	22	China Minsheng Bank	中国	86,123	1,038,008
23	<i>Deutsche Bank</i>	ドイツ	32,264	1,483,248	23	Sberbank	ロシア	78,631	595,277
24	ABN Amro Bank	オランダ	31,239	1,299,966	24	Morgan Stanley	米国	77,191	1,180,231
25	Crédit Mutuel	フランス	29,792	635,685	25	Groupe BPCE	フランス	74,112	1,628,866
26	Société Générale	フランス	29,405	1,260,162	26	Mizuho Financial Group	日本	73,445	1,904,841
27	Credit Suisse Group	スイス	28,802	1,029,219	27	Barclays	英国	72,412	1,823,734
28	BBVA	スペイン	25,779	542,494	28	China Everbright Bank	中国	72,169	901,361
29	Lloyds TSB Group	英国	25,183	674,515	29	Toronto Dominion Bank	カナダ	69,445	1,409,947
30	Groupe Caisse d'Epargne	フランス	24,159	710,801	30	Crédit Mutuel	フランス	66,685	1,178,804
31	Groupe Banques Populaires	フランス	22,257	402,090	31	Société Générale	フランス	62,476	1,581,721
32	Fortis Bank	ベルギー	22,255	888,570	32	Royal Bank of Canada	カナダ	61,943	1,409,720
33	Norinchukin Bank	日本	21,194	536,948	33	<i>UniCredit</i>	イタリア	61,193	912,524
34	Commerzbank	ドイツ	20,410	801,184	34	<i>Deutsche Bank</i>	ドイツ	60,230	1,422,115
35	Royal Bank of Canada	カナダ	19,131	478,115	35	Ping An Bank	中国	59,135	761,304

出所：The Banker, “Top 1000 World Bank”より筆者作成。

注：順位は各年末時点でのTier1自己資本額(単位は100万ドル)に基づく。網掛けは2024年6月時点でEUに加盟している国の銀行を示し、銀行名を斜体になっているものは今回分析対象とする銀行を示す。

なお EU では、一連の金融危機を受け、銀行の規制監督の改革を進めている。その制度改革は、自己資本比率の要件強化や流動性の確保、資金調達の安定を求めるバランスシート上の規制に加え、銀行への監督の強化や破綻処理制度の整備など多岐に渡る。したがって、銀行が一連の改革に対応すれば、資金調達・運用の構造や業績にも影響を及ぶと考えられる。以上より、本章では一連の金融危機とその後の規制改革が、EU 銀行業の動向や経営戦略にどのような影響をもたらしているのか、明らかにする必要がある。加えて、一連の改革は EU・ユーロ圏レベルで進められているため、EU の経済統合の観点から検討する必要がある。

以上の問題意識をもとに、本章は金融危機終息後の EU 銀行業の特徴を把握・解明する。EU の銀行業を取り扱った先行研究は散見されるが、例えば金融危機以降の銀行業のビジネスモデルについて取り上げた研究として、BIS のグローバル金融システム委員会 (CGFS) の報告書がまず挙げられる (CGFS [2018])。この報告書では、世界金融危機以降、先進諸国の銀行業において投資銀行業務からリテール (預金・貸出) 業務へのシフトが見られることを明らかにしている。また、Ayadi et al. [2019]は欧州にある 3,000 以上の銀行をサンプルに、資産や負債の構成から銀行を 5 つのビジネスモデルに分け、モデル毎に危機前後の収益性や経営安定性を分析している。一方、これらの研究は多数の銀行をクラスタリングにより一緒くたにして分類しているため、個別銀行レベルでの具体的な変化や特徴付けまでは明らかにされていない。以上より、ビジネスモデル毎の違いも念頭に置きつつ、個別の銀行に焦点を当てて分析することで、金融危機以降 EU に導入された銀行規制改革が EU 銀行業にもたらした影響を、より詳細に把握可能と考える。

また、EU 統合と金融システムの研究として、岩田 [2010] は、EU 経済統合の深化と拡大が進んだ世界金融危機以前の EU 金融システムの特徴について整理している。岩田は、低収益環境下にあった 2000 年代初頭から金融危機前の EU 大銀行が、「投資銀行」化もしくは中東欧・バルト諸国への展開の 2 つに活路を見出したことを指摘している。本章は、先行研究を踏まえつつ、銀行規制監督改革への EU 銀行業の対応や行動変化を見ることで、金融危機以降の EU 金融システムの特徴を把握・解明できるものとする。

したがって、本章では個別銀行の分析を通じて検討するが、その際、EU を拠点とし、世界金融危機前に資本額および総資産額で上位に位置していた 5 つの大銀行に焦点を当てる。さらに、これらの銀行について、世界金融危機前の特徴から、①伝統的銀行業務に特化した銀行 (以下「伝統型銀行」と呼称) と、②投資銀行業務のシェアも高い銀行 (以下「投資銀行型銀行」) に大別し、分析する。本章の分析対象となる銀行は以下の通りである。

① 伝統型銀行

- ・ウニクレディト (UniCredit、イタリア)
- ・サンタンデール (Banco Santander、スペイン)

② 投資銀行型銀行

- ・BNP パリバ (BNP Paribas、フランス)
- ・ドイツ銀行 (Deutsche Bank、ドイツ)
- ・クレディ・アグリコル (Crédit Agricole、フランス)

これらは、EU 域内およびグローバルに展開し、ECB による直接的な金融監督（単一監督メカニズム、SSM）の対象となる大銀行である。また、金融危機以前も市場統合・通貨統合に伴い、これらの銀行は自身の経営戦略を変化させており、金融危機後の規制改革に伴う変化と比較分析も可能となる。

以上の研究目的および課題を解明するために、本章では、上記 5 行からそれぞれ公表された財務諸表（バランスシートや損益計算書等）を用い、各行の資金調達・運用の構造や収益構造を分析する。その際、2024 年 5 月現在で財務データを取得可能な 2000 年代央を起点に、3 つの時期に分けて 5 つの銀行を比較分析する。具体的には、世界金融危機が発生・激化した 2008 年まで（フェーズⅠ）、ギリシャの大幅な財政赤字の発覚からユーロ圏債務危機終息までの 2009～12 年（フェーズⅡ）、銀行規制監督の改革が進む金融危機以降（2013 年～、フェーズⅢ）に分けて、それぞれ見ていく。

なお、本章は金融市場統合・通貨統合が進む EU を対象地域としており、したがって、一連の改革が EU 銀行業に与えた影響について、金融論や銀行論に経済統合論を適用して検討する。EU の経済統合は、一国内で寡占化した経済を市場統合によって開放し、域内での競争・再編が進むことで、価格や利潤が低位収斂する結果、域内全体の消費者余剰を高めることを目的にしている¹¹⁴。本章では、金融危機後の EU 銀行業の動向や諸規制への対応について、各行の財務諸表の分析を踏まえつつ、統合論の視点からも現状と課題を明らかにしたい。

本章の構成は以下の通りである。

第 1 節では、EU による単一金融市場の整備から金融危機以前の EU 金融システムおよび銀行業の特徴を把握したうえで、世界金融危機とユーロ圏債務危機を受けた各銀行の動きについて、財務諸表より見ていく。次に第 2 節では、一連の危機で明らかになった EU 銀行規制監督の問題点を提示し、これを受けて EU 内で整備された銀行規制監督の改革について、その特徴を明らかにする。第 3 節では、一連の銀行規制監督の改革が、実際の EU 銀行業にどのような影響を及ぼしたのか、各行の財務諸表より分析し、明らかにする。最後に結論として、一連の金融危機以降の EU 銀行制度改革について、統合論の視点から、EU 銀行市場や金融システムにおける位置付けや意義をまとめたい。

¹¹⁴ 市場統合が実体経済に波及するメカニズムは、田中素香 [1991]、『EU 統合の新展開と欧州再編成』、東洋経済新報社、第 1 章を参照。

第1節 世界金融危機・ユーロ圏債務危機とEU銀行業

1. 金融危機以前のEU金融システム

(1) EU経済統合と単一金融市場の整備

EUの金融システムは、「域内市場の完成（市場統合、1985－92年）」・「通貨統合（1999年）」・「東方拡大（2004年、07年）」というEU経済統合の深化と拡大の中で、形成・独自発展してきた¹¹⁵。

EU経済統合は、「域内市場の完成」と「通貨統合」を通じて深化した。西側の欧州諸国は1970年代前半に戦後の高度成長が終焉し、低成長に陥った。この打開のために、ミクロ経済面での統合として、EUは1985年から92年にかけて市場統合を推し進めた。その後、「通貨統合」により、EUの一部の国では1999年に単一通貨「ユーロ」が導入され、各国の金融政策も欧州中央銀行（ECB）により一元化された。このマクロ経済面での統合により、域内の為替リスクを除去され、金融サービスの域内市場の完成度はさらに高まると期待された。

他方、経済統合の拡大の側面として、EUでは2004年と2007年、中東欧やバルト諸国、地中海諸国が加盟する「東方拡大」が起こった¹¹⁶。特に中東欧諸国にとってEU加盟は、社会主義経済体制の解体という課題に直面するなかで、市場経済への移行を一気に推し進める推進剤となった。

このように、EUは1980年代後半から2000年代前半にかけて、EU経済統合の深化と拡大を推し進めた。金融面でもEU単一法制度・単一通貨建ての金融市場が整備されると、EU内でのあらゆる資本取引が自由化され、金融機関による域内の自由な業務展開（金融サービスの提供）が可能となった（岩田 [2003]）。

(2) 単一金融市場の整備によるEU金融システムの変化

単一化した金融市場の統合度は、金融機関の域内進出の程度（数量の面）と、各種金融サービスの金利や手数料、金融機関の収益率の収斂度合い（価格の面）に反映される。市場統合・通貨統合により、EU各国の金融・資本市場は高度に統合し、1つの市場とみなされるようになった¹¹⁷。

銀行部門においても、単一金融市場が作り出した競争環境の中で、EU各国の銀行は規模

¹¹⁵ EU経済統合の深化・拡大について、田中 [2007] は「三つの飛躍」と位置付けている（田中素香 [2007]、『拡大するユーロ経済圏—その強さとひずみを検証する—』、日本経済新聞出版社を参照）。この概念をもとに、岩田 [2010] は金融危機前のEU金融システムについて論じている。この項目におけるEU単一金融市場の整備に関する記述は、主に岩田 [2010] および田中他 [2018] 第7章に基づく。

¹¹⁶ 具体的には、2004年には中東欧5か国（ポーランド、ハンガリー、チェコ、スロバキア、スロベニア）＋バルト3国（エストニア、ラトビア、リトアニア）＋地中海2国（キプロス、マルタ）が加盟、2007年には中東欧2国（ルーマニア、ブルガリア）が加盟した。

¹¹⁷ 岩田 [2003]、pp.253-259。ユーロ圏金融市場の統合度の研究はほかにも、Hartmann, P., A. Maddaloni and S. Manganelli [2003], 'The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives,' *ECB Working Paper*, No. 230, May、および、Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E. and Monnet, C. [2004], 'Measuring Financial Integration in the Euro Area,' *ECB Occasional Paper Series*, No.14, April.が挙げられる。

の経済や範囲の経済を獲得するために、国内・EU 域内での再編を通じて大規模に展開することで生き残りを図った¹¹⁸。この結果、EU 域内で銀行の寡占化が進み、複数国に顧客基盤を有し多様な金融サービスを提供する大銀行グループが形成された。しかし、2000 年以降、これら大銀行では利鞘に依拠した伝統的銀行業務での収益が低迷していた。

こうして収益率の低下に直面した大銀行は、中東欧・バルト諸国への展開もしくは「投資銀行」化の 2 つの戦略に活路を見出した¹¹⁹。前者は中東欧の現地銀行を買収・子会社化することで当該地域へ進出し、イタリアのウニクレディットがその例として挙げられる。後者は投資銀行との M&A を通じて業務範囲を拡大するもので、BNP パリバやドイツ銀行らが例として挙げられる。

2. 世界金融危機と EU 銀行業（フェーズ I：2008 年まで）

（1）世界金融危機と欧州での顕在化

世界金融危機は、米国の住宅バブルであるサブプライムローン問題を端に発した世界的な金融パニックである¹²⁰。2006 年をピークに米国の住宅価格が下落に転じると、バブル化していたサブプライム層向けの住宅融資が焦げ付き始めた。サブプライム向け住宅貸付債権を裏付けに発行された証券化商品の価格も下落に転じた。

欧州の投資銀行化した大銀行は、米国のサブプライム関連市場に深く関与しており、証券化商品やデリバティブの市場取引すなわちトレーディング勘定から収益を大きく上げていた¹²¹。これらの銀行は、次第に高レバレッジ化や市場での資金調達を急速に拡大させていったが、「パリバ・ショック」（2007 年 8 月）、その後のリーマンブラザーズの破綻（2008 年 9 月）を契機に発生した世界金融危機により、大きな打撃を受けた。

（2）世界金融危機と EU 銀行業

ではここで、世界金融危機時の EU 銀行業の状況について、危機前の特徴も把握しつつ、はじめにで示した 5 つの銀行の諸データから見ていく。

図表 3-2 は各銀行の総資産額の推移である。これより、リーマンショックが起こる 2008 年まで、どの銀行も資産が増加していることが見て取れるが、特にドイツ銀行、BNP パリバ、クレディ・アグリコルのバランスシートが急増している。図表 3-3 は EU 大銀行の資金運用・調達の構造を見たものだが、運用（資産）および調達（負債・純資産）それぞれを見ると、これらの銀行では証券やデリバティブといった市場性資金による調達・運用が急速に拡大していた。これらの銀行は、統合による再編を通じて投資銀行業務を拡大させた「投資

¹¹⁸ 岩田 [2010]、p.43-44。

¹¹⁹ 田中他 [2018]、pp.208-211。

¹²⁰ 世界金融危機における欧州系銀行への影響については、入江恭平 [2019]、『戦後国際金融の歴史的諸相』、日本経済評論社、第 5 章、および岩田 [2010] を参照。

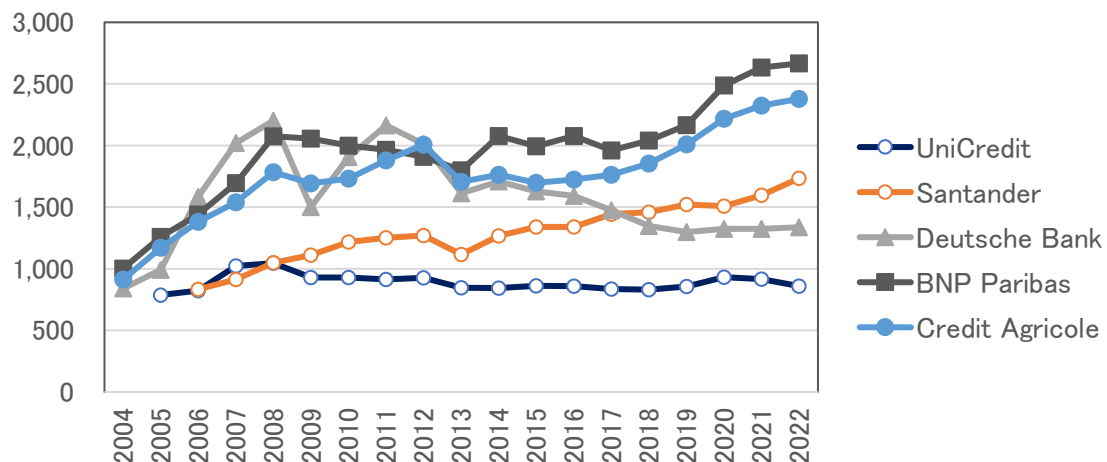
¹²¹ 岩田 [2010]、p.49。

銀行型銀行」であった¹²²。一方、資産の拡大が比較的緩やかだったウニクレディトやサントアンデルは、預金による調達と貸出による運用の割合が高い「伝統型銀行」だったことが分かる。

図表 3-4 は、各銀行の銀行業務による利益、すなわち業務粗利益とその内訳（金利、手数料、トレーディング）を見ている。いずれの銀行もバランスシートの拡大に伴って利益は拡大しているが、その利益構造はビジネスモデルごとに特徴がみられる。伝統型銀行の場合、金利すなわち預金と貸出の利鞘による利益が高く、一方、投資銀行型は手数料およびトレーディングの利益が高かった。このように、2000 年以降の EU 大銀行がとった戦略は高収益をもたらし、自己資本利益率（ROE）が 20%を越える大銀行もあった（図表 3-5）。

しかし、2008 年に世界金融危機が起これと、特に投資銀行型銀行の総資産額の膨張は停止し、手数料やトレーディングによる利益が低迷した。その結果、税引き前利益は大幅な低下やマイナスを計上し、ROE も急低下した。一方、伝統型銀行は 2008 年でも預金による調達と貸出による運用を高い水準のまま保ち、金利収入を中心に利益を安定的に維持していた。以上、岩田 [2010] が指摘するように、世界金融危機は発生直後、投資銀行型銀行に打撃を与える「トレーディング勘定型」の危機であった。

図表 3-2 EU 大銀行の総資産額（10 億ユーロ）



出所：銀行決算資料より筆者作成。

3. ユーロ圏債務危機と EU 銀行業（フェーズⅡ：2009 年～12 年）

ユーロ圏では、世界金融危機に引き続き、ユーロ圏債務危機が起こった¹²³。世界金融危

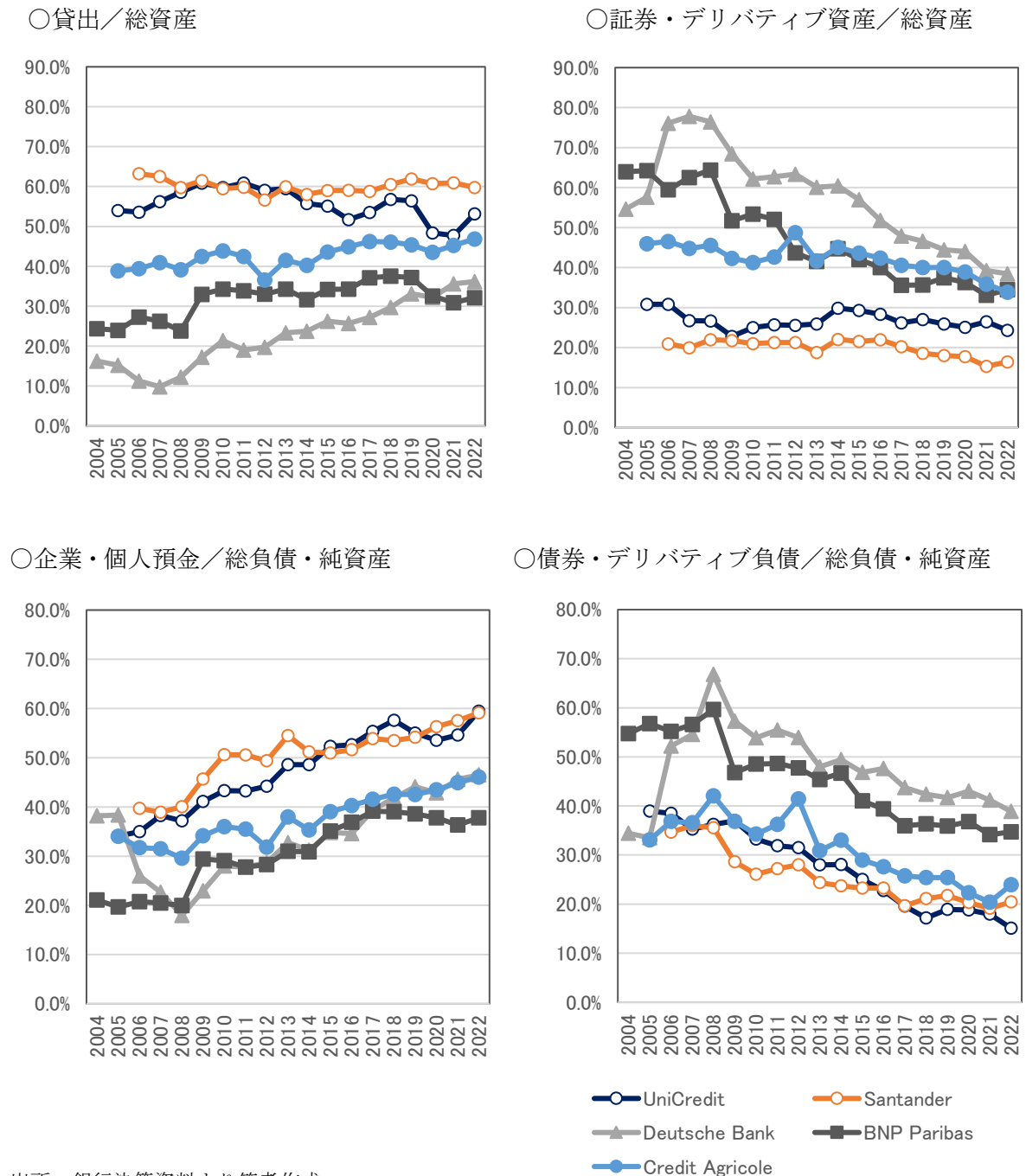
¹²² クレディ・アグリコルはフランス国内の地域銀行を束ねる中央機関としての機能も有する。地域銀行との関係は、我が国の JA（農業協同組合）と農林中金の関係に近い。そのため、クレディ・アグリコルのバランスシート構造は、伝統型と投資銀行型の中間的な性格を持つ。

¹²³ ユーロ圏債務危機の展開については、田中素香 [2016]、『ユーロ危機とギリシャ反乱』、岩波新書、I 章を参照。

第3章

機の影響が実体経済に波及するにつれて預金・貸出業務も低迷するようになると、伝統型銀行の経営も危機的状況に陥った。これを受けて、EU各国は財政を動員して独自に銀行救済や経済支援を実施したが、もとより財政支出が多い傾向にあった周辺国（ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペインの南欧諸国とアイルランド）では財政が逼迫しつつあった。

図表 3-3 EU 大銀行の資金運用・調達構造

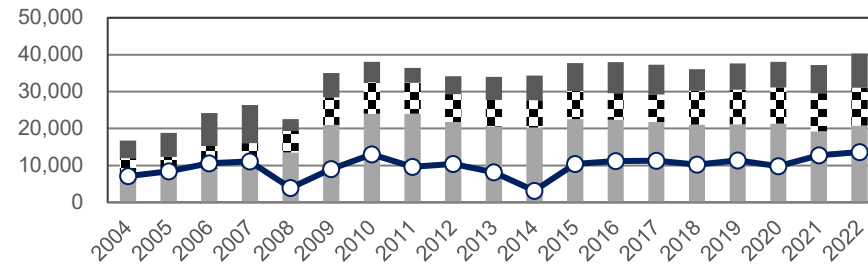


出所：銀行決算資料より筆者作成。

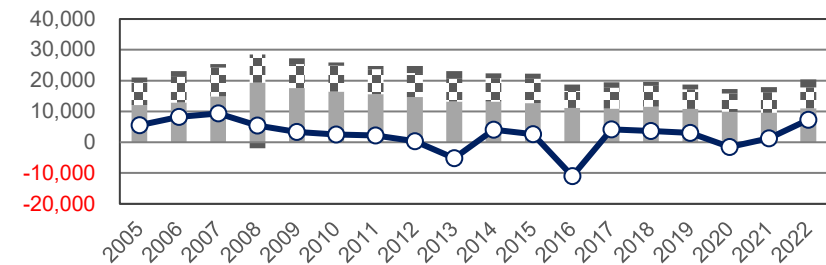
第3章

図表 3-4 銀行の業務粗利益とその内訳（100 万ユーロ）

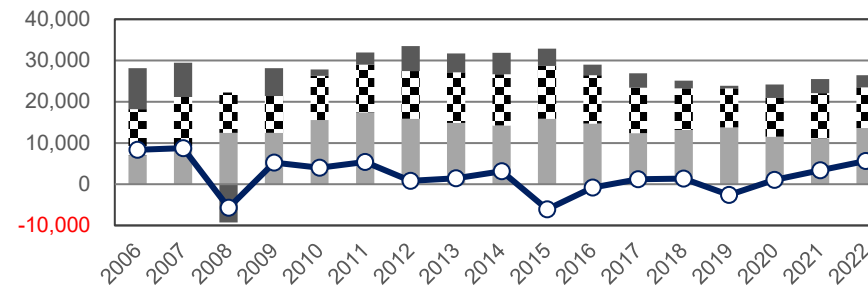
○BNP Paribas



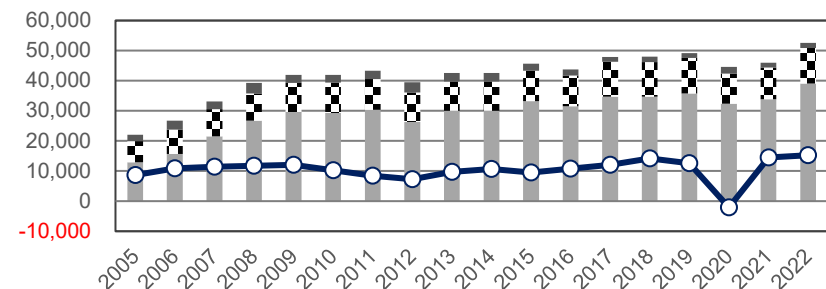
○UniCredit



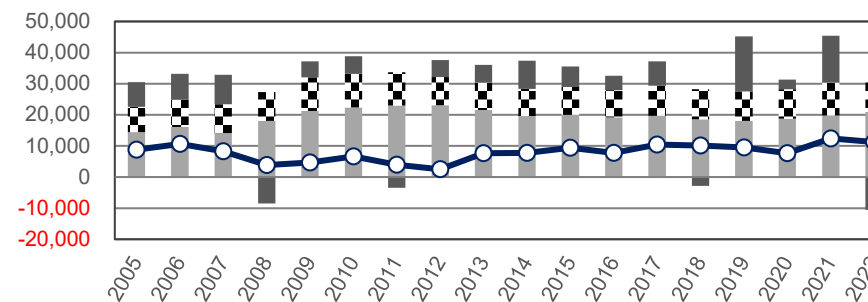
○Deutsche Bank



○Santander



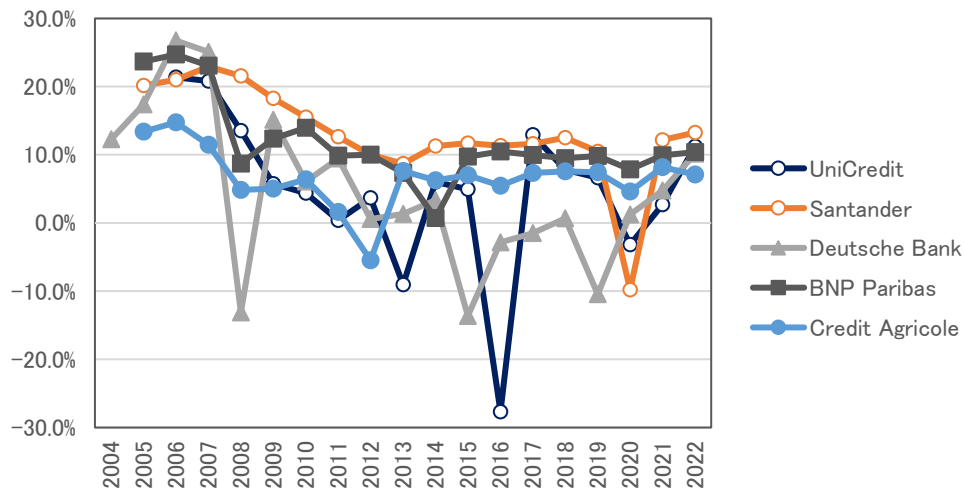
○Credit Agricole



■ 金利 ■ 手数料 ■ トレーディング ○ 税引前純利益

出所：銀行決算資料より筆者作成。

図表 3-5 自己資本利益率（ROE）の推移



出所：銀行決算資料より筆者作成。

そうしたなか、2009年10月にギリシャが大幅な財政赤字を公表すると、ギリシャの財政不安が高まり、これを契機に2010年以降、債務危機が周辺国に拡大した。周辺国の国債利回りは急騰（＝国債価格は暴落）すると、自国の国債を大量に保有していた危機国の銀行はバランスシートが悪化した。政府が銀行を救済するには、さらに財政支出をする必要があるものの、これは債務危機を助長して国債価格が低下するため、銀行の経営は一層悪化する。このように、一部の国では財政危機と銀行危機がリンクするなど金融パニックが続発し、南欧の債務危機はユーロ存亡の危機にまで深刻化した。

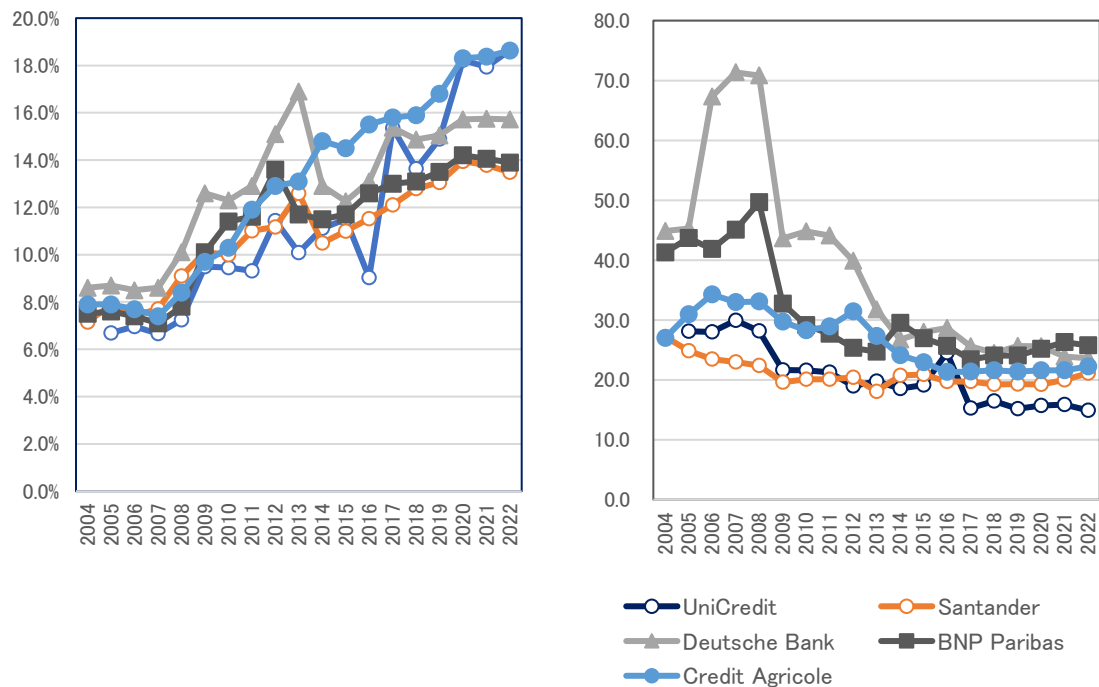
ではここで、ユーロ圏債務危機時のEU銀行業を見ていくと、バランスシート上における預金と貸出の伸びが、特にユーロ圏債務危機が本格化する2010年以降、一服している（図表3-3）。これに伴い、収益面でも、金利収入含めて利益全体が同時期に伸び悩んでいる（図表3-4）。債務危機に伴う国債利回りの急騰は、銀行のバランスシートの悪化に加え、貸出金利を上昇させ、銀行による実物経済への貸出しを抑制した¹²⁴。以上より、ユーロ圏債務危機は伝統的預貸業務に打撃を与える危機であったとわかる。そのため、ユニクレディトやサンタンデルといった伝統型銀行に深刻な影響をもち、ROEは一貫して低下した。

一方で、投資銀行型銀行は、2008－09年にかけて市場での資金調達や運用を減らす一方、預金・貸出を拡大させている¹²⁵。その後のユーロ圏債務危機深刻化で収益は低迷しているものの、利益全体のうち金利が占める割合は拡大している。以上より、投資銀行型銀行は世界金融危機で大きな打撃を受けた後、デレバレッジを進めており、ビジネスモデル転換の兆しがうかがえる。

¹²⁴ ECB [2012], *Monthly Bulletin*, August, pp.78-80.

¹²⁵ 預金・貸出の拡大は銀行のM&Aも一因にある。例えば、BNPパリバは2009年にベルギー大手のフォルティス銀行を救済合併し、またドイツ銀行は2010年にポストバンク（ドイツの郵政事業が民営化して1995年に設立）を買収した。

図表 3-6 Tier1 自己資本比率（左、単位：％）と財務レバレッジ倍率（右、単位：倍）



出所：銀行決算資料より筆者作成。

第2節 金融危機と銀行規制監督の改革

1. EU 金融規制監督・銀行業の問題点

一連の金融危機で露呈した EU 金融規制監督の問題点について、先行研究や EU 公表の報告書をもとにまとめたい¹²⁶。

第1に、世界金融危機を引き起こしたリーマンショックの本質は、投資銀行型銀行のトレーディング勘定に内包されていた脆弱性が顕在化したことによる¹²⁷。すなわち、投資銀行型銀行は、サブプライム関連商品への積極的なトレーディングにより、従来の貸出しによる信用リスクに加え、不透明な市場リスクとカウンターパーティ・リスクを新たに抱えることになった。

銀行のリスク管理や健全性に関する基準は、国際決済銀行（BIS）が定めており（バーゼル2）、EU もこの基準を EU 法（資本要件指令）に適用していた。図表 3-6 左の Tier1 自己資本比率では、どの銀行も要件（4%以上）を満たしていたが、右図の財務レバレッジ倍率（総資産／Tier1 資本、こちらはバーゼル2 要件ではない）をみると、投資銀行型銀行では急激にレバレッジを膨らませていた。自己資本比率のうち、リスク資産は各資産をリスクや

¹²⁶ 世界金融危機発生後、EU の立法行政機関である欧州委員会は、既存の金融規制監督における問題点の摘出とその修復のための作業を開始した（岩田 [2010]、p.53）。その成果として、2009 年 2 月には『EU における金融監督に関するハイレベル・グループ報告書』（通称：ドラロジュール報告）が公表された。

¹²⁷ 田中編 [2010]、p.70。

質に応じてウェイト付けして算出するが、バーゼル 2 基準では、証券化やデリバティブ商品に対するリスク評価が不十分だと明らかになった。

また、資産額の膨張は同時に、債務の膨張を意味する。その上、投資銀行型銀行では、運用資金を預金ではなく運用資産を裏付けに発行したドル建ての短期社債（CP）で調達していた。しかし、サブプライム関連市場が崩壊して短期金融市場が混乱すると、資金の借り換えや調達が困難になり、銀行は流動性危機に陥った。以上より、運用資産のリスク（信用リスク、市場リスク）捕捉の強化と、十分な流動性を確保するための新たな基準が必要であると明らかになった。

第2に、世界金融危機は「大きすぎて潰せない（TBTF: too big to fail）」銀行への対応の難しさを露呈した¹²⁸。世界金融危機が起ると、レバレッジを高めていた投資銀行型の大銀行はトレーディング勘定を毀損し、債務超過（すなわち、資産の減損＞自己資本）に陥った。その後、危機が実体経済に波及すると、南欧の伝統型の大銀行も危機的状況となった。銀行は巨大な資産を有する大銀行が破綻すれば、他の金融機関にも波及し、金融システムおよび経済に破局的な影響をもたらす得る。このように、大銀行は「大きすぎて潰せない」ため、EU 構成国の政府が財政資金を大量に注入して独自に救済した。

このことは、EU 各国財政の悪化をもたらした¹²⁹。単一通貨ユーロに参加した国は、金融政策の権限は ECB に委譲した一方、財政政策（国家財政）の権限は各国に依然残していた。ただし、ユーロの信用維持のために、各国財政は「安定成長協定」により財政赤字（GDP 比 3%以内）と政府債務残高（同 60%以下）に上限が定められている。ユーロ圏の南欧諸国では、政府債務の悪化によってユーロの信認が崩れたことを契機に危機が発生し、その後、スペインで債務危機と銀行危機がリンクするなどして深刻化した。

以上より、大銀行の救済には大きな財政（すなわち納税者）負担を強いることが明らかになった。したがって、銀行が債務超過に陥らないよう、自己資本比率の水準を引き上げることに加え、危機に先立ち資本を積み増す資本バッファを導入して、質と量の双方で充実させることが求められた。

さらに、万一銀行が破綻状態に陥った場合に備え、損失を債務者・株主が負担する破綻処理の仕組み—これを「ベイル・イン」と呼ぶ—の整備が必要なことも明らかになった¹³⁰。特に、債務危機がユーロ圏債務危機にまで深刻化したユーロ圏では、財政負担を抑えられるベイル・インに基づいた、銀行の秩序だった破綻処理・再建制度の整備が強く求められたのである。

そして第3に、EU 金融統合の方法論、すなわち EU 金融法制上の不備が、金融危機の発生により明らかになった¹³¹。EU 加盟国それぞれの規制や監督を「相互承認」することで、

¹²⁸ 同書、p.72。

¹²⁹ 田中他 [2018]、pp.213-214。

¹³⁰ ベイル・インの破綻処理については、伊豆久 [2016]、『金融危機と中央銀行』、九州大学出版会、第5章参照。

¹³¹ 岩田 [2010]、pp.55-62。

各国は他国からの銀行の進出を受け入れているが、その規制水準は EU レベルで「最低限調和」されていた。しかし、このもとで各国は規制水準を自由に設定したため、世界金融危機が起こると、例えば預金保険制度では、預金保証額の高い国の銀行へ預金が逃避するといった混乱が見られた¹³²。したがって、金融規制は金融危機以降、より EU レベルで域内調和したものに強化することが求められた。

そのうえ、金融危機以前の EU の金融規制・監督は「本国監督」原則に基づく分権型の制度であった。一方で、EU 統合およびグローバル化を受け、金融機関は EU 域内や全世界に活動範囲を広げていたほか、一部の銀行では商業銀行業務に加えて投資銀行業務にも拡大していた。こうしたなか、世界金融危機・ユーロ圏債務危機が起こると、EU 内で連携できないまま、各国は独自に銀行救済するなどの対応に当たった。このように、各国・金融分野毎の分権的な金融監督では、地域市場・世界市場で多様かつ複雑な業務に従事する銀行を適切に監視できないことが明らかになった。そこで、より権限を強化した EU レベルの金融監督機関の設置が強く求められた。

2. EU の銀行規制監督の改革

一連の金融危機により以上の問題点が明らかになったが、危機の再発防止に向け、EU では域内金融システムの改革を推し進めた。その改革は多岐に渡るが、本研究では研究対象である銀行に関わるものを中心に紹介する。

(1) バランスシート規制・流動性規制の強化

金融危機以降の EU 銀行システムは、銀行規制改革と域内レベルの監督制度の 2 つの面で改革が進んだ。まず第 1 の銀行規制改革では、自己資本比率など銀行のバランスシートに関わる指標を強化・新設した。EU も『ドラロジュール報告』においてバーゼル規制の強化を求めていたが、BIS は世界金融危機の反省を受けて規制を強化したバーゼル 3 を 2010 年 11 月に公表した。EU はバーゼル 3 基準に適応するため、2013 年に資本要件規則 (CRR: Capital Requirement Regulation, Regulation (EU) No.575/2013) と第 4 次資本要件指令 (CRD IV: Capital Requirement Directive, Directive 2013/36/EU) を定めた。これらは銀行経営陣へのボーナスや報酬に制約を課すほか、銀行のバランスシート規制や流動性規制に関する指標を強化・新設した。その後 2019 年には第 2 次資本要件規則 (CRR II, Regulation (EU) 2019/876) を定め、銀行の流動性や破綻処理時の損失吸収力を強化するための要件 (本研究ではペイル・イン要件と呼ぶ) を追加している。なお、各指標の計算式やそれぞれの項の概要は、図表 3-7 で説明している。金融危機を受け、EU では資本要件をはじめとしたルールを、より拘束力の強い「規則」(regulation) として整備した。これは、銀行規制分野において、金融危機以前の相互承認・最低限調和に基づく規制から転換し、一層 EU レベルで強化したことを意味する。

¹³² 同書、p.58。

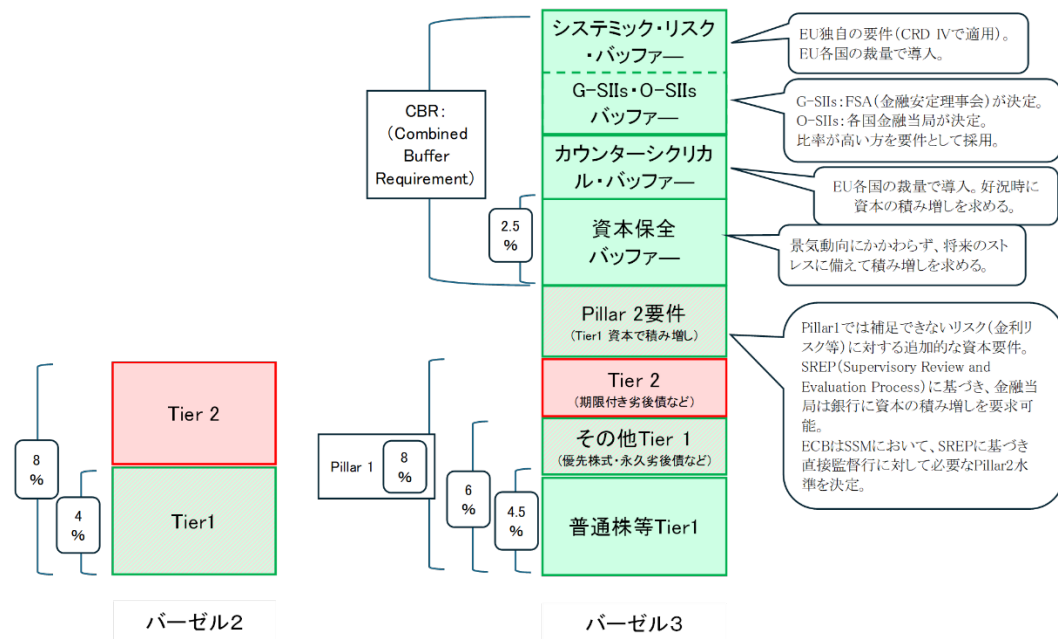
第3章

図表 3-7 バランスシート規制、流動性規制、ペイル・イン要件の各指標

	指標名	計算式および要件	各項(分母・分子)の概要	導入したEU法	適用年月
バランスシート規制	自己資本比率 (最低所要水準)	$\frac{\text{自己資本}}{\text{リスク資産}} \geq 8\%$ ※ 大銀行は追加的資本バッファとして、普通株式等Tier1資本の積み増しを要求。	自己資本比率8%のうち、6%以上はTier1資本、4.5%以上は普通株式等Tier1資本で保有。 ※自己資本の内訳 普通株式等Tier1：普通株式・内部留保等 その他Tier1：永久劣後債・転換社債等 Tier2：期間付劣後債など リスク資産：信用リスク・カウンターパーティリスク・市場リスク・オペレーショナルリスクに基づいてウェイト付け。 ※信用リスク・ウェイトの例 銀行・大企業向け債権： 外部格付をもとに20-150%（無格付企業は100%） 株式：100%、個人・中小企業：75% 住宅ローン：75%（担保で全額保全される場合35%）	CRR	2014年1月
	レバレッジ比率	$\frac{\text{Tier1資本}}{\text{エクスポージャー額}} \geq 3\%$	Tier1資本は自己資本比率の要件と同じ。 エクスポージャー額：バランスシート上の資産（オンバランス資産）とオフバランス資産の合計。	CRR	2014年1月
流動性規制	流動性カバレッジ比率 (LCR)	$\frac{\text{適格流動資産}}{\text{30日間のストレス期間における純資金流出額}} \geq 100\%$	適格流動資産：すぐに流動化可能な資産。 ※資産項目ごとの掛け目の例 現金・中銀預金・国債：100%、 国債・社債・カバード債：85%、MBS(高格付け)：75%、 上場株式・社債(一定の格付け)：50% 純流出＝流出分－流入分で算出。 ・流出分：弁済期限30日以内の負債の掛け目付き合計額。 ※各項目の掛け目の例…リテール預金：5-10%、 非金融機関預金：20-40%、金融機関預金：100%、 市場からの調達：担保の種類に応じて掛け目を決定。 ・流入分：30日以内に償還期限を迎える健全資産。	CRR	2018年1月 2015年10月から暫定適用(60%以上)以後毎年10%ずつ引上げ
	安定調達比率 (NFSR)	$\frac{\text{利用可能な安定調達額}}{\text{所要安定調達額}} \geq 100\%$	利用可能な安定調達額：種類や期間に応じて掛け目を付けた資本・負債の合計額。 ※掛け目の例…資本、1年以上の負債：100% (満期1年末満のTier2資本は除外) 短期のリテール預金：90-95% 6か月-1年以内の金融機関借入：50% 所要安定調達額：資産の種類・満期に応じて掛け目を付けた資産の合計額。 ※掛け目の例 短期貸付：15-50%、適格流動資産：5-50%、 長期貸付：65-100%（100%は不良債権） デリバティブ：ネット資産額(≧0)を100%組入れ。	CRR II	2021年6月
ペイル・イン要件	総損失吸収力 (TLAC)	$\frac{\text{TLAC適格の自己資本・債務}}{\text{リスク資産}} \geq 18\%$ ※外部TLAC（持株会社など銀行グループ内の破綻処理エンティティに対して適用）の所要基準。	・TLAC適格：Tier1資本とTier2資本(劣後債など)、劣後要件などを盛り込んで適格と認められた長期のシニア債(非優先シニア債、non-preferred senior debt)。 ・しかし、追加的バッファ要件(CBR)に充てた普通株等Tier1資本はTLAC適格から除く。 ・リスク資産比に加え、エクスポージャーを分母として6.75%以上の水準も求める。 ・リスク資産は自己資本、エクスポージャーはレバレッジ比率の要件と同じ。	CRR II	2022年1月 2019年6月から暫定適用(リスク資産比で16%以上)
	自己資本・適格債務の最低要件 (MREL) ※G-SIIs基準	$\frac{\text{MREL適格の自己資本・債務}}{\text{リスク資産}} \geq (\text{自己資本最低所要水準} + \text{Pillar2要件}) \times 2 (\%)$ ※MREL > TLACの場合、超過分がMRELの追加要件として要求。 ※G-SIIs以外の総資産1000億ユーロ超の銀行は、リスク資産比13.5%、エクスポージャー比5%のMREL要件を満たすことを求める。	・MREL適格：TLAC適格；無担保シニア債。 ・しかし、追加的バッファ要件(CBR)に充てた普通株等Tier1資本はMREL適格から除く。 ・リスク資産比に加え、エクスポージャー比で6%以上のMRELを満たすことを求める。 ・リスク資産は自己資本、エクスポージャーはレバレッジ比率の要件と同じ。	BRD II	2024年1月

