Deeping of the Europe's Internal Market Integration through CMU (Capital Markets Union) Transformation of "Growth" from "Stability" under the Pandemic

メタデータ	言語: jpn
	出版者:
	公開日: 2022-04-13
	キーワード (Ja):
	キーワード (En):
	作成者: Sato, Hideki
	メールアドレス:
	所属:
URL	https://doi.org/10.24517/00065801

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



# 欧州資本市場同盟 (CMU) による 域内市場統合の深化:

パンデミック下における「安定」から「成長」への転換

佐 藤 秀 樹1)

目 次

- Ⅰ 問題の所在
- II EUのマクロ経済環境:EMUの変容とIMFの経済見通し
  - (1) EMUの深化:危機とともに進展する改革
  - (2) コロナ禍のマクロ経済環境:IMFの見通し
  - (3) EUにおけるパンデミック対応:レジリエンスの模索と金融政策の新たな展開
- Ⅲ 資本市場活性化:資本市場同盟 (CMU)の位置付けと焦点
  - (1) キーアクターとしてのESMA: 資本市場活性化を目指して
  - (2) CMUの意義と位置付け
  - (3) 考察されるべき論点: separationの問題とcross-borderの協力関係の構築
- IV CMUの制度的枠組み:アクションプランの進展
- V CMUの展望と課題
- VI 結びに
- 参考文献一覧

注

### Ⅰ 問題の所在

本稿は、現代の欧州統合 (European Integration) の経済的支柱である金融同盟 (Financial Union) について、政策と制度を軸心としてその実情に迫るものである。特に、欧州銀行同盟 (EBU: European Banking Union) と共に、経済・通貨同盟 (EMU: Economic and Monetary Union) の進展の中核を成す資本市場同盟 (CMU: Capital Markets Union) に焦点を合わせる。

CMUは、ヨーロッパにおける域内市場 (Internal Market) をより一層統合す

るための最先端 (cutting-edge) の切り札として,2015年に提言された政策 $^{2}$ である。同年  $^{2}$  月に公表されたグリーン・ペーパーには「CMUの建設 (Building a Capital Markets Union)」と題され,欧州のプライオリティは,まさに「雇用 (jobs)」と「成長 (growth)」であると明瞭に記されている $^{3}$ )。CMUは実現まで相応の時間がかかると考えられるが,ウルスラ・フォンデアライアン (Ursula Von Der Leyen) 欧州委員会委員長は,CMUの完成を目指すことを明言している $^{4}$ )。つまり,EBUの完成とCMUの完成という「二つの完成」を大目標と打ち立てている。

本稿では、CMU構想の目的及び必要性を検討し、原案と改訂作業に向けた取り組みに着目する。CMUは前述のように建設中であるものの、その制度的枠組みと焦点を確認しておくことは重要である。また、今後予定されているブループリントも合わせて紹介する。そして、現行3分の2が実施されているEBUとの関係性を考察する。

このEBUは、2012年6月に初めて提案された銀行監督を一本化する画期的な取り組みである。国境を越えて銀行監督を一元化に向けて進めている事例は、管見の限り、世界では欧州のみと言ってよい。そもそも、銀行規制を策定し、銀行監督を実施することは各国固有の権限であり、一本化は困難であるとされてきた。EBUは、銀行危機と債務危機の分断あるいは弱化を目的として、銀行の規制と監督をクロスボーダーで一律に定めようという挑戦である。そこでは「金融システムの安定・・」が軸心となっている。しかし、このCMUは、いわば「金融システムの成長」に重きを置く。

従来の研究では、欧州連合 (EU: European Union)の証券規制、資本市場規制を体系的に分析したものに、Moloney (2014)がある。また、CMUは広範囲にわたるため、多角的な分析を必要とする。そのニーズに対応し、経済分析に立脚した新しい研究として、Allen、Faia、Haliassos and Langenbucher (2019)がある。また、CMUの金融法制からの視野を含めた総合的研究としては、Busch、Avgouleas and Ferrarini (2018)が代表的な文献として真っ先に挙げられる。これらに対して、本稿は政治経済学的なアプローチ、とりわけ制度分析に主眼を置く。さらに、2021年現在の状況を鑑みる点、および2020年に公表されたCMUの改訂された内容を含め、最新の政策を取り上げている点に新

規性がある。

本稿では、以上のマクロ経済環境下にある欧州の資本市場同盟について、 以下の3つの論点を取り扱う。第1に、コロナ禍のEUのマクロ経済環境を 分析する。具体的には、国際通貨基金 (IMF: International Monetary Fund) か ら視た経済見通し (economic outlook) の近況を検討することを通して、欧州 の金融機関が置かれている環境を解題する。第2に、資本市場の活性化、効 率性、透明性などの基本的な概念を考察しつつ、EU全体を包括する形で打 ち出された資本市場同盟の目的と必要性を確認する。特に、欧州証券市場 機構 (ESMA: European Securities and Markets Authority) の果たす機能がキー となる。さらに、資本市場同盟の重要な論点を整理し、そのインプリケー ションを探索する。そして、第3に、2020年9月のCMU2.0——改訂された CMU改正案――を検討することで、単一市場の一層の深化、ひいては新時 代におけるEMUの進展に焦点を合わせる。「効率性 (efficiency)」、「生産性 (productivity)」,「安定性 (stability)」, そして「収益性 (profitability)」の向上と 「競争力 (competitiveness)」の強化を求められている欧州の金融市場が、この 激変する環境下で、どのような条件を要請されているのかを考察する。結び では、以上の考察を通して、欧州における資本市場同盟の構築の意義につい て、欧州統合全体の枠組みから総括を行う。

# II EUのマクロ経済環境:EMUの変容とIMFの経済見通し

# (1) EMUの深化:危機とともに進展する改革

2022年現在、欧州をめぐる金融環境は岐路を迎えている。1999年の単一通貨ユーロ導入から20周年を経過したユーロ域(Euro Area)は、加盟国数19という規模をさらに拡大させるのではなく、むしろ既存の経済スケールの中で、いかに統合の深度(depth)を高めるかに焦点が移っている。上記のEMUにおいては、現在から丁度30年前である1992年2月に調印されたEU条約――いわゆるマーストリヒト条約50――で弾みを得た欧州が、1999年の通貨統合の達成により一度は完成形を見せ、達成不可能とも言われた単一通貨導入の実験を成功に導いた。しかし、(1)2007年の米国発のサブプライムローン危

