

～海外情報～

2011年7月12日 全27頁

London Economic Eye (Vol. 2)

DIR ロンドンリサーチセンター

児玉 卓
鈴木 利光
増川 智咲

[目次]

はじめに.....	1
欧州新興国の人口構成と所得水準、成長力.....	3
英国、銀行と政府の平和協定 (Project Merlin)	9
欧州の財政協調、道のりは長い.....	19

はじめに

London Economic Eye (Vol. 2) は、①「欧州新興国の人口構成と所得水準、成長力」②「英国、銀行と政府の平和協定 (Project Merlin)」③「欧州の財政協調、道のりは長い」の3本のレポートで構成されている。

人口構成の成熟化が進む中東欧、若さが際立つトルコ

①「**欧州新興国の人口構成と所得水準、成長力**」は、中東欧、ロシア、トルコからなる欧州新興国の潜在的な成長力を判断するに当たり、人口構成とその変化に注目している。その際、参考になるのはアジアの経験である。アジアでは、生産年齢人口比率が上昇する順に、日本、韓国、中国へと高度成長の連鎖が生じ、それがインドネシア、インドへと引き継がれている。しかし例えば日本の経験に鑑みれば、同比率の上昇は核家族化や出稼ぎの増加を伴う都市人口の拡大、その裏側では労働力の一次産業から製造業へのシフト、マクロ的な生産性の向上と同時進行していた。年齢構成の変化が、そのまま高成長を約束するわけではない。

中東欧、ロシアは市場メカニズムが圧殺される中で、自由な人口移動、産業立地が妨げられてきたという不運な歴史を持つ。同地域にはチェコからウクライナまで、様々な所得水準の国が存在するが、人口構成的には非常に似通っており、かつ西欧と大きな差がないほどに成熟化している。生産年齢人口比率の上昇期を高度成長に結びつけることのできなかつた同地域に、アジアで見られたレベルの「キャッチアップ」を期待することは難しい。欧州新興国における顕著な例外がトルコである。トルコの人口構成はアジアで言えばインドネシアに近く、生産年齢人口は上昇のさなかにある。同国の若さを成長のポテンシャルと見ることは十分に可能だろう。

英国における政府 vs 銀行

②「**英国、銀行と政府の平和協定 (Project Merlin)**」では、日本で紹介されることの少ない英国政府と銀行界とのいわば「平和協定」を解説するとともに、その実効性を検討している。英国は金融危機以降、銀行救済に多大な税金を投入

しており、銀行に対して強面（こわもて）を貫くことが、政治的には国民の支持を取り付ける上で好都合だという事情がある。一方、英国が欧州随一の金融立国であることも厳然たる事実であり、現在の保守党・自民党連立政権にも、脱金融化を進めた後の成長戦略があるようには見えない。

本協定はもともと銀行界の発案によるものであり、その内容を吟味すれば、金融危機以降続く、政府の銀行バッシングの骨抜き化に一定程度成功しているようにも見える。本協定を、英国の成長戦略をめぐるジレンマを映し出す鏡と捉えることも的外れではなさそうである。

「Euro Plus Pact」が
炙り出す統一への求
心力の低下

③「欧州の財政協調、道のりは長い」ではギリシャ問題に象徴されるユーロ圏の苦境を機に、財政協調強化の議論が継続していることを、「Euro Plus Pact」の紹介などを通じて論じている。ただし、ここまでの経緯は、実効的な財政協調の実現が如何に困難であるかを再確認させるに終わっている。しかも、財政協調の困難さは、昨今の周辺国の財政危機とあいまって、一部のユーロ未導入のEU加盟国に対し、ユーロ導入をしり込みさせる効果を持った。「統合」という理念の求心力が一段と薄らいでいるとも捉えられる。

もともと「Euro Plus Pact」はドイツの発案による「競争力強化協定」のデフォルメであるが、ドイツの本音が同国の財政主権をEUに委譲することにあつたはずはなく、周辺国救済のための同国の持ち出しを抑制すること、或いは持ち出しに際する同国民へのエクスキューズを用意することに狙いがあつたと思われる。財政協調（政策を揃える）と財政統合（財源を統合する）の隔絶たる差異は、すべての交渉ごとの前提条件とも言え、中途半端な統一を温存させながら時間稼ぎ策を繰り出し、抜本的な構造矛盾への取り組みは避けて通るという、周辺国の財政危機への対処と同様の構図がここにも存在している。

(児玉 卓)

欧州新興国の人口構成と所得水準、成長力

ロンドンリサーチセンター
児玉 卓

アジアの経験を踏まえて

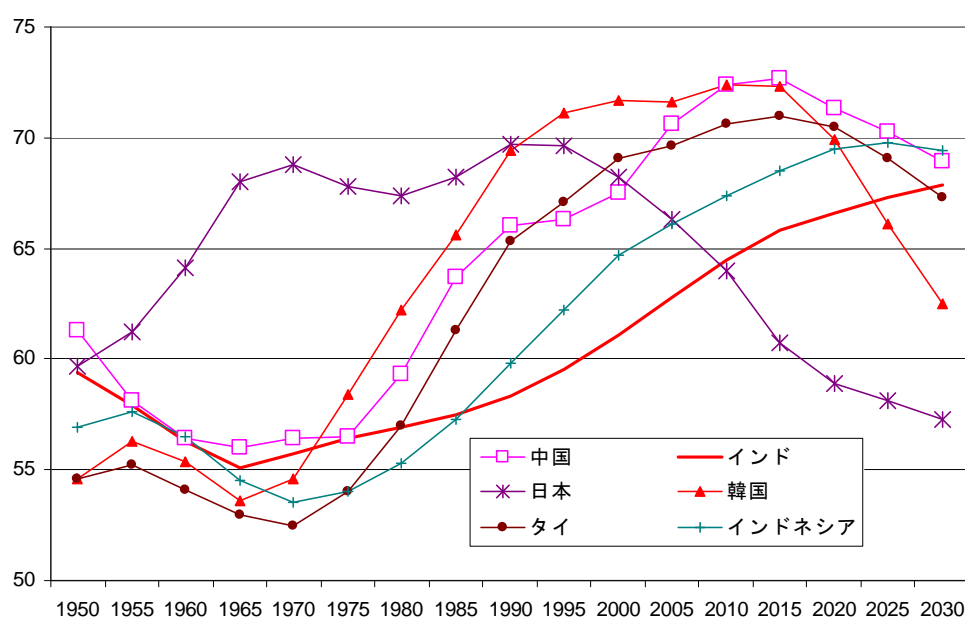
[要約]

- アジアの経験は、日本に始まり中国、インドに至る成長の連鎖が、人口構成の変化を伴っていたことを示している。平均年齢の上昇が一定地点まで（少子高齢化が始まるまで）生産年齢人口比率の上昇を伴い、その中で、高度成長の機会が生まれる。現時点のアジアの所得水準を順位付けたとき、やはり年齢構成の成熟度に比例していることが確認できる。
- この経験を当てはめにくいのが中東欧諸国である。中東欧諸国は自由な人口移動や市場メカニズムに応じた産業立地が抑圧されていたために、国によっては所得水準の上昇を伴うことなく老いてしまった。そのような国には、今後のキャッチアップを期待することも難しい。欧州新興国の中での顕著な例外はトルコである。同国は、人口構成の若さを今後の潜在力の重要な手がかりとみなすことができる。

アジアの経験則

図表1が示すのは、将来予想を含むアジア諸国の生産年齢（15歳～64歳）人口の総人口に対する比率である。概念的には、いわゆる人口ボーナスと同じである（「人口ボーナス指数」は生産年齢人口を従属年齢人口で除したもの）。

図表1 生産年齢人口比率（%）



(出所) United Nations , World Population Prospects: The 2010 Revision より大和総研作成

アジアの経済成長の連鎖については、先行国における要素費用の上昇が、当該国の新陳代謝と既存産業の近隣諸国への移転を引き起こすといった観点から説明されることが多い。これはこれで間違いではなかろうが、この図表が示唆するのは、それと平行して、ないしはその背後に人口の年齢構成の変化が存在していた可能性が高いということである。

図表に見るアジアの経験は、まさに域内の成長連鎖の歴史に対応している。50年代からすでに日本の生産年齢人口（≒人口ボーナス指数）は上昇し、60年代後半に人口ボーナス指数の「2」に対応する67%前後に達した後、70年代初頭にいったんのピークを迎えている。この間、他のアジア諸国は、多産が継続する中で乳幼児死亡率の低下などから軒並み生産年齢人口比率を低下させており、年齢構成的に日本が高度成長の先陣を切るのはほとんど必然だったことをうかがわせる。

日本を追うように生産年齢人口比率の上昇局面を迎えたのが韓国であり、やはり日本に遅れること20年程度で同比率が急速に低下すると予想されている。言うまでもなく、韓国は日本に続いて高度成長を実現したアジアNIEsの代表格である。そして、タイ、中国が韓国に続き、両国ともに2010年前後に生産年齢人口比率のピークを迎える。2010年時点のインドネシアの同比率（水準）は中国、タイに劣るが、まだ伸びしろを残している。インドはさらに遅れており、現在、同比率の上昇のさなかにある。高度成長を実現した順序にはほぼ即した人口構成の変化であることが確認されよう。

そして当然ではあるが、以上の、生産年齢人口比率の推移に応じた高度成長の連鎖は、現時点での所得水準の順位にも反映されている。

図表2 2010年時点の一人当たりGDP（米ドル）

日本	韓国	タイ	中国	インドネシア	インド
42,820	20,591	4,992	4,382	3,015	1,265

（出所）IMFより大和総研作成

都市化、核家族化

人口構成の成長へのインパクトは、一般に、生産年齢人口比率の上昇に伴って貯蓄率が上昇し労働投入量が増大することによって説明される。ただし労働投入量の増加が宝の持ち腐れにならないためには、労働需要が増えなければならない。

