

ユーロとヨーロッパ金融・資本市場

九州大学 岩田 健治

はじめに	3
1. グローバル化・地域的経済統合と金融統合	3
(1) グローバル化と地域的「国民経済形成」型統合	3
(2) 金融統合とは何か 定義と指標再考	4
資本移動自由化	4
金融サービスの域内市場	5
EMU(経済・通貨同盟)	5
2. ユーロと欧州金融・資本市場	6
(1) 単一通貨建て金融・資本市場の出現	6
マネーマーケット	6
債券市場	7
株式市場	8
(2) EU 金融・資本市場の変化とその諸要因	8
イベント要因および景気変動要因	9
資金循環構造の基調変化：金融構造変容交差	9
(3) 金融ストラクチュア(financial structure)の収斂？	13
3. EU 域内市場と EU 金融行政の新展開	14
(1) ICT 化と EU 金融規制の新展開	14
FSAP(金融サービス行動計画)	15
証券規制の新展開：環境変化適応型の立法プロセスの合理化	15
新手続きによる証券立法	16
(2) EU 金融監督の諸問題	16
結びに代えて	18

このペーパーとは別に、当日パワーポイント等にて統計データなどの図表を配布する予定です。

報告要旨

ユーロとヨーロッパ金融・資本市場

九州大学 岩田健治

ユーロ導入の初発の根拠はマクロ・レベルでの一国的「管理通貨」のEU化にあるとはいえ、それは結果として欧州の金融部門全体に大きなインパクトを及ぼしてきた。

本報告でははじめに、金融「統合」の指標について体系的整理を行いつつ、ユーロ導入後の域内金融・資本市場を、マネーマーケット・債券市場・株式市場の順に概観する。それにより、グローバル化の下での「統合」(=国境障壁撤廃を通じた財・サービスの自由移動という市場次元の統合)とは区別された、独自の地域的「国民」経済形成型統合(=既存の国民国家の権限の一部の移譲を伴う)が進み、単一通貨建て金融・資本市場がヨーロッパに出現したことを確認する。またそうした高度な統合を実現している域内資金フローの現状についても検討を行う。この他、ユーロ導入が、通貨の相違という「非関税障壁」の除去を通じて市場統合の「触媒」として機能し、金融機関・金融市場の一層の「淘汰・再編」をもたらしてきた点も明らかにしたい。

以上を踏まえつつ、ユーロ導入後のヨーロッパ金融・資本市場を展望すべく、EUが金融部門で直面する諸問題と新しい政策課題について、以下の2点を提起したい。

第1は、ユーロ導入というEU統合の深化が、新たな次元でEU金融・資本市場に提起している課題である。即ち金融監督面では、ユーロ導入と金融・資本市場の出現により、市場統合の際に定められた本国監督原則の見直しの議論が進んでいる。現行のEU金融監督体制は、各国監督当局(中央銀行または金融監督庁)の域内協調体制であり、単一EU監督機構はなくECB(欧州中央銀行)に与えられている権限も限られている。単一市場・通貨の下で金融機関の国境を超えた再編と域内相互浸透が進むにつれて、EUレベルでのシステミック・リスクに対処する体制の構築が迫られている。

第2は、EU経済のICT(情報通信技術)化と、それを通じた成長をサポートするための金融インフラ形成という課題である。域内主要国の資金循環勘定の長期データは、90年代後半の実物投資の拡大を反映して、主要な資金不足主体が政府部門から企業部門へと転換(=金融構造変容再交差)しつつあることを示している。EUの金融・資本市場関連の諸政策も、市場統合が目指した「淘汰・再編型」統合のフォローアップから、「成長のための金融インフラ形成」へと、その基本スタンスを転換している。98年以降追求されている「金融サービス行動計画(FSAP)」、EU証券立法プロセスの合理化・迅速化を目指した2001年2月の「ラムファルシー委員会報告」、さらに同年6月の欧州証券委員会(ESC)等の設置とEU証券関連諸法改正といった一連の動きは、この視点から把握する必要がある。

市場統合の触媒として域内の金融部門の淘汰・再編を促進しつつ誕生した欧州単一通貨ユーロは、欧州経済のICT化と成長をサポートする金融インフラの柱として、その真価を発揮する準備を整えているのである。

はじめに

ヨーロッパでは、1958年のEEC(欧州経済共同体)創設以来、関税同盟、農業共同市場(CAP)、市場統合そして通貨協力を進めてきた EC(欧州共同体)-EU(欧州連合)が、2002年に単一通貨ユーロの現金を導入し、経済面での統合は最終段階に入った。

本報告では、はじめに1において、グローバル化とEU型の地域的経済統合との異同について概念的に整理したうえで、その中で金融統合とは何かについて従来の「指標」を整理しながら考えることにしたい。次に2においては、市場統合と通貨統合を通じて高度な統合を実現しているヨーロッパ域内の金融・資本市場の現状について概観した上で、ユーロ導入から3年間のパフォーマンスを評価する。最後に3において、EUが超国家機関として直面しているEU金融・資本市場に関係する次なる課題について考えてみたい。

1. グローバル化・地域的経済統合と金融統合

ここでは、ユーロ導入後の金融統合のレベルを正確に理解するための呼び作業として、グローバル化と地域的経済統合の異同を確認し、その下での金融統合とは何かについて考える。

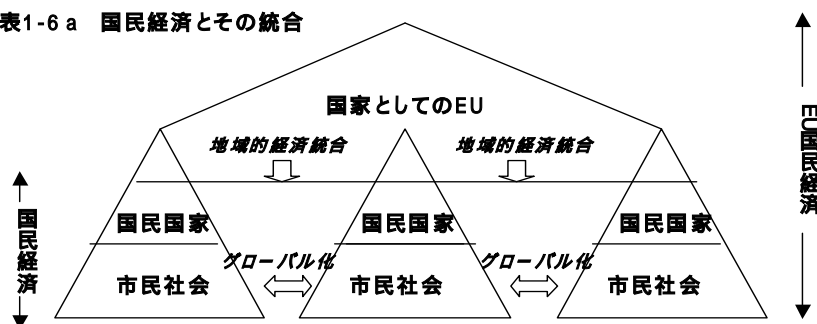
(1) グローバル化と地域的「国民経済形成」型統合

ここでは、「グローバル化(globalisation)」を「貿易および資本移動の増大、世界的な生産ネットワークの形成、およびそれを通じた世界経済の『統合化』」と定義しておこう。ヨーロッパにおいてEU(欧州連合)がこれまで進めてきた「統合」は、こうしたグローバル化を通じた「統合」と、どのような共通点を持ち、どうちがうのか。

EUでは、既存の国民国家の権限の多くが既にEUに移譲されており、EUは構成各国市場を包摂する超国家機関として機能しつつある。地域的な「国家」としてのEUに包摂されたEUの市場経済を、地域的EU「国民」経済と呼ぶことができる。

