

《研究ノート》

ユーロ圏の危機対応と通貨増発

—H.-W. Sinn の著作を参考にして—

加藤 浩平*

はじめに

欧州、ユーロ圏は、この間、サブプライム危機、欧州債務危機（ユーロ危機）、そしてコロナ危機と、3度の危機に遭遇している。これらの危機に対処するため、「欧州中央銀行」（以下ECB）は、金融緩和政策をとり、結果として、大量の通貨を発行してきた。サブプライム危機直前の2008年夏からコロナ危機の2021年9月までの間にベースマネーは7倍に増加、残高は6兆ユーロ程である。そのうち4.9兆ユーロはGDPの増加分を超える「超過貨幣」である。素朴な貨幣数量説の立場からは当然深刻なインフレが懸念される状況である。ECBのこの間の金融緩和政策に対しては、インフレにとりわけ慎重な立場をとるドイツから度重なる批判が噴出したことは周知のとおりである。

現在ドイツでもっとも著名なエコノミストである、Ifo 経済研究所の前所長、ハンス＝ウェルナー＝ジン（Hans-Werner Sinn）はこうした立場から、多くの研究書、論文、講演、マスコミへの投稿を通じ、積極的に論陣を張っている。まず、この研究テーマに関する氏の主要著作を挙げておく。

- Sinn, H.-W. (2009), *Kasino-Kapitalismus, Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*,
—. (2012), *Die Target Falle, Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*,
—. (2015), *Der Euro, Von der Friedensidee zum Zankapfel*,
—. (2016), *Der schwarze Juni, Brexit, Flüchtlingswelle, Euro-Desaster-Wie die Neugründung Europas gelingt*,
—. (2021), *Die Wundersame Geldvermehrung, Staatsschuldung, Negativzinsen, Inflation*,
—. (2021), *The Economics of Target Balances, From Lehman to Corona*,

本稿では、主として上記下線の著作に依拠しつつ、ジンの提供する情報を整理して、この間のECBの金融政策¹⁾、EUの動向、ドイツの対応などを検討する。

1 欧州債務危機

(1) サブプライム危機

サブプライム危機の欧州への波及により、IKB（ドイツ国営銀行）、フランスBNPパリバの苦境が欧州のインターバンク市場を混乱させ、英国ノーザンロック、ザクセン州立銀行が倒産した。ドイツでは、州立銀行、その他若干の民

* 専修大学経済学部教授

間銀行が国家資金により救済されたが、それがドイツの公的債務比率を押し上げた。インターバンク市場の危機が解消されたのちでも、欧州資本市場はリスクテイクに消極的となり、返済能力の乏しい銀行や重債務国への貸付条件を厳しくした。他方、リーマンショックにより米国では、2008年から2010年の間に322行の銀行が破産したが、欧州での銀行破産は51行に過ぎなかった。欧州では金融機関を救済する努力が払われたのであり、この機会に金融のシステム改革は断行されなかったといえる。

(2) 債務危機と南欧諸国

欧州では、南欧諸国（ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペイン、アイルランド、キプロスであり、ドイツではGIPSIZと呼ばれる）が、ユーロ圏加盟に続く好景気ブームを迎えていたが、それは、これら諸国の競争力を喪失させた。GIPSIZ 諸国の競争力低下に加え、米国発金融危機が同時発生したことが、欧州債務危機の特徴である。ユーロ圏では北欧と南欧でのリスクプレミアムの違いを反映して「金融市場の分断」があり、両地域での長期金利（利回り）格差（スプレッド）が明白であったが、1995年 EU マドリッド会議においてユーロ導入プロセスが確定されたことに伴い、GIPSIZ 諸国の長期金利はユーロ圏中、最も低いドイツの長期金利に急速に収斂していった。資本市場はユーロ圏を、通貨に対して連帯責任をもつ同盟にならざるを得ないと見極めたのだ。南欧諸国は資金調達が容易になり、金利負担も減少したので、債務を増やすことができた。こうして南欧諸国は、ユーロ導入後、リーマンショックに至るまでの平穏な時期（「グレート・モデレーション」といわれる）、インフレ、好景気に沸いた。リーマンショックに襲われると、投資家はこれら諸国の乏しい返済能力を冷静に見極めた。南欧諸国から資金の返済を迫り、資本をここから流出させた。GIPSIZ 諸国では、株式相場下落、不動産価格の暴落、経常収支の大幅赤字となった。

