

松 山 大 学 論 集
第 32 卷 第 5 号 抜 刷
2 0 2 0 年 12 月 発 行

欧州銀行同盟の課題と将来

松 浦 一 悦

欧州銀行同盟の課題と将来

松 浦 一 悦

目 次

はじめに

第 I 章 銀行同盟の現段階

第 1 節 SRM の形骸化

第 2 節 EDIS 構想の頓挫

第 II 章 なぜ銀行同盟は進展しないのか

第 1 節 なぜ SRM は機能しないのか

第 2 節 なぜ EDIS は進まないのか

第 3 節 銀行同盟が進まない背景～経済格差

結びに代えて

は じ め に

銀行同盟構想が本格的に議論される契機となったのが欧州金融危機である。欧州金融危機は、EMU が金融市場統合を促進し、域内資金の交流を通じて貿易と投資の拡大に寄与したものの、EMU の金融システムの脆弱性、EMU のガバナンスの欠如、EMU 構成国の経済格差の拡大などの問題を露呈させることとなった。

本稿は、EMU の金融システムの脆弱性を克服するために制度設計されている銀行同盟（金融同盟）の現状と課題を明らかにすることを目的としている。2014 年に単一銀行監督メカニズム（Single Supervisory Mechanism：SSM）を立ち上げ、これにより EU 構成国の銀行の一元的監督を行うことになった。次に、2016 年に単一破綻処理メカニズム（Single Resolution Mechanism：SRM）が創設され、銀行破綻時の処理をバイル・イン原則に沿って統一的行うこととさ

れた。また、EUの預金者保護を等しく保証する制度として、2015年に欧州預金保険スキーム（European Deposit Insurance Scheme：EDIS）が提案され、2017年にはその修正案が提案された。本稿は、銀行同盟を考察するにあたり、SRMとEDISを取り上げる。

欧州金融危機において経営難に陥った銀行、あるいは経営破綻した銀行は、二つに大別することができる。第1のタイプは、アメリカのサブプライム・ローン関連の証券ビジネスに深く入り込むことによりデリバティブあるいは証券投資に失敗した大手銀行である。このタイプの銀行は、シャドーバンキングと一体となり、欧州・アメリカ間の資金循環を維持しつつ証券化商品を取引対象とする投資銀行ビジネスに狂奔した。第2のタイプは、南欧諸国とアイルランドの過剰投資とソブリン債投資に深く関わった銀行である。民間の旺盛な資金需要を背景に、南欧諸国の銀行だけでなく、ドイツ等のコア諸国の大手銀行はクロスボーダー・ローンを拡大していった。そうした銀行行動は、南欧諸国等に現れた銀行危機とソブリン危機の複合型金融危機を引き起こしていったのである。銀行を規制・監督する仕組みをつくり、銀行破綻を回避することが、EUの金融システムの維持には不可欠であるという認識の下で、銀行同盟が強く求められている。

ただし問題は、構成国間で金融構造や生産性等の違いがあるにもかかわらず、単一通貨圏である以上、ユーロ圏共通のルールが求められることである。欧州金融危機以降、将来の銀行危機とソブリン危機のリスクを軽減させるため、EUはユーロ圏内の銀行監督ルールの一元化、銀行破綻ルールの共通化を目指している。こうした政策は単一通貨圏の制度設計という観点から必須の方策である。なぜならば、単一通貨圏において銀行規制のルールが国によって異なれば、競争条件の均一化が保証されず、域内金融市場の分断を生じさせるからである。

確かにEUは、危機に見舞われた周辺諸国に対し、金融支援や欧州中央銀行（ECB）の金融緩和政策等を行うことにより危機の再来を凌いできた。だが、

後述するように周縁諸国の実体経済は金融危機後十分回復しておらず、両諸国間の経済格差の存在が共通ルールの策定を困難にしているため、銀行同盟の進捗は牛の歩みの如くである。

銀行同盟はどの程度進んでいるのか。進んでいないとすれば、どのような課題があるのか。現状で経済収斂は進展しているのか。そもそも、単一通貨を進化させることは困難ではないか。以上の論点を論じることで、銀行同盟の課題を整理したい。

第 I 章 銀行同盟の現段階

銀行同盟は、EU の金融システムの強化、システミック・リスクの低減を目的として、EU の民間銀行の一元的管理を目指す。この章では、SRM がどのように運用されているのかを考察し、SRM の実際の効果を明らかにする。次に、EDIS の創設を巡る議論を紹介しておこう。

第 1 節 SRM の形骸化

(1) 銀行破綻の処理

2008 年のリーマン危機以降、EU 各国政府は EU の承認のもと、銀行部門に対して大規模な資本注入（バイル・アウト）を行った。公的支出の増大は各国の財政赤字を膨らませたため、銀行を優遇する政策に対する批判が高まると同時に、国民の税負担の議論を惹起させ、また、安定・成長協定の順守を各国に迫ることとなった。その結果、銀行破綻により生じる納税者の負担をできるかぎり最小化し、株式保有者のみならず債権者にも負担を強いること（バイル・イン）を通じて破綻を処理するメカニズムが求められた。

こうして 2016 年に SRM は創設された。SRM の運営は単一破綻処理委員会（SRB：Single Resolution Board）が行い、破綻処理に必要な資金は単一破綻処理基金（SRF）から充当されるが、その原資は SRM 参加国の銀行が預金総額の 1%（約 550 億ユーロ）を 2023 年までに組み立てることで確立される。ユ

一口圏内の複数の銀行で破綻処理が必要になり、SRFが枯渇した場合に活用する「最後の手段」としてバック・ストップも銀行同盟の完成の課題とされている。

SRMの主たる狙いは、ベイル・インの導入による破綻の予防にある。ベイル・インの対象は、当該銀行の株主や債権者（劣後債およびシニアの無保証の債券保有者）、預金保険スキームによってカバーされていない預金者集団である。銀行破綻の際には、これら株主や債権者、大口の預金者が真っ先に負担を負い、それでも不十分な場合にのみ、各国政府および最終的にEUレベルでの救済を仰ぐことになる。つまり、ベイル・イン導入の目的は、銀行破綻時に銀行の経営者に責任を負わせることで、経営者が再び無謀な行動に走らないようにブレーキを掛けること、それを通じて金融システムの安定を保つと同時に、納税者負担を最小にすることである¹⁾。しかし、実際に銀行破綻に対して各国が行った処方は、以下に述べるようにベイル・インの導入とは程遠いものであった。

確かにSRMの任務は破綻銀行の処理であるが、破綻に至るまでの銀行の監督はSSMの任務である。したがって、銀行が破綻した場合に、SSMによる銀行監督の権限と能力が問われる。SSMの銀行監督のあり方は検証すべき論点であるが、本章ではSRMの実際の対応を述べてみたい。

2016年12月にイタリアの大手銀行モンテ・パスキ・シエナ²⁾（第3位）は自力再建を断念し、同行に対しイタリア政府は公的支援の実施を決めた。同行の預金額は2016年9月までの9カ月間に約140億ユーロが流出し（資産総額の約1割程度）、流動性不足が生じていた³⁾。

1) SRMの目的については、星野、2015年、227頁に拠る。

2) イタリア中部トスカーナ州に本店を持つ。1472年の創業で資産規模ではイタリアで第3位。2007年に買収した同国準大手アントンベネタの負債が重荷になり、2009年に政府による公的資本を受けた。2012年に二度目の公的資本を受けたので、2017年の公的支援は三度目となる。同行は14年のECBのストレステストで「不合格」と指摘され、2016年7月に欧州銀行監督機構（EBA）のストレステスト結果公表直前に、最大50億ユーロの増資等の健全化策を発表した。

