

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 ——

松 下 俊 平

熊本学園大学商学部

要 旨：

本稿は、EU がコロナ危機の2つの対応、SURE と復興基金「次世代 EU」のもと発行する EU 債の背景、特徴や目的、そして EU の金融市場統合・通貨統合にとっての意義を検討する。今回発行された EU 債の特徴は、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、その超国家的な債務の返済を EU 自身が負う点の2つである。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く、これら諸国に充てる資金を市場から低コストで調達することができた。EU という超国家機関が発行する EU 債は、ユーロ圏金融市場のベンチマークの地位を獲得する可能性があるものの、現時点では独国債にとって代わってはいない。ベンチマークの地位を確立するには、EU 財政の規模拡大と権限強化を通じた EU 債市場の一層の規模拡大が必要となる。

キーワード：

EU 共同債、SURE、次世代 EU、金融市場統合、通貨統合

目 次：

1. はじめに
2. EU のコロナ危機対応：SURE と復興基金「次世代 EU」
3. EU 債の特徴と発行の目的
4. EU 債は金融市場統合・通貨統合に何をもたらすのか
5. むすびにかえて

1. はじめに

本稿は、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。本稿の目的は、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 Delpla [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。本稿では、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、本稿では共同債がなぜ金融市場統合、およびEMUの深化に貢献するのかを検討し、実際にEU債が金融市場統合と通貨統合に貢献するのかどうかを明らかにする。

本稿はEUの金融市場統合・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、金融市場統合、通貨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。

本稿の構成は以下のとおりである。2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。

3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。4では、EU債の金融市場統合・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検討する。最後に本稿の結論として、今回EUが発行したEU債の特徴、金融市場統合・通貨統合にとっての意義をまとめたい。

2. 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、表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¹⁾。失業リスクが

表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倭約国が反発 (☆)。
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) を承認、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	オランダのフクストラ財務相はブロック外相と連名でオランダ議会下院 (第二院) に書簡を提出。倭約国としてのスタンスの維持を表明 (☆)。
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。

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、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²⁾。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³⁾。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⁴⁾。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ソブリン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。

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⁵⁾。それは、構成国への安全網（ESM（欧州安定メカニズム）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⁶⁾。特に2010年代以降、ソブリン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⁷⁾。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⁸⁾。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を欧州議会で承認される際の演説で、主要な取り組みの一つに恒久的な失業保険スキームの設立を挙げた⁹⁾。

一方、2018年10月にドイツのショルツ財務相は、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¹⁰⁾。提案では、失業対策の基金を創設し、経済危機により失業リスクが高まった国は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、約943億ユーロの融資がEU19か国

に行われる予定で、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。

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る」（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、倭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Q4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）を求めていた。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なる行動を求めた¹¹⁾。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倭約国が強く反対した¹²⁾。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。ユーログループ議長のコンテノー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¹³⁾、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」利用の可能性について触れていた¹⁴⁾。

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¹⁵⁾。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を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(MFF)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MFF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は5日間まで延長した。

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するとしていた。これは、独仏と儉約国双方の提案を組み合わせたものだが、儉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、儉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¹⁶⁾、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¹⁷⁾。協議の結果、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で、最終的に合意した。

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。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¹⁸⁾。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、儉約国を配慮した厳格な要件も盛り込まれている¹⁹⁾。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、スペインを含む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²⁰⁾。

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)²¹⁾」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²²⁾。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るなかで財政移転を狙いとしていた。一方、オランダなど儉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である²³⁾。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²⁴⁾。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、儉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²⁵⁾。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²⁶⁾、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²⁷⁾。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²⁸⁾。一方、基金への資金提供に構造改革を求める独・北欧の儉約国のスタンスは、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いえよう。この通貨統合へのスタンスの違いは、1970年代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²⁹⁾。

