

欧州通貨ユーロの桎梏

—「つなぐ通貨」ユーロと「粉飾された」中央銀行 ECB—

楊 枝 嗣 朗

目 次

はじめに

- I ユーロとドルをめぐる内外の論調
- II 花見酒ユーロの大宴会 (a once-in-a-generation party)
- III 「つなぐ通貨」ユーロの桎梏
 - 1. 田中素香氏による定義
 - 2. 国ごとに分断されたユーロ貨幣資本市場
 - 3. 「粉飾された」中央銀行 ECB

はじめに

国際通貨を論じるわが国の論者の多くは、経常収支赤字を垂れ流し、ブレトンウッズ体制を崩壊させ、さらには、サブプライム金融危機を招来した金融資本主義の覇権国アメリカのドルに対抗するものとして、ユーロ通貨の登場を手放しに歓迎し、ユーロが内在する構造問題を冷静に分析することなく、ユーロ礼賛論を展開してきた。これに対して、少なからずの欧米の研究者は、かなり以前からユーロ貨幣金融市場の構造を危惧し、いずれユーロ危機が勃発するであろうと警告を発していた。

このような対照的な議論の展開は、国際通貨ドルの覇権の根拠、国際通貨へのユーロの限界や ECB/ユーロシステムの中央銀行としての特異性に対するわが国のユーロ enthusiast らの無理解から来る。彼らはユーロに期待する余りに、通貨としてユーロがいかなる問題を抱えているのかに想いを馳せることもなく、ユーロ批判のほとんどに耳をふさぎ、ドル悪玉論レベルの議論にとらわれ、ユーロを冷静に分析することを怠ってきた。

本稿では、ドロール報告やユーロ発足以来の、主にグッドハート、シュタイガー、パグレッツ等カルタリストからのユーロ批判を紹介しながら、克服すべきユーロの桎梏を考察する。

I ユーロとドルをめぐる内外の論調

欧州通貨危機が発生したことで、わが国でもやっと共通通貨ユーロの構造的な問題や制度的欠陥が、認識されつつある。『日本経済新聞』のコラムでも、「財政がバラバラで、金融政策が一つといういびつな統治形態」や、経済力・国際競争力が異なる諸国に為替が一本であるといった仕組み、財政の中央集権体制の欠如、「自国の景気情勢に合わせて為替相場と金利を調整することができない」ことなどが挙げられている。⁽¹⁾

ECB/ユーロシステムの問題点については、早くから武田哲夫氏によっても指摘されていた。「ECBはあくまでも実質的にユーロ圏諸国の中央銀行であって、通常の中央銀行とは異なる。・・・金融政策に関する主権をECBに移管する一方で財政政策に関する主権は依然として各国政府に属している。」「ECBはユーロ圏諸国の金融システムの安定化について単なる勧告または調整機能をもつだけであって、安定化の機能は各国中央銀行および銀行監督当局に委ねられている。」「ECB自体が最後の貸し手機能を備えて、万一各国の中央銀行レベルでは対応しがたいような不測の事態が生じた場合にも機動的に対処できる体制を整備することが、今後の課題であろう」。⁽²⁾

単一の金融政策については、石田／森本／森氏が以下のように指摘していた。「景気停滞の下でのインフレ率の高止まりという、ユーロ圏における一種のスタグフレーション的状況の持続が、実はECBによる単一金融政策そのものに内包された問題点から生じているのではないか・・・。こうしたより根源的な困難・問題点の存在を否定できない・・・。」「成長率ないしGDPギャップと賃金・物価の関係に、ユーロ圏各国で依然大きな差異が存在することは、ある程度確かなように推測される。こうした格差が存在する下でのECBによる単一の金融政策運営は、金融政策が過度に緩和的になっている国と、引き締めすぎになっている国を作り出し、これと賃金・物価の下方硬直

性などの非対称性が相まって、ユーロ圏の成長の低下とインフレ率の高止まりが併存する状況を、ある程度長期にわたって生じさせている可能性が高いものと考えられる」。(3)

ところで、今世紀に入ってからユーロ相場の反転と高騰を受け、ユーロを礼賛する議論が勢いを増す。「結局 EU の政治的指導者は、EU 条約により敷設されたルールに従って、金融政策の独立性の完全放棄（＝通貨同盟）にまで進むことを再確認した。そのことで、EU は、域内において、グローバル化の受容によってもたらされた資本収支型通貨危機の原因を根本から取り除き、管理通貨制度の下で主権国家が直面せざるをえない悩ましい『国際金融のトリレンマ』の世界から『離脱』したのである。・・・／・・・EMU は、20 世紀後半に世界の主要先進諸国を覆った国民経済単位管理通貨体制を否定する、資本主義の新しい発展として把握する必要がある」(4)「グローバルなレベルの国際通貨としては、ドルに代わる選択肢が、かつてない規模で準備されている。・・・国際流動性の供給という名目で経常赤字垂れ流しを行いプレトンウッズ体制を崩壊に導いたアメリカとは対照的に、そこには、物価安定を最終目標とする ECB の金融政策や財政赤字を抑制する経済安定・成長協定 (SGP) など、『負債決済』を抑制し経常収支均衡を維持するメカニズムが内包されている。・・・／・・・グローバル・インバランスが何らかの形で解消に向かう過程では、ドルに代わる受け皿としてユーロが果たすべき役割は大きい。」(5)

こうしたユーロ礼賛論は一層の広がりを持った。「ユーロの信認を生み出す基本的な根拠は、国際収支の均衡に求められるであろう。ユーロ圏の対外経常収支は・・・概ね均衡しており、国際通貨としてのユーロの価値を安定させる基礎となっている。その理由は、今日、巨額の経常赤字を抱えているアメリカのドルと欧州のユーロを対照させれば容易に理解できるであろう。・・・次に、ユーロの信認を支える要素は通貨価値の安定と財政規律の維持である。通貨価値の安定は、物価水準の安定を重視する ECB の金融政策によって支えられる。そして、財政規律の維持は、欧州委員会がユーロ導入国に課す安定・成長協定による財政赤字規模の制限によって支えられている。」(6)「今後、サブプライムローン問題に見られるようなアメリカの金融制度の不安が顕在

化し、EUの実体経済の相対的な優位性が続けば、ユーロの国際通貨としての地位は強まると思われる」。(7)

さらにユーロの制約を考ることなく、論者は、「21世紀の国際通貨システムを展望するとき、ドル対ユーロという枠組みをも超える幾つかの通貨バスケット制を土台とした地域的統一通貨が並行する事態も十分考えられる。もはや20世紀までの国際通貨史がのこしてきたような、特定国(中心国)の国民通貨が国際通貨をも兼ねるといふ歩みは繰り返されない可能性がある」(8)と述べ、ユーロ国際通貨の興隆に期待を表明する。

ところで、これまで欧米ではユーロの構造的問題を論じた文献が大量に公表されているが、論者らがそれらを検討した形跡は見られない。多数がユーロ礼賛論に与してきたわが国の状況は、いかがなものであろうか。貨幣同盟を論じながら、ラテン貨幣同盟、スカンジナビア貨幣同盟の経緯に想いを馳せることなく、また、ソ連邦・東欧社会主義崩壊後のロシア・東欧の独立諸国家での素早い国民通貨創設の事実などの歴史から学ぼうともしない。より基本的には、貨幣・中央銀行・国家の関係についての著しい認識不足である。論者らは、米国国際収支構造と基軸通貨ドル覇権の継続との関連の理解に困惑し、ユーロに過度な期待を抱かれたのではなかろうか。

Ewe-Ghee リムは、2006年にドル・ユーロを巡る回顧論文を執筆し、世界ドル本位制論者のマッキノン、ケナン、クーパーらと、ユーロ熱中主義者のバグステン、マンデル、アイケン格林らの見解を紹介している。ユーロ圏経済の貿易量の拡大がユーロの国際通貨としての興隆を推し進め、ユーロ建ての国債発行額も米国TB市場にの規模に匹敵し、準備通貨の多様化に資すことが論じられても、誰もドルの衰退、ユーロによる代替、牽制など考えてはいない。(9)なぜなら、両国債市場には質的に大きな相違が存在するからである。すなわち、ユーロ市場には同質(homogenous)性が見られないし、たとえユーロ建てであろうが、ユーロ国債は別々の政府によって発行され、ユーロ市場には、信用の質の相違、流動性リスク・プレミアムの差異、法手続の違い等が存在し、米国T-billのごとき、ベンチマークになるユーロ資産は見られないのである。また、ユーロ国債は、米国のTBに取って代われるほどに十分な大きさのストックを供給できないこともあり、上記の制約が取