同行の発表によれば、資本不足は88億ユーロであったが、ECBは当初の増資計画である50億ユーロを大きく上回ると指摘した。公的支援額は60億ユーロに上る見通しで、直接の資本注入のほか、劣後債を保有する個人投資家の救済のためのコストも含まれる。その救済策とは、一般の債券に比べて弁済順位の低い多額の劣後債を保有する個人投資家への影響を軽減するため、劣後債を株式に転換した後、政府が株式を一般債と交換するものである。一般債は劣後債に比べて利回りが低いが、可能な限り元本の確保を優先する考えである。

しかし、欧州委員会の見解は、イタリア政府は公的資金の投入前にまずはSRMに即して破綻処理を行うべきであり、イタリア政府の救済策は銀行の株式や債券などの投資家に損失を求めるベイル・インのルールに違反するというもので、欧州委員会はイタリア政府による公的支援の承認を認めなかった。その後、支援承認を巡って両者間の協議は続き、最終的には2017年6月に欧州委員会はイタリア政府のモンテ・パスキに対する支援を承認した³⁾。

欧州委員会が承認したイタリア政府の支援策は以下の通りである。①88億ユーロの予備的資本の再構成を計画し、イタリア金融システムの負担を取り除く⁴⁾ ②当該銀行の再建終了時に、イタリア政府は当行（資本）の70%を所有する予定である。③再建計画により、600支店を閉鎖し1,400店舗までにし、5,500人の人員を削減し、2021年までに総雇用数を2万人にする。④総資産の21%と評価される不良債権286億ユーロは政府が支援する民間ファンド（アトランタ）で処分される⁵⁾。このとき、欧州委の銀行指令に基づき株主と劣後債の保有者は損失を被るが、個人が持つ劣後債は税金で保護する「例外」が認めら

3) 『日本経済新聞』朝刊、2016年12月24日付け、12月28日付け。

4) Financial Times, Monte dei Paschi agrees to cut costs as part of Brussels rescue, MPS rescue will not end the woes of Italy's banks, 2 June 2017.

5) 88億ユーロの資本不足は、42億ユーロは劣後債保有者で負担を共有し、残りの46億ユーロは公的資金で賄われることになった (European Parliament, Briefing The Precautionary recapitalisation of Monte dei Paschi de Siena, The measure approved on 4 June 2017.)。

6) Financial Times, EU backing on Monte Paschi plan paves way for state takeover; Banks, July 6, 2017.

れた。劣後債のリスクに関し適切な説明を受けていなかったとして、欧州委員会は特別扱いを容認した⁷⁾

次に、2017年6月にスペインの資産規模で7位のバンコ・ポピュラー・エスパニョールが破綻したケースである。同行は不動産開発業者向けなどの不良債権が積み上がり、ECBのストレステストにより、資金繰りに問題があるので、「経営破綻の可能性がある」と判断されていた。その後、同年6月7日にスペイン大手銀行サンタンデルがポピュラーを買収することを単一破綻処理委員会（SRM）が明らかにした。

サンタンデルはポピュラー銀行の貸借対照表（370億ユーロの不動産融資を含んでいる）を再建するために70億ユーロの新株を発行する計画であるとスペイン当局に述べていた。この破綻処理の過程において、ポピュラー銀行の株式と追加的 Tier 1 と Tier 2 の債券は償却され、1ユーロでサンタンデル銀行に売却された⁸⁾。こうして公的資金の注入は行われず、預金は保護され、ポピュラーがスペインとポルトガルに持つ支店も事業を継続することになった。サンタンデル銀行はこの合併により国内中小企業向け融資の25%を確保することになった⁹⁾。この時、SSM委員長ダニエレ・ヌーイは、サンタンデル銀行の買収はSSMが最初のテストをクリアしたことを示したと表現した¹⁰⁾。サンタンデル銀行のケースはSRMの破綻処理のモデルと評価された。しかし、この破綻処理モデルはサンタンデル銀行に限って利用され、その後のイタリアの銀行破綻はバイル・アウトが適用されることとなる。

2017年6月末に二つの地域銀行が破綻した。この時にイタリア政府は、経営危機に陥っていた中小2銀行の破綻処理として50億ユーロの公的資本の投入を決定した。破綻したのは地銀ベネトバンカと中堅銀行バンカ・ポポラーレ・ディ・ピチェンツァである。2行の優良資産を同国銀行2位のインター

7) 『日本経済新聞』朝刊、2017年7月6日。

8) Financial Times, Santander buys Popular for €1 after ECB triggers bailout, 8 June 2017.

9) Ibid, 8 June 2017.

10) Financial Times, Fast work lets Santander leapfrog Spanish rivals, 8 June 2017.

ザ・サンパオロが買い取り、不良資産を政府が処理する緊急法案を閣議決定したのである¹¹⁾

破綻処理案では、破綻の際に優先的に資金が還元されるシニア債の保有者と預金者は保護されることになった。保護対象で焦点となった劣後債は、インターザが不良資産と見なして買い取りの対象から除外する一方、個人投資家など小口の保有者に還元する金額が確保された。

この破綻処理を巡っては、SRMに則るべきとする欧州委員会と銀行の利害関係者を救済したいと思うイタリア政府との綱引きがあった。上記の2行は2017年3月に公的資金による救済を申請した時、欧州委員会は、大口預金者や破綻の際に優先的に資金が返済されるシニア債の保有者にも損失負担を求めたとされる¹²⁾

バイル・インを求める欧州委員会の案に対して、イタリア政府は銀行の株主および債券保有者等の負担を避けるべく、独自に破綻処理を進めるように利益関係者に強く働きかけた。その結果として、多くの投資家を保護する処理策が採用されるに至った。最終的に、破綻処理はSRBではなくイタリア政府が行い、2行の優良資産はインターザ・サンパオロが引き取り、イタリア政府は、個人の劣後債保有者を保護するため¹³⁾ 最大で170億ユーロを支援することとなった。

さらに、イタリアでは共同組合銀行の破綻が生じた。2019年12月にイタリア政府は南部最大の大手共同組合銀行ポポラーレ・ディ・バリに対して最大9億ユーロの救済措置を承認した。同行は低迷するイタリア南部で多額の不良債権の処理に行き詰まり、緊急増資が必要と表明していた。

11) Financial Times, Rome agrees to pump 5 billion euro of taxpayer cash into failed banks, 26 June 2017.

12) Financial Times, Why the 17 billion euro Italian bank rescue reverberates in Rome and Brussels, 27 June 2017, 『日本経済新聞』朝刊, 2017年6月25日, 7月6日。

13) 同上。新聞報道では、イタリアでは多くの個人が預金感覚で劣後債を購入していたという実態がある。そのため劣後債保有者保護は預金者保護の観点から求められた。

また、2019年12月に政府は最大9億ユーロを国営のバンカ・デル・メツツォジオルノ・メディオクレディトに注入し、同行を通じてポポラーレ・デイ・バリの資本を増強する計画を発表した。また、銀行間預金保護基金(FITD)を最大5億ユーロ活用して救済する計画である¹⁴⁾

これらの銀行破綻処理の含意は、①EUのSRM指令は加盟国にバイル・インを勧めているものの、最終的には加盟国の判断に委ねているため、バイル・アウトが多く利用されること、②公的資本の注入を認めたことにより、金融システムの不安は当面遠のいたものの、イタリアの政府債務を増やし、債務リスクを拡大させたことである。

(2) イタリアの財政問題

イタリアは2017年に財政赤字がGDP比で2.4%に達し、前民主党政権がEUに約束した0.8%の約3倍に膨らんでいた。また、イタリア政府債務残高はGDP比で130%以上に達するため、財政健全化を保証するための財政基準(債務残高はGDP比で60%)を大きく上回る。そのため欧州委員会は、2018年にイタリアの財政赤字が大幅に拡大すれば、債務残高がさらに膨張して財政リスクが高まる恐れがあるとして、イタリア政府に対し予算案の修正を求めた。

欧州委員会の立場は、財政規律ルールをあからさまに無視するイタリア政府の姿勢を許せば、単一通貨ユーロの信認を傷つける恐れがあるため、「過剰財政赤字是正手続き(EDP)」と呼ぶ制裁手続きの開始を勧告するというものであった。EDPは加盟国の財政を監視下に置き財政赤字の是正を求める仕組みである。是正措置の要求に応えなければ、制裁が段階的に強化され、制裁金は最大でGDP比の0.5%相当になる。

2018年6月にポピュリズム政党の「五つ星運動」と極右「同盟」の連立政権が誕生した。景気浮揚により税収を増やすためには、抜本的な経済改革が必

14) <https://jp.reuters.com/article/italy-banks-popolare-di-bari-rescue-idJPKBN1YK07X>, 25-March-2020 access. また, December 16, 2019. REUTERS.

