

欧州ソブリン危機の欧州統合に与える影響
ー今後の欧州経済ガバナンスの検討を中心にー

関西大学商学部

高屋定美

1. 序 何が問題であったのか？

2007 年から始まった欧州危機は 2009 年には財政危機のフェーズにまで至り、その財政危機への懸念から、欧州だけではなく国際金融市場の混乱が続いている。しかもギリシャをはじめとする複数の EU 加盟国の財政危機に対して、EU からは今に至るまで抜本的な対策ならびに支援スキームは提示されてこなかった。一連の EU 財政危機に対して一時しのぎと言っている支援スキームしか提示できなかったことこそが、現在の EU の結束状況であり、そのことにより今後の欧州統合の行方には暗雲が立ちこめている。そこで、本稿では欧州財政危機に焦点を当て、その処理のために必要なスキームと、財政危機を起こさないために、今後の EU 経済ガバナンスのあり方を検討する。

財政危機に直面して明らかになったのは、1) 地域経済統合(通貨統合)と財政危機との関連の高さ、2) 危機対応に対して不十分な金融市場制度、そして 3) 不十分な EU 経済ガバナンスである。以下、それらを順に検討する。

1.1 通貨統合と財政危機との関連

欧州財政危機が発生して以来、財政危機と欧州統合との関連が明らかになってきた。まず、銀行危機と政府債務危機との因果性が表面化したことである。欧州では金融機関が政府債務を保有する割合が相対的に高い(発行残高の 30%が銀行部門の保有)。欧州内では相対的に銀行の投資機会が小さいといえる。すでに資本蓄積が進んでいる欧州で収益性の高い投資機会そのものが少なくなっているもとの、EU での金融統合により金融機関はクロスボーダーでの競争を行うことになった。そのため欧州では金融機関の融資機会と収益も低下している。したがって、欧州金融統合は預貸ビジネス以外の証券投資で収益を上げようとする金融機関の行動を誘引したといえる。しかも金融統合によってクロスボーダー取引で証券を保有しやすくなっているため、EU 域内全域にソブリン債務問題が波及しやすい構造を持つ。

すなわち、EU の金融統合は他国の銀行システムに危機を波及しやすい構造を生んだといえる。金融統合により銀行は資産分散を行いやすくなり、その結果金融市場の伝染効果を高めたといえる。ただし、だからといって金融的アウタルキー状態よりも金融統合を行っ

た方が経済厚生を高めうる¹。

また、財政危機の誘因と欧州統合との関係は次のように考えられる。まず EU による市場統合そして通貨統合の結果、財・要素価格の収斂が加速したといえる。そのプロセスと同時に相対的に実質所得の低かった諸国での高い経済成長と、高所得国での低い成長をもたらすことで経済格差の収斂も起きていた。このプロセスは資本の限界生産力逡減を前提とすれば、当然、予想される結果であった。特にそれが現れたのが 2003～2004 年の独仏での低成長である。ただし、その低成長のために独仏では税収不足と経済刺激のための財政支出増により、財政赤字を拡大させ、安定成長協定に違反するという事態が生まれた。本来、独仏の低成長と南欧などの高成長による収斂は経済統合の結果であり、要素移動によって調整されることが期待され、財政で調整することは制限されるべきものであった。しかし、独仏は協定違反を犯したものの、それによって独仏が協定違反によるペナルティを受けることもなく、むしろ安定成長協定が改変された。EU においても域内の大国の国内経済、そして国内政治事情が優先されることを如実に示す事例となった。そのことはまた、独仏以外の国に対して財政赤字規律が厳格ではないというサインを送り、場合によっては安定成長協定に違反することを許す動機付けを行ったものといえるであろう²。

地域経済統合を実現した後、経済収斂プロセスでは低成長国での資本蓄積が進み、高成長を実現するのは理論上、予想されたことである。しかし現実にはバブルを孕んだ成長であった。スペイン、ポルトガルなどでは低金利下で建設ラッシュとなり、不動産価格が上昇しそれがまた担保価値の上昇をもたらして銀行の貸出を増大させるというバブルを生成させた。しかし EU ではそのバブルを認知はしていたものの、抑制する手段をもってはおらず放置された。そのことが後にバブルの破裂による深刻な景気後退をもたらし、それがまた財政危機をもたらすという負の循環を生み出す原因となった。

以上のように、欧州経済統合による収斂プロセスの途上で予期されない状況と、大国の政策判断によって財政赤字を膨張させるメカニズムが働いたといえる。これがユーロ導入前には予期されてはいなかったものの、事後的な観点からは財政赤字拡大はユーロ導入が生み出した内生的プロセスであったといえるであろう。しかもそれらを防ぐシステムとしては財政赤字抑制のための安定成長協定のみしかなく、有効に防御できる仕組みを持ち得てはいなかった。

¹ Bolton=Jeanne(2011)は危機の伝染の可能性がある下でも金融アウトルキーよりは金融統合の方が経済厚生を高めると証明している。

² 改変前の安定成長協定においても深刻な景気後退を経験しているときには一時的に協定で定められている財政赤字対 GDP 比 3%を超過することは許されていた。ただし、超過した翌年から 3%未満に財政赤字を抑制するプロセスに入らねばならない。独仏の違反は、抑制プロセスそのものも形骸化されているというサインと受け止められた可能性は高い。

1.2 危機対応に対して不十分な金融市場制度

また、今回の危機の中で金融システムの制度不備も露呈された。まず2008年9月のリーマンショック後、欧州での金融不安が高まった際に、アイルランド政府が預金の全額保護を導入した。その直後、英国では在英のアイルランド系銀行の支店への急速な預金シフトが起こるといった事態が発生した。これはEUの預金取扱金融機関がEU域内に支店形態で進出した場合には母国の預金保険制度が適用されるため、アイルランドが実施した全額保護は在英支店にも適用されることになり、預金に対して不安を感じた預金者が資金をシフトさせた。そのため、英国は預金保険限度額を引き上げざるを得なくなり、その動きはデンマークやドイツなどにも波及し、EU全体での預金保険限度額を一律に引き上げることとなった。

しかし、2012年のギリシャ、スペインでの金融不安でも一部の銀行からの預金が流出し欧州中央銀行が資金を供給するという構図が定着している。これは一部の加盟国の金融不安がユーロ圏全体にも容易に波及し、それが預金流出を招くことが明らかであるが、それを担保すべき預金保険が十分には機能していない。

さらに根本的な不備は汎EU金融監督の不在であった。金融監督権限は原則、加盟各国にあり、EU全域の金融監督機関がなかった³。そのためクロスボーダーでの金融活動を監視し監督することができず、金融危機の広がりを未然に防止することができなかつたといえる。また金融システム全体に影響を与える共通ショックも軽視されていた。そのため従来の監督制度が組織改編されて欧州金融監督制度(ESFS)が創設され、EU全域のミクロプルーデンスとマクロプルーデンスの双方に目配せした監督制度を始動させている。ただし、これらは主に危機を事前の対処を主眼に入れたものでありまた監督規制を直接担うのは、各国監督当局である。ESFSは各国当局の調整を担うことになる。