図表1-1 グローバル化と地域的「国民経済」形成型統合

図表1-6 a 国民経済とその統合



既存の国民国家の権限の一部を移譲された EU は、EU 各国の法制の上位に「規則 (regulation)」や「指令(directive)」という形態を採った金融関連の法制が体系的に定めており、さらに通貨統合により通貨の供給と貨幣価値の管理(= 管理通貨)の権限が ECB(欧州中央銀行)に移譲されている。

こうしたことを、米日など世界主要国を包摂して進むグローバル化の彼岸に展望することは不可能である。EU が、グローバルな統合の次元を超えて、地域的「国民経済」形成型統合の次元に入っていることがわかる。

(2) 金融統合とは何か 定義と指標再考

次に金融面での統合に絞って、統合とは何かについて、以上の論点を踏まえつつ整理しておこう。

図表 1 - 2 金融統合の諸指標

次元 \ 指標	1 グローバル統合	地域「国民経済形成」型統合	
		2 金融サービス 域内市場(SMP)	3 通貨統合(EMU)
L 法制度	1L 障壁除去	2L 単一金融法体系	3L 為替相場非可逆的固定 +単一中央銀行法
Q 数量	1Q 資本移動量(ネット/グロス/アグリゲート)	2Q 金融機関・市場運営者の域内展開	3Q クロスボーダーの流動性(現金通貨)取引
P 価格	1P 金利平価条件	2P 金融サービス価格(仲介コスト)収斂	3P 単一金利体系
S 構造	S 資金循環構造(金融ストラクチャ)収斂		

出所) 筆者作成。

統合後の EU には、「グローバルな統合」とは区別された地域的「金融統合」の世界が広がっている。ヨーロッパの金融統合を見た場合、そこには(図表のマトリクスを左から右に順に)三つの次元が存在する。以下では、これらの三つの次元の統合を、EC/EU がどのように実現してきたのかについて、簡単にレビューしておきたい。

資本移動自由化

第 1 の次元は、資本移動自由化である。IMF の国際収支表の「投資収支」は「直接投資」「証券投資」「その他投資(貸付・借入、貿易信用、現預金等)」からなるが。全ての資本取引が完全に自由化(指標 1 L)されていれば、資本移動量がネット・グロス(さらに証券取引の場合はアグリゲート即ち「取得」「処分」双方)で拡大し(指標 1Q)、そ

の結果「グローバルな金融統合」の重要な指標の一つである「カバー付き金利平価」が成立することになる(指標 1P)。こうした資本の自由な移動は、以下に見る金融・通貨統合の基礎としての役割を果たす。

EU の場合、既に 1960 年および 62 年にそれぞれ第 1 次・第 2 次の資本移動自由化指令が出され、直接投資・不動産投資・貿易信用、上場証券の取引などの分野での資本取引の自由化が実現していたが、その後の自由化の動きは長らく途絶えていた。その後、1980 年代の市場統合の動きの中で、1986 年に第 3 次、88 年に第 4 次の資本移動自由化指令が出され、非上場証券の取引、中長期貸出、決済性預金の開設などを含む全ての資本移動の完全自由化が 1992 年までに実現した。この過程で、域内国境を越えた資本取引が急増し、カバー付き金利平価も成立している。

金融サービスの域内市場

第 2 の次元は、「金融サービスの域内市場(internal market)」という次元である。これは、資本の自由な移動に加え、そうした資金を仲介する金融機関(および証券取引所などの金融市場運営者)が、域内国境を越えて自由に支店を設立し、もしくは金融サービスを提供できる状態(指標 2L)を指す。こうした金融機関にとっての域内市場が実現すれば、国境を越えた金融機関同士の再編と競争が進み(指標 2Q)、その結果、銀行の金利マージンや各種金融取引の手数料が域内で低位収斂に向かうことになる(指標 2P)。これは金融サービス利用者にとっての消費者余剰の増大を意味し、金融システムが効率化されることを意味する。

EC/EU では「金融サービスの域内市場」は、1985 年から 92 年にかけて進められた市場統合計画の柱と位置づけられ実現した。この市場統合計画とは、国ごとに分断され、停滞していた欧州市場から、非関税障壁を撤廃し、財・サービス、労働、資本の全てが自由に移動できる単一市場を創設することにより、規模の経済を実現し、域内企業の国境を超えた寡占間競争を促すことで、経済の構造改革と成長を促す計画であった。金融サービス分野では、1989 年の「第 2 次銀行指令」と 1993 年の「投資サービス指令」で、銀行および証券会社にとっての「域内単一免許(single license/passport)」が定められ、本拠が置かれている国から銀行免許もしくは証券免許を取得した金融機関は、EC/EU 域内において支店の設立もしくは直接的なサービス提供という形態で、自由に業務展開できるようになった。

EMU(経済・通貨同盟)

第 3 の次元は、通貨統合の次元である。通貨統合とは、為替相場の非可逆的固定と、単一中央銀行による統一的な通貨管理を指す(指標 3L)。為替相場を非可逆的に固定すれば単一通貨を導入したのと同じことになるが、現金通貨の交換コスト等を考えれば、単一通貨へと転換した方が合理的である。単一通貨の導入により、域内通貨同士の為替市場は消滅し、また金利面でも単一中央銀行が定める政策金利を軸に域内で単一の金利体系が成立する(指標 2Q)。

EC/EU の場合、域内の「固定為替相場」制度である ERM(為替相場メカニズム)を維持しながら、市場統合の不可欠の要素である「自由な資本移動」を実現できたのは、80年代前半以降の EMS(欧州通貨制度)を通じたドイツとフランスとの間の高度な政策協調(= 基軸通貨国ドイツ以外の側の金融政策の自立性の放棄)の存在が大きかった。この通貨政策の自立性放棄というベクトルを究極まで推し進めた結果が EMU(経済・通貨同盟)であり、その結果ユーロ域諸国は、マンデル=フレミング・モデルに基づく「鼎立不可能三角形(inconsistent triangle)」 基軸通貨国を除いて「自由な資本移動」と「固定相場制度」と「金融政策の自立性」とが同時成立することはない の世界から非可逆的に離脱することができた。

グローバル化の過程で生じた金融の世界的統合は、EC/EU が進めてきた金融統合の次元としては、第 1 次元から第 2 次元に差し掛かった段階である。とはいえ、EU 金融法体系のような統一的規制・監督システムの不在のままのグローバル化は、大きな問題を孕んでいる。後に 3 で検討しよう。

2. ユーロと欧州金融・資本市場

以上で見たような市場統合と通貨統合のプロセスを経て形成されたユーロ域内金融・資本市場であるが、その統合の度合いは如何なる程度であるのか、また欧州の金融・資本市場はユーロ導入以前との比較でどのように変化したのだろうか。(1)(2)で順に検討していくことにしよう。