要であるが、「支出を拡大し、税率を引き下げ、ユーロ圏の財政・金融ルールを突っぱねる」と主張する連立政権と EU の対立が予想された¹⁵⁾

そうした中でコンテ首相は、2018年11月にEUが求める2019年予算案の修正を拒んだが、同年12月にEUによる制裁を回避すべく、GDPに対する財政赤字比率を19年に2.4%から2.04%へ修正、20年に2.8%にする提案を欧州委員会に伝えた¹⁶⁾。この修正案に欧州委員会は合意したので、制裁の発動は回避されていた¹⁷⁾

2019年4月に連立政権は年金支給年齢を62歳に引き下げ、同時期に求職中の低所得者層に最大月780ユーロ（約10万円）を支給する最低所得保障（ベーシックインカム）を導入した。それに加えて、経済は2018年にマイナス成長となり、失業率は10%台の高水準で推移するため失業手当等の社会保障費は増加した。そのため、欧州委員会が求める債務削減は手詰まり状態となっていた。

イタリアの財政再建が遠のく中、2019年8月に連立政権は崩壊したが、同月に五つ星運動と中道左派の民主党の連立政権が樹立し、9月に第2次コンテ内閣が誕生した。新政権は景気浮揚に向けて付加価値税の引き上げの見送りや最低賃金制度の導入などを掲げている。コンテ政権はEUの財政規律は修正が必要と主張しており、財政運営を巡るイタリアとEUとの対立は続いている。

第2節 EDIS 構想の頓挫

2017年10月に欧州委員会は2018年末までに域内共通の預金保険制度の創設で合意するよう加盟国と欧州議会に提案した。提案内容は、ユーロ圏共通の「欧州預金保険スキーム（EDIS）」の創設により預金者の保護をユーロ圏内で共通化することである。

15) Financial Times, 24-May-2018, Martin Wolf, 「イタリア経済の不安」(『日本経済新聞』朝刊, 2018年5月24日付け)

16) 『日本経済新聞』朝刊, 2018年12月14日。

17) 『日本経済新聞』朝刊, 2019年5月8日付け。

共通通貨圏における共通の預金保険制度は、単一の銀行監督ルールおよび単一の破綻処理ルールと共に、ユーロ圏金融システムにおいて調和した競争条件を保証するという観点から、必須の方策である。なぜならば、預金保険制度が国によって差があれば、資金は預金保険制度の脆弱な国から強い国へ移動する傾向が生じ、金融危機時にはその傾向が一挙に顕在化すると考えられるため、共通通貨圏において調和した競争条件は保証されないからである。

EUは、金融機関が破綻した際に10万ユーロ（約1,300万円）の預金を保護する共通のルールを設けているが、預金保険制度は現状では国によって異なる。草案によれば、19年にEDISのための基金を創設し、域内の銀行は国ごとの基金に加え、共通基金にも保険料を払いこむ。第1段階では、もし銀行が破綻すれば、当該国の基金が枯渇した場合にのみ、EDISは当該国の預金保険スキームに流動性を供給する。その流動性とは融資であり、最終的には銀行部門によってカバーされる。第2段階では、もし銀行が破綻すれば、不良債権処理の進展を見極めながら、EDISは各国の預金保険スキームと協調し、破綻処理や預金保護を支援する、という内容である¹⁸⁾

EDISの創設案は欧州債務危機を契機に進められてきた。欧州債務危機の際には、信用不安が溜まったギリシアなどの南欧諸国の銀行から預金流出から加速し、金融危機がさらに深刻化した。こうした危機時にユーロ圏全体で預金を守る仕組みを作ることで、銀行危機のリスクを回避することを目的としている。

EDIS構想は2015年に欧州委員会が提案したが、破綻した銀行の預金保護の費用は加盟国ごとの負担ではなく、将来的には共通の基金だけで預金保護に対応するという内容に、ドイツは費用負担の観点から反対してきた経緯がある。果たして、2017年の案で示されたEDIS構想はその後議論が進んでおらず、欧州委員会から具体的な案は示されていない。EDIS基金は民間銀行による保険

18) European Commission, Brussels, on completing the Banking Union, 11.10.2017, COM (2017) 592 final, p.10, Reuters, business, <https://jp.reuters.com/article/eurozone-deposits-commission-proposal-idJPKBN1CB0DH>, 1-April-2020 access, 『日本経済新聞』夕刊, 2017年10月27日付け。

料の払い込みにより創設されるというのが、基金規模はどの程度になるか、EDISによる破綻銀行に対する融資はどの程度効果があるのか、等の課題は未解決のままである。

第Ⅱ章 なぜ銀行同盟は進展しないのか

第1節 なぜSRMは機能しないのか

本節では、なぜSRMに基づくバイル・インは破綻処理として実施されずに、バイル・アウトが選択されるのか。この問いについて、EU法上の側面、多額の公債を保有する銀行の資産構造の側面、および公的資金の注入を許容するユーロ圏の財政事情の側面から論じておこう。

第1に、銀行破綻処理の最終的判断と決定は構成国の裁量に委ねられていることである。まず、欧州委員会の破綻銀行の処理についての見解を紹介しておこう。

「一般的ルールとして、銀行は活動、流動性あるいは支払能力を維持するために巨額の公的資金援助を必要とするとき、破綻と宣言されなければならないし、破綻したと考えられる。また例外のケースに限り、銀行は問題の解決を引き起こすことなく、公的支援を受け取ることができる。例外的ケースとは、中央銀行により供給される融資を保証するための国の保証、新たに発行される債券に対する国の保証と同様に、予防的な資本の編成を含む。その枠組みでは、株主と債権者は事実上損失が補てんされ、当局が破綻銀行を処理するために多くの処理方法が確立される。特殊なケースにより対応は異なるが、業務部門の売却の利用、ブリッジバンクあるいは資産マネジメント会社の設立、またバイル・インの実施を当局は決定する¹⁹⁾」

SRMはバイル・インを原則としつつも、その目的は納税者と実体経済にとっ

て最小限の費用で破綻銀行の処理を保証することであると解することができる。このことは、銀行破綻の処理について、最終的には構成国の政治判断に委ねられることを意味している²⁰⁾

政府がベイル・インよりベイル・アウトを好む理由は、基本的に経済に対する影響の性格による。もしベイル・インは損失を容易に吸収し、消費と投資支出に対する影響が殆どなければ、魅力がある。しかし、リテール投資家あるいはその他の金融機関は損失を吸収することが困難であれば、ベイル・インの立場は違ってくる。ベイル・インは、危機時に資産価値が不自然に低下する傾向にあるため、損失が早急にかつ深刻に生じるならば、最初の損失は長期的損失より大きいであろう。ベイル・アウトは、損失を将来の納税者に広く負担させるため、損失が多くの人々に薄くかつ長期間に広がる。それに比べて、ベイル・インは、損失を投資家と短時間により集中させる。急激な損失は政治的に許容するのが困難なので、ベイル・アウトを選択する強いインセンティブが働くであろう²¹⁾

以上のようなベイル・インとベイル・アウトの金融市場と実体経済に与える影響を政府は比較秤量し、公的資金による救済能力があると政治的に判断すれば、公的資金を注入するであろう。

第2に、銀行の国債保有と政府財政（財政赤字）の悪循環はSRMによるベイル・インを妨げている。2010年代後半におけるイタリアの破綻銀行がベイル・アウトにより救済されたのは、多額の国債を保有する銀行の資産構造によるものである。

もし多額の国債を保有する銀行が破綻すれば、破綻は他銀行に波及する不安

19) Report from the Commission to the European Parliament and the council on the application and review of Directive 2014/59/EU (Bank Recovery and Resolution Directive) and Regulation 806/2014 (Single Resolution Mechanism Regulation), p. 1.