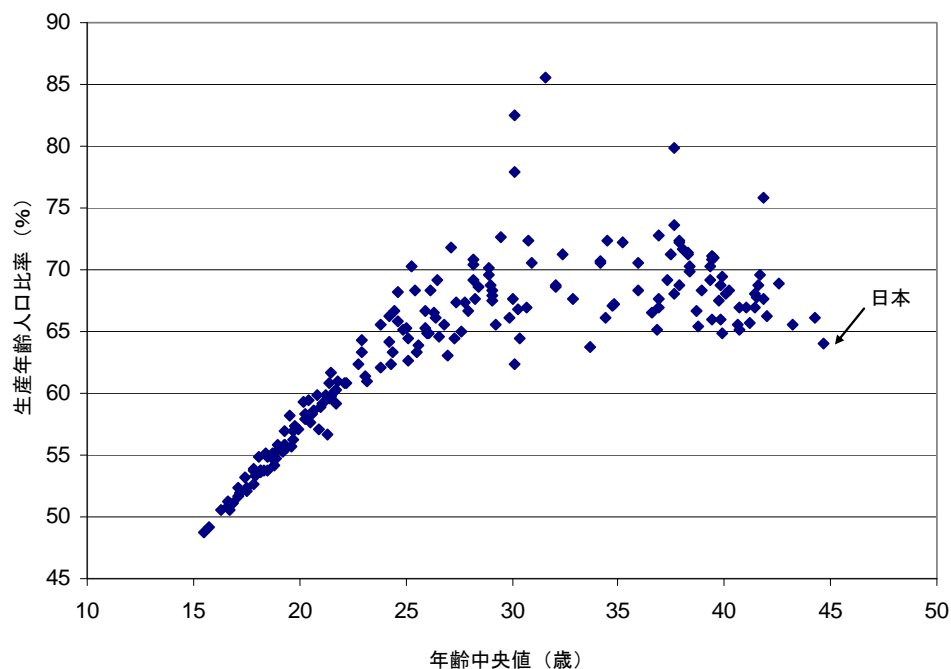
日本の経験に鑑みれば、生産年齢人口比率の上昇は、世帯数の増加、核家族化、出稼ぎなどを通じた都市化を伴っていた。労働力が、典型的には農業から製造業にシフトし、マクロベースの生産性の向上を背景に家計所得が引き上げられ、消費需要が拡大する。一方、世帯数の増加、都市化は都市部における住宅需要とともに耐久財需要を急増させる。若干整理のし過ぎのきらいはあるが、こうして、労働投入量の増加という供給サイドの変化が需要の増加を伴い、高度成長が実現したとみなすことができる。

人口構成と所得水準

さて、経済成長と密接な関係を有する生産年齢人口は、当該国の平均年齢（年齢中央値）と概ね正の相関を持つ（図表3）。特に、平均年齢が若ければ若いほど、生産年齢人口比率が低いという関係はかなり明白といって良い。これは多産多死から多産少死を経て、少産少死へ移行する経済発展に応じた人々の行動変化を反映したものであろう。従って、比較的ゆるい関係ではあるが、所得水準と年齢中央値との間にも、正の相関が認められる（図表4）。

もっとも生産年齢人口比率の上昇はいずれ頭打ちとなり、同比率が横ばい、ないしは低下する中で平均年齢のみが上昇するという局面が来る。少子高齢化である。図表3は2010年時点の197カ国を対象に、生産年齢人口比率と年齢中央値との関係を見たものだが、最も右方に位置する国、つまり最も年齢中央値の高い国が日本である（中央値44.7歳、生産年齢人口比率64%）。

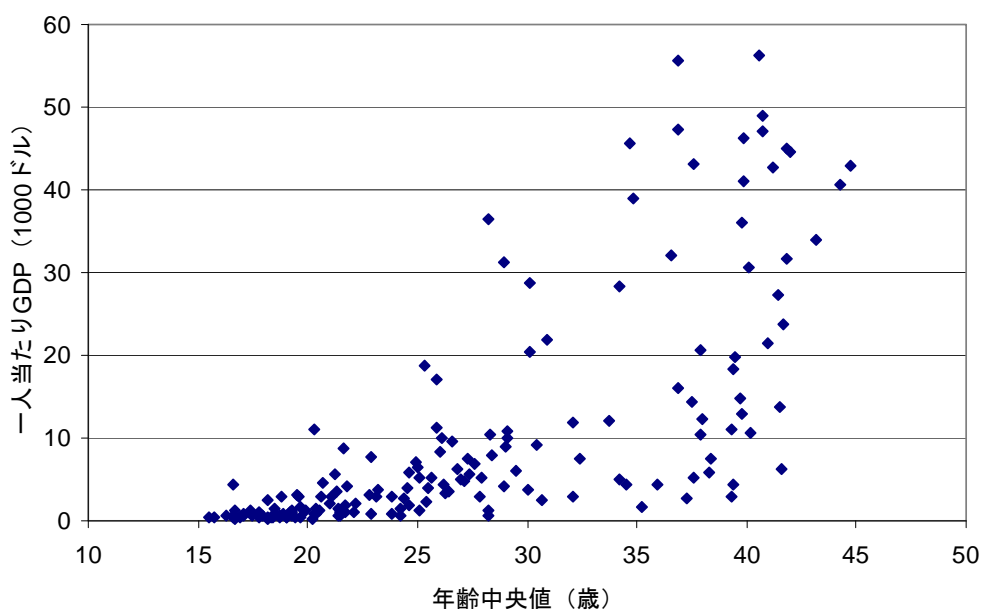
図表3 生産年齢人口比率と年齢中央値の関係



(注) 2010年時点

(出所) United Nations, World Population Prospects: The 2010 Revision より大和総研作成

図表4 年齢中央値と所得水準



(注) 図表が見にくくなるのを避けるため、一人当たりGDPが最も高い5カ国（ルクセンブルク、ノルウェー、カタール、スイス、UAE）を除いている。数値は2010年時点

(出所) United Nations, World Population Prospects: The 2010 Revision、IMF より大和総研作成

ロシア、中東欧、そしてトルコ

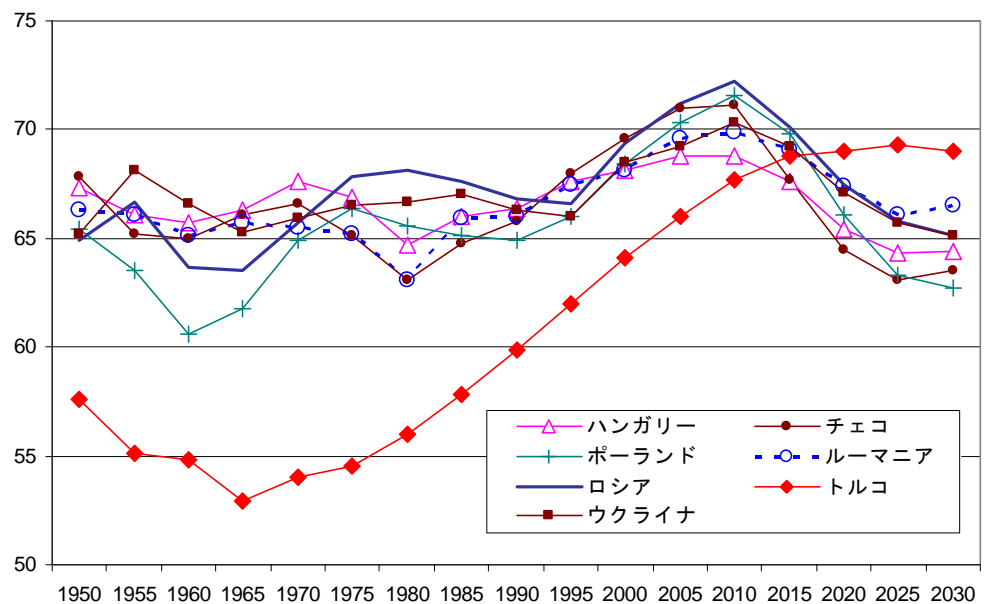
以上の議論は、生産年齢人口比率などの人口指標が、今後の潜在的な高成長国を見極める際の手がかりになることを示唆している。以下では、欧州地域の新興国であるロシア、中東欧、トルコにかかわるインプリケーションを整理することとしたい。

結論から言えば、ロシア、および旧共産圏に属する中東欧諸国は軒並み老いている。欧州新興国の中では、ひとりトルコのみが絶大なポテンシャルを有していると判断される。

図表 5 が示す大きな特徴は、中東欧諸国が人口構成的に成熟した状態になっているということである。そして生産年齢人口比率の推移が、所得水準の差などを超えて類似している。

一方、これらとかけ離れて位置しているトルコの形状は、先に挙げたアジア諸国の中ではインドネシアに近い。実際、2010年時点のトルコの年齢中央値は28.3歳であり、インドネシアの27.8歳とほとんど変わらない。インド（25.1歳）ほど若くはないが、既述のように、途上国・新興国段階では一般的に年齢中央値の上昇が生産年齢人口比率の上昇と並存し、それが平均所得の増加を伴うことを考えれば当たり前である。トルコの2010年時点の一人当たりGDPは10,399ドルであり、インド（1,265ドル）の8倍に達する。インドネシアの同数値が3,015ドルだから、トルコの場合、年齢構成が若い割に、高い所得水準を実現していると評価することができる。

図表 5 中東欧諸国・トルコが生産年齢人口比率 (%)



(出所) United Nations , World Population Prospects: The 2010 Revision より大和総研作成

老いるロシア、中東欧

ロシアや旧共産圏の難しさは、上で述べたような、年齢構成の成熟化と経済発展、所得水準の上昇という関係が希薄なことである。例えば、チェコの一人当たりGDPはウクライナの6倍強に達する。しかし年齢中央値はチェコが39.4歳、ウクライナは39.3歳とほとんど差がない。両者の比較で言えば、ウクライナは貧しいままに年齢構成が成熟化してしまったことになる。この延長でいえるのは、中東欧地域全体が、西欧に比較して、年齢構成の成熟化が所得水準の上昇を十分に

伴わなかったということだ。

図表 6 年齢中央値、生産年齢人口比率と所得水準

	年齢中央値 (歳)	生産年齢人口比率 (%)	一人当たりGDP (ドル)
ロシア	37.9	72.2	10,437
チェコ	39.4	71.1	18,288
ポーランド	38.0	71.6	12,300
ハンガリー	39.8	68.8	12,879
ブルガリア	41.6	68.8	6,334
スロバキア	36.9	72.8	16,104
スロベニア	41.7	69.6	23,706
クロアチア	41.5	67.8	13,720
ルーマニア	38.4	69.9	7,542
ウクライナ	39.3	70.3	3,000
トルコ	28.3	67.7	10,399
インドネシア	27.8	67.4	3,015
インド	25.1	64.5	1,265