機、(2)2008年の世界金融危機(GFC: Global Financial Crisis)、(3)ギリシャ危機(2009年のギリシャの財政赤字が予想を上回り、2010年に危機が顕在化)という一連の「ユーロ危機」を受けて、EUは抜本的な対応を迫られた。その対策が、銀行危機とソブリン危機を分断し(実際は弱化し)、銀行の監督を一本化する政策であり、これがEBUとなる。そこで大局的に言えば、従来取り組まれてきたEMUを3つのフェーズに分けて段階的に進化させる手段を採る。すなわち、(1)2012年に「真のEMU(Genuine EMU)」とし、(2)2015年に「完成しつつあるEMU(Completing EMU)」と発展させ、ここに本稿の課題であるCMU構想が浮上する。そして現在は、(3)「深化させるEMU(Deepening the EMU)」となり、銀行同盟と資本市場同盟の完成、つまり金融同盟の完成が目指されている。一方で、その道のりは平坦ではない。したがって、積み重ねを重視し、「多様性の中の統一(United in Diversity)<sup>6)</sup>」の効率的なアップデートを実施していくしかない局面にある。

## (2) コロナ禍のマクロ経済環境:IMFの見通し

一方で、グローバル経済に目を移せば、2019年12月を契機に出現した COVID-19によるパンデミックは、想像を絶する実体経済への負のインパクトを顕在化した。IMFはWEO (World Economic Outlook)の2021年10月公表のデータとして、図表 1 に示すように、世界の実質GDP成長率について、まず世界全体では、2020年は-3.1%、2021年の予測値を5.9%(2021年7月予測6.0%から0.1パーセントポイント減少)、2022年の予測値を4.9%(同月予測から変更なし)と発表した。次に、先進国について、2020年は-4.5%、2021年は5.2%(同月予測5.6%から0.4パーセントポイント減少)、2022年は4.5%(同月予測4.4%から0.1パーセントポイント増加)という見通しを立てた。また、新興国および途上国については、2020年は-2.1%、2021年は6.4%(同月予測6.3%から0.1%パーセントポイント増加)、2022年は5.1%(同月予測5.2%から0.1パーセントポイント増加)という見通しを立てた。また、新興国および途上国については、2020年は-2.1%、2021年は6.4%(同月予測6.3%から0.1%パーセントポイント増加)、2022年は5.1%(同月予測5.2%から0.1パーセントポイント減少)と推計しているで、このように、実質GDP成長率という点から見るとこれまでと同じく、「場」としての新興国主導による世界経済の成長の見通しと言えるが、2020年における先進国のマイナス4%を超える後退は、このパンデミックが大規模であったことを如実に示している。

図表 1 世界経済の実質GDP成長率の直近の状況と今後の見通し A. グローバルレベル

出所: IMF (2021). World Economic Outlook: Recovery During a Pandemic, Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures, Octoberより作成。

図表 2 は、EU主要国と英国、米国、そして日本との比較を示したものである。2020年の実質GDP成長率において、米国 (-3.4%)、日本 (-4.6%)と比較してユーロ域は下落が大きく、-6.3%を記録している。ドイツは-4.6%と相対的には低かったものの、フランスは-8.0%、イタリアは-8.9%、スペインに至っては-10.8%という結果となった。Brexitを経た英国も、-9.8%という大幅なマイナスの数値を記録した。

# (3) EUにおけるパンデミック対応:レジリエンスの模索と金融政策の新 たな展開

これらに見られるように、マクロ経済環境においてヨーロッパが被った負の影響は非常に大きい。2020年7月に復興基金 (RRF: Recovery and Resilience Facility)が仏独を中心に合意されたことに繋がった。いわゆる「EU共同債」は、従来、財政規律が緩慢になる恐れから、共同債発行はユンケル案、ブリューゲル構想があったものの、成立に至らなかった。RRFはユーロ域だけでなく非ユーロ域を含むEU全体の基金 (ファンドではなくファシリティと表現されている)である。これは100年に1度クラスのパンデミックに対して、EU

世界経済見通し: 2019年~2022年予測値 変化率(%): 2021年10月時点 8.0 6.0 4.0 2.0 0.0 -2.0 -4.0 -6.0 -8.0 -10.0 -12.0

図表 2 世界経済の実質GDP成長率の直近の状況と今後の見通し B. ヨーロッパ・先進国レベル

出所: IMF (2021). World Economic Outlook: Recovery During a Pandemic, Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures, Octoberより作成。

として「団結」して乗り越えなければならなかった切実な現実が後押ししたのである。RRF全体の規模は、7,238億ユーロであり、そのうち3,380億ユーロまでが無償資金、3,858億ユーロまでが有償資金である。このファシリティ自体は、有限であり、2021年 2 月19日に発効し、2026年12月31日までのファイナンス期間を設定している $^{80}$ 。

その中で、NGEU (NextGenerationEU) が、次世代のEUのあるべき姿を明瞭に示し、その理想像を掲げ、具体的な政策項目を立てている。2018年価格で表示すると、7,500億ユーロの規模で設定された。①2050年を照準に置いたグリーンディール(Make it Green)、②インフラ等のデジタル強化(Make it Digital)、③衛生面での健全性(Make it Healthy)、④若手人材の育成強化(Make it Strong)、および⑤ジェンダーやダイバーシティという公平性の確保(Make it Equal)の5つが大きな目標となっている。それは、2021年から2027年までの7年度にわたる財政政策のダイナミックな計画(MFF: Multiannual Financial Framework)に基づいたものである。この中核を成すのが、前述のRRFである。RRFは一連のRecovery Package(復興パッケージ)におけるプロ

ジェクトであり、2021-2027年の「中期的な」視点から、コロナ復興に総合的に取り組むものである。「短期」でも「長期」でもなく、時限を定めた適切な時間的長さの「中期」に軸心を据えていることが肝要である。