- 1) European Commission [2020], 'European Economic Forecast Spring 2020', May.
- 2) European Commission, 'COVID-19: Commission sets out European coordinated response to counter the economic impact of the Coronavirus', IP/20/459, 2020, 13th, March.
- 3) 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。
- 4) 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.
- 5) コロナ危機対応パッケージの概要については伊藤 [2021] を参照。
- 6) European Commission [2017a], p.13.
- 7) *Ibid.* p.7.
- 8) *Ibid.* pp.15-17.
- 9) Von der Leyen, Ursula [2019], 'My agenda for Europe political guidelines for the next European Commission 2019-2024', 16th July, 2019.
- 10) Reuters, 'Germany's Scholz proposes Europe-wide unemployment insurance scheme', 9th June, 2018. (<https://www.reuters.com/article/us-eurozone-germany-scholz-idUSKCN1J5077>)

- 11) 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)。
- 12) 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>)
- 13) European Council [2020], 'Letter of Eurogroup President Mario Centeno to the President of the European Council following the Eurogroup of 24 March 2020', 18/1/20, 25th March, 2020.
- 14) 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>)
- 15) 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>)
- 16) Reuters [2020], 'Dutch, Hungarian opposition weighs on EU pandemic recovery plan', 16th July, 2020. (<https://www.reuters.com/article/us-eu-recovery-idUSKCN24H1JA>)
- 17) 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>)
- 18) 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). ユーロピアン・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。
- 19) European Council [2020], p.6.
- 20) European Council, 'Council gives green light to first recovery disbursements', PRESS RELEASE, 600/21, 13th, July, 2021.
- 21) 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。
- 22) 岩田健治 [2019], 「ユーロ誕生二〇年－制度改革の焦点－」, 『証券レビュー』, 第59巻, 第11号, p.14。
- 23) Financial Times, 'Dutch step up pressure on common eurozone budget: Spending instrument', 9th April, 2019, p.4.
- 24) European Commission, Proposal for a Regulation establishing a Recovery and Resilience Facility, COM (2020) 408, 28 May 2020, pp.1-2.
- 25) 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>))。
- 26) Eurogroup, 'Summing-up letter, Eurogroup meeting of 5 October 2020', 12th October, 2020.
- 27) European Commission [2020], 'Q&A: Next Generation EU-Legal Construction', QANDA/20/1024, 9th June, 2020.
- 28) 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。
- 29) 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。

3. 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。これまでにも、様々な研究者や機関により、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。こ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 と復興基金において既に発行した EU 債のデータを表2に示した。

(1) EU 債の概要と特徴

本稿で 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なるためである³⁰⁾。

表2 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: 2030年10月 20年: 2040年10月	10.00	145.00	14.5	0	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: 2025年11月 30年: 2050年11月	8.00	105.00	13.1	0	BofA Securities, Commerzbank, Credit Agricore
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	70.00	11.7	0.3	CIB, DZ BANK, TD Securities
第4次発行	2021年1月26日	2021年2月2日	7年: 2028年6月 30年: 2050年11月	10.00	83.00	8.3	0	Citigroup Global Markets Europe AG, HSBC, J.P. Morgan AG, Landesbank Baden-Württemberg, Société Générale
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	Barclays Bank Ireland, Commerzbank, Deutsche Bank, Goldman Sachs Bank Europe SE, LBBW
第6次発行	2021年3月23日	2021年3月30日	5年: 2026年3月 25年: 2046年5月	8.00	46.50	5.8	0	DZ Bank, HSBC, NatWest Markets N.V., TD Securities, UniCredit
第7次発行	2021年5月18日	2021年5月25日	8年: 2029年7月 25年: 2047年1月	8.14	40.00	4.9	0	BNP Paribas, BofA Securities, DZ Bank, Morgan Stanley, Société Générale
				6.00	33.00	5.5	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: 2026年7月 30年: 2051年7月	9.00	88.00	9.8	0	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。

(a) 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³¹⁾。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するプライマリーディーラー制度を導入している³²⁾。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。