(1) 単一通貨建て金融・資本市場の出現

ユーロ導入により単一通貨建て EU 金融・資本市場が出現したが、そのあり方は概ね当初の予想通りであった。

マネーマーケット

ユーロ導入によって、域内の為替相場変動が消滅し、単一通貨と単一金利のもとでマクロ金融政策も単一化された。いまやユーロ域内は、基本的には開放体系(open system)ではなく閉鎖体系(closed system)の分析ツールが適用される一つの「国民」経済とみなすことができる。我々がそのように判断できるのは、域内のマネーマーケットを基点とする金利体系の高度な収斂にあるといっても過言ではない。

マネーマーケットというとき、そこで取引される「マネー(流動性)」は具体的には民間銀行による中央銀行預金であり、その供給と回収は、中央銀行が市場でのオペレーションを通じて行う。そのため、マネーマーケットには、中央銀行である ECB の政策金利がストレートに反映することになる。ユーロシステムの下では、実際のオペレーションは、各国中央銀行(NCBs)が、ユーロ域各地に散在する各国のマネーマーケットを通じて実施することになる。

NCBs 相互間の資金移動は、NCBs 間を「中央銀行(NCBs)の中央銀行(ECB)」という垂直的なピラミッド・モデルではなく水平的なコルレス・モデルで結んだ、即時グロス

決済(RTGS)システム = TARGET を通じて実行される¹。民間銀行は、ユーロ域内の複数のマネーマーケットの間で、この TARGET を通じた裁定取引を行うことにより、結果として域内マネー・マーケット間の高度な統合を実現している²。

特に無担保インターバンク市場の「統合は完成し、ユーロ域内での超短期金利は事実上十分に収斂している」³。また域内の 1 ヶ月物インターバンク金利をとっても、域内での乖離は 3bp(ベース・ポイント = 100 分の 1%)に収まっており、高度な統合(指標 3P)が実現していることがわかる。他方で担保付短期金融市場(レポ, TB, CP, CD 等)は、取引慣行の相違や、担保となる証券に係る規制や税制の相違により比較的統合が遅れていることが指摘されている⁴。

債券市場

ユーロの導入により、ドル建て市場に次ぐ規模の単一通貨建て債券市場が欧州に出現した。2000 年末時点での内国債市場規模は、米国 14 兆 5,720 億ドルに対して、ユーロ域 12 カ国で 5 兆 4,510 億ドル、EU15 だと 6 兆 7,920 億ドルとなっている。

【図表 2 - 1 オランダの資本取引 - 会場にて別途配布予定】

1999 年のユーロ導入を境に、クロスボーダー証券投資に非常に顕著な変化が現れている。図表 2-1 は、99 年にユーロを導入したオランダの国際的証券取引を、売買ベース(アグリゲート)で見たものである⁵。オランダ中央銀行が公表している国際的証券売買の統計には、最も詳細な地域別分析が掲載されており重要である。そこでは、オランダ居住者による外国証券取引と、非居住者による国内証券取引それぞれについて、債券・株式のデータが、地域別に示されている。その中でも、オランダ居住者による外国債券取引および非居住者によるオランダ債券取引の二つの項目に注目して、ユーロ導入前後の地域別変化を見ていくことにしよう。

EU 諸国居住者によるオランダ債券取引を見るならば、ユーロが導入される 1998 年から、ユーロ域内を含めた EU 諸国居住者によるオランダ債券売買量の著増が確認できる。同じ時期、米国、日本との取引に大きな変化はない。他方、オランダ居住者による外国債券取引もこの間急増しているが、地域別には対米、対ユーロ域が、同様に伸びている(日本は例外)。ユーロ導入によりいまや単一通貨圏内となったオランダのような小国を対象とした資本取引が格段に増大したことがわかるのである。

¹ この他にも、ユーロ銀行協会(EBA)が運営する Euro1、独ヘッセン州中央銀行が運営する EAF、仏の CRI が運営する PNS、スペインの SEP などの民間のネット決済システムが競合ながらユーロ域内の国境を超えた資金決済のシェア争いをしている。他方、従来域内の決済を担ってきた民間のコルレス・ネットワークは縮小に向かっている。詳細は中島真志、宿輪純一(2002)『決済システムの全て』東洋経済新報社、第 6 章を参照のこと。

² ECB (2001), *The Euro Money Market*, July.

³ European Commission (2001), *op. cit.*, p.139.

⁴ *ibid.*, p.139.

⁵ 国際証券取引におけるネット・グロス・アグリゲートに関しては田中素香編著『EMS(欧州通貨制度)』有斐閣、第 11 章の拙稿を参照のこと。

以上は取引量の地域的総計を見たものだが、こうした国際取引の過程で、ストックベースでの外国人保有比率も高まっている。比較的大国のなかで特に高いのはドイツとスペインで、1998年時点で全公債の51.0%、49.5%がそれぞれ外国人による保有となっている(米国は33.6%)⁶。

【図表2-2 ユーロ域内各国10年物国債のドイツ国債とのスプレッドの推移 - 会場にて別途配布予定】

各国の債券市場の中の最大のセグメントである公債市場でのこうした域内相互保有と相互取引は、既に1980年代後半からの特徴となっていた。しかしながら、各国国債の利回りは、90年代後半まで欧州諸国の債券市場の利回りは、各国金利(名目金利なので予想インフレ率を含む)、為替相場リスク、信用リスクなどを反映して大きく乖離していた。ところがユーロ導入が現実視され始めた1997年以降収斂に向かい、ユーロ導入によって為替相場要因が最終的に消滅したことによって、各国の長期利回りは極めて高度に収斂している。2001年前半時点では、10年物国債のドイツ国債との利回りの乖離は最大のギリシャで0.5%ポイント強、ユーロ域平均で0.3%ポイントとなっている。このうち15-20bp(ベース・ポイント=100分の1%)分はドイツ国債との間の信用リスクの相違、残りはドイツ国債のベンチマークとしての地位、および流動性の高さによるものと考えられている⁷。

株式市場

株式市場の統合は、株式投資からの利回りの相関度などによって計測可能である。一般に株価は、配当、市場利子率、リスクプレミアム、成長期待等を反映して変動するが、こうした変数の基本となる配当は個別企業や業種毎に変動し、利子率は国毎に変動する。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一体化したことを意味する。その結果、投資家は、これまでのように欧州のどの国に投資をするかという要因よりも、欧州全体を一国とみなして業種別投資を行うというスタイルへと転換しつつある⁸。

以上からわかるように、伝統的な各種の統合の指標からみた限り金融・資本市場統合は完成の域に達している。

(2) EU 金融・資本市場の変化とその諸要因

マネー・マーケットを軸に、単一の金利体系が成立し、さらにそれは債券市場にまで貫徹していることが分かった。これは資本主義史上初の大規模な通貨統合の直接の結果であり、歴史的・非可逆的变化である。

他方で、統合された金融・資本市場の特徴について見てみた場合、ユーロ導入から 3

⁶ European Commission (2001), *op.cit.*, p.153.

⁷ European Commission (2001), *op.cit.*, p.158.