(注) いずれも 2010 年時点

(出所) United Nations , World Population Prospects: The 2010 Revision、IMF より大和総研作成

国連の人口統計によれば、確かに中東欧の人口構成は西欧に比べれば若い。しかし年齢中央値は中東欧 38.3 歳に対し、西欧 42.1 歳と大きな差ではない¹。しかも、中東欧の相対的な若さは地域の人口大国であるロシアの平均寿命の短さの結果でもある。

中東欧地域において、なぜアジアで確認されたような、人口構成の成熟化と所得水準の向上の両立が起こらなかったのかは、別途検討が必要な分野であるが、大まかには計画的な産業立地、人口移動の制限などによって、日本を含むアジアで見られた自発的人口移動を伴うマクロベースの生産性拡大、都市化などを通じた耐久財需要の拡大などを経験する機会を逸したということだろう。

例えば中国も厳格な戸籍制度の下で、自由な住居の移動が長く認められてこなかったという経験を持つ。実際、70 年代末のいわゆる改革開放が始まるまで、都市人口比率は 17~18%程度でほとんど動いていない。沿岸部の製造業の立ち上がり、労働需要の拡大に伴い、制限付きながら人口移動の規制が緩んで以降、都市人口比率は上昇の一途をたどるのだが、中国にとって幸運だったのは、高度成長が開始された 70 年代末から 80 年代は、依然年齢構成が若く、しかも生産年齢人口比率が急上昇する時期だったことである。

中東欧についても、冷戦の終焉、EU の東方拡大という歴史的転換の中で、チェコ、ハンガリー、ポーランドなどは西欧諸国からの直接投資流入の恩恵を受けた。しかし既に比較的人口構成が成熟化していたために、生産年齢人口の拡大が賃金上昇率を緩和するといった、中国で見られたメリットを享受することはできなかった。しかもチェコにせよポーランドにせよ、80 年代以降、都市人口比率はほとんど上昇していない。人口移動の源泉は、農村部に存在する豊富な若年層だということであり、残念ながら、中東欧諸国の農村が相応に老いていたということだろう。

¹ 国連人口統計における中東欧の対象はベラルーシ、ブルガリア、チェコ、ハンガリー、ポーランド、モルドバ、ルーマニア、ロシア、スロバキア、ウクライナ、西欧はオーストリア、ベルギー、フランス、ドイツ、リヒテンシュタイン、ルクセンブルク、モナコ、オランダ、スイス

「キャッチアップ」が
当てはまらない中東
欧

アジアの成長の連鎖は、所得水準の低い国のキャッチアップで特徴付けられるが、それには人口構成の変化という大きな背景があった。生産年齢人口比率の上昇が、労働供給の増加と産業転換に伴うマクロ的な生産性上昇とともに、人口移動を通じた住宅や耐久財の需要を増大させたのである。

しかし、この図式を中東欧諸国一般に当てはめることは難しい。チェコなどは既に相応の所得・生活水準を達成しており、同地域をあまりネガティブに捉える必要はなかろうが、一方で、現時点で所得水準の低い国のキャッチアップを、アジア同様のレベルで期待することは非常に難しい。高度成長過程に必要な、人口構成の成熟化局面を総じて終えようとしているからである。その点、欧州新興国の中で地のままにキャッチアップを期待できる国としてのトルコの位置づけは際立ったものである。

英国、銀行と政府の平和協定（Project Merlin）

ロンドンリサーチセンター
鈴木 利光

SME 貸出増加とボーナス抑制を条件にレベル・プレイング・フィールドを実現

[要約]

- 2011年2月9日、英国政府は、「プロジェクト・マーリン（Project Merlin）」という、貸出増加、報酬抑制等に関する主要銀行との間の合意事項を公表している。合意に応じた銀行は、英国4大銀行である Barclays、HSBC、Lloyds Banking Group、The Royal Bank of Scotland、そしてスペインの Santander（貸出増加の合意のみ）である。
- プロジェクト・マーリンは、銀行側の主導で、金融危機以来傷ついた銀行のイメージ救済を目的とした、政府との平和（休戦）協定という位置づけで協議を開始し、合意に至っている。
- 重要な合意事項は、中小企業（SME）向け貸出の15%増加（前年度比）と、UKに拠点を置くスタッフに対する2010年度分ボーナスの減少（2009年度分比）である。
- ボーナスの減少は、この合意がなくとも、インベストメント・バンキング部門の収益減少や金融サービス機構（FSA）の新報酬規程により達成されることが見込まれたため、何らインパクトをもたらすものではない。
- SME 貸出は、四半期ベースでは合意された数字に追いついていないが、それは SME 側の貸出需要が不足していたためである。また、そもそも SME 市場活性化の最大の障害は銀行セクターにおける競争の欠如にあり、貸出可能金額を設定するというアプローチは的外れである。
- このように、2010年末の協議開始時から英国のメディアを賑わせているプロジェクト・マーリンではあるが、現時点ではネガティブな評価を下さざるを得ない。もっとも、SME 市場活性化が実現した暁には、その要因によっては、プロジェクトの評価がポジティブに変わっている可能性がある。

はじめに

貸出増加、報酬抑制等に関する主要銀行との間の合意事項

2011年2月9日、英国政府は、「プロジェクト・マーリン (Project Merlin)」という、貸出増加、ボーナス抑制等に関する主要銀行との間の合意事項を公表している。合意に応じた銀行は、英国4大銀行である Barclays、HSBC、Lloyds Banking Group (LBG)、The Royal Bank of Scotland (RBS)、そしてスペインの Santander (貸出増加の合意のみ) である。

銀行のイメージ救済を目的とした政府との平和 (休戦) 協定

プロジェクト・マーリンの提唱者は、Barclays の元 CEO であるジョン・ヴァーリー氏である。報道によれば、同氏は 2010 年 11 月にはこのプロジェクトに具体的に着手したようである²。同氏の狙いは、貸出増加や報酬抑制等に対するコミットメントを通して、金融危機以来続く、政府の銀行バッシングや銀行セクターを狙い撃ちした規制の導入を止めさせることにあった。こうして、プロジェクト・マーリンは、銀行側の主導で、傷ついた銀行のイメージ救済を目的とした、政府との平和 (休戦) 協定という位置づけで協議を開始している。

プロジェクト名の由来は鳥の名前、コチョウゲンボウ (Merlin : ハヤブサの一種) ?

「プロジェクト・マーリン」という名称の由来は、正式には公表されていない。当初は、「マーリン」がアーサー王伝説で王に仕えた魔術師の名前であることから、魔術に由来した名称であると広く考えられていた³。それは、「銀行と政府の関係を修復することは魔術でも使わないと難しい」というイメージを喚起する点でも、受け入れられやすい説明であったといえる。しかし、現在では、プロジェクトの提唱者であるジョン・ヴァーリー氏が熱心なバードウォッチャーであることから、コチョウゲンボウ (Merlin : ハヤブサの一種) がプロジェクト名の由来であるという説が有力になっている⁴。

本稿では、わが国ではあまり報道されていない (ように見受けられる) プロジェクト・マーリンの概要を紹介したうえで、これに対する評価や進捗状況を簡潔に説明するものとする。

プロジェクト・マーリンの背景

英国金融危機、納税者負担は約£20億か

英国は、金融危機以降、Northern Rock を一時国有化し (2008 年 2 月)、RBS と LBG を救済 (前者の約 83%、後者の約 41% を国有化) している (2008 年 10 月)。これらの費用を含む、金融危機が納税者にもたらした最終的な負担は、ネットで約 £20 億にのぼると見積もられている⁵。このような事情もあって、銀行の報酬を抑制すべきであるという国民感情が定着している。

信用収縮による中小企業貸出の減少

そして、金融危機がもたらした信用収縮 (クレジットクランチ) により、中小企業 (SME : Small and Medium-sized Enterprise。年間売上高 £2500 万以下の企業をいう) に対する貸出金額の減少が著しく、英国経済の復興の妨げとなっている。イングランド銀行 (BOE) の統計によれば、英国4大銀行による SME 貸出金額は、2009 年後半から減少しており、2011 年 2 月の成長率 (前年同月比) はマイナス 3% となっている⁶。

2 FT.com “Varley in position to conjure up Merlin’s touch” [2010 年 11 月 26 日] 参照

3 CITY A.M. “The Wizard of Os : Merlin plan causes cracks in coalition” [2011 年 2 月 10 日] 参照

4 FT.com “Why was it called Project Merlin” [2011 年 2 月 10 日] 参照

5 英国財務省 “Budget 2010” [2010 年 6 月 22 日] 参照

6 BOE “Trends in Lending” [2011 年 4 月] 参照

国民感情に配慮した
ボーナス放棄・寄付
(2008年・2009年)

このような状況下で、銀行セクターに対する国民のネガティブな感情にかんがみ、LBG の元 CEO エリック・ダニエルズ氏、Barclays の元 CEO ジョン・ヴァーリー氏、Barclay の現 CEO ボブ・ダイヤモンド氏は 2008 年・2009 年のボーナスを、RBS の CEO スティーブン・ヘスター氏は 2009 年のボーナスを放棄している。また、HSBC の元 CEO マイケル・ゲーガン氏は 2008 年のボーナスを放棄し、2009 年は £ 400 万のボーナス（株式支給）をチャリティーに寄付している。

銀行による「反省と謝罪の時期」の終焉

しかし、2011 年に入ってから、従来のような巨額のボーナスの時代が再来することを予想する報道が目立つようになっていた⁷。これを裏付けるかのように、2011 年 1 月 1 日に Barclays の CEO に就任したボブ・ダイヤモンド氏は、直後の 2011 年 1 月 11 日の英国下院財政委員会（Treasury Select Committee）にて、「反省と謝罪の時期（period of remorse and apology）」⁸を終えるべきときが来た、と発言し、2010 年度分のボーナスを受領する可能性を示唆している。