出所：みずほ総合研究所 [2019]、金融庁資料、各指標を導入する EU 法条文より筆者作成。

図表 3-8 バーゼル 3 における自己資本比率



出所：服部孝洋 [2022]、『AT1 債およびバーゼル III適格 Tier2 債（BIIT2 債）入門』、財務省『ファイナンス』、12月号、pp.14-24、European Commission [2013], ‘Capital Requirements - CRD IV/CRR – Frequently Asked Questions’, 16th July より筆者作成。

注：システミック・リスク・バッファと G-SII (O-SII) バッファは、いずれか高い方を採用する場合もある。

① バランスシート規制

CRR では、自己資本比率を強化し、レバレッジ比率を設置した。自己資本比率は、世界金融危機の反省を受けてアップデートされたバーゼル 3 の基準に準じており、自己資本とリスク資産の両面で強化された。自己資本はバーゼル 2 同様、8%の最低所要水準を課しているが、そのうち、最も損失吸収力が高い普通株式の保有比率を拡充するよう強化されている。これに加えてバーゼル 3 では、図表 3-8 で示す通り、最低所要水準では補足できないリスク（金利リスクなど）に対して追加的な資本要件を課すほか、国際業務を展開する銀行や金融システムに影響力を持つ大銀行に対し、追加的バッファ要件（Combined Buffer Requirement）として普通株式を積み増すよう求めている。なかでもシステミック・リスク・バッファは CRD IV で導入された EU 独自の要件である。

また、リスク資産についても、バーゼル 3 基準では低信用の貸付やデリバティブ・証券化商品といった高リスク資産のリスク捕捉を強化している¹³³。つまり、リスク資産としてより多く計上されるため（分母の増大）、銀行は自己資本をより多く調達することが求められる。

¹³³ 2009 年 7 月には、証券化商品のリスク補足強化を図る「バーゼル 2.5」が公表された。バーゼル 3 は、このリスク補足をさらに見直し、強化している（みずほ証券バーゼル III 研究委員会 [2019]、第 8 章参照）。

次にレバレッジ比率は、リスクウェイトのないシンプルな指標であり、自己資本比率を補完する機能を持つ。レバレッジ比率規制は、自己資本比率規制と併せて2014年1月より適用が開始された。銀行は、自己資本比率の要件強化とレバレッジ比率の導入により、自己資本の拡充と過剰なリスクテークの抑制が課されることになる。

② 流動性規制

EU 規制ではバーゼル3に則った流動性指標も設けている。CRRでは流動性カバレッジ比率（LCR: Liquidity Coverage Ratio）を導入している¹³⁴。LCRは、短期金融市場からの資金調達に依存した銀行が、世界金融危機時に流動性を枯渇させた反省を受け、ストレス時の資金流出に対する流動性の確保を目的に導入されている。EUでもLCRを2015年10月より暫定適用し、18年1月より完全適用した。

LCRは適格流動資産をネット資金流出額で割って算出され、これが100%以上となるよう求めている。適格流動資産は、すぐに換金（流動化）可能な資産の総額を指し、ストレス時でも大きく減価しない国債などの資産は掛け目が高く設定されている。次に、分母のネット資金流出額は、30日以内に弁済（および償還）期限が来る負債と資産を差し引いた金額である。負債には掛け目が設定されており、例えば、リテール預金はストレス時も資金流出が比較的少ないため、掛け目は低くなる。

さらに、CRR IIでは安定調達比率（NSFR: Net Stable Funding Ratio）を導入し、2021年6月に適用開始した。NSFRもLCR同様、世界金融危機の反省を受けて導入され、運用（長期）と調達（短期）の満期のミスマッチ抑制を目的としている¹³⁵。NSFRは「利用可能な安定調達額÷所要安定調達額」で導かれ、100%以上であることが要件である。したがって、長期の貸出しなど流動性の低い長期資産を保有する場合、中長期的に安定した資金調達一すなわち、資本や長期負債、リテール預金一を拡充するよう求めている。

③ ベイル・イン要件

CRR IIでは総損失吸収力（TLAC: Total Loss Absorbing Capacity）が導入された¹³⁶。TLACは銀行のtoo big to fail問題に対処するために金融安定理事会（FSB）が導入した国際的枠組みであり、FSBから「グローバルにシステム上重要な銀行」（G-SIIs）と指定されたEUの大銀行が対象となる。TLACとは、銀行が損失を計上して債務超過に陥り、事実上の破綻状態となる場合に備え、銀行に株式や劣後性のある債務による資金調達を一定水準求める指標である。自己資本比率では損失吸収可能な劣後債をTier2資本として組み入れ

¹³⁴ バーゼル3で導入されたLCRについては、みずほ総合研究所[2019]、pp.67-70を参照。

¹³⁵ NSFRについては前掲書、pp.70-71を参照。

¹³⁶ TLACの詳細は服部孝洋[2023]、「我が国におけるTLAC（総損失吸収力）規制」、財務省『ファイナンス』、6月号、pp.37-46を参照。また、EUのTLACについては小立敬[2019]、「EUにおけるTLAC、MRELの最終化」、野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2019年、Summer、pp.3-6参照。

可能だが、TLACは損失吸収可能な資金調達手段を一層充実させ、債務者や株主にその損失を負わせるベイル・イン型の破綻処理・再建を円滑に進めることが目的である¹³⁷。TLACはEUでも2019年より暫定的に適用され、その後22年1月に完全適用された。

なお、EUではTLACに加え、「自己資本・適格債務の最低要件」(MREL: Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities)を独自に導入しており、2019年制定の第2次銀行再建・破綻処理指令(BRRD II: Bank Recovery and Resolution Directive, Directive (EU) 2019/879)ではMREL基準を改定している¹³⁸。TLACはG-SIIsのみが対象だが、MRELはG-SIIsに加え、総資産額が1,000億ユーロを超える銀行も対象にすることで、EUレベルで独自にベイル・イン要件を強化している。

(2) 域内レベルの金融監督制度の強化

① EUレベルの銀行監督制度の整備

『ドラロジェール報告』では、一連の金融危機の反省を受け、個別銀行の監督をするマイクロ・プルーデンス、金融システム全体を対象としたマクロ・プルーデンスの双方で、EUレベルの監督機関の創設を提案した¹³⁹。

まずマイクロ・プルーデンス監督として、本国監督原則に基づく分散型の監督体制の問題点を克服するため、EUは2011年1月に欧州監督機構(ESA)を創設した。ESAはEBA(欧州銀行監督機構)、EIOPA(欧州保険・年金監督機構)、ESMA(欧州証券市場監督機構)の3つで構成される。それぞれの監督機構は、各国当局間の調停や拘束力を伴う監督基準の採用などの権限を持つ。こうして金融規制の一層の調和と一貫した監督慣行がEU全体に適用され、危機時もあり協調した対応が可能となった。また、EBAではマイクロ・プルーデンス監督の一環として、銀行に対しストレステストを定期的実施している。ストレステストとは、不況や国債価格の下落、金利の上昇などの経済的ショックが起きた場合の銀行の経営体力を試算して健全性を評価する審査である。

他方、EUではマクロ・プルーデンスの監督機関として欧州システミック・リスク理事会(ESRB)を2010年末に創設した。ECBを核として構成されるESRBは、ESAと協力しながら、金融システム全体を動揺させるシステミック・リスクの特定と監視をおこなう。このようにして、EUではマイクロ・マクロ双方でのEUレベル金融監督制度が整備された。

¹³⁷ TLAC適格に対応するべく、EUはEU法(Directive (EU) 2017/2399)を整備し、無担保で満期1年以上の、一定の劣後性要件を満たした「非優先シニア債務」を新たに設けている。(詳細は小立敬[2018]、「欧州大手銀行に対するMREL適用の進捗」、野村資本市場研究所『野村資本市場クォータリー』、2018 Autumn、pp.6-8を参照)。

¹³⁸ MRELについては小立[2019]、pp.6-9を参照。なお、MRELでは、TLAC適格の自己資本・債務に加え、無担保シニア債もMREL適格としている。MRELは、G-SIIsの場合、リスク資産比で自己資本比率の最低要件(8%)とPillar2の合計の2倍以上となることを求めている。それ以外の対象銀行に対しては、リスク資産比13.5%、エクスポージャー比5%の要件を満たすことを求めている。

¹³⁹ 『ドラロジェール報告』では、この他にも問題のある金融の諸分野に対する是正案を提案している。EUはこの提案を受けて、先述の銀行のリスク管理の強化に加え、米国のシャドー・バンキングに關与したヘッジファンドやデリバティブ分野、格付け機関など、従来EU規制の枠外にあった領域への規制を新設した。詳細は田中他[2018]、pp.220-228参照。

② ユーロ圏レベルの銀行規制監督制度の整備：銀行同盟

ユーロ圏債務危機が深刻化した2012年以降、ユーロ圏レベルでも一層の金融の監督強化を図るため、EUは「銀行同盟」(Banking Union)の整備を進めた¹⁴⁰。銀行同盟は主にユーロ圏の銀行を対象としており、3つの柱から成る。

第1の柱が単一銀行監督メカニズム(SSM)である。これは、ユーロ圏および参加を希望する非ユーロEU加盟国のすべての銀行に対し、ECBが一元的に監督する制度である。ECBはユーロ圏内にある120の重要銀行を直接監督するほか¹⁴¹、定期的にストレステストも実施している。SSMは、上述のEBA同様、個別銀行が危機に陥らないようにする事前的対応として位置付けられる。

第2の柱は単一破綻処理メカニズム(SRM)である。SRMは危機に陥った銀行の破綻処理をベイル・イン原則に基づき、EU・ユーロ圏レベルで統一的に実施する制度である。SRMの運営は単一破綻処理委員会(SRB)が行い、破綻処理に必要な資金はSRM参加国の銀行が積み立てた基金によって賄われる。ユーロ圏債務危機では、一部の国が政府債務危機と銀行危機とのリンクに見舞われたが、銀行同盟は各国政府の財政資金に依存しない破綻処理制度を構築することで、このリンクを断ち切ることになる。

第3の柱は欧州預金保険スキーム(EDIS)である。EDISは、2009年に強化された預金保険制度の機能を一層高めることを目的に、預金保険に積み立てる基金をユーロ圏内で共通化するために提案された¹⁴²。EDISは金融システムの動揺が預金者へ波及することを防止する役割を果たすうえ、域内財政を構築することになるため、財政統合の端緒ともみなされる一方、南欧諸国への資金移転を懸念したドイツの反対もあり、EDISの設置は先送りになっている。

第3節 銀行規制監督改革とEU銀行業（フェーズⅢ：2013年～）

以上、2つの金融危機を受けてEUが導入した、銀行の規制監督の改革について見てきた。なお、一連の銀行規制監督の改革は、銀行のバランスシートに直接もしくは間接的に影響を及ぼし得るため、銀行の経営戦略や資金の運用・調達の構造にも変化がみられることが考えられる。したがって、この節では、先に図表3-2から図表3-5で示した、個別銀行のバランスシートや損益計算書といった財務諸表をもとに分析・検討することで、一連の改革が銀行の資金調達・運用、経営戦略や業績にどう影響したのか、明らかにする。

¹⁴⁰ 銀行同盟の意義と課題については、花田エバ [2018]、「EUの銀行同盟」、井上典之・吉井昌彦編著、『EUの揺らぎ』、勁草書房、第10章、pp.208-228を参照。

¹⁴¹ これらの銀行でユーロ圏内の銀行資産の8割超をカバーする。また、残りの約6,000の銀行はECBのガイドラインに沿って各国の金融監督当局が監督する（田中他 [2018]、p.225）。

¹⁴² EUの預金保険は当初、最低限調和の原則により預金を最低2万ユーロ保証することだけ定めたため、預金保険の水準は各国で異なっていたが、世界金融危機が起こると保証額の大きな国へと預金流出した。これを受けて、EUは2009年に預金保険指令を改正し、保証額を一律10万ユーロへと引き上げ、域内水準の調和を図った（岩田 [2010]、p.58）。

1. バランスシート上の変化

バランスシートの規模の変化は銀行ごとに異なるが、資金運用・調達構造は、伝統的銀行業務（貸出・預金）の比重が高まっている（図表 3-2、図表 3-3）。特に預金による資金調達はどの銀行もほぼ一貫して増加していることが見て取れる。そのうえ、証券・デリバティブの市場性の資金調達・運用は、どの銀行でも縮小している。一連の変化は、前節で見たバランスシートの変化の予想通りといえよう。このように、EU の銀行業では伝統的銀行業務へのシフトが確認されるが、この傾向は投資銀行型銀行であったドイツ銀行や BNP パリバに顕著である。すなわち、EU の銀行業のバランスシートは、一連の金融危機以降、伝統的銀行業務への構造収斂が見られている。

（1）投資銀行型銀行：伝統的業務へのシフト

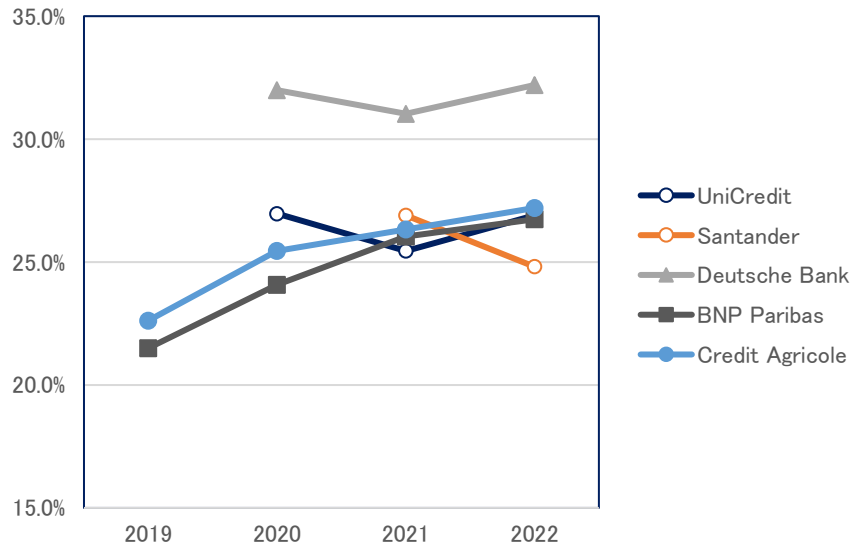
投資銀行型銀行は世界金融危機前、バランスシートは数年の間で 2 倍へと急速に拡大していた。BNP パリバやドイツ銀行では、市場性資金による運用・調達もバランスシートの 6 割を占めていたが、世界金融危機の発生後、デレバレッジが進んだ（図表 3-3、図表 3-6 右）。2013 年以降も、金融危機終息後も市場性資金ではなく預金・貸出による調達・運用へのシフトが進み、レバレッジの水準は低く維持されている。運用面では、例えばドイツ銀行は、2013 年から 22 年までの間に、総資産額に占める貸出の割合が 23.4%から 36.2%へ上昇し、一方、証券・デリバティブ資産の割合は 60.1%から 38.5%へと低下した。資金調達面でも、同期間のバランスシートに占める預金の割合は 32.8%から 46.5%に、市場性資金の割合は 48.0%から 38.9%に低下した。このように、投資銀行型銀行では、伝統的業務へのビジネスモデルのシフトが進み、貸出と預金は市場性預金の運用・調達に迫る、もしくは上回るようになっている。

ではここで、一連の金融監督制度の整備が、銀行のバランスシートにどのような影響をもたらしたのか、考えてみたい。金融危機以降推し進められた一連の金融改革は、「規則」として EU レベルで強力に推し進められた。そのため、いずれの銀行も、諸規則・指令で導入された諸指標の要件を、十分満たせるよう対応している（図表 3-6、図表 3-9 参照）。CRR 等の諸規制で導入されたバランスシート規制や流動性規制の指標は、銀行のバランスシートに直接作用したと考えられる。それぞれの指標が銀行のバランスシートにもたらした変化は、図表 3-10 に示している。例えば銀行が自己資本比率やレバレッジ比率を高めるには、株式による資金調達を拡大するか、リスク資産を削減—つまり、国債や担保付き貸出しなど低リスク資産での運用にシフト—することになる。同様に、LCR や NSFR を高めるためには、国債など流動性が高い証券や低リスクの貸出しによる運用を増やすか、リテール預金による調達を増やすことになる。そのうえ、自己資本比率は 2014 年から適用し、LCR も 2015 年に暫定適用（のち 18 年に完全適用）するなど、一連の規制は徐々に導入が進んだ。こうした漸進的な規制の適用により、投資銀行型銀行は断続的に伝統型銀行業務へのシフトを

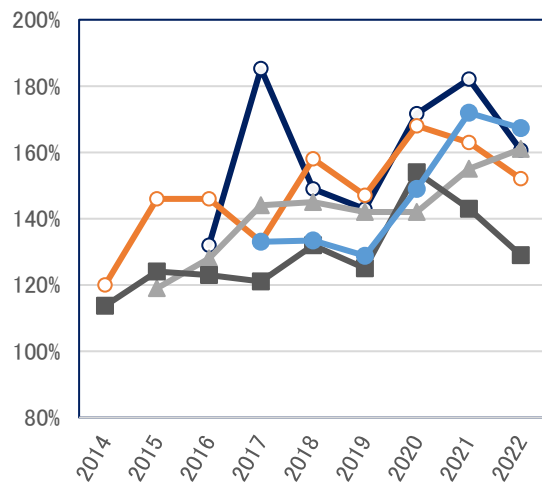
進めることになったと考えられる。

図表 3-9 銀行のバランスシートに関わる諸指標への対応状況

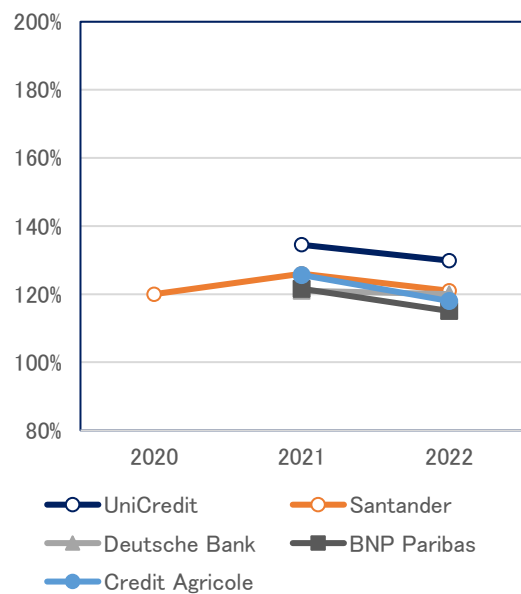
○総損失吸収力 (TLAC)



○流動性カバレッジ比率 (LCR)



○安定調達比率 (NFSR)



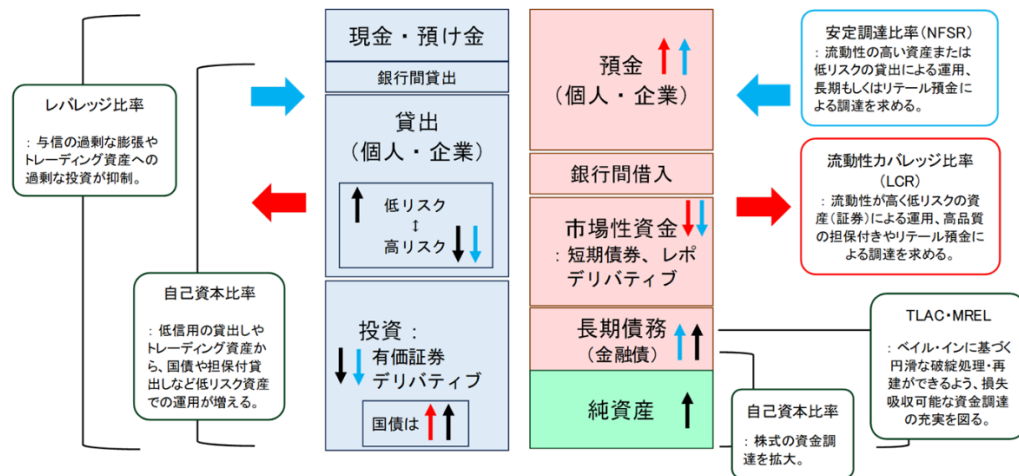
出所：銀行決算資料より筆者作成。

次に、銀行監督制度である EBA の設置と銀行同盟の SSM は、個別銀行の監督を域内レベルで強化する。さらに、EBA のストレステストにより、銀行の過剰なリスクテークを防止したことが指摘されている¹⁴³。単一破綻処理制度である SRM も同様に、銀行の過剰な

¹⁴³ Pancaro, C., C. Müller, S. Ongena and C. Kok [2021], “The disciplining effect of supervisory

リスクテークを抑制していることが指摘されている¹⁴⁴。これは、ベイル・インによる破綻処理では投資家（債権者や株主）が損失を負うため、銀行の市場規律が強化されるからである。以上より、リスクテークを積極的にしていた投資銀行型銀行は、一連の規制監督制度の改革に準拠しようとは対応した結果、バランスシート構造を変化させているのであろう。

図表 3-10 銀行規制による銀行のバランスシートへの影響



出所：みずほ総合研究所 [2019]、p.33 をもとに筆者作成。

注：バランスシート項目内の矢印のうち、「↑」は増加を、「↓」は減少を示す。

（2）伝統型銀行：預金・貸出は高シェアを維持も EU 域内の貸出は低迷

一方、伝統型銀行の場合、ユニクレディットとサンタンデールの両行とも、金融危機前と変わらず預金と貸出の高い割合を維持しているが、貸出しにおいて傾向に違いがみられる。サンタンデールの場合、2013 年から 22 年までの間、総資産に占める貸出の割合は 60%で推移しているが、一方でユニクレディットはその割合が低下傾向にあり、2020 年および 21 年には 50%を下回っている（図表 3-3）。一方で、証券・デリバティブ資産の割合は 2014 年以降、両行とも低落傾向にある。さらに資金調達面をみると、両行とも市場性資金からのシフトを強めている。なかでも、ユニクレディットは負債・純資産総額に占める市場性資金の割合を、2022 年には 15.1%まで低下させており、伝統的型銀行の性格を依然強めているといえよう。

それでは、両行の貸出しにある違いは何か、その要因を見ていきたい。図表 3-11 はウニ

scrutiny in the EU-wide stress test,” *Vox EU*, 9th June (<https://cepr.org/voxeu/columns/disciplining-effect-supervisory-scrutiny-eu-wide-stress-test>, 最終閲覧日：2024 年 6 月 19 日)。また、Wierzbowska は、ECB の監督権限が強化されてから、銀行は資本を量・質的に高めたことを指摘している

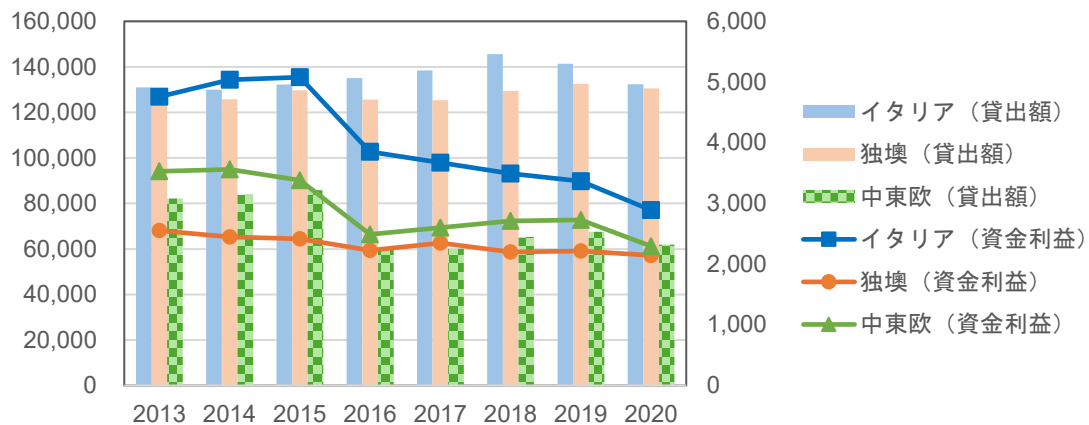
(Wierzbowska A. [2019]、「危機以降の金融政策と金融安定性」、吉井昌彦編著『EU の回復力』、勁草書房、第 9 章)。

¹⁴⁴ R. Giuliana [2022], “Fluctuating bail-in expectations and effects on market discipline, risk-taking and cost of capital,” *ESRB Working Paper Series*, No.133, March.

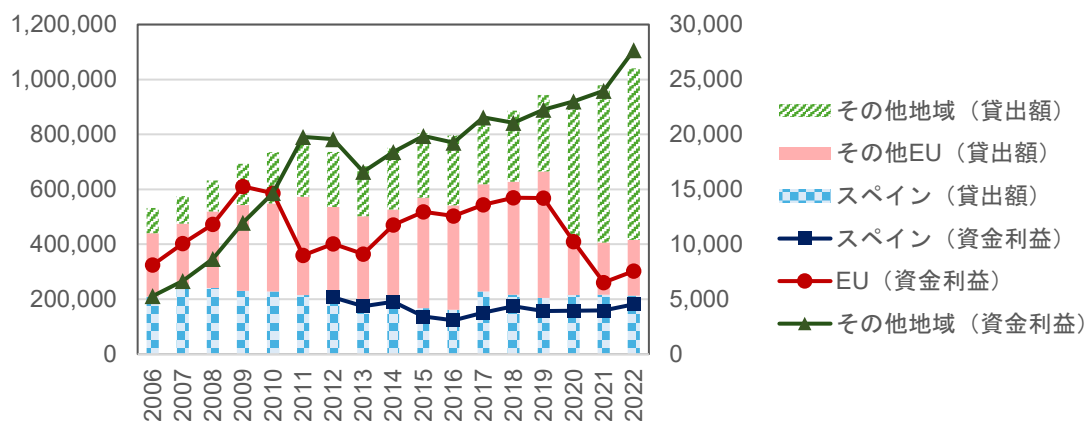
クレジットとサンタンデール両行の貸出残高と金利収入を地域別に見たものだが、金融危機以降の貸出しには、両行それぞれ傾向に違いが見られる。ユニクレジットはドイツやオーストリア、中東欧と EU 域内で広く展開しているが、金融危機以降、貸出しが低迷している。2013 年から 2020 年の間、イタリア本国およびドイツ・オーストリアでの貸出しには、大きな増加は見られない。また、中東欧では、2013 年には約 800 億ユーロあった貸出残高が、2020 年になると約 600 億ユーロへと、25%も減少している。特に 2015–16 年間の減少が著しいが、これは 2016 年にユニクレジットがポーランドの銀行子会社 Bank Pekao を売却したことによる¹⁴⁵。

図表 3-11 伝統型銀行の地域別貸出残高・資金利益（100 万ユーロ）

○UniCredit



○Santander



出所：各行決算資料より筆者作成。

注：UniCredit の「独奥」はドイツ・オーストリア。Santander の「その他地域」は、中南米ラテン諸国

¹⁴⁵ Financial Times [2016], “UniCredit to sell controlling stake in Poland’s Bank Pekao,” 8th December. (<https://www.ft.com/content/6258c490-f928-3f9b-b752-94aa9092af56>, 最終閲覧日、2024 年 6 月 23 日)。

と米国の合計。貸出残高は左軸、資金利益（金利による利益）は右軸で示す。

一方、サンタンデールは本国スペインとポルトガル、英国、ポーランドの欧州での業務に加え、中南米のラテン諸国（図表 3-11 のその他地域）にも進出している。各地域の内訳をみると、拠点であるスペインでの貸出残高は、世界金融危機当時の 2008 年の 2,402 億ユーロをピークに減少している。なお、破綻状態となった Banco Popular の救済合併により¹⁴⁶、2016–17 年間にスペイン国内の貸出残高は一旦増加したものの、その後も貸出しは伸び悩んでいる。一方、ラテン諸国への貸出しは順調に伸ばしており、2012 年以降、スペイン国内の貸出残高を上回るようになってきている。また、スペイン以外の EU 域内も貸出しの増加が見られるが、多くは英国での住宅ローン事業（旧 Abbey National）に依る。そのうえ、2020 年に英国が EU を離脱（Brexit）してその他地域に移行すると、EU 域外の貸出残高は 5,113 億ユーロとなり、EU 域内（スペイン+その他 EU：4,083 億ユーロ）を上回るようになった。

以上より、ユニクレディとサンタンデールではバランスシートに占める貸出の割合に違いが見られていたが、これは、両行が進出する地域によって貸出しの伸びに違いがみられるからである。EU 域内では一連の金融危機以降、実物経済の回復が低迷しており、したがって、銀行の EU 域内への貸出しも伸び悩んでいることが考えられる。

2. 収益面での変化

次に収益面一すなわち規制に対応した結果、銀行の業績にどう反映されたのか—を見ていく。各行の銀行業務による利益（業務粗利益）を見ると、金融危機終息後の 2013 年以降、いずれの銀行も利益全体は横ばいか微かな増減に留まっており、金融危機以前のような急激な利益の拡大は見られない（図表 3-4）。利益構造では、投資銀行型銀行含めどの銀行も金利による利益（資金利益）は高い水準を維持しており、利益全体のうち半分を占めて最大である。一方、ROE は金融危機前、20%を上回る高い収益率を計上していたが、金融危機以降急激に低下し、2013 年以降はいずれの銀行も 10%前後に推移している（図表 3-5）。なお、ROE は 10%で優良とされるため、金融危機以前の大銀行が計上していた ROE の水準はむしろバブル的だったといえよう。

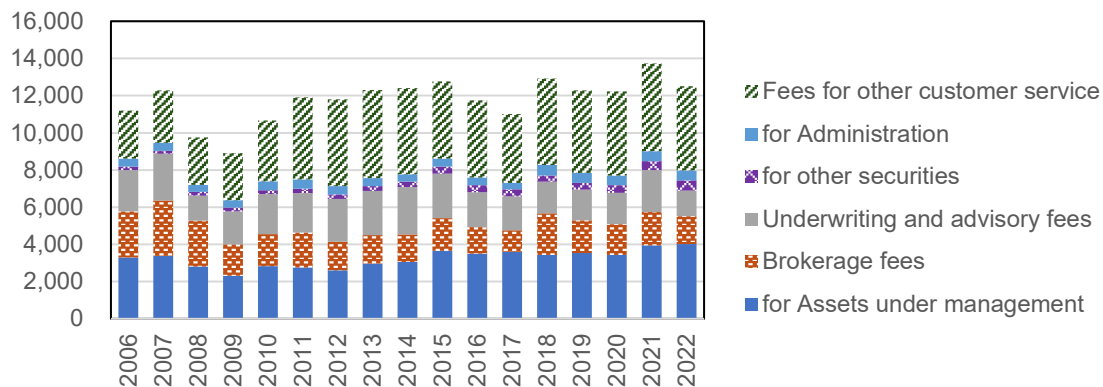
（1）投資銀行型銀行：伝統的業務へのシフトと手数料収益構造の変化

それぞれの利益を分析するため、ビジネスモデルごとに利益構造を見ていく。まず投資銀行型銀行では、金利収入に基づく資金利益は危機終息後も依然として高い水準を維持し、業務粗利益全体の半分を占めている（図表 3-4）。例えば、BNP パリバでは資金利益が金融危機前と比べて金額ベースで 2 倍に増加し、ドイツ銀行でも銀行業務全体の利益に占める資金利益の割合は、危機終息後も 50%前後で推移している。以上より、EU の大銀行は金融

¹⁴⁶ Financial Times [2017], “Santander takes over ‘failing’ rival Banco Popular after EU steps in,” 7th June. (<https://www.ft.com/content/6258c490-f928-3f9b-b752-94aa9092af56>、最終閲覧日、2024 年 6 月 23 日)。

危機終息後、バランスシート上で預金・貸出による資金調達・運用の割合が拡大したことに伴い、収益構造も伝統的業務へと一様に収斂しつつあることが見て取れる。一方、金利による利益は危機終息後、伸び悩みも見られる。BNP パリバやクレディ・アグリコルでは2013年以降大きな増減は見られず、また、ドイツ銀行も2015年から2021年にかけて資金利益が約25%減少している。

図表 3-12 ドイツ銀行の手数料収益（100 万ユーロ）



出所：ドイツ銀行決算資料より筆者作成。

注：“Fees for other customer service”は、決済サービス手数料、ローン組成、企業の外国業務支援などの合計額。

一方、トレーディングの利益は、金融危機前と比べ、低下・不安定化している。これは、銀行規制監督の一連の改革により、バランスシート面で証券やデリバティブによる運用が減少したことが背景にあるだろう。一方、手数料の利益はどの銀行も安定しており、金融危機終息後は業務粗利益のうち25-30%のシェアで推移している。しかし、この手数料の収益構造には、危機の前後で変化がみられる。図表 3-12 はドイツ銀行の手数料収益の推移である。金融危機時（2008-09 年）を除き、ドイツ銀行の手数料収益はおおよそ 120 億ユーロで推移している。世界金融危機以前の 2006-7 年、ドイツ銀行ではブローカー業務や証券引受（underwriting）業務といった伝統的証券業務の収益が約 50 億ユーロで、手数料の利益のうち約 4 割を占めていた。しかし、金融危機以降、これらの収益は縮小しており、2022 年は 28 億ユーロ、割合では 4 分の 1 以下に低下している。一方、手数料収益として増加したのは、アセットマネジメントやその他の手数料である。アセットマネジメントは、金融危機前は約 30 億ユーロで推移していたが、2022 年には 40 億ユーロへと増加した。また、その他手数料による利益も金融危機以降増加しており、このうち決済サービス業務（for local payments）は 2022 年に約 15 億ユーロの利益を計上している。こうした手数料収入の構造変化は、BNP パリバやクレディ・アグリコルも同様で、伝統的証券業務は伸び悩む一方、アセットマネジメントが増加している。このように、金融危機以降、投資銀行業務による収益構造も変容を見せている。

2000年代前半まで投資銀行業務は大きな利益の源泉の一つであり、一部の銀行は投資銀行業務を大きく拡大させていた。しかし、世界金融危機が起こると大きな損失を招き、拡大した投資銀行業務は高コスト化した。とりわけドイツ銀行は高コスト化した投資銀行業務のリストラが遅れたこともあり、業務粗利益は2015年から2019年にかけて約100億ユーロ減少した。税引前純利益も、BNPパリバとクレディ・アグリコルは2015年以降には金融危機前の水準を上回るようになった一方、ドイツ銀行は2015年、19年に純損失を計上するなど低迷していた¹⁴⁷。

(2) 伝統型銀行：資金利益に見られる業績の明暗

一方、伝統型銀行では、バランスシート上の預金・貸出の高い割合を維持していることもあり、業務粗利益のうち金利のシェアは概ね6割以上だが、ウニクレディとサンタンデール両行の業績には違いがみられる。ウニクレディでは、金融危機終息後も資金利益が下落傾向にあり、コロナ禍前の2019年の資金利益は108億ユーロと、ピークの2008年より5割近く減少している。一方、サンタンデールは金融危機後も堅実に資金利益を伸ばしており、2019年には358億ユーロと、世界金融危機時（2008年）と比べて90億ユーロ増加している。このように、ウニクレディは利益が低下、サンタンデールは堅実に拡大というように、両行の業績は対照的である。金融危機終息後の税引き前利益も、サンタンデールはコロナ禍の2020年を除き、100億ユーロ超で推移しているが、ウニクレディは金融危機以前の水準を回復しておらず、2016年には最終赤字を計上している。

両行の業績に違いがみられる要因として、第1に、不良債権処理への取り組みが挙げられる¹⁴⁸。不良債権の累積は銀行の貸出行動を抑制する。世界金融危機およびユーロ圏債務危機の影響は伝統的銀行業務にも及び、両行の不良債権比率（NPL）は急増した¹⁴⁹。これを受けて、スペイン政府は不良債権処理の対策を行い、2012年7月には、財政・金融危機を支援するEU制度であるESM（欧州安定メカニズム）から財政支援を受け、銀行救済の実施や不良債権を買い取るバッド・バンクを設立した。これにより、サンタンデールは2013年（5.6%）をピークにNPLは低下している。一方で、イタリアでは不良債権処理が遅れ、政府が本格的に対応し始めたのは14年10月以降であった。ウニクレディのNPLもピーク時には9%近くまで上昇していたが、2017年に130億ユーロの増資と162億ユーロの不良債権の売却を実施し、2019年になると不良債権比率は2%以下まで低下した¹⁵⁰。

両行の業績の違いの要因として、第2に業務展開する地域の違いが挙げられる。図表3-

¹⁴⁷ 金融危機終息後のドイツ銀行については、磯部昌吾 [2019]、「苦境に立たされる欧州の大手銀行」、『野村資本市場クォーターリー』、Autumn、pp.128-131 参照。

¹⁴⁸ イタリアとスペインの不良債権処理の展開と実体経済への影響については、内閣府 [2017]、『世界経済の潮流 2017年II』、第2章、第3節を参照。

¹⁴⁹ 文中のNPL比率は各行決算資料より。

¹⁵⁰ 増資額と不良債権売却額はウニクレディ HP より（<https://www.unicreditgroup.eu/en/unicredit-at-a-glance/our-history.html>、最終閲覧日、2024年6月19日）。ウニクレディが2016年に最終赤字を計上したのも、不良債権処理のために貸倒引当金を繰入れたことによる。

11 に振り返り、両行の地域別資金利益（数字は右軸）を見ていく。ウニクレディトでは、拠点であるイタリア国内の資金利益は 2013－15 年間は 50 億ユーロで推移していたが、2016 年に大きく減少した。資金利益はその後も減少を続け、2020 年には 28 億ユーロと、2013 年に比べて 4 割程度になっている。他にも、ドイツ・オーストリアの金利の利益は伸び悩んでいるほか、積極的に展開している中東欧諸国でも、2016 年のポーランド事業撤退も相まって、2013 年の 35 億ユーロから 2020 年の 23 億ユーロへと、資金利益は 3 分の 1 程度減少している。このように、ウニクレディトは EU 域内にリテール業務のネットワークを展開しているが、この域内での金利収入は低迷しているため、業績不振にあえいでいる。

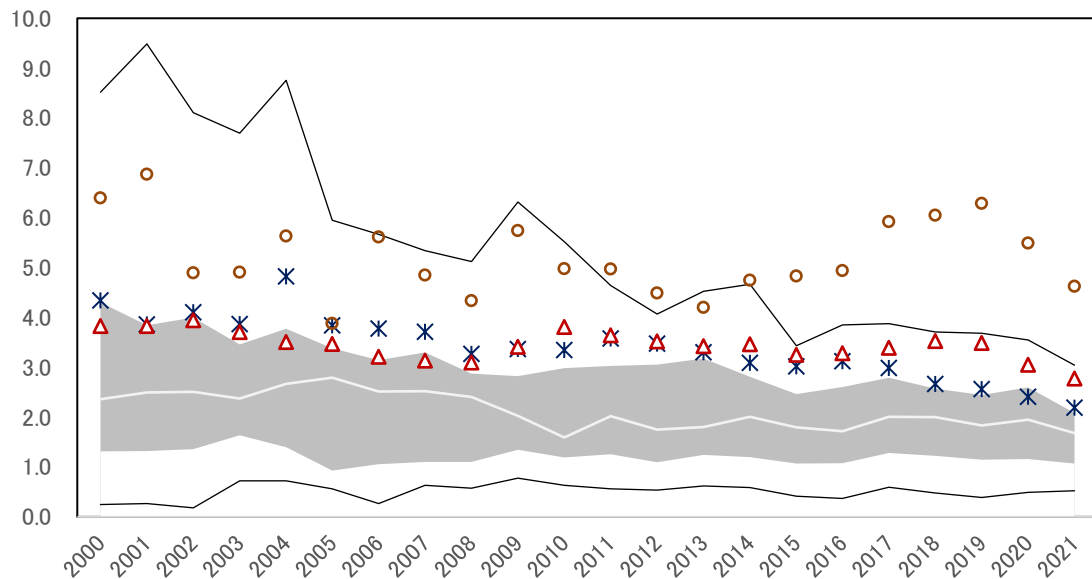
一方、業績が好調なサンタンデールについても、資金利益の内訳をみていく。スペイン本国での利益は、データ取得可能な 2012 年（51 億ユーロ）以降、低迷している。また、その他 EU 地域では比較的好調に見えるが、大半は英国での事業によるものであり、Brexit 後の 2020 年以降、その他 EU の資金利益は大きく縮小している。このように、サンタンデールも欧州での金利収入は低迷しているが、代わりに収入の源泉になっているのがラテン地域である。2010 年以降、ラテン地域での資金利益は EU を上回っており、その後も堅実に拡大し、Brexit 前の 2019 年は 222 億ユーロまで拡大している。このように、サンタンデールも EU 域内での金利収入は低迷しているが、好調なラテン諸国での業務によって、穴埋めしていたのである。

（3）EU における資金利益低迷の要因

両行一および伝統的業務のシェアを高めている投資銀行型銀行一で見られている、EU 域内の資金利益の低迷は、域内の金利マージンの低下によるものと考えられる。図表 3-13 は EU 域内の純金利マージンの推移を見たものである。2000 年代前半の中東欧・バルト諸国の金利マージンの中央値は 4% 台にあり、EU の四分位範囲よりも高い。このように、社会主義経済から市場経済へと移行しつつあった当該地域では、高い成長余力と未発達な金融システムから生じる厚い利ざやが残されていた。イタリアのウニクレディトなど西欧・北欧の大銀行は、その利鞘を追求するために進出したのである。

しかし、EU 域内の金利マージンは、この 20 年の間に低位収斂が進んでいる。中東欧諸国の金利マージンも 2020 年前後になると 2% 台にまで下落しており、EU 域内の中央値との差も、20 年間で半分程度に縮小している。金融サービスの域内市場の形成および通貨統合は、ウニクレディトをはじめとした大銀行に中東欧への進出を促したが、進出の目的であった厚い金利マージンという利益の源泉は縮小しつつある。一方、ラテン諸国の金利マージンの中央値は、2020 年前後も 5－6% 程度で推移しており、サンタンデールは当該地域のこの厚い利鞘によって利益を維持しているのである。その上、米国の金利マージンは 2010 年代も一貫して 3% 台と、EU の中央値を上回っている。この伝統的業務における収益性の違いは、金融危機以降の米銀と欧銀の業績に明暗をもたらしているといえよう。

図表 3-13 EU 域内の純金利マージン（四分位範囲、%）



出所：World Bank データベース “Databank” より筆者作成。原典は Bankscope (2000-14 年) and Orbis (2015-21 年)。

注：純金利マージンは純金利収入を収益資産（期中平均）で除して算出。濃灰色は EU27 か国の四分位範囲、薄灰色線は中央値、黒線は最大値・最小値を示す。図中のマーカーは、各地域・国の金利マージンであり、それぞれ次の通り。「*」：中東欧諸国の中央値（ポーランド、チェコ、スロバキア、ハンガリー、スロベニア、クロアチア、ルーマニア、ブルガリア；ポーランド以外は 2024 年 2 月時点でウニクレディトが進出）。「○」：ラテン諸国の中央値（アルゼンチン、ブラジル、チリ、メキシコ、ウルグアイ；2024 年 2 月時点でサンタンデールが進出）。「△」：米国。

小括

本章は、世界金融危機・ユーロ圏債務危機以降に導入された金融規制監督の改革が、EU の銀行の経営戦略や収益にどう影響を与えたのかについて、個別銀行をもとに分析・検討した。本章の結論では、EU 銀行業に対する規制監督の改革がもたらした EU 統合へのインプリケーションとして、金融危機以降の EU 銀行業の特徴についてまとめた。

各行の財務諸表を分析した結果、一連の金融危機以降、EU の大銀行は伝統的業務、すなわち預金と貸出による金利収入を軸としたビジネスモデルに収斂が進んでいることが明らかになった。金融危機以降の銀行規制監督改革により、銀行はリスクテークの抑制と流動性の確保をするよう行動を余儀なくされた。これにより、EU の銀行業は安定的な資金調達および低リスクの資金運用先の確保を進めた結果、バランスシートおよび収益構造が収斂したといえる。金融危機以降、銀行のビジネスモデルが転換していることを指摘する研究は散見されたが（Ayadi et al. [2019]、CGFS [2018]）、どのようにビジネスモデルを転換させたのか、その詳細な分析は不十分であった。このビジネスモデルの転換過程とその変化がもたらした影響を解明したことは、本研究がバランスシートや損益計算書を用いて個別銀行の時系列変化を見ることで得た知見である。

この構造収斂は、主に投資銀行型銀行の伝統的業務へのシフトによるものである。金融危

機前、投資銀行を取得して再編を進めた BNP パリバやドイツ銀行など一部の銀行では、トレーディング業務による利益に依存し、バランスシートを拡大してレバレッジを高めていた。その後、金融危機の反省を受けて銀行の規制監督改革が導入されると、これらの銀行は市場性資金による調達・運用を減らし、預金による調達と貸出による運用の比重を断続的に高めた。これは、EU が規則をもってより統一的に規制監督を強化したことにより、どの銀行にも一定の行動制約を課したためである。こうして EU 銀行業が伝統的ビジネスモデルに構造収斂したことは、銀行の過剰なリスクテイクを抑制することにも寄与している。

本研究では、EU 銀行業が伝統的ビジネスモデルへ収斂する一方、資金利益は多くの銀行で近年低迷していることも明らかにした。これは、EU 域内の純金利マージンが低位収斂しているためである。特に、厚い利鞘があった中東欧諸国など、欧州内に幅広く展開していたウニクレディトでは、業績不振にあえいでいる。

最後に、EU 域内の金利マージンが低位収斂している背景について考えたい。まず第1に、EU では金融緩和の長期化により低金利環境が醸成されている。世界金融危機以降、ECB は金融緩和を実施しており、特に 2014 年以降のマイナス金利政策導入により、ユーロ圏のインターバンク（短期）金利である ESTR（旧 EONIA）はマイナス水準まで低下していた。この金利はユーロ圏の金融市場のベンチマークであるため、預金・貸出金利も低下していると考えられる¹⁵¹。第2に、一連の銀行規制により銀行の低リスク（＝低金利）での運用が拡大している。Cappelletti et al. [2019]によると、銀行の資本要件の強化（その他の金融システム上重要な金融機関（O-SII）への指定による資本バッファ要件の追加）により、2014 年から 2017 年の間に、ユーロ圏の銀行はリスクの低い貸出先にシフトした。規制の強化はローリスク・ローリターンの運用を促し、結果銀行の貸出金利は低下したと考えられる。そして第3に、EU 統合による域内銀行市場の統合の高まりを受け、EU 域内の金利水準・利潤率が平準化したことも考えられる。金融危機前には銀行間の競争により、金利マージンが低下していたことを実証する研究も見られる¹⁵²。また、金融危機以降、EU ではノンバンク金融仲介・年金基金や保険会社、投資ファンドなど銀行以外の金融機関全般を指す一が台頭している¹⁵³。銀行はこれらノンバンク金融仲介との競争激化により、金利マージンの低下圧力を受けているという指摘もある¹⁵⁴。以上、いくつか背景を提示したが、それぞれがどれほど金利マージンに影響を及ぼしているのか、その検討は今後の課題としたい。

なお、2022 年以降、物価上昇を受けて金融政策は引き締めへ転じたことで、EU 金融市場では金利が上昇した。この金利の上昇局面において、銀行業の経営戦略や業績に変化がみられるのか、分析対象とする銀行を追加しながら、今後も注視すべきであろう。また、本章

¹⁵¹ 預金の逃避のおそれがあるため、銀行の預金金利は 0%が下限となる。したがって、政策金利が長期的に低下すると、預金金利が底打ちする一方、貸出金利は引き下げ余地が残るため、利鞘が圧縮される。

¹⁵² Van Leuvensteijn et al. [2008].