⁸ Galati, Gabriele and Kostas Tsatsaronis, (2001), The impact of the euro on Europe's financial markets, *BIS Working Papers*, No 100, Monetary and Economic Department, BIS, p.19.

年の間に、いくつかのセグメント、とりわけ債券市場において、大きな変化が生じていることが夙に指摘されている。とはいえ、こうした変化の多くは、ユーロ導入の結果として捉えるよりもむしろ、何らかのショックの結果生じた一過性のイベント要因、景気循環要因、そして長期波動の転換要因にといった諸要因によって説明することがより正当と思われる場合が多い。たまたまそうした要因がユーロ導入と時期的に一致しただけであるとすれば、それらは歴史的・非可逆的な変化というよりもむしろ、より一過性もしくは循環的・可逆的な性格を有した変化である可能性がある。

今後のユーロ金融・資本市場のあり方を長期的に展望する際には、ユーロ導入後の金融・資本市場に内在する非可逆的な構造変化と、一過的・循環的な変化との識別が重要となってくる。以下では、欧州委員会の European Economy の分析⁹を手がかりに、変化の要因について主題的に整理しておこう。

イベント要因および景気変動要因

ユーロ導入後の最初の年のユーロ建て債券発行額は、導入以前の 1998 年のユーロ域各国通貨建て発行の合計を大きく上回り、対前年比 18.9%増と、その規模拡大は目覚ましいものがあった。しかし 2000 年に入ると対前年比で 7%の低下に転じた。欧州委員会の前者に対する評価は、「国際金融システムの混乱(アジアおよびロシア通貨危機)とユーロ導入に係る一連の不確実性のために債券発行見送ってきた」¹⁰ものがここにきて一気に発行したためと分析している。また、新しいユーロ建て市場での自社債券の地位を打ち立てるために発行した企業も多いという。これらは、通貨危機やユーロ導入というイベントがもたらした一過性の要因といえることができる。他方、同委員会は後者に対しては、ユーロ導入という一過的なイベントが終わりより通常の発行パターンに移行したためということに加えて、金利上昇や原油価格の上昇によるものと指摘している。他方、2001 年に入ると債券発行市場は民間企業および金融機関を中心に再び拡大に転じている。市況の改善や株高が大きい。

こうしてみると、ユーロ導入が、域内のユーロ建て債券発行高を一時的にではなく構造的に増大させたかどうかについては、なお慎重にならざるを得ない。

資金循環構造の基調変化：金融構造変容交差

次に債券発行主体に生じた変化について見てみよう。ユーロ導入後 3 年の間に次のような変化が生じた。第 1 は、1999 年には、政府以外の発行主体、とりわけ企業部門と金融部門が債券発行を急増させ、対前年比 4 倍という著増を記録している。第 2 は、個々の発行額も 10 億ユーロを超えることが多くなるなど巨大化している。一般にこうした企業金融の証券化は、ユーロ導入が「市場型金融システム」への転換をもたらすものとして評価されることが多いが、欧州委員会の評価はより慎重で、「非政府部門による発行の拡大は、当初の予想を上回るものがあり、それは恐らく、流動性が高いユーロ

⁹ European Commission (2001), *European Economy*, No.73, 2001.

¹⁰ European Commission (2001), *op.cit.*, p.140.

建て債券市場への投資家の側の需要の他、ユーロ導入とは直接に関連しない他の諸要因

M&Aのための資金調達、UMTS(次世代移動通信体)免許取得のための資金調達などによるものと考えられる」¹¹としている。第3に、この時期を通じて国債市場は、依然として全発行高の5割超を維持しているものの、トレンドとしては縮小に転じている。BISが年次報告で指摘するように「各国債券市場において、主要な調達行動が中央政府から民間部門にシフトした」¹²のである。

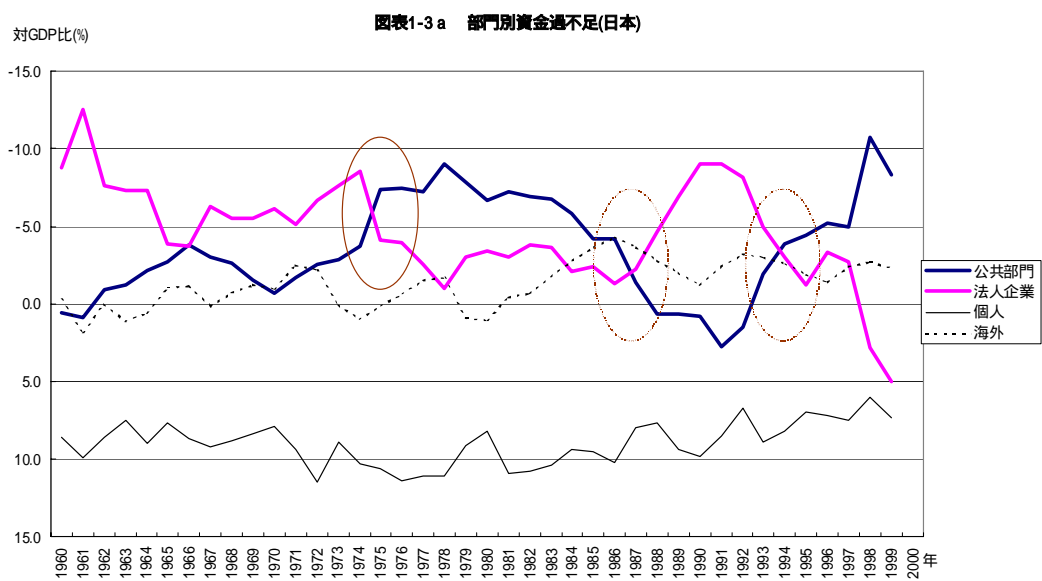
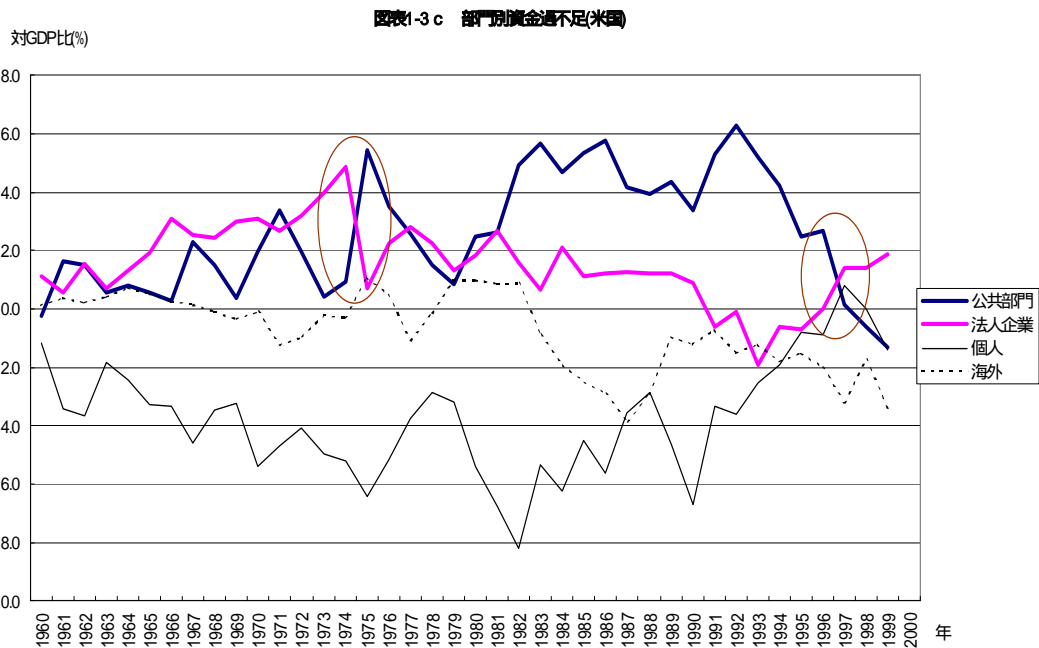
こうした債券市場における資金調達主体の入れ替わり(当面新規発行というフローに限る)については、長期波動論的アプローチから資金循環を観察することにより的確に理解することができる。資本主義は成立以来50年周期のコンドラチェフ長期波動を4回経験してきた。第4波動の拡大基調は1948年から1974-75年恐慌までで、それ以降は停滞基調(低成長)の四半世紀が続いた。停滞基調から拡大基調への転換の契機は技術革新にあると考えられているが、IT革命はそうした転換の契機になるものと期待されている¹³。即ち、1990年代半より米国で始まったIT革命は、株式市場におけるいわゆる「ネットバブル」を伴いつつも、生産性上昇と投資拡大を通じて、米国経済の成長に大きく寄与してきた。