また、ECBの金融政策については、ECBが2020年3月に打ち出したPEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)が、量的緩和の一段の強化として認識されたが、2021年になって主要国の中央銀行、特に米Fed (Federal Reserve Board: 米連邦準備制度理事会)の金融政策の先行きの変化を受けて、変容も見られている。特に、ユーロ域の消費者物価指数であるHICP (Harmonised Index of Consumer Prices)は、エネルギー価格の急上昇を受けて高まっており、金融政策の一部転換を検討する材料となっている。直近のHICPについては、2021年8月は3.0%、9月は3.4%、10月は4.1%、11月は4.9%、12月は5.0%、2022年1月は5.1%と高水準に推移し、同年2月には5.9%という結果を発表している「10」。これは天然ガス・原油の世界的な上昇傾向を反映しているが、金融政策の量的緩和の継続における重要なマクロ経済環境の変化として注視されている。

なお、ECBの金融政策の政策金利については、主要オペ金利 (MROs: Main Refinancing Operations [fixed rate]) は0.00%,限界貸付ファシリティ (Marginal Lending Facility) は0.25%,預金ファシリティ (Deposit Facility) は-0.50%であり、2019年9月から現在までこの歴史的な低金利政策を継続している。特に、預金ファシリティは依然としてマイナス金利であることは、日銀当座預金の政策金利部分に-0.1%を課す日本銀行のマイナス金利政策 (NIRP: Negative Interest Rate Policy) と類似した金利政策の領域にある。

他方で、米国の状況は欧州と異なり、2021年11月にFedにおいて、FOMC (Federal Open Market Committee: 連邦公開市場委員会)が、2020年3月に強化した量的緩和を正常化、いわゆるテーパリング (tapering)する方針を打ち出した<sup>111</sup>。毎月の財務省証券 (Treasury securities)の買入額を100億ドル減額させること、および毎月のエージェンシー MBS (agency mortgage-backed securities)の買入額も50億ドル減額させることを決定した<sup>122</sup>。加えて、Fed次期議長としてジェローム・パウエル (Jerome H. Powell)氏が続投することを受けて (副議長はラエル・ブレイナード (Lael Brainard) 理事)、正常化の認識

が市場に浸透しつつあり、米国の金利水準やドル相場に影響を与えている。

以上のように、変動相場制移行後およそ半世紀を経た現在、外国為替市場、株式市場、債券市場は、コロナ禍そしてポストパンデミックにおいても、日々の変動が続く。欧州の資本市場同盟は、前に見たグローバル市場の不安定性の中で、堅実かつダイナミックな活路を見出さないといけないという点で、容易でない舵取りが必要とされる。EBUとは異なり、CMUには、リスクに積極的かつ、賢明に向き合う政策スタンスが求められている。

# Ⅲ 資本市場活性化:資本市場同盟 (CMU)の位置付けと焦点

# (1) キーアクターとしてのESMA: 資本市場活性化を目指して

現在,欧州の資本市場を管轄している監督機関はESMA (本部パリ)である。2011年に欧州単一機構 (ESAs: European Supervisory Authorities)を構成する欧州銀行機構 (EBA: European Banking Authority. 本部パリ), 欧州保険年金機構 (EIOPA: European Insurance and Occupational Pensions Authority. 本部フランクフルト)の一つとしてESMAは創設された。これらのESAsは2021年で10周年を迎えている。

発足以来の機能としては、EBUと異なり、対象国に広がりを持つ点が ESAsの特徴である。つまり、ユーロ域19ヵ国のみならずEU加盟国27ヵ国を 包摂していることが挙げられよう。そもそも、単一市場 (Single Market) の形成は、単一通貨 (Single Currency) を導入するために、ユーロ域が金融政策を ECBへ、為替政策をECBとECOFIN (Ecofin Council: EU経済・財務相理事会) へ一本化することとは次元を異にする。単一市場の構築は、CMUが1957年 に合意されたローマ条約を起点としていることから分かるように、単一通貨よりも歴史のある系譜を持っているのである。

具体的には、単一市場の進展においては、1966年のセグレ報告(正式名称は Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission, *The Development of a European Capital Market*) <sup>13)</sup>、1986年の単一欧州議定書、1992年の単一市場統合の完成という60年を超える歴史的な取り組みを経て、2020年にCMUの改訂版が発表されるに至った。特に、セグレ報告は、1966年時点で現在の

CMU構想と同じ概念 (例えば第3部における「資金チャネルの拡張 (Widening Credit Channels)」など)が検討されていることに驚かされる。ローマ条約の発効からわずか8年、しかも資本移動の自由化が十分になされているとは言えない1960年代半ばにおいて、現代的な議題が並んでいることは非常に興味深い。

この歴史的経緯の中で、欧州の金融市場監督の革新的な事象としては、何よりも2008年の世界金融危機(GFC: Global Financial Crisis)のすぐ後の2009年2月に公表された、いわゆる「ドゥ・ラロジエール報告(The de Larosière Group Report)」<sup>14)</sup>が挙げられる。これはGFCを受けて、欧州での緊迫した危機感を背景に、銀行・証券・保険分野ごとにミクロプルーデンス政策に照準を置いたESAsを設け、総体として欧州金融監督システム(ESFS: European System of Financial Supervision)を創設するものである。特に、従来のレベル3委員会(level 3 committee)であるCEBS(Committee of European Banking Supervisors: 銀行部門)、CEIOPS(Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors: 保険部門)、およびCESR(Committee of European Securities Regulators: 証券部門)をESAsとして格上げし、強化するものである。なお、この報告書の提案時点では、EBAは現行組織と同じ名称であるが、European Insurance Authority(現在のEIOPA)、European Security Authority (現在のESMA)が提唱されていた。

ここで創設された前述のESMAは、EBAなどと共に2021年に10周年を迎えている。この間、預金取扱銀行業務と投資銀行業務(証券業務)を切り離すリングフェンシング(ring-fencing)が英国で提唱され、「ヴィッカーズ報告(Vickers Report)<sup>150</sup>」として結実し、また米国でもいわゆる「ドット・フランク法(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)<sup>160</sup>」が発効した。つまり、英米両国、すなわちアングロサクソンでは預金取扱銀行業務の「分離」が明瞭になっている。その一方で、大陸欧州は「リーカネン報告(Liikanen Report)<sup>170</sup>」が公表されたものの、この「分離」は実行されているとは言えない。その根源は「ユニバーサル・バンキング・システム(universal banking system)」が大陸欧州に根付いており、収益の本丸として不可欠な投資銀行業務は、預金取扱を含む銀行本体にとって分かつことのできない業務であり、そのため分離が出来ないのである。