¹⁵³ 詳細は ECB [2021]を参照。

¹⁵⁴ KPMG [2016], “The profitability of EU banks – Hard work or a lost cause?” 31st October. (<https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2016/10/the-profitability-of-eu-banks-fs.html>、最終閲覧日：2024 年 6 月 24 日）

第3章

は EU の銀行のみを対象としたが、米国など他国の銀行の業績や経営戦略と比較することで、金融危機以降の EU 銀行業の把握を一層深めていく必要もある。他にも、近年 EU で台頭しつつあるノンバンク金融仲介について、台頭の背景や金融安定性への影響など、今日の EU の金融システムを特徴づけるために検討を必要とする余地は山積している。これらについても今後の研究課題としたい。

第4章 コロナ危機下の EU 共同債発行—金融市場統合・通貨統合にとっての意義

はじめに

本章は、EU によるコロナ危機の失業対策である財政支援「緊急時失業リスク軽減のための一時的支援策 (SURE)」、そして経済対策である復興基金「次世代 EU」の資金調達手段として、2020 年 10 月以降 EU が発行を始めた債券（本稿では以後「EU 債」と呼ぶ）に着目する。本章の目的は、今回 EU 債が発行されるに至った背景、発行される EU 債の特徴、そして、発行の目的を明らかにしつつ、この EU 債が金融市場統合、通貨統合にとってどのような意義があるのか、明らかにすることである。

EU およびユーロ圏レベルの債券を発行する構想や提案（以後「共同債」と呼ぶ）は、ユーロ導入以降散見される（Giovannini Group [2000]、Weizsacker and Delpa [2010]、Brunnermeier et al. [2011]）。これらの共同債の構想は、これまでドイツなど財政規律を重視する国により却下されていた。しかし、今回 EU は 2 つのコロナ危機対応策のもとで、大規模（SURE：940 億ユーロ、復興基金：7,500 億ユーロ）に EU 債を発行することになる。本章では、これまでに提案されてきた共同債の目的や特徴を踏まえつつ、今回なぜ EU 債を発行することになったのか、そして、EU 債の特徴と発行の目的はどのようなものか、明らかにする。

今回の EU 債の発行、およびこれを財源とした EU の復興計画「次世代 EU」は、財政統合に向けた第一歩と評価する論考も多い。また、EU 資本市場統合の完成を目指す政策である資本市場同盟（CMU）の発展や EU 金融システムの安定に、EU レベルの安全資産がベンチマークとして貢献することが、これまでも複数の研究で指摘されている（Lannoo and Thomadakis [2019]、Acharya and Steffen [2017]）。このように、EU 債は金融市場統合、経済通貨統合（EMU）の進展に一定の貢献があると考えられる。こうした一連の先行研究をもとに、本章では共同債がなぜ金融統合、および EMU の深化に貢献するのかを検討し、実際に EU 債が金融統合と通貨統合に貢献するのかどうかを明らかにする。

本章は EU の金融統合・通貨統合に着目したものであり、したがって、経済統合論を金融論・証券経済論に適用して検討する。具体的には、EU 金融市場における EU 債のベンチマークとしての可能性、そして、EU 債による資金調達コストの低下の程度を検討する。なお、資金調達コストの低下は、金融統合の成果としてあらわれる。SURE と復興基金の成立までの議論、および発行された EU 債の情報については、欧州委員会や欧州理事会といった EU 機関や各国の公的資料（プレスリリースや報告書、プレゼン資料）から収集、分析する。また、民間の報道記事や報告書も適宜用いて議論を補完する。

本章の構成は以下のとおりである。第 1 節では、EU 債を発行することになった背景である SURE と復興基金をまず概観する。その際に、一連の対応策や EU による債券発行の議論について各国の主張や利害を見ることで、なぜ EU 債を発行するのか、その背景を明ら

かにする。第2節ではEU債の概要を紹介し、その特徴を明らかにする。その際、これまで提案された共同債の特徴や目的を比較検討することで、EU債の目的や特徴が持つ違いを明らかにする。第3節では、EU債の金融統合・通貨統合にとっての意義を明らかにするために、EU債はベンチマークになるのかどうか、EU債による資金調達コストの節約はどの程度か検討する。最後に本章の結論として、今回EUが発行したEU債の特徴、金融統合・通貨統合にとっての意義をまとめたい。

第1節 EUのコロナ危機対応：SUREと復興基金「次世代EU」

本節では、コロナ危機のなかでSUREと復興基金が導入されるまでの背景、過程をそれぞれ明らかにし、一連の危機対応策の概要や特徴を示す。その際、一連の危機対応が成立するまでの各国の主張や利害を検討する。特に、南欧諸国、北欧諸国、そして独仏が、それぞれ復興基金の独自案として公表した3つの文書は、コロナ危機対応策の在り方、そしてEU統合の在り方の、それぞれのスタンスを強く示している。これらの検討をもとに、SURE・復興基金の特徴をより詳細に明らかにし、なぜEUは債券を発行することになったのか明らかにする（なお、コロナ危機以降、それぞれの危機対応策が合意に至るまでの過程を、図表4-1にて時系列で示している）。

1. コロナ危機対応パッケージの一手段としてのSURE：その成立までの背景と過程

2019年11月に中国で初確認された新型コロナウイルス（COVID-19）は、2020年1月25日にフランスでも感染患者が初確認されたが、3月に入るとEU域内で感染者が急増、蔓延した。EU各国・各都市ではロックダウンがなされ、飲食店や小売店など対面での接客を伴うサービス業の休業に加え、工場の稼働を停止するなど、経済活動が停滞した¹⁵⁵。失業リスクが高まると、労働者の収入と雇用への支援の必要性が高まり、各国では財政出動を通じて経済の支援を実施した。

EU首脳やEU機関も、新型コロナウイルスによる経済的影響を本格的に懸念し始め、EUレベルで協調した対策の必要性を強調した¹⁵⁶。3月18日にECBはコロナ危機収束までを期限とするパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を導入した¹⁵⁷。3月20日、ユーロ圏各国が財政出動を通じた対策を講じやすくするため、欧州理事会はユーロ参加国に定めた財政ルール（安定成長協定）を一時停止することで合意した¹⁵⁸。とはいえ、各国は財政が逼迫してソブリンリスクが高まっており、雇用支援、中小企業支援を対象としたEUレベルでの金融支援、財政支援は喫緊の課題になっていた。特に、南欧諸国では政府債務がユーロ

¹⁵⁵ European Commission [2020], ‘European Economic Forecast Spring 2020’, May.

¹⁵⁶ European Commission, ‘COVID-19: Commission sets out European coordinated response to counter the economic impact of the Coronavirus’, IP/20/459, 2020, 13th, March.

¹⁵⁷ PEPPの特徴、ユーロ危機とのECBの対応の違いなど詳細については、伊豆[2020]を参照。

¹⁵⁸ European Council, ‘Statement of EU ministers of finance on the Stability and Growth Pact in light of the COVID-19 crisis’, PRESS RELEASE, 173/20, 23rd, March, 2020.

第4章

ロ圏債務危機以降高水準を維持しているうえ、主要産業の一つである観光業がコロナ危機の深刻な影響を受け、失業リスクは高まっていた。

図表 4-1 SURE・復興基金合意までのタイムライン（2020年1月-7月）

2020年	
1月25日	フランスで新型コロナウイルスの感染（COVID-19）が初確認される。
2月20-21日	欧州理事会で特別理事会が開かれ、2021-27年多次予算枠組み（MFF）が議論されるが、合意に至らず。
2月22日	イタリアはロンバルディア州など一部地域では移動を制限（ロックダウン）。
3月10日	欧州理事会がオンラインで開催され、コロナ危機への対策が議論され始める。会議後、ミシェル常任議長は「必要ならばあらゆる手段を活用する準備」があると声明。
3月13日	欧州委員会は単一市場を活用した医療物資の確保、収入と雇用への影響の緩和、企業（特に中小企業）の資金繰りの支援、国家援助と安定成長協定の最大限の活用の4点に重点的に取り組むことを表明(★)。このころ、イタリアやフランスからEUレベル債券の発行（コロナ債）の要望が出始める(☆)。
3月20日	欧州理事会は安定成長協定（SGP）の財政ルールを一時停止することで合意。
3月24日	欧州理事会は、コロナ危機対応として欧州投資銀行（EIB）や欧州安定メカニズム（ESM）の活用、そして雇用対策スキームの提案を欧州委員会が進めていくことを声明(★)。
3月25日	ユーロ圏の9か国首脳が、コロナ危機によってダメージを受けた経済の復興を求める書簡をミシェル常任議長に提出。翌日の欧州理事会で俟約国が反発(☆)。
4月2日	欧州委員会はSUREを公表。SURE規則の草案を公表(★)。
4月9日	ユーログループは総額5400億ユーロの「コロナ危機対応パッケージ」に合意し、内容を公表(★)。復興基金に関する議論も初めてなされ、基金の設立自体は合意に至ったが、その枠組みはまとまらず(☆)。
4月23日	欧州理事会は危機対応パッケージに大筋合意し、6月1日からは3つのパッケージを本格的に始動できるよう関係機関に要請(★)。また、欧州委員会に対し、復興基金の早期具体化を要請(☆)。
5月8日	ユーログループがSURE規則など、パッケージの詳細についても合意(☆)。
5月17日	開催された経済財務相会合（閣僚理事会）にて、SURE規則（Council Regulation 2020/672）は承認、施行(★)。
5月18日	ドイツのメルケル首相とフランスのマクロン大統領が連名で復興基金に関する提案を公表(☆)。
5月26日	オランダ、オーストリア、スウェーデン、デンマークが連名で復興基金に関する対案を公表(☆)。
5月27日	欧州委員会は2021-27年の多次予算枠組みの草案を公表し、このEU予算枠組みとともに復興基金「次世代EU（NextGenerationEU）」の立ち上げを発表(☆)。
6月12日	オランダのホエクストラ財務相はブロック外務相と連名でオランダ議会下院（第二院）に書簡を提出。俟約国としてのスタンスを維持を表明(☆)。
6月19日	欧州委員会が次世代EUを提案以降はじめての理事会。このときに議論が紛糾し、意見はまとまらず(☆)。
7月10日	ミシェル欧州理事会常任議長は7月17-18日に行われる特別理事会に先立ち、6月19日に行われた欧州理事会で特に議論になった6つの課題と常任議長の独自案を公表(☆)。
7月17-21日	2日間の予定だった特別理事会は5日間まで延長したうえで、多次予算枠組みと復興基金「次世代EU」が合意(☆)。

出所：欧州理事会・欧州委員会資料、Reuters および Financial Times 記事、各国資料より筆者作成。

注：★は SURE、☆は復興基金に関連する出来事を示す。

そこで 2020 年 4 月 9 日、ユーログループ（ユーロ圏財務相会合）は、EU 機関による総額 5,400 億ユーロの一連の対応策「コロナ危機対応パッケージ」を立ち上げることを合意した。このパッケージは、コロナ危機により起こりつつある、失業や企業の倒産といった経済

的リスクを抑えるために実施されたもので、3つの手段により構成される¹⁵⁹。それは、構成国への安全網（ESMの特別融資、2,400億ユーロ）、企業の安全網（EIB汎欧州保証基金、2,000億ユーロ）、そして雇用の安全網（SURE、1,000億ユーロ）である。欧州委員会は各国の雇用維持対策を支援するため、2020年4月2日に「緊急時失業リスク軽減のための一時的支援策（SURE: temporary Support to mitigate Unemployment Risks in Emergency）」を公表し、5月17日に開催された経済・財務相会合にて、SURE規則（Council Regulation 2020/672）が承認、施行された。このSUREの資金調達をするために、欧州委員会はEU債を発行する。

EUレベルの失業保険スキームは、失業者への資金移転を通じて経済的ショックの影響を軽減するために、欧州レベルの基金創設を提案した1975年のマルジョラン報告をはじめ、域内労働市場の調整機能としてEU統合の早い段階から検討がなされていた¹⁶⁰。特に2010年代以降、ユーロ圏債務危機への対応からユーロ改革の必要性が高まるなか、その改革方針を欧州委員会が示した「真のEMUに向けて」（2012年）は、域内で短期失業を補償する失業保険の構築を提案した。また、欧州委員会は、2015年6月公表の「5首脳報告」で提案した域内の非対称的ショックを吸収するマクロ経済安定化機能として、EU失業保険スキームに着目し、2017年1月にその実効性を検討するワーキングペーパーを作成した¹⁶¹。そのなかで、失業保険の形式と資金調達方法が検討され、各国の失業保険スキームを調和しEUの基金から失業者に直接給付する形式、各国の失業保険がそれぞれ失業者に給付し、その資金をEUの基金が各国に補填する形式を紹介している¹⁶²。資金調達については、主にはEU予算や独自の資金プールを基にするが、その財源について、給与税や企業税、各国の拠出金、そして、EUによる債務発行を通じた資金調達を挙げた。そうして欧州委員会は同年5月、「EMU深化のリフレクションペーパー」を公表し、財政同盟の施策の一つに、マクロ経済安定化機能としてEU失業保険スキームの導入を提案した。その後、2019年7月、フォンデアライエン氏は欧州委員会委員長への就任に先立って欧州議会で演説した際、主要な取り組みの一つとして、恒久的な失業保険スキームの設立を挙げた¹⁶³。

一方、2018年10月にドイツのシュルツ財務相は、ドイツが世界金融危機に失業者の急増を抑えることができた時短給付金制度を、EUレベルで導入することを提案した¹⁶⁴。提案は失業対策の基金を創設するもので、もしも経済危機により失業リスクが高まった国が現れた場合、この基金から融資を受け、労働者に給付金を提供する。それから、不況脱却のち、借入国は資金を返済する。この方式では借入国に返済の義務があり、ゆえに債務の共

¹⁵⁹ コロナ危機対応パッケージの概要については連見・高屋編著〔2021〕、第1章を参照。

¹⁶⁰ European Commission [2017a], p.13.

¹⁶¹ *Ibid.* p.7.

¹⁶² *Ibid.* pp.15-17.

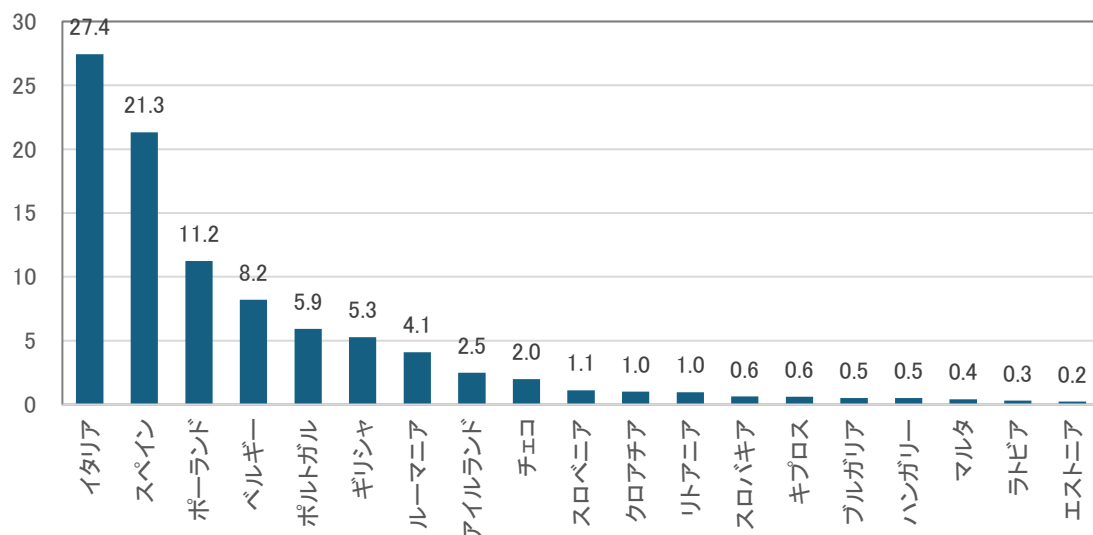
¹⁶³ Von der Leyen, Ursula [2019], 'My agenda for Europe political guidelines for the next European Commission 2019-2024', 16th July, 2019.

¹⁶⁴ Reuters, 'Germany's Scholz proposes Europe-wide unemployment insurance scheme', 9th June, 2018. (<https://www.reuters.com/article/us-eurozone-germany-scholz-idUSKCN1J5077>)

同化につながらず、ドイツへの負担も起きないとショルツ氏は主張した。

さて、今回実際に導入された SURE は、コロナ危機による失業対策として、各国で 2020 年 2 月 1 日以降に行われた「時短給付金制度やそれに相当する雇用維持の枠組み」のため急激に増加した各国の公的支出を EU が補償するために、欧州委員会が融資をすることを目的とした制度である。合計 1,000 億ユーロの枠が設定され、各国は導入している雇用維持の枠組みによって増加した財政支出を届け出し、欧州理事会は各国それぞれの融資枠を決定する。2021 年 7 月現在、SURE により約 943 億ユーロの融資が EU19 各国に行われる予定で、図表 4-2 その融資先と金額である。主要な資金提供先はイタリア (274 億ユーロ)、スペイン (213 億ユーロ)、ポーランド (112 億ユーロ) である。この SURE の資金調達のために、EU を代表して欧州委員会が資金を調達し、2020 年 10 月 27 日より融資を開始した。

図表 4-2 SURE の各国への融資額 (10 億ユーロ)



出所：欧州委員会公表データより筆者作成。

なお、EU 機能条約 (TFEU) 第 125 条に、加盟国の財政危機等への EU 機関による救済を禁止する、いわゆる「救済禁止条項」が設けられている。一方、SURE は「自然災害や例外的な事態により、加盟国が困難に陥っている場合」救済禁止条項の適用除外を認める、TFEU 第 122 条を根拠に導入される一時的な制度である (SURE 規則前文 1,2)。また、「COVID-19 の緊急性が過ぎ去った場合、本規則による金融支援は受けられないものとす (前文 15) と、委員会の提案にはなかった文言が念押しするように追加されている。

このように、SURE はコロナ危機対応の一つだが、同時に、域内の柔軟な調整を高めるマクロ経済安定化機能として、ユーロ圏深化に向けた改革の延長にある。SURE は 4 月 2 日に規則が提案され、一週間後の 9 日にユーログループで合意したように、迅速にコンセン

サスを得ている。これは、俚約国側であるドイツの提案をもとにし、財政の移転を伴わない制度設計がなされたことと、SURE はコロナ危機という EU 域内の非常事態を前提とした時限的制度としたためであろう。欧州委員会にとっては、2020 年第 4 四半期までに合意を得ることが当初の計画であった失業スキームの導入を前倒しして達成できたものの、別途恒久的な失業スキームの構築、合意を目指す必要がある。

2. 復興基金「次世代 EU」の成立までの背景と過程

コロナ危機による経済的リスクの増加を対処すべく導入された危機対応パッケージに加え、より中長期的にコロナ危機による経済の停滞から脱却し、成長を目指す復興基金の必要性も高まっていた。

特に、南欧のイタリアやフランスはコロナ危機の経済的打撃を強く被り、2020 年 3 月中旬から EU による債務の共同発行（通称コロナ債）を求めている。もとよりこの地域では財政出動に寛容で、財政統合や域内共同の債券発行にも賛成であり、こうした要求はコロナ危機によって一層強まった。そして 3 月 25 日、南欧諸国を中心とするユーロ圏 9 か国の首脳が連名で、欧州理事会のミシェル常任議長へ書簡を送付し、現在の経済の深刻さを考慮したさらに踏み込んだ行動を求めた¹⁶⁵。特に、パンデミックによる影響に対抗する、安定した長期の資金確保のためにも、共同の債務の発行に努める必要があると主張した。今日 EU 域内は対称的な外部ショックに直面しており、共通の手段こそ強みがある、とその必要性を強調している。さらに、コロナ関連の支出に向けた特定の基金を創設する、復興基金につながる提案もしている。

この共同債発行を含む提案に対し、翌 26 日に開催された欧州理事会では、メルケル独首相や北欧の財政俚約国が強く反対した¹⁶⁶。ドイツや北欧諸国は、ユーロ圏各国に財政規律の厳格な維持を求める立場であり、債務相互化に繋がるおそれのある財政統合や EU による債務発行には反対だった。一方、EU 機関はコロナ危機が本格化し始めた時期から、EU による共同の債券発行に比較的前向きな姿勢を示していた。例えば、ユーログループ議長のコンテノ氏はミシェル常任議長に「欧州委員会からは、EU 予算に基づいた新たな手段の導入も含み、加盟国を支え得るような提案を期待している」とする書簡を 3 月 25 日に渡し、フォンデアライエン委員長も 3 月中旬にドイツのラジオで「コロナ債」利用の

¹⁶⁵ 伊政府 HP (https://www.governo.it/sites/new.governo.it/files/letter_michel_20200325_eng.pdf) に書簡が公開されている。9 人の首脳は、Sophie Wilmès（ベルギー）、Emmanuel Macron（フランス）、Kyriakos Mitsotakis（ギリシャ）、Leo Varadkar（アイルランド）、Giuseppe Conte（イタリア）、Xavier Bettel（ルクセンブルグ）、António Costa（ポルトガル）、Janez Janša（スロベニア）、Pedro Sánchez（スペイン）。

¹⁶⁶ The Guardian, 'EU leaders clash over economic response to coronavirus crisis', 26th, March, 2020. (<https://www.theguardian.com/world/2020/mar/26/eu-leaders-clash-over-economic-response-to-coronavirus-crisis>)

¹⁶⁷ European Council [2020], 'Letter of Eurogroup President Mario Centeno to the President of the European Council following the Eurogroup of 24 March 2020', 181/20, 25th March, 2020.

可能性について触れていた¹⁶⁸。

その後、コロナウイルスのパンデミックが本格化し危機の影響が深刻化すると、メルケル首相はソブリン危機でも頑なに認めなかった債務の共同発行、債務の相互化に前向きな反応を示すようになる¹⁶⁹。これは、コロナ危機によるユーロ圏経済の大幅な縮小という EU の見通し、そして、経済規模の大きなイタリアが万一デフォルトすればギリシャ危機以上の混乱となるおそれから、EU 統合の分断が差し迫っていると危惧したことが背景にあった。そうして 5 月 18 日、フランスと連名で「EU の経済を回復させ成長を促す持続可能な復興を支える」独自の復興基金案を公表した (Die Bundesregierung [2020])。独仏が提案した復興基金は総額 5,000 億ユーロであり、2021-27 年度の EU 予算に組み込んで立ち上げる。そして、全額を返済不要の補助金で提供し、その資金は EU が代表して欧州委員会が金融市場から調達する。補助金ということは、調達した資金を各国ではなく EU 財政が返済することを意味し、すなわち債務の共同化につながる。財政規律を重んじ、財政統合や共同債発行をユーロ導入期から反対していたドイツにとって、大きな方針転換であり、独仏の協調体制が強い形で示された。とはいえ留意すべきは、独仏の提案は「一時的」な復興基金と明記されている点である。

南欧諸国は独仏の提案を歓迎、支持した一方、北欧を中心とした財政儉約国は反発した。そこで、5 月 26 日にはオーストリア、オランダ、デンマーク、スウェーデンの連名で、復興基金の対案となる文書を公表した (Governments of Austria, Netherlands, Denmark and Sweden [2020])。儉約国は、「債務相互化や EU 予算の深刻な増加につながらない」復興基金の導入を求め、代わりに、特定の金額を設定せず、危機の影響を精査したうえで有利な条件で貸し付ける、最低限の融資形式の基金を提案した。また、復興基金は、研究やイノベーション、環境やデジタル化に関わる活動への資金提供を求めている。そして、融資にあたり各国に具体的でより厳格な改革プランの策定を要求した。

2020 年 5 月 27 日、欧州委員会は 2021-27 年の多年次予算枠組み (MMF) の草案を公表し、この EU 予算とともに復興基金「次世代 EU (NextGenerationEU)」を提案した。その後 7 月 21 日に欧州理事会は 1 兆 743 億ユーロの MMF とともに 7,500 億ユーロの復興基金に合意した。提案から約 2 か月間での合意だが、復興基金の設計に関して各国・各地域の主張や利害の衝突があり、本来 7 月 17-18 日の 2 日間の予定であった会合を 5 日間まで延長したうえでの合意であった。

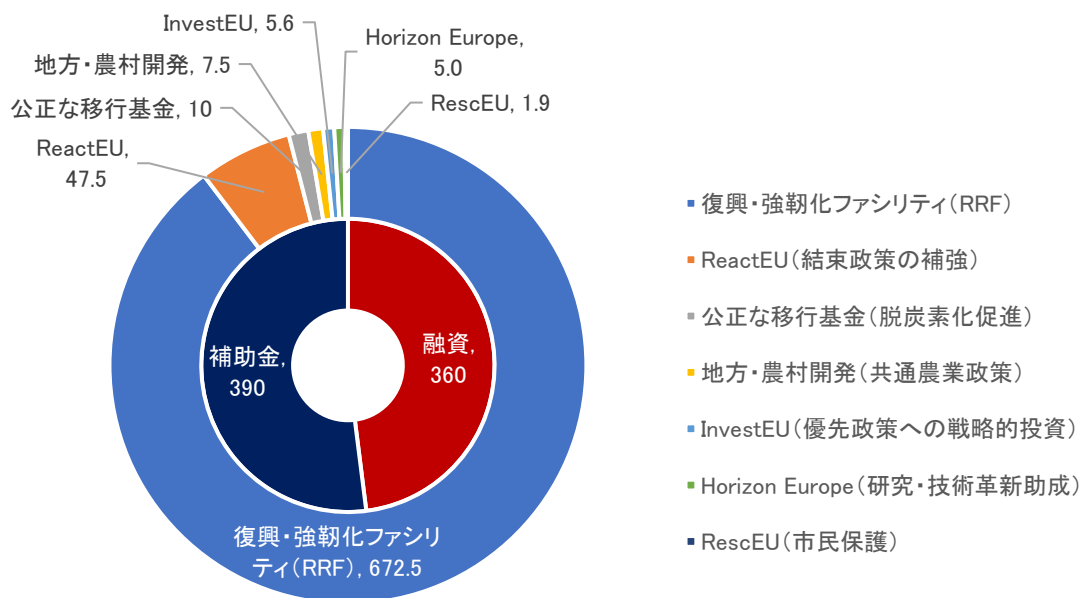
合意された復興基金について、注目すべき特徴が 2 つ挙げられる。1 つ目は、融資と補助金の比率である。5 月 27 日の欧州委員会の提案では、復興基金は補助金 5,000 億ユーロ、貸付 2,500 億ユーロ、計 7,500 億ユーロの基金とし、財源は債券発行により市場から調達

¹⁶⁸ Reuters, 'EU open to 'coronabonds' to cushion economic fallout - von der Leyen', 20th March, 2020. (<https://www.reuters.com/article/health-coronavirus-eu-bonds-idUSL8N2BD21N>)

¹⁶⁹ Wall Street Journal, 'How Angela Merkel's Change of Heart Drove Historic EU Rescue Plan', 21st July, 2020. (<https://www.wsj.com/articles/angela-merkel-macron-covid-coronavirus-eu-rescue-11595364124>)

するとしていた。これは、独仏と俚約国双方の提案を組み合わせたものだが、俚約国は補助金に反対し、独・南欧諸国との間で大きく主張が対立した。7月17-21日開催の欧州理事会では、俚約国は理事会開催前から補助金よりも融資の比率を多くするよう要求し¹⁷⁰、一方、南欧諸国とドイツは補助金を5,000億ユーロから4,000億ユーロに減額し譲歩した¹⁷¹。協議の結果、最終的な合意案では、復興基金のうち3,600億ユーロを融資、3,900億ユーロを返済不要の補助金とし、その資金をEUが発行する債券により市場から調達することとした。図表4-3は復興基金の内訳である。

図表4-3 復興基金の内訳（10億ユーロ）



出所：欧州委員会・駐日EU代表部公表データより筆者作成。

2つ目は、復興基金の大部分を構成する、6,725億ユーロの「復興・強靱化ファシリティ (Recovery and Resilient Facility: RRF)」である（図表4-3参照）。各国は2023年までRRFから資金提供を受けるが、このために各国は、構造改革と投資に関する2026年までの計画（復興・強靱化計画）をヨーロッパ・セメスターのもとで承認される必要がある¹⁷²。

¹⁷⁰ Reuters [2020], 'Dutch, Hungarian opposition weighs on EU pandemic recovery plan', 16th July, 2020. (<https://www.reuters.com/article/us-eu-recovery-idUSKCN24H1JA>)

¹⁷¹ Financial Times [2020], 'EU's 'frugal' nations offered rebates to break virus recovery deadlock', 21st July, 2020. (<https://www.ft.com/content/dc517389-7918-49ba-a928-79d006612523>)

¹⁷² European Commission, 'European Semester 2021 – an exceptional cycle' (https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/european-semester/european-semester-timeline/european-semester-2021-exceptional-cycle_en). ヨーロッパ・セメスターは各国の財政政策、経済政策のEUレベルの協調を半年ごとに行う枠組みである。

さらに、RRF から資金提供を受けた国のうち、1 か国でも計画目標から深刻な逸脱をしているとみなされた場合、欧州理事会にて十分な議論がされるまで欧州委員会は予算の執行を留保することを規定するなど、俟約国を配慮した厳格な要件も盛り込まれている¹⁷³。とはいえ、2021 年 6 月中旬までにイタリア、フランス、ギリシャ、スペイン含む 12 か国が計画を提出し、翌 7 月にはすべての計画が大きな支障なく欧州理事会で承認されている¹⁷⁴。

また重要な点として、2021 年 2 月に成立した RRF 設立規則（Council Regulation 2021/241）第 4 条では、RRF の全般の目的を「経済及び社会の収斂に寄与し、持続的成長と EU 域内の経済の統合を修復し推進する」としている。これは、今期 MFF に当初組み込む予定であった、170 億ユーロのユーロ圏予算「収斂と競争力のための財政枠組み（The Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness: BICC）¹⁷⁵」を反映している。BICC は EU 財政のなかにユーロ圏財政として組み込まれ、構造改革と公共投資の支援を通じてユーロ圏に内在するマクロ経済の不均衡を是正し、域内の対称性を高めることが期待されていた¹⁷⁶。ユーロ圏財政は財政統合の嚆矢としてフランスが求め、マクロ経済安定化すなわち財政移転を狙いとしていた。一方、オランダなど俟約国は構造改革に基づいた収斂や競争力強化を目指す基金であれば賛成するとし、BICC はこの意見を反映したものといえる¹⁷⁷。しかし、コロナ危機が発生し、より大規模に資金を動員して EU 経済の回復を目指す復興基金が立ち上がると、BICC の提案は撤回され、RRF に置き換えられた¹⁷⁸。さらに、各国が提出する RRF の計画案は、経済効果だけでなく、環境やデジタル化に沿ったものかどうかとも評価される。これは EU が推進する政策分野であり、俟約国側が当初求めた EU 予算の現代化を反映したものである¹⁷⁹。つまり、RRF は BICC を拡張しつつ、さらに環境やデジタル化などの要素を盛り込んで成立している。コロナ危機は EU レベルの危機であり、それゆえ RRF はユーロ制度改革という従来の枠組みを包摂する形で、BICC を凌駕する 6,725 億ユーロの資金を動員する。なお、2020 年 10 月のユーログループ会合では、RRF をユーロ圏としてもプラスの影響となるようにしていくことが確認されており¹⁸⁰、ユーロ圏の収斂という視点も依然残されている。

このように、独仏協調体制のなか、EU-GDP の 5%に相当する前例のない規模の復興基

¹⁷³ European Council [2020], p.6.

¹⁷⁴ European Council, 'Council gives green light to first recovery disbursements', PRESS RELEASE, 600/21, 13th, July, 2021.

¹⁷⁵ BICC の詳細は、European Council, 'Explainer on the euro area budgetary instrument' (<https://www.consilium.europa.eu/en/policies/emu-deepening/bicc-faq/>)を参照。

¹⁷⁶ 岩田 [2019]、p.14。

¹⁷⁷ Financial Times, 'Dutch step up pressure on common eurozone budget: Spending instrument', 9th April, 2019, p.4.

¹⁷⁸ European Commission, Proposal for a Regulation establishing a Recovery and Resilience Facility, COM(2020)408, 28 May 2020, pp.1-2.

¹⁷⁹ 予算の現代化は、結束政策や農業政策の予算を削減する一方で、環境やデジタル化、イノベーションへの予算配分を増やすことを指す。今期 MFF では南欧・東欧を配慮して、結束・農業政策の予算の大幅な変更は見送られた（JETRO [2020]、「復興パッケージの論点を整理し、合意の意義を検証する」、2020 年 9 月 24 日（<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/2020/9630507dbb41de55.html>））。

¹⁸⁰ Eurogroup, 'Summing-up letter, Eurogroup meeting of 5 October 2020', 12th October, 2020.

金が創られたことで、EU 財政統合の道も開かれたという議論が見られる。ただし、重要な点として、独仏は「一時的な (temporally)」復興基金を提案しており、実際に復興基金は SURE 同様、救済禁止条項の適用除外 (TFEU 第 122 条) に基づき、コロナ危機という一時的な措置として大規模な EU 財政が組まれている¹⁸¹。そのため、今回の復興基金が恒久的な財政統合に発展するには、諸課題を解決する必要がある。恒久的な財政統合や EU 債発行について、なおもドイツは懐疑的といえる。

これまで EU による一連のコロナ危機対応策を見てきたが、これらは各国の経済的利害の対立が反映されており、その根底には通貨統合に対するスタンスがあったことが明らかになった。EU による債券発行や返済不要の補助金は、域内債務の相互化や財政移転を意味する。これらを求める南欧諸国のスタンスは、ユーロ圏の柔軟性向上によるマクロ経済の安定、すなわち、危機が起きた際の事後的な対応策を追求していると把握できる¹⁸²。一方、基金への資金提供に構造改革を求める独・北欧の倹約国のスタンスは、マクロ経済の収斂を通じたユーロ圏の対称性向上、つまり、不均衡や非対称的な危機を防ぐ事前的な措置を追求していると解釈できる。この通貨統合へのスタンスの違いは、1970 年初頭における第一次経済通貨同盟計画を巡っての、西ドイツなどの「マネタリスト」とフランスなどの「エコノミスト」との対立にまで遡ることができ、この文脈においてコロナ危機対応も議論がなされたといえよう¹⁸³。

第2節 EU 債の特徴と発行の目的

こうして成立した SURE と復興基金だが、この資金調達のために EU が発行する債券 (EU 債) について検討する。これまでも様々な研究者や機関によって、EU レベルの債券を発行する共同債の構想が提案されてきた。本節では、一連の共同債の目的や特徴と照らし合わせつつ、今回の EU 債の特徴と発行の目的を明らかにしていく。なお、SURE と復興基金のために発行された EU 債のデータ (2021 年 7 月時点) を、図表 4-4 に示した。

1. EU 債の概要と特徴

本研究で EU 債と呼ぶ債券は、すべて EU を代表して欧州委員会が発行し、ルクセンブルグ証券取引所で上場される。今回発行される EU 債の目的は、EU のコロナ危機対応 SURE と復興基金の資金を調達し、より有利な条件、より低い利子率で各国に資金を提供し、そうして各国が失業支援、経済支援に財政を動員しやすくするためである¹⁸⁴。

¹⁸¹ European Commission [2020], 'Q&A: Next Generation EU - Legal Construction', QANDA/20/1024, 9th June, 2020.