事後的な対処についてはEFSF(欧州金融安定ファシリティ)、それを継承して2012年9月以降に稼働予定のESM(欧州安定メカニズム)が財政危機国の国債買入や銀行への資本注入を担う。しかしそれらの資金調達に関して、EFSFは各国が保証して原則、市場から調達し、ESMはユーロ圏各国の資本の払い込みによる。前者が各国の保証を元にするために、その機動性に問題があったため、ESMでは独自の資金をあらかじめ保有する形態になっている。しかしEFSFにせよ、ESMにせよ、中央銀行ではないため危機に対処できるだけの資金を事前に手当てできているのかに疑問が残っている。いわゆる中央銀行の最後の貸し手(LLR)機能に関して欧州中央銀行は明示的な役割は定められていない。もっとも、金融危機発生以降、域内の金融機関にECBは資金供給を行い、一部は担保を引き下げて応じてきた。

³ 金融機関の監督に際しては、ブリュッセルの一元的なEUによる監督よりも、金融機関の所在する国が監督する方が情報入手や監督野有効性においても効率的である場合もある。そのため、中小金融機関は母国が行うが、クロスボーダーでの金融活動を積極的に行い経営危機が起きるとEU全体に影響を与える大手金融機関に対する監督はEUが行うのが望ましい。

さらに、2010年5月からの証券市場プログラム(SMP)を通じて財政危機国の国債購入を進めており、実質的にLLR機能を果たしてきている。しかし、それが明示されず、またその発動がアドホックで不確定なために金融市場はECBの介入のタイミングを予想しづらくなっている。これは当該国・当該金融機関のモラルハザードを防ぎ、ECBが個別国財政の支援を行わないという定款もあるためであるが、かえって危機の長期化を招いている。自由化された金融市場では、そこで取引する主体の予想によって取引が左右されるため、中央銀行の政策は主体の予想に働きかけるものでなければならない。危機を抑制する目的であれば、取引主体がユーロ圏の金融システムに安心感を持たす工夫が必要である。ECBのLLR機能の明示が主体に安心感を与え、事後的な支援策の負担を減らすことにつながると考える。

1.3 不十分なEU経済ガバナンス

また、経済ガバナンスにおいてもEUおよびユーロ圏はその不備を露呈した。まずはユーロ圏が財政同盟ではないのに財政支援をしようとしていることで、支援策の規模が小さく、また意志決定がアドホックで遅いという問題がある。これはユーロ導入前から議論されていた点であるが、EU条約により加盟国に財政支援を行わない条文がある上に、財政危機を防ぐルールでもある財政安定協定(SGP)を導入したことで、財政破綻という事態を想定しなくともよいという隙を生んだものといえる。アイルランド、スペインにみられたように、中央政府の金融危機対応のために財政赤字が許容され、さらに拡大した事例もあり、単純に数値目標で財政赤字を抑制する方式では財政危機を防止できなかった⁴。SGP自体も遵守されなかったが、それが守られない事態を想定できなかった点に現在の財政危機問題の根源がある。そのため財政危機そして財政破綻に備えた経済ガバナンスも構築されてこなかった。

財政赤字拡大を抑制する枠組みは重要であるが、その拡大が続き財政危機になった場合も想定しておくことも必要であろう。さらには景気の非同調性が完全に解消されない現状では景気循環の平準化を促すための財政移転メカニズムも必要であろう。すなわち、通貨統合を安定して運営するためには財政同盟に踏み出すことが必要となる。

さらに、政策対応において配慮せざるを得ないのが金融市場(以下、市場)からの評価・信認である。グローバル化され、自由な金融取引が行われる市場では周知の通り日々、多額の資金移動により金融取引が行われている。それを動かす市場のプレイヤーたちは危機下にあるEUの救済策がどのように打ち出すのかを注視している。市場はEUの政策決定をウォッチするだけでなく、その政策のアナウンスにより資金移動を決定する。市場は直接選挙によってEUの政治に介入するわけではないが、国債やCDS市場で見られるように金融取引を通じてEUの政策決定を拒否したり、あるいは要求したりする。市場の政治への介

⁴ Reinhart=Rogoff (2010)が示すように金融危機が財政危機をもたらす歴史的事例は多くある。

入は大きくなっており、政策決定者は市場の動きを配慮せずに政策決定ができないほどになっている。国債市場やCDS市場でのスプレッドの上昇や格付け会社の格付け変更は債務国政府だけでなく、EUの首脳陣への評価につながっている。それがまた、ドイツやギリシャなどの当事国を国内志向の政策へと導き、EU諸国間の統一的な意志決定の妨げにもなっている。

このように市場との対話やつきあいに関してEU諸国は脆弱であった。脆弱性は政策決定の枠組みであるEU経済ガバナンスの信認の低下から起因しているものと考えられる。したがって、EU経済ガバナンスの再構築が求められる。

2. 財政再建と政治的誘因の両立性

現在のユーロ圏での財政危機の解決のために、まず必要なことは財政赤字の拡大に歯止めをかけることは言うまでもない。しかし、それが債務国々内では政治的に非常に難しい状況を経験している。

まず、ここではプリンシパル=エージェント理論を欧州財政危機の意志決定プロセスの解明のために用いることとする。EUをプリンシパル=エージェント問題でとらえると、複数のプリンシパル(国民)と一つのエージェント(EU、欧州委員会)関係でもって置き直すことができる⁵。

債務国政府は当該国々民との関係では、政府はエージェントで、国民はプリンシパルである。したがって選挙を通じて国民は政府に自らの利益を実現させる。しかし、政府は国民の意思にだけしたがうのではなく、マニフェストや日々の政治活動を通じて国民に働きかけ、政府の意図を実現させようとするので、エージェントの意志がプリンシパルの意志に影響を与えることがみられる。最終的には選挙を通じた国民の意思により政府が雇用されることになる。

したがって、EUでの政策決定をプリンシパル=エージェント理論で考察すると、複数のプリンシパル間の調整が問題となる(図1)。では、なぜ直接プリンシパル間での調整を行わず、エージェントを介した調整を行うのであろうか。それはエージェントを介した方が取引コストを削減できるからである⁶。具体的には1)モニタリングによる約束の遵守、2)不完全契約問題の解決のための枠組み条約の具体化・運用、3)専門家による政策の策定とそれによる複数プリンシパルの選好の収斂化があげられる。

1)は複数のプリンシパル間で締結された協定を守らないプリンシパルが出てこないようにモニターし、場合によってはエージェントから協定を守らせるように働きかけさせる。

⁵ EUと、加盟国との関係もプリンシパル(加盟国)=エージェント(EUならびにEU諸機関)関係で捉える欧州統合研究が増えている。例えば、Tallberg(2007) Hussein and Anand(2003)などがある。

