

【研究ノート】

ユーロの何が問題なのか？

— 概念的整理 —

渡 辺 健 一

1 問題の所在

米国のサブプライム・ローン関連の金融危機は2008年9月米国政府の救済拒否による米国第4位の投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻が激震となって世界的金融危機が発生する¹。この世界金融危機の当初の主たる問題はバブルの形成・崩壊、それに伴う金融機関危機・金融機構のシステミック・リスク、とりわけ金融機関の行動様式のそれであろう。住宅価格の継続的上昇が無ければ如何に巧妙な証券化がなされようとも、サブプライム・ローンが拡大することはなかったろう。同様に欧州系の金融機関がサブプライム・ローン関連証券投資に加わるということが無ければ、またスペインやアイルランド、あるいは英国等での住宅バブルが無ければ、つまり慎重であるはずの金融機関がバブルの形成に加わらなかったら、今回の世界金融危機もなかったであろう。

世界的な金融緩和と、(しばしば無効とされてきた) 財政政策とによりこの危機は鎮静化されるが、その後の2009年10月、ギリシャで新政権の調査により財政赤字は「4%台」ではなく12.7%台であることが判明してギリシャ政府のデフォルト不安が一挙に高まり、世界金融危機はユーロ圏の南欧諸国の財政危機が主因となる。ギリシャの財政危機に伴うユーロ危機はサブプライム・ローンとは若干問題が異なるようであるが、慎重な検討があれば財政放漫下でのギリシャ国債に対する投資の抑制がなされたであろうという推測が成立する限りで、やはり金融機関の行動様式の問題と考えられる。

ユーロに対しては時折、財政の統合を欠いているためその運営は困難と言われるが、これは一般的には必ずしも必要ない。しかし破綻金融機関の債務整理や再建可能金融機関の再建のためには公的資金の注入が不可欠であり、これを可能にするには、1930年代の米国の大不況時代における復興金融公庫のような政府設立機関を必要とする。

ECBのような中央銀行に上記の様な役割を果たす機能はない。不良化する可能性の高い債

¹ 発端は2007年8月、ドイツのIKB産業銀行のサブプライム・ローン関連投資の行き詰まりと引き続くフランス第1位の銀行BNPパリバ傘下の複数ファンドによる同様の理由による口座凍結であった。サブプライム・ローン関連危機による金融機関の損失は米国5割、欧州4割、その他1割という(田中, 2010, 121ページ)。

権の購入による通貨供給は中央銀行の資産劣化となり、その通貨に対する信用不安を醸成するからである。不良債権化した場合、政府機関であれば徴税能力のある政府の財政支出による償却が可能である（ここでは政府と中央銀行は制度的には独立の機関として捉える必要があることに注意）。復興金融公庫のような公的機関の設置は財政の統合なくしても十分設立可能であろう（固定相場制下の旧IMF下でいうまでもなく諸国の財政統合はなく、このような金融上の役割はおおよそではあるがIMFが担っていたことが想起されよう）。実際にEUでは例えば欧州安定化メカニズム（ESM）として徐々に形成されつつある²。

サブプライム・ローン関連の問題と同様に、南欧財政危機もそれが世界金融危機になるのは直接的には金融機関とりわけ銀行の杜撰な経営に起因する。むしろこの当初の背景には住宅バブルの発生や財政危機があったとはいえるが、デフォルトの危険のある債券でも銀行が大量に保有しているのでなければ金融機構のシステムリスクとはならない³。現実の進行を見れば銀行同盟の強化が進められているようであり、この経過は概ね妥当と思われる。

2 為替レートの固定は誤りなのか？

2.1 最適通貨圏論による批判の妥当性

ユーロの問題はそもそも為替レートによる経済の調整手段を無くす通貨統合ないし単一通貨導入の誤りといった批評がなされることもあるが、真の問題点はどこにあるのか。単一通貨ユーロの導入に対しては当初から最適通貨圏論に依拠した批判が、特に米国の経済学者によりなされていた。それによれば労働力等の生産要素の国境を超える移動が十分である、あるいはある程度の統一的財政政策（地方自治体間程度の差はあっても）をとり得るのであれば、不況の平準化が可能になるので単一通貨を導入する条件が満たされるという。確かにこうした状況では一国内での市場と変わらず、複数通貨を有することは、為替交換の費用等、経済的資源の無駄な使用が生じるのみであろう。しかしこの主張は単一通貨のための、いわば十分条件にすぎず、必要条件ではない。

ECも、当然ながら市場統合のある程度の進展後に単一通貨導入を予定していたが⁴、むしろそれにより市場統合を一層前進させるということも想定していたとも考えられる。周知のように為替レートの固定は、為替リスクや為替業務費用の消滅による貿易の促進⁵、とりわけ資本移動の促進に寄与する⁶。しかし直接的背景はドルの弱体化が経済の混乱をもたらし、そ

² 田中（2010）によれば、次のよう新たな制度作りが着手され始めていた。①EUによる金融監督の新制度の形成、②「欧州安定化メカニズム」いわゆる欧州版IMFの設立（EU首脳会議で2013年6月創設に正式合意がなされた）、③EUの経済ガバナンスの強化、④種々の金融規制の強化である。さらにユーロ圏16カ国共同でのユーロ共通国債（連邦債）の発行も話題となっているが、発行機関の設置等一層の政治的統合が必要とされているとしている。

³ 2005年頃から欧州委員会の担当官僚の間では「ギリシャはおかしい」という話になっていたという（田中、2010、157ページ）

れが経済統合の阻害要因になっており、これを回避するため簡単にはドルに振り回されない規模の通貨の必要という事情にあったといえよう⁷。つまり最適通貨圏論によるユーロ導入に対する批判は問題そのものを見失っていると言えようか。