¹⁸² 最適通貨圏 (OCA) 理論では、域内の経済的ショックに対する柔軟性と対称性の程度から単一通貨圏を形成可能かどうか評価する。詳しくはデ＝グラウエ [2011] 第 5 章参照。

¹⁸³ 詳しくは田中 [1996] 第 2 章参照。なお、ここで触れるマネタリストはケインジアンを批判したフリードマンらの学派と関係はないので注意されたい。

¹⁸⁴ European Commission, 'SURE' (https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_en), and European Commission, 'NextGenerationEU' (<https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower>

図表 4-4 SURE (上)・復興基金 (下) の EU 債発行リスト (2021 年 7 月末時点)

	発行日 (Issue Date)	受渡し日 (Payment date)	満期 (年数)	満期 (満期年月)	金額 (10億ユーロ)	注文額	Bid-Cover Ratio	利率 (%) (クーポンレート)	主幹事 (Bookrunners)
第1次発行	2020年10月20日	2020年10月27日	10年 20年	2030年10月 2040年10月	10.00 7.00	145.00 88.00	14.5 12.6	0 0.1	Barclays, BNP Paribas, Deutsche Bank, Nomura, UniCredit
第2次発行	2020年11月10日	2020年11月17日	5年 30年	2025年11月 2050年11月	8.00 6.00	105.00 70.00	13.1 11.7	0 0.3	BofA Securities, Commerzbank, Credit Agricore CIB, DZ BNAK, TD Securities
第3次発行	2020年11月24日	2020年12月1日	15年	2035年7月	8.50	114.00	13.4	0	Citigroup Global Markets Europe AG, HSBC, J.P. Morgan AG, Landesbank Baden-Württemberg, Société Générale
第4次発行	2021年1月26日	2021年2月2日	7年 30年	2028年6月 2050年11月	10.00 4.00	83.00 49.00	8.3 12.3	0 0.3	Barclays Bank Ireland, Commerzbank, Deutsche Bank, Goldman Sachs Bank Europe SE, LBBW
第5次発行	2021年3月9日	2021年3月16日	15年	2036年6月	9.00	86.00	9.6	0.2	DZ Bank, HSBC, NatWest Markets N.V., TD Securities, UniCredit
第6次発行	2021年3月23日	2021年3月30日	5年 25年	2026年3月 2046年5月	8.00 5.00	46.50 50.00	5.8 10.0	0 0.45	BNP Paribas, BofA Securities, DZ Bank, Morgan Stanley, Société Générale
第7次発行	2021年5月18日	2021年5月25日	8年 25年	2029年7月 2047年1月	8.14 6.00	40.00 33.00	4.9 5.5	0 0.75	Deutsche Bank, LBBW, Morgan Stanley, Natixis, NatWest Markets
合計発行額					89.64				

	発行日 (Issue Date)	受渡し日 (Payment date)	満期 (年数)	満期 (満期年月)	金額 (10億ユーロ)	注文額	Bid-Cover Ratio	利率 (%) (クーポンレート)	Lead Manager (Co-Lead Manager)
第1次発行	2021年6月15日	2021年6月22日	10年	2031年7月	20.00	142.00	7.1	0	BNP Paribas, DZ Bank, HSBC, IMI-Intesa Sanpaolo, Morgan Stanley, (Danske Bank), (Santander)
第2次発行	2021年6月29日	2021年7月6日	5年 30年	2026年7月 2051年7月	9.00 6.00	88.00 83.00	9.8 13.8	0 0.7	Credit Agricole, Deutsche Bank, JP Morgan, UniCredit, Goldman Sachs, (BBVA), (Erste bank)
第3次発行	2021年7月13日	2021年7月20日	20年	2041年7月	10.00	約100	約10	0.45	Barclays, BofA Securities, BNP Paribas, Citi, Commerzbank
合計発行額					45.00				

出所：欧州委員会プレスリリースより筆者作成。
注：Bid-Cover Ratio は債券発行時にどれだけの注文があったかを示す倍率で、注文額を発行額で除して表す。

(1) 発行の様式

SURE では、各国に融資する資金 943 億ユーロを市場から数回に分けて調達する。満期は 5 年から 30 年と主に長期で発行し、2020 年 10 月 20 日に満期 10 年（100 億ユーロ）と 20 年（70 億ユーロ）で、最初の SURE の EU 債が発行された。EU 債の引き受けは、在 EU の金融機関により構成されるシンジケート団が行う。2021 年 7 月現在、SURE では 7 回債券を発行し、896 億ユーロの資金を調達している。残りの約 50 億ユーロは、2022 年に EU 債を発行し、資金調達する予定である¹⁸⁵。復興基金も、7,500 億ユーロの資金を、EU が債券発行により市場から調達する。2021 年 6 月 15 日、復興基金は最初の債券発行を実施し、200 億ユーロ満期 10 年の EU 債を発行した。復興基金では、2021 年末までに合計約 800 億ユーロを、2022 年以降は 2026 年まで毎年 1,500-2,000 億ユーロの債券発行を予定している（European Commission [2021b]）。

なお、復興基金では発行額が大きく数年にかけて発行するため、これまでの EU による債券発行とは異なる手法を導入する。まず、長期債券（EU-Bonds）に加え、満期 1 年未満の短期債券（EU-Bills）を発行する。発行開始当初は SURE と同じくシ団による引き受けだが、復興基金では 2021 年 9 月から入札方式も導入する。加えて、欧州委員会はプライマリーディーラー制度を導入し、EU 債の引き受け、売出し（アンダーライター業務）を直接行う金融機関を指定している¹⁸⁶。また、発行に関する透明性、投資家への情報提供のために、欧州委員会は、その年の発行額を年ごとに、入札時期や方式、発行額や満期などの詳細な情報を半期ごとに公表する。

(2) SURE・復興基金以前に発行された EU 債との違い

EU 債は、これまでも複数のプログラムで発行されている。1 つ目は、債務危機支援枠として 2010 年に設立された、600 億ユーロの枠をもつ欧州金融安定化メカニズム（EFSM）である。先のソブリン債務危機ではアイルランドとポルトガルがこの支援を受けたが、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）と統合され、2013 年に欧州安定メカニズム（ESM）となった。現在も EFSM の既発債が流通しており、2021 年 3 月時の発行残高は 468 億ユーロである。2 つ目は、マクロ金融支援（MFA）である。これは非 EU 加盟候補国や潜在候補国への金融保証プログラムであり、債券発行残高は 57.9 億ユーロとなっている。

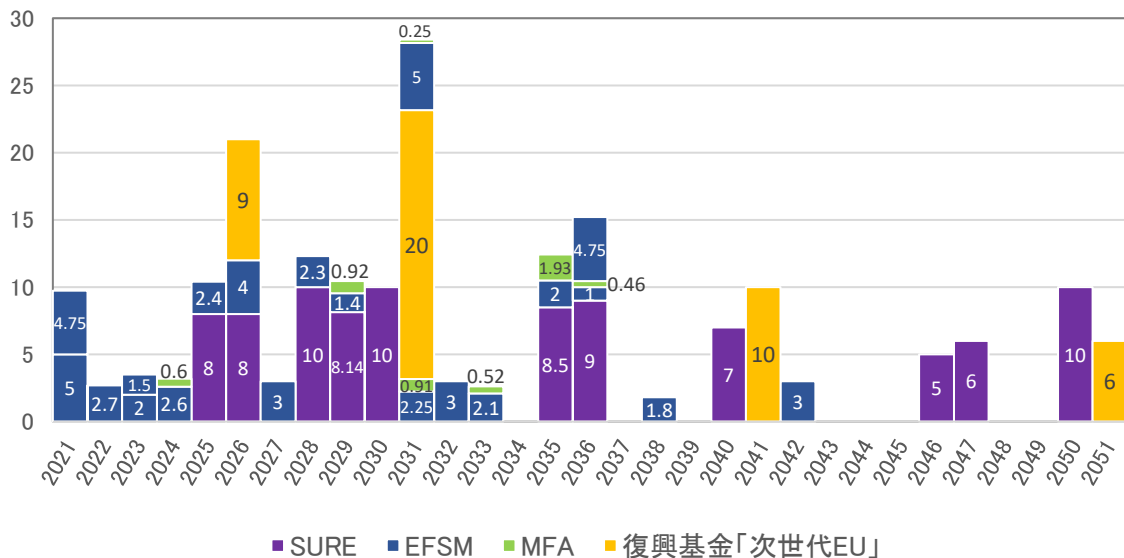
EFSF や MFA で発行された EU 債と SURE・復興基金の EU 債との最大の違いは、その発行規模である。図表 4-5 は EU 債のプログラム別の発行額を満期年別に示している。これまでのプログラムと比較して、SURE や復興基金で発行する EU 債は、その発行規模が大きく、一度の発行額にも大きな差があることが分かる。そのうえ、これまで EU 債の発行は金融支援策の資金調達が主な対象だったが、今回は雇用対策や経済成長対策にも拡大して

¹⁸⁵ European Commission, 'EU Investor Presentation: Investing EU-Bonds & EU-Bills', 5th July, 2021.

¹⁸⁶ プライマリーディーラーは、EU に本社を置く金融機関が指定され、その数は 39 行である。ドイツ（15 行）、フランス（7 行）が半数を占め、日米英金融機関の EU 子会社もみられる。

いる。

図表 4-5 EU 債の満期年別発行金額（縦軸：10 億ユーロ、2021 年 7 月末時点）



出所：欧州委員会プレゼン資料を筆者修正のうえ作成。

もう一つの大きな違いは、復興基金では、3,900 億ユーロが返済義務なしの補助金として各国に提供されることである。EU は自身の債務を自ら処理するよう法的に規定されており（TFEU 第 323 条）、EU が発行した債券は EU が債券保有者に対して償還する。SURE のような融資形式の場合、借入国は EU にその資金を返済する必要があり、つまり EU 債の償還は、各国の借入金の返済と対応している¹⁸⁷。しかし、補助金については、各国は返済不要であるため、すなわち、EU 予算を通じて返済されることになる。

このため、今期 EU 予算の拡大への対応と、EU 債の償還に必要な財源確保を目的に、理事会は 2020 年 12 月、独自財源(own resources)の拡充を決定(Council Decision 2020/2053)している。独自財源は EU の国民総所得 (GNI) の一定比率を上限とし、本来、関税など伝統的財源、各国の付加価値税 (VAT) の一部、GNI ベースの拠出金から集める。今回の理事会決定では、まず、独自財源の上限を前期 (2014-20 年) の 1.2% から 1.4% へ拡大し、さらに復興基金の資金の返済を目的に 2058 年まで GNI の最大 0.6% 分積み増すことが認められる。つまり、EU-GNI の 2% まで独自財源を拡大することが可能となる。そして、EU が徴収する税収入を拡大することでその財源を確保する。今回、リサイクルされないプラスチック包装への課税が決定したが、さらに、CO₂ の排出に関連した課税、巨大デジタル企業に

¹⁸⁷ SURE は、借入国が資金を返済できない場合に備え、各国は GNP シェアに応じて 250 億ユーロの保証金を拠出しており、この保証金を裏付けにして SURE は EU 債を発行する。返済不能に陥った際は自国拠出の保証金で EU に返済するが、それでも返済できない場合は他国の保証金を充当可能としている (SURE 規則第 11 条)。なお、SURE による融資の各国の満期は平均 14.5 年である。

対するデジタル税、金融取引税など、独自財源に充てる税収入の対象拡大も検討されている。なお、復興基金も貸付分は各国から返済することになる。ただし、それぞれの国が経済危機から完全に脱し、復興基金の投資や改革による効果が出るまでは、元本の返済を延期することも欧州委員会は検討している¹⁸⁸。

2. 過去の共同債の構想

こうして EU 債が今回発行されるが、過去にも様々な共同債の構想が提案されていた。共同債の特徴や目的は、2つの時期によって区分される。第1は、1999年のユーロ導入後である。ユーロ参加国の利回りスプレッドは収斂した一方、流動性リスクの違いによりわずかながらコストの違いが生じていた。この違いを是正し、そうして統合を一層深化することを目的に共同債が提案された。例えば Giovannini Group [2000]は、各国の為替リスクが取り除かれた一方で、各国の国債市場は発行に関する技術様式や証券決済、国債発行の規模に違いがあると指摘した。これにより流動性リスクがプレミアムとして上乗せされ、各国の国債市場の流動性や利回りスプレッドの違いとして現れ、特に高利回り国は高い国債発行コストを被る。そこで、共同債を導入すれば、高利回り国は低コストの資金調達が可能となるうえ、また、域内単一の国債市場の形成により、EUのベンチマーク資産になり得ると指摘した。

第2は、2000年代後半に発生した世界金融危機以降である。危機により、特に周辺国はデフォルトリスクにさらされて利回りスプレッドが拡大し、資金調達コストが大きく上昇した。そこで De Grauwe and Moesen [2009]は、金融危機によってユーロ圏国債市場は質への逃避が起きていることから、高利回り国が被るデフォルトリスク、流動性リスクを解消し、それらの国々が低コストで資金調達できるようにするために、共同債を発行する提案をした。その後、ギリシャを端に発してユーロ圏債務危機が発生すると、財政規律や財政ガバナンスを是正しつつ、デフォルトリスク解消による各国の借入れコスト低下を目的に、各国が債務を共同発行する構想が登場した。例えば、ベルギーのシンクタンク、ブリュッセルの研究員である Weizsacker and Delpa [2010]が2010年5月に提案した「ブルーボンド」構想が挙げられる。各国は赤字財政をファイナンスするべく国債を発行するが、政府債務がGDP比60%以内は、ユーロ圏の信用でブルーボンドとして発行し市場に提供する。一方、60%を超える分は、レッドボンドとして国債と同様に各国の利子率やリスクの下で発行される。膨大な流動性、発行残高によるブルーボンドが流通することで、利子率はドイツ国債に匹敵、またはそれ以下の水準になると期待しており、ベンチマーク資産としての効果も指摘している¹⁸⁹。この他にも、2010年12月、当時ルクセンブルグ首相のユンケルと元イタリア財務相トレモンティは E-Bond 構想を提案した。この提案では、各国はGDP比40%まで EU レベルの債務管理当局から低リスクで借入れ可能とし、当局はこの債務を見合

¹⁸⁸ European Commission [2021b], p.6.

¹⁸⁹ Weizsacker and Delpa [2011], p.2.

いに共同債 E-Bond を発行する (Juncker and Tremonti [2010])。また、高屋 [2012] は、過剰債務国に構造改革を求める見返りに債務を一部減免し、減免分をその国債の投資家に EU の債券 (欧州ブレイディ債) を提供するよう提案した。これら一連の提案は、債務を EU レベルで共有することになるが、ドイツや北欧諸国も南欧の多額の債務の共有を強いられるうえ、共同債の利回りが各国の平均となれば、ドイツなど低利回り国は資金調達コストが高くなる。それゆえ、ドイツはこのような特徴を持つ共同債の提案を反対した¹⁹⁰。

こうしたドイツなど倭約国の反発を考慮し、債務は個別のまま EU レベルの安全資産を創る共同債構想も登場した。これは、ユーロ圏債務危機の影響が次第に明らかになるにつれ、本来は無リスクで安全資産であるはずの国債が危機によって価格が下落し、そうして銀行のバランスシートが毀損した、いわゆる債務危機と銀行危機のリンクをより問題視したことも背景にある。この筆頭として Brunnermeier et al. [2011] による ESBies 構想が挙げられる。提案では、EU レベルの債務管理当局は各国から購入した国債を裏付けにし、シニア (ESBies)、ジュニア (EJBies) の2つのトランシェに分けて発行する。これにより ESBies は域内共通でデフォルトリスクを最小化した安全資産となるうえ、この方式であれば債務の共同発行にはならないと強調している。

3. ユーロ改革に向けた欧州委員会の提案と EU 債

こうした共同債構想をもとに、欧州委員会は 2017 年公表の「ユーロ深化のリフレクシオンペーパー」のなかで、ユーロ改革における金融同盟の政策として、2つの提案を出した¹⁹¹。1つは「ソブリン債担保証券 (SBBS)」である。これは、債務共同化をせずに低リスクの安全資産を提供できるメリットから ESBies 構想を採用したもので、2017-19 年間の導入を目指した。だが、法制化のため 2018 年 5 月に SBBS 規則を提案したものの、ドイツは SBBS について、共同での債務発行に今後つながるおそれがあると反対した¹⁹²。もう1つは、各国の債務を共同発行する「欧州セーフ・アセット」である。提案はあくまで構想段階だが、債務の共同化に言及した様々な共同債構想をもとに、提案を具体化していくとあり、ブルーボンド構想などを参考にすると考えられる。そのため、EU のベンチマークとしての機能や、銀行と政府債務のリンクを断ち切る効果など、これまでの共同債にも登場した様々なメリットを指摘している。しかし、この欧州セーフ・アセット提案は 2020-25 年の第2段階として、SBBS から移行する形で導入する予定だったが、当の SBBS にドイツは反対しているため、進展していない。

しかし今回、コロナ危機の経済的影響から一時的措置として EU 債が発行された。これまでの共同債構想と比較して、EU 債はどのような特徴があるだろうか。ESBies 構想や SBBS

¹⁹⁰ Reuters, 'Germany defends opposition to euro bond proposal', 14th December, 2010. (<https://www.reuters.com/article/us-eurozone-germany-bond-idUSTRE6BC35Y20101213>)

¹⁹¹ European Commission [2017b], pp.21-22.

¹⁹² Reuters, 'EU proposes new sovereign bond-backed securities, faces criticism', 24th May, 2018. (<https://www.reuters.com/article/us-eurozone-sovereign-sbbs/eu-proposes-new-sovereign-bond-backed-securities-faces-criticism-idUKKCN1IP1G2>)

は各国発行の国債を裏付けにして発行し、ブルーボンドや欧州セーフ・アセットは、各国の政府債務の一部をプールして共同債を発行する。一方、EU 債は EU 財政のもとで欧州委員会が発行する。さらに、復興基金の一部は補助金として各国に無償提供し、EU 予算をもとに債務を返済する。これまでは、倭約国の強い意向から EU 予算は財政均衡を重視し、独自財源の上限を超えないよう EU 予算の支出を策定していた¹⁹³。しかし、今回の大規模な補助金の提供は、その均衡予算を超えて EU 財政を運営することを意味する。

域内各国の財政を統合し、共通財政を構築すれば、域内の財政移転が容易となる。それゆえ、財政統合は非対称的ショックに対する強力な調整機能、すなわち、ユーロ圏内の柔軟性向上をもたらし、EMU の深化に貢献する。例えば尾上 [2014] は、ソブリン債務危機の根本的解決策として財政統合、つまり、EU での財政連邦制の導入と EU 財政の支出、EU の共通課税と共同債発行を通じた収入の拡大を求めている。それゆえ、前例のない今回の EU の取り組みを、財政統合の第一歩と捉える声もある。確かに今回の SURE と復興基金、EU 債の発行は、TFEU の救済禁止の適用除外に基づく一時的な措置であり、コロナ危機という非常事態でなされた妥協の産物である。しかし、域内の財政移転をドイツが部分的に容認し、EU 自身が債務を発行して調達した資金を EU 財政に充てることでコロナ危機の解決を試みたことは、財政統合の進展に有意義だといえよう。

第3節 EU 債は金融市場統合・通貨統合に何をもたらすのか

EU 債は EU 予算を調達するために EU が債務を発行し、EU 予算を通じて返済することに特徴がある。そのうえ、これまでにない規模での発行が予定されるため、EU 債は EU レベルのベンチマークとしての可能性も期待されている。本節は、EU 金融市場統合、通貨統合にとっての意義を明らかにするために、EU 債はベンチマークになるのかどうか、EU 債による資金調達コストの節約はどの程度かなどについて検討する¹⁹⁴。

1. ユーロ圏金融市場のベンチマーク

証券市場では様々なリターンやリスクを持つ証券が発行、流通するが、そこでベンチマークとなる資産の利回りは、資金調達者が債券の発行条件を決めたり、投資家が投資の収益性を測ったりする際の基準となる。

ユーロ圏では、為替リスクが無くなり、金利体系の起点となる政策金利も ECB によって単一になったものの、財政は分散型で、国債市場においても EU 債市場を主要国国債市場が規模において凌駕してきた。ユーロ参加国の国債利回りは、期待インフレ率、流動性リスクや信用リスクによって決定されることになるが、大規模な EU 債券市場が存在しな

¹⁹³ 尾上 [2014]、p.185。

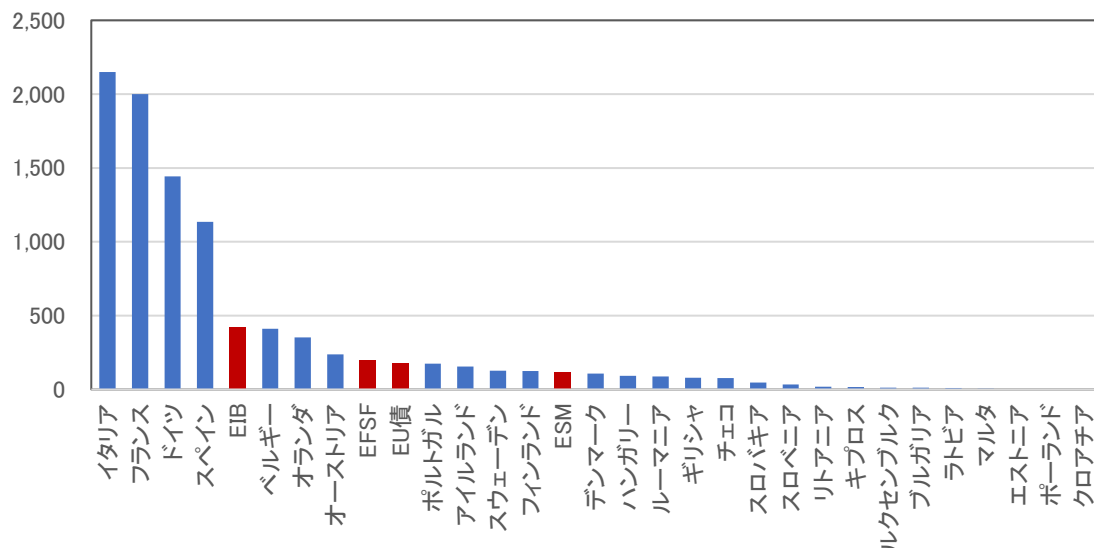
¹⁹⁴ 本節および「むすびにかえて」は、査読者のコメントから示唆を受け、主にベンチマークの議論について内容に大きな修正を施した。貴重なコメントを頂戴した査読者に、記して厚く御礼申し上げたい。

かった過去においては、インフレ率や各種リスクが域内で最も低いドイツ国債がユーロ圏を代表するベンチマークとされてきた。

一方、EU 機関が発行する債券が十分な規模に到達すれば、当該 EU 債市場は、流動性の高い安全資産として EU レベルのベンチマークになるものと期待されている。債券市場における EU レベルのベンチマークの出現をもって、ユーロ圏金融市場は価格面の統合を完成させ、既存の国民経済と同様の金利体系を備えた真の単一金融市場となるものと考えられる。EU レベルのベンチマーク資産は、ポートフォリオの域内分散に寄与するほか、クロスボーダー金融取引での担保としての役割も果たす (Lannoo and Thomadakis [2019])。

図表 4-6 EU 各国の国債発行残高

(各国・EFSF・ESM・EIB：2020 年末、EU 債：2021 年 6 月末、単位：10 億ユーロ)



出所：各国・EFSF・ESM：European Commission, European Financial Committee Sub-Committee On EU Sovereign Debt Markets、EU 債：欧州委員会プレゼン資料、EIB：EIB プレゼン資料より筆者作成。

図表 4-6 は EU 各国国債と EU 債の発行残高である。EU 債の他にも、欧州投資銀行 (EIB) など EU レベル機関が発行した債券も載せている。2021 年 6 月末時点で EU 債の発行残高は 1,818 億ユーロである。これはポルトガルを超え EU 主要国に迫る水準だが、さらに今後 7,500 億ユーロの復興基金による EU 債が発行されると、EIB を超え、スペイン国債に次ぐ市場規模になることも予想される。一方、ドイツ国債の発行残高は 1 兆 5,000 億ユーロであり、その差は大きい。発行額も 6 月までの既発行分を含め、EU 債は 2021 年に約 1,700 億ユーロを発行予定だが、ドイツは約 4,400 億ユーロの債券発行を予定している¹⁹⁵。

¹⁹⁵ Deutsche Finanzagentur [2020], 'Issuance outlook of the Federal government for 2021', Press Release, 17th December, 2020.

このように、EU 債市場は主要国に次ぐ水準にまで拡大しているものの、独仏など主要国との発行規模の差は依然大きい。一方、EU 債の流通市場を見ると、2020 年 10-11 月の EU 債取引高は過去 12 か月平均の約 20 倍に増加しており、10 年物 EU 債のビッド・アスク・スプレッドも 5-10 bp で、フランス国債と同水準の流動性を示している¹⁹⁶。とはいえ、今回の大規模発行をもってしても EU 債はドイツ国債に代わるベンチマークにはなり得ていない¹⁹⁷。

そこで以下では、ベンチマークであるドイツ国債利回りを起点に、各国国債および EU 債の利回りの動きを順に見ていくことにしたい。その前に、まず、各国国債の動きを見ていく。Corradin et al. [2021] は、2020 年のコロナ危機直後の国債市場の動きについて分析している。同論文は、2020 年のコロナ危機直後から 7 月の復興基金合意までの、ドイツ、フランス、イタリアそしてスペインにおける国債利回りのリスクプレミアムを、①期待短期金利とターム・プレミアム、②デフォルトリスク、③ユーロ離脱リスク (redenomination)、④流動性リスク、⑤セグメンテーション・プレミアムの 5 つの構成要素別に分析している¹⁹⁸。イタリアは 2020 年 2 月末から 3 月 18 日までの間に利回りが 37bp から 196bp へ上昇したが、プレミアムの内訳は、デフォルトリスクが 110bp、ユーロ離脱リスクが 29bp、流動性リスクが 15bp であった。その後、3 月 18 日の ECB による PEPP 導入の公表により、イタリアの利回りは 78bp 分低下しているが、これはデフォルトリスク (35bp)、ユーロ離脱リスク (14bp)、セグメンテーション・プレミアム (14bp) が低下したためである。スペインもイタリアと同様の利回りの動きを見せた。一方、独仏は 2020 年 1-7 月までの間、デフォルトリスク、ユーロ離脱リスク、流動性リスクに大きな変動は見られなかった。このように、イタリア・スペインと独仏の間で利回りの変動とその要因に違いがあった。

次に、同時期の EU 債の独国債との利回りスプレッド (10 年満期) を見ると、2020 年 2 月末に 30bp 弱だったが、3 月中旬に 50bp に拡大した。一方、PEPP 公表時、このスプレ

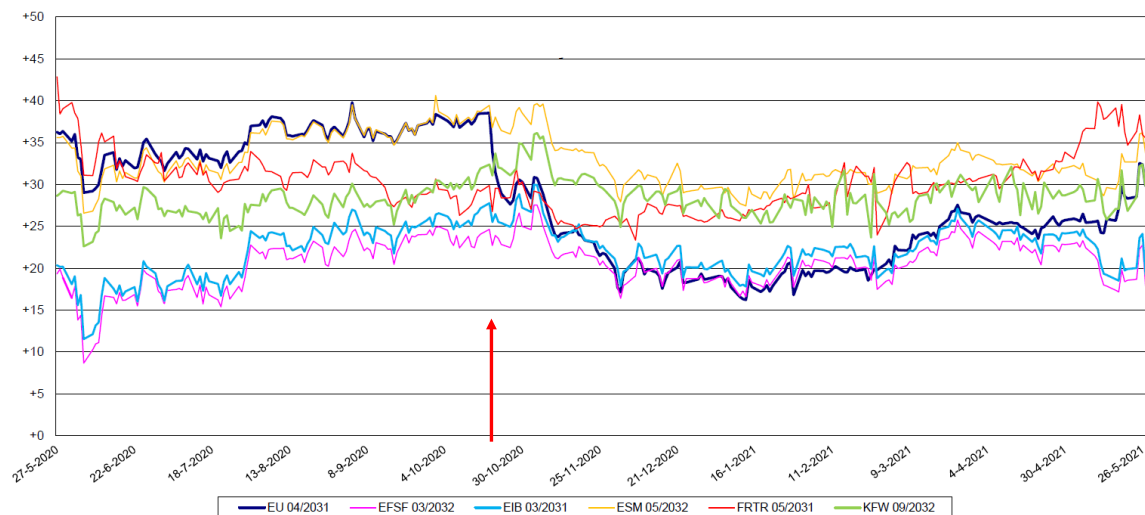
¹⁹⁶ Reuters, 'Analysis - The next 'safe' asset? EU joint bond markets spring to life', 9th December, 2020. (<https://www.reuters.com/article/uk-eu-recovery-bond-liquidity-idUKKBN28J176>)

¹⁹⁷ 投資家は EU 債が恒久的な制度ではなく、また、ユーロ崩壊のリスクがわずかにあることを理由に、EU 債ではなく独国債がユーロ圏のベンチマークの地位を当面の間保持すると評価している。だが同時に、もし完全な財政統合が実現すれば EU 債はベンチマークとして選ばれると、その可能性についても言及している (Reuters, 'Analysis: As EU preps debut recovery bond, a reality check for "safe asset" hopes', 11th June, 2021. (<https://www.reuters.com/business/eu-preps-debut-recovery-bond-reality-check-safe-asset-hopes-2021-06-11/>))。

¹⁹⁸ 各プレミアムの特徴は Corradin et al. [2021] Section1-3 を参照。この研究では、ターム・プレミアムはユーロを採用しているすべての国に上乗せされる共通のリスクとしている。その他のリスクは各国個別のもので、ユーロ離脱リスクは International Swaps and Derivatives Association が 2014 年と 2003 年に設定した 2 つの CDS (Credit Default Swap) の差から導出する。これは、補償が発生するクレジット・イベントを、2003 年版 CDS は政府の債務不履行の発生時とするが、2014 年版はさらにその政府がユーロを離脱し独自通貨で債券発行した場合を条件に加えているためである。なお、2003 年版 CDS はデフォルトリスクとして計上する。流動性リスクは、Tradeweb 社が公表する流動性指標と KFW 債のスプレッドとの平均から導出する。セグメンテーション・プレミアムは、規制障壁やホームバイアスによって EU 域内市場が各国で分断し、市場参加者が限定する結果、裁定が完全に行われず生じるプレミアムであり、上記 4 つのプレミアムの残差として現れる。

ッドは 10bp 分縮小し、7 月下旬には 30bp にスプレッドは縮小している¹⁹⁹。図表 4-7 は、2020 年 5 月 27 日から 2021 年 5 月 26 日までの期間における、10 年満期の EU レベル債券と独国債の利回りスプレッドである。図中の EU 債は前述の EFSM により発行されたものである。他にも、EFSF、ESM、EIB などの EU 機関も EU レベルの債券を発行している。なお、FRTR はフランス国債、KFW はドイツ復興金融公庫である。2020 年 10 月 20 日に EU 債が発行されると、EU 債のスプレッドは 40bp 弱から 12 月上旬に 20bp 以下へ縮小した。この水準は仏国債よりも低く、EU 債は独国債のスプレッドに最接近する債券になった。しかし、2021 年に入り、特に 5 月になると EU 債のスプレッドは上昇していることが分かる²⁰⁰。

図表 4-7 EU レベル債券と独国債の利回りスプレッド（10 年満期、単位：bp）



出所：European Commission, 'Investor Presentation', 31st May, 2021.

注：矢印は SURE により 10 年満期 EU 債が発行された 2020 年 10 月 20 日を示す。2020 年 5 月 27 日から 2021 年 5 月 26 日までの利回りで、元データは Bloomberg。各債券の数字は満期年月を示す。

今回の EU 債の発行は、新型コロナ危機に対応するための一時的なもので、その発行規模も既存の各国国債との比較でなお小さく、独国債からベンチマークの地位を奪うには至っていない²⁰¹。今後 EU 債がユーロ圏金融市場のベンチマークとして確立するためには、財

¹⁹⁹ European Commission, 'Investor Presentation', 1st March, 2021.

²⁰⁰ 2021 年 5 月中旬、コロナワクチンの接種が EU 域内で進み、景気回復の見通しが立ったことで、市場は ECB が PEPP の買い入れペースを鈍化させることを懸念したと報道されている（ロイター「欧州市場サマリー（17 日）」、2021 年 5 月 17 日（<https://jp.reuters.com/article/eu-markets-summary-idJPL3N2N448E>））。PEPP 導入時の動きと照らし合わせれば、これを反映して EU 債も利回りが上昇したことも考えられるが、2021 年 5 月以降のスプレッド拡大の理由の解明は今後の課題としたい。

²⁰¹ EU という超国家機関が発行する EU 債は、EU 全体の信用リスクの状況を反映するため、独国債よりも利回りが低くなるとは限らない。今後 EU 債がベンチマークになった場合には、ユーロ圏内の多数の国債の中から独国債がベンチマークとして選択された際の低リスク・低利回りといった基準自体が意味をなさなくなる可能性がある点には注意を要する。

政同盟の完成を含むユーロの制度改革を通じた EU レベルでの財政権限の強化・拡充や、EU 債の恒久的発行の制度化を通じた EU 債市場規模の一層の拡充が必要となろう。

2. 各国の資金調達コストの節約

EU 債の利回りは独国債よりも依然として高いとはいえ、相対的に低い水準にある。そこで EU 債が、高利回り国の資金調達コストの低下にどれだけ貢献したのか検討する。なお、資金調達コストの低下は金融市場統合・通貨統合を推進する主要な目的のひとつであり、統合の成果としてあらわれる²⁰²。

図表 4-8 SURE の融資による各国の資金調達の節約額
(2021 年 2 月の第 4 次発行（総額 535 億ユーロ）まで)

	貸付額 (10億ユーロ)	利子率の差 (国債 - EU債)	利子の節約	
			10億ユーロ	割合(%)
ベルギー	4.0	0.11%	0.098	2.4
キプロス	0.5	0.64%	0.048	10.1
ギリシャ	2.7	0.74%	0.264	9.7
スペイン	11.0	0.44%	0.850	7.7
クロアチア	0.5	1.16%	0.082	16.1
ハンガリー	0.5	2.53%	0.154	30.5
イタリア	21.0	0.98%	2.835	13.5
リトアニア	0.3	0.10%	0.005	1.8
ラトビア	0.2	0.19%	0.006	3.2
マルタ	0.1	0.63%	0.012	9.7
ポーランド	5.3	0.41%	0.355	6.7
ポルトガル	3.0	0.57%	0.242	8.1
ルーマニア	3.0	2.19%	0.824	27.5
スロベニア	1.1	0.23%	0.047	4.3
スロバキア	0.3	0.09%	0.004	1.3
合計	53.5	0.76%	5.826	10.9

出所：European Commission [2021], p.27

注：各国に貸し付けた金額の割当額とその満期を分解して、融資が実行された日の各国の国債利回りをもとに、SURE の割当相当額を各国で資金調達した場合の金額を推計する。SURE での実際の資金調達額とその差分を、節約額として算出している。利子節約の割合は、(節約分/割当額) で算出。

欧州委員会は 2021 年 3 月に EU レベルの失業対策である SURE に関する報告書を公表し、そのなかで EU 債発行により各国の資金調達コスト（利子）をどれほど節約できたか試算している。図表 4-8 は、その SURE の融資による各国政府の資金調達の節約額である。SURE では EU 債の発行毎に各国に融資されるが、報告書では、その割当額と満期で各国

²⁰² 金融統合によるコスト低下の波及プロセスについて、詳細は岩田 [2004] を参照。

が独自に資金調達したと仮定して、融資された日の各国の国債利回りをもとに利子を推計、合算し、それを SURE で実際に資金調達した利子で差し引いたものを、節約額として算出している²⁰³。これによると、2021年2月までに SURE が4回 EU 債を発行（535億ユーロ）した結果、受給国は資金調達にかかる費用を総額 58 億ユーロ節約することができた。

この効果は、SURE から資金を受給する国の国債と EU 債との利回りの差によるものである。つまり、利回りが高い南欧をはじめとした国の国債よりも EU 債の利回りは低く、結果、SURE の資金を受給する高利回り国は、低い利子率で安価に資金調達が可能となり、その資金を失業対策に充てることができた。もし財政ルールにより自国財政を動員する余地のない南欧諸国が国債を発行した場合、高金利での発行を余儀なくされるため、財政政策の自由度はさらに減り、信用リスクは一層悪化したものと考えられる。一方、EU 債による資金調達コストの低下は将来の利払いを減らし、信用リスクの上昇圧力を緩和した。このように、EU 債は、ユーロ圏内で発生した非対称的ショックを実際に吸収し緩和することに成功したのである²⁰⁴。

一方、EU 債はドイツよりも利回りが高いため、低利回り国は EU 債の資金調達では高いコストを支払うことになる。これは、ドイツがこれまで共同債の提案に反対してきた理由の一つだが、今回 EU 債の発行を認めたのは、深刻な危機を乗り越えるための一時的措置としたからである。共同財政、共同債発行はモラルハザードを引き起こし、南欧諸国の財政規律を緩めるうえ、倭約国の負担が大きくなるおそれがあるとして、倭約国はこれまでも反対してきた。そのため、今回の復興基金は一時的な措置であり、資金を受け取る際は各国に対し構造改革を求めている。恒久的な財政統合を目指すには、こうしたモラルハザードを防ぐ必要がある。例えば、ヨーロッパ・セメスターによって各国財政を協調し、そしてマクロ経済の収斂を推し進めることは、倭約国から南欧へ一方的な資金移転が起きないようにするための一つの条件として指摘できる²⁰⁵。

小括

EU のコロナ危機への対応策のなかで成立した SURE と復興基金「次世代 EU」だが、その合意までに各国の利害の衝突が繰り返された。これは、ユーロ圏の柔軟性向上を通じたマクロ経済の安定を追求する南欧諸国と、マクロ経済の収斂を通じたユーロ圏の対称性向上を追求する倭約国という、通貨統合をめぐるそれぞれのスタンスが背景にあった。このように、一連のコロナ危機対策は非常時対応のために南欧と倭約国のギリギリの妥協のもと合意されたものだが、これらの資金を調達するために欧州委員会は EU 債を発行した。

通貨統合の観点から見た場合、EU 債は、EU 財政を動員するために前例にない規模で発行された点と、この超国家的な債務の返済を EU 自身が負う点において財政統合への道を

²⁰³ European Commission [2021a], pp.26-7.

²⁰⁴ デ・グラウエ [2011]、pp.291-4.

²⁰⁵ 岩田 [2016] は、ユーロ改革の一連の取り組みにおいて域内マクロ経済の収斂を進める経済同盟の重要性について指摘している。

切り開くものであった。それは過去の共同債構想でも指摘されていた資金調達コストの低下を実際にもたらし、その額は 58 億ユーロに達した。こうして、EU 債は、コロナ危機の影響が深刻な南欧諸国をはじめとした高利回り国において信用リスクが大規模に顕在化するのを防ぐことで、ユーロ圏内に生じた非対称的ショックを実際に吸収し緩和するのに貢献した。

さらに金融市場の統合という観点から見た場合、EU 債は、ユーロ圏金融市場のベンチマークとして確立することが期待されているものの、現状ではドイツ国債にとって代わるには至っておらず、また EU 債の利回りは加盟国全体の信用リスクを反映しつつ独国債と比べて 20-30bp 程度高いレベルで推移している。またそのスプレッドも安定していない。Monteiro [2024]によれば、EU 債のスプレッドは信用リスク要因が多くを占めている²⁰⁶。スプレッドの変化は、高利回り国よりも低利回り国（蘭・墺・仏・ベルギー・フィンランド）のソブリンリスクと連動していることを指摘している。これは、①EU 債自体が低リスクのため、投資家が参照する債券も低リスクの国債であること、②ストレス時の EU 債の最終的な補償は低利回り国が受け持つと想定しているためである。

特に②の指摘は、EU 予算による財政移転の能力が EU 債の信用リスクを決定していると解釈できる。このことは、EU が債券を発行し、それを共通の予算を通じて返済するという、EU の超国家機関としての独自性により、EU 債の利回りは高利回り国よりも低くなっているとも解釈できる。EU 債の信用リスクが一層低下するためには、ユーロ改革の取り組みを通じた EU 財政の規模と権限の拡充や、EU 債の恒久的発行枠組みの構築と規模拡大が必要と考えられるが、そうした条件の考察は本研究の枠組みを大きく超えるため、今後の課題としたい。

²⁰⁶ Monteiro, D. P. [2024], “Large-scale EU issuance: 3 years on,” European Commission, *Quarterly Report on the Euro Area*, Volume 22, No 4 (2023), February, pp.37-53.

第5章 資本市場同盟（CMU）とEU株式市場

はじめに

本章では、EU が実施している資本市場活性化策「資本市場同盟」（CMU）について、EU の株式市場に着目し、当該市場の動向や統合度の考察を通じ、CMU の今後の実現可能性や課題を検討する。

一連の金融危機以降、EU（欧州委員会）では2014年11月、経済成長を目的にEU域内の資本市場の活性化、再編を促す政策「資本市場同盟」（CMU: Capital Markets Union）を立ち上げた。ユーロの機能強化への期待もあり、CMU は金融制度改革の主要政策の1つとして推し進められているものの、立ち上げから約10年経った2024年9月時点でも、未だ完成していない。

とはいえ、デジタル化や欧州グリーンディール、さらにはロシアのウクライナ侵攻による地政学的リスクの悪化に対応した安全保障の強化を推し進めているEUでは、これらの必要資金を確保する手段として資本市場に活路を見出そうとしている²⁰⁷。なお、CMU は資本市場の多様な側面に取り組んでいる。しかし、欧州委員会が2020年に公表したCMU『新行動計画』では、EUでは公開株式市場での資金調達は限定的なままであると、株式市場の活性化の重要性について強調している²⁰⁸。

そのうえ、CMU『新行動計画』では、域内単一の資本市場の完成を目指す施策も提案しているが、その目的として、資本市場の規模が小さな国の市場活性化を促して、国外からのクロスボーダー投資を呼び込むことを挙げている²⁰⁹。したがって、立ち上げから10年経った今日でも、CMUを検討すること、そのなかでも株式市場を金融統合の側面から検討する意義は大きい。

なお、CMUに関する先行研究は散見されるものの、依然として未完成の政策であるため、CMUのこれまでの取り組みを状況整理した文献や、制度完成に向けた課題を考察する文献（Lannoo and Thomadakis [2019]、Véron [2024]、神江 [2023]、佐藤 [2023]）が中心である。その一方で、上記のようにCMUにおいて株式市場に着目する意義は大きいにもかかわらず、EU域内の株式発行・流通市場や株式市場統合の現状を把握したうえでCMUと関連づけた研究は少ない。したがって、株式市場の動向や統合度の考察を通じ、CMU完成に残された課題を検討する必要がある。

以上を解明するために、本章ではEU株式市場を金融統合の観点から検討・考察を行う。具体的には、EU株式市場の統合度について、数量と価格の両面から検討する。株式市場の統合度は具体的に、数量面では域内クロスボーダー株式取引の程度や金融機関の域内展開

²⁰⁷ Financial Times [2024], “EU leaders set to revive capital markets union plan in search for defence funding,” 16th April. (<https://www.ft.com/content/61bfe5dd-ee59-428f-886a-db15364018c6>, 最終閲覧日：2024年9月13日)

²⁰⁸ European Commission [2020e], p.7.

²⁰⁹ *Ibid.*, p.5.

を通じて、他方、価格面では域内の株式リターンの収斂状況などを通じて、検討する。データは、EU が公表している『Overview of CMU Indicators』や ECB の『ユーロ圏の金融統合と金融構造』などの報告書を中心に用いて検討する。

他方、EU 株式市場の特徴については、欧州証券取引所連盟（FESE: Federation of European Securities Exchanges）や各証券取引所が公表するデータの他、EU や ECB 等の公的機関や民間研究機関の報告書等を用い、市場規模や発行・流通市場の動向を EU 全体および各国レベルの双方で考察し把握する。とりわけ、欧州委員会が Oxera との共同研究を行い 2020 年に公表した報告書『EU の株式発行・流通市場』を中心に見ていく。その他、各種報道資料を用いて議論を補完する。

本章の構成は以下の通りである。第 1 節では、CMU について、立ち上げの背景とこれまでの取り組みを概観し、CMU の特徴や EU 経済および経済通貨同盟（EMU）深化への意義をみていく。第 2 節では、EU 株式市場の動向について、各国の市場規模や発行・流通市場より EU 株式市場の特徴を把握する。第 3 節では、EU 株式市場の統合度を数量・価格の両面で測定する。以上を踏まえ、結論として EU の資本市場の統合、活性化を目指す CMU の展望と課題についてまとめた。

なお、世界金融危機以降、EU 金融システムではノンバンク金融仲介機関（NBFI）の地位が相対的に向上している。EU は CMU 立ち上げ当初から、保険会社や年金基金、投資ファンドなどの機関投資家が株式市場の強化や域内クロスボーダー投資に果たす役割に注目していた²¹⁰。本章では補論として、NBFI による投資に着目し、それぞれが EU 株式市場に果たしている役割を考察する²¹¹。

第 1 節 資本市場同盟（CMU）構想の背景とこれまでの展開

1. なぜ CMU は必要となったのか²¹²

市場統合・通貨統合を果たした EU では金融市場も高度に統合し、域内経済は成長を享受していた。しかし、2008 年の世界金融危機、その後 2010 年以降に本格化したユーロ圏債務危機を受け、域内金融市場は分断し、経済成長も鈍化した。一連の金融危機が EU 銀行業に深刻な打撃を与えると、銀行による実体経済への資金提供が鈍化した。図表 5-1 はユーロ圏一般企業の資金調達フロー（四半期）について、金融取引表のデータから見たものである。2000 年代前半、ユーロ圏企業部門の四半期ごとの借入額はおよそ 1,000 億ユーロ前後を推移し、その後 2006 年以降に 2,000 億ユーロへと増加した。しかし、世界金融危機が激発した 2008 年以降、借入による資金調達は急減し、マイナス（返済＞借入）に転じた。その後やや回復したものの、ユーロ圏債務危機が深刻化すると、2012 年に企業の銀行借入は再びマイナスとなった。一方で、金融危機発生の前後を比較しても、企業は社債や上場株式

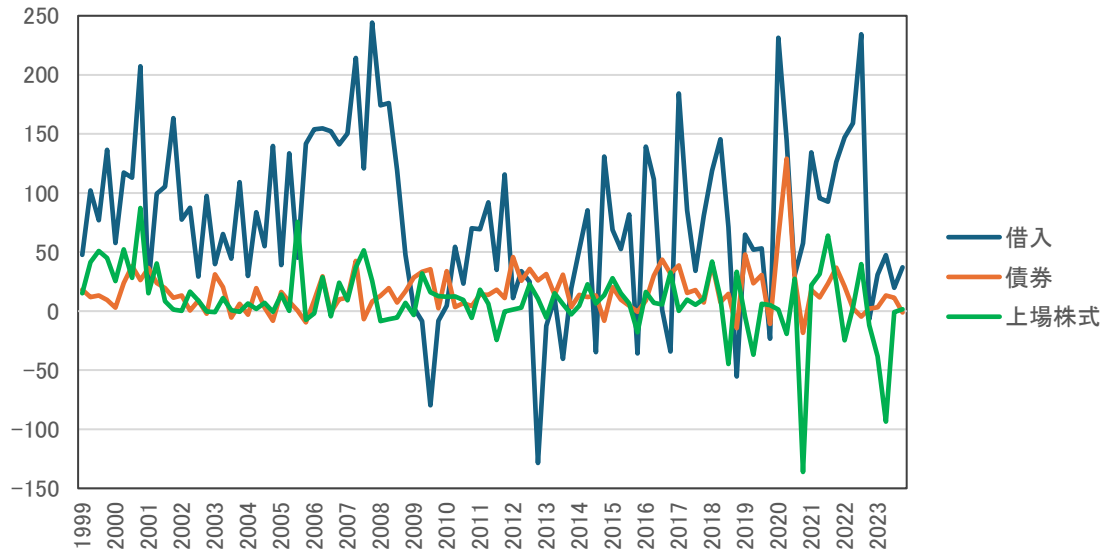
²¹⁰ European Commission [2015b], p.20.