20) ベイル・インの法的効力についての考察は、“bail-in in the Banking Union”, (Wojcik, K-P), 2016 を参照。

21) Mayers, D. G., 2018, p. 188.

から信用不安が生じ、保有する国債の売却を余儀なくされるため、ソブリン・リスクが高まるであろう。それにより国債利回りが上昇すれば、国債管理費用の削減の観点から、政府はソブリン・リスクの鎮火に動かざるを得ないであろう。さらに、ソブリン・リスクの高まりは次のような経路で金融システムに波及する。

まず、ソブリン・エクスポージャーについての評価損である。通常は、ソブリン・エクスポージャーのリスク・ウエイトはゼロであるが、ソブリン・リスクが生じれば、金融機関の保有する国債の評価損が問題となる²²⁾ ギリシア危機の時、ギリシア国債の民間関与は、2012年2月のEUのユーロ圏17カ国財務相会議での合意案において、元本に対するヘアカット（債務元本の減免）率を53.5%と決めたため、各銀行のギリシア国債保有分評価損は53.5%以上にならざるを得なかった。銀行はそれだけの評価損が計上されなければならなかった。同様の銀行の対応はこれからも想像できる。次に、ソブリン・リスクの増加は銀行に保有されるソブリン担保価値を引き下げることにより、資金調達費用は上昇し、流動性の必要性が増す。最後に、今後もおそらくポイントとして、景況感・実需の低下が続けば、銀行の貸出残高の低下、不良債権の増加および貸倒金の増加が生じるであろう²³⁾ こうした経路で、個別の銀行経営は逼迫して、銀行破綻は続くであろう。

金融システムが不安定化すれば、ソブリン債務不安も同時に高まるであろう。銀行危機とソブリン危機のリスクが顕在化することは、何としてでも政府は回

22) 既存の標準的アプローチでは、ソブリン・エクスポージャー（各国公的部門に対する与信）は中央政府、中央銀行、国際機関、特定の多国籍開発銀行に対するエクスポージャーとして定義付けられ、国の裁量と特定の非中央政府公益事業により規定される。国の裁量により自国通貨で調達された組織のソブリンに対する銀行のエクスポージャーは低リスクのウエイトが適用される（BIS, Basel Committee on Banking Supervision, Discussion Paper, The regulatory treatment of sovereign exposures, issued for comment by 9 March 2018, December 2017, 19頁）。また、銀行と政府の癒着がもたらす問題について、Minena, M, 2016, 'The pathological Banks-Governments relationship', pp. 173-215を参照。

23) BIS, Discussion Paper, December 2017, p. 4, 中空麻奈「揺らぐ欧州金融市場－ソブリン・リスクの金融機関への転嫁」『国際問題』No. 611（2015年5月）17-19頁。

避しなければならないため、政府は最終的には銀行救済をせざるを得ないのである。

2017年6月に経営破綻したモンテ・パスキ・シエナ（イタリアで第3位）の政府債保有額は約217億ユーロであった。インテザ・サンパオロの政府債保有額は2017年末で760億ユーロ、ユニクレディトは540億ユーロに上る。これらの2行とも公債保有額は資本バッファの規模を超えていた²⁴⁾

イタリア国債保有に占める銀行の比率は2017年初めに20%台であり、その後17%~19%台で推移している。銀行の国債保有する比率の高低は、各国の金融市場の構造的な特徴にもよるので、国際比較して一概にイタリアは高いと評価することはできない。例えば、2015年以降、ドイツにおける銀行の国債保有率は30%台であり、ギリシアはイタリアと同じく17%~20%台である。ただし、国内において銀行は国債保有の主な担い手であることに違いはない。

また、銀行の国債保有と政府財政の関連は、国内に留まらず、国家間にも及ぶ。例えば、イタリア国債はイタリアの国内銀行だけでなく、他国の大手銀行によっても保有されている。したがって、他国の大手銀行もイタリア国債のソブリン・リスクには敏感である。

ベルギーのデクシア銀行は2017年末で220億ユーロのイタリア国債を保有していた。これは依然国立銀行であった頃の遺産を反映している。同時期にドイツのコメルツ銀行は90億ユーロのイタリア国債を保有していた。2017年6月にスペインのサバデル銀行は105億ユーロのイタリア国債を、BBVAは96億ユーロ、サンタンダール銀行は88億ユーロを保有していた。フランスのBNPパリバは98億ユーロ、同行のライバルであるBPCEとクレディ・アグリコルはそれぞれ85億ユーロ、76億ユーロのイタリア国債を保有していた²⁵⁾

バイル・インによる大手銀行の清算は、国債売りの大規模な動きを引き起こ

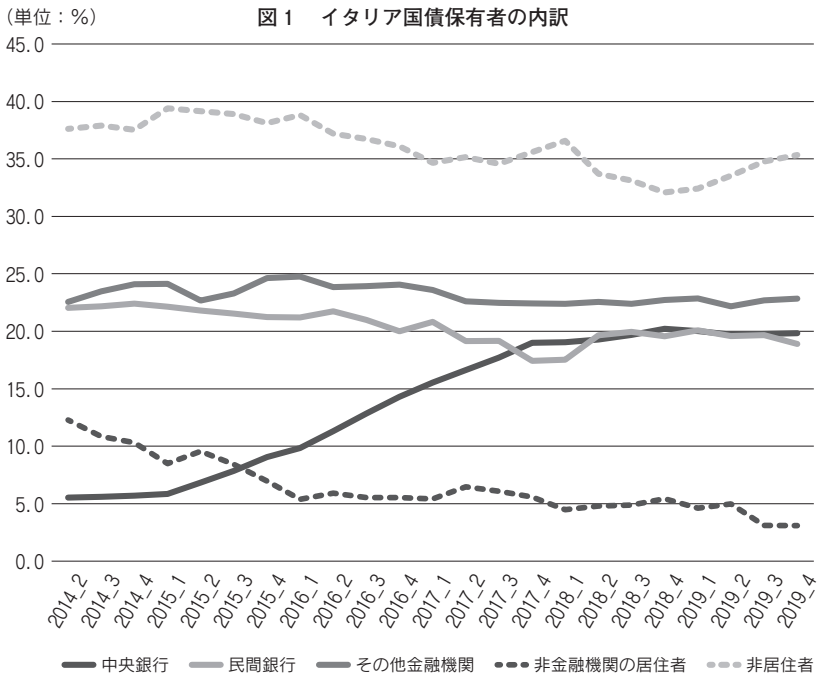
24) Financial Times, Rome woes heighten fears over Europe 'doom', Financials, Sovereign debt, Italian lenders are vulnerable but so are a number of other eurozone banks and insurers, June 6, 2018.

25) Financial Times, June 6, 2018.