2.2 田中（2001）による最適通貨論による批判への反論

田中（2001）は最適通貨論による批判に対し真正面からの反論を展開している。このような問題は一般論で正しい結論が得られるものではなく、個別事情の検討が必要であることを示している。やや長くなるが要点を紹介しておきたい。

① 労働力移動基準について：EU内での国境を超える労働力移動は米国内での州間ないし都市間のそれに比べれば困難であるが、国内移動の活発化により対応できる。米国では産業の地域間特化が進んでいるためある産業の不況は州間労働移動を促す事になる。しかしEU各国の産業構造は類似性が高く、衰退部門から成長部門への国内労働力移動が活発化すればクロスボーダーの移動に対し機能的に代替できる。

② 弾力性基準について：最適通貨圏理論では国により異なる経済的ショックから生じる調整コストは変動相場制が最低、固定相場制ではコスト増、単一通貨では最大とされる。したがって通貨統合に否定的な見解では、ユーロはマクロ的経済安定目的に反すると断定されている。しかしこれはEUに対しては妥当でない。80-90年代のEMSの経験によれば、為替平価変更が多用された初期は最も不安定な時期であり、労組は為替切下げを見越して高賃金

⁴ 1988年6月、ハノーバーのEC首脳会議において、経済通貨統合委員会の設置が決定され、翌89年6月通貨統合に至る三段階の道筋を示した委員会報告（ドロール報告）が採択される。第1段階は「ヒト、モノ、カネ、サービス」の完全自由移動達成、第2段階はEMS発展による域内諸国の固定相場実現、第3段階は欧州中央銀行設立、単一通貨発行である。この背景には85年以来の国際通貨ドルの管理の必要に示された、いわば米国の自国本位の金融政策にこれ以上振り回されたくない、そのための安定的な国際通貨を創設せねばならないといった考えがあると解せられる。事実、欧州再活性化は統合を進める以外にないと確信するドロールは次ぎの様に発言したといわれる。「ドルの気まぐれな動き、強い経済力を持ちながら世界的な責任をとろうとしない日本の頑なな態度、そして高金利と貿易の衰退に苦しむ第3世界の問題。こうした問題に取り組むただ1つの選択は統一ヨーロッパであり、それが出来なければ没落しかないのである。」（朝倉・内田、1999、219ページ）

⁵ ユーロ導入前のEU各国で為替手数料が占める割合は年々のGDPの0.5%から1%に昇るほどであったという。また2008年に加盟していたユーロ圏15カ国の域内貿易はユーロ導入前の対GDP比25%から2007年には33%に上昇し、対照的に英国、デンマーク、スウェーデンという非ユーロ圏諸国とユーロ圏との対GDP比貿易はかなり大きく下落した（田中、2010、10-11ページ）。

⁶ たとえば黒田東彦は共通通貨のメリットを次のように指摘している（日経、2012年6月26日）。① 資本移動が激しくなった地域では為替レートの乱高下や金融市場の混乱を防ぐことが困難となるが、通貨統合はその根源を断ち、域内貿易や投資を画期的に促進できる。② インフレ→国際収支赤字→通貨切り下げ→さらなるインフレという悪循環にみまわれてきたフランスやイタリアなどの諸国はこれを回避できる。③ 巨大な統合通貨はそれまでの諸国の通貨ほど変動しないため対外的ショックに強く、ドルに匹敵する国際通貨になりえる。④ 通貨交換の必要が無く価格の国際比較が容易なので国際競争による効率化が期待できる。

⁷ 1967年のポンド切下げ以来、フラン切下げ、マルク切上げといった通貨危機があり、これが共通農業政策の危機ともなった

要求をし、経済は混乱した。88年以降平価変更を排除してからEMSは安定する。しかし92-3年危機でこれでは不十分であることが示され、結局EMUによる制度変更を目指す事でインフレ予想と現実のインフレを鎮静化させる事になる。労組の行動はこの制度に的確に反応し、単一通貨のもとでの賃金/物価の弾力性基準に適合的になると期待される。

さらに最適通貨圏理論は、変動相場制の景気後退対応力を高く評価するが、グローバリゼーションの中で中小国や周辺国が直面する困難を無視している。中小国は固定相場制をとることにより、為替変動の浮動性を低下させ、またユーロの低金利や巨額資金を享受できること等が見失われている⁸。

③ 財政資金移転基準について：EU構成国は大規模財政と手厚い社会保障制度をもっており、構成国平均では、所得減少に対し30%程度の補償がなされており、米国よりもむしろ優れている。

2.3 固定相場制の利点は何であったのか？

国際通貨制度の観点からすれば、ユーロ圏諸国間の単一通貨制は財政の統合が無い状態でメンバー国間の為替レートが固定されており、この点では旧IMF体制と同様である⁹。1973年に主要国間での変動相場制が採用され、その後いつの間にか為替レートの変動がいわばベストであるとみなされているようであるが、旧IMF体制下では必ずしもそのような理解ではなかった。両大戦間ので為替レート切り下げ・金本位制離脱に連動したレートの切り下げ競争がもたらした惨害に対する反省から旧IMF体制は固定相場制を基礎として設立された。この制度下で資本主義市場経済圏は20世紀第3四半期まで空前の成長を遂げたことはよく知られている。むしろ固定相場制が高度成長の主要因であったというわけではないが、少なくとも阻害要因ではなかったと言えよう。