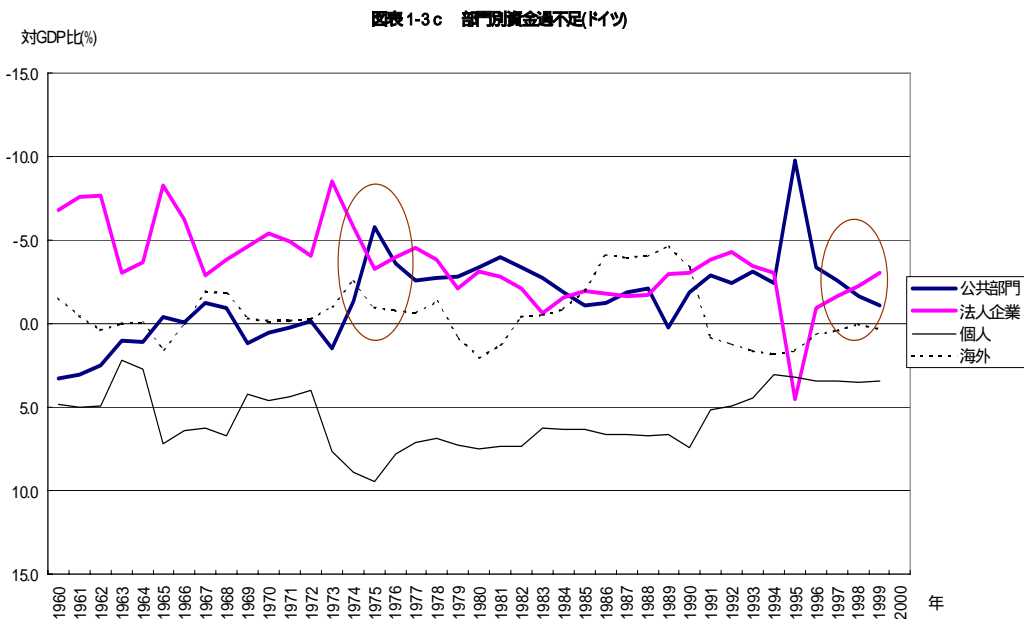
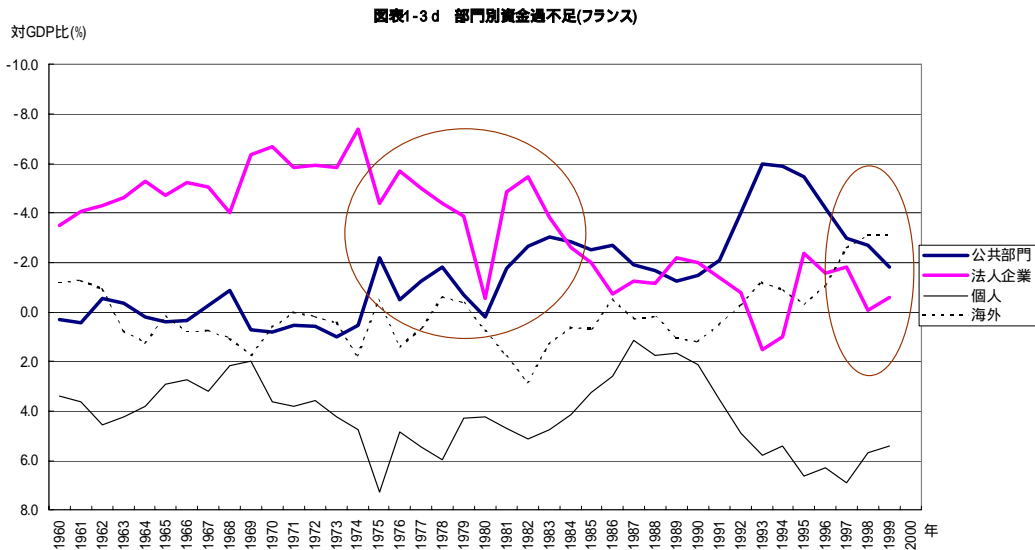
コンドラチェフ波動は、金融面では資金循環勘定における、主要な資金不足主体の変遷によって把握することができる。成長波動期は、実物投資プロジェクトを行う企業が大量の資金需要を発生させ、主要な赤字主体となる。低成長波動期は、政府部門がG-Tギャップを埋めるために国債発行を通じて赤字主体となり、企業の資金需要の減退に取って代わることになる。こうした国民経済レベルでの赤字主体の入れ替わりは、各国金融システムのあり方、ひいては規制・監督のあり方を根本的に規定することになるため、ここでは「金融構造変容交差」と名づけることにする。この交差はさらに、実物面での低成長波動への転換に呼応して赤字主体が企業から政府への入れ替わる「停滞交差」と、逆に成長波動への転換に呼応して赤字主体が政府部門から企業部門へと入れ替わる「拡大交差」とに区分できる。「拡大交差」は、資産市場のバブルによっても一時的に生じることが日本の85-90年代の例が明確に示している。

¹¹ *ibid.*, p.141.

¹² BIS, *70th Annual Report*, pp.110-111.