競争力回復のために、為替レートの引き下げができない（ユーロ圏を脱退すれば別であるが）以上、残された回復策は、理論的には、GIPSIZ での物価、賃金の引き下げ（実質のレート切り下げに等しい）、北欧諸国での実質切り上げ、あるいは両地域間での財政移転のための同盟形成である。アイルランドは当時、唯一、痛みを伴う実質の切り下げを断行した（2007年を100としたときの2010年末の相対価格が－11%）。しかし、EU の救済ネット政策（EFSF、以下で説明される）が導入されるとアイルランドの物価は再度上昇した。スペインとギリシャは「グレート・モデレーション」の時期にインフレが急激に高まり、その後も物価の引き下げは遅れた。ポルトガルとイタリアは実質切り下げを断行できず、停滞している。重債務国での賃金と物価の実質切り下げは、国内の利害グループからの反発が大きい。また、重債務国は、ユーロ圏の援助計画を期待し、資金提供があることを予期していたので、改革への動機付けは弱かった。

(3) ギリシャ救済

ユーロ危機は2010年に、産業競争力を低下させ、流動性危機に陥った GIPSIZ 諸国、特にギリシャで明白になった。重債務国の倒産を如何に回避するか、援助資金をいかに供給するか。ユーロシステムでは、ECB の下、ユーロ圏参加各国の中央銀行（以下 NCB）が発券銀行として機能する。通貨発行は、ECB の指令により、ないし NCB の要請に基づいて ECB が許可することにより、実現する。NCB により新たに発行された通貨は担保をとって自国の銀行に供給され（リファイナンス）、企業、家計、国家の取引の仲介機能を果たす。通貨供給が増えるにつれ、当然、重債務国の NCB のリスクが高まるので、ECB としては、高まるリスクを如何にユーロシステムのすべての NCB に転嫁、配分するかが問題となる。つまり健全財政の国家を巻き込んだ救済パッケージの確立であ

る。ユーロシステムのすべてのNCBはユーロ通貨の発行増に対して連帯責任を負う。2010年初めに当時のECB総裁ジャン＝クロード＝トリシェは、政府間の救済パッケージ、さらに「救済ネット」(EFSF)による支援を各国に要請し、議会承認なしの同意を取り付けた。これはジンの意見では、議会のもつ予算権限を逸脱した民主主義の否定である。救済資金による融資が不良債権になれば、その償却損はECBが負うことになり、結局はユーロ圏加盟国、そしてその納税者の負担となることが危惧されたからである。ECBはその金融政策により、実質的に債務国の財政支援を行ったとしばしば指摘されるゆえんである。

かくて、2011年4月、ギリシャに対し、ユーロ圏政府間の救済パッケージ1100億ユーロ、続いて同年5月、他の債務国に対し、EFSFによる即時の4400億ユーロ、長期の7800億ユーロの援助が実施された。資本流失により金融が逼迫した国に対し、これほどの国際的援助が行われたのは史上空前であった。当然ギリシャには緊縮政策の実施が条件として義務付けられた。ただし、ギリシャの債務救済は債権者の救済でもあった。フランス政府が救済を強く主張したのはギリシャ国債の最大の債権者がフランスの銀行であったからだ(2010年に1兆1200億ユーロ)。同様にドイツの銀行の貸付は5100億ユーロであった。こうした援助にもかかわらず、金融市場では資本流失が収まらず、債務国の長期国債の金利がこの時期急激に跳ね上がった。2011年第2半期に、イタリアの対ドイツ金利スプレッドは3.7%高、ギリシャは同20%高ほどに開いた。かくて2011年7月、ギリシャへの2度目の救済プログラムが可決、また、前年に決定された「国債買入計画」(SMP)によりイタリア国債の購入も始められた。第2次ギリシャ救済プログラムは前回分と合わせると、2250億ユーロ(ギリシャGDP比111%)に上る。このプログラム受入れには厳しい条件が付けられたので、パパンドロウ政権が救済を受け入れるかEUを

離脱するかをめぐり、国民投票にかけようとしたが、仏、独の両首脳により断念させられたのは周知の通り。イタリアでもベルルスコーニ首相が秘密裡にEU離脱を画策したが、銀行業界の反対に合い、同首相は辞任した。ギリシャでは2012年3月に民間の債券の40%が「自由意志により」放棄された。国家がその債務を返還できないことは、事実上、「破産」したことを意味する。