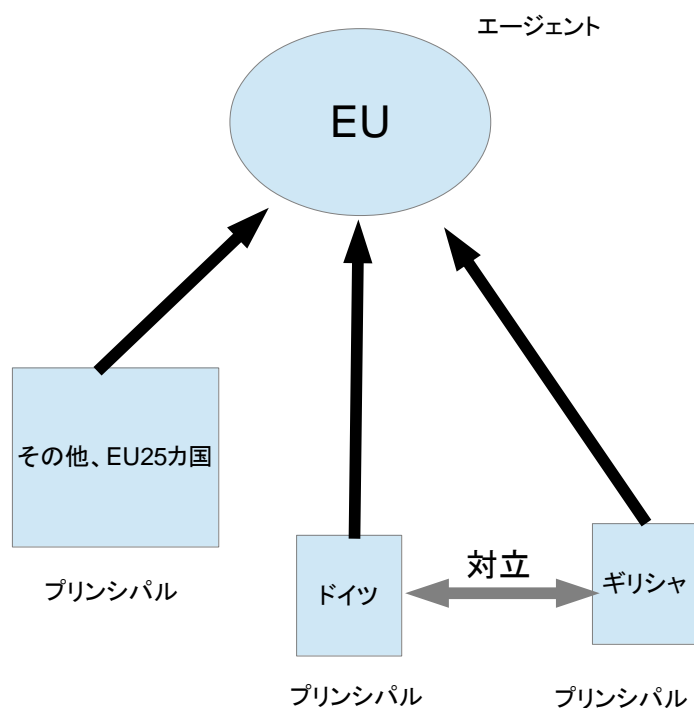
⁶ Pollack(2003)を参照。

それがすべてのプリンシパルの利益にかなうとされる。2) 枠組み条約の具体化・運用とは、条約などで決められた政策を具体的に運用する際、その解釈を行ったり、あるいは具体的な規定を設けたりすることをさす。EU の場合には枠組み条約に基づいて、欧州委員会から提案され理事会で承認されることが多いが、その方が、加盟国政府が直接交渉するよりも効率的であるとされる。また 3) のように幅広い領域に関する具体的な EU 法などに関して、専門家集団が具体的な法案策定に当たり、それを提案することが効率的で信頼も高く、すべてのプリンシパルの利益にかなうとされる。それが行われることで、やがて対立していたプリンシパル間の選好も収斂していくとされる。

このようにプリンシパルである複数の加盟国が権限をエージェントである EU に委譲することで、取引コストが削減される便益があり、エージェントは欧州理事会や欧州議会での説明責任を果たすことでその地位を維持することができる。

また、加盟国々民と EU との関係は、国民がプリンシパルで EU がエージェントとなる。したがって、加盟国々民の利益と相反する政策をエージェントである EU が採用するのは難しい。しかし、EU には他の 26 の加盟国々民が存在し、それらの利益を果たすことも EU は求められる。すなわち、債務国々民と他の 26 の加盟国々民との間での利益の調整が欧州理事会、欧州議会、欧州委員会の内部で行われことになるが、直接、加盟国間で調整するよりも効率的であると考えられる。

図 1 EU でのプリンシパル=エージェント関係



以上の観点から欧州財政危機を整理すると、まず上記 1) で示したような、エージェントである欧州委員会はプリンシパルの一つであるギリシャに安定成長協定を遵守させることができなかった。さらにはギリシャ支援に当たっては、EU だけでなく IMF という外部の第 3 者機関を関与させることで、加盟国の理解を得ようとした点は、EU が加盟国に対するモニタリングや協定の遵守要求に関して十分効果を発揮できないことを示している。これはまた支援のための資金面でもそれが当てはまる。

そして、2) で示したように、ギリシャ支援に当たっては従来の協定にも EU 法にもない支援策を提案し、具体化させてきた。しかし 3) で示したような、専門家集団である欧州委員会の財政再建・支援策はギリシャ国民からは強く反発された⁷。2 度の総選挙によってようやくギリシャ支援策の実行と引き替えに財政再建策が前に進もうとしているが、それでも困難が予想される。一方、支援側に立つドイツやオランダでも、ギリシャ支援に対する国民の反発は高まっている。潜在的な財政負担を意味する EFSF に対する保証など 2 度のギリシャ支援を行っており、今後の支援を支援国の世論が受け入れるのは容易ではない。したがって、専門家集団である欧州委員会の政策策定と各国首脳で構成された欧州理事会の決定であっても両者の選好の収斂は難しい。すなわち、現在の欧州財政危機で浮上したのは、異なる選好をもつ複数の加盟国と EU・欧州委員会との間での事後的なエージェンシー・スラックである⁸。ここでのエージェンシー・スラックとは、当該国の選好に沿うような政策を行うと想定される代理人（EU および欧州委員会）が、委任された権限を利用して当該国の選好とは違う独自の選好を追求する事態である。

このエージェンシー・スラックへの事後的な対処としては政策の選好がプリンシパルの選好と同一になるように、エージェントの権限の縮小や予算削減、あるいは交代という手段を採用することである。ギリシャ危機の場合では、プリンシパル・ドイツは EU の提案する支援には反対、プリンシパル・ギリシャは EU からの財政再建策に反対という関係にある。二つのプリンシパルが、一つのエージェントに対してエージェンシー・スラックが起きていると感じている。プリンシパルがこれらの二国だけならば、EU はどちらのエージェントにもふさわしくなく、エージェントを解任することが最適であり、現実にはどちらにとってもユーロ圏を構成する理由はなくなるので、ユーロ圏からの脱退がなされるべきであろう。しかし、現実にはユーロ圏にはギリシャ・ドイツ以外に 15 カ国、EU には 25 カ国が存

⁷ 2009 年から 2011 年にかけての財政再建策は国民の反発を招きながらも全ギリシャ社会主義運動のパパンドレウ首相によって行われてきた。しかし、2012 年 6 月の総選挙時には国民の不満が大きく噴出した。

⁸ 通常、エージェンシー・スラックを事前的に防ぐためにはエージェンシーの権限をあらかじめ制約しておくことであるが、これに関しては EU の場合 EU 基本条約によって EU の権限と加盟国の役割分担はあらかじめ定められている。また、EU は規制を設ける時の手続きを定めており、加盟国が EU の逸脱をチェックすることが可能である。

在し、EU ならびにユーロ圏の維持にはそれらの国の EU への選好と、ギリシャ・ドイツとそれらの国との経済的相互依存性の与える外部効果が重要であると考ええる。

ギリシャ・ドイツにとって EU との関係にはエージェンシー・スラックが存在するものの、他の加盟国が EU・ユーロ圏を維持する選好を持ち、そのことにより経済統合を継続させるならば、ギリシャ・ドイツにとってもユーロ圏から離脱することは経済統合の便益を失わせることになる。また、新たな通貨を発行することによる直接、間接的なコストを払うことになり⁹、ユーロ離脱は現実的な選択ではないと考える¹⁰。

ただし、経済合理性の観点からはユーロ離脱はそれによる便益よりもコストの方が高いと考えられても、政治的にはエージェンシー・スラックの状態が続いているので、国民の不満は解消されない。それを解消するには、欧州統合の政治的な便益をドイツ、ギリシャの首脳がそれぞれの国内で主張すること、そしてドイツ・ギリシャ以外の加盟国の首脳も欧州統合についての疑念がないことを国内外で明らかにすることであろう。またエージェンシーである欧州委員会も繰り返し欧州統合の便益を域内の国民（EU 市民）に伝え、選好の収斂をはかってゆく努力が必要となる。あくまでプリンシパルが各国国民である限り、各国政府や欧州委員会は欧州統合の便益を複数のプリンシパルに説いてゆくしかない。結局、長期的に頑健な EU 経済ガバナンスを構築することを通じて、経済財政危機を回避し、長期的な経済繁栄を EU 市民に保証することでしか、現在の危機への支援策をまとめることはできない。