平価変更の利点はそれほど大きいものであろうか？ 旧IMF体制の時代に英国は平価切り下げをしたものの一度では済まずそれを繰り返すこととなった。逆に旧西ドイツは切り上げを繰り返すことになる。国際競争力の源泉はイノベーションであり、平価変更による経常収支の調整効果はせいぜい短期的なものとならざるを得ないからである。平価変更は金融危機への対処のための緊急措置としてならともかく、ギリシャのようなケースでは常識通り放漫財政の改善が正当な政策であろう。

⁸ さらにルール合意に典型的に示されるように、今日の管理変動相場制のもとでは、基本的には為替相場の、特に基軸通貨の安定性を必要とする。他方資本移動の自由を認めているため金融政策の独立性は事実上かなり制約のあるものとなっており、通貨統合をしない場合の利点としていわれる金融政策の独立性はさして有用なものとは言えなくなっているといえよう。

⁹ ヨーロッパ中央銀行による概ね統一的金融政策がとられ（各国の金融政策の完全な独立性はない）、資本移動は自由である。したがってより正確には、国際通貨体制としては19世紀の金本位制に近い。

さらにたとえ労働力の移動があまりないにしても、他の生産要素である資本の、というよりも企業そのものの移動である直接投資等により平価変更同様の経済効果が得られることもよく知られている¹⁰。

3 ユーロシステムの問題点1

むろん単一通貨ユーロの特徴は単に固定相場制に相当するということに留まるものではなく、単一通貨制度そのものに必要な制度的措置が不十分であったことが問題であった。固定相場制下の国際金本位制や旧IMF体制下では、諸国の国内通貨自体はそれぞれの国民通貨であったが、この関連で単一通貨制度独自の問題は発生しなかったと言えよう。しかし金融機関、特に銀行危機が発生する場合、システミック・リスクという問題があるため、単一通貨制度の危機に対処するには、金融監督機関、預金保険制度、金融危機管理基金を統合する銀行同盟が必要であった。ギリシャの財政危機問題を契機とする世界金融危機に遭遇してEUでようやくこのような措置を必要とするという機運が高まり制度的措置が採られるに至っているが、域内の金融市場が信用不安で分断化されている状況下では預金保険を共通化することや、金融機関破綻手続きの共通化などは至難とみられている¹¹（日本経済新聞2012年7月20日、ニッセイ基礎研究所によるゼミナール「瀬戸際のユーロ」シリーズ⑫）。

3.1 1930年代の米国における金融危機への対処

ある制度の適否の判定は、一つには、危機への対処の良否によりなされ得よう。金融、とりわけ銀行危機に対して、銀行制度が如何にあるべきかは1930年代の米国の銀行改革により十分に示されていると考えられる。

3.1.1 銀行危機の経過

1930年10月、南部と中西部の銀行が破綻し、損害は大であったが1920年代のそれに類似していたためか、連銀や全国メディアの注意を引かなかったという。1930年12月11日、ニューヨークのthe Bank of United Statesが破綻し、これは預金額では史上最大であり、またこの銀行名が政府の破綻を連想させた可能性もあったという。

大方の見るように、この時点で連邦準備制度はa lender of last resortとして、寛大な資金貸与により銀行システムの基礎崩壊という、恐怖のサイクルを未然に止めるべきであったろう。

¹⁰ 貿易論でよく知られているように、生産要素の移動が無くとも、生産物の移動がそれと同一の効果をもたらす。代表的には要素価格均等化の結論を与えるサミュエルソン・モデルであろう。むろん、技術水準（生産関数）が同一という非現実的な前提をはずせば、均等化すること自体はないであろうが。

¹¹ 報道によれば今回の金融危機に対し実際にユーロ預金のユーロ圏内でのクロスボーダーの移動があったという。

それがなされなかったのは、連邦準備制度は1913年に設立されたばかりで、あまりに未経験の重大事件であったことや、市場への国家介入を嫌う歴史的風土もあったろうが、基本的には金本位制の限界にあったと考えられる。

主に株式市場の活況や、その崩壊後の流動性（資金）不足により、米国による対欧州投資は激減し（欧州からの逆流も加わる）、欧州の金融が逼迫し始めていた。このためもあり1931年5月ウィーンの大手銀行the Kreditanstaltが破綻し、金兌換への動きが激しくなる。9月には英国も金本位制から離脱したため、米国でもより一層銀行からの金兌換が激しくなり、こうして1931年後半、第2次危機が訪れる。

1932年4月、大規模な買いオペが開始されるがToo little, too lateであり、1933年3月に第3次危機が訪れる。1930-32年間で預金総額にして合計30億ドル（1930年1月の全預金の7%）となる5000の銀行が業務を停止していたが、1933年には預金総額35億ドルとなるさらに4000の銀行が閉鎖され、3月4日（ローズベルト就任）までに金融システムは機能停止に陥っていた¹²。連日の金流出により33年3月3日にはニューヨーク連銀の法定準備が不足するという事態になった。

周知のように1933年3月4日に就任したローズベルト大統領の直面した緊急課題の一つがこの銀行システム破綻からの回復であった（残る二つは価格の（下方硬直性ではなく）デフレ・スパイラル進行の阻止、および大量の失業者に対する生活救済）。3月6日には銀行休日宣言が発せられ、9日には特別会期「百日議会」が開会（6月16日まで）されて緊急銀行救済法が制定される。4月19日には金本位制を停止、5月12日には農業調整法（AAA）、18日にはTVA法制定、6月16日には全国産業復興法（NIRA）・1933年銀行法を制定する、このようにして大不況に対する主要政策が3ヶ月間に全て出揃う。