政府側も「懲罰から回復へ」と方向転換

オズボーン財務相は、プロジェクト・マーリンの公表スピーチにおいて、金融危機を招いた銀行に対する国民のネガティブな感情に理解を示しつつ、「懲罰から回復へ（retribution to recovery）」方向転換すべきときが来た、と述べている。このような発言は、前述した Barclays の CEO ボブ・ダイヤモンド氏の発言と一定の類似性を有しているといえよう。

プロジェクト・マーリンの概要

銀行側のコミットメント

このような背景に基づき、プロジェクト・マーリンにおける合意事項を確認することとする。銀行側のコミットメントの概要は次のとおりである（図表 1）。

図表 1 プロジェクト・マーリン概要：銀行側のコミットメント

貸出	ボーナス抑制	報酬開示	経済的・社会的貢献
(英国 4 大銀行+Santander) ◆ SME に対する 2011 年の貸出可能金額を計 £760 億に (2010 年貸出実績計 £660 億) ◆ SME を含む UK ビジネス全体に対する 2011 年の貸出可能金額を計 £1900 億に (2010 年貸出実績計 £1790 億)	(英国 4 大銀行) UK に拠点を置くスタッフの 2010 年度ボーナス総額を 2009 年度よりも小さくする	(英国 4 大銀行) シニア管理職（非役員）のうち最も高給な 5 人の報酬開示（匿名） ※2010 年度分以降継続開示	(英国 4 大銀行) ◆ Business Growth Fund への追加支援計 £10 億 ◆ Big Society Bank の設立費用支援計 £2 億

(出所) 英国政府資料を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

7 FT.com “UK banks defiant on bonuses for chiefs” [2011 年 1 月 7 日]参照

8 英国下院財政委員会 “Competition and Choice in Banking” [2011 年 3 月 24 日]参照

貸出

政府にとって、プロジェクト・マーリンの最重要事項はSME貸出の15%増加

英国4大銀行及びSantanderは、SMEに対する2011年の貸出可能金額を計£760億にすること（2010年貸出実績計£660億）、そしてSMEを含むUKビジネス全体に対する2011年の貸出可能金額を計£1900億にすること（2010年貸出実績計£1790億）にコミットしている。これらの貸出可能金額を2010年の貸出実績と比較した場合、後者が約6%の増加であるのに対して、前者は約15%の増加となる。このことからわかるように、政府はSME貸出金額の増額をより重視している。オズボーン財務相は、プロジェクト・マーリン公表のスピーチにて、このSME貸出の15%増加こそが、同プロジェクトの最重要事項であるとしている。

ネットではなくグロスである点で不十分

しかし、このコミットメントに対しては、いくつかの批判的な意見が寄せられている。まず、この£760億、£1900億という数字はネットではなくグロスである。この点について、影の財務相である労働党のエド・ボールド氏は、返済金額を考慮しない点で不十分であるという懸念を示している⁹。

「ターゲット」ではなく「キャパシティ」

そして、この£760億、£1900億という数字は、貸出実績を示す「ターゲット」ではなく、貸出可能金額を示す「キャパシティ」である。この点については、銀行に対して、貸出需要がなければ「達成」（ここでは、貸出実績が£760億、£1900億という数字に到達することを指すものとする）できなくてもいいというエクスキューズを与える意味で、実効性に乏しいという懸念が示されている¹⁰。

ボーナス抑制

ボーナス総額にキャップ（2009年度分よりも小さくする）

英国4大銀行は、UKに拠点を置くスタッフの2010年度のボーナス総額を2009年度よりも小さくすることにコミットしている¹¹。これは、英国金融サービス機構（FSA）が2010年12月17日に公表した新たな報酬規程（2011年1月1日から適用）¹²とは別に、英国4大銀行のみに課される制約となる。

インベストメント・バンキング部門の収益下落（前年度比）がボーナス総額押し下げ

しかし、このコミットメントに対しては、何らインパクトをもたらすものではないという批判的な意見が寄せられている。というのは、プロジェクト・マーリンの公表前から2010年度のインベストメント・バンキング部門の収益は下落（前年度比）が予想されており¹³、このコミットメントの有無にかかわらずボーナス総額は2009年度分よりも小さくなるのが想定されていたためである。

そもそも、FSAの新報酬規程の存在により、銀行側でボーナスを減額して基本給を増額する動きあり

また、FSAの新たな報酬規程が重要役職員の現金即時支給ボーナスを最大30%までとしていることから、銀行は、優秀な人材の流出を防ぐべく、ボーナスを減額し、その分基本給を増額する必要性に迫られていると考えられている¹⁴。現に、Barclaysは、投資銀行部門Barclays Capitalにおける2010年の報酬総額を前年から23%増加（一人あたり平均）したことを明らかにしている。このような措置

9 FT.com “UK bank pact holds no magic remedy” [2011年2月9日]参照

10 FT.com “Treasury provokes banks over loans” [2011年5月19日]参照

11 英国4大銀行は、2010年度分のボーナスの支払いを既に完了しており、このコミットメントを遵守している。

12 FSAの新たな報酬規程の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「英FSA報酬開示強化、外国銀行の支店も対象か？」（鈴木利光）[2010年12月1日]

13 英国4大銀行のうち、BarclaysとRBSのインベストメント・バンキング部門の収益下落（前年度比）については、以下のレポートにて確認されたい。

◆大和証券キャピタル・マーケットズレポート「ロイヤルバンク・オブ・スコットランド（RBS LN）」（瀧文雄）[2011年2月25日]

◆大和証券キャピタル・マーケットズレポート「バークレイズ（BARC LN）」（瀧文雄）[2011年2月16日]

14 guardian.co.uk “Banks to sidestep bonus crackdown by raising salaries” [2010年12月10日]参照

は、FSA の新たな報酬規程はもちろんのこと、このコミットメントにも何ら抵触するものではない。こうした状況もまた、このコミットメントのインパクトを無に等しいものとしている。

世論は銀行の圧勝

影の財務相である労働党のエド・ボールズ氏は、このコミットメントにつき、政府は「タオルを投げた」と非難している¹⁵。プロジェクト・マーリンで政府と銀行のいずれがより多くの実利を得たかに関して、英国の高級紙ガーディアンが実施したアンケートによれば、90.9%が銀行側に投票している¹⁶。このような結果には、このボーナス抑制のコミットメントの無力さが大きく貢献していると考えられる¹⁷。

被救済銀行に固有の 制約あり（ステートメント未記載）

なお、プロジェクト・マーリンのステートメントには記載されていないが、オズボーン財務相は、同プロジェクト公表のスピーチにて、被救済銀行である LBG と RBS の 2010 年度分ボーナスについて、次のような制約を課すこととしている（図表 2）。

図表 2 LBG と RBS に固有のボーナス抑制（ステートメント未記載）

対象スタッフ	制約事項
全従業員	現金即時支給ボーナスを最大£2,000 まで
CEO を含む全取締役	<ul style="list-style-type: none"> ◆ すべてのボーナスを株式で支給する ◆ 上記株式につき、2013 年までの保有義務あり（2013 年までは現金化を認めない）

（出所）英国政府資料を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

報酬開示

2（取締役最小人数） +5（シニア管理職） の報酬開示

英国 4 大銀行は、従来から開示している全役員の報酬に加えて、新たにシニア管理職（非役員）のうち最も高給な 5 人（匿名）の報酬を開示（2010 年度分以降継続）することにコミットしている。これもまた、FSA の新たな報酬規程とは別に、英国 4 大銀行のみに課される制約となる。これにより、最低でも 7 人（役員最小人数 2 人 + シニア管理職 5 人）の重要役職員の報酬が開示されることになる。

わが国では報酬1億円 以上の上場企業役員 のみ開示

このコミットメントは、わが国における報酬開示が 1 億円以上の報酬を受け取る上場企業の役員に限定されていることと比較すれば、厳格な内容ということができよう¹⁸。

トレーダー等の報酬 開示は義務付けられ ないまま

しかし、対象を「シニア管理職」に限定していることから、トレーダー等、タイトルはないがタイトルホルダーよりも高給なスタッフの報酬開示は義務付けられないままとなっており、その点について批判的な意見が寄せられている¹⁹。

2012年以降、「5人」 から「8人」に増える 可能性あり

なお、オズボーン財務相は、プロジェクト公表のスピーチにて、2012 年以降、報酬開示の対象となるシニア管理職を 5 人から 8 人に増やすことを検討するとしている。

15 guardian.co.uk “George Osborne accused of ‘throwing in the towel’ with bank bonus deal” [2011 年 2 月 9 日] 参照

16 guardian.co.uk “Project Merlin : which side won?” [2011 年 2 月 9 日] 参照

17 FT.com “Why Project Merlin was a banking triumph” [2011 年 2 月 14 日] 参照

18 わが国における役員報酬の開示については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「役員報酬開示の現況」（横山淳）[2010 年 9 月 1 日]

◆大和総研レポート「役員報酬等の開示」（横山淳）[2010 年 4 月 13 日]

19 guardian.co.uk “Bank bonuses bounce back as Treasury signs Project Merlin truce” [2011 年 2 月 9 日] 参照

経済的・社会的貢献

英国 4 大銀行は、Business Growth Fund への追加支援計 £ 10 億、Big Society Bank の設立費用支援計 £ 2 億の拠出にコミットしている。

SME支援を主眼とする 団体への追加支援

Business Growth Fund とは、SME 支援を主眼とする団体である。英国 4 大銀行、Standard Chartered、そして英国銀行協会（BBA：British Bankers' Association）が協同出資して設立し、2011 年 4 月より運用されている。このコミットメントによる追加支援計 £ 10 億の拠出により、運用資金は計 £ 25 億となっている。

地域社会を活性化す ための独立の金融 機関の設立費用支援

Big Society Bank とは、キャメロン首相が提唱している、地域社会を活性化することを目的とした独立の金融機関である。資本金には、約 £ 4 億の休眠口座を充当することが検討されている。このコミットメントにより、£ 2 億が追加されることとなる。なお、Big Society Bank は、休眠口座を利用するスキームをめぐり、欧州委員会の承認が下りるのを待っている状態である。