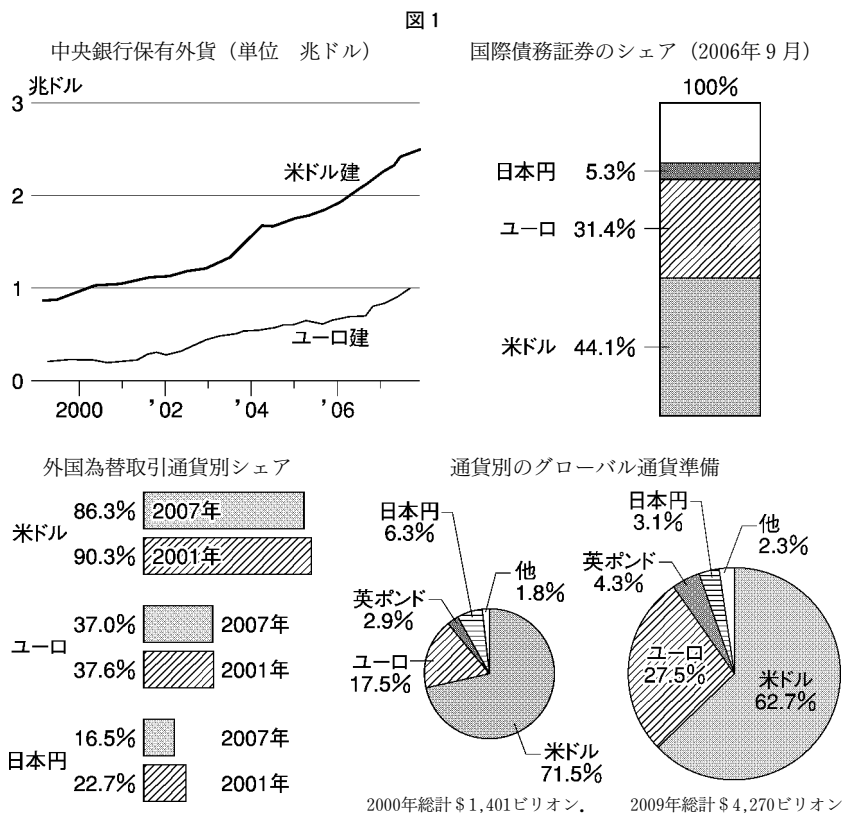
り除かれない限り、ユーロがドルを大きく代替することは、少なくともここ数十年は起こりそうにもない。準備通貨の代替にしても、多様化程度であれば、多少、流動性が劣っていてもユーロの需要があるだろうといった程度である。⁽¹⁰⁾

J. クレーゲルも、グローバル世界経済での支配的通貨の選択を決定するのは単純なユーロ熱中主義者が言うような、貿易フローに求めるのは誤りで、重要なのは金融フローであると見る。「この間のドルの圧倒的地位は、地理的に広範囲に展開される多国籍企業取引にとって好都合な計算貨幣としてのドルの役割と、それらの取引をファイナンスする金融や資本フローのヴィアクル・カレンシーとしての役割に結びつけられてる。ドルがその役割を引き受けている理由は、米国が最大の債務国であるという事実にあるだけでなく、より重要なことは、一般に米国の証券市場、とりわけ、米国国債市場の規模の大きさ、強さと深さによるものである。／ 今日の資本勘定取引やグローバル企業の金融ストラクチャーに於いて使われている洗練された金融構築物としての固定金利債務証券の決定的役割を考えると、金融エンジニアリングでの米国銀行の支配的地位は、米国資本市場の支配的地位と一体となって、ドルを国際的資本フローのための挑戦されることのないヴィアクル・カレンシーにしているのである。」⁽¹¹⁾

このような見解は、決して特異な主張ではなく、むしろ、いわば常識に類するものである。昨年10月にフィナンシャル・タイムズ紙上で、K. グハ、W. ミュンシャウ、M. ウォルフらは、エイケン格林、ラジャン、クリューガー、ロゴフらの見解を紹介し、「ドルがライバル通貨に取って代わられるといったようなことは起こりそうにもない。」「金融危機がドルの後退を進めるかもしれないが、しかし、そのシフトにはなお数十年を要するであろう。」「ドルの支配的準備通貨の地位が近く取って代わられるなどと、真剣に考えるエコノミストは一人としていない。そのような事態に至るには、これからもさまざまなことが生起しなければならないであろう」と述べ、安易なドル衰退論を戒めている。⁽¹²⁾

事実、基軸通貨ドルの覇権の継続は明白である。準備として各国中央銀行に保有されているドルは、2000年の約1兆ドルから2007年には約2.4兆ドル

で、ユーロは2000年約0.2兆ドル、2007年約1兆ドルである。通貨タイプ別の世界の通貨準備は、2000年にはドルが71.5%、ユーロが17.5%、ポンドが2.9%、円が6.3%、2009年にはそれぞれ62.7%、27.5%、4.3%、3.1%であった。国際債券の通貨建てシェアではUSドル建ては44.1%、ユーロ建ては31.4%、日々の外国為替取引でのシェアの2001年から2007年の推移は、ドル建てで90.3%から86.3%、ユーロ建てで37.6%から37.0%、円建てで22.7%から16.5%である。また、ドルの借り入れコストも低く、インフレの懸念も大きくない。ドル危機の兆候は見られないし、ドルが準備通貨、外国為替取引通貨、国際債券発行通貨において、依然、支配的であることは明瞭である。⁽¹³⁾ (図1参照)



出所: Krishna Guha. "Down but not out", *Financial Times*, Oct. 19, 2009.

昨年（2009年）のザルツブルグ・グローバル・セミナーで、B. コーエンもドル覇権について、以下のように語っている。「長年、論者らはグローバルな金融世界での US ドルの覇権の終焉を予測してきた。しかし、アメリカの全金融構造の健全性が問題となった今回の経済危機にもかかわらず、ドルはその歴史的支配を維持し続けたのである。明らかに、これが永続するとは言えない。・・・遅かれ早かれ、ドルは交代させられるであろう。しかし、どの通貨が取って代わるといふのだろうか。・・・勿論、その候補の最たるものはユーロである。しかし、欧州の共通通貨はその国際的魅力に影を落とす深刻な欠陥をもっている。それは貨幣同盟のガバナンス構造の曖昧さ、並びに、金融財政政策の規則に組み込まれた強力な反成長バイアスである。ユーロ通貨は、ドルのライバルとして明らかに構造的な不都合を抱えている。・・・要するに、変化は来るであろうが、しかし、まだまだ先である。アメリカのあらゆる苦難にもかかわらず、ドルのグローバルな覇権は、今後も継続することが予想される。」⁽¹⁴⁾

他方、対照的に、わが国の、とりわけマルクス派論者の多くは、「今日の米ドルは・・・基軸通貨としての英ポンドの歴史と比較すれば、まさに異様な感は否めない。そこには金の下支えもなければ、債権国という信憑性にも欠ける」と、メタリズム信仰の呪縛から抜けきれないまま、サブプライム金融危機による「NY 株安がドルの凋落を一気に進める」と主張する中尾茂夫氏らの見解を共有している。⁽¹⁵⁾

- (1) 『日本経済新聞』、「十字路」（2010年3月10日、榊茂樹氏）、「大機小機」（5月28日、枯山水）、同（5月29日、吾妻橋）参照。
- (2) 武田哲夫「欧州中央銀行の特殊性」、田中素香・春井久志・藤田誠編『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』所収、有斐閣、2004年、28-29、41、42頁。
- (3) 石田和彦・森本喜和・森知子「景気循環と欧州中央銀行の金融政策」、同上書所収、96、102-103頁。
- (4) 岩田健二「金融グローバル化と EU—EMS からユーロへ」、田中素香・岩田健二編『現代国際金融』所収、有斐閣、2008年、111頁。
- (5) 同、129-130頁。
- (6) 松浦一悦「ユーロの国際通貨化と EU 政策当局の役割」、『信用理論研究』27号、2009年8月、76-77頁。

- (7) 同, 85頁。最近, 出版された以下の著書にも同様な主張が見られる。徳永潤二『アメリカ国際通貨特権の研究』, 学文社, 2008年, 鳥谷一生『国際通貨体制と東アジア—米ドル本位制の現実—』, ミネルヴァ書房, 2010年。
- (8) 紺井博則「転換期に立つ金融の国際化・証券化と基軸通貨ドル体制」, 前掲『信用理論研究』, 29-30頁。
- (9) Ewe-Ghee Lim, “The Euro’s Challenge to the Dollar; Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and other Data,” *IMF Working Paper*, WP/06/153, June 2006 参照。
- (10) *Ibid.*, p. 14.
- (11) J. A. Kregel, “Nationally Segmented Capital Markets and Decentralized Central Banking: What will happen to Banks in Eurosystem?” in *Otto Steiger, ed., The Euro and the Eurosystem are Getting Tangible: Prospects and Risks of a Unified Currency*, Hamburg: LIT-Verlag, 2003.
手稿(p. 2)。この書物は出版されたか不明で, 佐賀大学図書館松尾知子氏並びに福岡海外株式会社野口吉斗氏のご協力を得て, Kregel 教授から直接, 手稿を送っていただいた。
- (12) Wolfgang Münchau, “The case for a weaker dollar”, *Financial Times*, Mon. October 12, 2009, Martin Wolf, “The rumours of the dollar’s death are much exaggerated”, *FT.*, Wed. October 14, 2009, Krishna Guha, “Down but not out”, *FT.*, Mon. October 19, 2009.
- (13) Krishna Guha, “Down but not out”, *Financial Times*, Oct. 19, 2009, 図表参照。
- (14) Benjamin J. Cohen, “The Endurance of Dollar Supremacy”, *Salzburg Journal*, (*The Search for Stability: Financial Crisis, Major Currencies and a New Monetary Order*), Summer 2009, p. 8.
- (15) 中尾茂夫「NY 株安はドルの凋落を一気に進める」, 『エコノミスト』誌, 2007年10月8日, 50, 51頁。