3.1.2 銀行システム危機への対応

1933年3月6日から全国的に銀行は休業に入り、直ちに銀行審査がなされ健全のみが1週間後には再開され、この後、銀行倒産・金融不安は完全に終息する。このため「資本主義はこの8日間で助かった」という評価もなされることになる。具体的にはどのような措置がとられたのか？

① 「再開ライセンス交付基準」が設定され、資産内容の検査により、各銀行は営業開始許可、条件付許可、再開不許可に3分類される¹³。

② 閉鎖銀行に対する融資スキームが設定され、円滑な清算のために公的資金が利用される。

¹² 1921年には約3万1千行であった銀行が34年には1万5千行弱となる。

¹³ 菊池（1999）の第4章も参照。全国の銀行の70%が再開されるが、30%は閉鎖されたまま倒産する。

③ 「優先株注入方法」という明確なルールが設定され、資本勘定に公的資金が注入される。

この原則に従い銀行システムの再興を担ったのは、1932年2月フーバー大統領の下で設立された復興金融公社（RFC, Reconstruction Finance Corporation）である。この公社は政府による出資金5億ドルに加え、15億ドルを限度とする連邦政府保証付債券の発効権限が付与され、1957年に解散されるが、その間に次のような業務を実施した。

(1) 再開銀行には不良債権を償却させ、優先株（議決権付、年4%の配当義務）の購入の形で資本注入がなされる¹⁴。

(2) 不良債権発生責任者は退任させられ、株主責任を減資という形で明確化する。

(3) 銀行の再編成に当り、預金対資本金比率を10対1以上にするように指導がなされる（今日の自己資本比率規制の端緒）。

こうして今日まで継続される、銀行は全て国家監視下に置き、銀行そのものではなく、銀行機能を保護することにより信用収縮防止を図り、金融システムを安定化するという原則が樹立されることになる。

以上の措置とは別に、33年4月5日には金保蔵が禁止され、それを連銀で他通貨と交換させる。また連邦政府は金購入によりその価格引上げを試みる。基本的にはこの措置は、為替レートの切り下げとなるため、それによる輸入物価の上昇、および一部それに呼応する国内物価の引上げが開始され、物価上昇やデフレ・スパイラルの阻止に寄与したといえよう。4月19日には金本位制が公式に停止され、金融部門からの金流出による信用収縮の防止が可能になった。

さらに33年6月、新銀行法（グラス＝ステイーガル法）が制定され、預金保険機構（Federal Deposit Insurance Corporation(FDIC)）が設立される（1934年1月1日から実施）。前者により銀行と証券の分離が確立され¹⁵、また証券取引法の制定により証券監視委員会（SEC）が設立される。これにより預金者保護が、また株価変動から銀行システムを遮断すべきとの理念が確立することになり、その後の金融機構の基本理念となる。

1933年6月の世界経済会議ではローズベルトは当時の為替水準での対ポンド、フランとの為替レート安定を拒否して、上述の金価格引上げ策を実施する。1934年1月31日、以前の金1オンス=20ドルから1オンス=35ドルの平価設定（約43%のドル切り下げ）により一種の金本位制に復帰するが、国内市場での金通貨の流通や金兌換はもはやなされないことになる。

¹⁴ 優先株の累積購入額は12億ドル。この他にも銀行・信託会社へ33億ドル、農業その他金融機関へ22億ドル、鉄道証券関連で7億ドル計62億ドル（対GNP比9%）の投融资がなされた。

¹⁵ 1999年末金融制度改革法（グラム・リーチ・フライリー法）が成立しグラス＝ステイーガル法は廃止される。

内外の金が連邦政府へ流入するが、この一因は欧州でのファシズムの勃興の脅威のためであったという。

こうして銀行破綻は33年の4000件から34年には61件へ減少する(30年代を通じ2桁に留まる。ちなみに1921-29年間の最小破綻件数は22年の366)。

3.2 銀行システム救済機関の必要性

1930年代のローズベルト改革が示すものは、統一された預金保険制度や金融機関の規制・監督の必要性に加えて、実際に多数の銀行が、単なる流動性危機に留まらず、債務超過となった場合、一般的には金融機関に対する公的資金の注入が必要となるため、財政資金による復興金融公社のような組織を直ちに設置し得ることであろう。このような組織は一般的にいえば中央銀行が代替することは不可能であろう。

当然ながら再建される銀行や金融機関といえども再度の破綻の可能性があり、この場合は優先株の価値下落、投融资の不良債権化が生じるが、政府機関であれば政府が徴税権を有するために、それを実行し得る限り、政府そのものの破綻とはならない。しかし中央銀行の場合はそのような収入源はなく、投融资先の破綻の事態ともなれば通貨そのものの信認が揺らぎ、また直接的にはインフレ防止等のための売りオペレーションが可能であるためには、価値減価がなく、流動性の高い証券に資産内容は限定されるという原則の必要がある¹⁶。

しかし復興金融公社のような組織が設立可能であるためには必ずしもユーロ圏諸国の全面的な財政統合が必要というわけではない。例外的事態の金融支援条項に基づき2010年5月にユーロ圏の各政府がギリシャへの2国間融資による支援を決定したが、同時にEU財政を裏付けとする欧州金融安定メカニズム(EFSM)とユーロ圏政府の保証を裏付けとする欧州金融安定基金(EFSF)という救済枠組みが3年の期限付きで創設された。2011年5月までに合意されたアイルランド、ポルトガルの支援にこの両者が活用され、2012年3月合意の第2次ギリシャ支援にはEFSFが使われ、これらの支援には国際通貨基金も加わる。かたわらEFSFの支援枠が拡大され、同時に条件付き融資だけでなく予防的信用枠の設定、銀行増資支援、国債買い入れもできるようになる。スペインの銀行支援にこうした新措置が初めて適用される。