3. EU 経済ガバナンスの再構築

この節では EU 経済ガバナンスの再構築を検討する。再構築の理由は、今後の経済財政危機を回避することと、その危機回避をガバナンスに内在させ制度とすることで、各国国民の選好を収束させる方向性を指し示し、将来のエージェンシー・スラックの状態を回避することにある。

まず、経済ガバナンス改革に必要な要件として次の 3 点を上げる。

⁹ ここで、直接的コストとは新たな通貨を創出することに伴う直接的な費用であり、間接的なコストとは、ユーロ建て債務が残存するもとで新たな通貨を発行すると債務国では通貨の原価によって債務負担が増加することや、為替リスクが発生することで貿易が阻害されることなどの潜在的なコストを指す。

¹⁰ 加盟国をプリンシパル、欧州委員会と EU をエージェントととらえるならば、複数のプリンシパルと単独のエージェントの問題としてとらえることができる。そして、プリンシパル間での協調が困難な場合には、プリンシパルはエージェントと個別の契約を結ぶインセンティブを持つ。しかし、EU という組織ではそれが許されないので、個別契約インセンティブが強くなれば、EU からの脱退ということが選ばれる。

- 1) 景気と物価の安定メカニズムと危機時の支援枠組み
- 2) ユーロ圏域内での経常収支不均衡の是正への対応
- 3) ユーロ圏加盟国によるデフォルトの是認

以下、それらを順に検討する。

3.1 景気と物価の安定と支援枠組みのガバナンス改革

これにかんして、現行の集権的な金融政策と分権的な財政政策の経済政策ガバナンスを運営してきたが、2007年からの危機には十分対応できてこなかった。不十分な財政支出、緩和の不十分な金融政策、緩慢な政策決定などEUの危機対応は批判にさらされ続けている。ただ独仏を軸にして欧州統合の枠組みを支えるために各国が協力してきたのも事実である。特に独仏首脳は危機が起きてから月一回、会議を繰り返し、協力体制を構築してきたことは、ユーロ導入前のEUではなかったものである。

しかし、そのような協力が思い切った支援の決定ができたわけではなく、むしろ混迷を深めていった最大の理由は、経済政策の平時のルールはあったものの、危機に直面したときの対応の事前ルールがなかったことが支援策を遅延と小規模化をもたらした。その反省に立てば、平時と危機時との政策ルールを変更させる状態依存型経済ガバナンスが理論的に適切であるかもしれない。さらには、政策分担も景気動向によって変化させるのが望ましいのかもしれない。

ECBはその定款よりインフレ重視であり、各国財政当局が景気への配慮と財政均衡を目指すとしよう。好景気でインフレが高まっている状況の下では、ECBは早期に金融引き締めを行い、インフレ抑制を行うであろうが、財政当局はインフレに対して財政抑制を早期に行うとは期待できない。一方、景気後退期にはインフレ重視のECBによる金融緩和は遅れ気味となるであろうから、財政収支に配慮しつつも財政当局の財政支出拡大によって景気の下支えが必要となる。したがってインフレ期にはECB主導での、また景気後退期には各国財政当局主導でのポリシーミックスが望ましい。そのためには景気に依存して政策の主導者を変化させる状態依存型ガバナンス(State-dependent governance)が必要となる。これはAghion and Bolton (1992)によって主張された方法であるが、彼らは一企業内のガバナンスを前提にして、企業環境の変化に応じてリーダーとなるべき役職者を交代させるガバナンス方式が望ましいと論ずる。たしかに、企業内であれば契約や定款で株主などのステークホルダーに対して明示でき運用も可能であろう。しかし、一国レベル、あるいはEUという国家連合体で経済状態に依存して変化するガバナンス方式を採用するのは運営上、難しい。景気変動を織り込んで条文とすることは、景気判断の指標を長期にわたって拘束するような数値目標を課したり、逆に解釈の余地をかなり残したりすることとなるので、EU基本条約を改正するにあたって景気の状態に依存する条件を課すことは不可能である。

表1 状態依存型ガバナンスの例

	政策スタンス		政策リーダー
平時	インフレ重視と財政均衡		
緊急時	高インフレ	インフレ抑制と財政引締	欧州中央銀行 財政局
	深刻な景気後退	景気浮揚とマクロプルーデンス重視	

出所) 著者作成。

そこで、状態依存型ガバナンスに代替する方法として高屋(2009)で提案した基金案を踏襲し、本稿では次のように提案する。平時も危機時も ECB と財政局の役割を変更せず、域内の不均衡が深刻になった場合には景気後退国の需要減を補うための資金供給を行う。そのための資金源として、ESM を拡充し、緊急支援基金として ESM 内部に EMF (European Monetary Fund: 欧州通貨基金) を設立するものとする。

この基金の運営管理に当たって欧州財政管理庁(European Fiscal Agency:EFA)の創設が必要と考える。EFA は EU 加盟各国の財政を管理するための機関として、各国財政の予算策定から関与する。欧州財政管理庁は現在のヨーロッパ・セメスターでの欧州委員会の加盟各国予算策定への関与の役割を委譲され、デフォルトをしていない加盟国の予算にも一定程度、関与する。また、過剰財政赤字手続きに関しても、欧州委員会に代わってその役割を担うものとする。

また基金の資金源は各国の財政から一定額を毎年拠出されるものとする。危機時にはその基金を取り崩して経済危機国・地域に配分するものとする。経済危機にあってはまずは各国の財政局が財政支出で対応するが、改訂された安定成長協定のもとで財政規律を維持するには大幅な財政支出を行うことは、今後、難しい。そうだからといって政府が総需要を引き上げる必要性がなくなることはないだろう。そのため危機時に当該国の財政支出を支援するため事前に準備することが必要と考える。具体的には ESM を拡充して EU 域内に EMF を創設し、それを EFA が運営する必要があると考える¹¹。

さらに、EMF による、緊急支援基金機能が確立することで、自己実現的なソブリン債務危機を防ぐことができる。自己実現的なソブリン債務危機とは、当該国がもはや資金調達不可能であると当該国の債券保有者ならびに投資家が認知すると、素早く債券の売却が行われ、また資金調達が困難となり、結果としてデフォルトが選択されることになる。もし、基金が国家への最後の貸し手となり得るならば、この自己実現的な債務危機を回避す

¹¹ ESM ではなく、EFA が実際に発足すれば EFA の下に欧州通貨基金を設けることも考えられる。ただし、その場合には基金の運営者と基金の管理が一体になるので、いっそうの透明債が求められる。

ることができる。

具体的には EFA の判断によって EMF からの資金が各国財政当局に支援とために拠出されることになるが、その資金が当該国の銀行への資金注入に利用可能とし銀行システムの安定性に寄与できるものとすべきであろう。今回の欧州危機においてアイルランドでの銀行危機の発生がアイルランド政府による資本注入を必要とし、結果として当該国政府の財政赤字拡大をもたらした財政危機を招いた。すでに金融統合を実現した EU 域内の銀行規模は本店所在国の経済規模に比べて相対的に大きくなる場合がある。また加盟各国には通貨発行権を持つ中央銀行がないため、当該国のみでは経営危機にある銀行に資本注入を十分行うことができず、それを事前に予想する預金者は預金を流出させることもあり得る。しかも、当該国だけの金融危機に収まらず、域内の金融市場にその危機が波及する可能性は高い。

したがって、EU 域内、ユーロ圏内の金融危機を回避するためにも、当該国への資金支援が必要である。ただし、その前提として現在議論されている銀行同盟（あるいは金融監督同盟）の成立は必要となる。