### (2) CMUの意義と位置付け

図表 3 は、欧州銀行同盟と資本市場同盟の双方のアプローチを対照的に捉えたものである。EBUは「安定性」に焦点を絞る。つまり、銀行経営という経済の根幹をなすガバナンスに対して安定性を強化すべく、マクロプルーデンス政策とミクロプルーデンス政策を駆使することを通して、金融危機に耐えうる堅固な金融システムを築くことに眼目を置く。一方で、CMUは「成長」に重きを置く。すなわち、資本市場の活性化を強化するために、成長力、および競争力のある金融システムを構築することを目的とする。EBUが重要な信用機関 (SIs: Significant Institutions)を対象として、ECBが一元的に銀行監督を行うことに対して、CMUは中小企業 (SMEs: Small- and Medium-Sized Enterprises)をも包摂し、多様な資金調達チャネルの開発を含んでいることが特徴である。また、CMUは法人のみならず、個人の資金調達、ならびに資産運用および貯蓄行動にも活路を見出すことを狙いとしている。

銀行経営の安定性の強化 欧州銀行同盟 ☞ 危機に耐えうる堅固な (European Banking 金融システムへ 欧州経済•通貨同 Union) 盟の深化 (Deepening the Economic and 資本市場同盟 Monetary Union) 資本市場の活性化の強化 (Capital Markets Union) ☞ 成長力・競争力のある 金融システムへ 出所:筆者作成

図表3 EBUとCMU--EMUの深化という共通目標

いずれにせよ、この両者が揃ってこそ、共通の目的である欧州経済・通貨同盟の深化 (Deepening the EMU)を達成できるのであり、いずれかが欠けていては、真の単一市場の深化を満たすことはできない。「安定」と「成長」の両方に狙いを定めることは一見、相反する目的を掲げているように見える。だがしかし、金融危機の事前 (ex-ante) 防止を超えて、ポスト金融危機の成長を見据えるならば、アプローチを異にする2つのプロジェクトを用意し、複眼的

な方法によって、単一市場の深化の獲得に立ち向かうことは、理に適っている。

# (3) 考察されるべき論点: separationの問題とcross-borderの協力関係の 構築

まず、CMUを巡る政策の背景にある2つの論点を挙げなければならない。第1に、separation (分離)の問題である。これは、cross-section (業態を越えた金融サービスの提供)が持つ固有の課題と言える。2008年のGFCで明確となったのは、銀行の本業とは何かということである。銀行の本源的なビジネスである預金取扱業務や決済業務を、収益獲得を旨とする投資業務から分離させることが認識された。銀行は本来、広く一般市民から「預金」を受け入れ「貸出」に回す。その預金を受け入れ、いつでも預金者の引き出しに応じることは不可欠な業務であり、銀行危機が発生する際の銀行取付(bank run)を防がなければならない。つまり、銀行は民間企業であると同時に「公共性」を堅持する義務を負っている。したがって、リーマンショック以降、業務分離を検討することが主要国において要請された。

預金取扱銀行(いわゆる銀行)と証券市場での業務を主とする投資銀行は、国により明瞭に区別できる場合と区別できない場合がある。米国、英国、日本が明白にbankingとsecuritiesが区分でき、業務を峻別した金融監督が可能である――つまり、監督上separation(分離)が容易である――ことに対して、独仏など大陸欧州は区別することが難しい。すなわち、大陸欧州の場合は、既述のユニバーサル・バンキング・システムが基盤となっているために生ずる監督上の特性がある。Haentjens and de Gioia-Carabellese (2015)においても、投資会社と銀行との垣根が継続して低くなっていること、その背景として、資本市場で主に業務を行う投資銀行が、投資業務及び伝統的な投資企業(ないしブローカー)が重要な位置を占めてきた領域で、ますます重要な役割を果たしていることを指摘している。

第2に、cross-border (国境を越えた当局間関係) での協力である。これは国際的側面からCMUの背景にある問題へのソリューションを模索する必要性があることに基づく考え方である。国際証券監督機構 (IOSCO: International Organization of Securities Commissions, 本部マドリード) は、証券

市場監督の国際的な方針を定める国際機構である。これまでも格付け会社 (CRAs: Credit Rating Agencies) 規制の是非など、国際金融市場を巡る制度構築にあたって、基盤となる原則や方針を示すことを通して貢献してきた。

今後考えられる焦点としては、まず、BCBS-IOSCOの協力関係が挙げられる。これは、国際金融規制・監督の推進役であるバーゼル銀行監督委員会 (BCBS: Basel Committee on Banking Supervision) とIOSCOの連携である。特に大陸欧州は、先に繰り返し述べたように、預金取扱銀行と投資銀行を兼ねるユニバーサル・バンキング・システムが浸透しており、国際的な側面から BCBSとIOSCOが協力して、銀行・証券一体型の監督システムを発展させることが求められている。BCBSが、1974年12月に創設された時点の原加盟国は、G10+スイスであり、その内実は英国を含むヨーロッパ諸国を中核とした組織であった。一方で、非ヨーロッパ諸国は米国、カナダ、日本であった。しかし、第1回国際銀行監督会議 (ICBS: International Conference of Banking Supervisors) が1979年にロンドンで開催されて以来、加盟国以外の世界の銀行監督当局者が集い、重要なアジェンダを設定し、自由に意見交換する機会を設けた。そのBCBSの「開放性」については、①国境を越えた (cross-border) 開放性だけでなく、②業界を越えた (cross-sector) 開放性が求められる。ゆえに、BCBSとIOSCOの協力が不可欠になると考えられる。

次に、欧州域内のcross-borderかつcross-sectionの協力関係の構築が課題となる。先にみたように、2011年に創設されたEBA、ESMA、EIOPAは、各々銀行部門、証券(投資銀行)と資本市場部門、保険部門をEUとして包括的に監督するESAsとして、前述のように2021年で10周年を迎えた。本来、個々の金融機関の健全性をモニタリングするミクロプルーデンス政策を眼目に置いたESAsは、それ自体EU加盟27ヵ国を東ねるcross-borderの欧州機関である。ここに、業態間、つまりcross-sectorの協力関係を構築する必要性が生じている。銀行と証券(投資銀行)部門の連携は、ユニバーサル・バンキング・システムが浸透している大陸欧州にとっては自然な現象である。また、銀行と保険の融合体であるバンカシュランスに応じるために、銀行部門と保険部門との監督分野も親和性があり、実際、フランス(ACPR: Autorité de contrôle prudentiel et de résolution)や英国(PRA: Prudential Regulation Authority)では両者を一括して