¹⁶ 2012年に欧州中央銀行は、財政危機化にある政府からの満期1-3年の国債の無制限の購入を公表した。むろんこれには適用を受ける政府が国際通貨基金、欧州委員会、欧州中央銀行が同意する財政健全化計画を作成し、実行するという条件が付いているが。本文で述べた原則は諸国で近年とみに曖昧化されるようになった(無自覚のためかもしれない)。むろん損失が収益でカバーされる範囲であればさして問題ない等の許容度はあろうが。ちなみにドイツのIfO経済研究所の所長ハンスウェルナー・ジン は、このような政策は金融政策による財政支援を禁じたマーストリヒト条約の迂回行為であり、民主主義の手続きで選出されたのではないECB理事会がこんな政策を決めてはならないとしている(日経、2012年10月21日、朝刊の9面)。これは緊急措置として、また万一購入した国債がデフォルトとなった場合、ユーロ圏諸国の財政で損失を全額保証することを、少なくとも暗黙にせよ、前提としなければ容認され得ないものとも言えようか。

また常設の欧州安定化メカニズム（ESM）も2013年の7月中に始動予定という（日経、2012年7月10日）。

4 欧州中央銀行とユーロ圏内の国際収支決済の問題点2

再び為替レート制度に関連した問題に戻ろう。周知のように旧IMF体制下では固定相場制であったが単一通貨制ではなく、通貨供給が各国別になされていたために国際収支バランスの問題があった（通貨供給が一つの中央銀行に委ねられていれば国際収支のインバランスは一般的には民間経済主体間の貸借に帰着し、関連諸国間の問題とはならないであろう、例えば日本の埼玉県と神奈川県との県際収支が問題とならないように）。

ところが、これまで私自身知らなかったことであるが、通貨ユーロの実際の供給はユーロ圏の各国中央銀行が独立的に行っている。旧IMF体制下での国際収支インバランスに相当する不均衡はユーロシステムではどの様に処理されているのであろうか？

4.1 ユーロ中央銀行制度（ユーロシステム）

以下この節は基本的には田中（2010、Ⅲ章）に依拠する。ユーロを発行・流通させるシステムはユーロシステムと呼ばれ、従来からある各国中央銀行（NCB）とその上に置かれた上部機関である欧州中央銀行（ECB）¹⁷から構成される連邦型の中央銀行制度であり、欧州中央銀行が政策金利やその他の決定を行い、それを各国中央銀行が実施し、前者はその実施状況を監督する。各国の銀行は従来通り各国の中央銀行に置かれた預金口座による振替を通じ国内の他行との決済を行う。このシステムの導入によりクロスボーダーの資金取引は従来のコルレス関係を有する民間銀行間の決済によるものに加え、各国の中央銀行とECBの口座を経由する決済が可能になった。ECBの運営はEU各国の中央銀行による、人口比とGDP比とから計算される、資本金払い込みによりなされる。

ECBの至高の政策目標は物価安定であるが、このための金融政策の重要分野は政策金利であり、ECBの決定を受けて各国中央銀行がそれぞれの国で市場金利を政策金利に近づけるためのオペレーション（公開市場操作）を銀行間市場に対し実施する。オペによりユーロ資金の供給を受けたい銀行は国債などの証券を担保に差し出すが、このための適格担保はユーロ圏全域での統一基準を満たすもの（Tier1）と、各国中央銀行にとり重要なものでECBの認可を得たもの（Tier2）との2種類がある。この後者によりユーロの発行・供給は各国の独立性を維持する、逆にいえばユーロ圏での統一的管理を欠くものになっている¹⁸。

¹⁷ ここにはEU内のユーロ未加盟の国の中央銀行も口座を持ちクロスボーダーの決済が行われる。なおこのようにより広範囲のものは欧州中央銀行制度（ESCB）と呼ばれる。

民間銀行の資金調達通常、銀行間市場で行われるが(オーバーナイト借入)、それが不可能な場合には適格担保と引き換えに各国中央銀行(NCB)からユーロ資金を借り入れることもできるが、この場合の金利は限界貸出金利となる¹⁸。同様に預金金利でのNCBへの預金も可能である²⁰。2001年以後の欧州でこのような単一金利により信用創造(ユーロ供給)がなされるため、それはドイツ等では高すぎて景気を抑制するが、スペインやアイルランド等では低すぎて景気を過度に刺激する結果となったことはよく知られている。むしろこれは程度問題にすぎないともいえる。一国内でも産業間、地域間で景気動向の差は常に存在するからである。若干性格が異なるとはいえ、バブルに踊る部門とそれ以外の一般経済との格差が発生する場合にはむしろ差別化された金融政策が必要と考えられる。

4.2 TARGET 決済システム

それではユーロシステム内での国際決済は具体的にはどのようになされているのか?以下この節は奥田(2011)およびSinn and Wollmershaeuser(2011)に依拠する。国際決済は通常コルレス関係にある銀行口座による決済により民間部門で自立的になされる。むしろこの方法は依然として使用されるが、通貨統合によって新たな統一の決済制度が導入された。それが欧州中央銀行(ECB)とEU各中央銀行(NCBs)により形成された連邦型のTARGET(Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System)である。