金額が不十分か

このコミットメントのうち、とりわけ Big Society Bank の設立費用支援計 £ 2 億という金額については、不十分であるという意見が寄せられている²⁰。

政府側のコミットメント

UK銀行セクターの競 争力の維持

このような銀行によるコミットメントを受けて、政府側は、規制や税制におけるレベル・プレイング・フィールド（公平な競争条件）を実現し、UK 銀行セクターの競争力を維持することにコミットしている。

Bank Payroll Taxの再 導入はなし

まず、政府は、前労働党政権が 2010 年に導入した、金融機関の高額ボーナスに対する課税措置（Bank Payroll Tax）²¹を 2011 年は実施しないことにコミットしている。

銀行税の税収見込み は£25億で据え置き

そして、政府は、銀行税（Bank Levy）の 2011 年分の税収見込みを £ 25 億で据え置くことにコミットしている。

合意公表の前日に「す べり込み」で銀行税を 引き上げ

折しも、政府は、プロジェクト・マーリン公表の前日である 2011 年 2 月 8 日、銀行税の 2011 年分の税収見込みを従来（2010 年 12 月 9 日の最終法案）の £ 17 億から £ 25 億に引き上げる決定をしていた²²。この引き上げは、2011 年 1 月 1 日の適用開始から約 1 ヶ月後という唐突なタイミングでの決定であり、銀行の予算編成に不透明性をもたらすという批判が相次いだ²³。当初は、この引き上げは、銀行の高額ボーナス付与に対する宣戦布告であり、プロジェクト・マーリンは合意に至らなかったものと考えられた。というのは、オズボーン財務相は銀行が高額ボーナスを付与した場合の銀行税引き上げを示唆していたが²⁴、2011 年 2 月に入って Barclays が新 CEO ボブ・ダイヤモンド氏に対して高額なボーナスを付与するという噂が巷でささやかれ出したためである²⁵。これが銀行に対する宣戦布告という側

20 FT.com “Just the facts : how Project Merlin stacked up” [2011 年 2 月 9 日]参照

21 Bank Payroll Tax とは、従業員に £ 25,000 超のボーナスを支払った（2009 年 12 月 9 日から 2010 年 4 月 5 日の間）英国の金融機関が、当該超過分の 50%を税金として納付する制度をいう。以下のレポートも参照されたい。

◆大和総研レポート「【連載④】金融機関の報酬規制（欧州）」（鈴木利光）[2010 年 10 月 26 日]

22 英国政府による銀行税引き上げの概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「英国の銀行税、2011 年分の軽減税率を廃止」（鈴木利光）[2011 年 2 月 14 日]

23 FT.com “UK banker lash out at levy rise” [2011 年 2 月 8 日]参照

24 FT.com “Osborne hints at rise in bank levy” [2010 年 12 月 21 日]参照

25 FT.com “Diamond set for £9.5m Barclays bonus” [2011 年 2 月 4 日]参照

面があったことは間違いないだろう。もっとも、翌日にプロジェクト・マーリンの合意が公表され、政府は銀行税の据え置きにコミットしていることから、この引き上げはいわゆる「すべり込み」としての側面もあったといえよう。

「プロジェクト・マーリンのコミットメントは独立銀行委員会（ICB）の提案内容を左右しない」という政府側の留保あり

なお、政府は、これらのコミットメントが、金融の安定化と競争を促進するための改革案を検討する独立銀行委員会（ICB）の報告書の内容を左右することを明確に否定している。このような背景もあり、ICBの中間報告（2011年4月11日）は、大きな注目と反響を集めている。中間報告の目玉は、ユニバーサル・バンクにおけるリテール・バンキング部門の「リング・フェンス」（子会社化）と LBG のブランチ売却に関する提案であり、プロジェクト・マーリンに対する言及はされていない²⁶。ICBは、2011年9月12日に最終報告を提出する予定である。

銀行の公約違反を防止するための措置

ステートメントには銀行が公約違反をした場合の制裁措置の記載なし

以上のように、プロジェクト・マーリンにおける銀行・政府双方のコミットメントを確認したわけだが、気になるのは、銀行が公約違反をした場合の制裁措置の有無・内容である。結論からいうと、銀行側のステートメントには、公約違反の場合の制裁措置が記載されていない。このような事情から、その実効性に対しては懐疑的な見方が大半を占めている。

公表スピーチにて違反防止措置に言及

もっとも、オズボーン財務相は、プロジェクト・マーリン公表のスピーチにて、銀行の公約違反を防止するための措置を述べている。

ボーナス抑制の遵守状況をFSAに書面で通達

まず、ボーナス抑制のコミットメントについて、各銀行における独立の報酬委員会メンバーに対し、コミットメントの遵守状況を FSA に書面で通達することを求めている。

四半期ベースでの貸出状況を公表

また、貸出のコミットメントについて、BOE に対し、四半期ベースでの進捗状況を公表することを求めている。ちなみに、コミットメントにおける£760億（SME貸出可能金額）、£1900億（UK ビジネス全体の貸出可能金額）という数字を四半期平均で算出すると、それぞれ£190億、£475億となる。ただし、この数字はあくまでも四半期ベースの目安に過ぎない。

CEOの報酬とSME貸出を「リンク」

さらに、同じく貸出のコミットメントについて、CEOの報酬とSME貸出のコミットメントの遵守状況を「リンク」させることを求めている。

公約違反の場合には「更なる措置」を採る権利が政府側に留保

そして、コミットメント全体について、銀行が公約違反をした場合は、政府側に「更なる措置」を採る権利が留保されることとしている。この「更なる措置」の内容は不明だが、キャメロン首相は、銀行がコミットメントを遵守しなかった場合、政府は銀行税の引き上げや Bank Payroll Tax の再導入を検討するという警告を発している²⁷。

公約違反防止措置の発動は政府のさじ加減

しかし、これらの措置はあくまでもプロジェクト公表のスピーチにて言及されたものにすぎず、実際に発動されるか否かは政府のさじ加減で決まるものといえよう。その際には、プロジェクト・マーリンが合意に至る過程で行われたのと同様の、銀行側との駆け引きが行われることになるだろう。

26 ICBの中間報告の概要は、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「英国、リテール銀行部門に資本サーチャージ？」（鈴木利光）[2011年4月28日]

27 CITY A.M. “Cameron : Banks face more levies if Merlin fails” [2011年5月18日]参照

貸出のコミットメントの進捗状況（第1四半期）

第1四半期の貸出実績の公表

前述したように、オズボーン財務相は、貸出のコミットメントについて、BOE に対し、四半期ベースでの進捗状況を公表することを求めている。これを受けて、BOE は、2011 年 5 月 23 日、第 1 四半期（1 月から 3 月）における英国 4 大銀行及び Santander の SME 貸出金額（実績）、UK ビジネス全体への貸出金額（実績）それぞれの合計を公表している。

四半期ベースでのSME貸出実績は少し遅れをとっている？

果たして、結果は、SME 貸出金額が £ 168 億、UK ビジネス全体への貸出金額が £ 473 億であった。前述した四半期ベースでの目安（SME 貸出可能金額は £ 190 億、UK ビジネス全体への貸出可能金額は £ 475 億）と比較すると、UK ビジネス全体への貸出実績は概ね順調だが、SME 貸出金額は少し遅れをとっているようにも思われる。現に、第 1 四半期の貸出実績が公表された日には、「銀行が四半期ベースの SME 貸出を達成しなかった」という論調の報道がなされた²⁸。

SME側の需要不足が原因

しかし、前述したように、£ 760 億（四半期平均 £ 190 億）、£ 1900 億（四半期平均 £ 475 億）という数字は、貸出実績を示す「ターゲット」ではなく、貸出可能金額を示す「キャパシティ」である。そのため、銀行は、貸出需要がなければ「達成」することができないのである。現に、BBA は、第 1 四半期の SME 貸出実績が SME 貸出可能金額の四半期平均である £ 190 億を下回ったのは SME 側の需要が小さかったことに因るとしている²⁹。そもそも、前述したように、「ターゲット」に対するコミットメントを得られなかった時点で、その実効性は限られたものとならざるを得ない。

問題は銀行の貸し渋りではなく、競争力の欠如がもたらす資金調達コストの高止まり

SME 側にも、銀行が貸し渋っているという認識はないようである。英国産業連盟（CBI：Confederation of Business Industry）の統計によれば、資金調達を最大の懸案事項としている SME は全体の 8%に過ぎない³⁰。むしろ、根本的な問題は、銀行セクターにおける競争の欠如がもたらす資金調達コストの高止まりにある³¹。英国における SME バンキングの市場シェアを確認すると、貸出コミットメントの対象である英国 4 大銀行と Santander の 5 行が実に 91%ものシェアを占めている（図表 3）。

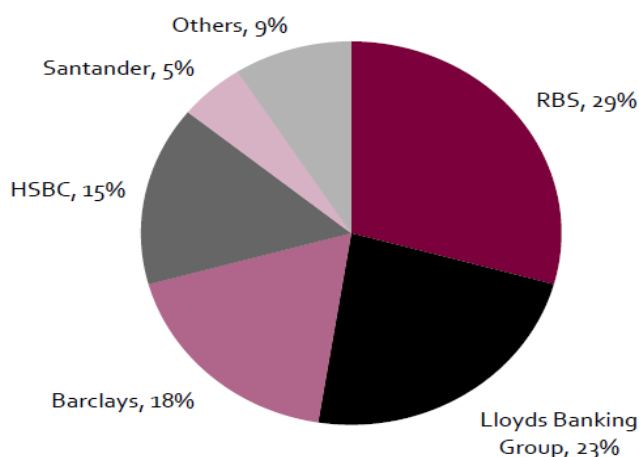
28 guardian.co.uk “Banks miss small business lending targets for the first quarter” [2011 年 5 月 23 日]参照

29 BBA “Issued on behalf of the Merlin group of banks：LENDING TO BUSINESS” [2011 年 5 月 23 日]参照

30 CBI “CBI Quarterly SME Trends Survey” [2011 年 4 月]参照

31 CITY A.M. “Don’t blame banks for low demand” [2011 年 5 月 24 日]参照

図表 3 英国 SME バンキング市場シェア



(注) RBS ブランチ 318 の Santander への売却 (2008 年) はカウントされていない
 (出所) ICB “Issues Paper Call for Evidence” Figure8[2010 年 9 月 24 日]