²¹¹ 「ノンバンク金融仲介機関」（NBFI: Non-Bank Financial Intermediaries）は、序章でも示した通り、年金・保険会社、投資ファンド（non-MMF）、その他の金融機関（OFIs）の総称である。

²¹² 本節の記述は、主に松下 [2018]、第 1 章、第 2 章に依拠している。

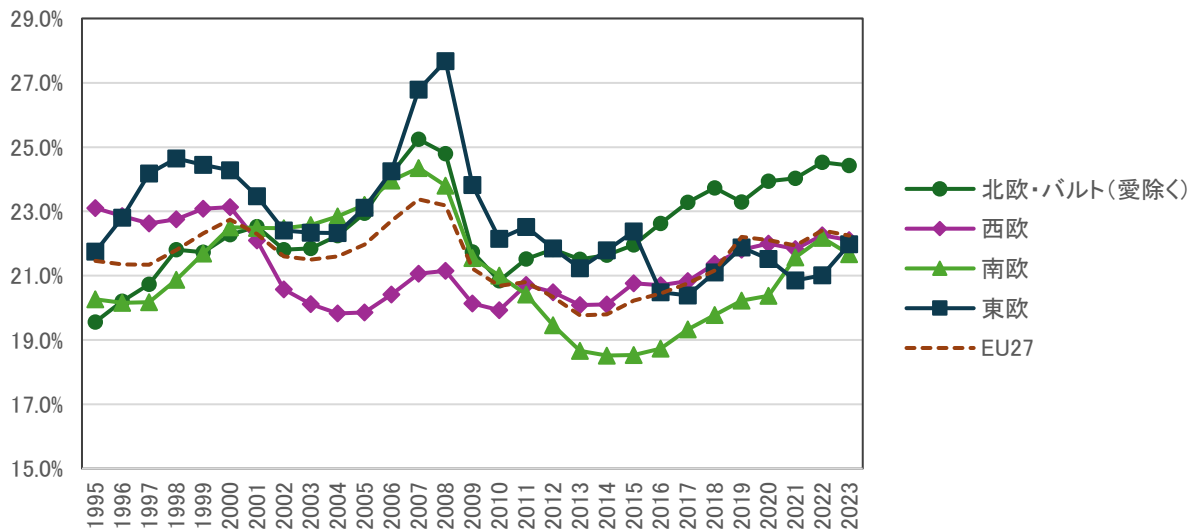
のように市場からの資金調達を増やしていない。

図表 5-1 ユーロ圏企業部門の資金調達フロー（10 億ユーロ）



出所：Eurostat の金融取引表データより筆者作成。

図表 5-2 地域別の総固定資本形成（GDP 比）



出所：Eurostat より筆者作成。

注：各地域の構成国は図表 1-8 と同じだが、北欧・バルトのうちアイルランドは GDP 比で 50%前後の数値を複数計上しており、地域全体の数値に大きく影響を及ぼすため除外している。

このように、EU・ユーロ圏の企業は銀行借入に依存しており、銀行に大きな影響を及ぼした金融危機は EU 企業（特に中小企業）の資金繰りに打撃を与えた結果、实体经济の低迷

をもたらした。図表 5-2 は EU 域内の総固定資本形成（GDP 比）を地域別に見たものである（地域の区分けは第 1 章の図表 1-8 を参照）。2000 年代前半、西欧を除く地域で実物投資の増加がみられたものの、2008 年以降、急激に投資は縮小している。ユーロ圏債務危機の震源でもあった南欧では、世界金融危機前に GDP 比で 24.4% あった実物投資が、2012 年以降 19% を割り込むまで低下し、その後も金融危機以前の水準を回復していない。

一連の金融危機により、EU では銀行市場の混乱が資金調達コストの上昇という問題に直面し、その打開が求められた。そこで、銀行を補完する資金調達手段として着目されたのが資本市場である。EU 域内の資本市場を統合することで、より広範な社会から資金調達が可能とする資本市場の形成、活性化が要請された。EU 内で単一資本市場が整備（資本市場統合）されることにより、資本市場は一国レベルから EU レベルに拡張されるため、域内の企業は国外の投資家から資金調達が可能となる。企業の資金調達コストは低下し、その結果、実物投資の拡大を受けて域内経済は成長する。

なお、EU 域内で資本市場の活性化が必要だとする指摘は金融危機以前にも見られていた。例えば、Hartmann et al. [2007] は、単一金融市場と経済成長の関係を分析するうえで、EU と米国の資本市場に着目している。そこでは、資本市場が十分発展している米国は、資本市場の発展が不十分な EU よりも実物経済の生産性が高いことを明らかにした。したがって、EU では一層の金融統合を通じて資本市場を発展させる必要があることを指摘している。さらに金融危機以降は、Pagano and Langfeld [2016] をはじめ、金融安定性からの視点からも、銀行中心の金融システムの問題点を指摘し、EU における資本市場の発展を支持する声が高まった。このように、EU では「銀行からの資金調達への高い依存度を減らす」ために、域内資本市場の発展が求められた²¹³。

その上、資本市場統合はユーロの強化の面からも要請されることとなった²¹⁴。資本市場活性化による企業の実物投資の増加は域内の経済成長に寄与する。こうして各国のマクロ経済が収斂する結果、通貨圏内の対称性が向上する。他方、投資家は国別の分散投資が容易となるため、資金配分の効率性が向上する。このことは、投資のリターン増加をもたらすうえ、単一通貨圏内の「リスク共有機能」を高めることになる。リスク共有機能とは、域内の非対称的ショックの調整を容易にする機能を指し、資本市場の場合、域内で分散投資が活発となれば、この機能は向上する。これは、特定国で不況に陥って株価が下落したとしても、その他の国が好況で株価が上昇すれば、両国の株式を保有する投資家は損失を受けずに済むからである。すなわち、域内資本市場の形成によりリスク共有機能が向上する結果、通貨圏内の柔軟性は向上する。

CMU による実物経済への貢献とユーロの強化の効果への期待から、2015 年 6 月に EU が EMU 完成のロードマップとして公表した『5 賢人報告』でも、CMU は銀行同盟と双壁

²¹³ 欧州委員会委員長に立候補していたジャン＝クロード・ユンケル氏の 2014 年 7 月 14 日のスピーチより。（https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_14_546）

²¹⁴ 松下 [2018]、pp.74-75。

をなす、金融同盟の重要政策として掲げられることになった。しかし、上述の通り、CMUはEU単一の資本市場を形成し、最終的にEU全体の実体経済の成長を目的とする市場統合の政策であり、ユーロ圏内の域内マクロ経済の安定化を目指す通貨統合とは論理が異なる。したがって、CMUが通貨統合の強化にもたらす一連の効果は、あくまで資本市場統合を果たすことで得られる副次的なものであるといえよう。

2. CMU 立ち上げからこれまでの展開

2014年11月、ジャン=クロード・ユンケルが委員長に就任した欧州委員会のもとで、5,000億ユーロ超のEU域内投資を目指す欧州投資計画の一環として、CMUの構想が公表された²¹⁵。翌15年9月、EU（欧州委員会）はCMUの『行動計画』（Action Plan）を公表し、域内資本市場の形成、活性化に向けて行動を開始した²¹⁶。その後2017年6月には、欧州委員会はCMUの進捗状況と『行動計画』の内容見直しを盛り込んだ『中間報告』（Mid-term Review）を公表した²¹⁷。『中間報告』では、以下の7つの大枠の目標をもとに38の施策が提案された。

1. イノベーション・スタートアップ・非上場企業向け資金調達
ベンチャー投資ファンドの投資可能額拡大、FinTechを活用した投資の推進など。
2. 企業の公開市場での資金調達容易化
目論見書の簡素化、債務に対する税優遇の是正を通じた株式発行の促進など。
3. 長期投資・インフラ投資・持続的投資の促進
保険会社によるインフラ・長期投資促進のためのソルベンシー要件改正など。
4. リテール投資の養成
EUレベルで基準化された個人年金商品の整備など。
5. より広範に経済を支援するための銀行の機能強化
証券化市場の再生、カバード債の基準・要件の統一など。
6. 国境を越えた投資の促進
事業者の破産手続き、源泉徴収などの税制の調和や、証券取引の清算・決済インフラの整備などを通じ、国境を越えた投資を妨げる障壁を除去。
7. 資本市場のキャパシティ強化
欧州証券市場監督機構（ESMA）による資本市場の監督強化など。

『行動計画』では上記1-6の目標が掲げられ、その後『中間報告』では「7. 資本市場のキャパシティ強化」が新たに追加された。ESMAによる監督権限の強化は、『中間報告』に

²¹⁵ CMU構想の発表（2014年11月）から『中間報告』（2016年6月）までのCMUの詳細は、松下[2018]、pp.28-47参照。

²¹⁶ European Commission [2015b].

²¹⁷ European Commission [2017f],

において「CMU が市場統合を加速し、金融事業者及び投資家に対し単一市場によって生じる利益獲得の機会を生み出す中心的な役割をもたらす」と、その重要性を指摘している²¹⁸。また、資本市場における単一規則書の一貫した適用を EU レベルで着実に履行するために、ESMA の権限拡大が必要であると EU は述べている。したがって、CMU が提示する資本市場のキャパシティ強化は、EU がより調和したルールの適用、すなわち統合の深化を通じて、資本市場統合を推し進めようとすることを意味している。世界金融危機を受けて、EU では EU レベルの金融監督の整備や、最低限調和からより調和した法制度への移行など、一連の危機によって直面した課題を EU の権限強化を通じ、その克服を試みた。この統合深化の論理は、金融危機終息後、低成長に直面している EU が経済成長を図るためにも適用されている。

しかし、CMU の施策は広範で多様なこともあり、CMU は目標通りに完成へと進まなかった。EU は 2019 年 11 月、CMU に関するハイレベルフォーラムを開催し、CMU の完成に残された課題を取りまとめ、翌 20 年 9 月に『新行動計画』(new action plan) を公表した。コロナ禍で低迷した EU 経済の復興や欧州グリーンディールの推進、デジタル化への移行などの課題から、CMU による単一資本市場形成の必要性を再確認したうえで、CMU の完成に向けた 16 の重要施策を掲げている。図表 5-3 は『新行動計画』で提案された施策の一覧である。これまでの CMU の施策は多様な分野で実施されており、政策全体としての意義が掴みづらいものであったが、『新行動計画』で公表された施策は、3 つの大枠に集約されている。

CMU は以上の通り、数度のアップデートを経ながら、その完成に向けた取り組みを進めている。図表 5-4 および図表 5-5 は、これまでに立法提案された CMU の施策とその法案の成立状況である。2024 年 9 月までに、CMU では 19 分野で立法提案がなされ、そのうち 13 件が EU 法として制度化されている。整備された EU 法には規則 (regulation) も多く、EU がより調和した制度を通じて統合を進める姿勢がみられる。一方、企業の破産法制など『行動計画』から掲げられるも未だ法制化されていない提案もみられ、CMU の完成には依然時間を要することが予想される。

とはいえ、EU 域内資本市場の拡大は、依然として EU 統合における重要課題である。CMU 立ち上げから 10 年目を迎えた 2024 年 3 月、ユーログループ (ユーロ圏各国財務相会合) は、EU 機関や各国政府が注力すべき課題を盛り込んだ声明「CMU の将来」を公表した²¹⁹。翌 4 月に開催された臨時欧州理事会でも CMU の必要性を強調しており、真に統合された EU 資本市場形成のために必要な施策を提示している²²⁰。そこで提示された施策

²¹⁸ *Ibid.*, p.10.

²¹⁹ Council of the EU [2024], “Statement of the Eurogroup in inclusive format on the future of Capital Markets Union,” 11th March, (<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/03/11/statement-of-the-eurogroup-in-inclusive-format-on-the-future-of-capital-markets-union/pdf/>, 最終閲覧日：2024 年 9 月 14 日)。

²²⁰ European Council [2024], “Special European Council, 17-18 April 2024: Main results,” 24th April. (<https://www.consilium.europa.eu/en/meetings/european-council/2024/04/17-18/>, 最終閲覧日：2024 年

第5章

として、企業の破産法の調和や証券化市場の再始動、国境を越えて所有可能な個人向け貯蓄商品の導入・開発、個人の金融リテラシーの強化、EU 全域の資本市場監督の収斂と効率化などが挙げられる。

図表 5-3 CMU『新行動計画』で提案された施策

		立法提案等の実施時期
1. グリーンで、デジタルで、包摂的かつ強靱な経済回復を支援するための、企業による 資金調達容易化に向けた諸施策		
1	投資家向けにEUレベルでのプラットフォーム（欧州単一アクセスポイント）を設置し、企業の財務情報およびサステナビリティ関連情報へのシームレスなアクセスを提供。	2021年Q3に立法提案
2	規模の小さい革新的企業の資金調達を促進し、また調達手段を多様化するために、公開市場への上場規制を簡素化。	
3	スマートで持続可能で包摂的な成長に貢献する企業やインフラ計画への長期的な資金提供のため、欧州長期投資基金（ELTIF）に係る法枠組みを見直し。	2021年Q3までにELTIF規則の見直し
4	金融安定性や保険契約者保護の水準を損うことなく、保険会社が長期投資を行う際の規制上の障害を除去。同様に、銀行がSMEに対して長期の株式投資を行う際の監督上の扱いを適正化。さらに、銀行および他の金融機関によるマーケットメイク業務を促進することが可能かどうかについて検討。	2021年Q3にソルベンシーII見直し、2021年Q1にCRR/CRD見直し
5	銀行が、与信審査を通過できなかった中小企業に対して、代替的資金調達手段の提供者に取り次ぐことを要件として課すことのメリットや実行可能性について事前評価。	
6	EUの証券化市場拡大に向け、証券化に係る現行の規制枠組みを見直し、銀行によるEU域内企業、とりわけ中小企業への信用供与を促進。	
2. EUを個人が貯蓄をより安全に長期投資に振り向けることができる地域に		
7	欧州金融リテラシー・フレームワークの展開に関する評価を実施。EU構成国に対して、とりわけ責任投資および長期投資に関する金融リテラシー向上のための学習支援システム導入を求める可能性について評価。	
8	①投資勧誘やディスクロージャーに適用されている規制を評価し、必要に応じて、個人投資家が公平な助言や金融商品に係る明確で比較可能な情報を入手できるよう既存の法的枠組みを修正。②適切なセーフガードのもと、経験豊富な個人投資家に提供される過剰な情報の削減方法について提案。③EUにおけるファイナンシャル・アドバイザー職の認定レベルを向上させ、欧州全域に適用するフィナンシャル・アドバイザー資格を設けることが可能か評価。	IDD、MiFID II、PRIIPSの見直し（2022年Q1）、MiFID II改正の提案（2021年Q4-2022年Q2）
9	①年金ダッシュボードの発展を通じて、EU構成国における年金制度の給付十分性（adequacy）に関するモニタリング機能向上。②個々の欧州市民の年金記録システムに係るベストプラクティスの展開。③年金の自動加入制度を分析する研究を開始し、企業年金制度への加入を促す他の実例について分析することで、EU構成国におけるベストプラクティスを展開。	
3. 各国の資本市場を真の単一市場へと統合		
10	クロスボーダーの投資を行う投資家にとってのコストを低減し、脱税を回避するための、共通で標準化されたEUレベルの源泉課税控除手続き。	
11	破綻処理手続きの結果をより予測可能とするために、企業の破産法の一部規定に関して、最低限調和または収斂強化に向けた（EU法もしくはその他の手段による）各種の取組みを強化。債権回収に係る各国の手続きの実効性について定期的な査定を可能とするため、報告データの拡充を欧州銀行監督局/機構（EBA）とともに検討。	ソルベンシーII改正の場合は2022年Q4までに立法提案
12	投資家のクロスボーダーでの関与を促進するため、EUレベルで「株主」に関する定義を共通化し、投資家・仲介業者・発行者の相互関係を定める諸規則についても一層の明確化・調和化。本分野のデジタル化を妨げる各国の障壁についても検討。	
13	EUにおけるクロスボーダーでの決済（settlement）サービス提供の改善に向けて規則の修正を検討。	2021年Q4までにCSDの見直し
14	株式や株式に類似する金融商品に係る、約定後の効率的で包括的な統合テブの創出。	2021年Q4。法改正も視野。
15	EUにおけるクロスボーダー投資に関する投資家保護の強化と円滑化枠組みを提案。	
16	資本市場に係る単一ルールブックの強化に向けて、EU規制の一層の調和の必要性について評価し、監督分野の域内収斂の進展に関してモニターを実施。2021年第4四半期に現況を確認したうえで、監督機関相互の協力強化もしくは欧州監督（当）局（ESAs）による直接的監督に向けた諸措置について検討。EU資本市場の規制・監督にとってワイヤーカード社の破綻事例がもつ含意を慎重に評価し、EUの法的枠組みにとって何らかの不備が特定された場合には修正。	

出所：European Commission [2020e]より筆者作成。

第 5 章

図表 5-4 CMU『行動計画』から『新行動計画』までに立法提案された施策一覧

『新行動計画』の公表以前に立法提案されたCMUの取り組み		
1 シンプルで透明で基準化された証券化	投資機会を拡張し、EUの家計や企業への貸付を増やす。	
	証券化規則 (Regulation 2017/2402) を定めて、シンプルで透明性が高く、基準化された (STS) 証券化の条件を規定。信用機関および証券会社の健全性要件の規制 (資本要件規則 (CRR) Regulation (EU) 2017/2401) を改正 (Regulation 2017/2401) し、STS証券化商品の資本要件をよりリスクセンシティブに規定。	2017年12月公布
2 目論見書規則	企業 (特に中小企業) の金融市場へのアクセスを促す。	
	目論見書規則 (Regulation (EU) 2017/1129) を採択し、中小企業向けに簡易要件の目論見書の導入、増資要件の簡略化、投資家向けに目論見書情報のサマリー提供。	2017年6月公布
3 ベンチャーキャピタル・ファンド規則 (EuVECA)、社会アントレプレナーシップ・ファンド規則 (EuSEF)、UCITSとAIFMに関する規制	EUでのベンチャーキャピタルや社会投資を促し、負担となるような要件を取り除き各国バラバラのルールを調和することで、証券会社のクロスボーダー展開を促す。	
	投資ファンドの域内クロスボーダー展開を促すため、各国国内要件の透明性改善や各国規則の調和を目的に、EuVECA規則・EuSEF規則の改正 (Regulation (EU) 2019/1156) する規則、およびUCITS指令・AIFM指令の改正 (Directive (EU) 2019/1160) する指令の提案を採択。	2018年3月採択
4 汎欧州個人年金商品 (PEPP)	退職後の貯蓄により多様でより良い選択肢市民に提供する。	
	汎欧州個人年金商品規則 (Regulation 2019/1238) を導入し、EUレベルでの個人年金市場の構築を後押し。	2019年6月公布
5 カバード債	実体経済を支援するような長期の資金調達手段を銀行に提供する。	
	カバード債の要件や基準を定めた指令の制定、銀行の資金調達としてカバード債の利用を促進するために、資本要件規則 (CRR) を一部修正する規則を提案。2019年4月に欧州議会の採択を受け、同年11月、指令 (Directive (EU) 2019/2162) および規則 (Regulation (EU) 2019/2160) が公布。	2019年11月公布
6 クラウドファンディング	革新的な形態の資金調達手段へのスタートアップ企業によるアクセスを向上させ、同時に投資家保護も維持する。	
	クラウドファンディングによる資金調達を促すために、クラウドファンディングのプラットフォーム向けの単一パスポートを適用した、クラウドファンディング・サービスプロバイダー規則 (Regulation (EU) 2020/1503) を制定。	2020年11月公布
7 証券会社の見直し	大規模でシステミックな金融機関の間でのレベル・プレイング・フィールドを確立しつつ小規模 機関にはより簡易なルールを導入する。	
	証券会社の健全性ルールについて見直す立法措置を2019年4月に承認。2021年6月、投資会社規制 (Regulation (EU) 2019/2033) および指令 (Directive (EU) 2019/2034) が公布。	2021年6月公布
8 企業再生、事業継続の手続き効率化	誠意ある起業家にはセカンドチャンスを提供し、資金繰りが困難に陥っているも存続可能な企業に効率的な再建 (リストラクチャ) を促す。	
	再建とセカンドチャンスのための指令を採択。	2019年6月採択
9 SMEグロース・マーケットの奨励	資本市場へアクセスしようとしている中小企業にとって煩雑な手続きを簡素化する。	
	SMEグロース・マーケットの利用拡大、多角的取引システム (MTF) の登録を促すために、市場乱用防止規則と目論見書規則、MiFID IIを一部修正するための規則を2019年4月に承認。同年11月、SME上場規則 (Regulation (EU) 2019/2115) を交付。	2019年11月公布
10 権利譲渡に関する第三者効果	権利がクロスボーダーで譲渡された場合、第三者効果に対して適用される国内法の法的な確実性を高める。	
	権利譲渡の域内ルールが不透明なことで生じる債券価格の値付けの難しさなどを解消するために、権利譲渡の第三者効果に関する共通のルールを提案。	2018年3月提案
11 欧州監督機構 (ESA) の見直し	マネーロンダリングやテロ資金を含め、監督の収斂や監督実施の強化をする。	
	反マネーロンダリングにおけるEBAの監督を強化するためにEBAの設立に関する規則の改正を提案。	2018年9月提案
12 欧州市場インフラ規則 (EMIR)	EUの監督枠組みが、EUの顧客にサービスを提供するEU内または域外の中央精算機関 (CCP) から生じるリスクを 効果的に予測し軽減する。	
	中央精算機関 (CCPs) へのより強固で効率的な監督を実施するために、EMIRの一部修正を2019年3月に合意。同年5月、規則 (Regulation (EU) 2019/834) が公布。	2019年5月公布

出所 : "Legislative measures taken so far to build a CMU" (https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/legislative-measures-taken-so-far-build-cmu_en、最終閲覧日、2024 年 9 月 15 日) より筆者作成。

図表 5-5 CMU『新行動計画』以降に立法提案された施策

新行動計画(2020年)以降に立法提案されたCMUの取り組み			
2021年 CMUパッケージ	欧州単一アクセスポイント(ESAP)の整備		
	・ EUの企業や投資商品に関する公開情報にアクセス可能なプラットフォームの設立を要請。	企業情報の透明性向上を通じた国境を越えた投資の促進のために、欧州委員会は2021年11月、ESAP構築のための指令と規則を提案。2023年5月、欧州理事会と欧主議会の承認を受け、同年12月にESAP指令(Directive (EU) 2023/2864)および規則(Regulation (EU) 2023/2859)が公布。	2023年12月公布
	欧州長期投資ファンド(ELTIFs)規則の見直し		
	・ ELTIFsが投資可能な資産の範囲の拡張、個人投資家のELTIFsでの資産運用の容易化を通じ、EU域内での長期投資を促進。	2021年11月、欧州委員会はELTIF規則の一部修正案を提案。2023年3月に欧州理事会で合意し、修正規則(Regulation (EU) 2023/606)が公布。	2023年3月公布
	オルタナティブ投資ファンドマネージャー指令(AIFMD)の見直し		
	・ プライベート・クレジット・ファンド(loan origination)の要件を調和。金融安定性のリスク緩和、投資家保護の適切なレベルの確保のための要件を追加し、実体経済への与信を促進。	2021年11月、欧州委員会はAIFMD指令の一部修正案を提案。2024年2月に欧州理事会が提案を採択し、翌3月に指令(Directive (EU) 2024/927)が公布。	2024年3月公布
2022年 CMUパッケージ	EUレベルの「統合テーブル」の設立		
	・ 様々な取引所にある金融商品の取引データを単一のデータベースで公開する「統合テーブル提供者」の要件を規定。取引データの透明性向上により、国境を越えた投資を促進。	2021年11月、欧州委員会は金融商品市場規則(MiFIR)および指令(MiFID)の一部修正案を提案。2024年2月に欧州理事会で採択。同月、規則(Regulation (EU) 2024/791)と指令(Directive (EU) 2024/790)が交付。	2024年2月公布
	EU域内での中央清算機関(CCP)の発展		
	・ 第三国のCCPへの現在の過度の依存から脱し、EUのオープンな戦略的自治と金融安定性の維持を支持する、魅力的で回復力のある証券清算サービスの構築。	市場参加者に対し、特定のデリバティブ契約の一部はEU域内のCCPに開設した口座を通じて清算することを義務づけるため、2022年12月、欧州委員会はEMIRやCRR等の一部修正を実施する規則・指令を提案。2024年2月、欧州理事会と欧州議会で暫定的に承認。	2024年2月承認
	企業の破産手続き		
	・ 特定の企業破産のルールを調和することで、国境を越えた投資の効率化、促進を図る。	破産企業の債権回収の最大化、破産処理の効率化のために、欧州委員会は2022年12月、企業破産の特定分野を調和するための指令を提案。	2022年12月提案
CMUパッケージ	企業の上場時の手続き簡素化		
	・ 企業(特に中小企業)の上場時の事務負担を緩和することや、創業者が上場後も経営権を維持できることで、証券取引所での上場による資金調達を容易にする。	上場時・上場後の情報開示義務の緩和や複数議決権株式の発行を認めるために、欧州委員会は目論見書規則、市場乱用規則、MiFID・MiFIRを一部修正する規則・指令を提案。2024年2月、欧州理事会と欧州議会は提案を暫定的に承認。	2024年2月承認

出 所：欧州委員会 HP（https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en、最終閲覧日：2024年9月15日）より筆者作成。

3. CMUにおけるEU株式市場の意義

これまでのCMUの施策は多様な分野で実施されており、政策全体としての意義が掴みづらいものであったが、『新行動計画』で公表された施策は、3つの大枠に集約されている。

まず、第1に「グリーンで、デジタルで、包摂的かつ強靱な経済回復を支援するための、企業による資金調達容易化に向けた諸施策」では、企業が十分に資金調達（特に上場株式市場）可能とするための施策が提案されている。例えば、株式上場の手続き簡素化や、与信審査が通らなかった企業に対して銀行が代替的な資金調達手段を紹介するよう推し進めてい

くことが提案されている。また、国境を越えた投資家に対する企業情報の透明性向上のための施策として、企業の財務情報等を EU 単一のプラットフォームからアクセス可能な「欧州単一アクセスポイント」を提案している。第2に、「EU を個人が貯蓄をより安全に長期投資に振り向けることができる地域に」向けた提案では、個人の金融リテラシー向上、個人投資の養成、年金での資産運用の促進を目的とした施策が挙げられる。

これらは資金調達（企業）と資金運用（個人含む投資家）の両面で市場型金融システムのための制度を構築する取り組みである。なお、CMU は EU 全体で市場型金融システムへの移行を目指すための施策ではないことに留意されたい。EU も、銀行と資本市場は相補関係にあり、各国の金融構造は、経済の発展段階や企業・家計の金融へのニーズなど各国固有の要因を所与に規定される、という立場をとっている²²¹。

なお、CMU は株式市場や社債市場に加え、銀行の長期貸出の環境改善に向けた施策が提案するなど、資本市場の活性化に向けた取り組みを多様な側面で実施している。しかし、欧州委員会が2020年に公表した CMU『新行動計画』によると、「近年企業では、債券と未公開株式による資金調達が銀行借入を補完する重要な役割を果たしている。……（中略）……それでもなお、公開株式をはじめとした資金調達手段へのアクセスは限定的なままである」と株式市場の活性化の必要性について強調している²²²。

他方、『新行動計画』では第3に、「各国の資本市場を真の単一市場へと統合」し、クロスボーダー投資を促すことを目的とした施策が提案されている。これらの多くは CMU 立ち上げ当時（一部は90年代の単一市場完成時）から指摘されている、EU 資本市場の残存障壁を除去するための施策である。例えば、クロスボーダー投資による源泉課税控除や企業の破産手続き、クロスボーダー投資家の保護強化、証券決済インフラの整備、「株主」の定義の共通化が挙げられる。また、資本市場関連の単一規則集の強化に向け、欧州証券市場監督当局（ESMA）を通じ、EU 規制の一層の調和、監督分野の域内収斂のモニタリングも提案されている。

国際証券取引は資金調達者と投資家、証券取引所それぞれの所在地をもとに、①「伝統的取引」、②「オフショア型取引」、③「クロスボーダー型取引」の3つに分類できる²²³。こ

²²¹ European Commission [2015c], p.85.

²²² European Commission [2020e], p.7. また、『新行動計画』では、他にも株式市場の強化を重視する背景として、新型コロナ危機の経済停滞を受けて企業部門では負債が膨らんでおり、株式による資金調達が必要となっていること、そして、グリーン、デジタル分野の長期投資に必要な基金を幅広い投資家から集めることを挙げている。なお、企業（特に大企業）の社債による資金調達の増加については ECB [2021] を、未公開株式の増加については本章第2節を参照。

²²³ 詳しくは岩田 [1999]、pp.117-123 を参照。国際的証券取引の各形態の特徴は具体的に次の通りである。①「伝統的外国証券取引」は、発行（上場）国で現地通貨建ての取引をするもので、19世紀のロンドン金融市場におけるポンド建て外債の発行・流通や外国証券取引所での上場・売買（クロスエクスチェンジ型取引）が挙げられる。②「オフショア型証券取引」は、源泉徴収税など規制の緩やかな金融センターで発行（上場）された外国証券を取引することを指し、1960年代以降ロンドンで成立したユーロ債市場（米ドルなど非現地通貨建ての債券発行・流通）や、同じくロンドンで1985年に創設された外国株式の大口市場（SEAQ インターナショナル）が挙げられる。オフショア市場は証券取引の国際化、機関化が進展するなかで登場、発展した。③「クロスボーダー型証券取引」は、資金調達主体の本国で形成される内国市場に、国外の投資家が国境を越えて売買をする取引である。クロスボーダー型取引が主流となる

のうち、①は資金調達者が本国と第三国に重複上場し、第三国内の投資家はその証券を取引するもので、②は規制の緩い市場で資金調達者と投資家が第三国で証券の発行・売買をする一方、クロスボーダー型取引は本国のみに上場した資金調達者の証券を、投資家が国境を越えて売買する。クロスボーダー取引は、1980年代後半以降、金融グローバル化に伴って資本移動が自由化され、機関投資家の外貨建て証券の運用規制が緩和されると、流動性の高い本国市場が重視され、国際証券取引の主流となった。この国際証券取引の形態変化に伴い、証券業者（ブローカー）は国境を越えて取引所へアクセスする必要が出たため、証券取引所も取引システムの単一化や重複会員資格の共通化などを通じたコスト削減が要請された²²⁴。

『新行動計画』では、クロスボーダー投資を妨げたり、市場の分断を招いたりしている障壁に焦点を当てた行動を提案することで、各国資本市場の統合を推し進めようとしている²²⁵。域内の資本市場は国ごとに分断されており、特に資本市場の規模が小さな国では、国外からのクロスボーダー投資が低調となっている²²⁶。統合された市場のもとでは、投資家は国境を越えた投資が容易となるため、企業は本国の株式市場に上場するだけで、域内の幅広い投資家から資金調達が可能となる²²⁷。このように域内市場の統合は、企業の資本市場からの資金調達環境を改善し、資金調達コストを低下させるため、企業の長期投資を促す下地を作ることになる。以上のCMUの方針からも、EUではクロスボーダー投資の活性化を目的に資本市場の統合を推し進めようとしており、1980年代以降の欧州で見られるクロスボーダー型証券取引の論理が貫かれていることが見受けられる。

第2節 EU 株式市場の動向

1. EU 株式市場の概要

前節では、CMUが実施している取り組みの展開を見てきた。CMUは資本市場の幅広い分野で実施される政策だが、そのなかでも域内株式市場の強化やクロスボーダー投資の活性化を、EUでは主要な施策として重要視していることが窺える。したがって、本節ではこれから、EU株式市場の動向について、発行市場・流通市場の双方から見ていく。

図表5-6はEU域内所在の証券取引所の一覧と、それぞれの株式時価総額の推移を見たものである。EU加盟各国はそれぞれ独自の証券取引所を有している。そのうちいくつかは証券取引所グループを形成しており、代表的なものとしてEuronextが挙げられる。Euronextはフランスやオランダ、イタリアなどEU主要国の証券取引所を束ねており、EU域内でも最大の勢力を持つ。2023年末時点のグループ全体で取引される株式時価発行総額は約6兆2,400億ユーロで、2010年時点と比べおよそ2.5倍へと拡大している。取引所グ

と、①や②の重複上場では流動性を分散させてしまうため、資金調達者は本国での単独上場が望ましくなる。

²²⁴ この論理に基づき、2000年代前半まで、EUを1つの極として証券取引所の世界的な再編成が行われた。詳細は岩田[2007]を参照。

²²⁵ European Commission [2020e], p.12.

²²⁶ *Ibid.*, p.5.

²²⁷ European Commission [2019], p.14.

第 5 章

グループを形成しているのは、その他にも、北欧諸国を中心に構成される Nasdaq Nordic & Baltic、Wiener Börse（オーストリア、チェコ）、Zagreb Stock Exchange（クロアチア、スロベニア）がある。以上のように、一部の証券取引所は統合によりグループとして規模を拡大しているものの、依然として独立した複数の取引所が数多く残されており、その多くは南欧や東欧の小規模な証券取引所である。

図表 5-6 EU 域内の証券取引所の株式時価総額の推移（10 億ユーロ）

証券取引所(グループ)	2010	2018	2023	国籍および証券取引所
Euronext	2,698	3,886	6,241	仏 Euronext Paris ベルギー Euronext Brussels
				蘭 Euronext Amsterdam アイルランド Euronext Dublin
				伊 Borsa Italiana ポルトガル Euronext Lisbon
Deutsche Börse	1,078	1,486	1,973	独
BME	884	613	697	スペイン
Nasdaq Nordics & Baltics	795	1,137	1,920	スウェーデン Nasdaq Stockholm リトアニア Nasdaq Vilnius
				デンマーク Nasdaq Copenhagen エストニア Nasdaq Tallinn
				フィンランド Nasdaq Helsinki ラトビア Nasdaq Riga
Warsaw Stock Exchange	144	136	191	ポーランド
Wiener Börse	150	140	157	オーストリア Vienna Stock Exchange チェコ Prague Stock Exchange
Athex	51	32	74	ギリシャ
Luxembourg Stock Exchange	76	42	49	ルクセンブルグ
Bucharest Stock Exchange	24	31	43	ルーマニア
Budapest Stock Exchange	21	25	35	ハンガリー
Zagreb Stock Exchange	26	24	23	クロアチア Zagreb Stock Exchange スロベニア Ljubljana Stock Exchange
Cyprus Stock Exchange	5	3	9	キプロス
Bulgarian Stock Exchange	5	13	8	ブルガリア
Malta Stock Exchange	3	4	5	マルタ
Bratislava Stock Exchange	3	5	2	スロバキア
TOTAL	5,963	7,576	11,427	
London Stock Exchange	2,368	2,680	3,976	英
NYSE			24,445	米
Nasdaq			21,682	米

出所：EU and Oxera [2020], p.267、Thomadakis et al. [2022], p.21、FESE、Bratislava Stock Exchange より筆者作成。

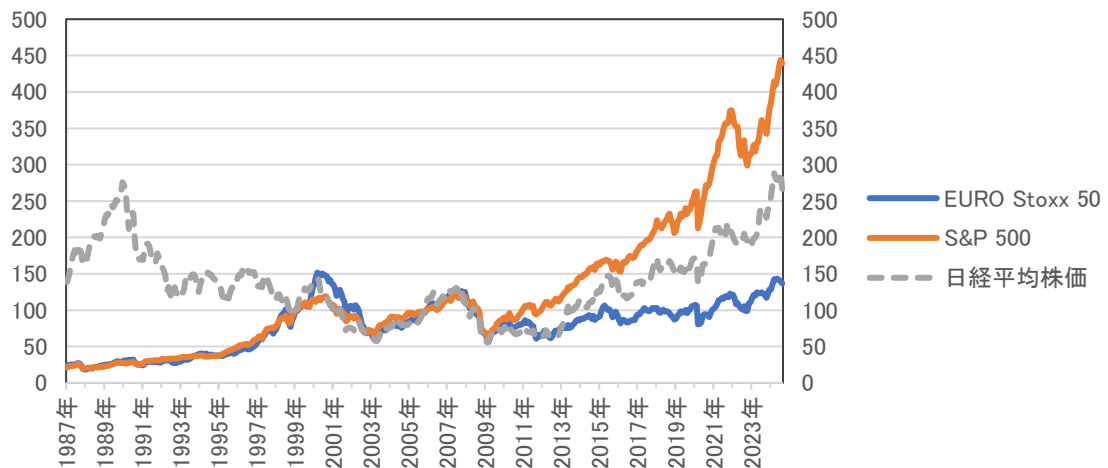
注：NYSE と Nasdaq は 2021 年末のデータ。

EU 各国の証券取引所を合計した EU 株式市場全体の時価総額は、約 11 兆 4,200 億ユーロ（2023 年）である。EU 株式市場との比較として、米国と英国の主要証券取引所も載せている。英国のロンドン証券取引所（LSE）は 2023 年時点で 3 兆 9,700 億ユーロであり、EU 株式市場と比べて 3 分の 1 ほどの規模となっている。また、近年急成長している Euronext グループと比較しても、LSE の地位は相対的に低下している。

他方、米国株式市場に目を向けると、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の時価発行総額は 2021 年末時点で 24 兆 4,500 億ユーロ、Nasdaq は 21 兆 7,000 億ユーロであり、それぞれ EU 株式市場全体の 2 倍前後の差である。EU 株式市場は成長しているとはいえ、米国株式市場に依然として大きく差をあけられている。また、市場インフラに目を向けると、先述のように EU の株式市場は一部グループを形成しているものの、各国独自の証券取引所が依然として残る一方、米国は NYSE と Nasdaq に集約されている。他方、証券決済インフ

ラである中央清算機関についても、EU 域内では 14 の CCP に分散しているが、米国は 1 つに統一されている²²⁸。このように、域内市場全体の規模は拡大しているとはいえ、国ごとに規模の違う取引所が林立しているのが、EU 株式市場の特徴である。

図表 5-7 主要国・地域の株価指数の推移（1999 年＝100）



出所：ECB Statistical Data Warehouse より筆者作成。

注：1999 年 1 月－2024 年 8 月までの各月末データを基にしている。

図表 5-7 はユーロ圏、米国、日本それぞれの株価指数（EURO Stoxx 50、S&P500、日経平均株価）の推移である。ユーロ導入以降の各市場の実績を確認するために、1999 年 1 月の株価指数を 100 としている。ユーロ導入以降、欧米日の株価指数は概ね同じ水準で推移していたことが分かる。欧米では、ドットコム・バブルの影響により 2000 年初頭に株価の高騰と下落が見られたが、その後株価は上昇していた。しかし、世界金融危機の発生以降、いずれの株価指数も大幅に下落し、1999 年の半分近い株価水準まで低下した。その後の株価の推移は欧米日で対照的である。米国（S&P500）は迅速に回復し、日本（日経平均株価）もしばらく株価が低迷したものの、2013 年以降、当時の政権が打ち出した経済対策への期待から株価は回復した。その一方、世界金融危機後にユーロ圏債務危機も立て続けに起こったユーロ圏では株価の低迷が続いた。2024 年 8 月末時点の株価指数は、1999 年と比較して、米国は 439.1、日本は 266.6 であるのに対し、ユーロ圏は 136.6 と日米に対して低い株価水準となっている。

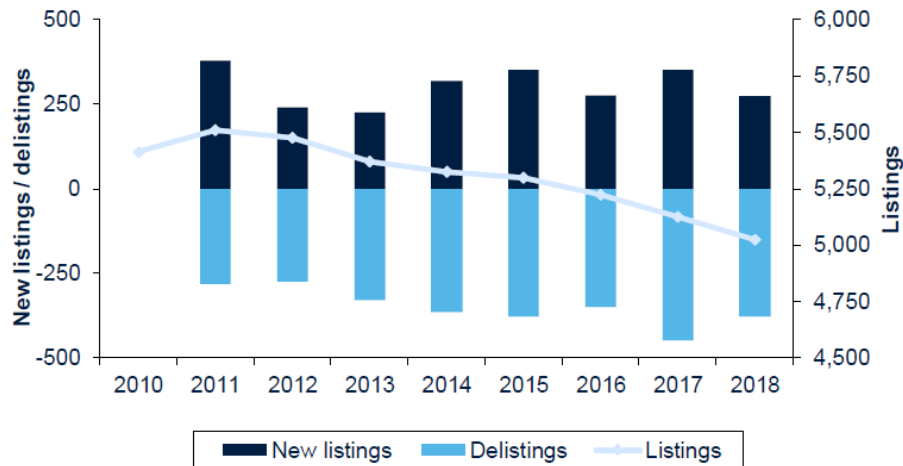
2. 発行市場：IPO の低迷と上場企業数の減少

次に、発行市場から EU 株式市場の動向を見ていく。図 5-8 は 2010－18 年間の EU27 か国における上場企業数の推移である。折れ線（右軸）で示した上場企業数より、EU 域内の

²²⁸ Thomadakis et al. [2022], pp.34-35.

上場企業数は、2011年から18年にかけて、500社ほど減少している。そのうち、棒グラフは新規上場した企業（濃色）と上場廃止した企業（薄色）を示している。これより、新たに上場する企業、すなわち新規株式公開（IPO）が低迷している一方、上場廃止（delisting）を決める企業が増加しており、その結果 EU 域内の上場企業数は純減の傾向にある。

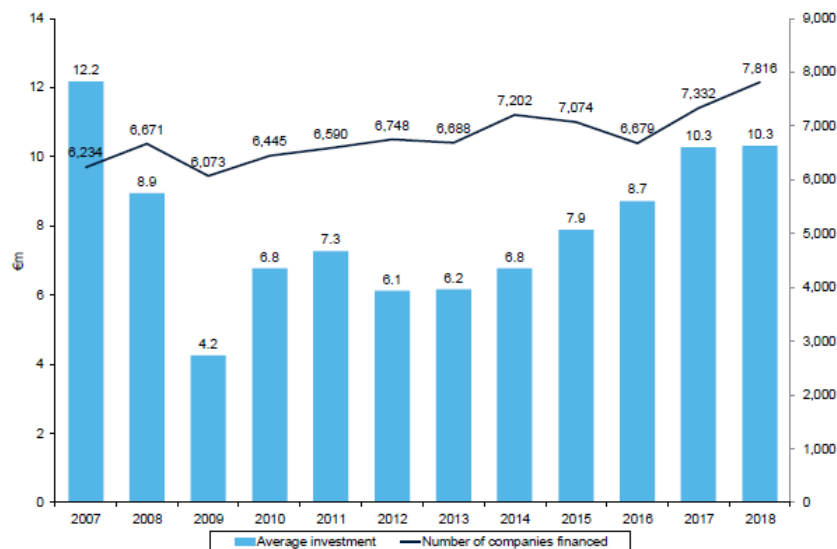
図 5-8 2010-18 年間の EU27 各国における上場企業数の推移



出所：European Commission and Oxera [2020], p.29.

注：データの不足により、Deutsche Borse Scale の上場廃止企業数は既存の上場企業と新規上場企業の数をもとに導出している（出所元の注釈より）。

図表 5-9 未公開株式市場を利用する企業の数と 1 件当たり平均出資額の推移



出所：European Commission and Oxera [2020], p.117.

欧州委員会は Oxera との共同研究を実施し、その研究成果として 2020 年に報告書『EU の株式発行・流通市場』を公表した（以降、本章では『Oxera 報告書』と呼称）²²⁹。そのなかで、EU 域内における IPO の低迷の要因として、未公開市場の発展とそれに伴う M&A の増加を挙げている。M&A は他の上場企業やプライベート・エクイティ・ファンド（PE ファンド）、持株会社、非上場企業と多様な形態の企業によって実施されている²³⁰。

この M&A 増加の背景にあると報告書で指摘しているのが、未公開市場の拡大である。未公開市場にはプライベート・クレジット市場や未公開株式市場が挙げられる。PE ファンドは未公開株式市場において上場していない株式会社の株式を取得したり、上場企業を公開株式市場で買収して株式を非公開化したりすることで、有望な企業に出資し、経営権を獲得する。図表 5-9 は EU 域内の企業に対するプライベート・エクイティによる資金提供の動向を示している。未公開株式市場で資金調達をしている企業数は（折れ線グラフ参照）、2019 年までに 7,800 社以上へと増加している。1 件当たりの平均出資額は（棒グラフ参照）、2007 年から 2009 年にかけて下落したものの、その後回復し、2019 年の平均額はおよそ 1,000 万ユーロになっている。この未公開株式市場の発達により、PE ファンドによる買収を受けて上場廃止を選択する企業や、IPO を志向しない企業が増加したことで、EU 域内の上場企業数が減少していると考えられる。

他方、企業が IPO を志向しない要因として、上場時とその後の維持のコストの高さが指摘されている²³¹。これらのコストはそれぞれ直接的なコストと間接的なコストに分けられる。上場時の直接コストには引受業者や法律関係、取引所などへの手数料があり、他方、間接コストとして、アンダープライシングや企業情報の公開、目論見書作成の事務負担が挙げられる。また、上場維持の直接コストとして、取引所や助言・法律関連の手数料が、間接コストとして、定期的なディスクロージャーに関する事務負担や経営支配権の喪失、エージェンシーコストが挙げられる。

このような一連のコストが累積する結果、EU 域内での株式上場のコストは世界金融危機以前から高止まりしており、銀行借入や債券発行などのデット・ファイナンスでの資金調達コストよりも高い傾向にある²³²。そのうえ、金融危機以降、政策金利の引き下げに伴って域内では低金利環境が醸成されているため、株式と負債の資金調達コストの差はさらに拡大している。

株式会社は、上場の便益とコストを勘案して、上場するかどうかを決定する²³³。上場の便益は主に、既存株主に対する出口（exit）の提供、買収の円滑化、資本の追加的な調達、ガバナンスの強化が挙げられる。しかしながら、上場に関する上述の高いコストが便益を上回っているため、上場を選択しない企業が増加している。『Oxera 報告書』が分析対象とし

²²⁹ European Commission and Oxera [2020].