II 花見酒ユーロの大宴会 (a once-in-a-generation party)

多くの論者が, 規制緩和を推進し, グローバル化に突き進み, さまざまな矛盾を抱えるアメリカ金融資本主義を嫌悪し, 市場活動に一定の制約を課し, 寛大な福祉制度を維持する大陸ヨーロッパに大きな期待を抱き, ユーロが遠からずドルに取って代わるとの夢を語ることは, 理解できないことではない。しかし, この間のユーロ危機は, そのような期待を抱くことが幻想に過ぎないことを示した。⁽¹⁶⁾

EU 官僚らは、共通通貨に参加した国々が非常に多様な経済的・政治的・文化的差異をもつことを勿論、十分に認識していたはずである。ユーロ発足に伴い、ユーロ圏での貿易や投資の高まりにより、生産性や消費の各国のレベルが互いに収斂し、真に統合されたユーロ経済が到来し、そのことで政治的経済的収斂が起こると期待していたのかも知れない。しかし、ドイツやオランダ等のコア諸国と主に南欧のユーロ周辺国との収斂は、“The Euro’s Big Fat Failed Wedding” に終わったのである。

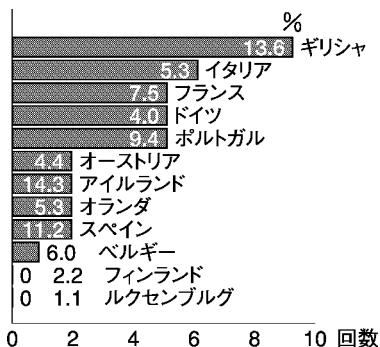
「ギリシャ危機が意味するように、権力者が牛耳るヨーロッパの結婚は深刻な困難に嵌り込んだのである。・・・長年、ギリシャやポルトガルは低い利子率と、ユーロがもたらした安定した通貨を介した経済的収斂の幻想から利益を得てきた」ものの、同時に「ギリシャやスペイン、ポルトガルのような国々は、遙かに生産性の高いドイツとの競争に苦しんできた。・・・/経済的収斂のこの欠落は、ヨーロッパが共有するアイデンティティをめぐる政治的収斂が欠如していたことを明らかにしたのである。」⁽¹⁷⁾

ユーロ熱中主義者らが期待した、ユーロ通貨価値の安定と財政規律の維持を支えるはずであった「安定・成長協定 (Stability and Growth Pact)」による財政赤字規模の制限は、あまり守られることもなかった。ユーロ周辺国ばかりか、ドイツ、フランスといった国々さえも違反を繰り返してきた。GDP 3%以内というの赤字ルール違反回数、1999年から2009年の間に、ギリシャ9回、イタリア6回、ポルトガル5回だが、ユーロ中枢国のドイツ、フランスも5回を数えている。2回しか違反しなかったアイルランドとスペインが財政危機に苦しんでいるのを見ると、SGP に効果があったとは思えない。

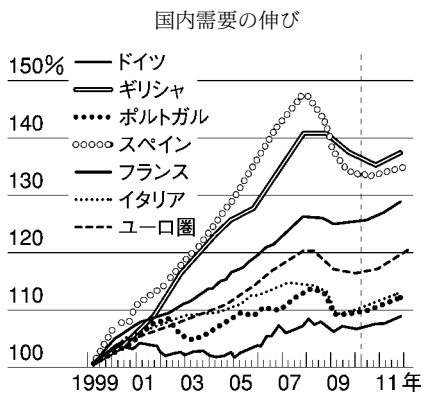
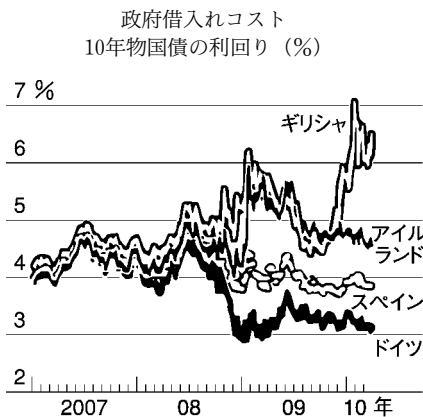
1999年のユーロ発足時に、ドイツとユーロ圏周辺国の製造業の単位当たり労働コストには大きな差があり、その後もその差は急激に拡大しつつあったにもかかわらず、周辺国の国内需要は、ドイツの停滞とは対照的に、急激に拡大してきた。この高度成長を反映し、ユーロ圏内での経常収支勘定のインバランスは明白で、黒字のドイツ、オランダに対して、ギリシャ、ポルトガル、イタリア、スペイン等は赤字を継続して計上してきた。しかし、単一通貨に幻惑されてか、危機勃発まで周辺諸国とドイツの国債利子のスプレッドは極めて小さかった。⁽¹⁸⁾ (図2参照)

図 2

ユーロ圏安定成長協定 3%赤字ルールの違反回数 2001~2009年
(図表内の数字は、財政赤字の GDP 比率)



出所：M. Wolf. “The Eurozone stumbles into a beggar-my neighbour policy”, *F. T.* May 19, 2010



出所：M. Wolf. “Why Germany cannot be a Model for the Eurozone”, *F. T.* March 31, 2010.

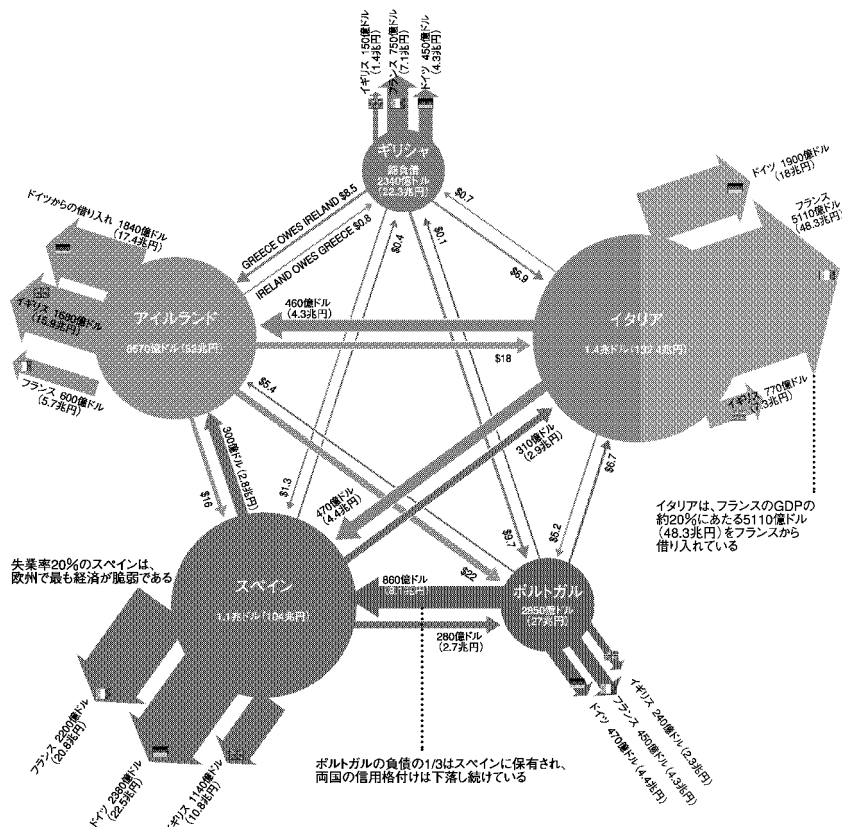
「愚かなことだが、それはバブルであった。振り返ってみると、ユーロ圏の創設により 1 世代に 1 度のどんちゃん騒ぎ (a once-in-a-generation-party) が起こったのである。幾つかの国では膨大な資産価格バブルが見られ、多くの国では相対的賃金が上昇した。他方、ドイツやオランダは巨額の経常勘定黒字を享受した。欧州共同体は、新興国への有利な条件での洪水のごとき資本の奔流を駆り立てた。民間の支出が内破し急減すると、財政赤字が炸裂したのである。」⁽¹⁹⁾「しかし、周辺国での資産バブルと民間部門の信用拡張は、コ