(b) 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

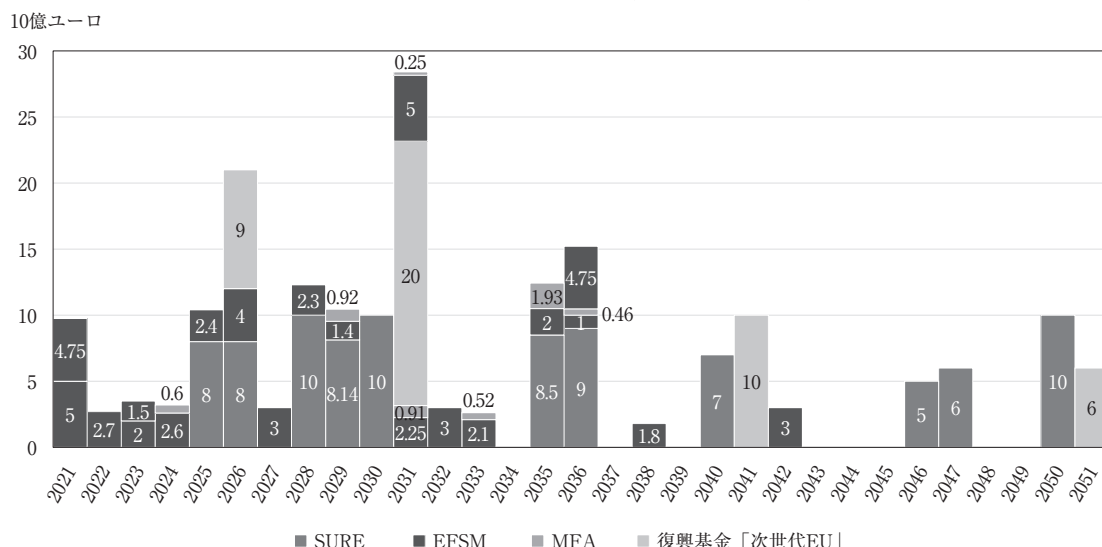
る。先のソブリン債務危機ではアイルランドとポルトガルがこの支援を受けたが、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）と統合され、2013年に欧州安定メカニズム（ESM）となった。現在もEFSMの既発債が流通しており、2021年3月時点の発行残高は468億ユーロである。2つ目は、マクロ金融支援（MFA）である。これは非EU加盟候補国や潜在候補国への金融保証プログラムであり、債券発行残高は57.9億ユーロとなっている。

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1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。その上、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いる。

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る、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³³⁾。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

図1 EU 債の満期年別発行金額 (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。

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³⁴⁾。

(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で生じているわずかなコストの違いを是正し、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、ギリシャに端を発したソブリン危機が発生すると、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り入

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、ブリュッゲルの研究員である Weizsacker and Delpla [2010] が2010年5月に提案した「ブルーボンド」構想である。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³⁵⁾。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いに共同債E-Bondを発行する(Junker 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³⁶⁾。

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、ソブリン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、いわゆるソブリン債務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ョンペーパー」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³⁷⁾。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についても、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³⁸⁾。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、倹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³⁹⁾。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す、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、財政統合の進展に意義をもたらすものといえよう。

30) 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-investor-relations/nextgenerationeu_en).

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

32) 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。

33) 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。

34) European Commission [2021b], p.6.

35) Weizsacker and Delpla [2011], p.2.

36) Reuters, 'Germany defends opposition to euro bond proposal', 14th December, 2010. (<https://www.reuters.com/article/us-eurozone-germany-bond-idUSTRE6B C35Y20101213>)

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

38) 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>)

39) 尾上 [2014], p.185.