監督している。

このようなESAs間のcross-sector協力関係は、実際にJoint Committeeとして体現されつつある。具体的には、①マネーロンダリングの防止 (AML: antimoney laundering)、②消費者保護と金融イノベーション (consumer protection and financial innovation)、③欧州イノベーション促進者フォーラム (EFIF: European Forum for Innovation Facilitators) <sup>19)</sup>、④リスクと脆弱性 (risks and vulnerabilities)、⑤金融コングロマリット (financial conglomerates)、⑥リテール・保険型投資商品パッケージ (packaged retail and insurance-based investment products) という管轄区分が成されている<sup>20)</sup>。以上のように、横断的な金融規制と融合的な金融イノベーションの双方を視野に入れるESAsの政策協調の重要性は、今後一層高まるものと考えられる。

# IV CMUの制度的枠組み:アクションプランの進展

上で見たように、CMUの領域は「単一市場」の領分にあり、したがって、その政策範囲は実に広範囲に及ぶ。CMUはEU経済のためにあることは自明であるが、2021年時点での最新の認識は、①パンデミック危機からの回復、②成長の再開、そして③グリーン政策(環境政策)およびデジタル化への移行に向けた資金の集中の3点<sup>21)</sup>にある。

2015年に初めて発表されたCMU構想は、まず 2 月のグリーン・ペーパー (Green Paper)  $^{22)}$  が基となり、9 月にアクションプラン (Action Plan) として正式に発表された $^{23)}$ 。そして、2016年 9 月に改革を促す(Accelerating Reform)ペーパー $^{24)}$  が公表され、2017年の中間評価 (Mid-term Review) が行われた $^{25)}$ 。この中間評価には長大な経済分析 (Economic Analysis) が付されている $^{26)}$ 。その後、2019年 9 月に新アクションプラン (New Action Plan)  $^{27)}$  が付表 $^{28)}$  とともに公開されるに至っている。

最新のNew Action Planでは、16の行動計画が明瞭に記されている。図で示すと次頁の通りとなる。

図表 4 新アクションプランの16のフレームワークとタイムライン

アクション	タイムライン	
第 1 領域:民間企業へのファイナンスのアクセス促進によるグリーン、デジタル、社会包摂		
および経済復興を支援する施策		
1. 域外投資家への企業の可視化	Q 3 2021	
2. 公開市場へのアクセスのサポート	Q 4 2021	
3. 長期投資のための投資仲介企業の支援	Q 3 2021	
4. 機関投資家からのより長期のエクウィティ・ファイナンスの奨励	Q 1 / 3 2021	
5. 中小企業を代替的な資金供給者へ仕向ける施策	Q 4 2021	
6. 銀行に実体経済へより多くの融資を行わせるための支援	Q 4 2021	
第2領域:個人の長期貯蓄および長期投資のために、EUをより安全な地域とする施策		
7. 金融教育を通したEU市民の能力の向上	Q 2 2021, Q 1 2022	
8. リテール (小口) 投資家の資本市場に対する信頼性の構築	Q 4 2021, Q 4 2021-Q 1 2022, Q 1 2022, Q 1 2023	
9. 退職する人々の支援	Q 3 2020, Q 4 2021	
第3領域:加盟国資本市場の「真の単一市場 (A Genuine Single Market)」への統合		
10. クロスボーダー投資における税の結合負担の軽減	Q 4 2022	
11. 破綻処理に関するクロスボーダー投資の結果をより予見可能とする施策	Q 1 2021, Q 2 2022, Q 4 2022	
12. 株主エンゲージメントの促進	Q 4 2021, Q 3 2023	
13. クロスボーダー決済サービスの開発	Q 4 2021	
14. 統合記録 (consolidated tape)	Q 4 2021	
15. 投資保護と投資促進措置	Q 2 2021	
16. 監督 (ESAsによる監督政策協調または直接監督の強化)	Q 4 2021	

出所: European Commission (2020). Annex to the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: New Action Planより一部補足。New Action Plan本体も参照。

図表 4 から分かるように、CMUの最新のプランは、3 つの領域に分かれている。第1の領域は、民間企業のファイナンスをより強力に促進するために、①グリーンディール、②デジタル、③(社会)包摂、および④パンデミックからのレジリエンスを実行に移す政策が並ぶ。第2の領域は、域内の消費者レベルに視線を合わせ、個人の貯蓄および投資において、域内市場が安心でき信頼の置ける市場となるべく取り組む課題である。そして、第3の領域は、各々の加盟国資本市場を「真の単一市場(A Genuine Single Market)」へ統合することであり、クロスボーダーに伴う制度整備が設計されている。

CMU自体が提唱された2015年以来,大きく変容しているのは,この間に,パンデミック危機が発生する一方で、COP26が2021年に開催される以前より、

グリーン政策に重きを置く必要と、そこに本来、欧州にアドバンテージがあり、世界を牽引できる前提があったことである。さらに、FinTechの進展や中央銀行デジタル通貨(CBDC: Central Bank Digital Currency)であるデジタルユーロ等の開発および実験の計画など、金融システムにおけるデジタル化の積極的な取り込みが要請されている。このようなEUをめぐる重要な課題が相次いでいる環境の変化を鑑みると、2015年のアクションプランや2017年の中間レヴューが実施される中で、欧州議会と加盟国は13のうち12の法案に合意したが、欧州委員会による全ての法案の当初の気運が保てなくなってきたことにも留意する必要がある<sup>29)</sup>。

# V CMUの展望と課題

統合欧州が標榜する「社会的市場経済(独 Soziale Marktwirtschaft, 仏 économie sociale de marché)」は「安定」と「成長」のバランスを巧みに組み込んだ特徴を要する。本来の意味の新自由主義は、価格介入など国家が本来政策介入すべき点を限定させた意味<sup>50)</sup>であり、単に規制緩和を促し競争環境を促進することではない。したがって、「適切な」市場介入を旨とする社会的市場経済が機能するように、EUは政策を設定しなければならない使命を持つ。