²³⁰ *Ibid.*, p.77.

²³¹ *Ibid.*, pp.61-69.

²³² *Ibid.*, p.24.

²³³ *Ibid.*, p.12.

第5章

た EU 域内 14 か国に所在する大企業のうち、8,000－17,000 社は上場適格であるにもかかわらず、上場しない選択をしている。そのうえ、銀行では融資を敬遠するようなリスクの高い事業だとしても、未公開市場ではリスク許容の高い投資家もいるため、企業も資金調達しやすいという特徴がある。このようなアクセスの容易さも相まって、諸コストがかさむ公開市場ではなく、未公開市場を企業は選好するようになっている。

なお、ここで見てきた上場企業の上場廃止の動きは、EU だけに限らず先進諸国の株式市場で確認される。企業がこれまで公開していた株式を未公開化することの意義については、今後解明すべき課題としたい。

図表 5-10 EU 各国株式市場の 1 年あたりの取引件数と取引額

	取引件数(100万件)			取引額(10億ユーロ)		
	2013年	2018年	変化率	2013年	2018年	変化率
ドイツ	101,548	111,415	2%	3,074	4,210	5%
フランス	97,053	122,203	4%	2,093	3,693	10%
オランダ	56,370	100,953	10%	664	1,584	16%
スペイン	242,062	289,140	3%	1,210	1,549	4%
スウェーデン	92,751	136,539	7%	710	1,057	7%
イタリア	489,731	402,697	-3%	834	933	2%
ベルギー	10,708	10,353	-1%	396	496	4%
デンマーク	11,283	14,307	4%	264	488	11%
フィンランド	39,304	42,494	1%	254	451	10%
オーストリア	3,864	4,706	3%	141	300	13%
アイルランド	72,098	30,130	14%	92	273	20%
ルクセンブルク	15,676	16,043	0%	138	218	8%
ポルトガル	79,629	39,731	-11%	67	76	2%
ポーランド	34,231	14,988	-13%	76	57	-4%
ギリシャ	12,981	11,813	-2%	26	18	-6%
ハンガリー	1,525	1,754	2%	12	13	2%
チェコ	514	831	8%	12	8	-7%
ルーマニア	14,086	8,097	-9%	2.5	2.3	-1%
マルタ	180	324	10%	0.1	2.3	61%
キプロス	3,123	5,948	11%	2.4	0.7	-18%
ブルガリア	584	362	-8%	0.7	0.3	-10%
スロベニア	17	9	-10%	0.3	0.3	0%
エストニア	136	122	-2%	0.2	0.2	1%
クロアチア	N/A	31	-	N/A	0.2	-
リトアニア	158	134	-3%	0.1	0.1	-1%
ラトビア	10	5	-11%	0.0	0.0	-2%
スロバキア	2	0	-31%	0.0	0.0	-25%
EU27計	1,379,624	1,365,129	-1.1%	10,069	15,430	53.2%
英国	1,095,303	1,170,367	1%	3,582	4,875	5%

出所：European Commission and Oxera [2020], pp.324-325 を筆者一部修正。

3. 流通市場：西欧の大規模金融センターと東欧の小規模市場

EU の株式流通市場について、まず、図表 5-10 で示した EU 各国株式市場の 1 年あたりの取引件数と取引規模から見ていく。2018 年の EU27 か国全体の取引件数は約 1 兆 3,600 億件、取引総額は 15 兆 4,300 億ユーロである。2018 年の取引額の多い順にドイツ、フランス、オランダ、スペイン、スウェーデンと北欧・西欧諸国や EU 主要国が軒を連ねる。その一方で、南欧・東欧諸国は取引件数、取引額双方ともに非常に低い水準にある。こうした株式取引の程度の違いにより、域内株式市場の流動性に差が現れていると考えられる。

『Oxera 報告書』では、EU 域内の株式流通市場について、連結・競争モデルの西欧型とローカル・独立モデルの東欧型の 2 つの類型に分けられると指摘している²³⁴。

西欧諸国の株式市場は証券取引所や中央清算機関（CCP）などの市場インフラも統合・再編によって相互接続している。他にも、多角的取引システム（MTF）など様々な形態の取引に対応できる取引プラットフォームが設けられ、証券仲介業者（ブローカーなど）も大規模な国際的プレーヤーが参加している。そのため、EU 内外から機関投資家が参加しており、クロスボーダーで大規模な証券取引も活発で、流動性も高い。こうした活発な証券取引が西欧の証券取引所に集中するのは、Euronext に代表される取引所統合によるものだとしている。一方、東欧の株式市場は市場インフラが個々に独立して相互運用性がない。そのうえ、規制市場が主要な取引の場であり、各国独自の市場慣行に長けたローカルの仲介業者が大半である。そのため、国外のブローカー投資家が参加しづらく、国内のリテール投資家が小規模に取引をしているため、取引は不活性になっている。このように、株式市場のモデルの違いは各国株式市場の取引量に表れ、その結果 EU 域内の市場流動性にも反映されているのだと考えられる。

以上、株式の流通市場について概観した。株式市場の取引額は特に西欧と東欧で顕著な違いがみられているが、これは株式市場と関連するインフラの整備状況や競争・再編の程度の違いにより、各国市場間の相互運用性が異なることで表れたものだといえよう。

第3節 EU 株式市場の統合度

EU 株式市場の動向について、統合度の視点からも見ていく。域内市場の統合度は、数量面および価格面の両方から測定可能である。欧州委員会は CMU の成果を測るため、EU 資本市場の統合度を測る諸指標（CMU Indicator）を 2021 年から毎年公表している。また、ECB は『ユーロ圏の金融統合と金融構造』や『金融統合レビュー』などの報告書を定期的に公表している。これらの EU 機関が公表するデータをもとに、EU 株式市場の統合度を確認していく。

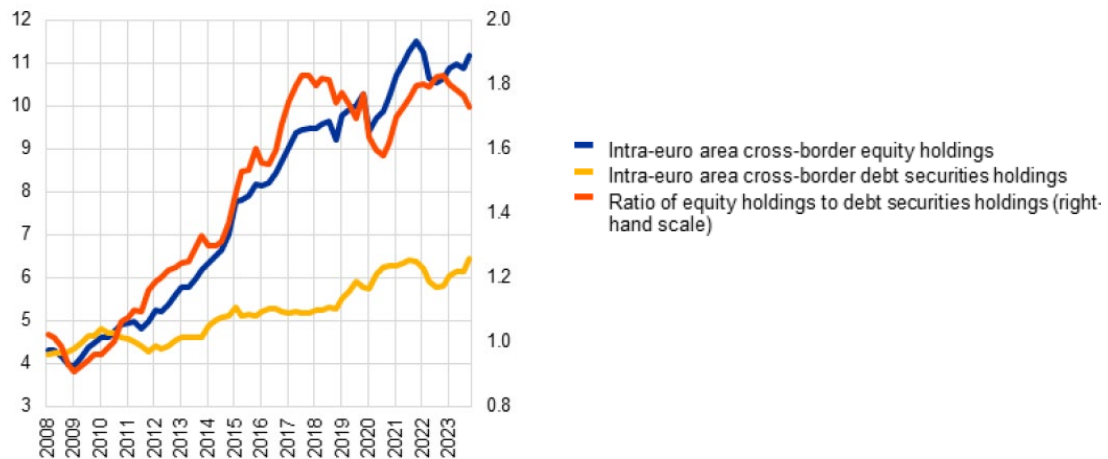
1. 数量面での EU 資本市場の統合度

まず数量面では、国境を越えた証券保有の程度が主要な指標として挙げられる。金融統合

²³⁴ 詳細は European Commission and Oxera [2020], Section 10 を参照。

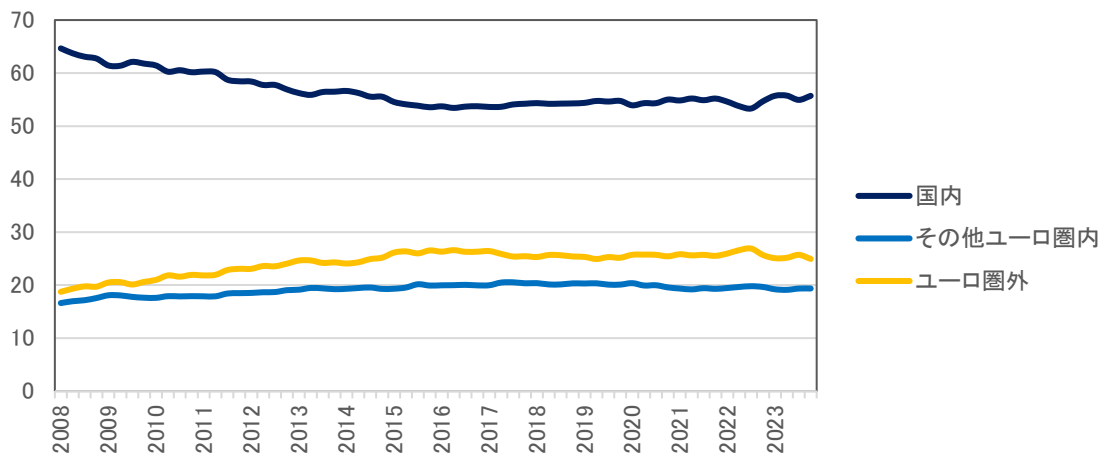
の取り組みにより、域内のクロスボーダー株式取引が進む—すなわち統合度が高まる—と、域内各国の証券市場間の相互浸透が高度に進むことになる。これが原動力となって、投資家は国別ではなく、EU 域内を一国とみなして業種別に株式投資をするようになり、次に見ていく価格面の統合の成果として現れる²³⁵。

図表 5-11 ユーロ圏内のクロスボーダー保有証券の総額（左：兆ユーロ、右：比率）



出所：ECB [2024b], p.62.

図表 5-12 ユーロ圏内で所有される株式の地域別構成比（2008 年 Q1－2023 年 Q4、％）



出所：Financial integration and structure in the euro area: Statistical annex より筆者作成。

注：各四半期の 3 つの項目を合計すると 100%となる。株式（equity）には投資ファンド持分とその他株式（investment fund shares and other equity）も含まれる。

²³⁵ なお、ユーロ圏では通貨統合によって単一通貨建て株式市場が形成される。「一般に株価は、配当、市場金利、リスクプレミアム、成長期待等を反映して変動するが、こうした諸変数の基本となる配当は基本的に個別企業や業種毎に変動し、利子率は国ごとに変動する。単一通貨ユーロの導入は、このうち金利の国ごとの相違から生じる要因がユーロ域内で消滅したことを意味する」（岩田 [2003]、p.259）。

図表 5-11 は、ユーロ圏内で国境を越えて保有されている証券の総額である。2010 年ごろを機に、国境を越えた株式の保有（青線）が債券（黄線）を上回っていることが分かる。国境を越えた株式の保有は概ね一貫して増加し、2023 年末時点で 11 兆ユーロとなっている。このように一見すると、世界金融危機・ユーロ圏債務危機以降もユーロ圏株式市場では国境を越えた投資が盛んに行われている。

図表 5-12 は、ユーロ圏内の株式保有を投資家側から見て、国内、国外のユーロ圏、非ユーロ圏に分けた比率を見ている。ユーロ圏内では国内株式の保有割合は、2008 年 Q1 の 63.7%から 2023 年 Q4 の 55.7%へと、世界金融危機以降減少している。これはクロスボーダー株式取引の増大を示すものだが、自国以外のユーロ圏内の株式を保有する割合は 2008 年 Q1 の 17.0%から 2023 年 Q4 の 19.4%へと増加したのに対し、ユーロ圏外で発行された株式を保有する割合は 2008 年 Q1 の 18.7%から 2023 年 Q4 の 24.9%へと増加しており、ユーロ圏外の株式の割合がより増加していることが分かる。

このような非ユーロ圏へのクロスボーダー株式取引の増加は、投資ファンドでも確認されている（補論参照）。ECB の『ユーロ圏の金融統合と金融構造』では、投資ファンドによるユーロ圏外への投資の拡大について、資本市場が未発達であることを要因に、ユーロ圏内の株式市場の統合が十分でないことを示すものと指摘している²³⁶。換言すれば、ユーロ圏内では、域内各国で株式市場間の相互浸透が不十分であり、国外の株式市場へのアクセスが容易にできない、またはアクセスする際に追加的なコストがかかるため、投資家はユーロ圏内よりも圏外へのクロスボーダー株式取引を選択していることが示唆される。また、EU の投資ファンドでは近年株価指数等を用いて運用するインデックス・ファンドのシェアが徐々に拡大している²³⁷。図表 5-7 で示した通り、EU 株式市場は米国や日本と比べて低迷しているため、投資ファンドは収益を獲得するために域外への投資を志向したと考えられる。

なお、EU では世界金融危機以降、EU 金融システムではノンバンク金融仲介（NBFI：保険会社・年金基金や投資ファンド、その他のノンバンク金融機関の総称）の台頭がみられている。補論では、各ノンバンク金融仲介機関のバランスシートの構成や証券投資の特徴、金融機関間の資金融通の構造について概観することにより、ノンバンク金融仲介が果たす株式市場での役割について検討する。

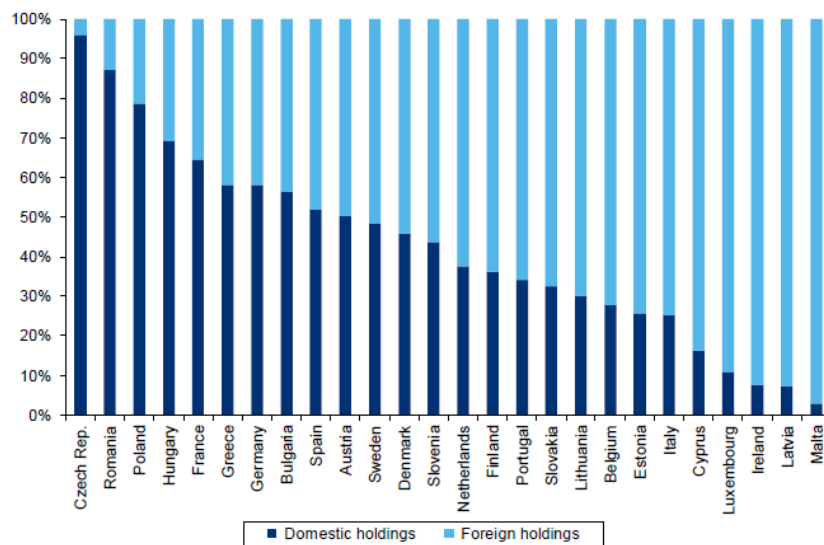
図表 5-13 は、2018 年時点の各国株式市場に占める国内投資家・外国投資家の保有割合である。国ごとに比率を見ると様々であることが分かるが、特にチェコやルーマニア、ポーランド、ハンガリーなど東欧諸国では国内投資家の保有割合が高い。これらのうちチェコ以外はそれぞれ独立した証券取引所を有する国である。なお、フランスやドイツの株式市場では

²³⁶ ECB [2024c], p.29.

²³⁷ European Commission [2024], pp.20-21. EU 域内の投資ファンドの構成をアクティブ投資ファンドとインデックス・ファンドに分けて見ると、インデックス・ファンドのシェアは 2009 年の 8%から 2023 年に 24%へと 3 倍に増加している。インデックス・ファンドの増加は、小規模投資家による投資信託の運用増加が背景であると指摘されている。

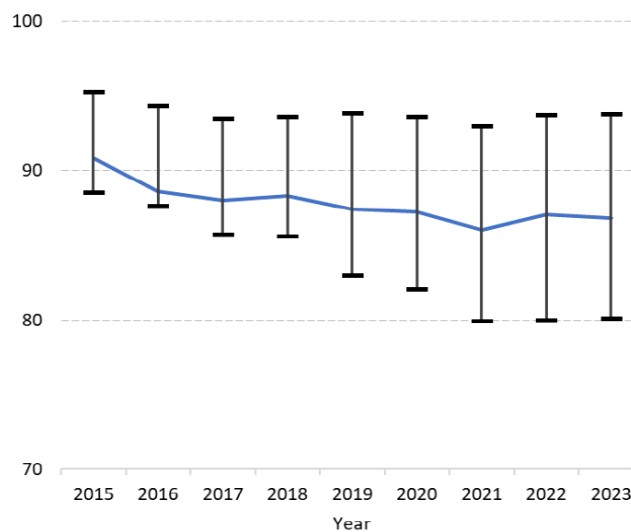
外国人投資家による株式の保有割合が 30-40%となっており、大規模な株式市場を持つ国でもクロスボーダー株式取引が一見少ないように見える。しかし、『Oxera 報告書』によると、外国人投資家によるクロスボーダーでの株式保有の割合は、EU 全体では 59%であり、その半数以上はフランス、ドイツ、アイルランド、ルクセンブルク、オランダの企業株式への投資が占めている²³⁸。

図表 5-13 各国株式市場に占める国内投資家・外国投資家の保有割合（2018 年）



出所：European Commission and Oxera [2020], p.160.

図表 5-14 EU 各国の株式保有におけるホームバイアス



出所：European Commission [2024b], p.32.

²³⁸ European Commission and Oxera [2020], p.161.

注：棒グラフは EU27 各国の平均値、各年で垂直に伸びている線は、四分位範囲を表す。

図表 5-14 は EU 域内における株式のクロスボーダー保有の関係を示している。数値がゼロに近いほど EU 域内でクロスボーダー投資が活発で資本市場が統合されていることを示し、逆に 100%に近いほど自国の証券をより保有する「ホームバイアス」の傾向が強いことを示している。グラフを見ると、EU 全体でも 80%台後半とあり、自国株式の保有が多いホームバイアスの傾向であることが分かる。しかし、EU 各国の四分位範囲（縦線）を見ると、下端（第 1 四分位）の数値は低下傾向にあり、国境を越えた株式投資のシェアを拡大している国も一部では確認される。

国ごとの傾向を見ると、ドイツやオランダ、イタリアといった大規模証券取引所を抱える国では、EU の中央値よりもホームバイアスの傾向が低い一方、東欧諸国ではホームバイアスが非常に大きい傾向が確認される。なお、スロバキアのホームバイアスが非常に小さい（図表 5-13 で示した国外投資家の株式所有比率を見ても東欧の中でも比較的高い）ことが確認される。しかし、2023 年末時点での Bratislava Stock Exchange の上場企業数は 10 社のみであり、その多くは西欧諸国に拠点を置く企業の傘下である²³⁹。

なお、図表 5-14 は、完全に統合された市場では、資産のポートフォリオは発行済み証券の各国ごとのシェアに一致することを前提にして作られた指標となっている。したがって、証券発行が少ない国では、より多くの外国証券を保有することが想定されている。しかし、これは株式市場が発展途上の国に対しても外国株式をより多く保有するよう求めることを意味する。この指標を解釈する際は、EU 各国に内在する金融システムの発展度合いや金融構造の違いを斟酌する必要があるだろう。

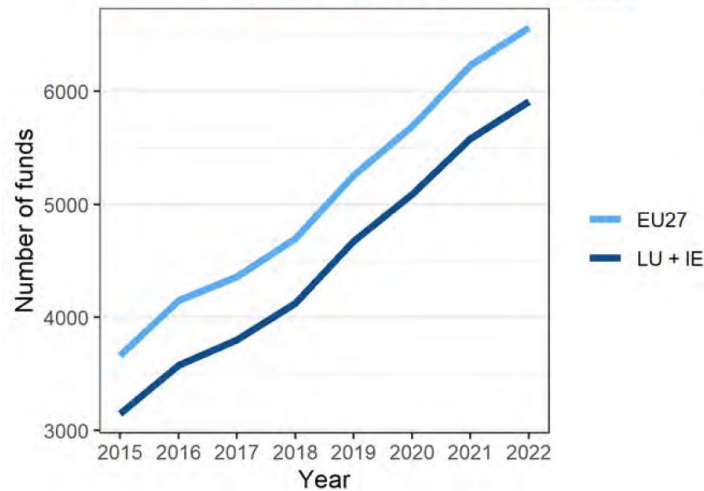
加えて、単一市場形成による域内金融機関の競争・再編の観点から、国境を越えた金融機関を見ていくのも数量面での指標となる。図表 5-15 は、EU 域内における国境を越えて活動する UCITS ファンドの数の推移である。UCITS は「譲渡可能証券の集団投資事業（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）」の略称で、リテール投資家向けの投資信託を販売・運用する投資ファンドを指す。データを追跡可能な 2015 年以降、EU 域内で国境を越えて活動する UCITS の数は一貫して増加しており、2022 年時点で 6,551 に及ぶ。そのうちルクセンブルグ（4,865）とアイルランド（1,043）に拠点を置く UCITS が 9 割を占めている。これらの投資ファンドの大半は、国外企業の子会社としてルクセンブルグ（他のヨーロッパ諸国に拠点）・アイルランド（米英に拠点）両国に設立しており、多くの EU 諸国に国境を越えて展開していることが確認される²⁴⁰。以上の通り、UCITS の数は年々膨張し、国境を越えた展開も活発になっている一方で、UCITS は特定国

²³⁹ Bratislava Stock Exchange [2024], “BSSE Annual Report 2023,” June, p.18 (<https://www.bsse.sk/bcpb/wp-content/uploads/2024/06/BSSE-Annual-Report-2023.pdf>). なお、2023 年に当該市場において株式取引が最も多かった Tatra Bank は、オーストリアの Reiffeisen Bank グループの子会社である。

²⁴⁰ 日本証券経済研究所編 [2020]、『図説 ヨーロッパの証券市場』、日本証券経済研究所、第 11 章、p.192。

に集中しているうえ、ファンド1つあたりの規模は小さいことが特徴である²⁴¹。

図表 5-15 国境を越えた業務を行う UCITS の推移



出所：European Commission [2024b], p.34.

注：LU+IE はルクセンブルグとアイルランドの合計。

以上、数量面から EU 資本市場の統合度を見てきた。国境を越えて業務展開する投資ファンド (UCITS) の数や、ユーロ圏内で国境を越えた証券の保有額が増加しており、資本市場は一見、統合が高まっていることが確認できる。しかし、各国株式市場におけるクロスボーダー株式保有の程度は多様であり、株式保有のホームバイアスも依然として高い状態が続いている。特に、統合が進む大規模株式市場を持つ西欧諸国と、個々に独立した小規模の市場に留まる東欧諸国との間で、EU 株式市場の数量面の統合度に顕著な違いがみられている。数量面で見ると、EU 株式市場は統合をより高度化する余地が残されているといえよう。

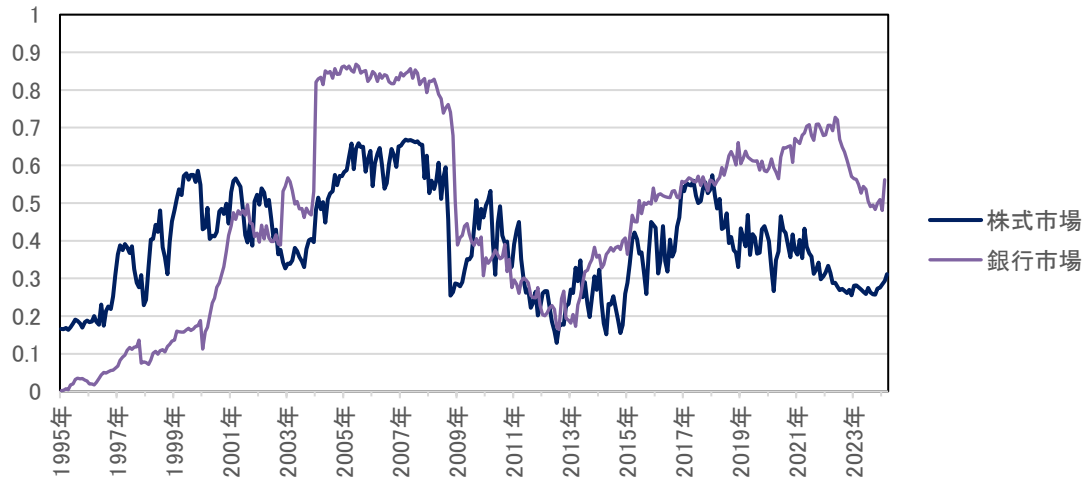
2. 価格面での EU 資本市場の統合度

次に、価格面から EU 資本市場の統合度を見ていく。図表 5-16 は、ユーロ圏株式市場の価格面での統合度である。これは第 1 章の価格面の統合度を金融市場ごとに分解したサブ・インデックスであり、比較として銀行市場のデータも併記している。1990 年代後半から、株式市場の価格面での統合度は上昇していたが、世界金融危機以降、統合度は低下した。ユーロ債務危機終息後、統合度は徐々に回復しているが、2019 年以降再び下落している。銀行市場と比較しても、株式市場の統合度は低いことが見て取れる。

²⁴¹ CMU『行動計画』の作業文書によれば、EU の UCITS では域内市場のセグメンテーションとファンドの規模の小ささゆえ、米国のミューチュアル・ファンドのような規模の経済性を獲得できていないと言及している (European Commission [2015c], pp.64-65)。2014 年末時点での EU の UCITS はおよそ 36,000 あり、ミューチュアル・ファンドの約 4 倍の数である。一方、UCITS 一件当たりの規模の平均は 2 億ユーロなのに対し、ミューチュアル・ファンドの運用資産額の平均は約 16 億ユーロである。なお、UCITS が規模の経済を獲得するメリットについて、作業文書では言及されていないため、UCITS が一件当たりの規模を拡大することへの意義については、今後の研究課題である。

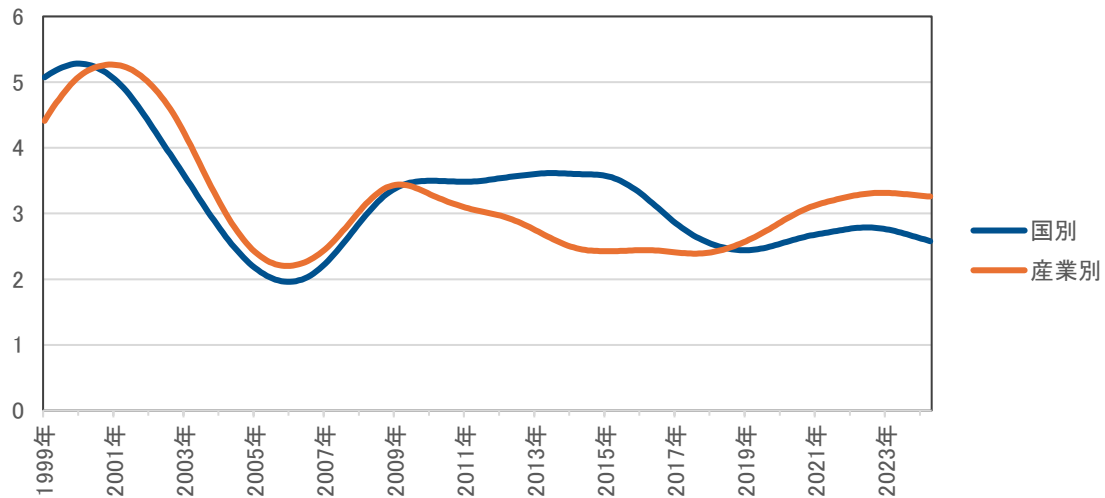
他方、図表 5-17 はユーロ圏株式市場の国別・産業別リターンの分散を見たものである。域内資本市場の形成により投資に関する各国の障壁が除去されると、投資家の投資スタ

図表 5-16 ユーロ圏株式市場の価格面での統合度（1995 年 1 月－2024 年 3 月）



出所：Financial integration and structure in the euro area: Statistical annex より筆者作成。
注：数値が 1 に近いほど統合度が高いことを示す。

図表 5-17 ユーロ圏株式市場の国別・産業別リターンの分散（％）



出所：Financial integration and structure in the euro area: Statistical annex より筆者作成。

ルは国別の投資から域内を一国とみなして産業別での投資に代わることになるため、国別の株式リターンの分散は低下すると考えられる²⁴²。2000 年以降、ユーロ圏株式市場では国・産業ごとのリターンの分散は低下し、両者には差が無かったことが分かる。しかし、世

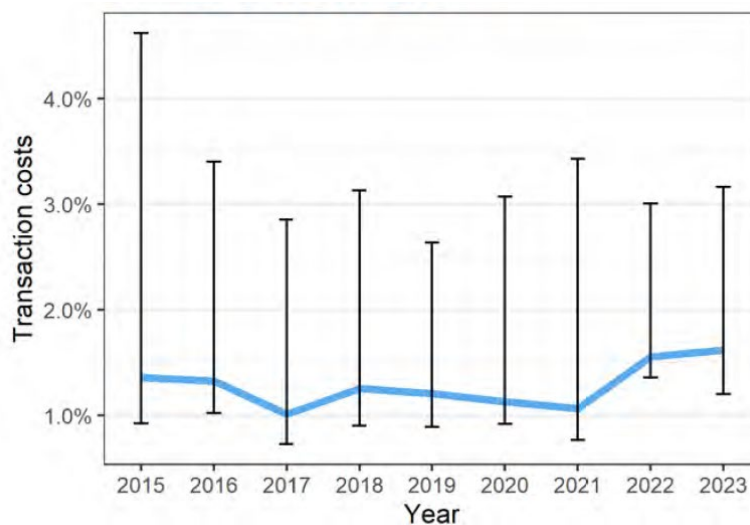
²⁴² 岩田 [2004]、p.167。なお、図表 5-17 のデータを公表している ECB の『ユーロ圏での金融統合と金融構造：付録』においても、統合した株式市場では、国別と産業別の株式リターンの分散の差は縮小すると想定されている（ECB [2024c]、p.14）。

界金融危機が EU の実体経済にも影響を及ぼし始めた 2009 年以降、国別の分散は産業別よりも高い状態へと転換している。さらにユーロ圏債務危機も立て続けに起こったことで、産業別の分散は緩やかに低下したのに対し、国別の分散が高い状況—すなわち株式市場の分散—が長期にわたって続いた。

その後、2015 年以降になると国別の分散は低下し始め、2018 年には産業別と同じ水準へと回復した。その後、新型コロナ危機やロシアのウクライナ侵攻といった、特定産業に影響を及ぼす経済的ショックが起こったために、産業別リターンの分散は上昇した一方で、国別リターンの分散は大きな上昇はみられていない²⁴³。それでもなお、国別リターンの分散も世界金融危機以前の水準までは回復していない。

なお、図表 5-16 の指標は、国別・産業別両方の株式リターンの分散を考慮して算出している²⁴⁴。これを図表 5-17 より、株式リターンを国別・産業別に分解してみると、2010 年—15 年の統合度の低迷は国別要因であるのに対し、2020 年以降の低迷は産業別の株式リターンの分散拡大によるものであり、それぞれ性質が異なっていることも指摘できる。

図表 5-18 EU 各国株式市場のビッド・アスク・スプレッド (%)



出所：European Commission [2024b], p.9.

注：棒グラフは EU27 各国の中央値、各年で垂直に伸びている線は、四分位範囲を表す。

また、金融統合によって単一通貨建て域内株式市場が形成されると、規制や通貨の障壁によって国境を越えた取引にこれまで参加できなかった潜在的売り手・買い手が加わるため、資本市場の流動性は増大する²⁴⁵。図表 5-18 は市場流動性の代表的な指標である、EU 各国株式市場のビッド・アスク・スプレッドの中央値とその推移である。EU 全体で見ると、ビ

²⁴³ ECB [2022], p.53.

²⁴⁴ Hoffmann, P., M. Kremer and S. Zaharia [2019], “Financial integration in Europe through the lens of composite indicators,” *ECB working Paper Series*, No.2319, September, pp.12-13.

²⁴⁵ 岩田 [2004]、p.170。

ッド・アスク・スプレッドは1%台で推移している。また、各国の四分位範囲をみるとスプレッドは1-3%で分散しており、国ごとに差が確認される。『Oxera 報告書』も株式市場の流動性について分析しており、株式市場での取引規模が大きな西欧諸国では流動性が低い一方、取引規模の小さな東欧諸国では流動性が高い傾向にあることを明らかにしている。この流動性の違いにより、東欧市場に参加する投資家は株式売買において高いコストを支払い、同様に公開市場で資金を調達する企業も高い資本コストを支払っていると指摘している²⁴⁶。

以上、株式市場の統合度を価格面より検討した。各国株式市場のリターンの分散は金融危機時に上昇し、域内市場の乖離が見られた。その後、危機終息以降はリターンの分散が低下したものの、依然として金融危機以前の水準まで回復していない。株式市場の統合度は高まっているものの、なお一層の統合の余地があるといえよう。

3. 統合度から見た EU 株式市場の課題：CMU へのインプリケーション

本節では、EU 株式市場の統合度について検討した。ユーロ圏内ではクロスボーダー株式保有額の増加や株式リターンの国別分散が低下するなど、世界金融危機以降に統合の高度化が進む傾向が数量と価格の両面で確認された。それでもなお、EU 域内では株式保有のホームバイアスが依然高く、株式市場の統合の完成には依然として余地が残されている。

さらに、ホームバイアスや国外投資家による株式の保有比率、各国株式市場の流動性の程度は、EU 各国で異なっている。西欧諸国では国境を越えた株式取引が活発で流動性も高い一方、東欧諸国ではホームバイアスの高さや流動性の低さが確認される。

したがって、統合度から見た今日の EU 株式市場の課題は、EU 域内、とりわけ東欧諸国とのクロスボーダー株式取引を活発にすることである。

では、どのようにしてこの課題を克服していくべきか。『Oxera 報告書』は、CMU が目標とする EU 株式市場の発展を達成するために EU が取り組むべき課題として、①企業の資金調達における資本市場へのアクセス容易化、②株式市場での機関投資家の参加、③市場の統合、④個人投資家の参加の4つを提示している²⁴⁷。ここでは、統合度から見た EU 株式市場の課題と照らし合わせて、③の課題とその克服に向けた提案について見てみたい。

『Oxera 報告書』では、市場の統合とりわけローカル・独立モデルの東欧株式市場が西欧の大規模市場とどの程度統合されるのかを重要課題として掲げている²⁴⁸。もしも東欧株式市場の分断が今後も続けば、国外から投資の低迷、株式取引コストの高止まり、流動性の低迷、CCP など市場インフラの国レベルでの断片化といった事態が予想される。その結果、西欧の単一化した流動性プールに接続されていない東欧では企業の成長が抑えられ、CMU の成果が限定的になると指摘している。したがって、EU 域内で各国市場を結び付けるため

²⁴⁶ European Commission and Oxera [2020], pp.190-192.

²⁴⁷ 詳細は *Ibid*, pp.233-236 を参照。

²⁴⁸ *Ibid*, p. 231.

にも、資金の借り手と投資家による大規模金融センター（西欧諸国の株式市場）へのアクセス促進、もしくは、ローカル・独立モデルの株式市場のさらなる開発と大規模金融センターとの接続強化が必要であるとし、その解決策として CCP などの市場インフラを相互接続もしくは統合・再編することを提案している。

そして、東欧では CCP が各国で設立されていることにより、株式市場の活性化を妨げていることを指摘している²⁴⁹。西欧では CCP の統合・再編が進む一方、東欧の株式市場には汎 EU で活動する CCP が無いため、国外のブローカーは各国の市場インフラに接続しなければならない。これは市場参加者にとって追加的なコストとなるため、国外のブローカーにとって東欧市場で取引をする魅力を落としている。

したがって、東欧諸国では取引所インフラの統合・再編を通じて西欧諸国と相互接続することにより、クロスボーダー株式取引を西欧諸国間だけでなく、EU 全体に拡張することが重要となる。以上のような EU 株式市場が抱える課題に対し、EU も対応策を提案している。CSD や CCP といった証券取引インフラがもたらす障壁は 2000 年代初頭から指摘されており、2015 年公表の CMU『行動計画』にも障壁除去の施策が提案されていた。2022 年には EU 域内での CCP の発展を目的とした欧州市場インフラ規則（EMIR）等の諸法制を修正する規則・指令を提案し、2024 年 2 月に欧州理事会と欧州議会で暫定的に承認された。EU はこの改正により、EU に競争的で最新の清算システムを形成し、CMU をさらに強化して EU 資本市場の厚みと流動性に貢献しようと試みている²⁵⁰。また、『新行動計画』では、EU 域内の証券集中保管機関（CSD）のクロスボーダーでの決済（settlement）サービス提供の改善に向けて規則の修正を検討している²⁵¹。

1980 年代以降のクロスボーダー証券取引の拡大に伴い、90 年代後半以降、西欧諸国を主軸に取引所間のリンクや統合・再編が推し進められた。この動きと同様に、EU は CMU によって域内の市場インフラを接続し、そうしてクロスボーダー株式取引の活性化を通じた EU 全体の株式市場の発展を目指しているといえよう。

小括

本章では、世界金融危機以降 EU が実施している資本市場同盟（CMU）に残された課題について、EU 株式市場の動向と統合度の考察をもとに検討した。本章の結論として、EU 株式市場の現状を金融統合の視点から整理したうえで、資本市場統合の完成のために克服すべき課題についてまとめた。

EU の株式市場は、統合が進む大規模株式市場を持つ西欧諸国（連結（リンク）・競争（再

²⁴⁹ European Commission and Oxera [2020], Section 13 を参照。

²⁵⁰ European Commission [2022], “Questions and Answers on the Commission's new proposals to make clearing services in the EU more attractive,” December 7th. (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_22_7350, 最終閲覧日：2025 年 1 月 6 日) 改正案には、CCP が取り扱う金融商品を新たに認可する場合の手続き簡素化、欧州証券市場監督機構（ESMA）の監督強化といった施策が盛り込まれている。

²⁵¹ European Commission [2020e], p.13.

編・統合)モデル)と、個々に独立した小規模の市場に留まる東欧諸国(ローカル・独立モデル)の2つに分かれている。西欧諸国では取引所やCCPなど市場インフラの統合・再編が進む一方、東欧諸国では市場インフラも各国ごとに整備されている。これは、EU域内では株式市場の制度的な統合が完成していないこと、特に東欧諸国が分断されていることを意味する。

こうした株式市場インフラの整備状況の違いは、株式市場の取引規模に顕著な差をもたらすだけでなく、域内市場統合の高度化も妨げている。EU域内ではクロスボーダー株式保有にホームバイアスが確認され、株式リターンの国別分散も世界金融危機以前の水準まで回復していない。さらに、西欧諸国では国境を越えた株式取引が活発で株式市場の流動性も高い一方、東欧諸国では株式保有におけるホームバイアスの高さと市場流動性の低さが確認されている。

以上からも、域内株式市場の統合をEU全体で推し進めていくことが必要である。市場インフラ面では、東欧諸国ではCCPなど株式市場インフラの統合・再編を通じて西欧諸国と相互接続することにより、クロスボーダー株式取引をEU全体で促進することが重要となる。証券市場インフラがEU株式市場にもたらす課題に対し、CMUではCCPやCSDを対象とした対策を提案している。

CMUは2014年の立ち上げ当初、6つの目標(2017年の『中間報告』では7つに増加)が掲げられ、政策全体としての意義が把握しづらいものであった。しかし『新行動計画』では、CMUの目標は3つに集約され、域内資本市場の統合も目標の1つとして重要視されている。この目標のもとで、CMUは競争的な市場インフラの整備や残存障壁の除去等の施策を通じて、クロスボーダー証券取引の活性化を目指している。CMUのこの姿勢は、EUが依然として金融統合の論理を貫きつつ、域内市場の形成を試みていることを示唆している。

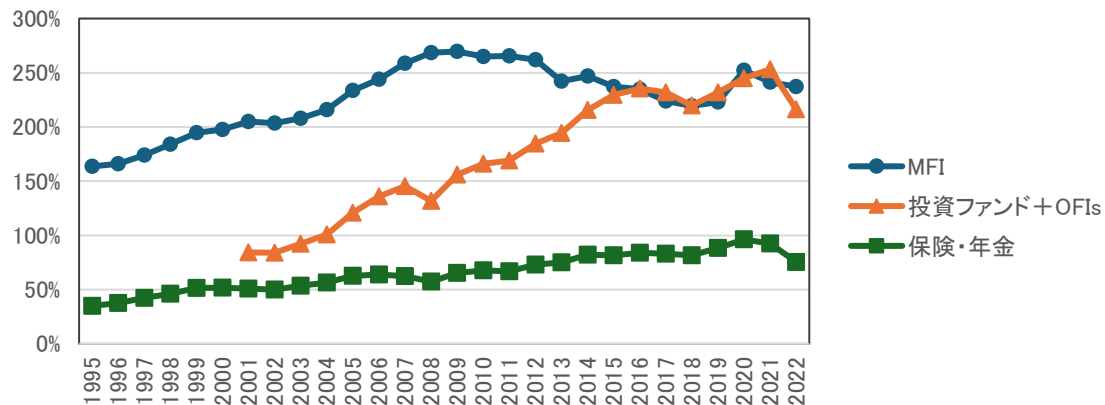
CMUは立ち上げから10年が経ったものの、なおも多様な施策に取り組んでおり、資本市場統合は制度的にも完成途上にある。一連の取り組みが法制度化した後は、CMUがEU株式市場の統合に果たした成果や課題について改めて検討する必要があるが、このことは今後の課題としたい。

補論 ノンバンク金融仲介（NBFI）の拡大と EU 株式市場への役割

1. EU 金融システムにおけるノンバンク金融仲介（NBFI）の拡大

EU では世界金融危機以降、EU 金融システムでは「ノンバンク金融仲介」（NBFI: Non-bank financial intermediaries）の台頭がみられている。図表補-1 は EU 域内の金融部門ごとの総資産額の推移（GDP 比）である。世界金融危機以前、EU の金融システムでは銀行（MFI）が金融仲介機関として強い存在感を示しており、特に 2000 年代中頃からバランスシートは急速に膨張した。しかし、金融危機以降、銀行の規制・監督の強化（第3章参照）により、銀行はリスク資産の過剰な保有に制限がかかり、その結果として銀行の資産規模は停滞している。

図表補-1 EU 域内金融部門の総資産（GDP 比）



出所：Eurostat より筆者作成。

一方、NBFI は金融危機終息後も資産規模を拡大させている。特に投資ファンドと OFIs（Other Financial Institutions）のバランスシートの拡大は著しく、2015 年以降は銀行の資産規模に並んでいる。このように、金融危機以降、EU 金融システムにおける NBFI の相対的地位の上昇がみられている。EU も CMU 立ち上げ当初から、保険会社や年金基金、投資ファンドなどの機関投資家が株式市場での投資や域内クロスボーダー投資に果たす役割に注目していた²⁵²。

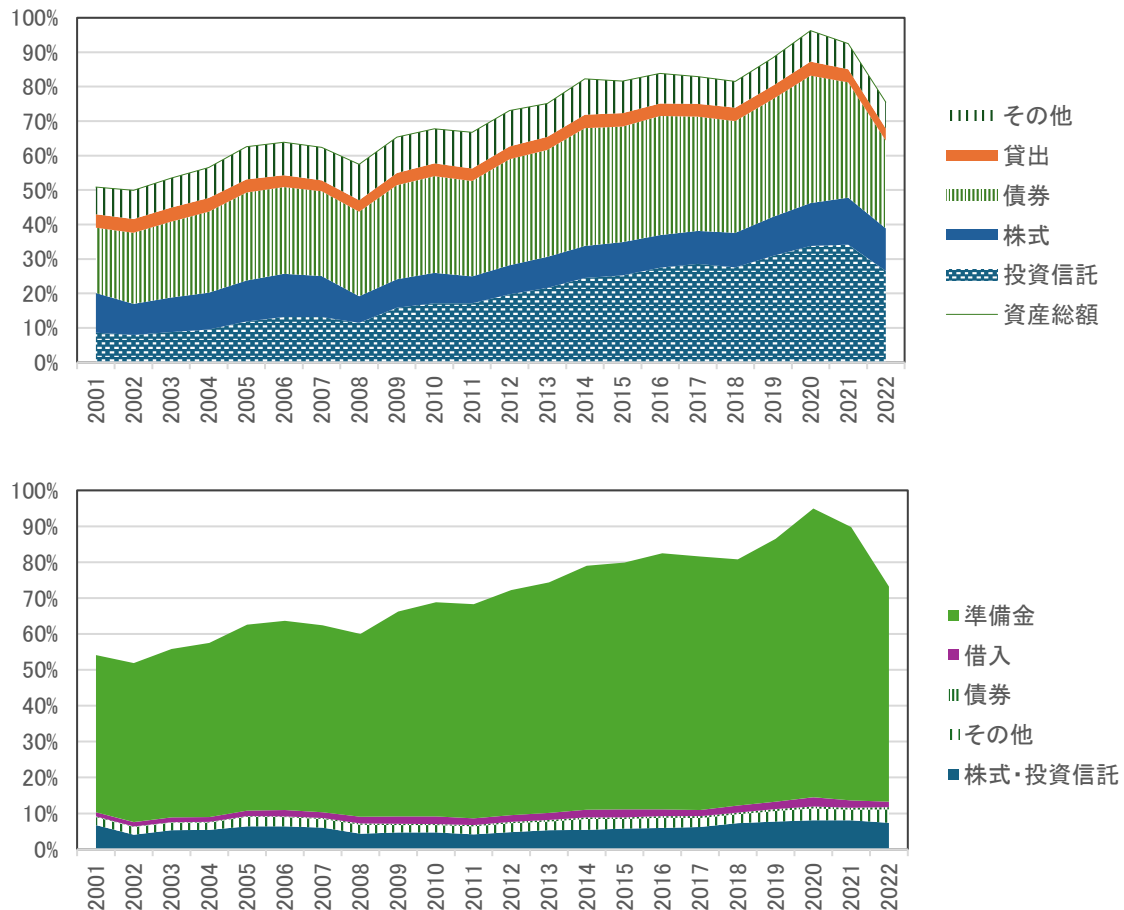
一方で、ECB が NBFI と呼んでいる金融部門は、年金基金・保険会社、投資ファンド、その他のノンバンク金融機関（OFIs: Other Financial Institutions）とそれぞれ性質の異なる金融機関をひとまとめにしている。それぞれが株式市場やクロスボーダー投資に果たす役割も異なると予想されよう。

したがって、補論では、NBFI を保険会社と年金基金、投資ファンド（MMF 除く）、OFIs

²⁵² European Commission [2015b], p.20.