銀行同盟の中身は未だ明らかではないが、共通するのは各加盟国の預金保険制度を拡充して一元化すること、危機時の銀行の資金調達保証を当該国政府が行い、場合によって資本注入も EU 全体で実現することであり、そのため加盟国政府は財政移転をともなって、この銀行同盟を支えることとなる。それと併せて、EU レベルでの主要銀行の銀行監督・監視制度が必要となる。加盟各国の財政当局の視点からは、自国の納税者を他の加盟国の金融リスクあるいは財政リスクにさらすことになるので、EU 全体での銀行監督ならびに政府予算・執行の監督が求められる。

これらのことを拡充するためには、現行のアドホックな支援体制では不十分であり、あるいは本稿で提案する基金方式でも不十分であるかもしれないためよりいっそう財政連邦主義的な運営が求められる。ただし、それには第 2 節で述べたようにユーロ圏各国にはエージェンシー・スラックが立ちほだかる。そのため、財政連邦制に一気に進展させるのではなく基金方式でのガバナンス改革で対応すべきと考える。

また、金融危機下で ECB は、従来の公開市場操作を通じた金利政策に加えて、非標準的政策と呼ぶ、長期（1 年～3 年）の銀行貸出（LTRO）、カバード・ボンドの購入、債務危機国々債の購入（SMP）などを行ってきた。LTRO は資金調達が困難であった銀行に対して長期の資金供給を行い、経営危機を抑制することができ、金融市場の流動性危機を緩和することができた。また、債務国々債の購入によって、債務危機にある政府の資金調達を支援し、当該国々債の利回りの上昇を抑えることもできた。しかし、いずれも事後的な弥縫策といえ、ECB の責務としてそのような金融市場の安定化を事前には担っていなかった。EU や欧州委員会が政治的な理由により積極的な介入をなかなか行えなかったため、金融市場の安定のため ECB が LTRO ならびに SMP を行わざるを得なかった。言い換えれば、ECB は消極的ながら支援主体にならねば、より深刻な危機を招来していたといえる。

そこで、今後の役割として ECB にはユーロ圏内の商業銀行に対する最後の貸し手機能が

定款上、求められる。この機能を制度化することで、ある加盟国内金融機関の経営不安に基づく域内での急激な資金シフトを防ぐことができる。ECB が最後の貸し手として支援することがあらかじめわかっているならば、預金者はあえて自分の預金を他国の金融機関に移動させようとはしないからである。そのためには、資金供給する先の商業銀行の財務状況などを把握する必要がある。

ただし、現在、欧州委員会が検討しているように ECB が EU 域内の全金融機関への監督権限を持つ必要があるのかどうかは議論の余地がある。すでに ECB は欧州金融監督制度 (ESFS) のうち欧州システミックリスク理事会 (ESRB) を通じてマクロプルーデンスに関わることになっている。そのうえさらに、ミクロプルーデンスの権限を集中させることには問題が孕んでいる。現在、原則、各国監督当局がミクロプルーデンスを担っており、欧州監督機構 (ESAs) が各国監督当局のコーディネータの役割を担っている。ミクロプルーデンス自体の権限まで ECB に権限集中することで、ECB による監督を外部チェックすることが可能なかどうか、また金融機関の支援の際の意志決定が適切だったのかどうかを検証することが困難となり、ECB による裁量の余地が拡大する。そのため、全金融機関への監督権限に関しては現行の ESFS の権限を拡大させてゆくことが考えられる。現行の ESFS は、加盟各国の監督機関のコーディネータの役割を担っているが、その権限を強化し、直接、金融機関の監督を行えるように法改正を行い、ECB とは独立してミクロプルーデンスを行うべきではないだろうか。ECB は自ら金融機関の検査などで情報を入手せずに、EFSF から定期的に情報を入手し、最後の貸し手として金融機関を支援する際には、ESFS からの情報交換と協議により、実施することで対応できるものとする。

また、最後の貸し手として金融機関に支援する場合、金融機関が破綻したなどにより、事後的に ECB には損失が発生する可能性がある。そのため、その損失を誰が負担するのかを事前に取り決めておくことが望ましい。ECB が損失を負担する場合にはそのバランスシートが毀損するため、ECB が発行するユーロの信託を減ずる効果をもたらすので、それを回避せねば最後の貸し手として ECB が行動することを求めるのは困難である。したがって、出資する各国に負担を求めることになる。その方法として ECB の剰余金配分を減ずること、あるいは新たな出資を求めることは、すでにルールとしてあるが、最後の貸し手として機能するためにはあらためて欧州理事会との間での合意 (accord) を取り交わし、損失発生時の負担を加盟各国に求めることをルール化しておくべきと考える。

さらに、預金保険機構の一元的な整備も必要となり、それは EU によって運営される必要がある。しかし、現在実施されている SMP は直接、金融機関を支援する最後の貸し手の機能ではなく、それを実施することは ECB が潜在的に財務リスクを抱えることになり、バランスシートの毀損を招くおそれがある。そのため、上述の経済ガバナンスが導入されると同時に SMP のように経済支援のために当該国政府国債を ECB が直接購入することは停止すべきである。このように金融ガバナンスに関しては、ESFS が EU 域内の一元的な監督権限を持ち、ECB が最後の貸し手機能を持つ枠組みにより、実質的に銀行同盟（あるいは金融

監督同盟)を発足させて行くべきと考える。

3.2 ユーロ圏域内での経常収支不均衡の是正への対応

新しい財政協定で経常収支不均衡への早期警戒があるものの、是正を強く働きかける仕組みはない。ただし、経済統合が進展することで、要素移動が活発になればファンダメンタルの収斂はある程度、起きうるが、それまでの間、不均衡是正の仕組みがないためユーロ導入後の10年間、ユーロ圏とその他世界との経常収支不均衡はほぼ均衡してきたものの、域内の不均衡は放置されたままであった。そのため、今回の危機の背景にある経常収支不均衡を生み出す構造を是正するために、欧州債務国での「欧州2020」で唱えられている成長戦略が必要ではある。しかし、リスボン戦略で目立った進展がなかったことを省みれば、成長戦略が成果を上げて域内不均衡の調整には時間がかかるであろう。その時間に猶予を与えるためには競争力のある経常収支黒字国から赤字国への財政移転が必要であろう。むしろ、これには経済学のおよび政治的な反論が予想される。経済学的視点からは債務国のモラルハザードを招くという理由から、また政治的視点からはエージェンシー・スラックが起きるとい理由から、困難であるといえる。

そのため、経済・財政危機を向かえたときに域内債権国から危機国に財政移転を行うのではなく、先ほど述べた基金方式であれば国内の圧力を和らげるものとする。また支援を受ける際には、あらかじめ定めた方向で構造調整・財政再建を実行することとセットで、基金からの支援を行うものとする。

3.3 ユーロ圏加盟国によるデフォルトの是認

既に返済不能なほどの過剰な政府債務を抱えたユーロ圏加盟国があるとする¹²。その時、当該ユーロ圏加盟国にデフォルトを認めるべきなのか、それともデフォルトを認めず、支援をし続けるべきなのかが問題となる¹³。本稿では、ユーロ加盟国にデフォルトを認めることがむしろユーロ圏の長期維持のために必要な措置と考える。ただし、安易なデフォルト選択のモラルハザードを防ぐ方法は付置しなければならない。