その意味では、1970年に発表されたウェルナー(Werner)報告(ヴェルネル報告: Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union in the Community)から、具体的かつ3段階を明示した単一通貨の導入には、およそ30年の積み重ねを必要とした。通貨統合がインフレーションを抑制し、長期金利を低下させ、財政規律を保持することで、為替変動の縮小幅を固定し介入を継続した極めて「安定志向型」の取り組みであった。そこには、ドイツ型の、言い換えればドイツ中央銀行であるブンデスバンク(Deutsche Bundesbank)型の、①物価の安定、および②政府からの独立性を重視する金融政策がモデルとされ、ドイツのカウンタパーティーであるフランスが、1980年代にフランソワ・ミッテラン(François Mitterrand)社会党政権下であったにもかかわらず、82年のモーロワ・プラン(le plan Mauroy)、83年のドロール・プラン (le plan Delors)によって、ドイツ

の金融政策との方向性に合わせるべく緊縮政策を導入した経緯がある。この加盟国間の金融政策が収斂した結実が、インフレーションをいかに抑制すべきかを念頭に置いた物価安定のための、2%という物価水準であった(ユーロ導入後、約20年にわたり2%未満かつ2%に近い水準に設定されていたが、2021年にECBがこれを2%に改めた)。周知の通り、欧州通貨統合は単一通貨ユーロを流通させるために、自国通貨を廃貨とし、金融政策をECBに委ねている19ヵ国から形成される。

一方で、市場統合は、EU加盟国27ヵ国で生み出される。英国は2020年1月にEUから正式に離脱し、同年12月に移行期間を終えている。ユーロ域19ヵ国、非ユーロ域8ヵ国、合計27ヵ国で取り組んでいるプロジェクトで、実は1957年に調印されたローマ条約 (Treaty of Rome)を起源とする長大な政策上の企画である。

なお、上記のBrexit(英国のEU離脱)が、CMU構想に影響を与えていることは否定できない<sup>311</sup>。CMUはEBUと異なり、EU加盟国すべてをターゲットとしていることから、これまで金融規制、監督に関する英国の叡智を取り込めたのであるが、特に世界最大の外国為替市場であり、かつ傑出したユーロ市場を擁する国際金融市場ロンドン・シティ(the City of London)を、EUとして手放すことになったインパクトは看過できない。英国は、金融市場にどのように効果的に向き合うべきかを十分に鑑み、市場の自主規律を生かした市場監督の在り方を模索してきた。英国のイングランド銀行、財務省を中心とした当局がもつ、市場に対峙するための、このような見識の蓄積を活用できないのは、CMUにとっては確かに大きい。

英国はEU離脱後に、"Global Britain"という言葉を掲げ、総合的な戦略を見直している。同国は、国際機関における主導的な役割を明瞭に認識している。2021年3月に公表されたintegrated report(政府資料)<sup>32)</sup>では、安全・外交政策が主眼に置かれているが、英国が擁する独自のアプローチは、EU離脱後のイギリスがどのようにEU金融市場と向き合うかを鑑みる上で、示唆を与えるものである。

このように、CMUにおいて、EU、英国ともに新たな局面を迎えていることが明白である。EUにとっては英国、つまりロンドン・シティ抜きでの金

融市場統合を図らなければならず、資本調達チャネルおよび資産運用手段の 多様化を、英国に依存せずに促進する必要がある。

# VI 結びに

今後の欧州の資本市場同盟の在り方を鑑みるにあたり、以下の論点を提示 したい。端的に言えば、資本市場同盟は何よりも域内市場の活性化――つま り成長に向けた企図である。EU財政政策の規律の柱の一つとなった安定・ 成長協定 (SGP: Stability and Growth Pact) は、その名の通り、「安定」と「成長」 のより適切なバランスを求めて、理念を掲げつつも、実際の運用では「弾力 的」に適用されており、枢軸国のドイツ、フランスでさえもその一国となっ た。そして、コロナ禍でのEU経済の中で、いわゆる3%ルール(単年度財 政赤字の対GDP比を3%以内に抑える)や、60%ルール (累積財政赤字の同 比率を60%以内に抑制する)が見直される議論も見られる。しかし、大局的 な観点に立てば、EUはギリシャ危機、南欧のソブリン危機を経験する過程 T, fiscal compact (TSCG: Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union) やSix Pack、Two Pack等の構造的財政収支 の健全化を含めた財政基盤の強化に取り組んできた経緯がある。また、先 に見たEBUは、「安定」に重きを置いた銀行監督手法と破綻処理手法の「収斂 (convergence)」を目指している。また、銀行監督一元化の主たる対象は、域 内の大規模な信用機関、つまりSIsである。一方で、CMUの場合は、中小企業、 つまりSMEsの活性化を意味している。CMUは、SMEsの資金調達チャネル の多様化と効率性を高めることに眼目を置いたプロジェクトである。

米国や日本と異なり、従来、EUは「安定」の理念を追求するがために、それと相反する「成長」を目的とする経済政策を自由に採択できなかった。元来、資本主義を前面に出すわけではなく、むしろ「団結(solidarity)」や「社会(society)」の概念を包摂するスタイルを採ってきた<sup>33)</sup>。ゆえに、EU、特にユーロ域は、グローバル化が進んだ競争的な金融環境においては、当然、市場を重要視した一連の政策をベースにしているものの、他のカウンタパーティー諸国とは異なる独自の理念を追ってきた。EUの理念の形成において、ドイ

ツを淵源とする「社会的市場経済」が、連綿として流れていることを見逃す ことはできない<sup>34</sup>。

このような特質を持つEUは、パンデミック対応とその後の政策展開を鑑みるに、全体的な観点からすると、これまでの「安定」型の政策を補完する形で、当面、「成長」重視の政策を進めるであろう(ただし、直近のインフレーションに対するZCBの金融政策の動向には注意する必要がある)。当局は成長に不可欠な域内市場活性化のための環境をセットする一方、鍵を握るアクターは民間セクターである。中でも、政策と民間企業の中間に位置する金融機関は、資金循環を担い、金融市場における資本の需給において不可欠な仲介機能を果たさなければならない。EUにおいてクロスボーダー取引が域内でさらに活性化し、効率的に域内市場の深化を達成するためには、政策当局、金融機関、民間セクターの3者がイノベーションと保持力を通して、競争力を磨き続けることが必要条件となる。