の3部門に分け、バランスシート構造や国境を越えた投資について把握することで、EU株式市場に果たしている役割を解明し、そのうえでNBFIとCMUとの関係を考察する。

図表補-2 EU域内の保険会社・年金基金の金融資産（上）・負債（下）総額（GDP比）



出所：Eurostat より筆者作成。

2. ノンバンク金融仲介（NBFI）のEU株式市場への役割

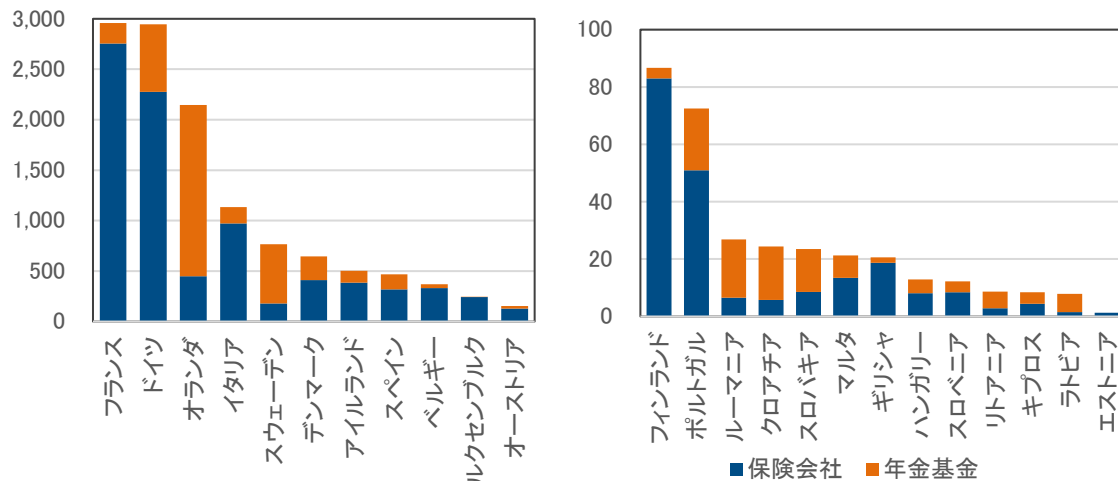
（1）保険会社・年金基金：株式投資の相対的地位低下と投資ファンドへの資金提供の増加

図表補-2は、EU域内の保険会社・年金基金のバランスシートの規模（GDP比）と構成である。保険・年金部門のバランスシートは年々拡大しており、その規模は2001年（GDP比で50.9%）から2020年（96.3%）までの間に約2倍まで拡大している²⁵³。資金調達、運用の構造について、まず資金調達を見てみると、大半は人々から受け入れている保険料と年金、すなわち準備金（technical reserve）から成る。他方、資金運用を見てみると、2022年時点で株式での運用はGDP比の10%程度である。この水準は過去20年間で大きな変化

²⁵³ 2022年以降は金利の上昇に伴う債券価格の下落と、投資ファンド持分の価値減少により、年金・保険のバランスシートは縮小している（ECB [2024c], p.30）。

がない一方、バランスシート全体は拡大しているため、これは保険・年金では運用全体に占める株式投資の割合が低下していることを意味する。また、債券と投資ファンド持分（investment fund shares/unit、投資ファンドへの投資・出資を指す）がそれぞれ資産額全体の3割を占めており、そのうち投資ファンド持分の構成比は年々増加している（後述）。

図表補-3 EU各国の保険・年金の資産額（10億ユーロ）



出所：Financial integration and structure in the euro area: Statistical annex、Eurostat より筆者作成。
注：ポーランド、チェコ、ブルガリアのデータ無し。エストニアの年金基金のデータ無し。

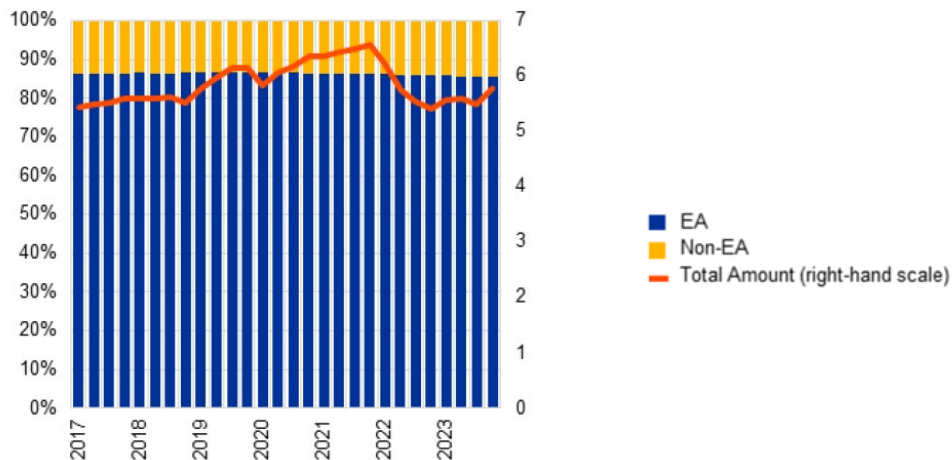
他方、EU 域内の保険・年金の市場規模は、国ごとに違いがみられる。図表補-3 は各国の保険および年金の資産額を見ているが、保険会社はフランス、ドイツ、イタリアに集中しており、年金基金はオランダが大半を占めており、それぞれ総資産額は1兆ユーロを上回っている。他にも保険会社を中心に数千億ユーロの総資産を有する国（アイルランド、スペイン、ベルギーなど）がある一方で、南欧・東欧諸国では対照的に資産規模が小さい。保険・年金サービスの提供は主に国内向けとされており、したがって、ユーロ圏内でも年金・保険市場の発展度合いは、国ごとに大きく違いがみられる。その上、保険会社・年金基金が株式市場での投資に占める割合も国ごとに異なっており、大規模な株式市場を持つ西欧では時価発行額全体のうち30%を占めるのに対し、東欧では9%にとどまっている²⁵⁴。

次に、保険・年金がどれだけ域内に証券投資をしているのかを見ていく。図表補-4 は、ユーロ圏内の保険会社・年金基金が保有する証券について、発行した地域をユーロ圏内・圏外に分けて示している。ユーロ圏内の保険会社・年金基金は2023年末時点で6兆ユーロの証券投資をしており、そのうち、ユーロ圏内での証券投資は8割以上と大半を占めている。上述の通り、保険・年金による証券投資のうち、多くは債券が占めているため、保

²⁵⁴ European Commission and Oxera [2020], p.155. なお、東欧諸国での保険・年金による投資の低迷の要因について、東欧諸国の保険会社・年金基金に課される資本要件（保険会社へのソルベンシーII や各国金融当局が課すソルベンシー・マージンなど）や会計上の規定が厳格であることを挙げている。

図表補-4 ユーロ圏内（EA）保険会社・年金基金の保有証券の地域別構成

(左軸：構成比、右軸：1兆ユーロ、四半期ごと)



出所：ECB [2024b], p.31.

険・年金によるユーロ圏内企業への株式投資の貢献は限定的といえよう。

なお、保険・年金による株式投資は長期的な保有による配当収入の獲得を基本としているため、株式市場の流動性に大きなインパクトを及ぼさないことが考えられる。一方、2001年以降、保険・年金の資金運用手段として徐々に拡大しているのが投資ファンド持分であり、2001年は8.6%（GDP比）から2020年には33.8%へと増加した（図表補-2）。この動きは、金融機関間で資金融通を行う複雑な運用・調達の構造を現すものだが、同時に、保険会社と年金基金は投資ファンドにアクティブ投資を肩代わりしてもらっている、とも解釈できる。

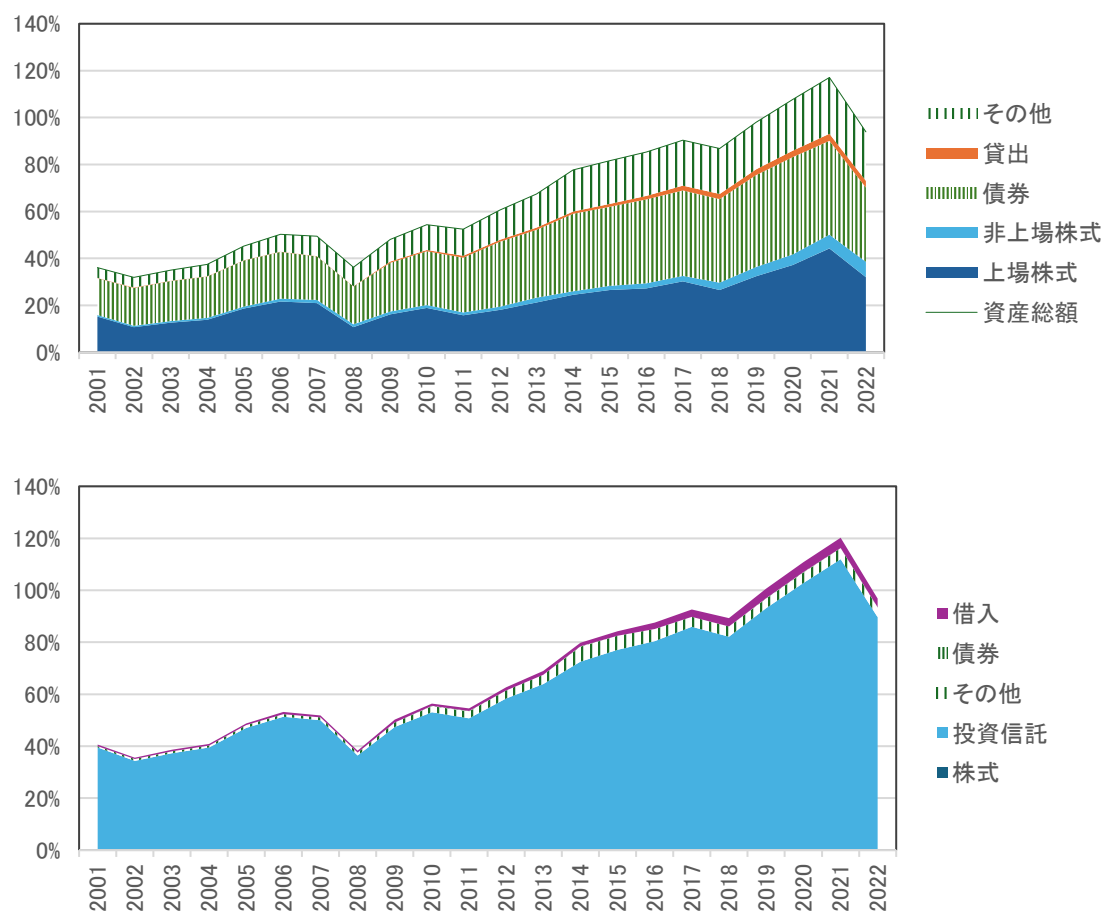
(2) 投資ファンド：株式投資には積極的だが域外投資が増加

図表補-5はEU域内に所在する投資ファンドの金融資産・負債の規模と構成である。世界金融危機以降、投資ファンドの資産規模は年々拡大し、2019年以降はEU域内GDPを上回るまでに至っている。2022年時点での資金調達、つまり金融機関からの出資・投資と、家計から投資信託として受け入れた資金が大半を構成している。前項で見た保険会社・年金基金の投資信託もこのうちに入る。一方、資産構成は上場株式と債券がそれぞれ3分の1を占めており、証券投資が主要な運用手段であることが分かる。

図表補-6はEU域内の投資ファンドにおける金融資産の国別の内訳である。EU域内の投資ファンドはルクセンブルグが最も金融資産のシェアが多く、全体の1/3を占める。次いでアイルランド、ドイツ、フランスと続く。投資ファンドも保険会社・年金基金と同様、特定国に集中している傾向にある。

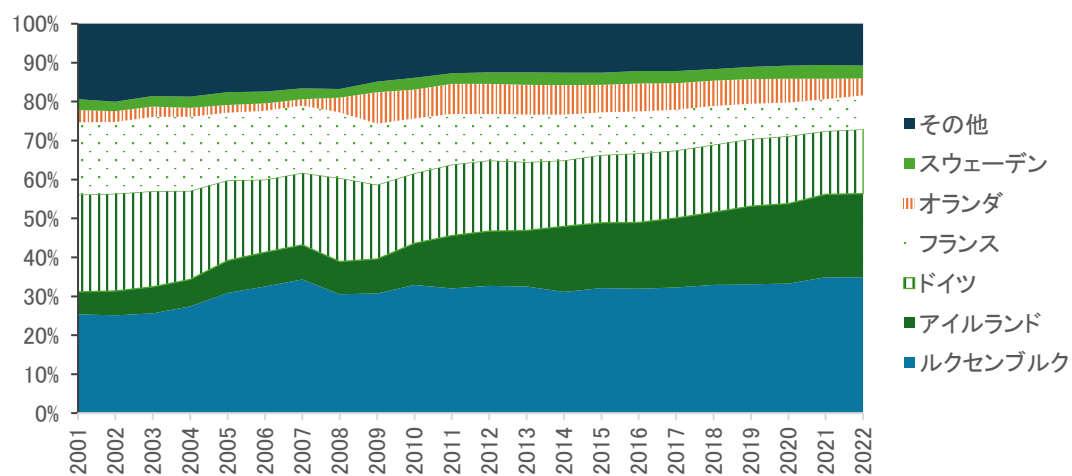
ECBでは、ユーロ圏内投資ファンドの種類別資産シェアを定期的に公表している（図表補-7左）。債券投資を主とする債券ファンドは2010年代に入って徐々にシェアが低下して

図表補-5 EU 域内の投資ファンドの金融資産（上）・負債（下）総額（GDP 比）



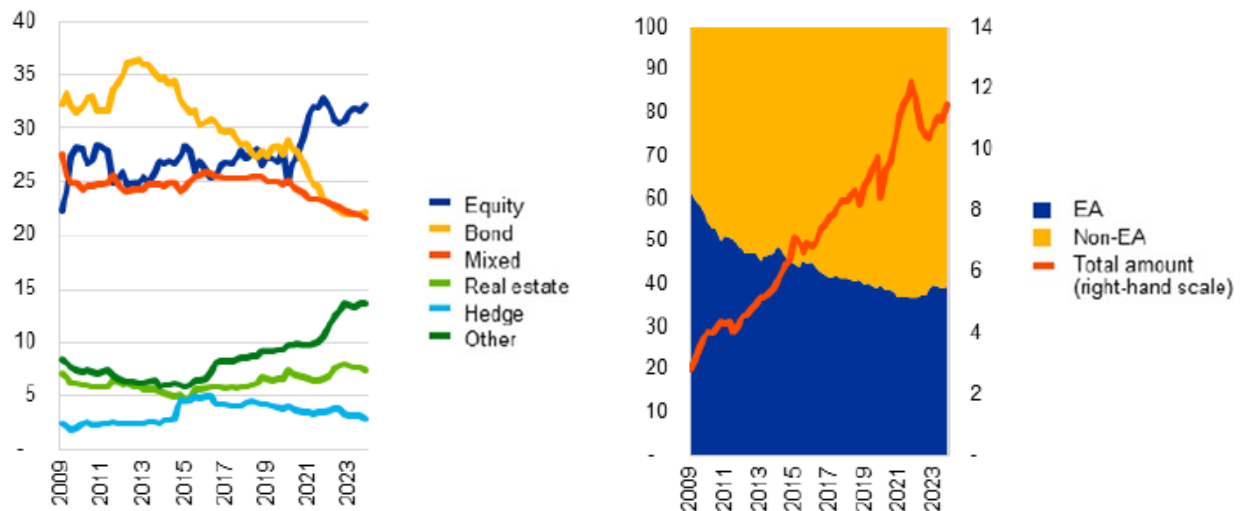
出所：Eurostat より筆者作成。

図表補-6 EU 域内の投資ファンドの国別構成比



出所：Eurostat より筆者作成。

図表補-7 ユーロ圏投資ファンドの分野別資産シェア（左）・保有証券の地域別構成（右）



出所：ECB [2024c]. p.30.

注：右図の EA はユーロ圏を指す。左図の軸は%。右図の左軸は構成比、右軸は金額で単位は 1 兆ユーロ。

いる一方、上場株式や上場投資信託（ETF）へ投資する株式ファンドは 2021 年以降、シェアが最大となり、ユーロ圏投資ファンド全体の 3 分の 1 を占めている。

このように、EU 域内での投資ファンドの規模は拡大しつつあるが、投資先はユーロ圏ではなく圏外企業を増やしつつある。図表補-7 右は、投資ファンド保有証券の地域別構成である。地域は図表 5-21 同様、ユーロ圏と非ユーロ圏に分けている。2009 年から 2023 年までにユーロ圏内の投資ファンドが保有する証券は 3 兆ユーロから 12 兆ユーロ弱へと、およそ 4 倍に拡大している。その一方、ユーロ圏内発行の証券のシェアは、同期間中に 60% から 40% へと低下し、非ユーロ圏発行の証券の保有が上回っている。また、ユーロ圏内の証券保有のうち、投資ファンド所在国以外のユーロ圏の保有割合は 2023 年末時点で 2 割程度であり、国内と同水準である²⁵⁵。

なお、投資ファンドは売買差益によるキャピタル・ゲインの獲得を目的としてアクティブに株式取引をしている。したがって、株式市場の流動性を高める役割を果たすことが考えられる。近年では、小規模投資家による投資信託の運用増加を背景に、EU の投資ファンドでは株価指数等を用いて運用するインデックス・ファンドが徐々に増加しているものの、依然としてアクティブ運用の投資ファンドが大勢を占めている²⁵⁶。

一方で、2016 年以降、投資ファンド全体の総資産額のうち、その他投資ファンドの割合が徐々に拡大している（図表補-7 左）。この中にはプライベート・エクイティ（PE）ファン

²⁵⁵ ECB [2024a], p.19.

²⁵⁶ European Commission [2024], pp.20-21. EU 域内の投資ファンドの構成をアクティブ投資ファンドとインデックス・ファンドに分けて見ると、インデックス・ファンドのシェアは 2009 年の 8% から 2023 年に 24% へと 3 倍に増加している。

ドやプライベート・クレジット（PC）ファンドも含まれている。このように、投資ファンドのシェアからも未公開市場の拡大を窺い知ることができる。また、EU に拠点を置く PE ファンドの純資産（net assets）総額は 2022 年時点でおおよそ 9,500 億ユーロであり、そのうち約 70%はルクセンブルグ拠点の PE ファンドに集中している²⁵⁷。PE ファンドによる資金調達・運用の構造については、次項で見ていく。

（3）その他のノンバンク金融機関（OFIs）：PE ファンドとの関係とレバレッジ膨張の複雑な構造

「その他のノンバンク金融機関（OFIs）」は、欧州国民経済計算（ESA: European System of Accounts）における金融機関の分類である、その他金融仲介機関（Other Financial Intermediaries）、金融補助機関（Financial Auxiliaries）、専属金融機関及び貸金業者（Captive Financial Institutions and Money Lenders、以降 CFI と表記）の総称である²⁵⁸。「その他金融仲介機関」は、貨幣、預金、投資ファンド持分以外の形態で資金を調達して金融仲介に従事する金融機関であり、証券化に係わる特別目的会社（SPE）やリース会社、証券ディーラー、中央精算機関（CCP）などが挙げられる²⁵⁹。「金融補助機関」は金融仲介に密接に関連する活動に従事しているが、自らは金融仲介を行っていない金融機関を指し、保険コンサルタントや証券ブローカー、ファンドマネージャー、預金保険制度など金融商品の保証をする機関、証券取引所、決済機関などが挙げられる。「専属金融機関及び貸金業者（CFI）」は、上記 2 つの金融機関が提供するサービスに従事せず、自ら保有する資産または負債の大部分が公開市場で取引されていない機関を指す。これには、ペーパーカンパニー（brass plate company）や持株会社、コンデュイット、貸金業者（貸与型奨学金なども含まれる）などが挙げられる²⁶⁰。

図表補-8 は EU における OFIs の金融資産・負債の規模と構成を見ている。金融資産の規模は 2000 年代から急速に膨張し、ピーク時の 2016 年には GDP 比 150%に迫る水準まで拡大した。その後、若干減少しているものの、2022 年時点で 120%を超えており、非常に大きな規模を持つ。資産構成は 2022 年時点で株式が全体の半分を占め、そのうち大半は未公開（非上場＋その他）株式である。次いで貸出が全体の 4 分の 1 を占めている。負債の

²⁵⁷ ESRB [2024], pp38-39. なお、プライベート・クレジット（PC）ファンドの純資産は EU 全体で約 350 億ユーロであり、そのうち 7 割超はルクセンブルグ拠点の PC ファンドによるものである。

²⁵⁸ 本章での金融機関の呼称は一部、日本銀行が公開している「資金循環統計の解説」などの資料に記載されている日本語訳を採用している。なお、今日の日本の資金循環統計では、専属金融機関は地方公共団体金融機構などデータ追跡可能な公的専属金融機関に限って計上しており、専属金融機関の一部（金融持株会社など）と金融補助機関を合わせたものを「非仲介型金融機関」と分類し、計上している。

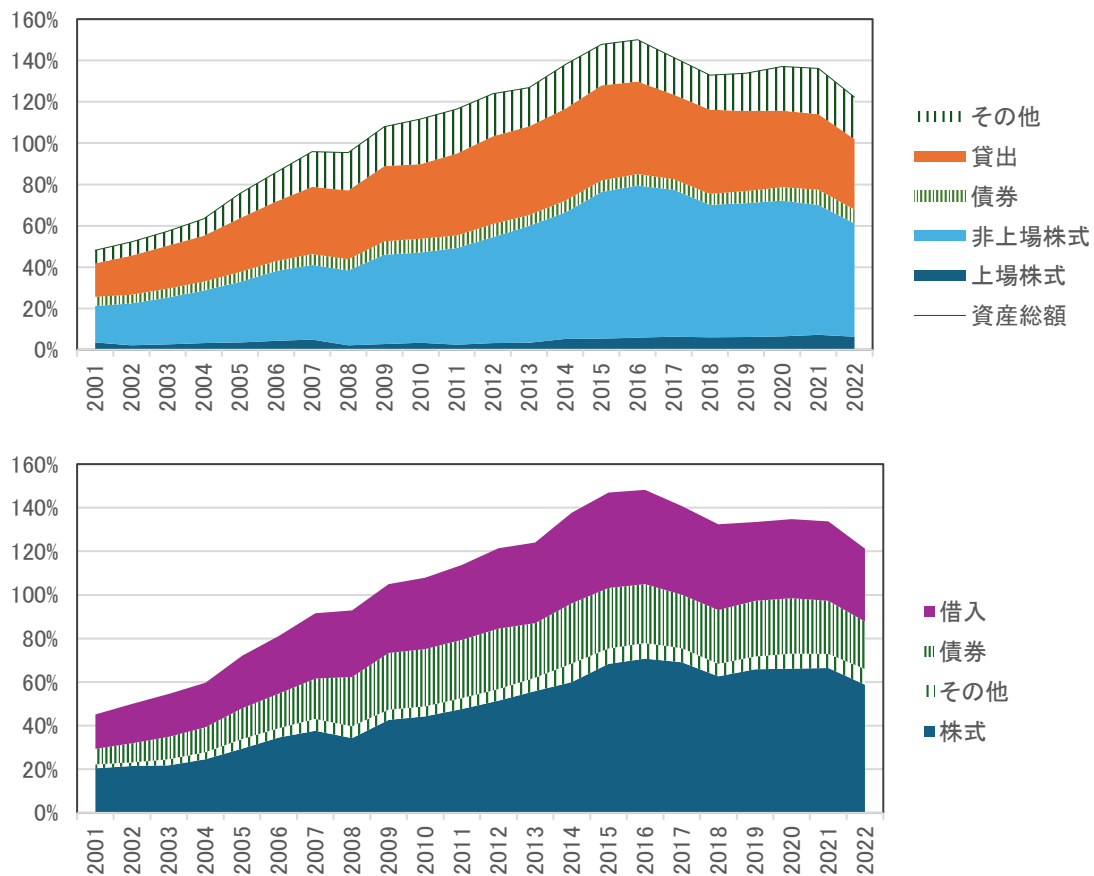
²⁵⁹ 各金融機関の概要については、ESRB [2016], p.4 および、Eurostat が公表している欧州国民経済計算の説明（<https://ec.europa.eu/eurostat/esa2010/chapter/view/2/>、最終閲覧日：2024 年 9 月 18 日）に基づいている。

²⁶⁰ CFI は多様な金融機関によって構成されているが、データの不足により、それぞれの内訳を公表している国はルクセンブルグなど EU 域内でもかなり限られている。とはいえ、CFI はバランスシート上の規模も大きく、多様な種類で構成されているため、ESRB はマクロ・ブルーデンスの観点から各国間のデータのギャップを埋めていく必要があると指摘している（ESRB [2024], pp.61-62）。

構成は株式や債券、借入など多様であり、準備金や投資ファンド持分が大半であった保険・年金や投資ファンドとは対照的である。

図表補-9 は OFIs 資産額で見た国別の構成である。2022 年時点でルクセンブルグとオランダの OFIs が EU 全体の約 6 割を占め、次いでアイルランド、ドイツ、イタリア、フランスと続いている。さらにオランダとルクセンブルグでは、そのほとんどは専属金融機関及び貸金業者（CFI）であり、OFIs 全体のほぼ半分を占めている。このように、OFIs も特定国の特定の金融機関に資産が集中している。

図表補-8 EU 域内 OFIs の金融資産（上）・負債（下）総額（GDP 比）

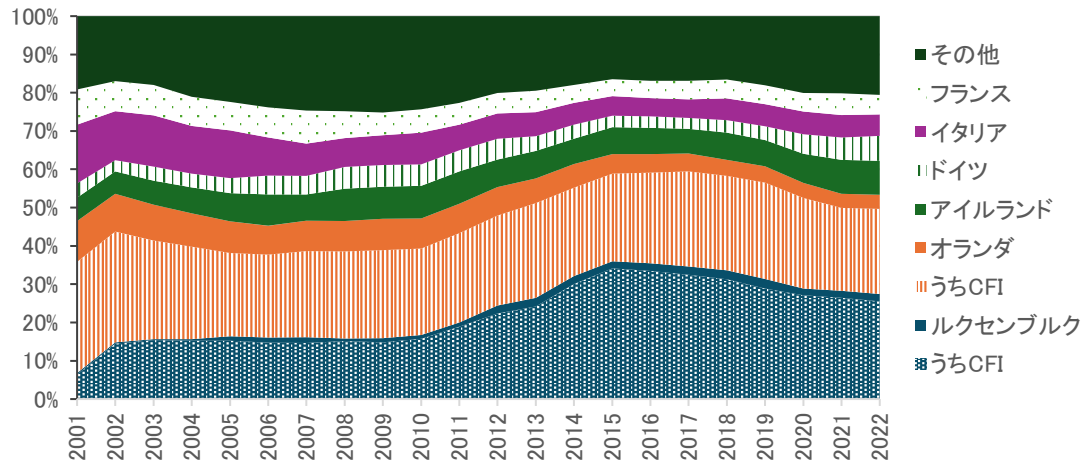


出所：Eurostat より筆者作成。

CFI は保有する資産・負債が公開市場で取引されていない金融機関とされるが、実際にどのような業務に従事しているのか。Di Filippo [2023]は、ルクセンブルグにおいて、CFI が PE ファンドによる企業の買収に深くかかわっていることを指摘している。図表補-10 は、PE ファンドが CFI を利用して企業を取得するまでの流れである²⁶¹。ファンドマネージャ

²⁶¹ PE ファンドの資金調達、運用についての詳細は Di Filippo [2023], pp.9-15 を参照。なお、不動産投資信託（REIT）など不動産投資ファンドも類似の仕組みで資金調達、運用をしている。

図表補-9 EU 域内の OFIs の国別構成比



出所：Eurostat より筆者作成。

一や PE ファンド運営会社（general partner: GP と呼ばれる）がファンドを立ち上げ、保険会社や年金基金、投資ファンドなどの投資家（limited partner: LP と呼ばれる）からの出資・融資を受ける。この資金を元手に PE ファンドはターゲットとした企業を買収・取得（M&A）するが、その際、複数の CFI（NewCos と呼ばれる）を立ち上げる。こうして多層状・垂直的に構築された CFI の間で、グループ内融資・出資を行い、さらに外部の投資家に対して劣後債を発行したり、融資を受けたりして、買収に必要な資金を増大させたのち、企業の株式を買収し、未公開化する。その後、企業価値を高めたうえで再度上場もしくは他の企業に売却する出口戦略をとることで、PE ファンドは収益を獲得する。

ルクセンブルグは法人税が他国と比べて低く、また源泉徴収税がゼロであるなど税負担が低く、したがって外国企業が租税を回避する「タックスヘイブン」としても知られる。投資ファンドにおいても、米国系ファンドがルクセンブルグを拠点に置く動きがみられている。ルクセンブルグ国内の CFI を保有する事業者のうち、米国由来のものは 47.5%（2014 年末－19 年末平均）と半数近くを占め、次いで英国（11.8%）が続く²⁶²。すなわち、米国系の PE ファンドがルクセンブルグに拠点を構え、CFI を経由して EU・ユーロ圏の企業を買収していることを意味する²⁶³。前節で EU 域内での未公開株式市場の発展について見てきたが、この背景には米系の PE ファンドの存在が大きいことが考えられる。

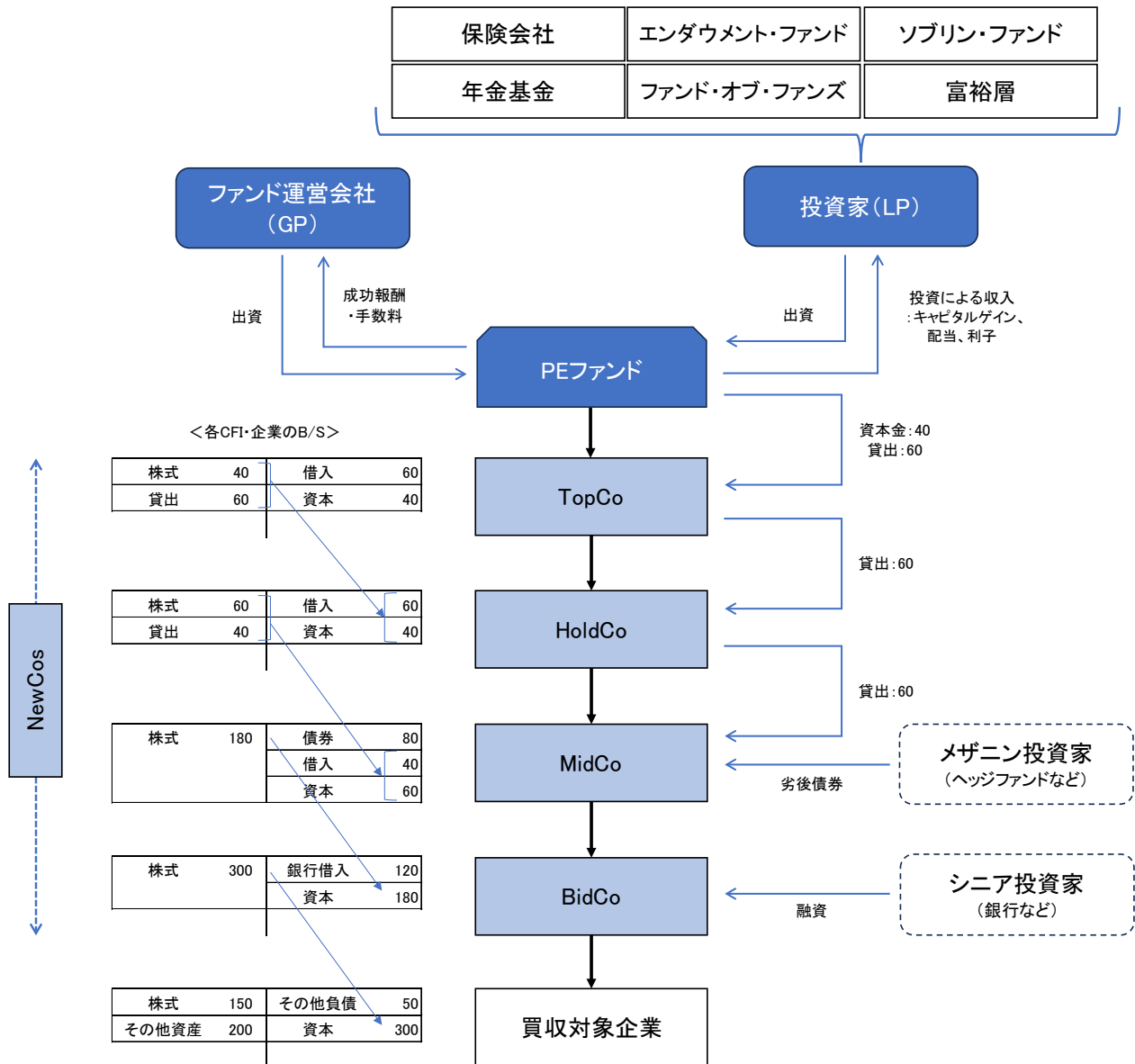
なお、外部からの資金調達では、下層になるほど返済の優先度の高いシニア債務になる構造になっているため、最下層の CFI である BidCo に対し民間銀行が融資することもある。以上のように、複数の CFI が多層になって企業買収に必要な資金を調達することで、PE ファンドは投資家から受け入れた出資金の何倍にもレバレッジを拡大可能にしている。その

²⁶² Di Filippo and Frédéric [2020], p.25.

²⁶³ Di Filippo [2023], p.44.

際、貸付債権を担保にした劣後債の発行や銀行からの融資を通じて外部資金を確保しているため、レバレッジはより複雑な構造をもって拡大している。

図表補-10 PE ファンドによる企業への投資と CFI の関係



出所：Di Filippo [2023], p.13 を筆者一部修正。また、渡邊考記・五十嵐公輔・稲場広記 [2018]、「最近のプライベート・エクイティ・ファンドの増勢について」、『日銀レビュー』、4月、pp.1-5 も参考にした。
注：バランスシートや資本、貸出に示した数字は一例である。

そのうえ、2010年代後半から欧州企業による米国株式市場での上場の増加が指摘されているが、その一因として米系PEファンドの存在が指摘されている²⁶⁴。上場後の株価の上

²⁶⁴ Euronews [2023], “The great delisting: Why European companies are moving to US exchanges,”

昇が見込まれる米国の巨大株式市場は、欧州企業にとって魅力的であり、かつ IPO を目指す欧州企業の多くを米国拠点のベンチャー・キャピタルや PE ファンドが保有していることもあり、米国での上場が選択されやすくなっている。

他方、設立されたそれぞれの CFI は様々な性格を持つ²⁶⁵。例えば、最終的に企業の M&A を実施する BidCo は持株会社の役割を果たす。また、MidCo が発行する劣後債は、融資先である BidCo の運用実績が債務返済の原資になるため、BidCo への貸付債権を担保とした資産担保コマーシャル・ペーパー (ABCP) やローン担保証券 (CLO) といった債券になる。したがって、MidCo のバランスシートはコンデュイットと同様のものになる。また、TopCo は HoldCo に、HoldCo は MidCo に出資・融資するため、これらはグループ内融資を行う持株会社としての性格を持つ。こうして様々な特徴を持つ CFI が多数設立されるため、EU 域内の OFIs では CFI のバランスシートが拡大していると考えられる。

しかしながら、この仕組みによる未公開会社への投資は、CFI 自らが投資をしているわけではない。あくまで PE ファンドが主体となって実施しているものであって、CFI による企業買収による株式の取得は、あくまで PE ファンドの指示を受けて肩代わりしているに過ぎない。今回の事例で登場した CFI は自分自身の意思を持って資金運用をしておらず、文字通り PE ファンドに「繋がれた」(captive) 金融機関であるといえよう。

3. ノンバンク金融仲介機関 (NBFI) と資本市場同盟 (CMU) の関係

補論では、ノンバンク金融仲介 (NBFI) が EU 株式市場に果たす役割について見てきた。最後に、それぞれの NBFI と資本市場同盟 (CMU) との関係についてまとめたい。

保険会社や年金基金は、銀行の要求払預金と異なり、顧客から長期の資金を受け入れるため、保険・年金部門は期間のミスマッチを気にせず長期的な投資が可能となる。そのため、CMU も当初から、企業の設備投資や長期事業の資金調達を支える主要な投資家として、株式市場での保険会社と年金基金の役割を重要視していた²⁶⁶。しかし、保険・年金部門の資金運用に占める株式投資の割合は減少している。この点について EU 側も問題視しており、CMU でも保険会社による株式投資を促すために、長期投資に関するソルベンシーII の資本要件を緩和する施策を提案している。

EU 域内の保険・年金部門では、東欧の年金・保険市場の規模は、西欧と比較して発達していない。European Commission and Oxera [2020]は、東欧諸国の株式市場の流動性が低い要因として、CCP 等市場インフラの林立 (本章第3節参照) の他にも、国内の民間年金・保険市場の未発達により自国の機関投資家の基盤が弱いことも指摘している²⁶⁷。したがって、東欧での民間年金および保険の提供を推し進めていく必要があるとし、EU は CMU の

23rd November. (<https://www.euronews.com/business/2023/11/23/the-great-delisting-why-european-companies-are-moving-to-us-exchanges>, 最終閲覧日: 2024 年 9 月 18 日)

²⁶⁵ Di Filippo [2023], pp.14-15.

²⁶⁶ European Commission [2015b], p.20.

²⁶⁷ European Commission and Oxera [2020], p.203.

施策を通じて汎欧州の個人向け年金商品の発展を後押しすべきだとしている²⁶⁸。

他方、保険・年金部門では投資ファンドへの資金提供がみられる。保険会社と年金基金は証券の長期投資に果たす役割を低下させている一方で、投資ファンドに肩代わりしてもらう形で、間接的に積極的な投資に関わっていると解釈できる。EUの保険・年金部門で見られる金融資産構成の変化について、その要因の解明は今後の課題としたい。

ユーロ圏の投資ファンドでは、株式投資ファンドが存在感を高めているものの、投資ファンドは近年、非ユーロ圏への証券投資を増やしている。投資ファンドが近年ユーロ圏内ではなく圏外に積極的に投資していることの要因についても、今後の課題としたい。

なお、投資ファンドがユーロ圏内への投資を増やせば、域内の株式市場に流動性を提供する余地はあると考えられる。EUもCMU『行動計画』公表当初から、投資ファンドの国境を越えた投資を促進する役割に注目しているが、同時にUCITSの市場は各国で分断していると指摘しており、各国ごとの税制の違いや参入障壁を除去し、クロスボーダー投資を促していくための施策を提案している²⁶⁹。

また、ユーロ圏の投資ファンドでは、未公開株式に投資するPEファンドも存在感を高めている。PEファンドは成長段階にある中小企業の資金調達を後押しする役割を果たす。CMUは域内での企業やイノベーションを促すために、ベンチャー・キャピタルの投資促進策を積極的に実施してきた。

一方で、PEファンドは、企業を取得するまでに、OFIsを駆使しながら多様な投資家から資金を集めてレバレッジを拡大する複雑な構造を組み上げている。ECBや欧州委員会も、PEファンドを含むNBFIがレバレッジを膨らませることで、金融システムの不安定性に影響を及ぼさないか、マクロ・プルーデンスの観点から注目している²⁷⁰。資本市場の活性化を目指すCMUだが、ノンバンク金融仲介の拡大により、EU金融システムに及ぼす影響を今後も注視していく必要があるが、この点は今後の課題としたい。

以上の通り、NBFIはそれぞれ株式市場で果たす役割が異なるため、CMUとの関係も多様である。なお、一連のCMUの施策は依然として整備途中であるため、CMUによってNBFIがEU金融システムにも変容をもたらすのかについては、今後も引き続き注視していきたい。

²⁶⁸ *Ibid.*, p.240.

²⁶⁹ European Commission [2015b], p.20.