これはEU諸国のRTGS(Real-time Gross Settlement, 即時グロス国内決済)システム間、および、これらと欧州中央銀行の支払いシステム(ECB Payment Mechanism)をバイラテラルにつなぐインターリンクング・システムから成立しており、ユーロシステム(ECBと各国のNCBs)が取引当事者となる金融調節に関わる支払いすべてがこれを通じてなされる。ECBが管理・運営するものの、クロスボーダーの支払い指図は、日中、ECBに集められることなく各国中央銀行間でバイラテラルに交換され、各国RTGSで処理される。つまりTARGET参加行の決済口座は、ECBで集中管理されておらず、各参加行の中央銀行に置かれている(中島・宿輪, 2005, 153ページ)。

TARGETによる決済を理解するために、ユーロ圏内のA国の輸出業者とB国の輸入業者がユーロ建てで貿易を行なう場合を見てみよう。輸出業者はa銀行で輸出手形を割引いてもら

¹⁸ もっとも、ユーロ圏全体の金融安定が優先されており、中央銀行は自国政府の発行する国債を買うことはできない(リスボン条約123条)(田中, 2010, 165ページ)。

¹⁹ 狭義の政策金利である市場介入金利の上下1%に上限金利(限界貸出金利)と下限金利(預金金利)が設定された(2009年5月の政策金利引き下げ以降は0.75%である)。

²⁰ リーマン・ショック以前ECBの貸付残高は500億ユーロ程度、預金は10億ユーロ程度であったが、ショック後は他行への貸し付けに対する不安が増大して、前者が8000億ユーロに、後者は2000億ユーロへと急上昇した。ギリシャ・南欧危機発生後の2010年6月ではそれぞれ9000億、3000億ユーロへと上昇する(田中, 2010, 87ページ)。

い、a 銀行はその手形をb 銀行に送り、b 銀行はその手形を輸入業者に呈示する。輸入業者は輸入代金をユーロでb 銀行に支払う。残るは銀行間決済であるが、a 銀行、b 銀行が従来のコルレス関係を維持して（コルレス残高はA、B 国の通貨建ではなくユーロ建であるが）決済を行なうこともできる。

TARGET の導入により、a 銀行、b 銀行がそれぞれの中央銀行にある預金口座を使ってユーロ域内の国際決済ができるようになる。b 銀行がa 銀行に対して決済支払をする場合、B 国中央銀行にあるb 銀行の預金が引き落とされ、A 国中央銀行にあるa 銀行の預金が増加される。この際、B 国中央銀行はA 国中央銀行に対して債務を、逆に言えば、A 国中央銀行はB 国中央銀行に対して債権を持つことになり²¹、翌日以降はこの中央銀行間の債権・債務がECB に対する利子支払い・受け取りを伴うTARGET Balancesの変化として記帳されることになる。通貨供給の観点からは²²、B 国中央銀行にあるb 銀行の預金が引き落とされることはB 国での通貨残高の減少が、逆にA 国ではその増加が生じることになる²³。

さてこのような状況では一般に、b 銀行はユーロ圏内国際決済用のB 国の中央銀行への預金を補充しなければならない。補充の仕方は2 つである。1 つは、短資市場からの補充であり、今1 つは、4.1 で指摘したようにB 国の中央銀行（NCB）からの借入れである。前者の場合、まず第1 に自国のB 国短資市場であろうが、b 銀行が同国にあるc 銀行から資金調達した場合、B 中央銀行にあるc 銀行の預金が減少し、b 銀行の預金が増加する。むしろこの場合、同じ中央銀行預金の口座間で資金の付け替えが行なわれるだけであり、B 中央銀行のTARGET Balances は変化しない。

しかし、B 国が輸入超過である場合、B 国短資市場は次第に窮屈になるであろうから（B 国市場での金利上昇等）、裁定が働き、b 銀行は他の短資市場から資金調達を行なう可能性が出てくる。したがって、次にb 銀行が資金調達する市場としては例えば輸出超過国のA 国市場となる場合も多かろう。b 銀行がA 国のd 銀行から借り入れるとすれば、A 中央銀行におけるd 銀行の預金が減少し、B 中央銀行におけるb 銀行の預金が増加する。同時に先の貿易取引の場合と同様に、二つの中央銀行間のTARGET Balances が変化する。この短資移動により、先ほどの貿易取引で生じたA 中央銀行のB 中央銀行に対する債権が減少するが、例えば

²¹ B 中央銀行のインターリンク口座から預金が引き落とされ（当座借越）、A 中央銀行のそれに入金される（当座貸越）（中島・宿輪、2005、152-3 ページ）。

²² ここでは通貨は現金通貨を意味し、預金通貨は含まない。したがってその供給残高とは非金融部門および銀行部門に流通・存在する現金通貨となる（預金を含む貨幣供給残高の場合は銀行部門に存在する現金通貨は含まれない）。

²³ イメージとしては、B 国で印刷された通貨がb 銀行からB 中銀に支払われ、後者がA 中銀にそれを手渡し、A 中銀はそれをa 銀行に手渡すことにより銀行間決済が完了する。しかしそれぞれの国内では現金通貨が使われるためそれは各中銀が供給するが、中銀間ではそれがなく Target Balances の変化として記帳される。

仮に先の貿易額とb銀行の借入額が同じであればその時点でTARGET Balancesの変化は相殺される。

もしB国全体のユーロ建・経常収支と非銀行部門のユーロ建・資本収支の合計での赤字額よりも、B国の銀行全体による他の市場からのユーロ資金の調達額が下回る場合、B国の銀行は中央銀行預金を補充するためにB中央銀行から借り入れ（ユーロ通貨供給）を受けねばならなくなるが、TARGET Balancesは不変である。この場合、B中央銀行のバランスシートは、資産側に国内金融機関向け貸付（担保あり）が形成され、負債側では国内金融機関の中央銀行預金が増加するが、ユーロ圏内の他の中央銀行に対するTARGET Balancesの債務は不変である。