2 ターゲットシステム

(1) 仕組み

ECBによるGIPSIZ諸国への資金提供の別の手段としてジンにより指摘されるのがターゲットシステムである。ターゲット(TARGET)とは「欧州内即時グロス決済システム」と称されるユーロ圏内での貿易決済の仕組みである。この仕組みをまず説明しておこう。各国それぞれの経常収支の勘定(残高)がNCB及びECBに記帳される。経常黒字はECBに対するターゲット資産として、当該国がECBに対してもつ債権(資産)となり、経常赤字はターゲット負債として当該国がECBに対して負う債務(負債)となる。問題は、ターゲットシステムでは、資産と負債がオープン(上限がない)の信用口座となっていて、かつて一度として決済されず、担保も設定されていないことである(各国のNCBがECBに置いている当座預金は一般銀行間での決済のように相殺のために自由に処分できない)。

(2) 収支勘定の動向

ターゲットでの各国の収支勘定は金融危機以降、どのように推移し、現状はどうなっているか。紆余曲折はあるが、GIPSIZ諸国の負債はどんどん積み上がり、その動きのミラーイメージでドイツの資産がどんどん積み上がっているのである。2021年8月時点で、ドイツのター

ゲット勘定での純資産は1兆370億ユーロであり、逆に、GIPSIZ 諸国のターゲット勘定での純負債は同年7月で合計1兆610億ユーロである。中でも、スペイン4990億ユーロ、イタリア4720億ユーロのそれぞれ純負債であり、この2国が双壁をなしている。積み上がった純負債は、債務国からの資金移転を反映している。経常赤字国は、支払いのために、金融市場からの民間、及び財政上の資金輸入をする。国際収支をバランスさせるためのこの資金輸入が不足する場合、ユーロシステムでは加盟各国のNCB間で自動的に信用取引が行われる。つまり、ターゲット勘定システムは、各国NCB間での無制限の当座貸越しを可能とするシステムであり、そうであるがゆえに、GIPSIZ 諸国の行う財や資産の輸入には絶えず支払いのための資金が調達されるのである。もちろん当座貸越しによる借入れには複利での利子がつくが、金利の決定は、内生的、政治的になされ、借入れを削減する動機付けになっていない。

(3) 安価な資本調達コスト

ターゲットシステムの収支勘定の残高がなぜ巨額に積み上がったのだろうか。発券銀行（各国のNCB）の提供する信用供与（リファイナンス信用、及び証券購入）が、資本市場での資金調達に比べ、断然、低コストであったためである。金融緩和政策のため銀行の貸し出し利率が下がり、金融市場からの資金調達がより有利になったことはもちろんだが、発券銀行は借り手の返済能力に応じたリスクプレミアムを貸出利率に反映させるという金融市場の慣行を採らないため、とりわけ重債務国にとり、この低利子率は魅力的であった。もし仲間のNCBが債務国NCBへの信用供与に際し、国ごとの返済リスクを反映させて貸付条件に格差をつけたなら、このシステムの問題は生じていないであろうとジンは主張する。（これに対するECBの見解は、ユーロ圏内ではメンバー国間での非対称リスクはありえず、国ごとのリスクプレミア

ムを前提にすればECBの共通金融政策の伝達メカニズムは混乱してしまう、というものである。）

3 NCBによる通貨発行

ユーロシステムでの通貨ユーロの発行増は、ECBが決定し、発券銀行たるNCBが発行する仕組みであるが、ジンによれば、発行の規模はNCBにより独断で決定され、ECBの統制が効かなくなっているという。これに関連し、「緊急流動性援助」(ELA)と「金融純資産協定」(ANFA)の例を見てみる。