4. 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、これまでになく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⁴⁰⁾。

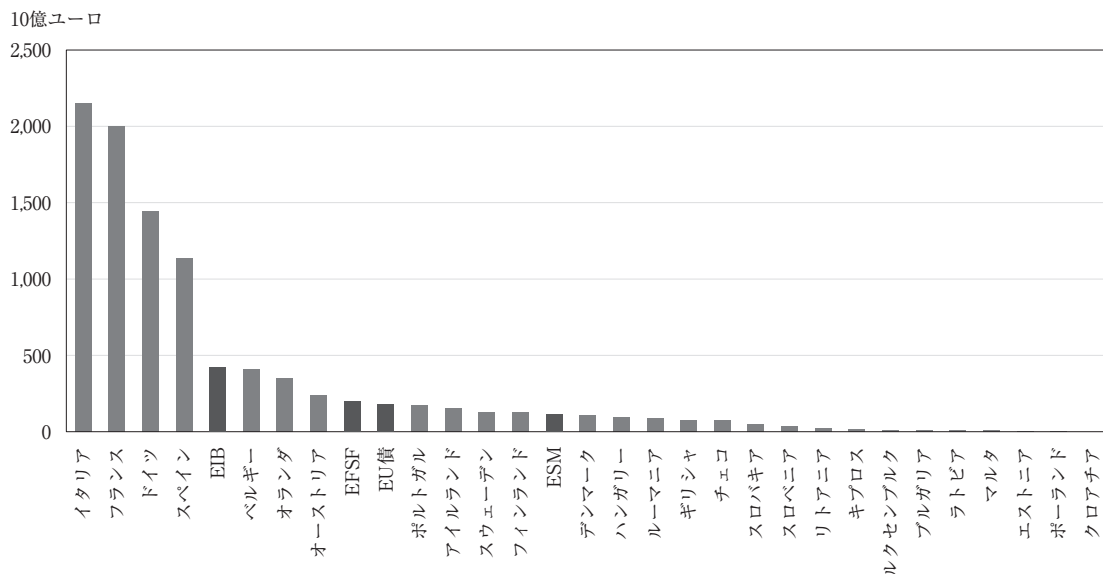
(1) ユーロ圏金融市場のベンチマーク

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され、流通するが、そこでベンチマークとなる資産の利回りは、資金調達者にとって債券発行する際の発行条件を決める基準となり、投資家にとって投資の収益性を測るための基準となる。

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

図2 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)



(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。

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独国債がユーロ圏を代表するベンチマークとされてきた。

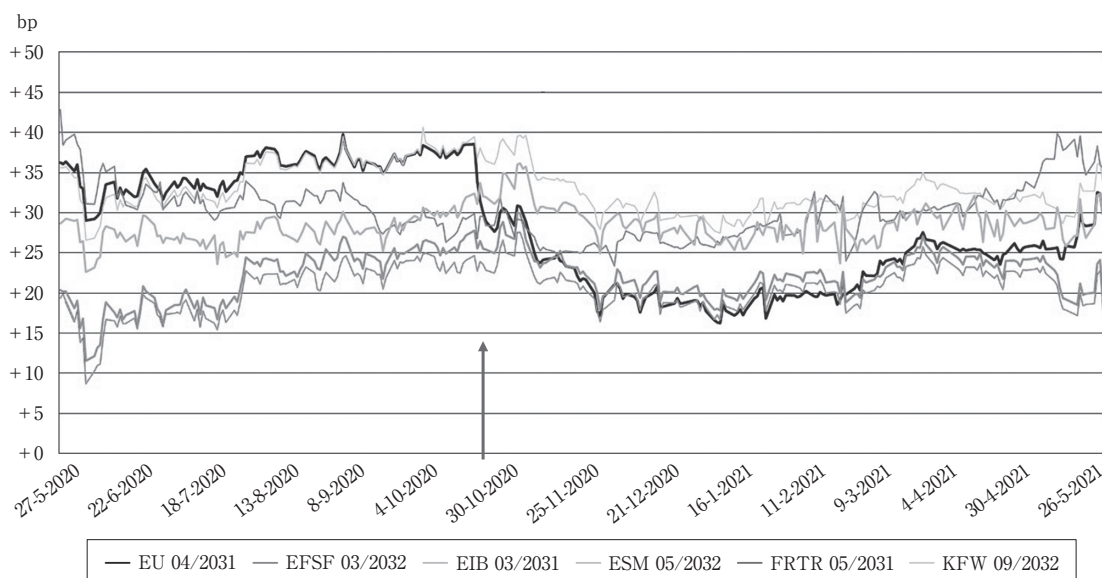
一方、EU機関が発行する債券が十分な規模に到達すれば、当該EU債市場は、流動性の高い安全資産としてEUレベルのベンチマークになるものと期待されている。債券市場におけるEUレベルのベンチマークの出現をもって、ユーロ圏金融市場は価格面の統合を完成させ、既存の国民経済と同様の金利体系を備えた真の単一金融市場となるものと考えられる。EUレベルのベンチマーク資産は、ポートフォリオの域内分散に寄与するほか、クロスボーダー金融取引での担保としての役割も果たす (Lannoo and Thomadakis [2019])。