本稿でデフォルトを認める理由は、再生の道を歩む破綻した当該国の財政はEUからの縛りを受けるものの、債務負担が減免されるため国民への公的サービスを大幅に減ずること

¹² 無論、加盟国政府が過剰債務を抱えないような規律がEUの経済通貨同盟では重要である。しかし、その規律が現下のEUガバナンスでは不完全であった。以下では、その不十分なEUガバナンスのもとで加盟国政府が過剰債務を抱えたことになったものとする。

¹³ ここでデフォルトとは、債権者側が債務者の債務不履行を宣言する秩序のある債務不履行を指し、債務者側が支払いを一方的に拒否する無秩序な債務不履行である自発的債務不履行(レヴィエーション)とは区別する。

なく、再生への道を歩みやすい¹⁴。再生プランのあるデフォルトによる債務減免措置は、当該国の国債価格を押し上げる可能性を持つ。そのため、国債保有者にも便益がある可能性がある。再生プランとセットにした秩序のある債務不履行が可能であれば金融市場への影響を抑制しつつ、将来の財政再建と現在の債券価格上昇が期待できる。

逆に、もし秩序あるデフォルトを認めなければ、債務国が一方的に債務不履行を宣言する自発的債務不履行を選択する可能性があり、それが選択されれば国債を保有する金融機関には事前の準備ができず、一気に財務内容が悪化し、深刻な資本不足に陥ることで破綻の可能性もある。また、これを契機に金融危機が EU 加盟各国に伝染するリスクも高い¹⁵。ただし、自発的債務不履行を選択した場合、当該国へのペナルティも高くなる。デフォルトを選択した後以上に自発的債務不履行では長期間、新規借入が当該国政府はできなくなり、また各国の支援を得ることも難しくなるので結果的に財政支出を抑制せざるを得ず、そのため国内の経済危機を拡大させる。デフォルトであれば、債権者との合意のもとで債務不履行を選択することになるので、秩序のある債務処理を進められ、予測できない事態の発生を防止することができる。また、これでは秩序的に財政支出を抑制させ、構造改革を行うことができる。

したがって、デフォルトの選択肢を制度的に構築すること、そのためにはデフォルト後の当該国財政を当該国政府ではなく、EU が直接管理できるガバナンスを導入する必要がある。無論、それには政治的な抵抗があると予想される。しかし、当該国政府に任せたままでは同じような財政運営、国債管理が行われる可能性は高く、そのため、当該国政府とは切り離れた運営主体が財政運営を行う必要がある。

財政運営を EU 主導で行うとすれば、当該国政府と EU との対立が政治的に生ずることは予想しやすい。したがって、ケース・バイ・ケースではなく、ルールとしてデフォルト後の財政管理を明記する必要がある。またデフォルトの際に、加盟国への支援を行う必要もありそのため、EU 条約第 125 条の改正も必要と考える¹⁶。

¹⁴ このことは、デフォルトが新たな再生プランとセットになる場合には、財政再建の有力な選択肢となることを示す。かつて Krugman 1989 が提唱した債務ラフアーク理論では、債務減免が債務国政府の財政を改善させるので、市場で流通する当該国の国債価格を上昇させる可能性があるとした。

¹⁵ 実際、現在のギリシャ危機はこの問題を包含しており、ECB が債務国国債を購入し続けるのは、欧州の金融危機の回避のためである。

¹⁶ ただし、EU にとどまりながらのユーロ離脱ルールは必要ではないと考える。EU からの離脱となると、経済以外の分野での統合プロセスからも離脱することとなり、ユーロ離脱以上の多

EUにとって加盟国の一つがデフォルトをすれば、その危機が他の加盟国に伝染するおそれがある。そのため、ギリシャ債務問題でもデフォルトの回避が第一に考えられてきた。グローバル化した金融市場のもとでは、国際分散投資を行っている投資家による一国の債務危機が他国の債務返済懸念を強め、その国の金融資産を売却することで、金融危機と財政危機を招く¹⁷。ただし、一国のデフォルトを認めることが、債権者・債務国双方に便益をもたらすものであることが確認され、EUが危機の伝染を防止する支援策を整備し、それを公衆が知っているならば伝染は防止できると考える。したがって、過剰債務を抱える加盟国のユーロ圏離脱を認めず、その代わりにデフォルトを認めるとともに、デフォルト後には当該国に対しEUが支援を行うことをセットにした経済ガバナンスの改革が、ギリシャ債務問題のような政府債務危機を回避するには必要な改革である。そこで、本稿ではユーロ版ブレイディ・ボンドを含むガバナンス改革提案を行う¹⁸。

中南米債務危機でのブレイディ構想では民間債務の多い中所得国に対する民間債務削減のために、世界銀行・国際通貨基金(IMF)が債務証券化のための元本を保証し、債務買い戻し資金を世銀・IMFが債務国に融資する、世銀・IMFが支援する経済再建計画の実施を前提とするため債務削減に民間金融機関に対して応じやすくするという内容であった¹⁹。適切なデフォルト・スキームを構築することにより、債務削減を含む債務再編により政府債務の圧縮とその後の経済パフォーマンスを回復させ、新たに資金が流入させることができる

大なコストを将来的に負担することになる。したがって、EUならびにユーロ圏にとどまらせ、債務再編の条件となる財政赤字削減とそのための様々な経済構造改革を誘導するのが適切である。

¹⁷ 債券を売却することで金利が上昇し、景気後退が招かれ、歳入減となる。また新規国債発行時にも高い金利で資金調達をせざるをえず、財政負担が増加することになる。

¹⁸ 本稿執筆後、アイケングリーン・カリフォルニア大学バークレー校教授やロゴフ・ハーバード大教授からブレイディ型の支援提案が出されているが、考え方は同じものであるものの彼らはギリシャ債務問題を視野に入れているのみで本稿とは別案である。本稿は直近の問題だけではなく将来のガバナンス改革を提案している。また、この提案は高屋(2012)で提案したものとほぼ同じものであるが、それと本稿の違いは、緊急財政基金を組み合わせ、より精緻にした点である。

¹⁹ この手段として、債務の買い戻し(キャッシュ・バイ・バック)、債務の債券化(デット・ボンド・スワップ)、利払い軽減、債務の株式化(デット・エクイティ・スワップ)、新規融資が、具体的な債務削減のメニューとして挙げられた。