ア諸国で実質需要の拡大が見られなかったことの鏡像 (mirror image) でもあった。これは如何に ECB の金融政策が全般的なユーロ圏の需要の多かれ少なかれ十分すぎる拡大を生み出したかということであった。かくて、今日の財政破綻の根本的原因は何であったのかと問われると、それは究極的にはユーロ圏のコア、とりわけドイツでの需要の不十分な成長を補うのに必要とされた金融政策に依存した結果であると直ちに考えられる。』⁽²⁰⁾ 2010年7月に来日したフランス首相フィヨン、ユーロ危機を「規律に欠いた財政政策による従来型の国家債務危機」⁽²¹⁾であると発言しているが、「巨額の財政赤字は危機の症状であって、原因ではない」という M. ウルフの認識の方が的を突いている。

ニューヨーク・タイムズ紙 (NY Times. com) に掲載された以下の図3は、2009年12月31日現在、イタリア、アイルランド、スペイン、ポルトガル、ギリシャ各国の借り入れ状況 (Europe's Web of Debt) を示しているが、これらユーロ周辺国がドイツ、イギリス、フランスから如何に莫大な借り入れを行ってきたかを知ることができる。

アイルランドは総額8870億ドル (82兆円) のうち、ドイツから1840億ドル (17.4兆円)、イギリスから1680億ドル (15.9兆円)、フランスから600億ドル (5.7兆円) を借り入れていたが、イタリア、スペインからも各480億ドル (4.3兆円)、300億ドル (2.8兆円) を借り入れていた。イタリアは総額1.4兆ドル (132.4兆円) のうち、フランスから5110億ドル (48.3兆円)、ドイツから1900億ドル (18兆円)、イギリスから770億ドル (7.3兆円) を借り入れていたが、同時に、アイルランド、スペインに480億ドル (4.4兆円)、470億ドル (4.4兆円) を貸しつけていた。イタリアのフランスからの借り入れは、フランスのGDPの約20%を占める。スペインは総額1.1兆ドルのうち、フランス、ドイツ、イギリスから各2200億ドル (20.8兆円)、2380億ドル (22.5兆円)、1140億ドル (10.8兆円) 借り入れ、同時に、隣国ポルトガルに880億ドル (8.1兆円) を貸しつけており、ポルトガルの債務総額2860億ドル (27兆円) の1/3を占めている。国債のデフォルトの危機に瀕しているギリシャは、総額2340億ドル (22.3兆円) のうち、イギリス、フランス、ドイツから、各150億ドル (1.4兆円)、750億ドル (7.1兆円)、450億ドル (4.3兆円) から借り入れている。

図3. 2009年12月31日現在の各国相互借入れ状況 (単位 10億ドル)



出所: "Europe's Web of Debt", NY Times. com, [http://www.nytimes.com/interactive/2010/05/02/weekinreview/...](http://www.nytimes.com/interactive/2010/05/02/weekinreview/)

コア諸国から周辺国へのこのような膨大な資本輸出, 周辺国の過度なレバレッジが, バブル (a once-in-a-generation-party) を引き起こしたのである。ともあれ, わが国のユーロ熱中主義者は, ユーロ危機の勃発に理論的に対処できないばかりか, 心情的にも困惑の極みにあったのではなからうか。

しかし, ユーロの問題点については, 欧米ではこれまで繰り返し, 多数の文献が公表されていた。拙稿でも時々その幾つか, 紹介してきたが,⁽²²⁾ 折しも, 2009年1月にサンフランシスコで開催されたアメリカ経済学会のユーロ・セッション ("Reflections on American Views of the Euro Ex Ante:

What We Have Learnt 10 Years Ex Post”)における基調報告で、L. ヨスング&E. ドゥリは、ドロール報告（1989年）からユーロ通貨発行（2002年）までに公表されたユーロに関する、アメリカ連銀と大学のエコノミストらの170編余りの著書・論文を検討し、その内容を分類・紹介している。⁽²³⁾そして、この報告に対しては、C. F. バークステン、J. フリーデン、C. A. E. グッドハート、S. ハンケ、O. イッシング、P. ケナン、R. マッキノン、G. セルギン、R. ヴォーベルらがコメントを加えている。

連銀エコノミストらは、ユーロの成功は米国の企業・金融にとって利益になると見て、概ねユーロを歓迎しているとはいえ、財政の再配分機能の欠如が、EMUの決定的弱点であると見ている。また、ユーロがドルの能力を傷つけるといった展望は誤りで、ドルの地位はユーロと無関係で、ドルの強さやポジションにほとんど変更を加えるものではないと見ていた。

アカデミック・エコノミストは、ユーロに極めて懐疑的で、多くは自国通貨と独立の金融政策の放棄によるコスト・ベネフィットを比較し、ユーロ圏は最適通貨圏とは言えず、また、財政政策の支えのない金融政策の中央集権化に危惧を表明しており、通貨の統合は将来、大きな調整問題に直面すると予測していた。単一通貨の成功には、一層の政治的統合が必要で、制度は欠陥だらけで、ユーロは極めて、政治的企画であると見ていた。

わが国のユーロ礼賛者らが、これらの論考を真剣に検討したとは聞かない。なぜ、わが国の多くはユーロ批判を無視続けてきたのであろうか。ユーロ研究の権威、田中素香氏のユーロ理解から推測してみよう。

(16) Ralph Atkins, “The Eurozone through and Post Crisis,” *Salzburg Journal*, *op. cit.*, Summer 2009, p. 5.

(17) Gideon Rachman, *Financial Times*, March 30, 2010.

(18) Martin Wolf, “Governments up the stakes in their fight with markets”, *FT.*, May 12, 2010, 図表参照。

(19) M. Wolf, “The Eurozone stumbles into a beggar-my-neighbour policy”, *FT.*, May 19, 2010.

(20) M. Wolf, “Why Germany cannot be a Model for the Eurozone”, *FT.*, March 31, 2010. 最近の *Economist* 誌も、社説で以下のように論じている。

「欧州コミッションも市場もいまだ、ユーロのより深い問題に思い至っていない。それ

は財政赤字の中にあるのではない。アイルランドやスペインはブームの時期に財政ルールを踏み外すことはなかったが、しかし、両国は今では困難に陥っている。より深刻な問題は、幾つかの国が（大部分南欧の国であるが）ドイツや北の国々に対する競争力の喪失に非常に苦しんできたことである。この点はユーロ圏内でのインバランスの裂け目によく示されている。余りにも多くの国は、いったんユーロに参加すれば、競争力に懸念することなども無くなるであろうと信じていた。しかし実際には、参加国はより深刻に苦悩することになったのである。なぜなら、これらの国々はもはや、為替相場の切り下げという方策を失っていたのであった。」（*The Economist*, September 25th 2010）。

(21) 『日本経済新聞』, 2010年7月16日。

(22) 拙稿「信用貨幣と国家—中央銀行の独立性への一視角—」, 『佐賀大学経済論集』第34巻4号, 2001年, 同「貨幣とは何か?」, 同上誌39巻6号, 2007年3月, 同「貨幣・中央銀行・国家の連関」, 『経済理論』第45巻2号, 2008年7月参照。

(23) Las Jonung and Eoin Drea, “It can’t Happen, It’s a Bad Idea, It Won’t Last: U. S. Economists on the EMU and the Euro, 1989-2002”, *Economic Journal Watch*, Vol. 7, Number 1, January 2010, pp. 4-52. 報告タイトルは、ドーンブッシュによるエコノミストの類型を援用している。2002年 EU メンバー15カ国のうち、デンマーク、スウェーデン、イギリスを除き、12カ国がユーロ・ノートやコインを採用していた。2009年、EU 加盟国は27カ国に増え、スロヴェニア、マルタ、キプロス、スロヴァキアがユーロに参加した。EU メンバーでもない小国のモナコ、モンテネグロ、コソヴォでも、ユーロが法貨となっている。この点を受けてか、コメントへのリジョインダーのタイトル “The Euro: It Happened, It’s Not Reversible, So . . . Make It Work” (*Economic Journal Watch*, Vol. 7, Number 2, May 2010, pp. 113-118) は、クルーグマンの発言 (Paul Krugman, *New York Times Blog*, January 11, 2010) を使っている。

III 「つなぐ通貨」ユーロの枠

1. 田中素香氏による定義

ヨーロッパ共通通貨という壮大な試みの全体像を明らかにされた田中氏は、『ユーロ—その衝撃とゆくえ—』（岩波新書, 2002年）の中で、ユーロを「つなぐ通貨」と定義された。「ユーロは多様性の統一というヨーロッパの伝統思想に支えられている。つまり多様なものを無理に単一化するのではなく、多様性を維持しながらしかもその関係を発展させて統一的に機能させる。ユーロにはそのような思想が具体化されており、しかも、その成功によってそのような思想を強化している。」⁽²⁴⁾ 多様なものをつないでいるのであって、ひとつになった訳ではないという要点を押さえられているだけに、この定義は誠に