¹³ 金子勝(2002)『長期停滞』ちくま書房は、ITバブル崩壊後に世界経済が長期停滞入りしつつあるとしているが、我々の認識はこれとは逆で、74-75年恐慌以降の4半世紀が長期停滞の時代であり、仮に外生的ショックを通じた停滞が数年続くとしても、現在は停滞波動から拡大波動への転換期にあたる。





英国を除く主要先進国で、1974-75年に金融構造停滞交差が生じた。国債市場の拡大と国債価格のベンチマーク化、一連の金融規制緩和、金融グローバル化の基点は、全てこの交差にあると考えられる。そして、90年代後半には、日本を除く主要国で、金融構造拡大交差が生じつつある。債券市場における上述の調達主体の変化は、ユーロ導入の背後に存在するこの交差から説明すべきであろう。たまたまユーロ導入と同時期に生じた政府部門の縮小と企業部門の調達拡大であるが、それはユーロ導入の結果としてよりも、むしろ資金循環構造の長期トレンドの変化の結果として把握した方が妥当といえ

る。

それでは、両者が全く無関係であるかといえば、そうではない。EMU 参加のための 4 条件の一つとして各国財政赤字の削減が目標に掲げられたことにより、ユーロの導入は金融構造変容拡大交差の条件を政府部門の側で整えたことになる。その結果、EU 域内各国の国債市場規模は縮小に向かいつつある。また、企業部門にとっては、新しい成長波動に向けた資金需要に応えることができる大規模な単一通貨建て市場が、域内にタイムリーに準備された点が重要である。資金循環構造の変化という視点から見た場合、ユーロ導入の意義はこうした点にある。

(3) 金融ストラクチャ(financial structure)の収斂？

ユーロ建て金融・資本市場は、金融・通貨制度面では単一 EU 法制体系のもとで、市場レベルで単一金融・資本市場が成立しているものの、資金循環面では異質の金融ストラクチャ(financial structure)が並存している状態であるということができよう(~ は 1 で示した統合指標の L/QP/S にそれぞれ対応している)。

即ち EU は、一方で国家が定める法制面(狭義の金融制度)においては、第 2 次銀行指令をはじめとする単一 EU 金融法体系(業法・市場法)が施行され、さらにユーロ導入により通貨制度も単一化されている。また(1)でみたように、金融統合の指標に照らして、EU 域内の金融・資本市場は、連邦型の「単一金融・資本市場」として高度な統合を実現し、これまでのところ比較的円滑に機能している。

他方で、の市場における各経済主体の選択の結果としての資金循環構造や金融仲介システムを見るならば、依然として直接金融主導か間接金融主導か、即ち「市場型金融システム(英国)」か「銀行型金融システム(大陸)」か、という金融構造(financial structure)間の相違が色濃く残存している。ユーロ導入後の EU 金融システムは、多様な国民的資金循環構造を内包した特異な地域的単一金融・通貨制度といえる。

資金循環の視点から見たこうした域内の多様な金融ストラクチャの収斂自体は欧州委員会の直接の政策目標ではない。EU は「完成した金融構造は、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から企業金融を提供することになる」¹⁴という見解をとっており、そうしたニーズは時代ごと、国ごとに区々でありうる。

とはいえ、EU がこれまで進めてきた制度面・市場面での統合により、金融ストラクチャが収斂に向かう必然性があるのかどうか、また実際に収斂に向かっているのかどうかという問題は、3 で取り上げる EU の成長のためのあるべき金融インフラという議論との関係で重要となってくる。既に指摘したとおり、ユーロ導入後の 3 年間に見られた債券市場の拡大とりわけ社債市場の興隆などの変化には、一過性の要因や景気循環要因、さらに金融構造変容交差といった諸要因が絡んでおり、金融ストラクチャ収斂問題に答えを出すためには、こうした諸要因を排除した主要国の資金循環構造の比較的

¹⁴ *ibid.*, p.132.

長期の比較分析が必要となつてこよう。本稿では、問題の所在を指摘するにとどめる¹⁵。

3. EU 域内市場と EU 金融行政の新展開

2 で確認したようにユーロ域内には高度に統合された単一通貨建て金融・資本市場が存在している。しかしながら、ユーロ導入後も EU は依然として域内の金融・資本市場に対して、非常にアクティブに一連の新規政策を打ち出している。統合されたはずの市場に、EU が引き続き国家として働きかけているのである。何が問題となっているのだろうか。

いうまでもなくヨーロッパにおける経済統合は、それ自体を自己目的としたものではなく、それぞれの時代環境において欧州レベルでマクロ経済の成長や経済構造改革などを実現するために採用されてきた超国家的政策手段の体系に他ならない。金融部門での統合においても、金融統合 EU 金融システムの発展、EU 金融システムの発展 経済パフォーマンスの改善、という一連の因果関係が想定され、最終的には EU 実物経済の成長や雇用拡大という目標が追求されてきた¹⁶。

このうち、第1の「金融統合 EU 金融システムの発展」という課題は、「金融統合」が規模の経済、範囲の経済、金融仲介機関に対する競争圧力という経路を通じて、統合された「EU 金融システム」を発展させるというものである。この次元は、市場統合と通貨統合によって大きな山を越えて、現在残存障壁の特定と最終的な除去という段階に入っている。第2の「EU 金融システムの発展 実体経済の成長への寄与」は、もはや「統合」ではなく、統合された EU 金融システムに対する「(統合以外の分野での狭義の)EU 金融行政」の領分となる。

したがって、現段階において、EU の金融部門は、第1の経路を確実なものとするために統合の一層の仕上げと、第2の経路への働きかけとしての統合 EU 金融システムにおける EU 金融行政という、二つの政策課題に直面しているものと理解できる。

EU の金融行政も、一国の金融行政と同様に、金融制度の企画・立案(金融規制の制定と実施)と金融機関の検査・監督とに分けることができる。以下では順次それぞれの分野で EU が直面する課題について考えていこう。

(1) ICT 化と EU 金融規制の新展開

ユーロ導入後の EU の金融「行政」のうち金融システムの企画・立案面では、EU 経済の ICT 化と成長をサポートする金融インフラ形成という課題が焦点となっている点に注目する必要がある。即ち、米国における IT 革命と経済成長トレンドの変化を受けて、EU においても 2000 年春以降、ICT(情報通信技術)化に向けた政策的取り組みが本格的に開始されている。EU がユーロ導入後に進めてきたポスト・ユーロの金融行政、

¹⁵ ユーロ導入以前の比較的体系的な研究として、M.シェイバーク著、藤田隆一訳(2000)『現代金融システムの構造と動態 国際比較と「しゅうれん仮説」の検証』日本経済評論社を参照。

¹⁶ European Commission (2001), *European Economy*, No.73, p.132.