おわりに

以上が、プロジェクト・マーリンの概要とその進捗状況である。

SME市場活性化のキーはICBの最終報告

SME 貸出のコミットメントは、£760 億という貸出可能金額を設定するというアプローチをとっている。英国経済の回復に SME 市場の活性化が不可欠であることは間違いない。しかし、前述したように、問題は銀行の貸し渋りではなく、銀行セクターにおける競争の欠如にある。そのため、SME 市場の活性化にとっては、プロジェクト・マーリンではなく、金融の安定化と競争を促進するための改革案を検討している ICB の最終報告 (2011 年 9 月 12 日公表予定) の内容のほうが重要となろう。

銀行とのパワーゲームに屈した感が否めない

ボーナス抑制のコミットメントは、英国が世界指折りの金融立国であることから、政府が銀行の要求に屈したという感が強い。政府は、そういった印象を覆い隠し、銀行に対してタフであることを示そうとしてか、銀行税の引き上げによる税収 £25 億をことさらにアピールしている。しかし、予算責任局 (OBR: Office for Budget Responsibility) の統計によれば、前労働党政権が実施した Bank Payroll Tax は £35 億の税収を上げている³²。この事実だけでも、政府が銀行に対してタフであるということは難しいだろう。

報酬だけでなく破綻処理制度の整備も重要

それ以前に、銀行、とくに被救済銀行の報酬を抑制すべきであるという議論は、納税者の負担という観点からなされがちである。それ自体は間違いとはいえないが、納税者の負担云々は、銀行の破綻処理制度の整備の議論とも密接に関連するため、銀行の報酬だけをターゲットにすることは議論の矮小化につながりかねない。

32 OBR “Economic and fiscal outlook” [2011 年 3 月]参照

プロジェクトの最終的な評価はSME市場の動向による

2010 年末の協議開始時から英国のメディアを賑わせているプロジェクト・マーリンではあるが、現時点ではネガティブな評価が大半を占めている。もっとも、前述したように、オズボーン財務相は SME 貸出の 15%増加をプロジェクトの最重要事項と考えていることから、2011 年を通じて SME 市場の活性化が実現した暁には、その要因によっては、このプロジェクトの評価がポジティブなものに変わっている可能性もあろう。

以上

欧州の財政協調、道のりは長い

ロンドンリサーチセンター
増川 智咲

財政協調には第三者の介入強化が必要・ユーロ圏拡大にも疑問符

[要約]

- 欧州危機は、単一通貨・統一金融政策下で、統一されていない財政政策の協調を問う機会となった。独・仏が提案した「競争力強化に向けた協定」をきっかけに議論は進むが、各国の利害関係を調整した結果、当初の案よりもトーンダウンした「Euro Plus Pact」の成立に至った。協定の実効性と拘束力には疑問が残り、財政協調は明示的な形で進んでいない。この議論が示したことは2点ある。
- まず「Euro Plus Pact」までの議論は、財政協調の困難性を確認する場と化してしまった。極力政治的歪曲を排除するため、欧州委員会などの第三者が介入を強める必要がある。
- もう一点は、将来ユーロ導入を行う予定の非ユーロ諸国が抱く、財政協調さらには金融政策統一に対する意識が総じて低い点である。その背景には、「Euro Plus Pact」の実効性の問題の他に、非ユーロ諸国側が抱く単一通貨という魅力が、欧州危機を契機に損なわれた点がある。今回の財政強調に関する議論は、「EU加盟の後、ユーロを導入」という一連のプロセスが必ずしも成立せず、ユーロ圏の拡大にも疑問を投げかけたといえるだろう。

ユーロ圏、財政協調の可能性は？

緊急支援は問題の解決にはならない

ギリシャに始まった欧州危機は、アイルランド・ポルトガルへと波及し、ギリシャに至っては国債償還のための資金繰りに苦慮するなど、欧州の行く末はまだまだ不安視されている。事の発端となったユーロ圏周縁国の財政危機は、単一通貨・統一金融政策の下で、経済のインバランスを内包する構造上の問題を露呈したのは周知の通りである。このインバランスの調整には、問題となった国が、財政赤字の削減を行うと同時に、物価・賃金を引き下げることで競争力を高める必要がある。そこで議論に上がったのが、ユーロ圏内で一定水準まで財政規律を協調して高めることで、インバランスを縮小させる政策である。現在、ユーロ圏周縁国に対して実施されている緊急財政支援は、問題の根本的な解決にはならない。むしろこれまで看過されてきた、財政政策の協調という課題に着手する必要がある。

議論が明らかにした問題2点

このように財政協調の重要性が理念として確認されたわけだが、実際は議論が進むにつれ、その難しさが鮮明となった。まず、財政協調の議論は政治的な圧力を受け、具体的な政策の合意まで踏み込めないという点である。2点目は、財政協調の難しさのみならず、単一通貨の下で金融政策を統一している「ユーロ圏」という範囲を拡大することをも複雑化しているという事実である。

① 困難な財政協調への道のり

Pact for Competitivenessは各国の批判にあう

財政協調に関する議論は、ドイツ・フランスの提案から 2011 年 2 月に始まり、各国の意見調整を行った結果、「Euro Plus Pact」という協定の成立で合意した。そもそものきっかけは、財政抛出負担が重いドイツが、これ以上財政支援対象国を増やさないことを目的に、ユーロ加盟国の財政規律をドイツ方式に収斂させるよう要求したことが背景にある。これは「競争力強化に向けた協定(Pact for Competitiveness)」と呼ばれ、具体的には、年金受給年齢の引き上げ、賃金のインデクセーション廃止、法人税課税標準の統一、公的債務の削減などが盛り込まれていた。しかし実際は、図表 1 の通り、ことごとく各国からの批判に直面し、「Euro Plus Pact」に衣替えしたという経緯がある。

図表 1 「競争力強化に向けた協定」に対する批判

反対を示した国	根拠
スロバキア	ユーロ圏およびEU全体で財政規律を強化するのは歓迎。しかし、制度を統一する過程で各国が競争力を失い、国レベルの経済・社会政策運営を阻害する可能性もある。
イタリア	法人税課税標準統一に反対。
ベルギー ルクセンブルク	賃金のインデクセーション廃止に反対。
オーストリア	年金受給年齢の引き上げに反対。
バルト3国	年金受給年齢の引き上げに反対（他のEU諸国と比較して平均寿命が短いため）。
ハンガリー チェコ	法人税課税標準統一に反対。制度の統一が、着手している景気回復策を妨げる可能性を指摘。
ポーランド	ユーロ圏と非ユーロEU加盟国に差が生じることについて懸念。

出所：各種報道より大和総研作成

「Euro Plus Pact」とは・・・

「Euro Plus Pact」は政策協調のフレームワーク

妥協案として生まれた「Euro Plus Pact」とは、参加国が経済政策協調を行い、競争力を高め、高度の収斂を達成することを目的とした協定である。4つのガイドラインと、具体的な協調分野（図表 2）が記され、それを計る評価基準が提示されている。加盟国はそれを参考に、今後 12 ヶ月以内で達成する具体的な目標を設定し、文書化³³する（毎年 4 月）。欧州委員会、欧州理事会、ユーログループは、それらの文書进行评估し、目標の水準、達成方法や実現性、欠落している政策分野に関するアセスメントを行い、各国に対して勧告を行う（毎年 6 月）。4つのガイドラインは、①既存の経済ガバナンスフレームワークを強化³⁴ ②競争力と収斂を促進する優先分野を網羅 ③各国が具体的なコミットメントを実施 ④協定参加国は、単一通貨市場の完成にコミットする、とある。ここで注目すべきは、④の「協定参加国は、単一通貨市場の完成にコミットすること」という項目である。「Euro Plus Pact」は、単一通貨下での財政協調という最大の目標を掲げていることから、言わずもがなである。ただし、この協定への参加国は非ユーロ圏 EU 加盟国にも開かれていることから、今後のユーロ導入に関する展望という観点から注目に値しよう。

³³具体的には、安定プログラム、コンバージェンスプログラムまたは、国家改革プログラムなどである。

³⁴既存のガバナンスフレームワークとは、2011 年 1 月に開始した「ヨーロッパ・セメスター」を指している。「ヨーロッパ・セメスター」とは、EU 加盟国が政策協調を行う枠組みである。6 ヶ月の政策サイクル内で、欧州委員会は各国が提出した財政政策の優先分野を確認した後勧告を行い、その後各国はその勧告に従って次年度の予算を作成する。

図表 2 Euro Plus Pact の協調分野

協調分野	内容	評価基準
競争力の強化	<ul style="list-style-type: none"> ・各国の商慣習に配慮しながらも、賃金設定方法（インデクセーションなど）の見直しを行い、生産性に見合ったコスト設定を行う ・国から保護されているセクターを開放すること 	単位労働コスト（ULC）
雇用の促進	<ul style="list-style-type: none"> ・"Flexicurity"の促進・生涯教育・税制の改革 	若年層の長期失業率と労働力率
財政の持続性維持	<ul style="list-style-type: none"> ・持続可能な年金・社会保障制度の設定（年金システムを国の人口動態と照らし合わせる他、早期退職制度を制限するなど） 	サステナビリティギャップインディケーター
	<ul style="list-style-type: none"> ・財政規律に関しては、EU財政基準を国内法に解釈すること ・規定の方法は各国に任される（ドイツの「債務抑制（Debt Brake）」法など） ・中央／地方政府両政府レベルの規律を維持すること ・欧州委員会が規定設定にあたり助言を行う 	N/A
金融の安定強化	<ul style="list-style-type: none"> ・金融規制へのコミットメントを継続する ・特に、銀行・家計などの民間債務水準に注目すること ・法人税の課税ベースを共通化することも視野に入れる 	N/A