的を射ており、意義深い。

決済システムについても、各国の決済システムをつないでいるだけで、ECB に決済口座が集中し統一されているわけではなく、きわめてユニークな構造を持つ。「どこの国においても銀行は中央銀行に口座を置き、その口座を通じて他の自国銀行との間で送金を行う。企業や個人の無数の送金は銀行に集中し、一国の支払は銀行を通じる資金移転によって完了する。その資金移転に中央銀行口座が使用されている。」「ユーロの場合、金融センターがフランクフルトに集中しているわけではないから、パリ、ミラノ、アムステルダムなど他の金融センターとの間で TARGET や民営の決済システムを使って振替を行う。・・・／ ユーロが ECB に集中された決済機構をもっていないのは、各国中央銀行が分権型を望んだからであり、またその方が短期間にユーロを準備するのに好都合だったからである。」（下線は引用者）⁽²⁵⁾

この方式に従い、国債市場も外国為替市場も、各国経済政策、雇用政策もそれぞれ各国で多様なままに、共通通貨ユーロによって繋がれているという。多様性のある社会が画一化された社会より、よりリスクに強靱な場合もあろうが、「多様性を維持しながらその関係を発展させ統一的に機能させる」ことには、極めて大きな困難が予想される。⁽²⁶⁾

したがって、「各国の税制、金融資本市場の制度と慣習の違いなどのため、まだ真の単一市場には発展していない」のであるから、ユーロが「ドルに匹敵する国際通貨」になるという考えには、他の論者と異なり、田中氏は懐疑的であった。⁽²⁷⁾ 否、むしろ、「EU は北極海から地中海まで、黒海から大西洋までの広い地域・諸国を包摂し、それ自体が多様性の小宇宙の趣がある。戦争と支配・抑圧の歴史に彩られたこの地域を統合によって平和で安定した地域とすること、それはまさに歴史的な一大事業である。それに比べれば、ユーロの基軸通貨化は小さな問題にすぎない。」「通貨統合は20世紀後半いっぱいかけた経済統合の総決算であった。ユーロは20世紀を21世紀につなぐ。ユーロが成立したことで、ユーロ域諸国民は連帯、理性、いっそうの統合促進という20世紀よりさらに困難な諸問題の解決に迫られることになる。・・・EU は明日を拓き、ここまで発展してきたのである。21世紀の基本的課題は政治的統合である。」「ユーロはしたがって、連帯の通貨、理性の通貨、統合促進

の通貨ともいえる。』⁽²⁸⁾氏はこのようにユーロの意義を熱く語られるが、ユーロの抱える諸問題に対して、不思議と楽観的である。

「ユーロの安定のためには、ユーロ各国の労働組合が平均的行動の法則に従わなければならない。一国だけが極端な賃金上昇など平均からかけ離れた行動を取ると、単一通貨地域での競争が苦しくなり、不況に陥り、ユーロへの不満が募るかもしれない。・・・ユーロ段階の政策調整は、財務相理事会やユーロ・グループで精力的に進められており、ユーロ参加国が賃金・物価弾力性基準に適合的に行動できる可能性は強まっている。』⁽²⁹⁾「一国の財政規模が大きいと、財政の自動安定装置の効果も大きい。・・・ユーロ域諸国では民間経済で1%の成長の落ち込みがあっても、自動安定化装置の働きでその25%から30%を補償する。・・・アメリカの州に相当する構成国一般財政が経済安定に果たす効果は、アメリカとは比較にならないくらいに大きい。ユーロ参加国財政が大規模なので、わざわざEU財政に資金を集めなくても、地域的な不況には十分対応できるのである。』⁽³⁰⁾「今後ユーロをもつ巨大単一市場での競争の展開にアメリカのIC革命の成果を取り入れることができれば、長期的にもかなり高い成長率を確保できるのではないだろうか。そうなれば、ユーロの求心力は高まり、EU統合に対しても追い風になろう。』⁽³¹⁾

氏は、ユーロに「つなぐ通貨」という極めて的確な定義を与えられ、ユーロ貨幣金融市場が各国共通のルールの下で一体化して存在しているのではなく、異質な各国市場がただユーロによって繋がっているだけであることを十分に認識されている。しかしながら、同時に、ユーロに「連帯の通貨」「理性の通貨」「希望の通貨」といった貨幣への ahistorical な理想を託された。貨幣が連帯や理性や希望を破壊する最たるものであることは言うまでもないが、それとは対極的な貨幣理解のせい、氏は、「つなぐ通貨」ユーロの貨幣金融市場論的制約から派生する、(1)中央通貨機関の欠如、(2)多様な実質利子率の存在（ある国では高すぎ、他の国ではゼロかマイナス）(3)最後の貸し手機能の欠如等々の ECB/ユーロシステムがもつアキレス腱に無関心であった。⁽³²⁾

そのせい、様々な構造的問題を指摘してきたユーロ批判を真剣に受け止められた形跡は認められない。おそらく、それらの批判をユーロの理想に敵対するものと心理的に反発され、「ドルに対抗する EU 単一通貨に不快と疑念

を感じたアメリカや、通貨統合不参加のイギリスの世論は、もっともらしい《理論》を応用した」⁽³³⁾こじつけと見られた。ユーロがもつ制約や脆弱性を認識する機会を逸することになったのは、残念である。著書『拡大するユーロ経済圏』(2007年)に至るも、その楽観の見通しは変わることはない。

ところが、南欧諸国を中心起こった急激な賃金上昇と生産性の低下やユーロ危機による財政の悪化は、その楽観論を打ち砕くことになった。明らかに共通通貨ユーロの政治経済的創設が「貨幣の復讐」(岩野茂道氏)を招いたことに、氏は理論的にも心理的にも無防備であったのではなかろうか。

田中氏のような姿勢は、欧州のユーロ enthusiast にも共通しており、いざれユーロ圏国債市場の危機が発生すると早くから警告していたグッドハートも、「EMU の擁護者は、将来、深刻な問題を引き起こすと思われるこれらコストと混乱について、ほとんど沈黙するか、時には尊大な態度で無視してきた」⁽³⁴⁾と言う。

(24) 田中素香『ユーロ—その衝撃とゆくえ—』, 岩波新書, 2002年, 120頁。

(25) 同, 94, 187-188頁

(26) 事実, 多様性の統一が困難であるのは, アメリカ映画 “My Fat Greek Wedding” を振った *FT* の記事 G. Ranchman, “The Euro’s Big Fat Failed Wedding” (March 30, 2010) が良く語っている。

(27) 田中, 前掲書, 188頁。

(28) 同, 210-202頁。

(29) 同, 150頁。

(30) 同, 153-154頁。

(31) 同, 165頁。

(32) Dieter Spethmann and Otto Steiger, “The Four Achilles’ Heels of the Eurosystem”, *International Journal of Political Economy*, Vol. 34, No. 2, Summer 2004 参照。田中氏は、『現代国際金融論』(有斐閣, 2008年2月)においても, ECB/ユーロシステムについて, 「中央銀行制度として問題があるわけではない」(23頁)と, まったく問題を認識されていない。

(33) 田中『ユーロ』, 204頁。

(34) C. Goodhart, “The Political Economy of Monetary Union”, in *P. Kenen, ed., Economic and Monetary Union in Europe: Moving beyond Maastricht*, 1995, p. 454.

2. 国ごとに分断されたユーロ貨幣資本市場

ユーロが単一の統一された市場ではないことを十分に意識されながらも、ユーロが多様性を発展させ、統一的に機能させると、田中氏は主張されていたが、そのようなことは可能であろうか。ECB 理事の一人であるシルカ・ヘメレーネンは、この「多様性」が統一されず、それによって各国が「分断」されていることこそが、ユーロ圏貨幣資本市場発展の桎梏であると認識し、1998年2月5日のフランクフルト市ユーロ・シンポジウムで、以下のような意見を表明した。

「私もまたユーロ圏で効率的で国際的に競争力のある金融市場が発展することに関しては楽観的である。しかし、伝統的に大陸ヨーロッパの金融市場の発展は、合衆国やイギリスの発展の後塵を拝してきた。大陸ヨーロッパの金融市場の緩慢な発展の背後にある主な要因は、各国の厳格なセグメンテーションである。このセグメンテーションと国境を越えた競争の欠如のため、相対的に取引金額は低く、取引コストは高く、革新的な金融手段の開発に背を向けがちであった。このセグメンテーションは、伝統や慣行の相違や、もちろん、各国の規制や税制の違いから帰結したものである。」「長期的にはユーロは外国貿易のインヴォイシングの重要な通貨になるであろう。とは言え、グローバルなレベルでは、ユーロが指導的な国際取引通貨としてのドルに匹敵する地位を得るには明らかに時を要するであろうことは強調されねばならない。ドルは幾つかの地域では、特に商品取引においては価格の標準として使われている。通常、そうした状況に変化が起こるには長期の時間を必要とする。」⁽³⁵⁾

ヘメレーネンは、2年後の2000年4月にパリで開かれた「ユーロ資本市場フォーラム」でも、同様な懸念を表明している。「各国資本市場への伝統的セグメンテーションは、単にこれまで別々の通貨を使ってきたことだけによるのではなく、法令、税金の扱い方、各国の市場慣行、国を超えた証券保有や証券決済の処理に必要な技術的インフラの欠如にも原因がある。単一通貨の使用にもかかわらず、ユーロ圏での現在の制度的市場調整のあり方は、新体制において、依然、最適からほど遠いものである。個々の国でかつては上手く機能していた制度的枠組みの多くは、いまや障害になっており、近隣諸国