とりわけ金融システムの企画・立案に係る EU 金融行政は、こうしたバック・グラウンドとの適合性から評価される必要がある。

FSAP(金融サービス行動計画)

EU の行政機関である欧州委員会は 1997 年に「単一市場レビュー」を公表し、市場統合計画の成果についての中間総括を行った。金融サービス分野での同レビューの結論は否定的なものであり、市場統合を通じた金融サービス価格の低下は僅かであり、しかもその僅かの低下も、市場統合に起因する可能性は小さいというものであった¹⁷。

これを受けて 1999 年に「金融サービス行動計画(FSAP; Financial Services Action Plan)」が出された。そこでは、金融分野における 42 項目に及ぶ残存障壁が、ホールセール、リテール、規制・監督、その他の 4 つの分野において特定され、それらを単一通貨ユーロ現金が導入される 2002 年までに最終的に除去するものとされた。このように FSAP は当初、残存障壁撤廃型のプログラムとして出されたものである。

しかしながらそこで特定された残存障壁には、そもそも、かつて市場統合の際に EU 構成国間で合意に至ることができなかつたものも多く含まれていた。イニシアティブなき残存障壁撤廃型の FSAP は、実際には遅遅として進まず、2002 年の実施目標期限に間に合わないことが次第に明確になってきた。

2000 年 3 月にリスボンで開催された特別欧州理事会(EU 首脳会議)は、ICT 化を通じて EU を世界で最も競争力のある「知識基盤経済」へと変革するという EU の今後 10 年の新戦略目標を定めた¹⁸。金融サービス部門も、欧州経済の ICT 化と新たな成長のためには資本配分の改善と資本コストの低下を実現できる効率的な金融市場が必要であるという認識に基づき、重要な戦略的地位が与えられた。

そのため、FSAP の 42 項目の優先順位が新しい戦略目標に沿って並び替えられ、また施行期限も既にリアリティを喪失していた 2002 年から、新たに 2005 年へと設定され直された(2001 年 3 月のストックホルム特別欧州理事会で証券分野に限り 2003 年に前倒し)。リスボン特別欧州理事会を境に、EU の金融サービス市場統合は新たな戦略目標を獲得し、改革のスピードが加速した。この時点で、FSAP は、単一市場のフォロアアップから、ICT 化のための EU インフラ形成への施策へと変貌を遂げたといえる。

証券規制の新展開：環境変化適応型の立法プロセスの合理化

以上の流れを受け、証券分野に焦点を絞って規制体制の抜本的改革を行うべく、ラムファルシー元 EMI(欧州通貨機関 = ECB の前身)総裁を座長とする「欧州証券市場の規制に関する賢人委員会(通称ラムファルシー委員会)」が創設され、2001 年 2 月に最終

¹⁷ 詳細は、European Commission (1997), *The Single Market Review Series : Impact on Services, Volume 3 : Credit institutions and banking*, European Commission. 概略は岩田健治(2002)「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』文眞堂をそれぞれ参照。

¹⁸ 以下リスボン特別欧州理事会に関しては、議長国決議 *Presidency Conclusions, Lisbon European Council 23 and 24 March 2000* を参照。また EU の ICT 化戦略全般に関しては、鈴木均「EU とニューエコノミー」(田中素香編著、前掲書、第 13 章所載)を参照のこと。

報告書(ラムファルシー委員会報告)が公表された¹⁹。同報告は、EU が証券分野において激しい環境変化に迅速に対応していくための規制上の改革を企図したものである。そのために、EU 証券分野の立法・政策実施プロセスを、大枠の原則策定、法案の技術的詳細の確定、構成国における実施、法の執行、という4つのレベルに分け、と に関与する ESC(欧州証券委員会)、と に関与する CESR(欧州証券監督者委員会)が、それぞれ設置されている。こうした立法・政策実施プロセスの確立により、EU の証券法制を、環境の変化に迅速かつ柔軟に対応して改正することが可能となった。

新手続きによる証券立法

現在 EU では、このラムファルシー手続きの下で、FSAP に掲げられた一連の証券関連法制の全面的見直しが急ピッチで行われている。特に重視されているのが証券発行企業にとっての域内単一市場で、欧州単一目論見書指令、上場企業の情報開示指令などを通じて、企業の汎欧州的な資金調達を一層円滑化することが企図されている。この他、投資サービス指令では、金融機関だけではなく、証券取引所に対しても域内単一免許を付与することが検討されている。また証券取引執行後のインフラである決済インフラについても、「ジョバニーニ報告」に沿う形で、現行アレンジメントの見直しが進められようとしている。

(2) EU 金融監督の諸問題

スティグリッツは、「かつて国民経済が生まれたのと同じようなプロセスで『グローバル化』のプロセスが進行している・・・ただ、残念ながらそこには世界政府がない。すべての国の国民に責任をもち、グローバル化のプロセスを監督してくれる存在がないのである」²⁰と指摘している。

グローバルな統合は、WTO、IMF、世界銀行などの少数の国際機関がそれを「統括」しているに過ぎないのに対して、EU には、統合の結果招来される可能性がある金融の不安定性を事前にチェックし、かつ金融危機の際には事後的責任を負いつつその解決を目指す EU の諸機関もしくは各国監督機関のネットワークが存在する。

しかしながら、金融行政のなかでも検査・監督面では、市場統合や通貨統合などの EU 統合の深化に伴い、従来型の監督体制で金融不安定化を回避し、金融危機に的確に対応できるかどうか問題となっている。

従来型の監督体制とは、市場統合の際に定められた最低限の調和と本国監督原則である。即ち、域内市場完成により金融機関は国境を越えた熾烈な競争環境にさらされることになるが、そうした環境で健全性が損なわれ、金融不安定性が顕在化しないように、

¹⁹ Initial Report of The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, November, November 2000.(以下「賢人委員会・中間報告」と表記)。Final Report of The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, February 2001 (以下「賢人委員会・最終報告」と表記)。なお両報告の詳細に関しては、岩田、前掲論文および、平松那須加 (2001)、「欧州証研委員会(ESC)の創設」野村総合研究所『資本市場クォーターリー』2001.Vol.5-2.を参照のこと。

²⁰ スティグリッツ(2002)『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』徳間書店、邦訳 43 頁。

域内で規制水準に関する「最低限の調和」が図られた。即ち、金融機関の信用リスクおよび市場リスクに対する EU 独自の自己資本規制、EU 預金保険指令などの、事前・事後の規制・監督の枠組みが EU レベルで整えられた。また、単一免許を行使して域内の他国に進出した金融機関の監督は、流動性に係る分野を除き、それら金融機関の本拠が置かれている EU 構成国の監督当局がこれに当たることも規定された(本国監督原則)。分権原則に基づいた監督体制といえる。また、業態毎にどの当局が監督を担当するかについても、国ごとに区々であった。しかしながら、その後の市場レベルでの統合の深化やユーロの導入は、第 1 に、金融機関の域内国境を超えた活動を飛躍的に増大させ、また第 2 に、業態を越えた金融機関のグループ化・コングロマリット化をもたらしている。そのため、市場統合の際に定められた、本国監督原則に基づく EU 域内の金融機関監督のアレンジが、次第に限界に差し掛かりつつあるという認識が広がりつつある。