²⁷⁰ 詳細は ECB [2024b], pp.82-88、および European Commission [2024a], Chapter 2 を参照。

結びに代えて

本研究は、世界金融危機・ユーロ圏債務危機以降の EU が実施している金融統合の取り組みに着目し、金融危機以降の EU 金融統合の実態と課題について検討・考察した。ここでは本研究の結論として、これまでの議論を要約し、本研究が解明したことについて提示する。

まず、本研究はそれぞれの章で以下について考察した。第 1 章では、世界金融危機以降の EU 金融統合の特徴について、金融統合の歴史的展開や統合の経済的論理も踏まえつつ、経済統合論の観点から概観した。次に、金融システム論による考察として、資金循環統計を用い、世界金融危機以降の EU の金融システムに見られる変化や特徴について把握を試みた。

第 2 章では、2000 年代以降、EU が取り組みを進めてきたリテール決済市場統合（単一ユーロ決済圏（SEPA）とリテール決済サービス市場）の成果と課題を考察した。そのために、市場統合を分析する枠組みである数量面・価格面の各種指標を用いて、EU リテール決済市場の統合度を検討、考察した。

第 3 章では、一連の金融危機とその後の銀行制度改革（B/S や流動性の規制と、域内の銀行監督制度）が、金融危機後の EU 銀行業にもたらした影響について、個別銀行をもとに分析・検討した。このうえで、危機以降の銀行市場・金融システムについて、統合論の視点も踏まえつつ、どう位置付けられるのか検討した。

第 4 章では、EU が新型コロナ危機の際に実施した 2 つの対応「緊急時失業リスク軽減のための一時的支援策（SURE）」と復興基金「次世代 EU」において、その資金調達のために EU 自身が発行した域内共同の債券（EU 債）について、その特徴や目的を明らかにしたうえで、EU の金融市場統合・通貨統合にとっての意義を検討した。

第 5 章では、EU が実施している資本市場活性化策「資本市場同盟」（CMU）について、EU の株式市場に着目し、当該市場の動向や統合度の考察を通じ、CMU の今後の実現可能性や課題を検討した。加えて、補論として、世界金融危機以降、EU 金融システムで相対的に地位が向上しているノンバンク金融仲介に着目し、EU 株式市場に果たしている役割を考察した。

以上より、本研究が取り上げた 4 つの取り組みを通じて解明したことを、序章で挙げた 3 点の課題をもとに示す。

まず第 1 に、EU は世界金融危機以降の金融統合をどのように推し進めているのか、法制度面での特徴を考察した。世界金融危機・ユーロ圏債務危機によって EU では域内の金融法制度およびユーロの制度上の問題点が露呈したが、その克服のための危機対策や制度改革を、統合の深化やより調和した制度整備を通じて推し進めている。この制度面での変化は、世界金融危機以降、銀行の規制監督に関連する法制が、最低限調和・相互承認に基づく指令から、改正預金保険指令や資本要件規則など「単一規則書」を通じて規則や一層調和した指令へと強化されている点や、欧州銀行監督機構（EBA）や銀行同盟など EU・ユーロ圏レベルでの銀行監督制度が構築されている点に現れている（第 3 章）。また、新型コロナウイルス

スの蔓延を受けて実施された経済対策では、EU 財政を大規模に動員し、そのために必要な資金は欧州委員会が自ら EU 債を発行して調達している。この EU 債は、EU が直面した経済危機を財政統合の深化によって克服を試みたことを、金融面から特徴づけるものである（第 4 章）。

他方、この統合の方法論は、その後危機が終息し、経済成長を目的に金融統合の完成を目指す平時の局面でも見られている。リテール決済市場統合では、EU 域内の預金通貨によるユーロ建ての決済を単一のフォーマットで行うよう規則で義務付けることで、「単一ユーロ決済圏」(SEPA) を最終的に構築した。また、カード決済の手数料の 1 つであるインターチェンジ手数料も、規則によって域内で平準化した。このように、リテール決済分野では、統合が進まないことで生じる市場の非効率性を、規制の強化によって是正しようとする姿勢がみられている（第 2 章）。また、資本市場活性化策である「資本市場同盟」(CMU) では、企業の株式上場に関わるコスト削減策や残存障壁の除去による域内資本市場の完成など多種多様な施策が講じられている。そこでは、規則による EU 法の整備も数多く見られるほか、欧州証券市場監督機構 (ESMA) が関与して資本市場関連規制の一層の域内調和や、市場監督の収斂を図ることも提案されている（第 5 章）。

第 2 に、世界金融危機以降、EU 金融市場は統合しているのか、金融統合に向けた一連の取り組みの成果と課題について、域内市場の統合度の面から検討した。リテール決済分野では、SEPA と決済サービスに関する法体系の単一化により域内市場が形成された。その結果、2010 年代以降、当該市場では数量面（決済サービス業者の国境を越えた競争や再編）と価格面（決済サービス手数料の低位収斂）の両面で、統合度が高まっていることを明らかにした（第 2 章）。銀行分野に目を向けると、西欧の一部大銀行は 2000 年前後、中東欧の厚い利ざやを獲得するべく中東欧銀行部門へ進出した。しかし、金融危機以降、EU 域内の純金利マージンは低位収斂が進んでいるため、これらの銀行では、今日その恩恵を享受できず、業績が低迷していることを明らかにした。このことは、EU 銀行業が低金利環境と低リスクでの運用増加に加え、域内金融市場での競争激化による利潤率の低下に直面していることが示唆される（第 3 章）。

他方、欧州委員会という超国家機関が発行する EU 債は、域内金融市場におけるベンチマークの地位を獲得し、EU レベルでの金利体系の成立を一層促す可能性がある。利回りや発行残高による検討の結果、現時点ではユーロ圏金融市場のベンチマークであるドイツ国債にとって代わっていないことを明らかにした。ベンチマークの地位を確立するためには EU 債の信用リスクが更に低下しなければならず、そのためには、EU 財政の規模拡大と権限強化すなわち財政統合の一層の深化が必要となる。なお、EU 債の利回りは、コロナ危機の影響を受ける高利回り国の債券よりも相対的に低い。したがって EU 債の発行により、高利回り国では財政支出の資金調達コストを節約できたことを明らかにした。このことは、コロナ危機が深刻だった南欧諸国など高利回り国で信用リスクが顕在化することを、EU 債が防いだと評価できる（第 4 章）。

また、資本市場同盟（CMU）は市場統合のプロセスを通じて、域内資本市場の活性化を促し、そうして域内の成長を果たす政策である。したがって、経済通貨同盟（EMU）の深化への貢献は、市場統合を通じてもたらされる副次的効果であると指摘できる。なお、EU 株式市場の統合度に目を向けると、世界金融危機以降その統合度は回復しつつあるものの、国境を越えた株式取引も西欧諸国の大規模市場に集中しているなど、依然として統合の高度化への余地があることを明らかにした。CMU では統合の完成に向けた施策を実施しているが、証券市場インフラの競争・再編や残存障壁の除去など、施策には金融統合の論理が貫かれていることを指摘した（第 5 章）。

第 3 に、金融危機以降の金融統合が EU の金融構造に及ぼした変化について考察した。まず、域内の金融構造について資金循環統計をもとに分析、検討した結果、家計金融資産の現金・預金に占める預金の高いシェア、企業の資金調達における未公開株式のシェア拡大、国債市場の膨張、銀行のバランスシートの構造変化、ノンバンク金融仲介（NBFI）の台頭と銀行部門の低迷を確認した（第 1 章）。

次に、リテール決済分野では 2010 年代以降、市場統合によってカード決済の加盟店手数料が低下したことを受け、これまで現金決済が主流だったイタリアなどの国でもカード決済が増加した。リテール決済市場統合の副次的効果として、預金通貨による決済手段の利用拡大により、EU 各国・地域ごとに違いのあったリテール決済手段も域内で少しずつ収斂に向かっていることを明らかにした（第 2 章）。銀行分野では、一連の金融危機以降の銀行制度改革により、トレーディング業務を主とする非伝統的な「投資銀行化」を進めていた西欧の一部大銀行は金融危機以降、預金・貸出のシェア増大と資金利益の割合増加がみられ、EU 銀行業では伝統的銀行業務すなわち預貸業務への収斂が進んでいることを明らかにした。このように安定的な資金調達・運用先の確保が進んだ背景には、金融危機後、規制・監督の強化が EU レベルで果たされたことにより、過度なリスクテークを抑えるよう銀行の行動に一定の制約を課したことによると指摘した。その結果、EU 金融システムにおける銀行業のバランスシートは、世界金融危機以降、膨張せず停滞している（第 3 章）。

他方、世界金融危機以降の EU の金融システムでは、ノンバンク金融仲介が相対的に存在感を高めている。しかし、これらの部門では、ユーロ圏外投資の比率を高める（投資ファンド）、また、自分自身が主体となって資金調達・運用を行わない（専属金融機関（CFI））といった動きが確認される。したがって、金融危機以降台頭しているノンバンク金融仲介は、EU 株式市場の発展・統合に貢献しているとは言い難いことを明らかにした（第 5 章—補論）。

以上を総合したうえで、本研究が解明した世界金融危機以降の EU 金融統合の特徴と実態について、次の通り示す。まず 1 つ目に、金融統合に向けた取り組みの方法論すなわち金融制度は、世界金融危機以降、当初の最低限調和と本国監督の原則から転換し、統合の深化や一層調和した規制に基づいて整備された。すなわち、金融危機を契機に、金融統合を推し進めていく EU の方法論は変化したのである。

2つ目に、世界金融危機以降のEU金融統合に向けた取り組みは、金融危機以前のEU統合同様、EU国民経済形成の一環として実施されており、市場統合の経済的論理が貫徹している。すなわち、EU金融統合は世界金融危機以降も、域内の市場参加者による国境を越えた展開を促し、競争と規模の経済の効果を通じて域内の各種金利・手数料が低位収斂を果たすことにより、EU経済が成長することを企図している。EUの金融市場は世界金融危機を境に一時分断に向かったが、その後修復され、市場の統合度が再び高まっている。その一方で、一層の統合が求められる金融分野も依然残されており、金融統合の完成にはなお多くの課題が残されている。

3つ目に、世界金融危機以降、EU域内の金融システムでは金融構造の変容が確認される。その変容は、一部金融分野における金融構造の収斂として現れている。これは、金融統合を果たすために整備されたEU単一法体系が、その副産物として域内金融構造の収斂をもたらしたことを示唆しており、EU金融システム独自の特徴として把握できる。

EU金融統合は、1992年の単一市場形成以来、世界金融危機やユーロ圏債務危機、新型コロナウイルス危機といった未曾有で異種の危機に襲われたが、そのたびに制度の強化で対応し、結果として統合の深化を実現してきた。EUでは世界金融危機を契機に、指令による最低限調和から、規則によるEU単位で一層調和した規制の整備へと、単一金融法制の原理を転換している。いまやEU金融サービス単一市場は、①国境を越えた展開が活発で手数料も低位収斂を果たしたリテール決済サービス、②域内での競争・再編も背景に純金利マージンの平準化が観察される銀行業、そして③高利回り国の資金調達コスト節約を可能する超国家機関（欧州委員会）発行のEU債を備えた、統合度の高い市場となっている。そればかりか、金融構造の域内収斂も観察できるようになっている。

それでもなおEU金融サービス単一市場が完成し、EU経済の成長に十分に寄与するようになるためには、特に完成途上にあるCMUに関連して、EU全体での株式市場の発展と域内株式投資の活性化、ノンバンク金融仲介機関の台頭による金融安定性への懸念などの課題が残されている。また、単一通貨ユーロの制度改革、とりわけ財政同盟との関係では、EU債の動向も引き続き注視していく必要がある。どちらも今後の課題としたい。

参考文献

外国語文献

- Abad, Pilar, Helena Chuliá and Marta Gómez-Puig [2009], “EMU and European government bond market integration,” *ECB Working Paper Series*, No.1079, August.
- Accenture [2013], ‘*Payments for growth: seizing the revenue opportunity in corporate payments*’.
- Acharya, V. V. and S. Steffen [2017], “The Importance of a Banking Union and Fiscal Union for a Capital Markets Union”, *European Economy Discussion Papers (DG-Ecofin)*, No.62.
- Allard, J. and Blavy, R. [2011], “Market Phoenixes and Banking Ducks, Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems?” *IMF Working Paper* No. 11/213.
- Allen, Franklin, Laura Bartiloro and Oskar Kowalewski [2004], “The Financial System of the EU25,” *MPRA Paper*. No. 652.
- Allen, Franklin and Douglas Gale [2001], *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- Allen, Franklin and Wei-Ling Song [2005], “Financial Integration and EMU”, *European Financial Management*, vol.11(1), pp.7-24, 12th January.
- Ardizzi, Guerino and Michele Salvini Zangrandi [2018], ‘The Impact of the Interchange Fee Regulation on Merchants – Evidence from Italy’, *Banca D’Italia Occasional Papers*, No. 434, June.
- Ayadi, R., D. Cucinelli and W.P. De Groen [2019], *Banking Business Model Monitor*, CEPS.
- Batsaikhan, U., Kalcik, R. and Shoenmaker, D. [2017], ‘Brexit and the European financial system: mapping markets, players and jobs,’ *Brugel Policy Contribution*, No.4, 9 Feb. 2017.
- Baele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E. and Monnet, C. [2004], ‘Measuring Financial Integration in the Euro Area’, *ECB Occasional Paper Series*, No.14, Apr.
- Barros, Carlos Pestana, Candida Ferreira and Jonathan Williams [2007], “Analysing the determinants of performance of best and worst European banks: A mixed logit approach,” *Journal of Banking & Finance*, vol. 31(7), pp.2189-2203, July.
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey and Stephan Siegel [2013], “The European Union, the Euro, and equity market integration,” *Journal of Financial Economics*, vol. 109(3), pp.583-603, September.
- Berger, Allen N. [2007], “Obstacles to a global banking system: “Old Europe” versus “New Europe”,” *Journal of Banking & Finance*, vol. 31(7), pp.1955-1973, July.
- Bicu, Andreea and Bertrand Candelon [2013], “On the importance of indirect banking

- vulnerabilities in the Eurozone,” *Journal of Banking & Finance*, vol. 37(12), pp.5007-5024, December.
- BIS [1999], ‘*Retail Payments in Selected Countries: A Comparative Study*’, September.
- Brissimis, Sophocles N., Manthos D. Delis and Nikolaos I. Papanikolaou [2008], “Exploring the nexus between banking sector reform and performance: Evidence from newly acceded EU countries,” *Journal of Banking & Finance*, vol. 32(12), pp.2674-2683, December.
- Boldeanu, Florin Teodor and Ileana Tache [2015], “The Financial System of the EU and the Capital Markets Union,” *International Journal in Economics and Business Administration*, vol.3(3), pp.41-51.
- Börestam, Ann and Heiko Schmiedel [2011], ‘Interchange fees in card payments’, *ECB Occasional Paper Series*, No. 131, September.
- Bruegel [2016], ‘Analysis of developments in EU capital flows in the global context – Third annual report’, Final Report Bruegel No 2016/3919, commissioned by the European Commission.
- Brunnermeier, M. K., L. Garicano, P. Lane, M. Pagano, R. Reis, T. Santos, D. Thesmar, S. Van Nieuwerburgh, and D. Vayanos [2011], *European Safe Bonds (ESBies)*. Euronomics Group.
- Buckmann, Marcus, Paula Gallego Marquez and Katie Rismanchi [2023], “The more the merrier? Evidence on the value of multiple requirements in bank regulation,” *Journal of Banking & Finance*, vol.149, April.
- Buti and Mohl [2014], ‘Lacklustre investment in the Eurozone: Is there a puzzle?’ *VOX*, 4 Jun. 2014, (<http://voxeu.org/article/raising-investment-eurozone>) (最終閲覧日、2017年10月23日) .
- Campa, José Manuel and Ignacio Hernando [2006], “M&As performance in the European financial industry,” *Journal of Banking & Finance*, vol. 30(12), pp.3367-3392, December.
- Cappelletti, G., A. P. Marques, P. Varraso, Ž. Budrys and J. Peeters [2019], ‘Impact of higher capital buffers on banks’ lending and risk-taking: evidence from the euro area experiments’, *ECB Working Paper Series* No.2292, June.
- Champonnois, Sylvain [2006], “Comparing financial systems: a structural analysis,” *ECB Working Paper Series*, No. 702, December.
- Christiansen. Charlotte [2014], “Integration of European bond markets,” *Journal of Banking & Finance*, vol.42, pp.191-198, May.
- Corradin, S., N. Grimm, and B. Schwaab [2021], ‘Euro area sovereign bond risk premia during the Covid-19 pandemic’, *ECB Working Paper Series*, No.2561, May.

- Council of the EU [2017], ‘Council conclusions on Action plan to tackle non-performing loans in Europe,’ Press Release, 459/17, 11 Jul. 2017.
- CGFS [2018], ‘Structural changes in banking after crisis’, *BIS CGFS Papers* No.60, January.
- CPMI (Committee for Payments and Market Infrastructures and Markets Committee) [2018], ‘Central bank digital currency’, Bank for International Settlements, March.
- Degl'Innocenti, Marta, Stavros A. Kourtzidis and Nickolaos G. Tzeremes [2017], “Bank productivity growth and convergence in the European Union during the financial crisis,” *Journal of Banking & Finance*, vol. 75, pp.184-199, February.
- De Grauwe, P., and W. Moesen [2009], ‘Gains for All A Proposal for a Common Eurobond, Centre for European Policy Studies’, *CEPS Commentary*, 3rd, April.
- De Grauwe, P. [2016], *Economics of Monetary Union*, 11th ed, Oxford: Oxford University Press. (デ・グラウエ、ポール著 田中素香・山口昌樹訳 [2011]、『通貨同盟の経済学 (原書第8版)』勁草書房)
- Demirguc-Kunt A., Feyen, E., Levine, R. [2011], The Evolving Importance of Banks and Securities Markets, World Bank, *Policy Research Working Paper*, WPS5805.
- Die Bundesregierung (The Federal Government of Germany) [2020], ‘A French-German Initiative for the European Recovery from the Coronavirus Crisis’, *Pressemitteilung*, Nummer 173/20, vom 18, 18th, May, 2020.
- Di Filippo, G. and P. Frédéric, [2020], “Key Feature of Captive Financial Institutions and Money Lenders (sector S127) in Luxembourg”, *Banque centrale du Luxembourg Working Paper*, No. 150, December.
- Di Filippo, G. [2023], “Alternative distributions of foreign direct investment stocks: evidence from captive financial institutions affiliated to private equity and real estate investment funds in Luxembourg,” *Banque centrale du Luxembourg Working Paper*, No. 169, January.
- ECB [1999], ‘Improving cross-border retail payment services - The Eurosystem's view’, September.
- ECB [2013], ‘SEPA Migration Report’, March.
- ECB [2014], ‘Card payments in Europe—a renewed focus on SEPA for cards—’, April.
- ECB [2015], ‘Financial Integration in Europe’. Apr. 2015.
- ECB [2016], ‘Financial Stability Review’, November.
- ECB [2017a], ‘Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area’, May 2017.
- ECB [2017b], ‘Financial Integration in Europe’, May 2017.
- ECB [2017c], ‘Financial Stability Review’, May 2017.
- ECB [2019], ‘Innovation and its impact on the European retail payment landscape,’ Note

- by the ECB for the Economic and Financial Affairs Council (Ecofin) on the retail payment landscape, December.
- ECB [2020], ‘Financial Integration and Structure in the Euro Area,’ March.
- ECB [2021], “Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities,” ECB Occasional Paper Series, No. 270, December.
- ECB [2022], ‘Financial Integration and Structure in the Euro Area,’ April.
- ECB [2024a], ‘Financial Integration and Structure in the Euro Area: Statistical Annex,’ April.
- ECB [2024b], ‘Financial Stability Review,’ May.
- ECB [2024c], ‘Financial Integration and Structure in the Euro Area,’ June.
- Esselink, Henk and Lola Hernández [2017], ‘The use of cash by households in the euro area,’ *ECB Occasional Paper Series*, No 201, November.
- ESRB [2016], ‘Assessing shadow banking: non-bank-financial intermediation in Europe,’ July.
- ESRB [2024], ‘EU Non-bank financial intermediation risk monitor 2024,’ *NBFI Monitor*, No.9, June.
- European Commission [1998], ‘Financial Services: Building a Framework for Action,’ COM 625, 28 Oct. 1998.
- European Commission [2005], ‘Annex to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on payment services in the internal market’, *Commission Staff Working Document*, SEC (2005) 1535, December.
- European Commission [2006], ‘Commission Staff Working Document addressed to the European Parliament and to the Council on the impact of Regulation (EC) No 2560/2001 on bank charges for national payments’, SEC(2006) 1783, 18th December.
- European Commission [2013], ‘IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a directive of the European parliament and of the Council on payment services in the internal market and amending Directives 2002/65/EC, 2013/36/UE and 2009/110/EC and repealing Directive 2007/64/EC and Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on interchange fees for card-based payment transactions’, *Commission Staff Working Document*, SWD(2013) 288, 24th July.
- European Commission [2014], ‘An Investment Plan for Europe’, COM(2014)903, 26 Nov. 2014.
- European Commission [2015a], ‘Building a Capital Markets Union__ Green Paper’, COM(2015)63, 18 Feb. 2015.
- European Commission [2015b], ‘Action Plan on Building a Capital Markets Union’,

- COM(2015)468, 30 Sep. 2015.
- European Commission [2015c], ‘Action Plan on Building a Capital Markets Union_ Commission Staff Working Document: Economic Analysis_’, SWD(2015)183, 30 Sep. 2015.
- European Commission [2015d], ‘Feedback Statement on the Green Paper —Building a Capital Markets Union,’ SWD(2015)184, 30 Sep. 2015.
- European Commission [2016a], ‘Capital Markets Union_ First Status Report’, SWD(2016)147, 25 Apr. 2015
- European Commission [2016b], ‘*Study on the role of digitalization and innovation in creating a true single market for retail financial services and insurance —Final Report—*’, June.
- European Commission [2016c], ‘European Financial Stability and Integration review’, SWD(2016)146, 25 Apr. 2015.
- European Commission [2017a] ‘A European Unemployment Benefits Scheme - The rationale and the challenges ahead’, January.
- European Commission [2017b], ‘Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union’, COM(2017)291, 31 May 2017.
- European Commission [2017c], ‘White Paper on the Future of Europe’, COM(2017)2025, 1 Mar. 2017.
- European Commission [2017d], ‘Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union’, COM(2017)291, 31 May 2017.
- European Commission [2017e], ‘Economic Analysis on the Mid-term Review of the Capital Markets Union Action Plan’, SWD(2017)224, 8 Jun. 2017.
- European Commission [2017f], ‘the Mid-term Review of the Capital Markets Union Action Plan’, COM(2017)292, 8 Jun. 2017.
- European Commission [2017g], ‘Reinforcing integrated supervision to strengthen Capital Markets Union and financial integration in a changing environment’, COM(2017) 542, 20 Sep. 2017.
- European Commission [2017h], ‘Alert Mechanism Report 2018’, COM (2017) 771, 22 Nov. 2017.
- European Commission [2019], “Capital Markets Union: progress on building a Single Market for capital for a strong Economic and Monetary Union,” SWD(2019) 99, 15th March.
- European Commission [2020a], ‘*Study on the application of Interchange Fee Regulation*’ (prepared by EY and Copenhagen Economics), March.
- European Commission [2020b]. ‘Proposal for a Council Regulation on the establishment

- of a European instrument for temporary support to mitigate unemployment risks in an emergency (SURE) following the COVID-19 outbreak', COM(2020) 139, 2nd, April, 2020.
- European Commission [2020c], 'The EU budget powering the recovery plan for Europe', COM(2020) 442, 27th, May, 2020.
- European Commission [2020d], 'Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation', COM(2020) 456, 27th, May, 2020.
- European Commission [2020e], 'A Capital Markets Union for people and business- New Action Plan', COM(2020) 590, 24th September.
- European Commission [2021a], 'SURE: Taking Stock After Six Months', COM(2021) 148, 22nd, March, 2021.
- European Commission [2021b], 'Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on a new funding strategy to finance NextGenerationEU', COM(2021) 250, 14th, April, 2021.
- European Commission [2024a], "European Financial Stability and Integration Review 2024," SWD(2024) 148, 18th June.
- European Commission [2024b], "Monitoring progress towards a Capital Markets Union: a toolkit of indicators," SWD(2021) 544, 19th July.
- European Commission and Oxera [2020], *Primary and secondary equity markets in the EU*, September.
- European Council [2020], 'Special meeting of the European Council (17, 18, 19, 20 and 21 July 2020) – Conclusions', EUCO 10/20, 21st, July.
- Final Report of the High-Level Expert Group chaired by Erkki Liikanen* [2012], Brussels, Oct. 2 (田中素香監訳 [2014]、「EU 銀行業務部門の改革に関する最終報告書」(リーカネン報告)、『経済学論纂』、55 卷 1 号)。
- Franch, F., L. Nocciola and D. Żochowski [2019], 'Cross-border effects of prudential regulation: evidence from the euro area', *ECB Working Paper Series* No.2285, May.
- Gaspar, Vítor, Philipp Hartmann and Olaf Sleijpen eds. [2003], *The transformation of the European financial system*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Giovannini Group [2000], "Co-ordinated Public Debt Issuance in the Euro Area", Report of the Giovannini Group.
- Goddard, John, Hong Liu, Phil Molyneux and John O.S. Wilson [2013], "Do Bank Profits Converge?" *European Financial Management*, vol.19(2), pp.345-365, March.
- Goddard, John, Philip Molyneux and Manouche Tavakoli [2007], "European banking: An overview," *Journal of Banking & Finance*, vol. 31(7), pp.1911-1935, July.
- Governments of Austria, Netherlands, Denmark and Sweden [2020], 'Non-paper EU

- support for efficient and sustainable COVID-19 recovery’, 26th, May.
(<https://www.rijksoverheid.nl/documenten/publicaties/2020/05/26/non-paper-eu-support-for-efficient-and-sustainable-covid-19-recovery>)
- Guiso, Luigi, Tullio Jappelli, Mario Padula and Marco Pagano [2004] “Financial Market Integration and Economic Growth in the EU”, *Centre for Studies in Economics and Finance Working Paper*, No.118, April.
- Heinemann, F. and M. Jopp [2002]. ‘The benefits of working European retail market for financial services’, *Report to the European Financial Services Round Table*.
- Hartmann, Philipp, Stefano Borgioli, Alina Kempf, Philippe Molitor and Francesco Paolo Mongelli [2021], “Financial integration and structure in EMU during the corona crisis,” *VOX EU Column*, 28th May. (<https://cepr.org/voxeu/columns/financial-integration-and-structure-emu-during-corona-crisis>)
- Hartmann, P., A. Maddaloni and S. Manganello [2003], “The euro area financial system: structure, integration and policy initiatives,” *ECB Working Paper*, No. 230, May.
- Hartmann, Philipp, Florian Heider, Elias Papaioannou and Marco Lo Duca [2007], “The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe,” *ECB Occasional Paper Series*, No. 72, September.
- Hasan Iftexhar, Michael Koetter and Michael Wedow [2009], “Regional growth and finance in Europe: Is there a quality effect of bank efficiency?” *Journal of Banking & Finance*, vol. 33(8), pp.1446-1453, August.
- Hernando, Ignacio, María J. Nieto and Larry D. Wall [2009], “Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union,” *Journal of Banking & Finance*, vol. 33(6), pp.1022-1032, June.
- HM Government [2017], ‘The United Kingdom’s exit from and new partnership with the European Union’, Cm 9417, Feb. 2017.
- House of Lords [2016], ‘Brexit: financial services’, HL Paper 81, 15 Dec. 2016.
- Juncker, Jean-Claude, and Giulio Tremonti. [2010], “E-bonds would end the crisis”, *Financial Times*, December 5.
- Junker, Jean-Claude, in close cooperation with Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi and Martin Schulz [2015], ‘Completing Europe’s Economic and Monetary Union’, 22 Jun. 2015.
- Langfield S., Pagano M. [2015], ‘Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth,’ *ECB Working Paper Series*, No. 1797, May 2015.
- Lannoo, K. [2016], ‘EU Financial Market Access after Brexit’, *CEPS Policy Brief*, Sep. 2016.
- Lannoo, K. and A. Thomadakis [2019], “Rebranding Capital Markets Union: A Market

- Finance Action Plan”, *CEPS-ECMI Task Force Report*, Centre for European Policy Studies.
- London Economics [2002], *Quantification of the Macroeconomic Impact of Integration of EU Financial Markets, Final Report to The European Commission-Directorate for the Internal Market*.
- London Economics, iff and PaySys [2013], ‘*Study on the impact of directive 2007/64/ec on payment services in the internal market and on the application of regulation (ec) no 924/2009 on cross-border payments in the community*’, February.
- Maudos, Joaquin and Juan Fernández de Guevara [2004], “Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union,” *Journal of Banking & Finance*, vol. 28(9), pp.2259-2281, September.
- Maudos, Joaquin and Juan Fernández de Guevara [2004], “The cost of market power in banking: Social welfare loss vs. cost inefficiency,” *Journal of Banking & Finance*, vol. 31(7), pp.2103-2125, July.
- Mercieca, Steve, Klaus Schaeck and Simon Wolfe [2007], “Small European banks: Benefits from diversification?” *Journal of Banking & Finance*, vol. 31(7), pp.1975-1998, July.
- Moritz, A., Block, J. and Heinz, A. [2015], ‘Financing patterns of European SMEs: An Empirical Taxonomy’, *EIF Working Paper*, 2015/30.
- Mouriaux, François, Mylène Sabatini and Vivien Levy-Garboua [2019], “The euro area post-crisis financial system in perspective (1999-2018),” *Bulletin de la Banque de France*, vol. 226(8), pp.1-21, 23rd December.
- Oliver Wyman [2016], ‘The Impact of the UK’s Exit from the EU on the UK-based Financial Services Sector’, Oct. 2016.
(http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/global/en/2016/oct/Brexit_POV.PDF).
- Pelkmans, Jacques [2001], ‘*European Integration: Methods and Economic Analysis* (2nd eds.)’, Pearson Education Harlow (田中素香全訳 [2004]、『EU 経済統合—進化と拡大の統合分析—』、文真堂)。
- Pelkmans, Jacques [2006], ‘*European Integration: Methods and Economic Analysis* (3rd eds.)’, Pearson Education Harlow.
- Quaglia, L., Howarth, D. and Liebe, M. [2016], ‘The Political Economy of European Capital Markets Union’, *Journal Common Markets Studies*, vol.54, pp.185-203.
- Roengpita, R., N. Tarashev, K. Tsatsaronis and A. Vilegas [2017], “Bank business models: popularity and performance,” *BIS Working Papers*, No.682, December.
- Romero-Ávila, Diego [2007], “Finance and growth in the EU: New evidence from the

- harmonisation of the banking industry,” *Journal of Banking & Finance*, vol. 31(7), pp.1937-1954, July.
- Rughoo, Aarti and Nicholas Sarantis [2014], “The global financial crisis and integration in European retail banking,” *Journal of Banking & Finance*, vol. 40, Volume 40, pp.28-41 March.
- Sapir, A., Schoenmaker, D. and Véron, N. [2017], ‘Making the Best of Brexit for the EU27 Financial System’, Bruegel, Feb. 2017.
- Schmidt, Reinhard H., Andreas Hackethal and Marcel Tyrell [2001] “The convergence of financial systems in Europe,” *Working Paper Series: Finance & Accounting*, No. 75, May.
- Schmiedel, Heiko, Gergana Kostova and Wiebe Ruttenberg [2012], ‘The social and private costs of retail payment instruments: a European perspective,’ *ECB Occasional Paper Series*, No 137, September.
- Silvers, Roger [2021], “Does regulatory cooperation help integrate equity markets?” *Journal of Financial Economics*, vol.142(3), pp.1275-1300, December.
- The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (Chaired by Jaques de Larisière) [2009], *Report*. 田中素香・岩田健治・太田瑞希子訳[2010]、『ドラロジェール報告』、中央大学『経済学論纂』、第50巻第1・2号合併号、3月。
- Thomadakis, A. [2017], ‘Developing EU Capital Markets for SMEs: Mission impossible?’, *CEPS Commentary*, 4 Sep. 2017.
- Thomadakis, A., K. Lannoo and N. Moloney [2022], *Time to re-energise the EU’s capital markets*, CEPS and ECMI, Brussels.
- Van Leuvensteijn, M., C. K. Sorensen, J. A. Bikker and A. van Rixte [2008], “Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area,” *ECB Working Paper Series*, No.885, March.
- Valiante, D. [2016], *Europe’s Untapped Capital Market: Rethinking financial integration after the crisis*, CEPS Paperback, London: Rowman & Littlefield International.
- Valverde, Santiago Carbó and Francisco Rodríguez Fernández [2007], “The determinants of bank margins in European banking,” *Journal of Banking & Finance*, vol. 31(7), pp.2043-2063, July.
- Van Rompuy, Herman, in close collaboration with José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker and Mario Draghi[2012], *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, Dec.
- Véron, N. and Wolff, G. B. [2015], ‘Capital Markets Union: a vision for the long term’, *Bruegel*, 23 Apr. 2015.

- Véron, N. [2017], ‘Charting the next steps for the EU financial supervisory architecture,’ *Bruegel Policy Contribution Issue*, No.16, Jun. 2017.
- Véron, N. [2024], “Capital Markets Union: Ten Years Later,” European Parliament In-depth Analysis, March.
([https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/747839/IPOL_IDA\(2024\)747839_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/747839/IPOL_IDA(2024)747839_EN.pdf))
- Von Weizsäcker, J. and J. Delpla [2010], “The Blue Bond proposal”, *Policy Brief*, No.3, Bruegel.
- Von Weizsäcker, J. and J. Delpla [2011], “Eurobonds: The blue bond concept and its implications”, *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2nd March, 2011 Bruegel.
- Wolf, M. [2016], ‘A Post-Brexit transition Must be the Priority’, *Financial Times*, p.11, 20 Nov. 2016.

日本語文献

- 青木修平 [2001]、「決済の原理—決済についての入門講義」日本銀行。
- 池尾和人・財務省財務総合政策研究所編著 [2006]、『市場型間接金融の経済分析』、日本評論社。
- 石田周 [2023]、『EU 金融制度の形成史・序説—構造的パワー分析』、文眞堂。
- 伊豆久 [2020]、「ECB のコロナ危機対応策」、日本証券経済研究所『証研レポート』1723号、12月 pp.11-22。
- 伊藤さゆり [2020]、「復興基金「次世代 EU」で EU の地盤沈下は止まるのか?」、ニッセイ基礎研究所 Weekly エコノミスト・レター、10月28日。
- 岩田健治 [1996]、『欧州の金融統合』、日本経済評論社。
- 岩田健治 [1999]、「国際的資金フローの形態変化と欧州域内取引所統合」、日本証券経済研究所「EU 通貨統合と証券市場」研究会『ユーロ導入と金融・証券市場』、第7章、pp.115-142。
- 岩田健治 [2002a]、「ポスト通貨統合の EU 金融・資本市場」、田中素香編著『単一市場・単一通貨と EU 経済改革』、第7章、pp.144-167。
- 岩田健治 [2002b]、「EU 金融統合・通貨統合と信用理論」、信用理論研究学会『信用理論研究』、第20号、6月、pp.49-65。
- 岩田健治 [2003]、「欧州金融・通貨統合と金融システム」、H.-E.シャーラー・A.M.エル・アグラ・田中素香・D.G.メイズ他著、岩田健治編著『ユーロと EU の金融システム』、日本経済評論社、第9章、pp.243-272。
- 岩田健治 [2004]、「ユーロとヨーロッパ金融・資本市場—ユーロ建て金融・資本市場の対内的・対外的意義」、田中素香・春井久志・藤田誠一編『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』、有斐閣、第9章、pp.163-185。

- 岩田健治 [2007]、「欧州からみた取引所の世界的再編成」、証券経済学会『証券経済学会年報』、第 43 巻、7 月、pp.121-125。
- 岩田健治 [2010]、「世界金融危機と EU 金融システム」、日本 EU 学会『日本 EU 学会年報』、第 30 号、pp.39-65。
- 岩田健治 [2013]、「欧州の金融・財政危機」、信用理論研究学会『信用理論研究』、第 31 号、6 月、pp.25-34。
- 岩田健治 [2016a]、「繰り返すユーロ危機と通貨統合の行方—ヨーロッパ・セメスター最初の 5 ヶ年と「経済同盟完成」に向けた課題」、国際貿易投資研究所『世界経済評論』、60 巻 4 号、pp.16-27。
- 岩田健治 [2016b]、「英国の EU 離脱と EU 統合のゆくえ」、統計研究会『ECO-FORUM』、32 巻、1 号、pp.27-34。
- 岩田健治 [2019]、「ユーロ誕生二〇年—制度改革の焦点」、日本証券経済研究所『証券レビュー』、第 59 巻、第 11 号、pp.1-17。
- 大橋善晃 [2016]「欧州委員会による資本市場同盟アクションプラン「リテール金融サービス」のための単一市場の構築」、日本証券経済研究所『証券レビュー』、第 56 巻第 7 号、7 月、pp.148-173。
- 長部重康 [2017]、「EU は長期低落を防げるか—イギリス離脱の行方」、国際貿易投資研究所『ITI 調査研究シリーズ』、No.54、pp.1-50、2017 年 3 月。
- 尾上修悟 [2014]、『欧州財政統合論—危機克服への連帯に向けて』、ミネルヴァ書房。
- 上川孝夫、藤田誠一編 [2012]、『現代国際金融論』、有斐閣ブックス。
- 神山哲也 [2015]、「欧州資本市場の活性化を図る資本市場同盟のアクション・プラン」、野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』、秋号、pp.177-190。
- 神山哲也 [2017a]、「英国による EU 離脱通知—今後のスケジュールと金融資本市場の論点」、野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』、春号、pp.1-15。
- 神山哲也 [2017b]、「欧州連合理事会による不良債権アクション・プラン」、野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』、秋号、pp.1-11。
- 川合一郎 [1974]、『管理通貨と金融資本』、有斐閣。
- 川合一郎編 [1975]、『金融論を学ぶ』、有斐閣選書。
- 川野祐司 [2018]、『キャッシュレス経済—21 世紀の貨幣論』、文真堂。
- 北野友士 [2023]、『イギリスにおける銀行業と自己資本の展開』、文真堂。
- ギデンズ、アンソニー著、脇阪紀行訳 [2015]、『揺れる大欧州—未来への変革の時』、岩波書店。
- 公正取引委員会 [2020a]、『家計簿サービス等に関する実態調査報告書』、4 月。
- 公正取引委員会 [2020b]、『QR コード等を用いたキャッシュレス決済に関する実態調査報告書』、4 月。
- 神江沙蘭 [2020]、『金融統合の政治学—欧州金融・通貨システムの不均衡な発展』、岩波書

- 店。
- 神江沙蘭 [2023]、「複合危機下の EU 資本市場政策—ブレグジット／新型コロナウイルス危機への対応」、臼井陽一郎・中村英俊編著『EU の世界戦略と「リベラル国際秩序」のゆくえ—ブレグジット、ウクライナ戦争の衝撃』、明石書店。
- 小立敬 [2018]、「欧州大手銀行に対する MREL 適用の進捗」、野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2018 年、秋号。
- 小立敬 [2019]、「EU における TLAC、MREL の最終化」、野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2019 年、夏号。
- 佐藤秀樹 [2023]、『銀行監督のダイナミクス—ヨーロッパの新しい展開とグローバルレベルの挑戦』、丸善出版。
- 清水一史 [1998]、『ASEAN 域内経済協力の政治経済学』、ミネルヴァ書房。
- スティグリッツ、ジョセフ著、峯村利哉訳 [2016]、『ユーロから始まる世界経済の大崩壊』、徳間書店。
- 高橋和也 [2017]、「欧州委員会の提示する経済通貨同盟（EMU）の将来像」、日本証券経済研究所『証券レビュー』、第 57 巻、第 7 号、pp.130-144。
- 高屋定美 [2011]、『欧州危機の真実—混迷する経済・財政の行方』、東洋経済新報社。
- 高屋定美 [2012]、「欧州金融・経済危機と EU 経済ガバナンス：新たなガバナンスの提案」、日本 EU 学会『日本 EU 学会年報』、第 32 号、pp.92-114。
- 田中素香編著 [1996]、『EMS：欧州通貨制度—欧州通貨統合の焦点』、有斐閣。
- 田中素香 [2004]、「ユーロ圏の中央銀行制度と金融政策」、田中素香・春井久志・藤田誠一編『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』、有斐閣、第 1 章、pp.3-25。
- 田中素香 [2007]、『拡大するユーロ経済圏—その強さとひずみを検証する』、日本経済新聞社。
- 田中素香 [2010]、『ユーロ危機の中の単一通貨』、岩波新書。
- 田中素香編著 [2010]、『世界経済・金融危機とヨーロッパ』、勁草書房、第 3 章、pp.51-82。
- 田中素香 [2016]、『ユーロ危機とギリシャ反乱』、岩波新書。
- 田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治 [2018]、『現代ヨーロッパ経済（第 5 版）』、有斐閣アルマ。
- チェッキーニ、パオロ著、田中素香訳 [1988]、『EC 市場統合・1992 年』、東洋経済新報社。
- デ・グラウエ、ポール著 田中素香・山口昌樹訳 [2011]、『通貨同盟の経済学（原書第 8 版）』、勁草書房。
- 中川辰洋 [2012]、「ユーロボンド創出構想の理念と現実—ヨーロッパ委員会レポートを中心に」、青山学院大学『青山経済論集』、第 64 巻、第 1 号、6 月、pp.1-40。
- 中久木雅之・藤木裕 [2005]、「非対称ショックと地域間リスク・シェアリング—わが国の都道府県別データによる検証」、日本銀行金融研究所『金融研究』、24 巻、1 号、3 月、pp.157-188。

- 中島真志 [2009]、「単一ユーロ決済圏（SEPA）の形成に関する一考察」、麗澤大学『麗澤経済研究』、17 巻、2 号、pp.51-72。
- 中島真志 [2017]、「リテール決済改革の世界的な潮流について—リアルタイム送金とモバイル・ペイメントを中心に」、麗澤大学『麗澤経済研究』、24 巻、pp.1-22。
- 中島真志・宿輪純一 [2013]、『決済システムのすべて（第 3 版）』、東洋経済新報社。
- 日本銀行金融研究所 [1997]、「電子マネーの私法的側面に関する一考察」、日本銀行金融研究所『金融研究』、第 16 巻、第 2 号、pp.1-45。
- 蓮見雄・高屋定美編著 [2021]、『沈まぬユーロ—多極化時代における 20 年目の挑戦』、文眞堂。
- 服部孝洋 [2023]、「我が国における TLAC（総損失吸収力）規制」、財務省『ファイナンス』、6 月号、pp.37-46。
- 花田エバ [2024]、「COVID-19 パンデミックによる中東欧 EU 加盟国の銀行市場のインパクトについて」、日本 EU 学会『日本 EU 学会年報』、pp.88-111、5 月。
- 前田真一郎 [2023]、『アメリカの金融制度と銀行業—商業銀行の業務展開』、有斐閣。
- 松浦一悦 [2023]、『EU の経済・通貨同盟—ガバナンス改革と欧州単一通貨制度のゆくえ』、晃洋書房。
- 松下俊平 [2018]、「ヨーロッパ資本市場同盟（CMU）と資本市場統合」、九州大学大学院経済学府 2017 年度修士課程学位論文。
- 松下俊平 [2021]、「EU リテール決済市場統合の進展と課題」、日本 EU 学会『日本 EU 学会年報』、第 41 号、5 月、pp.122-151（本論文第 2 章の原典）。
- 松下俊平 [2022]、「コロナ危機下の EU 共同債発行—金融市場統合・通貨統合にとっての意義」、証券経済学会『証券経済学会年報』、第 57 号、12 月、pp.3-22（本論文第 4 章の原典）。
- 松下俊平 [2024]、「世界金融危機・ユーロ危機以降の EU 銀行業」、熊本学園大学商学会『商学論集』、第 29 巻第 1 号、11 月、pp.5-36（本論文第 3 章の原典）。
- みずほ総合研究所 [2019]、『国際金融規制と銀行経営』、中央経済社。
- みずほ証券バーゼルⅢ研究会編 [2019]、『バーゼルⅢによる新国際金融規制』、中央経済社。
- 星野郁 [2015]、『EU 経済・通貨統合とユーロ危機』、日本経済評論社。
- 森井裕一編 [2022]、『ヨーロッパの政治経済・入門』、有斐閣ブックス。
- モンティ、マリオ著、田中素香訳 [1998]、『EU 単一市場とヨーロッパの将来』、東洋経済新報社。
- 藪下史郎 [2001]、『貨幣金融制度と経済発展—貨幣と制度の政治経済学』、有斐閣。
- 吉村昭彦・白神猛 [2009]、「欧州における決済サービスの新たな法的枠組み—決済サービス指令の概要」、日本銀行金融研究所『金融研究』、第 28 巻、第 1 号、pp.119-172。
- JETRO [2014]、「欧州 e コマースの現状と企業の活用事例」、5 月。

辞典

金森久雄・荒憲治郎・森口親司 編 [2013]、『経済辞典（第5版）』、有斐閣。

金融辞典編集委員会編 [2002]、『大月 金融辞典』、大月書店。

定期刊行物

Banco Santander, *Annual Report*, various issues.

BNP Paribas, *Universal Registration Document and Annual Financial Report*, various issues.

Crédit Agricole Group, *Crédit Agricole Group Financial Statements*, various issue.

Deutsche Bank, *Annual Report*, various issues.

UniCredit, *Annual Report and Accounts*, various issues.

The Banker, various issues.

Financial Times, various issues.

『日本経済新聞』、各号。

参照ホームページ

Bloomberg (<https://www.bloomberg.co.jp/>)。

Reuters (<https://reuters.com/>)。

EUMAG (<http://eumag.jp/>)

ECB Statistical Data Warehouse (<https://sdw.ecb.europa.eu/>)

Eurostat (<http://ec.europa.eu/eurostat/>)。

European Commission (https://ec.europa.eu/info/index_en)

European Council (<https://www.consilium.europa.eu/en/>)

European Payments Council (<https://www.europeanpaymentscouncil.eu/>)

JETRO ホームページ (<https://www.jetro.go.jp/>)。