の制度と齟齬を来している。今後、現存するセグメンテーションを除去するためには、規則や市場機構は、手際よく統一されなければならない。資本が自由に移動し、しかも、リアルタイムで投資家がポートフォリオを入れ替えることのできる技術を入手しうる世界では、ヨーロッパ資本市場を統合する上での障害となっている現制度は、ますます大きな欠点であり、競争上も不利である。』⁽³⁶⁾

J. クレーゲルは、この「各国ごとに分断された資本市場」を念頭に、2003年、以下のように述べた。「ユーロが銀行や企業がグローバルなスケールでオペレートしうる米国市場のような規模と効率性をもった統合された資本市場を作り出し、ユーロを彼らの好ましい金融単位として使うのであれば、ユーロは確かにドルにチャレンジできるであろう。しかし、ユーロの脆弱性は、その構造的な障害の存在に起因している。すなわち、EUを創設した集合の過程において、必要な資本市場の支援ベースを作り出しえない『デザインの欠陥 (design fault)』と呼ばれるものに求められる。」「ユーロの導入は各国市場で取引される金融資産の建値を統合し、クロスボーダー取引に付きまっていた通貨リスクを排除するが、そのことで中期的に各国のセグメンテーションが大いに取り除かれるかどうかは心許ない。これは基本的には・・・EMUの論理が、各国市場の制度的特徴を維持しようとするのと、マクロ経済的パフォーマンスの集合とを結合させようとする内部矛盾の上に立脚しているからである。』⁽³⁷⁾

ここでは、田中氏が評価された多様性の維持と統一というユーロの思想が、ユーロ貨幣資本市場の発展を阻害する要因と見なされているのである。B. エイケン格林も2009年秋に、以下のように論じている。「ユーロ参加国のGDPは、いまやUSに匹敵する。そして、債務のGDP比率は、時にはUSを上回るほどである。しかし、政府債のユーロ圏ストックは、さまざまリスク、異なった収益性、流動性の相違をもつさまざまな政府債がごちゃ混ぜになっており、不均一なこと甚だしい。ドイツ政府債は安定性では有名であるが、しかし、機関投資家が満期まで保有する傾向にあるため、その市場は流動性に欠ける。その他のユーロ圏も深刻な財政問題に悩んでいる。・・・現在のグローバル経済危機は、最も重要なドイツを含むユーロ圏の全メンバーが後押

しするユーロ圏公債を発行する議論を促した。もしこれがかなりの規模で発行され、この債券がメンバー各国の国債に取って代わるならば、ユーロ圏は、ほぼUS財務省証券市場のような均一性と流動性のある市場を持つことになる。しかし、そのような過激な財政の連邦主義に、ドイツ政府が合意するはずがない^{〔38〕}と。ユーロの国債市場は、現状では、US政府債市場に量的にも質的にも対抗できるようなものでは決していないのである。

こうしたユーロ市場の桎梏にまったく無頓着なわが国の論者らは、以下のように語ることに躊躇することもない。「一般に金融統合は、①自由な資本移動、②金融業の単一市場、③通貨統合、という3つの次元にわけることができる。・・・今回取り上げる③の通貨統合については、単一金利体系の成立をその指標と考えることができる。1980年代半以降のグローバル化の下で進んだいわゆる金融の世界的な統合が第2次元の途上にあるのに対して、EUの金融統合は第3次元に踏み込んでいる点で明確に区別される。」「以上概観したように、ユーロ導入により域内各国の金融・資本市場は伝統的な市場立地を保持して得意分野で主導権を争いつつ、それらが相互に一層高度に結びつくことによって、単一金利体系・証券価格体系を成立させている。そのため、ユーロ圏内金融・資本市場を、基本的に『単一』金融市場と見なすことができる。』^{〔39〕}

各国ごとにセグメント化されたユーロ圏貨幣資本市場で、単一通貨が導入され、金利が単一になれば、いかなることが生じるのかは、先に引用した石田・森本・森氏らの論考が深刻に警告していたはずである。^{〔40〕}

ともあれ、ユーロにしるドルにしる、貨幣ほど「理性」や「希望」や「連帯」から遠い存在はない。だからこそ、通貨を単一化する過程で、ユーロ批判に心して耳を傾け、慎重に事を運び、起こりうべき危機の際の対応策も十分に審議し、準備すべきであった。「ユーロの混乱 (Euromess) 発生」に関して、「ユーロが創設される遙か昔から、エコノミスト達はヨーロッパが単一通貨を受け入れる準備ができていないと警告してきた。しかし、これらの警告は無視された。そして、危機がやってきたのである。」「とりわけ、ヨーロッパ大陸が通貨統合といった実験にとっても対処できる準備もないままに、ヨーロッパを単一通貨採用に押し込んだ政治的エリトたち」を、クルーグマンは、

「エリート傲慢 (the arrogance of elites)」と厳しく批判する。⁽⁴¹⁾

- (35) “The role of the euro in the international monetary system—reserve currency, trade currency and investment currency”, *Speech presented by Ms Sirkka Hämmäläinen, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the City of Frankfurt Euro Symposium*, 5 February 1998, (掲載サイト <http://www.ecb.int/press/key/date/html/sp990205.en.html>)
- (36) “The euro—experiences and prospects”, *Speech delivered by Ms Sirkka Hämmäläinen, Member of the Executive Board of the European Central Bank, Eurozone Factor: Mind the Gap—The Euro Capital Markets Forum*, Paris, 5 April 2000. (<http://www.ecb.int/press/key/date/2000/html/sp000405.en.html>) 同様な懸念は、同年1月8日にも表明されている。“One year with the euro”, *Speech delivered by Dr Sirkka Hämmäläinen, Member of the Executive Board of the European Central Bank, Europaisches Wochennende Berlin 2000*, Berlin, 8 January 2000. (<http://www.ecb.de/press/key/date/2000/html/sp000108.en.html>)
- (37) J. A. Kregel, op. cit., p. 2, 11.
- (38) Barry Eichengreen, “The Dollar Dilemma: The World’s Top Currency Faces Competition”, *Foreign Affairs*, Vol. 88, No. 5, Sep./Oct. 2009, p. 58, 邦訳『フォーリン・アフェヤーズ・レポート』, 2009年9/10月号, 60–61頁。
したがって、このような状況から、S. H. ハンケは、EUが「大いに必要とされる経済の自由化」を阻むのではないかと懸念し、ドイツ・マルクが基軸通貨になるような通貨の広範な調整を主張したり、また、R. ヴォーベルは、強い通貨マルクを放棄し、代わりに脆弱なユーロを受け入れたことで、ユーロの将来に悲観的である。S. H. Hanke, “Reflections on Currency Reform and the Euro”, *Eco. Journal Watch*, 7(1), 2010, pp. 61–66, Roland Vaubel, “The Euro and German Veto”, *Eco. Journal Watch*, 7(1), 2010, pp. 82–90.
- (39) 岩田, 前掲論文, 2004年, 164, 168頁。
- (40) この点, ECBの副総裁C. ノワイエも無自覚で, 国際通貨ユーロの発展に全く楽観的な展望に終始していた。以下を参照されたい。“Mr Noyer shed some light on the international role of the euro”, *Speech presented by Mr Christian Noyer, Vice-President of the European Central Bank, before the Monetary Commission of the European League for Economic Cooperation*, held in Kronberg, on 26 November 1999.
- (41) P. Krugman, “The Making of a Euromess”, *New York Times*, February 14, 2010.

3. 「粉飾された」中央銀行 ECB

中央銀行券は一般に、表面には発行中央銀行の名前が印刷されている。ユーロ銀行券も表面には欧州中央銀行と略字で印刷されており、その下に

ECB 総裁トリシェのサインが記され、銀行券が ECB によって発行された粧いを凝らしている。ところが、裏面に印刷されている発券番号の前には、L, M, N, P, R, S, T, U, V, X, Y, Z 等のアルファベットが印刷されている。わが国では経済学者でもご存じない方が少なくないようであるが、この記号は、銀行券を発行した各国中央銀行を示す記号である。L フィンランド (Suomi), M ポルトガル, N オランダ, P ネザランド, R ルクセンブルグ, S イタリア, T アイルランド, U フランス, V スペイン, X ドイツ, Y ギリシャ (Ellas), Z ベルギーといった具合である。

O. シュタイガーによると、この記号の導入は、ドイツ・ブンデスバンクの要求によるもので、FRB に倣い、発券の軌跡を残す試みであるが、ただ各国のロゴを入れると通貨の再国民国家化の危険があり、また、特定国発行の銀行券の受領拒否やディスカウントあるいは agio の可能性を排除するため、ナショナリティのシンボルを載せず、各国中央発券銀行を背景に隠そうとする ECB のいかさまであるという。⁽⁴²⁾