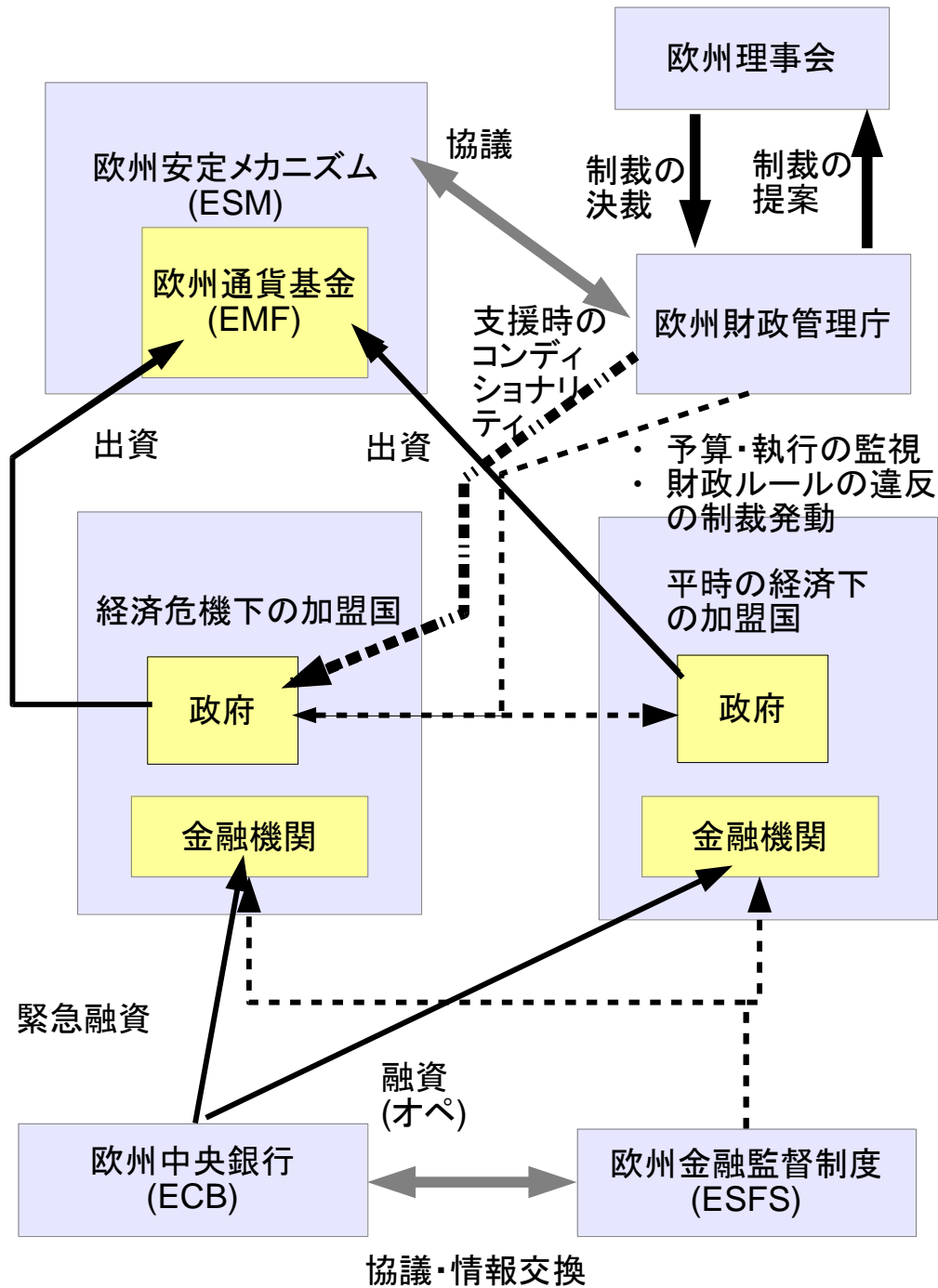
20。ただし、ブレイディ構想は債務問題の事後的な措置であり、また構造改革を強力に推進するものではなかった。今回の欧州債務問題が EU に示唆していることは、今後は債務問題を発生させないこと、それでも発生した場合に備える措置を準備しておくことである。

デフォルトを認めるための具体的なガバナンスとしては 1) 先に述べた欧州財政管理庁による債務危機国財政の管理を提案する。それにより)デフォルトを選択して財政管理対象になった当該国は、欧州財政管理庁によって予算の執行、徴税に関しては欧州財政管理庁の決裁を仰ぐことになる。さらに、デフォルトの後の加盟国政府については、当該国の財政当局が予算策定の後、欧州財政管理庁に予算承認を受け、その後に予算案を議会に諮るものとする。この提案では財政への管理に EU が関与し、しかもデフォルト後の当該国財政は EU 主導のもととする。この点、各国の財政主権を著しく損ねるという批判は予想されるが、今回の危機からの教訓は、経済統合を深化させた地域では財政協調の強化の必要性である。危機を回避する、あるいは緩和するためには財政主権の一部を EU に委譲する必要があるのではないだろうか (図 2)。

ただし、加盟国内での反対をどのように対処するのが課題となる。ここで提案したガバナンスは財政主権を大幅に EU に委譲することになり、ユーロ導入以前からも議論されてきた財政統合問題に抵触する。ただし、ここでの提案では財政移転は危機時のものであり、その移転額も前もって積み立てる基金方式であり、積み立て時点と移転時点が異なるため国内での抵抗感が薄いと考える。また危機が発生したときに事後的に移転国と受給国とに分かれるが、基金へ拠出するときには移転・受給とは関係なく一定額を EU に政府を通じて拠出することになり、世論の反対も少ないものとする。そもそも、このガバナンスでは、多額の支援をしないように予算段階からの財政監視を強め、デフォルトも是認するので資本流入させる金融機関や投資家もデフォルトリスクを認知しながら投資するので、過剰資本流入を抑制し、当該国政府の過剰債務負担を回避させることが狙いである。さらに財政

20 このブレイディ・ボンドに類似して今回のギリシャ危機に対しては、ニューヨーク大学のエコノミデスとスミスは、古い債務を償還期間が長く、金利の安い新しい債務と交換することによって、債務処理が適切に進む可能性があると考えている。彼らは、ギリシャの債務を EU 各国政府が保証する取引可能な 30 年物新発債と交換する構想を提案しており、ECB のトリシェ前総裁の名前にちなんで「トリシェ債」と命名する新発国債は、ECB あるいは EU が保証することを想定し、投資家にギリシャ向け債権を維持させる手段となり、他の高債務国にも適用の拡大が可能としている。この提案では債券保有者にもコストを一部負担させるために支払期日を延長し、保有債券の割引現在価値を引き下げるように求めることになる。

図2 欧州経済ガバナンスの提案



出所) 著者作成。

危機に陥っても早期にデフォルトを認めるので、当該国の支援額も比較的少なくすむと想定する。このような枠組みが理解されれば加盟国の国内世論の反対は多くないと考える。

4. むすび

本稿では、ギリシャの財政危機を発端にした欧州財政危機を教訓として、このような事態を繰り返さないためにEUでの経済ガバナンスの改革を提案した。第1節で述べたように、現時点から振り返るとユーロ加盟国の決定には問題があったかもしれない。しかし、ユーロ加盟は「一方通行」の選択であり、ユーロ脱退という後戻りはできない、あるいはすべきではないと考える。しかし、そのためにはデフォルトを加盟国に認め、デフォルトのもとで秩序ある経済運営を行うことが、ユーロ圏の安定には必要であると考え。現実の政策運営上、国内世論からの抵抗もあり、このようなガバナンスを導入するのは容易ではないと考える。しかし、将来、ユーロ圏ならびにEU域内での統合を強化するためには、提案するような経済ガバナンスが不可欠であると考え。