結局、国際収支レベルでは、B国のユーロ建の「総合収支」（経常収支と資本収支の合計）赤字は、B中央銀行のユーロ圏内の他の中央銀行に対する債務で埋め合わされる。したがって、ユーロ圏内における国際収支のうちユーロ建部分の国際収支は次のようになる

$$\text{経常収支} + \text{資本収支} + \text{TARGET Balances の変化} = 0$$

つまり中央銀行による同国の金融機関への信用供与は、そのまま当該国のユーロ建・「総合収支」赤字のファイナンスにつながっている。

したがって一般的に言えば、ユーロ圏各国のユーロ建「総合収支」赤字、黒字が出てもその収支が「自動的に」ファイナンスされる、言い換えれば、ユーロ圏の参加国どうしの中央銀行の間では当座貸越、当座借越（TARGET Balances）が常に形成されているということである。

平時には、この事態はユーロの単一通貨制度が円滑に機能することに資する。上記の例に戻れば、B国の金融機関が他のユーロ圏の短資市場からではなく、中央銀行から資金供与を受けようとする場合には高いコストが必要であり、市場からの調達との裁定が働く。逆にA国のような経常収支黒字国の場合には、黒字額に相当する各種のユーロ建・対外投資がなければ、TARGET Balancesの変化が債権超過となる一方、当該国の市場が資金過剰となり（金融機関の自国中央銀行預金が増加）、金利が下落するであろう。その時点で裁定が働き、資金が流出して（高金利を求めて他市場への資金移動、あるいは低金利のため他市場からの借入れ）、TARGET Balancesは均衡していく。このように、ユーロ建の国際収支が赤字であろうが、黒字であろうが、ユーロ短期市場が統合されていけば、TARGET Balancesは時間を経て均衡（=0）していく傾向が存在する。事実、2006年まではユーロ圏諸国のTARGET Balancesはさして大きなものではなかった。

しかし、ギリシャ危機、ポルトガル危機、アイルランド危機などの金融機関の経営危機が迫る時期においてはこのような均衡化は生じないであろう。ギリシャ危機の場合を想起する

と次のような状況であったと言えようか。先ずギリシャの金融機関の場合、経営悪化が進行し金融機関危機が発生すると、一国全体の経済危機に進行する。ECBはギリシャの金融機関に融資可能であろうか？ ECBの通常のオペレーションは入札制度であり（満期は2週間、3ヶ月）、ギリシャの銀行が十分な入札ができない可能性もある。また、限界貸付ファシリティは翌日物であり、ECBからの通常の長期融資は困難である。次にユーロ圏の金融機関の場合であれば、ギリシャ国債の売却とギリシャからの資本逃避が進行するが（したがって、ギリシャ金融機関の経営悪化が進行）、通貨危機とはならずTARGET Balancesの累積に結果する。ギリシャからの資本逃避（資金回収）は、ギリシャから他のユーロ圏内諸国へのユーロの支払が急増していくことであるため、ギリシャ中銀のユーロ圏の他の中銀への債務増（＝ユーロ圏の他の中銀のギリシャ中銀への債権増）となって、いわば自動的ファイナンスが行なわれる。つまり、ギリシャなどのユーロ参加国からユーロ資金が流出（資本逃避の進行）して危機が発生しても、その国のTARGET Balancesは債務が急増し、ユーロ地域の他の中央銀行のTARGET Balancesの債権が積み上げられていく結果となるにすぎない²⁴。

固定相場制下の国際収支勘定を想起すれば、TARGET Balancesの変化は外貨準備高のそれに対応することが分かる。周知のように外貨準備高の変化は管理されてきた。特にその減少には限界があるため、資本流入のための様々な試み以外に、一般的には国内の金融引き締めによる景気抑制、それに伴う輸入減少や輸出ドライブであった。TARGETシステムにはこれに相当するメカニズムがなく、ユーロシステムの最大の問題とする論者もあり²⁵、単一通貨制を維持するには、少なくとも何らかの改革が必要であろう。このままでは、国際金融史ではさして珍しいことではないが、債務放棄を含むリスケジュールリングということになるだろうからである。既に、先に見たようにいわば間接的・部分的財政統合を意味する欧州安定メカニズム（ESM）の設立が決定されていることもあり、将来のより完全な財政統合を主張する論者もいる。しかし銀行同盟の範疇での、その完成という、解決方法もあるのではないか。

4.3 米国の連邦準備制度

この節は主としてSinn and Wollmershaeuser (2011)に依拠する。ユーロシステムに類似した銀行機構は実は既に存在していた。それは米国の連邦準備制度である。米国は12の連邦準備地区に分かれ、それぞれに地区連邦準備銀行（District Feds）が設立された²⁶。ワシントンDCに設置された連邦準備理事会がこれらの活動の調整を行う。すべての国法銀行は加盟が義務

²⁴ TARGET Balancesも含むドイツ・ブンデスバンクのユーロシステムに対する債権は2006年末に183億ユーロであったが、07年から急増し、07年末に841億ユーロ、08年末に1287億ユーロ、09年末に1899億ユーロ、10年9月には3220億ユーロへと増加している。