すことによりソブリン危機のリスクを高め、また金融市場の不安定性を高めるであろう。こうした理由から政府は、銀行危機とソブリン危機のリスクの顕在化を下げるべく、バイル・アウトを選択せざるを得ない。

第3に、公共部門債券の購入（PSPP）による金融緩和政策により、イタリア国債の「不安の解消」が進むため、イタリア政府は財政赤字が増大しつつも、政府は図らずも銀行救済のための公的資金の捻出が可能となった。

イタリア国債保有について最も特徴的なことは、イタリア中銀による保有比率の増加傾向である。イタリア中銀の比率は2015年2月の6.8%から上昇し、2018年2月に19.3%に達した（図1）。この傾向は2015年3月に始まったECBの量的緩和政策（QE）によりもたらされたものである。QEの一つで

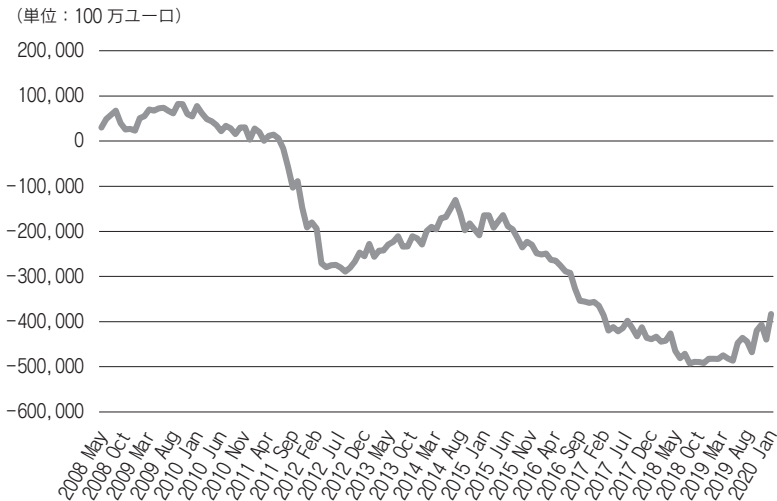


Source : Brugel Datasets, Sovereign Bond Holdings, last update : 29 April 2020.

ある PSPP は、ユーロ圏のデフレ対策として物価上昇を目的としている一方で、ギリシア危機後なお癒り続けるソブリン危機の鎮静化を意図していたといえる。中銀による国債保有比率の増加傾向は国債利回りの下降期間とほぼ軌を一にすることから、財政不安を背景に生じる市場の国債売却に対応して、イタリア中銀による自国債買いにより金融緩和策が功を奏していたと解することができる。

イタリア国債の売却は国内だけでなくユーロ圏内の他国においても行われ、売却される国債をイタリア中銀は購入していた。この動きはユーロ圏のターゲット・バランスにおいて現れている。すなわち、イタリア中銀の債務のターゲット・バランスが2015年から2018年の間に大幅に増加し(図2)、ドイツやルクセンブルクの中銀の債権のターゲット・バランスが増加している。この変化は次のような仕組みによるものである。

図2 イタリア中央銀行の TARGET Balance



(出所) ECB, TARGET Balances of participating NCBs. SDW: Report sheet, 10-Nov-2020.

例えば、ドイツの銀行等が保有しているイタリア国債をイタリア中銀に売却したとすると、イタリア中銀はドイツの銀行等にその代金を支払わなければならないが、それはユーロ圏の決済機構であるターゲット・バランスを通じて行われる。イタリア中銀は債務のターゲット・バランスを、ドイツの中銀が債権のターゲット・バランスをもち、ドイツの中銀はドイツの銀行等に対して債務（ドイツの銀行等の中銀預金）の増加になっていく。また、イギリスの銀行などの国際的な銀行がドイツに拠点をもち、その拠点を通じてターゲットにつながっている場合、イタリア国債を売却すれば、イタリアの中銀の債務のターゲット・バランスとドイツの中銀の債権のターゲット・バランスが増加していく。また、ECBもPSPPによって各国の国債を購入しているから、ECBがイタリア国債を購入すれば、イタリア中銀の債務のターゲット・バランスが増加する。

こうしてイタリアには多額の債務のターゲット・バランスが形成された。この債務にはコンディショナリティが付かない。ユーロ不安が進行していた時期に「証券市場プログラム（SMP）」が導入され（2010年5月）、ECBは南欧等の国債を購入していくが、2013年になるとそれはESM（欧州安定メカニズム）と一体となり（SMP2）、ESMにはコンディショナリティがつくことから、SMP2はコンディショナリティを伴うものであった。ところが、PSPPは各国中銀による自国の国債等の購入であり、イタリアはターゲット・バランスで多額の対外負債をもっても追加のコンディショナリティを不可されることはない²⁶⁾したがって、イタリアの財政赤字の補てんは、財政規律を守るために構造調整を迫られるESMによる支援とは異なり、何の制約も課されないターゲット・バランスで行われたのである。

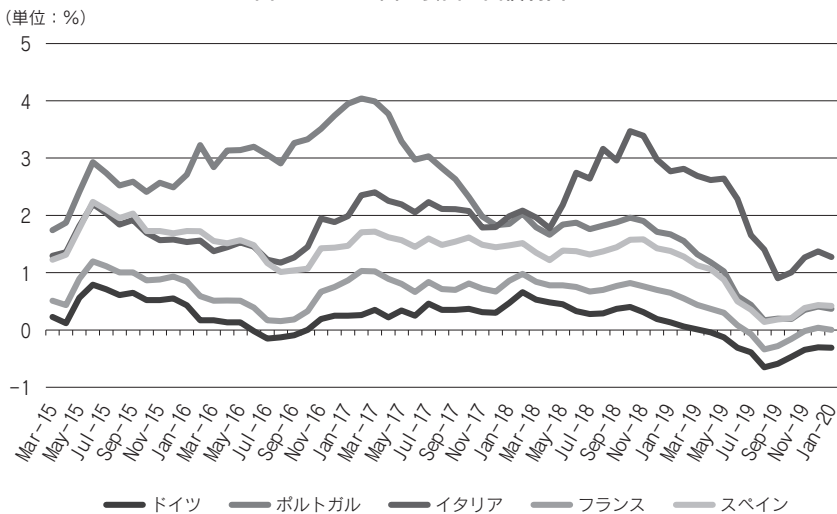
PSPPにより、銀行は国債のリスクを中銀に移転させることで、資産価値の毀損リスクを軽減できる。また、中銀による国債買いは国債価格を維持するこ

26) この点に関する考察は、奥田宏司氏「ユーロシステムの「公的部門買入プログラム」（PSPP）について」（186頁）に拠っている。

とにより、政府のデフォルトリスクを軽減することができた。こうしてイタリア政府は公債発行により、銀行救済のための公的資金を確保ができるため、ベイル・アウトを愛好したと解釈できる。

しかし、2018年にQEの縮小が始まると、イタリアにとって財政規律の緩みが許される環境は変化した。PSPPの規模縮小による国債買いが減少すると、10年物イタリア国債利回りは2018年5月から急上昇し、イタリアとドイツの10年物国債利回りの差も2018年11月まで拡大し続けた。この利回りの動きは、先述した2018年6月にポピュリズム政党の「五つ星運動」と極右「同盟」の連立政権が誕生することによる政局の不透明さ、財政再建の見通しが立たないことから、イタリア国債の売却による価格の低下を反映したものといえる。ドイツとイタリアの利回り格差は2018年12月以降縮小したが、両国の国債利回りは1.5%ほどの差が開いたままであり、ユーロ圏の中でドイツとの利回り差はもっとも大きい状態が続いている。(図3)。

図3 ユーロ圏主要国の国債利回り



Source : OECD database, 26-March-2020 access

イタリアの経常収支赤字は2009年から縮小しているため、非居住者の保有率は2009年の約47%から2018年の約39%へと下落していることから、ギリシア危機と同じような状況にはならない²⁷⁾ イタリア政府の公的支援による銀行救済が今後実施されるかどうか保証はない。