これをうけて、既存の金融機関監督体制の妥当性と改善について検討したレポート(通称ブラウワー報告)が、EU 経済・金融委員会(EFC)から出されている²¹。

第 1 報告は、2000 年 4 月に出されたもので、金融危機の事前回避策について扱っている。同報告は、制度上のアレンジに変更を加える必要がないものの、複数業態・複数国に跨る金融コングロマリット監督における国際協調、監督当局間および監督当局と中央銀行間の定期的情報交換、各国および EU レベルでの金融規制体制の妥当性に関する所轄省庁と監督当局との間の意見交換、検査・監督実施方法の調整を通じて、監督体制の強化を行うことを提案している。

第 2 報告は、2001 年 4 月に出されたもので、金融危機への対応について扱っている。そこでも EU レベルでの監督アレンジメントの改革は不要とされ、それに代わり当局(監督当局、中央銀行、および所轄省庁)間のより緊密な協力が必要とされている。具体的には、金融機関の経営に係る情報システム整備、危機発生時における全ての監督当局による適時情報の入手、危機発生時に主に対応・調整に当たる監督当局の確定、危機への具体的対応の詳細を定めた覚書(MoU)の策定、競争政策当局の視点からの危機管理策の評価、などの提案がされている。

現時点での EU の公式見解は、以上のように健全性監督に係る既存の組織的アレンジを承認した上で、監督当局間の協力体制の強化によりその実効性を高めることで金融危機に対応可能というものである。

次に、金融危機の際の中央銀行貸出(LLR 機能)については、ユーロシステム(ECB+ユーロ域各国中央銀行)が、ELA(緊急貸出支援: Emergency Lending Assistance)を設けて対応しているが、そこで流動性の供給に当たり、またそれに付随するコストを負担するのは各国中央銀行の側とされている。

また、金融危機の際の預金者保護とそのコスト負担に関しては、1994 年の EU 預金

²¹ European Commission (2001), *European Economy, No. 73, The EU Economy: 2001 review*, pp. 167-169. ECB(2000), 'EMU and Banking Supervision', *Monthly Bulletin*, April.

保険制度指令において、ペイオフ時の預金保護額が最低 2 万ユーロと定められている。これはいわゆる「最低限の調和」(= EU 域内の預金者保護のために各国が共通に遵守しなければならない最低基準)の水準であり、各国はより高い預金保護水準を設定することができる。他方で、実際に金融危機が発生した場合、預金保険制度の定める額とは別個に、各国は裁量で預金者保護を実施することができる。要するに、金融危機の際の預金者と納税者との間のコスト分担について、域内共通の基準は事実上存在していないのである。

92 年市場統合以降の EU は、複数の国にまたがって金融システム全体の機能が一時的に損なわれるような大規模なシステムック・リスクを未だ経験していない。しかしながらそうした問題が実際に発生した際には、現行の本国監督原則や分散的な LLR の下でのアレンジでは不十分であるという向きも多い²²。

結びに代えて

ユーロ導入後のヨーロッパ金融資本・市場の統合度は極めて高く、統合の諸指標に照らしても単一金融・資本市場とみなして問題はなからう。

しかしながら、ユーロ導入に付随して生じたとされる一連の変化は、景気循環や資金循環構造の転換などの結果として考えた方がよい場合が多く、慎重な議論が求められよう。特に資金循環構造の転換の兆しに注目すべきである。

またポスト通貨統合の EU 金融行政のフォーカスも、そうした転換の促進をサポートするための金融インフラ形成、具体的には FSAP(金融サービス域内市場とその迅速な実施を可能にする証券規制)に絞り込まれていることを見逃してはならない。この他にも EU は、FSAP を通じて残存障壁の特定と撤廃の作業を継続し、また市場統合や通貨統合といった統合の深化に対応する金融監督体制の見直し作業を進めている。こうした一連の新しい政策課題の追求により、EU 金融・資本市場は、欧州の ICT 化と経済成長を支える安定的な金融インフラとしての機能を獲得しつつある。

このほか、2004 年には EU 第 5 次拡大が予定されている。中東欧、バルト海、地中海諸国を対象としたこの拡大により、過去の 4 次の拡大との比較で最大の 10 カ国が一度に新規加盟する。言うまでもなく、加盟の前提はアキコミュニテール(EU の既存法体系)の受け容れであり、法規制レベルでの統合(指標 2 L)が今後 2 年以内に完成することになる。さらに、こうした中東欧加盟国のほか、イギリスやスウェーデンのユーロ導入も、EU の拡大と金融・資本市場に大きな影響を与えるものと考えられる。こうした将来の展望に関する考察は、別の機会に譲らざるを得ない。

²² EU の銀行監督が直面する諸問題については、メイズ(2003)「EU 銀行監督の新展開」(シャーラー、エルアグラ、田中、メイズ他著、岩田編著『ユーロと EU の金融システム』第 7 章所載)にまとめられている。参照されたい。

主要参考文献

岩田健治(1996)『欧州の金融統合』日本経済評論社。

(2002)「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』文眞堂。

(2002)「EU証券規制の新展開:その背景と現状」日本証券経済研究所『証券経済研究』第38号所載。

M.シェイバーク著、藤田隆一訳(2000)『現代金融システムの構造と動態 国際比較と「しゅうれん仮説」の検証』日本経済評論社。

シャーラー、エルアグラ、田中素香、メイズ他著、岩田健治編著(2003)『ユーロとEUの金融システム』日本経済評論社(近刊)他。

田中素香、長部重康、久保広正、岩田健治(2002)『現代ヨーロッパ経済』有斐閣。

日本証券経済研究所(2002)『図説ヨーロッパの証券市場』同研究所。

Allen, Franklin and Gale, Douglas,(2000), *Comparing Financial Systems*, The MIT Press.

Artis, Michael, Axel Weber and Elizabeth Hennessy eds. (2000), *The Euro: A Challenge and Opportunity for Financial Markets*, Routledge.

European Commission (1997), *The Single Market Review Series : Impact on Services, Volume 3 : Credit institutions and banking*, European Commission.

European Commission (2001), *European Economy, The EU Economy: 2001 Review, Investing in the Future*, European Commission.

Ferrarini, Guido, Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch (2002), *Capital Markets in the Age of the Euro; Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, Kluwer Law International.

Galati, Gabriele and Kostas Tsatsaronis, (2001), The impact of the euro on Europe's financial markets, *BIS Working Papers*, No 100, Monetary and Economic Department, BIS.

Gros, Daniel and Karel Lannoo (2000), *The Euro Capital Market*, Wiley.

Seifert, Werner G., Ann-Kristin Achleitner, Frank Mattern, Clara C. Streit and Hans-Joachim Voth (2000), *European Capital Markets*, St. Matins Press.

BIS, *Annual Report*, various issues.

BIS, *Quarterly Review*, March 2002.

European Central Bank, *Monthly Bulletin*, various issues.

International Monetary Fund, *International Capital Markets*, various issues.