(1) ELA

ELAは一国のNCBが自国の銀行に対して与えるリファイナンス融資である。ECBの定款によれば、ユーロ加盟国NCBは、自己の判断により緊急事態を宣言してELAをECBに申請し、（その際、ECB理事会及び他の欧州機関の承認を要しない）ユーロ通貨を発行し、利息及び必要な保証条件を独自に決定し、望まれるだけの金額のリファイナンス資金を自国の銀行に融資できるという。その際、銀行はこの資金を国家であれ、企業であれ、個人の家計であれ、拘束なしに再融資できる。つまり、例えばギリシャはユーロ導入後でも旧通貨ドラクマの場合と同様に通貨を自由に発行できるということだ。ELA信用を発行したNCBは通常のリファイナンス金利で（当時0.05%）、ユーロシステムの全NCBの共通利子プールに利息を預けなければならない。融資先の借り手が倒産した場合、当然、当該国のNCBがこれを負担することになる。NCBの自由な通貨発行に際し、ECB理事会の規制が全くないわけではない。理事会構成員の3分の2の同意があればELA信用をストップできるのであるが、ユーロ加盟国の拡大によりギリシャと同様の危機国が増えたこと、大国フランスが地中海沿岸諸国の債券を買って

いる債権者の救済を強く望んでいることが理由で、ストップ命令は実現できていないという。

ギリシャが2014年にトロイカ（EU、ユーロ圏、IMF）から第3次支援を受けることになると、トロイカはギリシャに歳出削減と年金切り詰めなど厳しい条件を付けた。トロイカはギリシャがこれに反発してELAの申請に踏み切ることを警戒したが、他方で、アイルランドとキプロスがこの制度を利用し、2012年6月までに両国で2510億ユーロの通貨発行がなされた。ギリシャでも結局、危機のピークとなった2015年までに総額960億ユーロが発行された。ギリシャ支援は結局、破綻の先延ばしに過ぎず、2015年6月3日にギリシャはEFSFから公然と「破産」を宣告されるにいたる。

(2) ANFA

自国民の利益となる国家の投資業務を遂行するためにNCBの通貨発行が認められている制度として、ANFA協定がある。米国やノルウェーの「国富ファンド」類似の国家の資産ポートフォリオへの投資のためである。この協定は2003年に締結され、2014年と2019年に新条項が追加された。NCBの共同プールへの利息の預け入れ等の条件はELAと同様ようだ。NCBは自分で発行したユーロ通貨で投機を行うことが許されていて、利得は国庫に組み入れられる。投機対象は多様だが、金、金請求権、海外機関への貸付、内外の有価証券、などである。中でも、自国国債の買い入れが多くなるのは当然であろう。

4 通貨の増発

比較的正常であったECBの活動が、度重なる危機を経て、金融緩和プログラムを次々に実施し、その過程で、中央銀行通貨（ベースマネー）の供給量が爆発的に跳ね上がる。その過程を整理してみる。

(1) 通貨増発の3段階

ここで見るのは、ユーロ圏での発行済み銀行券と一般銀行がNCBに預けてある当座預金である。通貨の急激な増加は、リーマンショック以降、次の3段階をへて、コロナ危機渦中の現在（2021年9月）に至っている。

①2011年央から2012年央の短期間での急増。2008年6月に8800億ユーロ、その後変動を繰り返しつつ、2012年7月、1兆7700億ユーロに増加、そして2012年夏にECB新総裁マリオ＝ドラッギーのOMTプログラム（後述）を始めとする金融政策の大転換があり、通貨量が逆に急減する。2014年4月時点が底となり、1兆1600億ユーロ。

②2015年以降に新たな展開があり、その後、大きく増加する。PSPPプログラム（後述）によりECBによる有価証券の大量買いが始まる。コロナ危機直前（2019年12月時点）で、3兆1800億ユーロ。

③2019年末から現在。一旦増加は横ばいであったが、翌年よりコロナ危機対応により通貨量が爆発的に伸びる。2021年9月時点で5兆9900億ユーロである。通貨量は、リーマンショック直前に8760億ユーロであったから、この間に7倍程度に増加している。他方、物価の伸びは7倍にはなっていない。

(2) 国債の買入れ

こうした通貨の増加はどのようにして発生したのか。最大の理由は国債の購入である。

①まず2010年、「国債買入れ計画」（SMP）が策定された。債務超過に陥ったGIPSIZ諸国の国債をユーロシステムの全NCBが購入するものだ。（「EU連合条約」123条違反だとして、ドイツのECB責任者が辞任した。）2010年5月、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの国債買入れに始まり、2012年2月までに、総額、2230億ユーロの国債買入れがあった。買入れ対象の国債は、大きい順に、イタリア（940億ユーロ）、スペイン（470億ユーロ）、ギリシャ（410億ユ