注：サステナビリティギャップインディケーターとは、財政の持続性を確認するため、歳出と歳入のバランスを示す指標である。

出所：European Council, Conclusions (20 April, 2011) より大和総研作成

明示的な形で進まない財政協調

「Euro Plus Pact」は、当初の独・仏案よりもトーンダウン

このように「Pact for Competitiveness」の妥協案として生まれた「Euro Plus Pact」だが、批判の対象となることが多い。例えば、当初のドイツ案と比較するとその内容が大きく軟化している。賃金のインデクセーション廃止や年金受給年齢の引き上げは「義務」ではない他、EU 財政基準も国内法に適用するとされているのみで、その形式（落とし込む方法）は各国に任されている。全体的に、各国からの批判を考慮してかガイドラインとしての域を脱しておらず、財政協調というよりは各国の判断に任される部分が多く残されている。また、監視制度に関してもそのフレームワークは明示されていない。欧州委員会・欧州理事会・ユーログループが各国の政策実施を評価することとなっているが、それによりピアレビューという既存の監視フレームワーク以上のものとなり得るのかは疑問である。また、当初ドイツが要求していたような罰則規定も現在のところ見送られたようだ。

従来のフレームワークと類似

欧州では従来、「開かれた政策協調 (Open method of coordination)」と呼ばれる政策フレームワークを採用している³⁵。各国は社会政策分野における共通の目標設置とその定義、評価基準の確立、評価という一連のプロセスを実施している。その点で、「Euro Plus Pact」は従来のフレームワークと類似している。実効性を伴わないフレームワークの設定を繰り返しているという批判にもうなずける。

明示的な形で進まない、財政協調

これらを勘案すると、今回の欧州危機を契機に議論が進むと思われた財政協調は当初求められていたような明示的な形で進まず、「Euro Plus Pact」に関しても言えば、いまだ道半ばといえる。これはやはり、各国の政治的な圧力により歪みが生じた結果と言えるだろう。ユーロ圏 17 カ国は協定への参加を表明したが、フレームワークの歪みの中で、各優先分野が国策に反映されるまでには時間がかかるだろう。

³⁵同フレームワークは、雇用・社会保障・教育・職業訓練などの社会政策分野に適用される。

② ユーロ圏拡大への疑問符

非ユーロ圏の財政協調・金融政策統一に対する認識が変化

次に、「Euro Plus Pact」を中心とした財政協調の議論の中で明らかとなった新たな焦点は、欧州危機を契機に非ユーロ圏 EU 加盟国による財政協調への意識、さらにはユーロ導入に対する認識が、一部で変化したという事実である。これがひいては、ユーロ圏の拡大に疑問符がつく事態ともなり得る。そのような観点から、非ユーロ圏を3つのグループに分けて考察したい³⁶。

3つのグループに分けられる

「Euro “Plus” Pact」という名が示すとおり、同協定は非ユーロ圏 EU 加盟国にも門戸を開いている（図表3）。しかしあえて非参加を表明した国々は、ユーロ圏内での財政協調に比較的距離を置きたいと考えている上、ユーロ導入に関しても現在視野に置いていない（グループ①）。対照的に、参加を表明した国は6カ国あるが、そのうち、政治的発言力の維持を目的として協定に参加した国がグループ②として挙げられる。一見財政協調にも積極的と見られるが、本心は政治的なインセンティブにある。協定の目的の一つに、「単一通貨市場の完成」が掲げられているにもかかわらず、このグループはそのような理念を積極的に共有していない。そして最後に、政治的発言力にはそれほど固執していないが、すでにユーロ導入の前段階であるERM IIに参加していることを背景に協定に賛同した国である（グループ③）。後者2グループは、ユーロ導入を早急な議題として捉えておらず、長期的な視野で検討している。

図表3 非ユーロ圏による「Euro Plus Pact」への参加状況（上）と本稿でのグループ分け（下）

参加国	ユーロ圏各国、 デンマーク 、ポーランド、ブルガリア、ルーマニア、ラトビア、リトアニア
非参加国	イギリス 、スウェーデン、チェコ、ハンガリー

	グループ①	グループ②	グループ③
国名	イギリス チェコ ハンガリー	ポーランド デンマーク	リトアニア ラトビア
「Euro Plus Pact」	不参加	参加	参加

注：赤字斜体は、ユーロ導入適用除外（Opt-out）国

出所：欧州委員会より大和総研作成

第1グループ：財政協調には無関心

ユーロ圏内の雑音と一線を画するイギリス

1つ目のグループは、イギリス・チェコ・ハンガリーである。これらの国々は、「Euro Plus Pact」にも参加表明を行わず、ユーロ導入にもある程度距離を置いている。イギリスは、ユーロを導入することによって生じる救済義務に関与したくないというのが本心で、「単一通貨市場の完成」を目指す「Euro Plus Pact」にも参加していない。2011年6月のギリシャに対する追加救済策を議論する場でも、イギリスは欧州金融安定化メカニズム（EFSM）³⁷の使用を控えるよう呼びかけてきた。EFSMは、EU予算を裏づけに欧州委員会が発行する債券を発行するメカニズムであり、これを使用した場合、イギリスにも負担がかかるためである。他方、アイルランドが財政危機に陥った際、イギリス系銀行のエクスポージャーの高さを考慮

³⁶明示的に意見を主張している諸国に注目したため、ブルガリア・ルーマニア・スウェーデンに関しては今回の議論から除いた。

³⁷ EFSMは、EU予算を裏づけに欧州委員会が発行する債券を発行するメカニズムである。2010年5月に設置された。

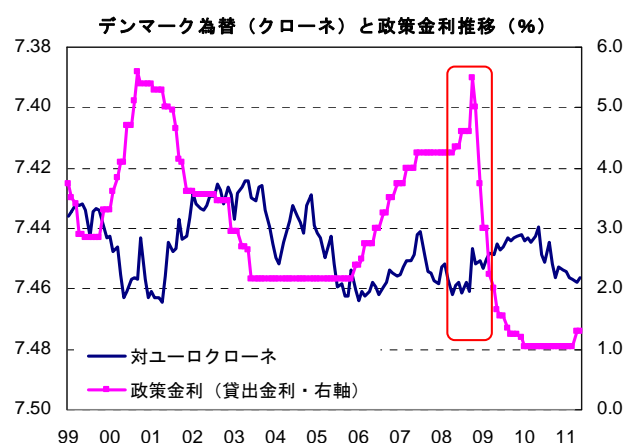
デンマークも、EU圏内での影響力維持を希望

デンマークは、「Opt-out」を認められており、国民投票によって導入時期を決定する。ただしすでにERM IIに参加しており、自国通貨（クローネ）をユーロに固定している。2008年の世界金融危機、リーマン・ショック後の金融危機でクローネが売り圧力に押された際、為替市場介入による通貨防衛を行うほか、利上げを実施した。その結果、外貨準備は08年10月に前月比で81億米ドル減少したほか、景気後退下での利上げは痛みを伴った（図表5）。そのような中、ユーロ圏外にいることはデンマークにとって経済的なリスクとなるという議論が持ち上がった。しかし、欧州危機の影響でユーロ導入に反対する国民の割合は過去最高水準に上昇し³⁹、今後の導入に至るまでの道筋は不透明な状況である。政府高官の発言では、EU内での発言力・影響力に考慮して「Euro Plus Pact」に参加するとしているが、ユーロ導入に関しては「Opt-out」を維持するとしている⁴⁰。

ユーロ導入には慎重で、協定の目標と認識が不一致

ポーランド・デンマークは、財政協調というよりも、政治的なインセンティブにより同協定への参加を決定したようだ。また、ユーロ導入に対して以前よりも慎重な見方が大勢となっている。「Euro Plus Pact」のガイドライン④が示す通り、同協定は財政規律を高めることで「単一通貨市場の完成」を目標としていることから、協定の目標とこれらの国々の意図との間に食い違いが生じているとも言える。

図表5 デンマークの為替・政策金利推移



出所：ECB、デンマーク中央銀行より大和総研作成

第3グループ：内的減価を進めてきたバルト諸国

ERM IIに参加中のバルト2カ国は構造調整を実施

3つ目のグループは、リトアニア、ラトビアである。これら2カ国はERM IIに入っており、ユーロとの固定相場を採用している。これらの国はEU加盟後、銀行からの与信増による消費の増加、不動産価格の上昇などブームを経験したが、金融危機下で調整局面を迎えた。外国系銀行が金融セクター資産に占める割合が大きい同地域で、与信の伸びが縮小し消費が減退した他、実質実効為替レートの上昇で輸出が減退し、経済は大きく落ち込んだ。これに際し両国は、通貨の切り下げを行う選択はせず、ユーロとの固定相場を維持しながらも、「内的減価 (Internal Devaluation)」を行うことで競争力向上のための構造改革を実施した。「内的減