²⁵ このためユーロシステムの崩壊を説く竹森（2012）のような論者もいる

付けられたが州法銀行の加盟は任意であった。加盟会員は当該地域のFEDに無利子の準備預金を置くことが要求され、ネットの未払い債務ポジションの決済に充当される。会員はFEDから割引または前払いにより担保付融資を受けられる。割引は額面以下でFEDへ資産売却するものであるが(適用される金利が公定歩合)、前払いは資産担保による借入である。今日では資金供給の大部分は前払いによるが、この担保としては米国政府・政府機関の証券、州・地方団体の債券、モーゲージなどが認められている。さらに貸出窓口の利用、優良貸付債権や証券の割引あるいは小切手決済サービスを受けられる。

通貨供給の主たる手段は公開市場操作(オペレーション)であるが、これは連邦準備理事会の公開市場委員会(FOMC)の指示のもとで、ニューヨーク連邦準備銀行により米国証券ディーラー等を相手に公開入札の方法で行われる。これを補完するものとして各地区の連邦準備銀行による上述の方法による貸出窓口が開かれている。利率は各準備銀行により設定されるが、金利変更時である短期を除き、連邦準備理事会の審査と決定によって各銀行とも共通になる。しかしこの貸出は担保を必要とし、この担保価値の評価や適格担保の数量等による各連邦準備銀行による通貨供給の相違、独立性が存在する(The Federal Reserve Board, 3. The Implementation of Monetary Policy, pp. 45-50)。

ユーロシステムの電子決済ネットワークTargetに米国で対応するのはFedwire(the Federal Reserve Wire Network)であるが、Targetバランスに相当するものは地区間決済勘定(Interdistrict Settlement Account)と呼ばれる。異なる地区の商業銀行間の決済はこの勘定を通じて行われるがユーロシステムとは次の2点で大きく異なる。

第1にFedwireシステムはマルチラテラル・システムであり、各地区連銀は他の11の地区連銀それぞれに対する決済勘定を有し、それを通じ相互の決済が個別的になされるのであって、ユーロ圏のTarget Balancesように債権・債務関係が全体としてのユーロシステムに設定されるようなものではない。第2に1年以内の債権・債務に対して利子支払い・利子収入は必要はないが、各地区連銀の地区連銀間決済勘定は毎年4月に市場性のある資産で決済されねばならない²⁷。これに対しユーロシステムではTarget Balancesは、当初の日中(当日)当座貸し越し・借越しが、欧州中央銀行の定める利子率による、いわば欧州中央銀行に対する貸借関係に変換され、また特定の期間・期限による清算決済は現在のところなされる仕組みとはなっていない。Sinn and Wollmershaeuser (2011)は、この米国の仕組みは長い歴史的な試行錯誤の

²⁶ このような分散措置は、連邦準備制度が大都市、特に中央準備都市であるニューヨークの大銀行に牛耳られてしまうのではないかとする地方銀行の危惧を勘案したためという(ガーバー/ワイズブロッド, 1994, 268ページ)。なおユーロ圏の中央銀行(NCBs)は国有組織であるが、米国の地区連銀は各地区の商業銀行に所属する民間組織である。

²⁷ 市場性のある資産とは、当初は財務省発行の金証券であったが、現在ではこの慣行は廃止され、財務省証券、さらには住宅抵当担保証券による決済も受け入れられるようになっている。

過程を経てきたものであり、欧州はこのルールを採用を考慮してもよいのではないかと結論している。

5 結語

ユーロシステムは単一通貨制度としてはかなり不備なものであり、統一的預金保険制度・金融機関監督制度の導入、また政府の財政による金融危機救済機関の設置等の補完措置を必要としている。現在この方向への歩みを始まっており、概ねこの現実の動向は妥当なものと思われ、必ずしも変動相場制への解体とか早急の完全な財政統合を必要としている訳ではない。しかし上述の措置に加えてTarget Balancesの適正な処理方法の確立も不可欠であろう。

(成蹊大学名誉教授)

<参考文献>

- 朝倉弘教・内田日出海 (1999) 『ヨーロッパ経済：過去からの照射』 勁草書房
- 奥田宏司 (2011), 「ユーロ決済機構の高度化 (TARGET2) について—Target Balancesと「欧州版IMF」設立の関連—」, 立命館国際研究 24-1 June
- ガーバー, P.M. / ワイズブロードS.R.著, 吉野直行・真殿 達・渡邊博史 [監訳] (1994) 『アメリカ金融入門』 日本評論社; Garber, Peter M and Steven R. Weisbrod (1992), *The Economics of Banking, Liquidity, and Money*, D.C. Heath and Company
- 菊地英博 (1999) 『銀行の破綻と競争の経済学』 東洋経済新報社
- 田中素香 (2001) 「グローバル化と国民経済形成型統合—EU (ヨーロッパ連合) の対応—」, 日本国際経済学会編 『グローバル化と国民経済 国際経済第52号 [第59回全国大会報告号]』 世界経済研究会
- _____ (2010) 『ユーロ 危機の中の統一通貨』 岩波新書
- 竹森俊平 (2012) 『ユーロ危機 —そしてドイツだけが残った—』 日経プレミアムシリーズ
- 中島真志・宿輪純一 (2005) 『決済システムのすべて』 東洋経済新報社
- Sinn, Hans-Werner and Timo Wollmershaeuser (2011), Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB' Rescue Facility, *NBER Working Paper 17626* (<http://www.nber.org/papers/w17626>), Cambridge: National Bureau of Economic Research
- The Federal Reserve Board, *The Federal Reserve System: Purposes & Functions*, (<http://www.federalreserves.gov/pf/pf.htm>)