ーロ), ポルトガル (230億ユーロ), アイルランド (190億ユーロ) であった。ただし, 2012年に, SMP は停止される。これは ECB がトロイカに対して, 援助を財政上の信用供与に代えていくよう説得したからだと言われる。

②救済ネットとして「欧州金融安定ファシリティー」(EFSF) が2010年に創設された。

③EFSF は, 2012年9月に, 永続機関としての「欧州安定メカニズム」(ESM) となった。(ドイツで, ESM の批准をめぐり, 反対する論争があったことについては後述。)

④「直接債権買入れ策」(OMT)。ESM によっても資本市場の動揺が収まらなかったため, ECB 新総裁のマリオ＝ドラッグーは, 「何でもする」発言(2012年7月26日)をし, これに OMT 計画が続いた。これは, ESM の財源を使い, 倒産の恐れのある国の債権者の持つ国債を買い取る計画である。

⑤ECB による QE プログラム (2015年1月22日) の策定。OMT による資本市場での熱気が長続きしなかったため, ECB の政策理事会は公債, 社債の再度の大量購入を決定する。「長期資金供給オペ」(LTRO) と「公的セクター購入計画」(PSPP) である。

(3) 付随した出来事

コロナ危機対応の「再建ファンド」(ユーロ債) による各国支援は次元が異なるので後述するとして, ここでは, 上記の国債購入計画に関し, それに付随した出来事を紹介する。

まず, ECB 政策理事会のドイツ代表者にとって SMP プログラムによる国債購入は, 財政ファイナンスを禁じる「EU 連合条約」123条違反と考えられた。そのため, ドイツ連銀総裁 A. ウェーバーと ECB ドイツ代表の J. シュタルクが辞任している。A. ウェーバーは次期 ECB 総裁の有力候補であったが, 国債購入に反対の立場をとったことから, フランスと南欧諸国の支持が得られなくなった。

救済ネットの ESM が実施されるまでにはド

イツの批准が遅れた。ドイツ大統領 S. ガウクは, 国内のエコノミスト, S. ホムブルクの懸念を無視できなかったからである。ホムブルクは, ESM 規約では, ドイツの責任が持ち分参加分に留まらず, 債務全額に弁済責任を持つ可能性があることを指摘していたのである。

OMT 計画は, 焦げ付く恐れのある国債を, 焦げ付く前に買い取ることで, 債権者を100%保護すると宣言した。不良債権を買い取った NCB は, それを満期まで保有すること, 損失は NCB が負担することとされた。ユーロシステムによる保証はコストなしである。投資家はリスクプレミアムを要求しなくてよいので, 重債務国とドイツの国債金利スプレッドはその分だけ即座に低下した。

(4) ドラッグーマジック

これにより満期後, 重債務国でも新たな国債を低利で発行できた。また, GIPSIZ 諸国の国債が海外投資家のポートフォリオとして危険ではなくなり, これを扱う金融機関にとっても有利になった。ESM と OMT のプログラムが導入されるに及び, 援助金が所在するルクセンブルクから GIPSIZ 諸国へ資金払い込みがあり, 資本市場からもこれらの諸国へ資本が流入し, ターゲット勘定のアンバランスは一時的であるが急激に緩んだ。

OMT 計画の見かけ上の成功は, ドラッグーマジックとして彼の ECB 総裁としての高評価をもたらしたが, ジンによればそれには負の側面が指摘される。ドラッグーの発言はアナウンスメント効果を持ち, 債務国のリスクプレミアムを低下させたが, リスクが消えたわけではない。リスクは NCB に転嫁され, 最終的にはその国家と納税者としての国民が負うことになる。NCB の損失の可能性があるなら, 国家には所有施設 (Anstalt) としての中央銀行を維持存続させる「負担義務」(Anstaltslast) があるため NCB への資本補充を余儀なくされる。資本補充は NCB への国債の贈与によりなされるため,