図2はEU各国国債とEU債の発行残高だが、2021年6月末時点でEU債は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、独国債の発行残高は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⁴¹⁾。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5-10bpで、仏国債と同水準の流動性を示している⁴²⁾。とはいえ、今回の大規模発行をもってしてもEU債は独国債に代わるベンチマークにはなり得ていない⁴³⁾。

そこで以下では、ベンチマークである独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

図3 EU レベル債券と独国債の利回りスプレッド (10年満期)



(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。

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⁴⁴⁾。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、このスプレッドは10bp分縮小し、7月下旬には30bpへと縮小している⁴⁵⁾。図3は、2020年5月27日-2021年5月26日の期間の、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は仏国債、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⁴⁶⁾。

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⁴⁷⁾。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を検討する。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⁴⁸⁾。

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。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⁴⁹⁾。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

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⁵⁰⁾。

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、儉約国の負担が大きくなるおそれがあるとして、儉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、儉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⁵¹⁾。

40) 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。

41) Deutsche Finanzagentur (2020), 'Issuance outlook of the Federal government for 2021', Press Release, 17th December, 2020.

42) 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>)

43) 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、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/>))。

44) 各プレミアムの特徴は Corradin et al. (2021) Section

1-3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乘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。

- 45) European Commission, 'Investor Presentation', 1st March, 2021.
- 46) 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ると、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。
- 47) 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。
- 48) 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。
- 49) European Commission〔2021a〕, pp.26-7.
- 50) デ・グラウエ〔2011〕, pp.291-4.
- 51) 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。

5. むすびにかえて

EUのコロナ危機への対応策のなか成立した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

儉約国という、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儉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、現状では独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。EU債が域内債券市場のベンチマークの地位を獲得するためには、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稿の枠組みを大きく超えるため今後の課題としたい。

【付記】

本稿は、証券経済学会2021年度研究大会での報告論文に加筆・修正を加えたものである。研究大会では複数の先生方から貴重なご質問を頂戴した。また匿名で査読をいただいた先生から、非常に貴重なコメントを頂戴した。この場をお借りして厚く御礼申し上げたい。