³⁹ 2011年6月21日ダンスケ銀行発表

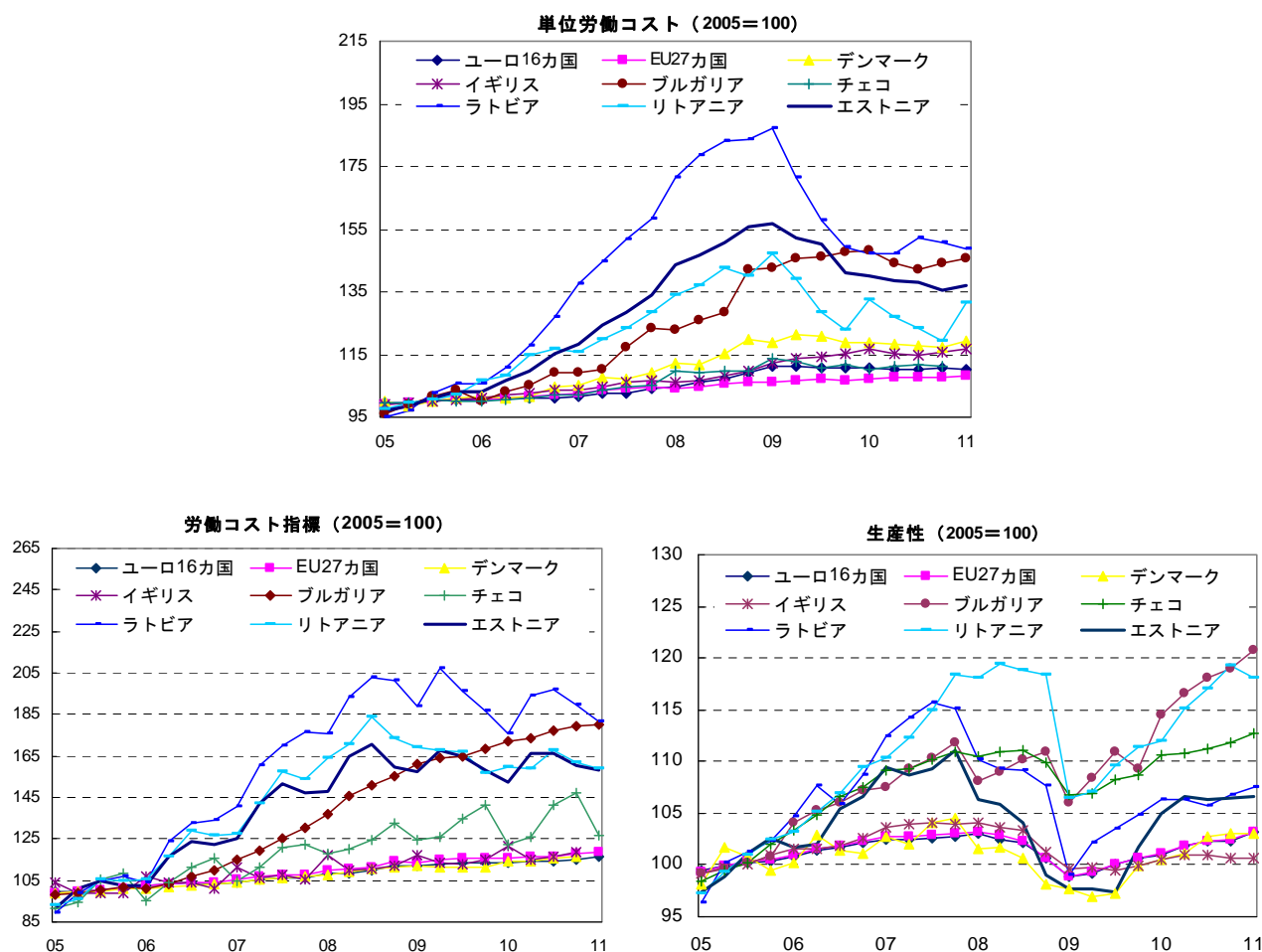
⁴⁰ 2011年6月13日 “Denmark must join competitiveness pact-minister” Reutersより

価」とは、景気悪化による賃金引き下げ、物価の下落で実質為替レートを切り下げていくことである。通貨の切り下げは、ユーロ建て融資の実質的な返済負担を高める恐れがあったことが背景にあらう。これにより、同 2 カ国の単位労働コストの調整は 09 年以降大きく進んだ。特に賃金の上昇を抑えながら、生産性を高めたことによる（図表 6）。

3つのグループの中で、協定が目指す方向と最も一致

以上のように、金融危機下で行われた「内的減価」と金融セクターの安定維持は、ユーロ圏内で進められている競争力強化のための財政改革とその方向を同じくしている。バルト 2 カ国も他国と同様、以前ほどユーロ導入には積極的ではないが、「Euro Plus Pact」への参加の背景には、すでに痛みを伴った構造調整に着手している事実があるだろう。

図表 6 単位労働コスト、労働コストと生産性



注：労働コスト指標は、建設業を除く

出所：Eurostat、各国統計局より大和総研作成

したがって、非ユーロ圏における財政協調に対する意識は総じて低いと言える。特に①で最も低く、②に関してはその真意が明らかとされていない。さらに 3 つのグループに共通しているのは、ユーロ導入に対して懐疑的な見方が大勢となった点である。それにもかかわらず、「Euro Plus Pact」への参加を表明した②と③グループは、同協定が掲げる「単一通貨市場の完成」という目標を共有しておらず、つまりは「Euro Plus Pact」という協定の目的が形骸化する恐れがあると

ということも示していよう。更に①グループに関しては、ユーロ導入が義務とされているながらも、それを受け入れない姿勢を示しており、今後議論の対象となり得る。

財政強調の議論が示したインプリケーション

財政強調の体系化には、第三者の介入が必要

財政協調に関する議論が示したことは、以下の2点である。まず、「Euro Plus Pact」に表れている通り、その実現の困難性である。今回の議論は、それを確認する場と化してしまった。同協定は財政協調を目指したフレームワークとしては、まだ実効性と拘束力に欠けている。既存のフレームワークである「開かれた政策協調」の失敗を繰り返さないためには、その体系化が急がれる。そのためには、極力政治的歪曲を排除するため、欧州委員会などの第三者が介入を強める必要があるだろう。

非ユーロ圏：財政強調と金融政策の統一に疑問符

次に、将来ユーロ導入を行う予定の非ユーロ諸国が抱く、財政強調さらには金融政策統一に対する意識が総じて低い点である。「Euro Plus Pact」は実際、非ユーロ圏をも巻き込んだ、徹底した財政強調を体系化するほど強力な協定ではなかった。しかしそれ以上に、非ユーロ諸国側が抱く単一通貨という魅力が、欧州危機を契機に損なわれた事実がある。実際、「Euro Plus Pact」に参加した一部の国においても、「単一通貨市場の完成」という協定の目的を共有していない。つまり、財政強調を行うインセンティブが大きく減退しているとともに、単一通貨下で金融政策を統一するというインセンティブも減退していることとなる。今回の財政強調に関する議論は、「EU 加盟の後、ユーロを導入」という一連のプロセスが必ずしも成立せず、ユーロ圏の拡大にも疑問を投げかけたといえるだろう。

最近の欧州政治・経済動向

6月	5日	ポルトガル	議会選挙が実施され、最大野党である社会民主党（PSD）が39%の得票率で、与党・社会党（PS）の28%に10ポイント前後の差をつけ大勝、6年ぶりの政権交代となりパソス・コエリョ社民党党首が新首相に就任 第3党の民衆党（CDS-PP）と連立政権を樹立する見込み
	8日	ユーロ圏	11年1～3月期のユーロ圏GDP成長率（暫定値）は前期比+0.8%と予想通り ギリシャは同+0.2%と予想を大幅に下回り、イタリアは同+0.1%と前期から横ばいで予想通り
	9日	ECB	欧州中央銀行（ECB）は政策金利を1.25%で据え置き
	9日	英国	イングランド銀行（英中央銀行）は政策金利を過去最低水準の0.5%に据え置き
	14日	ユーロ圏	非公式ユーロ圏財務相会合が開催され、ギリシャ国債を保有する民間金融機関に、返済期限の延長などを通じた関与を求めるが話はまとまらず
	15日	ポルトガル	社会民主党（PSD）と民衆党（CDS-PP）党首は、連立政権樹立のため合意文書に署名
	19～20日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合が開催され、ギリシャ支援について議論 民営化（約500億ユーロ）などの構造改革を含めた緊縮財政計画案がギリシャ議会で通過すれば、120億ユーロに及ぶ次回支援が7月中旬に実施される見通し
	21日	ポルトガル	コエリョ新政権が発足 財務相には元欧州中央銀行運営顧問のガスパール氏が就任
	22日	フィンランド	国会は次期首相を選出し、6党連立政権が発足することとなった 反EU政党である「真のフィンランド人」は連立政権協議から離脱
	24日	ECB	EU首脳会議は、ドラギ・イタリア中銀総裁を欧州中央銀行の次期総裁に任命 任期は11月1日からの8年間
	28日	IMF	国際通貨基金（IMF）は、フランスのラガルド財務相を次期専務理事に任命 任期は7月5日からの5年間
	29日	ギリシャ	ギリシャ議会は、中期緊縮財政計画（総額280億ユーロ相当）を承認
	29日	フランス	11年1～3月期のユーロ圏GDP成長率（確報値）は前期比+0.9%と速報値を確認
	30日	クロアチア	EUはクロアチアの加盟交渉を完了すると決定 2013年7月1日に加盟する予定
7月	1日	欧州	ポーランドが欧州議長国に就任（12月末まで）
	2日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相は電話会議を開き、ギリシャに対する120億ユーロの第5弾融資を実施することで合意 8日に開かれる予定の国際通貨基金（IMF）理事会の承認を経て7月15日までに実施予定
	7日	ECB	欧州中央銀行（ECB）は政策金利を1.5%に引き上げ 2009年3月以来の高水準
	8日	IMF	理事会はギリシャ向け第5弾融資のIMF負担分、約32億ユーロの実施を承認

出所：各種報道より大和総研作成

今後の欧州政治・経済日程

7月	11日	ユーロ圏	ユーロ圏財務相会合（ブリュッセル）
	12日	欧州	EU経済・財務相（ECOFIN）理事会（ブリュッセル）
	15日	欧州	EU域内の銀行のストレステストの結果発表
	21日	欧州	欧州中央銀行（ECB）政策理事会（フランクフルト）
	22日	欧州	EU経済・財務相（ECOFIN）理事会（ブリュッセル） 2012年EU予算案が議題となる予定
8月	4日	欧州	欧州中央銀行（ECB）政策理事会（フランクフルト）&政策金利発表
	5～26日	欧州各国	2011年4～6月期GDP発表 イタリア（5日）、フランス&ギリシャ（12日）、ユーロ圏（16日）、スペイン（26日）
9月	1日	欧州	EU経済・財務相（ECOFIN）理事会（ブリュッセル）予算
	1日	ドイツ	2011年4～6月期GDP（確報値）発表
	4日	ドイツ	メクレンブルク・フォアポンメルン州議会選挙
	6日	ユーロ圏	2011年4～6月期GDP（暫定値）発表
	7～8日	英国	金融政策委員会
	8日	欧州	欧州中央銀行（ECB）政策理事会（フランクフルト）&政策金利発表
	8日	ギリシャ	2011年4～6月期GDP（確報値）発表
	9日	イタリア	2011年4～6月期GDP（確報値）発表
	18日	ドイツ	ドイツ・ベルリン州選挙
	20～21日	欧州	欧州中央銀行（ECB）政策理事会（フランクフルト）
	28日	フランス	2011年4～6月期GDP（確報値）発表

注：日程は変更されることがあります。

出所：各種報道より大和総研作成