#### 参考文献一覧

- Allen, F., Faia, E., Haliassos, M. And K. Langenbucher (eds.) (2019). *Capital Markets Union Beyond*, The MIT Press.
- De Bandt, O. and E.P. Davis (2000). "Competition, contestability and market structure in European banking sectors on the eve of EMU", *Journal of Banking & Finance*, Volume 24, Issue 6.
- Bank of England (2021). Financial Stability Report, July 2021.
- Borio, C., Claessens, S., Clement, P., McCauley, R.N. and H.S. Shin (eds.) (2020). *Promoting Global Monetary and Financial Stability: The Bank for International Settlements after Bretton Woods, 1973-2020*, Cambridge University Press.
- Busch, D., Avgouleas, E. and G. Ferrarini (eds.) (2018). *Capital Markets Union in Europe*, Oxford University Press.
- Busch, D. and G. Ferrarini (eds.) (2017). *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press.
- Busch, D. Ferrarini, G. and G.V. Solinge (eds.) (2019). *Governance of Financial Institutions*, Oxford University Press.
- Cassis, Y. and É. Bussière (eds.) (2005). London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century, Oxford University Press.

- Cassis, Y. and D. Wójcik (eds.) (2018). International Financial Centres after the Global Financial Crisis and Brexit, Oxford University Press.
- Edmonds, T. (2013). The Independent Commission on Banking: The Vickers Report, House of Commons Library.
- European Central Bank (2021). Financial Stability Review, November 2021.
- European Central Bank (2021). Financial Stability Review, May 2021.
- European Central Bank, Inflation Rate, in the ECB website, 29 October 2021 updated.
- European Commission (2020). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan, Brussels, 24.9.2020, COM (2020) 590 final.
- European Commission (2020). Annex to the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A Capital Markets Union for people and businesses new action plan, COM (2020) 590 final, Brussels, 24.9.2020.
- European Commission (2017). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, COM (2017) 292 final, Brussels, 8.6.2017.
- European Commission (2017). Commission Staff Working Document, Economic Analysis Accompanying the document: Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, SWD (2017) 224 final, Brussels, 8.6.2017.
- European Commission (2016). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Capital Markets Union-Accelerating Reform, COM (2016) 601 final Brussels, 14.9.2016.
- European Commission (2015). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM (2015) 468 final, Brussels, 30.9.2015.
- European Commission (2015). *Green Paper: Building a Capital Markets Union*, Brussels, COM (2015) 63 final, 18.2.2015.
- European Commission (2021). What is the Capital Markets Union?
- European Commission, *The Recovery and Resilience Facility*, in the European Commission's website.

#### 金沢大学経済論集 第42巻第2号 2022.3

- European Commission, Directorate-General for Communication. *NextGenerationEU: Make it Real*, in the European Commission's website.
- European Communities (1992). Treaty on European Union, together with the Complete Text of the Treaty Establishing the European Community, 92/C 224/01, *Official Journal of the European Communities*, 31.8.92.
- European Economic Community Commission (1966). The Development of a European Capital Market (Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission), Brussels, November.
- European Union (1993). Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field, *Official Journal of the European Communities*, No L 141, 11. 6. 93.
- Federal Reserve (2021). Press Release, November 3 rd.
- Federal Reserve (2021). Minutes of the Federal Open Market Committee, November 2-3, 2021.
- Ferran, E. (2019)). "A Legal Framework for Financial Market Integration: Resetting the Agenda beyond the Sectoral Single Rulebook", in Allen, F., Faia, E., Haliassos, M. And K. Langenbucher (eds.) *Capital Markets Union Beyond*, The MIT Press.
- Ferran, E. (2012). "Crisis-driven regulatory reform: where in the world is the EU going?", in Ferran, E., Moloney, N., Hill, J.G. and J.C. Coffee, Jr. *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge University Press.
- Ferran, E. and C.A.E. Goodhart (eds.) (2001). *Regulating Financial Services and Markets in the*  $2I^{st}$  Century, Hart Publishing.
- Financial Times (2019). EU needs to pick up pace on capital markets union: Companies face widely differing costs of credit even within eurozone.
- Gleeson, S. and R. Guynn (2016). *Bank Resolution and Crisis Management: Law and Practice*, Oxford University Press.
- Goodhart, C.A.E. (2012). "The Vickers Report: an assessment", *Law and Financial Markets Review*, 6:1.
- Goodhart, C.A.E. (1995). The Central Bank and the Financial System, Macmillan.
- Haentjens, M. and P. de Gioia-Carabellese (2015). *European Banking and Financial Law*, Routledge.
- High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector (Chaired by Erkki Liikanen) (2012). *Final Report*, Brussels, 2 October.
- The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (Chaired by Jacques de Larosière) (2009). *Report*, Brussels, 25 February.
- HM Government (of the UK) (2021). Global Britain in a competitive age: The Integrated Review of Security, Defence, Development and Foreign Policy, Presented to Parliament by the Prime Minister by Command of Her Majesty, March.
- Howarth, D. and J. Schild (2020). The Difficult Construction of European Banking Union,

### Routledge.

- Independent Commission on Banking (2011). *Interim Report: Consultation on Reform Options*, April.
- International Monetary Fund (2021). World Economic Outlook: Recovery During a Pandemic, Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures, October.
- International Monetary Fund (2021). World Economic Outlook Update, July 2021: Fault Lines Widen in the Global Recovery, July 27.
- Joint Committee of the ESAs (EBA, EIOPA, and ESMA). (2019). Report: Fintech: Regulatory sandboxes and innovation hubs, JC 2018 74.
- Joint Committee (European Supervisory Authorities). Scope of Activities, in the JC's website.
- Moloney, N. (2014). EU Securities and Financial Market Regulation, Third Edition, Oxford University Press.
- Moloney, N. (2012). "The legacy effects of the financial crisis on regulatory design in the EU", in Ferran, E., Moloney, N., Hill, and J.C. Coffee, Jr. (with a foreword by E. Tafara), *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, Cambridge University Press.
- Morris, C.H.R. (2019). The Law of Financial Services Groups, Oxford University Press.
- Tietmeyer, H. (1999). Économie Sociale de Marché et Stabilité Monétaire, Economica.
- US Congress (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Public Law 111-203-July 21, 2010, U.S. Government Publishing Office.
- Van Rijsbergen, M. (2021). Legitimacy and Effectiveness of ESMA's Soft Law, Edward Elgar.
- 岩田健治(2008)「金融グローバル化とEU: EMSからユーロへ」田中素香・岩田健治編『現代国際金融』新・国際金融テキスト3. 有斐閣。
- 岩田健治 (1996) 『欧州の金融統合: EECから域内市場完成まで』 日本経済評論社。
- 権上康男(2021)『自由主義経済の真実:リュエフとケインズ』知泉書館。
- 権上康男編(2006)『新自由主義と戦後資本主義:欧米における歴史的経験』日本経済評論社。
- 秀島弘高 (2021)『バーゼル委員会の舞台裏:国際的な金融規制はいかに作られるか』金融財政事情研究会。