＜参考文献＞

- 伊豆久〔2020〕,「ECBのコロナ危機対応策」『証研レポート』1723号,12月,証券経済研究所。
- 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。
- 伊藤さゆり〔2021〕,「ユーロはいかにして鍛えられたのかーユーロの軌跡と課題」,蓮見雄・高屋定美編著『沈まぬユーロー多極化時代における20年目の挑戦ー』文眞堂,第1章,1-34頁。
- 岩田健治〔2004〕,「ユーロとヨーロッパ金融・資本市場ーユーロ建て金融・資本市場の対内的・対外的意義ー」,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,163-185頁。
- 岩田健治〔2016〕,「繰り返すユーロ危機と通貨統合の行方ーヨーロッパ・セメスター最初の5ヵ年と「経済同盟完成」に向けた課題ー」『世界経済評論』,60巻4号,16-27頁。
- 尾上修悟〔2014〕,『欧州財政統合論ー危機克服への連帯に向けてー』,ミネルヴァ書房。
- 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,92-114頁。
- 田中素香編著〔1996〕,『EMS:欧州通貨制度』,有斐閣。
- 中川辰洋〔2012〕,「ユーロボンド創出構想の理念と現実ーヨーロッパ委員会レポートを中心にしてー」,青山学院大学『青山経済論集』第64巻第1号,6月,1-40頁。
- 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.
- Baale, L., A., Ferrando, P., Hördahl, E. Krylova, and C. Monnet〔2004〕, 'Measuring Financial Integration in the Euro Area', *ECB Occasional Paper Series*, No.14, Apr.
- 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)*. Euromonics Group.
- 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.
- 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, 2009.
- 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)
- Die Bundesregierung (The Federal Government of Germany)〔2020〕, 'A French-German Initiative for the European Recovery from the Coronavirus Crisis', *Pressemitteilung*, Nummer 173/20, vom18, 18th, May, 2020.
- 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〔2020a〕, '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〔2020b〕, 'The EU budget powering the recovery plan for Europe', COM (2020) 442, 27th, May, 2020.
- European Commission〔2020c〕, 'Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation', COM (2020) 456, 27th, May, 2020.
- 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 Council〔2020〕, 'Special meeting of the European Council (17, 18, 19, 20 and 21 July 2020)ーConclusions', EUCO 10/20, 21st, July, 2020.
- Giovannini Group〔2000〕, "Co-ordinated Public Debt Issuance in the Euro Area", *Report of the Giovannini Group*.

- Governments of Austria, Netherlands, Denmark and Sweden [2020], 'Non-paper EU support for efficient and sustainable COVID-19 recovery', 26th, May, 2020. (<https://www.rijksoverheid.nl/documenten/publicaties/2020/05/26/non-paper-eu-support-for-efficient-and-sustainable-covid-19-recovery>)
- Juncker, J. -C., and G. Tremonti. [2010], "E-bonds would end the crisis", *Financial Times*, December 5.
- Juncker, J. -C., in close cooperation with D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi and M. Schulz [2015], 'Completing Europe's Economic and Monetary Union', 22 Jun. 2015.
- 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.
- 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.
- European Commission (https://ec.europa.eu/info/index_en)
- European Council (<https://www.consilium.europa.eu/en/>)
- Reuters (<https://www.reuters.com/>)
- Financial Times*, various issues.
- JETRO ホームページ (<https://www.jetro.go.jp/>)。

(投稿受付2021年10月18日,
最終受理日2022年3月18日)

The issuance of EU Bonds under the COVID-19 crisis: Meaning for the EU financial market integration and the monetary union

MATSUSHITA, Shumpei

Kumamoto Gakuen University, Faculty of Commerce

Abstract:

This paper examines the background, characteristics and objectives of “EU Bonds” issued the EU under its two responses to the COVID-19 crisis, SURE and the recovery plan “NextGenerationEU”, and meaning for EU financial market integration and monetary union. EU Bonds were issued on an unprecedented scale to mobilize EU finances, and the EU itself is responsible for the repayment of the supranational debt. The yields on EU bonds are relatively lower than those of the high-yielding countries affected by the COVID-19 crisis, allowing them to raise funds to finance these countries at a lower cost from the market. EU bonds issued by the EU a supranational institution, have the potential to gain benchmark status in the Eurozone financial market, but at present they have not replaced German government bonds. To achieve benchmark status, the size of the EU bond market will need to be further expanded through an increase in the size of EU public finances and strengthening the power of the EU budget.

Keywords:

EU Bonds, SURE, NextGenerationEU, financial market integration, monetary union