言うまでもなく、発券を行っていない ECB の記号は見られない。「中央銀行の歴史で、ECB は債務側に銀行券を持たない最初の中央銀行である。」⁽⁴³⁾ にもかかわらず、例えば、2009年12月31日の ECB のバランスシートの債務側には、総債務額の約半分近くを占める 64,513,307,300 ユーロの発券債務が計上され、資産側にはそれに対応して Intra-Eurosystem claims; claims related to the allocation of euro banknotes within the Eurosystem として、同額の債権が記載されている。⁽⁴⁴⁾ これは各国中央銀行の発券債務総額 8% の単なる帳簿の付け替えで、ECB はリファイナンス・オペレーションを行っているわけでもないにもかかわらず、あたかも ECB が各国中央銀行に信用を供与しているかのごとく粧っている。「各国中央銀行への貸しつけ」や「各国中央銀行からの債務」が ECB のバランスシートには存在せず、リファイナンス業務も行われていないのは自明であるはずだが、あたかも ECB が「中央発券銀行」で、ユーロ圏の金融機関へリファイナンスの条件設定を行っているかのごとき粉飾を行っている。まさに、ユーロ圏には集権化された中央貨幣当局が欠如しているのであるが、それを隠すためか、「ECB をユーロシステムの中央貨幣機関であるかのごとく思い込ませる手の込んだ粉飾」⁽⁴⁵⁾ が行われ

ているのである。

ECBが貨幣制度の中央機関でないことは、ユーロ中央銀行制度（ユーロシステム）の金融政策を決定する政策理事会（Governing Council）の構成からもあきらかである。政策理事会は、ECBのExecutive Boardを構成する総裁・副総裁・理事と、ユーロ参加各国中央銀行総裁からなるが、ECBはカウンスルでは圧倒的に少数派にすぎず、「ボードは何ら独自で決定することもできず、単なる仲介者、代理人の役割しか与えられておらず、・・・あらゆる点でカウンスルによってコントロールされているのである。」⁽⁴⁶⁾ 利率も流動性の供給も、ECBのボードが決定するのではなく、カウンスルが実権を握っている。

「ECBは中央銀行とは言えないであろう。」「ユーロシステムにおける中央集権の欠如は、金融市場のヨーロッパ規模での監督や規制の不在に反映されている」⁽⁴⁷⁾のである。まさに「つなぐ通貨」であるユーロの帰結である。「ヨーロッパ中央銀行」という名称を掲げながら、武田氏の指摘されるように、「ECBはユーロ圏諸国の金融システムの安定化について単なる勧告または調整機能をもつだけであって、安定化の機能は各国の中央銀行および銀行監督当局に委ねられて」おり、「各国の中央銀行が程度の差はあっても金融システムの安定化を任務としているのに対して、ECBは単に諮問または調整機能をもつにとどまって」⁽⁴⁸⁾いるのである。

このような状況について、C. A. E. グッドハートは、以下のように論じていた。通常の国民国家では、唯一の中央銀行、財政当局をもった国民政府、様々な金融監督庁が存在する。しかし、ユーロ圏では各国中央銀行、各国政府の存在、財政当局は各国別々で、小さく制限された非弾力的なEU中央財政や各国それぞれの独自の金融監督制度が存在するのである。この背景において、関与する各国中央銀行NCBの役割や各国監督当局の構造は国ごとに著しく異なっており、ESCB（欧州中央銀行制度）を設立したマーストリヒト条約は一般的に金融安定性の維持と最後の貸し手（LOLB）の役割について、ほとんど語ろうとしない。しかし、LOLBの役割は、金融安定性維持のメカニズムにとって決定的に重要な機能であり、通貨制度におけるマネタリー・ベースの唯一の創造者の行動圏と常に見なされてきた。ユーロ圏では原理的

にはマネタリー・ベースの唯一の公的創造者は、ESCBである。もちろん、構成するNCB、同様にECBは実際に、オープン・マーケット・オペレーションによるだけでなく、金融機関に直接信用供与することによって、ベースマネーを創造する能力と権利をもっている。原則的には、NCBは、ESCBの代わりに、そして、エージェントとしてこの能力において、常に行動することになっている。では、NCBはどのような原理でこのLOLR機能を行使するのか？誰がイニシアティブを取るのか？金融的困難の情報入手の連鎖においてESCBは最後尾にいる。そのような位置からどのようにして、何時、対応を決定する責任を担うことができるのか。今日、金融サービス・金融仲介は、一国内に閉じ込められていた時代とは異なり、国境を越えた広がりを持つであろうし、金融・支払決済制度も汎ヨーロッパ的規模で行われねばならない。こうした状況では、ESCBはシニア・アドバイザーの役割に自らを限定しながら、ESCBがあるひとつのNCBに対して、危機処理の職務を委ねることは、将来、益々困難となるであろう、と。⁽⁴⁹⁾

以上のような問題点は、「つなぐ通貨」ユーロの性格からの帰結であるが、いまひとつ、ユーロを支える思想にも大いに関係することを指摘しなければならない。田中氏が「マーストリヒト・パラダイム」と呼ぶものである。「マーストリヒト条約・・・では、統合の目的を経済成長、物価安定、高水準の雇用と社会的保護、構成国間の結束と連帯などと設定し、それらの目的を健全財政、健全通貨、持続的な国際収支均衡によって達成するとしている。健全財政、健全通貨はケインズ主義の財政赤字容認、マイルドインフレーション容認とは正反対の原則であって、19世紀資本主義の政策パラダイムに限りなく近い。筆者は『マーストリヒト・パラダイム』と呼ぶことにしている。」「これは冷戦期資本主義からポスト冷戦期資本主義への資本主義のパラダイム転換といてよい。一言で言えば、『市場の失敗』パラダイムから『市場への信頼』パラダイムに転換したのである。80年代半ばにはこの転換は米英では完了済み、ヨーロッパ大陸諸国でも市場統合はこのパラダイムに立脚していた。それは経済・通貨同盟の考え方にも当然影響を与えた。」（下線は引用者）⁽⁵⁰⁾と、田中氏は解説されている。

氏は、「金融グローバリズムの醜さを絵に描いたような存在」⁽⁵¹⁾であると、

アメリカ金融資本主義を非難しておられるが、その思想はネオリベリズムの「市場への信頼」という市場原理主義である。しかし、「理性の通貨」であるはずのユーロ自体も同じパラダイムに立脚していると指摘されているのである。すなわち、ユーロを支える「市場への信頼」という「19世紀資本主義の政策パラダイムに限りなく近い」「マーストリヒト・パラダイム」と、アメリカ金融資本主義の思想は同一である。

J. パルマの説明によると、ネオリベラルな主流経済学を中心となっているこの考えは、もし合理的で利己的な経済主体が競争的市場で自由に行動することが許されるならば、その結果は常に均衡する。さらにこの均衡はただ最適であるばかりか、本質的に安定的かつ自己修正しうる。必要なことはただ、市場が自由に機能し、所有権が十分に保護され、適切に行使されることだけである。このアプローチでは、金融市場は予想される将来を見越して本質的に受動的な役割を演じるものと想定されており、驚くべき正確さでそうすることができる。かくて、このフレームワークにおいて、金融危機は、市場メカニズムへの政府からの外生的な干渉による場合にだけ発生する。さらに、「効率的資本市場理論」によれば、資本市場においては価格はあらゆる場合、すべて入手しうる情報を反映しており、基本的には市場価格とファンダメンタルとの間には内生的なギャップは存在し得ない。ここでのキーポイントは、もし金融市場が調整不良になると、市場が常に自己修正するということである。「かくして、メインストリームのフレームワークにおいては、このたびの金融危機を理解することは、ただ単純に不可能であった。」⁽⁵²⁾ このネオリベラルな理論と共通する「マーストリヒト・パラダイム」に裏打ちされたユーロ危機は、多くのユーロ熱中主義者には理解を超えたことのようなのであるが、それは単純に、金融史の基礎的な事実認識が欠如していたというだけのことであった。

上記のパラダイムがユーロ圏の「安定成長協定」、すなわち、耐乏を神聖視する (austerity-addicted) 財政政策に依拠したユーロの貨幣価値理論、すなわち希少性理論の背景にあり、マネー・サプライを管理すれば、インフレと雇用の安定が確保されるという、いわば「金なき金本位制度」論であると、マネタリー・サーキュート理論の論客 A. パグレッツも、以下のように批判

する。

ユーロ貨幣制度においては、原則的には、メンバー国家はファイナンスの必要を市場で満たさねばならず、ECB/ユーロシステムに頼ることは禁じられており、したがって、財政当局との結びつきも切断されており、ユーロ貨幣創出過程への加盟各国のいかなる干渉も認められていない。これは「国家からの貨幣特権の篡奪」であり、「ユーロはただ金融市場の期待によって支えられ、・・・民間エージェントの要請で設立された純粋な民間貨幣」ということになる。そこには「国家に資する救済メカニズムは存在せず」、ユーロのアーキテクトである官僚達は、時代遅れなケインズ以前の経済ビジョンに依拠し、危機における政治的実行性をまったく考慮していない。いわば、ユーロは金本位制の、すなわち、その本位に於いてユーロが金の最も抽象的な形態で金になるというヴァージョンを復活させたのである。それは「貨幣は純粋な民間投資となり、ユーロは通貨と国家のあらゆる関係を切断することで、最も健全な通貨となる」と考える「貨幣の民営化」論である。ECB/ユーロシステムの「絶対的独立性」は、「貨幣創造における国家介入の終焉」ということである。したがって、「貨幣の民営化」を目指すユーロは、「国家自身の民営化を導く」「偽りの通貨」であるという。⁽⁵³⁾

ECB/ユーロシステムにおいて、中央銀行の意志決定の集中化、最後の貸し手機能や統一的な監督規制当局が見られないのは、ただ単にユーロが「つなぐ通貨」である制約から来るだけでなく、「市場の信頼」に立脚した「19世紀資本主義の政策パラダイムに限りなく近い」「マーストリヒト・パラダイム」からの帰結でもあった。⁽⁵⁴⁾ ⁽⁵⁵⁾ ユーロ危機は、通貨と国家の関係というのっぴきならない問題の存在を示している。⁽⁵⁶⁾

(42) O. Steiger, "Which Lender of Last Resort for the Eurosystem?", *Zentrum für Europäische Integrationsforschung, ZEI Working Paper B23*, September 2004, pp. 17-18.