最後に、欧州財政危機が世界経済に与える影響と、また世界経済の転換点となりうるのかどうかを考察する。南欧諸国による財政危機への取り組みにより財政再建が優先されるため、景気に対しては下方圧力がかかる。ただし、独経済が輸出主導で成長するのであれば、域内景気の下方を押しとどめることはできる。しかし、財政危機以降に課題となっているように南欧諸国からのドイツの輸入が増加するかどうかは疑問が残る。域内の経常収支不均衡を是正するのならば、ドイツの域内からの輸入が不可欠であり、それにより域内の経済格差是正を図るべきであるが、現在以上にドイツが域内輸入を増加させるとはいえず、たとえ独経済の景気が上向いたとしても域内にその景気上昇が波及するとは言いえない。したがって、南欧諸国自ら、財政支出に依存しない景気拡大を行わざるを得ないだろう。

もっとも新興市場国に牽引されてきた世界経済に対してドイツがいつまでも輸出できるわけではない。新興国の景気の動向については本稿の範疇ではないが、2008年からの世界経済危機を世界恐慌にまで至らさなかった要因の一つは新興国による需要拡大があり、それによってドイツの輸出増加が促された。もし、その新興国景気が今後従来成長を実現できないとすれば、欧州経済に対して大きな負の衝撃を与える。

また、金融の不安定性も未だに解決されていない。3節でも述べたように現在、金融不安定性の要因である南欧の財政危機については抜本的な解決策は先送りされ、国債市場を中心に金融市場でのボラティリティは高く、不安定性を示している。さらに、それによる南欧からの資金流出もなかなか止まらず、そのためEUは銀行同盟（金融監督同盟）の構築

を急いできた。しかし、その同盟もまた詳細は決定されずに、市場に対してEUの政策に関する非決定さを示し続けている。このような政策決定での意思統一のできないことは、改めて地域統合の難しさを示しているとも言える。統合を行うに当たっては、経済的な合理性だけでなく政策決定の協調性や国民そのものの統合への選好の収斂などの要因を考慮する必要性を示している。

世界経済の転換点としてもまた、欧州財政危機は大きな意味を持つと考える。戦後の債務危機は主として途上国の債務危機であり、資本蓄積を増加する余地のある途上国の成長戦略によって解消することができた。しかし、現在の欧州債務危機は先進国の債務問題であり、資本蓄積を増加させる余地が多くはない。しかも金融の自由化・国際化が発達しているので、金融市場が政策当局者の意志決定に与える影響が大きくなり、市場に働きかけをするように政策決定をしなければならない。市場の規律によって、誤った政策決定を下すことを回避できる反面、市場が政策決定を促し、拙速な政策決定を下すリスクもある。

したがって、欧州財政危機を解消するためには、資本蓄積の余地のある新興市場国の成長によって、欧州の輸出が伸び、それを契機にして経済を浮揚させるというメカニズムが働くことが理論的には重要であろう。しかし、その新興国の経済状況が2008年～09年の時よりも脆弱になっており、引き続き牽引役となれるのかどうかは不明である。

また金融の自由化・国際化が発達し、金融危機を拡大させたということと、政策決定がしづらいため金融規制を強化することがEUでは議論されている。金融規制に関しては本稿の範疇を超えるため、議論を避けるが、欧州債務危機が国際金融のあり方を変えようとする契機になる。国際金融のあり方、すなわち国際金融規制とともに、政府債務の破綻処理ルール、国際的な最後の貸し手など、東アジア通貨危機の際にも議論はされていたが本格的に検討されてこなかった問題を再燃させ、それが転換点を生み出すものとなるであろう。

これは地域経済統合のあり方にも影響を与える。欧州危機の背景には域内の経常収支不均衡の問題がある。域外との収支ではおおむね均衡していたものの、域内では競争力格差によって不均衡が恒常化しつつあった。しかし、視点を変えればこのような収支不均衡は経済統合の結果でもあり、それが許容されれば統合の成果ともいえる。域内収支均衡を地域統合の条件とするならば、地域統合を行う意義は薄れるであろう。問題は、許容される範囲がどの程度であり、その範囲を超える事態があったときに域内でどのようなメカニズムを働かせるのかを事前に定めていなかったことである。それが危機対策の混迷を深め、今日のように危機を増幅させたともいえる。本稿で提案した内容は間接的に域内不均衡による経済危機が発生した場合にも基金からの財政移転によって、一時的に危機を回避させ

ることが可能である。また、経常収支不均衡については現行の新財政協定の早期警戒メカニズムによる監視によって是正措置がはかられるであろう²¹。当面の短期的不均衡を許容し、そしてそれを是正するメカニズムを内在しなければ、今後の地域統合を実現し維持することは困難であることを欧州危機は示唆している。

参考文献

- Aghion,P. and P. Bolton (1992) “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting” *The Review of Economic Studies*, Vol.59, No.3. pp. 473-494.
- Bolton,P. and O.Jeanne (2011)” “Structuring and Restructuring Sovereign Debt: The Role of Seniority”, *Review of Economic Studies*, Vol. 76, pp. 879–902.
- Bolton,P. and O.Jeanne (2011)” Sovereign Default Risk and Bank Fragility in Financially Integrated Economies”, NBER Working paper, No.16899.
- Chamon, M. (2007)”Can Debt Crises Be Self-fulfilling?” *Journal of Development Economics*, 82(1): 234-244.
- Eichengreen, B. “Coco for Europe,” Project-Syndicate, ダウンロード日 2011年9月11日。
- Holinski, N.,C. Kool, and J. Muysken “Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol.94, pp. 1-20.
- Hussein,K., and M. Anand (2003). “The Principal-Agent Approach and the Study of the European Union: Promise Unfulfilled?” *Journal of European Public Policy*, Vol.10, pp.121-139.
- Jeanne, O. (2012) “Fiscal Challenges to Monetary Dominance in the Euro Area: A Theoretical Perspective”, mimeo.
- Krugman,P.(1989)” Market-Based Debt-Reduction Schemes” *NBER Working Paper* No. 2587.
- Nicholas Economides and Roy C. Smith(2011)” Trichet Bonds To Resolve the European Sovereign Debt Problem” *NET Institute, Working Paper #11-01*, Stern School of Business, NYU.

²¹ ただし、原理的には地域統合によって、要素移動による不均衡是正が図られねばならないし、それを阻害する要因こそを除去し、さらには低成長地域での成長エンジンとなる産業の移転・創造が不均衡是正の長期的課題となる。

- Pollack, M.(2003). *The Engines of the European Integration: Delegation, Agency, and Agenda Setting in the EU*, Oxford, Oxford University Press.
- Reinhart,C. and K. Rogoff (2010) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press. (村井章子訳『国家は破綻する——金融危機の 800 年』日経 BP 社,2011 年)。
- Tallberg, J. (2007), “Executive Politics,” in K. Erik Jorgensen et al. (eds.), *The Sage Handbook of European Union Politics*, London, Sage Publications, pp. 195-212.
- 高屋定美 (1993) 「累積債務問題の現状と債務戦略」商経学叢(近畿大学)、第 39 巻第 3 号 pp. 55-69。
- 高屋定美 (2009) 『EU 通貨統合とマクロ経済政策』ミネルヴァ書房。
- 高屋定美 (2011) 『欧州危機の真実』東洋経済新報社。
- 高屋定美 (2012a) 「欧州経済危機から財政危機への深化」、飴野・田村・高屋・徳永著『グローバル危機と経済統合—欧州からの教訓—』第 1 章所収、関西大学出版部。
- 高屋定美 (2012b) 「欧州金融・経済危機と EU 経済ガバナンス」日本 EU 学会年報第 32 号。