第2節 なぜEDISは進まないのか

2015年に欧州委員会からEDIS構想が提案されたとき、ドイツやその他の諸国は二つの理由で反対を表明した。一つは、より安定的な銀行制度をもつ加盟国の銀行と預金者に掛る潜在的な賦課に対する反対である。もう一つは、彼らの構想を支援するための欧州基金に頼る銀行のモラルハザードが醸成される懸念である。

フィンランド政府は、銀行部門の規制とリスクの点で国家間の違いは非常に大きいので、欧州預金保険の利益と費用は不平等に分担されるべきである、と指摘した²⁸⁾ フィンランドは1990年代前半に生じた銀行危機の時、公的資金の注入により危機を乗り越えた経験がある。それゆえ、フィンランドは銀行破綻は自国で処理できるため、自国の納税者の負担によりEDISの基金を創設し、その資金を他国の銀行救済に充用させるという不公正さに反対したのである。

ドイツ政府は、EDISの提案は銀行のモラルハザードを生み出すとして、それは負債の共同化に向かわせるステップであるため、受け容れることができないと批判した²⁹⁾

また、2019年に欧州委員会がEDIS構想の修正案を発表すると、ドイツは懐疑的な見解を示した。ドイツ連銀総裁の立場から、イエンス・バイトマンは2019年初めのスピーチの中で次のように述べた。

提案されているEDISは欧州の預金者保護の信用を強化し、銀行破綻のリス

27) ECB, Statistical Data Warehouse, 30-March-2020 access.

28) Howarth, D. and Quaglia, L., 2018, p. 195.

29) Ibid, 2018, p. 195.

クを削減するであろう。しかし、行動と義務を整理し、モラルハザードを避けるためには、幾つかの条件を満たす必要がある。

第1に、欧州銀行のバランスシートに潜む負の遺産リスクは削減される必要がある。例えば、多くの銀行は依然として巨額の不良債権を抱えている。

平均的な不良債権は2014年以降ヨーロッパでかなり低下している一方で、問題は個々の深刻な打撃を受けた国に見られる。EU諸国の三分の一以上の国で、不良債権比率は依然として5%以上である。これに対し、日本とアメリカは不良資産比率が1%程度である。しかも、現状の銀行のリスク準備資金は不良債権から生じる全損失額をカバーするには十分ではなく基準から程遠い。

銀行による公債の保有についての状況は好転していない。多くの銀行は自己資本により保証されない巨額の国内政府債を保有しており、それにより国家の債務返済能力と連鎖している。例えば、国内政府債の保有はイタリアの銀行の総資産の10%を占めており、それは自己資本の水準を事実上超過している。

銀行に損失をもたらす不健全な国家財政があり－預金保証基金では政府債の保証はできないため－、最終的には預金保証スキームを救済しなければならないであろう。それゆえ、不良資産を取り除くために、銀行のバランスシートを単に清算するだけの問題ではない。我々は過剰なリスクを再び将来に積み上げてはならない。そのリスクはEDISを通じて他国へ移転されるであろう。

単一預金保証スキームへ道をつくるために、政府債務と銀行の関係は最終的に切断されなければならない。銀行規制はその問題の中心にある。これまで政府債は民間部門や家計への融資と比べて特別な待遇が与えられてきた。しかし、信用秩序の観点から、この特別待遇は保護されてはいないし、その待遇を止める必要がある。結局は、債務危機は明らかに政府債務がリスク・フリーであることを証明したのである³⁰⁾

30) Engelen, K. C., Spring 2019, pp. 54-55.

このようにバイトマンは、単一銀行制度をつくる上で EDIS の役割は重要ではあるが、ソブリン債務危機にかつて直面した国は、不良債権と多くの国債を銀行が保有しているため、今日でも銀行は健全な経営状態ではないと主張している。また、銀行が保有する国債をリスク・フリーとしている BIS の規定を批判していると解することができる。したがって、民間銀行の拠出金により創出される EDIS は、ドイツのような加盟国の銀行に負担が多くかかるので、不公平さがあることを強調している。そうした理由により、EDIS は政治的な問題となり、現在も議論が続いている。

第3節 銀行同盟が進まない背景～経済格差

ギリシアとイタリアは破綻した銀行を公的資本の投入により救済せざるをえなかった。ペイル・アウトを選んだ理由は、銀行のペイル・インによる金融市場と実体経済に及ぼす影響が甚大であると政府が判断し、民間銀行による政府債保有と政府財政の関連性を断ち切ることを出来ずにいた現状があったからである。

銀行破綻の最大の原因は、処理不可能な不良債権の累積が銀行経営を圧迫したことであり、その背景には銀行の融資先である企業群の経営悪化があった。むろん、業種は様々であり、国内外市場における競争の激化により多くの中小企業は経営難に陥っていた。すなわち、技術力と労働生産性に劣る、それにより国際価格競争に劣位に立つ企業は、販売額の低迷から収益率の悪化に直面し、赤字経営を続けて債務が累積するか、市場から退出を余儀なくされる。

さらに法人税による税収は伸び悩み、財政赤字は増加していった。財政赤字の拡大と共に増発される国債は、BIS 規制上リスク・フリーであることから、平時には銀行にとって安全資産とみなされる。銀行による公債の大量保有は国家財政を支える上で、政府には望ましいが、銀行の公債保有と政府財政の負の連鎖は、破綻銀行をペイル・インによって処理できない原因となった。

一方、ドイツを始めとするユーロ圏のコア国は、強い技術力と高い生産性を

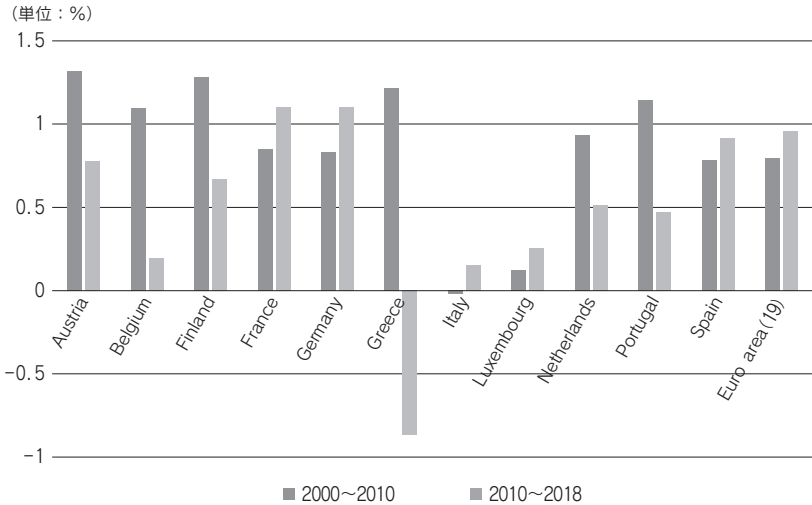
武器に価格競争上優位に立つことができるため、ギリシアなどの南欧諸国に輸出を拡大していった。この動きは、コア諸国と南欧諸国との経常収支の不均衡拡大として現れてきた。ドイツは欧州金融危機時にも財政規律を守り、安定協定ルールを維持している。また、銀行が破綻した際に、公的資金の投入により救済できる十分な財政力が備わっていた。

このように見ると、ドイツなどのコア諸国とギリシアなどの南欧諸国・イタリアとの間の経済格差がユーロ圏における政府財政と金融市場の動向の違いを産み出し、それによる政治的軋轢が銀行同盟の進展を妨げているといえよう。通貨統合を進めるにあたり、通貨統合のためには実質的経済収斂が条件であると主張するエコノミスト派と通貨統合により実質的経済収斂が進むと主張するマネタリスト派との論争があった。今日までの通貨統合の歩みを振り返ると、通貨統合を実現しても、マネタリスト派が予想したような実質的経済収斂は進まず、むしろ後退しているとみるべきである。以下、経済格差を幾つかの評価指標で見ておこう。