#### 注

- 1) 本研究は、日本学術振興会科学研究費基盤研究 (C) 21K01612、及び金沢大学自己 超克プロジェクト2021-22の助成を受けて実施されている。これらの諸機関からの 助成に対して、記して感謝申し上げる。
- 2) European Commission (2015). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Action Plan on Building a Capital Markets Union, Brussels, 30.9.2015, COM (2015) 468 final.

### 金沢大学経済論集 第42巻第2号 2022.3

- 3) European Commission (2015). *Green Paper: Building a Capital Markets Union*, Brussels, COM (2015) 63 final, 18.2.2015, p. 2.
- 4) European Commission (2020). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan, Brussels, 24.9.2020, COM (2020) 590 final, p. 1.
- 5) マーストリヒト条約については, European Communities (1992). Treaty on European Union, together with the Complete Text of the Treaty Establishing the European Community, 92/C 224/01, Official Journal of the European Communities, 31.8.92.
- 6) EUでは、そのモットーとして2000年から使われ始めている。英: United in diversity, 仏: Unie dans la diversité. European Union, *The EU motto*を参照。
- 7) International Monetary Fund (2021). World Economic Outlook: Recovery During a Pandemic, Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures, October.
- 8) RRFの基本情報については、European Commission, *The Recovery and Resilience Facility*, in the European Commission's websiteを参照。
- 9) European Commission, Directorate-General for Communication. *NextGenerationEU: Make it Real*, in the European Commission's website.
- 10) European Central Bank, *Inflation Rate*, in the ECB website, as of 18 March 2022.
- 11) Federal Reserve (2021). Press Release, November 3 rd.
- 12) 2021年11月3日のFOMCの議事録は同月24日に公開されている。Federal Reserve (2021). *Minutes of the Federal Open Market Committee*, November 2-3, 2021.
- 13) European Economic Community Commission (1966). *The Development of a European Capital Market: Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission*, Brussels, November.
- 14) The High-level Group on Financial Supervision in the EU (Chaired by Jacques de Larosière) (2009). *Report*, Brussels, 25 February.
- 15) ヴィッカーズ報告については、Independent Commission on Banking (2011). *Interim Report: Consultation on Reform Options*, April, その解題としては、Edmonds, T. (2013). *The Independent Commission on Banking: The Vickers Report*, House of Commons Library, 建設的な批評を含んだ学術論文として、Goodhart, C.A.E. (2012). "The Vickers Report: an assessment", *Law and Financial Markets Review*, 6:1 がある。
- 16) ドッド・フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法の全文については、US Congress (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Public Law 111-203-July 21, 2010, U.S. Government Publishing Office.
- 17) High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector (Chaired by Erkki Liikanen) (2012). *Final Report*, Brussels, 2 October.
- 18) Haentjens, M. and P. de Gioia-Carabellese (2015). European Banking and Financial Law,

- Routledge, p. 136.
- 19) 2019年にこのEFIFは金融イノベーションに関する報告書を公表している。Joint Committee of the ESAs (EBA, EIOPA, and ESMA). (2019). *Report: Fintech: Regulatory sandboxes and innovation hubs*, JC 2018 74.
- Joint Committee (European Supervisory Authorities), Scope of Activities, in the JC's website.
- 21) European Commission (2021). What is the Capital Markets Union?
- European Commission (2015). Green Paper: Building a Capital Markets Union, COM (2015) 63 final, Brussels, 18.2.2015.
- 23) European Commission (2015). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM (2015) 468 final, Brussels, 30.9.2015.
- 24) European Commission (2016). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Capital Markets Union-Accelerating Reform, COM (2016) 601 final Brussels, 14.9.2016.
- 25) European Commission (2017). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, COM (2017) 292 final, Brussels, 8.6.2017.
- 26) European Commission (2017). Commission Staff Working Document, Economic Analysis Accompanying the document: Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, SWD (2017) 224 final, Brussels, 8.6.2017.
- 27) European Commission (2020). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A Capital Markets Union for people and businesses - new action plan, COM (2020) 590 final, Brussels, 24.9.2020.
- 28) European Commission (2020). Annex to the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A Capital Markets Union for people and businesses - new action plan, COM (2020) 590 final, Brussels, 24.9.2020.
- 29) European Commission (2020). Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A Capital Markets Union for people and businesses - new action plan, COM

## 金沢大学経済論集 第42巻第2号 2022.3

- (2020) 590 final, Brussels, 24.9.2020, p. 6.
- 30) このような新自由主義の根幹を成す考え方については、後述の注33)の文献に加えて、リュエフとケインズの対照的な思想を克明かつダイナミックに描いた権上康男 (2021)『自由主義経済の真実:リュエフとケインズ』知泉書館が詳しい。また、同書は共同体市場の創設についても言及されており、本稿に示唆を与えるものである。
- 31) 英フィナンシャル・タイムズ紙の社説でもBrexitがCMUの状況に影響を及ぼすことが指摘されている。Financial Times (2019). *EU needs to pick up pace on capital markets union: Companies face widely differing costs of credit even within eurozone.*
- 32) HM Government (of the UK) (2021). Global Britain in a competitive age: The Integrated Review of Security, Defence, Development and Foreign Policy, Presented to Parliament by the Prime Minister by Command of Her Majesty, March.
- 33) 新自由主義 (neo-liberalism) の総合的な歴史研究として,権上康男編 (2006)『新自由 主義と戦後資本主義: 欧米における歴史的経験』日本経済評論社がある。
- 34) 社会的市場経済については、かつてドイツ・ブンデスバンク総裁を務めたハンス・ティトマイヤーによる著作がある。Tietmeyer, H. (1999). *Économie Sociale de Marché et Stabilité Monétaire*, Economica.