(43) *ibid.*, p. 11.

(44) *ECB Annual Report 2009*, pp. 202-203. 発券については以下のように説明されている。"The ECB and the euro area NCBs, which together comprise the Eurosystem, issue euro banknotes. . . . The ECB has been allocated a share of 8% of the total

value of euro banknotes in circulation, The ECB's share of the total euro banknotes issue is backed by claims on the NCBs. . . .” (*ibid.*, pp. 208-209)

- (45) Steiger, *op. cit.*, p. 14.
- (46) *ibid.*, p. 14.
- (47) *ibid.*, p. 16.
- (48) 武田, 前掲論文, 39, 41頁。
- (49) C. A. E. Goodhart, ed., *Which Lender of Last Resort for Europe?*, 2000, Introduction, pp. 5-6.
- (50) 田中, 前掲書『ユーロ』, 106-107頁。
- (51) 同, 69頁。
- (52) Jose Gabriel Palma, “The Revenge of the Market on the Rentiers. Why Neo-liberal Reports of the End of History Turned out to be Premature,” *Cambridge Journal of Economics*, 2009, Vol, 33, pp. 830-831.
- (53) Alain Parguez, “The Expected Failure of the European Economic and Monetary Union: A False Money Against the Real Economy”, *Eastern Economic Journal*, Vol. 25, No. 1, Winter 1999, pp. 66, 69, 72.
- (54) 2008年8月21-23日, ワイオミング, ジャクソン・ホールで開催されたカンサス・シティ連銀主催のシンポジウム『変貌する金融制度における安定性の維持』における報告「中央銀行と金融危機」で, 当時, LSE (ロンドン大学) の W. H.ブイター (現在, シティグループのチーフ・エコノミスト) は, ECB について, 依然, 以下のような問題点を指摘している。「ECBのバランスシートは小さく, 資本金は僅かであるが, 統合されたユーロシステムは巨額のバランスシートを持ち, 資本金も大きい。・・・しかし, 常に巨額のキャピタル・ロスが発生するので, 価格安定性の指令を固守しながらも, その損失によりユーロシステムの支払能力の維持が脅かされる。ECB/ユーロシステムは再資本化が必要になる。しかし, どの国の財政当局によるのか, また, どのような比率で行うのであろうか。財政当局が中央銀行の背後に立っている連銀やイングランド銀行とは異なり, ・・・ECBや, また, ある程度, その他のユーロシステムが運営される内部の財政的空白は, 誰がECBを救済するのかという疑問にクエスチョン・マークを残している。・・・ECBはユーロ銀行に, 正式にはなんらの監督や規制の役割をもっていない。条約はそのような役割を妨げてはいないし, また, それを求めてもいない。実際, 規制と監督機能はECBにはいまだ展開されていない。銀行部門の規制や監督は, ユーロ圏ではバラバラである。ある国では中央銀行が規制監督当局である (西, 仏, アイルランド, 蘭)。また他では, 中央銀行は他の機関とこれらの役割を分かち合っている (独)。・・・また, 中央銀行がそのような機能を一切, もっていない国もある (澳, ベルギー)。 / 危機が勃発して以来, ECBは, 潜在的に制度的に重要な個々の金融機関についての自由になる情報の欠如について, 定期的の問題提起してきたし, 時には, 公に論じさせた。幾つかのユーロ圏諸国の規制当局の場合には, ECBと情報を分かち合うことに対して, 法的な障害すら存在している。米国連銀やイングランド銀行と比べると, ECBは, それ

- ゆえ、危機開始時に自由にしうる、個々の金融機関の特別な情報を本質的に保持していなかったイングランド銀行に非常に近い。米国連銀は、シェアする規制監督の役割から、よりよく情報を入手している。／ 他方、ECB は、ウォール街によって懇願されるであろう連銀よりは、ユーロ金融セクターから発せられる特別な要望に動かされることは遙かに少ないであろう。このことは驚くほどのことではない。ユーロ圏の金融機関や金融市場に対する規制監督の機能を持たないのであるから、ECB の規制能力は連銀ほどあるわけではない。」(Willem H. Buiters, “Central Banks and Financial Crises”, Paper to be presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s Symposium on “Maintaining Stability in a Changing Financial System”, at Jackson Hole, Wyoming, on August 21-23, 2008, Final Pre-Symposium Version, 16-08-2008, pp.106-108)。
- (55) マーストリヒト条約、ローマ条約、欧州中央銀行については、以下の邦訳を参照させていただいた。右近建男「資料、マーストリヒト条約及びローマ条約仮訳(1-4)」, 大阪府立大学『経済研究』第38巻3, 4号, 39巻2, 3号, 1993-1994年, 欧州中央銀行(小谷野俊夫・立脇和夫訳)『欧州中央銀行の金融政策』, 東洋経済新報社, 2002年。
- (56) 拙稿「貨幣・中央銀行・国家」(経済理論学会編『季刊経済理論』第45巻2号, 2008年7月)をも参照されたい。

* 脱稿後、田中素香編著『世界経済・金融危機とヨーロッパ』(勁草書房, 2010年9月30日)を手にしたが、危機以降のユーロを論じた岩田、田中氏らの見解に違和感を覚える。「未曾有の危機は、分散型のEU規制監督の限界を一気に露呈させることになった」(岩田, 80頁)と、ECB / ユーロシステムの問題点を認識されるに至っているが、「危機の予防, 危機管理, 危機の解決についての取り決めに欠落させていたことは、戦後比較的安定した状態を前提したためである…。」(田中, 176頁)とか、「ユーロがもたらした低金利の利益はとりわけ南欧諸国にとって実に大きな成果であって、21世紀初頭の経済繁栄をもたらした。」(田中, 347頁)といったユーロ導入により発生した A once-in-generation party への肯定的評価も、アメリカのサブプライム金融危機を厳しく非難されておられるだけに、如何であろうか。

また、「危機によりEU金融システムの弱い環が一斉に補強され当該分野での統合は一層深化した」(岩田, 80頁)という評価もリアリティに欠ける。同書に於いて、太田瑞希子氏は、『ドラロジュール報告』(EU金融監督システムの改革)について、「ESFR (ESRB) の構成と有効性および強制

的権限の範囲，第3階層委員会の格上げにより新設される3機関に付与される強制的権限の範囲は極めて限定されており，その有効性の程度に疑問は残る。各国財政当局の権限を侵害しないという制約の下，次なる危機の予防に終始し，実際に危機が発生した際の対応枠組み，いわゆる危機管理についての新提案にも欠ける」と論じておられる。「つなぐ通貨」ユーロの貨幣論的考察が求められる。

2010年10月11日から3日間にわたるFTの特集記事 Tony Barber, “Saving the euro” も，5月10日の救済決定が如何に紆余曲折を経たか，またユーロの構造的脆弱性，その克服の困難さを論じている。

南欧諸国の信用不安の高まりからも，以下の議論が理解しやすい。「1999年のユーロ発行以降，共通するひとつの特徴は，4ヶ国すべて（スペイン，ポルトガル，ギリシャ，アイルランド）が輸送インフラ，住宅建設，輸入品の消費のファイナンスに溢れんばかりの外国からの信用を低利で享受したことである。しかし，単一通貨は，…『死に到る鎮痛剤』と呼ばれるものになってしまった。グローバル金融危機によって4ヶ国すべての脆弱性が白日の下にさらけ出されると，これまでの信用のどんちゃん騒ぎから手痛いしっぺ返しを受け，公信用を正常に戻すことを厳しく求められることになった。」「欧州国家債務危機の最終局面は，ユーロ深層部での根本的矛盾—共通通貨と共に歩むべき共通の経済政策の欠如—が未解決のままであることを示している。」(Victor Mallet, “Peripheral nerves”, *F.T.*, Nov. 8, 2010)