図4は国民一人当たり実質GDP成長率を示しており、これはマクロの視点からみて国民の労働生産性の伸び率を表す指標といえる。2010-2018年においてギリシア・イタリアとドイツ・フランスの間に大きな開きがある。ドイツの成長率は1.1%、フランスも1.1%であるのに対し、ギリシアはマイナス0.8%、イタリアは0.15%である。なお、ポルトガルは0.47%である。国民一人当たり実質GDP成長率は人口増加率とともにGDP成長率を決定する要因であるので、南欧諸国のGDP成長率は低位に推移している。

イタリアの労働生産性のコア諸国に対する低位な伸び率は、S. ストーム(2019)によれば、相対的な技術競争力を低下させ、低賃金国との競争の強化に直面する中でグローバルな市場でのシェアを維持する能力を弱めることとなった。ストームは、単位当たり労働コスト(ULC)上昇率を時間当たり実質賃金上昇率と時間当たり労働生産上昇率に分解し、三つの上昇率について、1970年から2015年までを時期区分し、イタリアとコア諸国(ベルギー、フラ

図4 国民一人当たり実質 GDP 成長率



Source : OECD database, 20-May-2020 access.

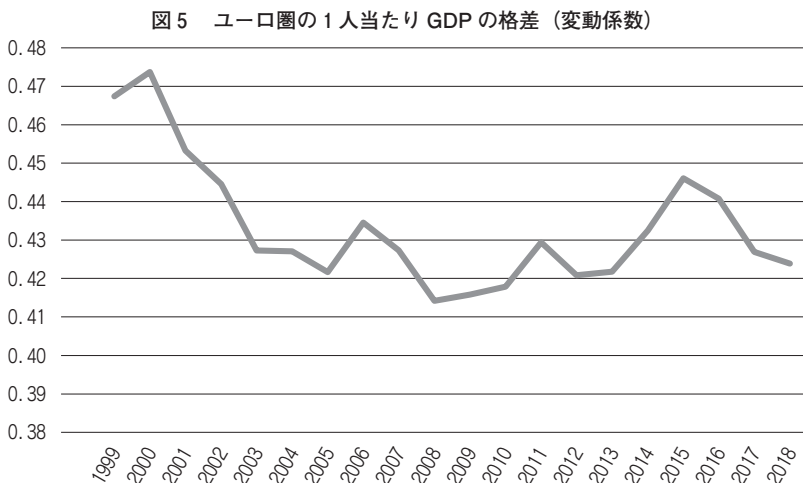
ンス、ドイツ、オランダ)の平均と比較している。1999~2018年と2008年~2015年において製造業のデータを比較すれば、2期間においてイタリアのULCの上昇率はコア諸国のそれを上回り、イタリアの労働生産性上昇率はコア諸国のそれを下回っていることを示している。さらに、2008年~2015年におけるイタリアのULCが高いのは、実質賃金上昇率がコア諸国より高く、労働生産性上昇率はコア諸国より低い結果であることが分かる。

また、イタリアの労働生産性の増加率について、製造業を低技術部門、中-低技術部門、中-高技術部門に分類し、1970-1992年と1999-2015年の変化を算出し、3部門について2期間の変化を分析している。3部門とも労働生産性の増加率は1970-1992年(2.031%)と比べて1999-2015年(0.264%)の方が低下しており、低技術部門と中-低技術部門はより顕著である。さらに、雇用者の総労働時間で定義する総雇用の部門別内訳は、同様に2期間を比べて、低技術部門と中-低技術部門の占める比率が中-高技術部門より高くなっ

た³¹⁾このようにイタリア経済は、平均以上の労働生産性上昇率をもつ産業から平均以下の労働生産性上昇率をもつ産業へと雇用構造は変化している。

図5はユーロ圏の一人当たりGDP指数（EU27カ国平均を100とする）の変動係数を表している。変動係数は1999年から金融危機の2008年まで低下したことから、実質収斂は一定の収斂が進んだと言える。しかし、変動係数は金融危機を契機に2015年まで上昇し（=実質GDPの格差は拡大し）、2015年以降は低下傾向（=GDP格差は縮小傾向）にある。ただし、一人当たりGDP指数を国別にみれば、ギリシアは2000年の88.2から2018年の68.2に低下し、同期間にイタリアは122.4%から96.4に、ポルトガルは85.3から77.2に低下している。つまり、これらの国々とコア諸国との所得格差はユーロ導入後に拡大している。

次に、ユーロ圏の失業率の格差を表す変動係数は2000年から2005年まで低



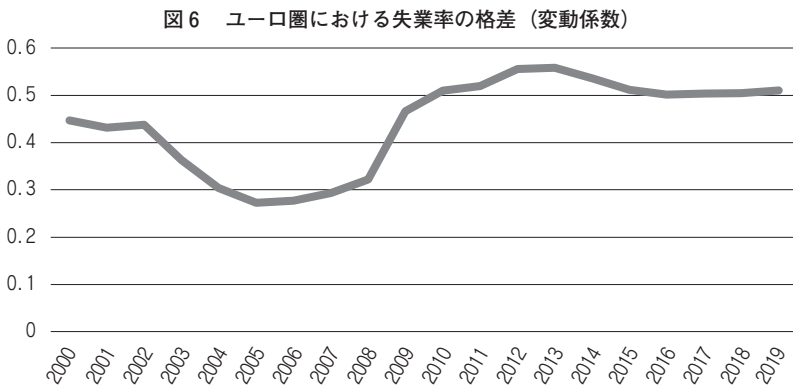
Source : OECD database, 20-May-2020 access.

31) Storm, S. (2019). Table 5, Table 6 を参照。

下したことから失業率の格差が縮小したことが見て取れるが、2006年から2013年まで変動係数は増加し、その後0.5台で高止まりしているところから、2000年代前半と比べれば格差は拡大したままである（**図6**）。

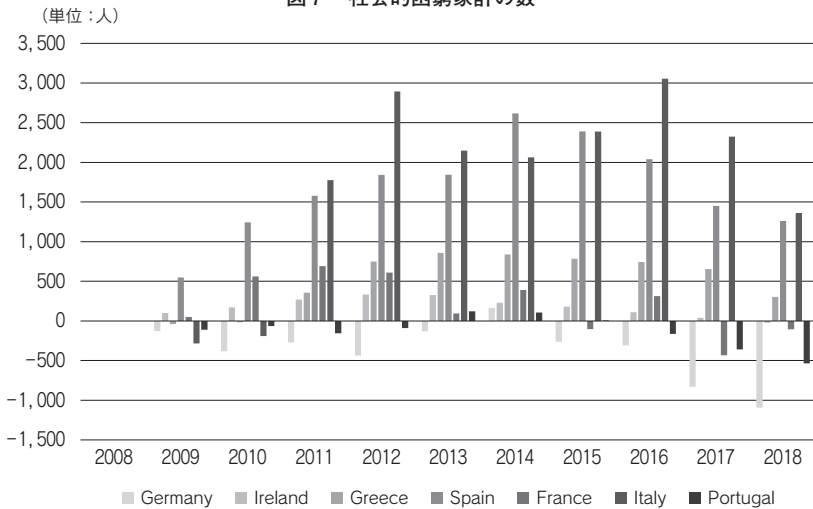
最後に、生活水準での格差をみておこう。**図7**は社会的困窮家計の数を2008年時点との比較した累積数を示している。困窮と社会的排除のリスクにある人々とは、困窮にある人々、あるいは経済的物質的に恵まれていない、あるいは低賃金労働の家計で生活する人々である。貧困のリスクにある人々とは、（社会保障移転後の）平均的可処分所得の60%として設定される貧困リスク水準以下の可処分所得しか得られない家計である。無論国によって人口が異なるので、社会的困窮者の人数を単純に比較して、経済格差の度合いを十分に論証することにはならないが、経済格差の実態を表す一つの指標といえる。ドイツとフランスは累積数が減少しているのに対して、イタリア、スペイン、ギリシアは累積数が高い水準で推移しており、とりわけイタリアは2010年代後半に最も高い水準である。

図8は**図7**で示した社会的困窮家計の全家計に占める比率を示している。ドイツとフランスと比べて南欧諸国の比率が高いことが窺える。最も比率が高い



Source : Eurostat database, 20-May-2020 access.

図7 社会的困窮家計の数

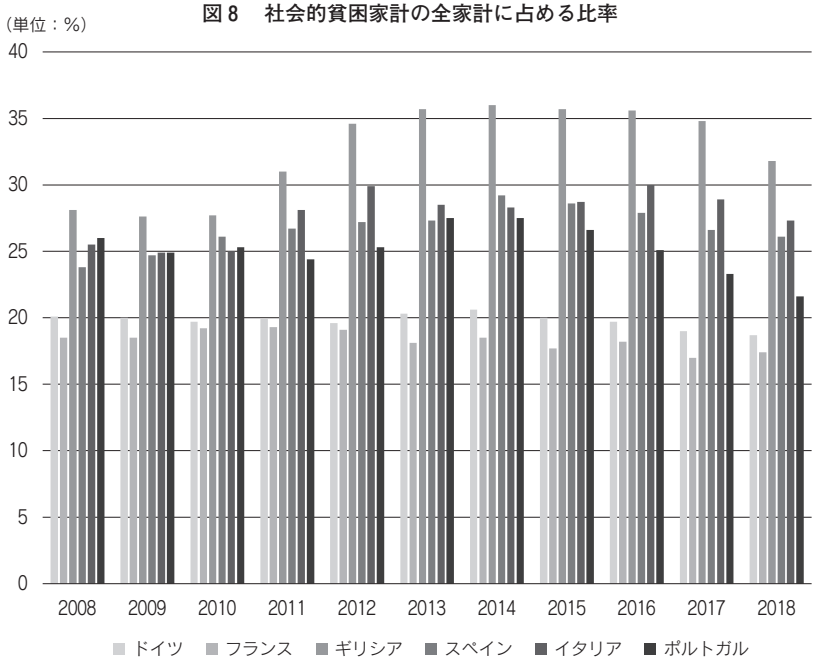


Source : Eurostat, last update 7-April-2020.

のはギリシアであり、ギリシア債務危機により貧困世帯数の深刻な増加を示している。その次に高いイタリアは2010年から25%を超えて、ギリシア危機が収まった後も高い水準を維持している。このことから、概して南欧諸国・イタリアとドイツ・フランスの間には埋まらない格差が存在しているのが分かる。

結びに代えて

EUは1980年代後半から「均衡のとれた成長」を目的として市場統合を進め、さらに1999年に単一通貨ユーロを導入した。しかし、2008年の欧州金融危機に直面すると、金融システムの分断化、銀行のバック・ストップの欠如、ソブリン債務と銀行危機の連鎖等の問題が露呈することとなった。こうした問題を解決すべく、EUはEMU改革を進めていき、その一つが銀行同盟構想であった。2014年にSSMを組織化し、2016年にSRMが創設された。破綻銀行の処理について、欧州単一ルール適用の建前としてはいるものの、構成国に



Source : Eurostat, database, 7-April-2020.

よって異なる措置が取られている。

その理由は、第1に、破綻銀行の処理が最終的には構成国の判断にゆだねられている。第2に、イタリアでは銀行の不良債権と国家債務の負の連鎖がバイル・イン・アプローチの大きな障害となっていること、第3に、経済格差が広がる傾向にあり、ギリシアやイタリアでは経済的停滞の長期化により銀行の不良債権処理が進まず、イタリアは政府債務問題が2010年代後半からクローズアップされて、安定成長協定違反の対象国になっていることである。ただし、2015年3月からのECBの量的緩和政策によるユーロシステムの大規模な国債購入は、図らずも構成国政府の国債発行を支援することにより、政府の銀行救済を後押しする結果となった。

EDIS 構想は提案されてはいるが、ドイツを中心とするコア諸国の反対により、具体的な進展はみられていない。コア諸国は比較的競争上優位に立つ銀行を有し、財政が健全であるため、周縁諸国で銀行破綻が生じた場合に、新たなスキームで生じる負担のしわ寄せが来ると懸念するからである。また、銀行破綻を処理する国内の制度を既に備えているドイツは、なおさら新たなEUのバック・ストップをつくることに消極的である。だが、ユーロ圏内の競争条件の調和を図るために、当制度が不可欠であることは明らかである。今後も議論は続くと思われる（2020年11月11日脱稿）。

参 考 文 献

- 奥田宏司「ユーロシステムの「公的部門買入プログラム」(PSPP)について」『立命館研究』第31巻2号, 2018年10月。
- 中空麻奈「揺らぐ欧州金融市場—ソブリン・リスクの金融機関への転嫁」『国際問題』No. 611 (2015年5月) 17-27頁。
- 星野郁『EU 経済・通貨統合とユーロ危機』日本経済評論社, 2015年。
『日本経済新聞』朝刊の各号。
- BIS, Basel Committee on Banking Supervision, Discussion Paper, December 2017.
- European Commission, Brussels, on completing the Banking Union, 11.10.2017, COM (2017) 592 final, p. 10, Reuters, business, <https://jp.reuters.com/article/eurozone-deposits-commission-proposal-idJPKBN1CB0DH, 1-April-2020> access.
- Engelen, K. C., 2019, Europe's Forever Unfinished Banking Union, *The international Economy*, Spring, pp. 34-56.
- ECB, Statistical Data Warehouse, 30-March-2020 access.
- Financial Times, EU backing on Monte Paschi plan paves way for state takeover; Banks, July 6, 2017.
- Financial Times, Rome woes heighten fears over Europe 'doom', Financials, Sovereign debt, Italian lenders are vulnerable but so are a number of other eurozone banks and insurers, June 6, 2018.
- Financial Times, 24-May-2018, Martin Wolf, 「イタリア経済の不安」(日本経済新聞, 2018年5月24日付け朝刊)
- Howarth, D. and Quaglia, L., 2018, The difficult construction of a European Deposit Insurance Scheme: a step too far in Banking Union?, *Journal of Economic Policy Reform*, Vol. 21,

- No. 3, pp. 190-209, <https://doi.org/10.1080/17487870.2017.1402682>.
- <https://jp.reuters.com/article/italy-banks-popolare-di-bari-rescue-idJPKBN1YK07X>, 25-March-2020 access.
- Report from the Commission to the European Parliament and the council on the application and review of Directive 2014/59/EU (Bank Recovery and Resolution Directive) and Regulation 806/2014 (Single Resolution Mechanism Regulation), p. 1.
- Storm, S., 2019, Lost in Deflation: Why Italy's woes are a warning to the whole Eurozone, *International Journal of political Economy*, 48: 195-237.
- Mayes, D. G., 2018, Banking Union: the problem of untried systems, *Journal of Economic Policy Reform*, Vol. 21, No. 3, pp. 178-189, <https://doi.org/10.1080/174870.2017.139601>.
- Minenna, M., 2016, *The Incomplete Currency, the future of the Euro and Solutions for the Eurozon*, Wiley.
- Wojcik, K-P., 2016, 'Bail in in the Banking Union', *Common Market Law Review* 53: 91-138, 2016.