国家債務を増加させる。

OMT プログラムは、経済的観点から見れば、重債務国に対する他国からの補助金であり、補助金は財政政策である。金融政策に責任をもつべき ECB にとって、このプログラムはその権限を逸脱する、として「ドイツ憲法裁判所」は「欧州裁判所」(EuGH)に異議を申し立てたが、それは却下された。OMT プログラムがなければ投機的アタックによりユーロシステムは解体の危機に瀕したかもしれず、ターゲット資産の回収リスクを抱えるドイツはもっと大きな犠牲を払ってでもこれを阻止しなければならない。コール首相は、ユーロは南欧諸国の国家債務に責任を持つ連帯同盟にはならないと国民に約束した。現状は OMT に賛同するか、コールの約束を守るか、いずれにせよドイツは苦しい立場に立たされた。

(5) LTRO と PSPP

OMT プログラムの多幸感は長く続かなかった。長期国債の金利スプレッドが2014年央に再度拡大し、投資家は疑心暗鬼となった。投資家は、OMT プログラムでの宣言を着実に実行するよう求め、彼らのポートフォリオにある国債の一部を ECB の貸借表に移すよう迫った。そうした中、ECB は、2015年1月22日に決定した QE プログラムを3月に実施する。ここには、長期のリファイナンスオペである LTRO と公的セクター債券購入プログラムの PSPP が含まれる。民間が発行主体の債券は従来の枠組みでさらに買い続けられる。PSPP による通貨の発行増はこれまでの規模を遥かに凌ぐもので、これにより ECB の金融政策は潜在的に深刻なインフレの発現の可能性を高めた。ジンは見ている。SMP の国債購入では、プログラム終了の2012年に累計2230億ユーロの購入であったが、PSPP は毎月、600億ユーロの購入である。国債購入が大部分であるが、1割ほどは多国籍開発銀行(ルクセンブルクの「欧州投資銀行」EIB など)や国際機関の債券が買われているようだ。

ECB 本体による国債購入は僅かであり、大部分は NCB が、ルールとして国別規模に応じて買い、しかもその管轄範囲の国債の買いに限定されるようだ。また、本来、ECB は流動性の供給を主体とし、信用供与は短期(1日から1週間程度)に留めていた。短期信用であれば、通貨量調整のファインチューニングが可能であった。ドラッグー総裁は1年から3年の銀行向けの長期信用(LTRO)を導入した。そして、リファイナンス信用には担保として確実な有価証券が求められていた方針を改めた(ドラッグーバズーカ砲)。

国債購入に重点を置く QE プログラムは日本を始め他の先進工業国の中央銀行も試みている異次元の金融緩和政策である。中央銀行の証券購入はこれまでも公開市場政策の中で実施され、重要であったが、従来は短期信用が主体であった。QE に対する政策評価はいまだ定まっていないが、証券が買い戻される場合の価値の大幅変動のために、政策中止が困難となっているようだ。

SMP の際と同様に、PSPP に対してもドイツの専門家からは、「EU 連合条約」(123条、125条)違反として批判が出た。「連邦憲法裁判所」からの異議申し立ても同様になされた。

5 パンデミックへの対応

(1) ECB のコロナ対応

欧州では、競争力を落とし、債務危機に苦しんでいた地中海諸国が早期に、深刻なコロナ危機に見舞われたことは悲劇である。2020年の世界 GDP が3%強落ち込んだ中で、ユーロ圏は-5%であり、米国(-3.4%)より低調であった。とりわけ、スペイン(-11%)、イタリア(-9%)、フランス(-8%)の落ち込みが大きい。ワクチン接種では、フランス製薬企業への配慮、価格をめぐる取引などがあり、米、英より遅れたが、接種率は2021年夏までに米、英

を上回った。生産活動が早晩、急回復することは目に見えており、コロナ対策のためこの間に急激に増加した通貨量が今後のインフレ要因になることが懸念される。

コロナ対応のため、EU 首脳会議、そして ECB によりとられた対応をまとめてみる。

パンデミックの発生に伴い、金融市場は直ちに反応し、債務国の金利スプレッドが再拡大し、でも、ECB の新総裁、クリスティーヌ＝ラガードは、金利スプレッドを放置する立場をとった。これが2020年3月18日の株価暴落につながった。この日付が EU 首脳によるコロナ対応策の開始日となった。同日、ECB は7500億ユーロの規模の追加的な「パンデミック緊急証券購入プログラム」(PEPP) を発表した。これは「欧州委員会」と示し合わせた計画のように思われ、「欧州委員会」は、即座に(5月27日)、コロナ対応として同額の「再建プログラム」を打ち出した。この計画は EU 閣僚会議、ユーロ圏加盟各国で議論され、7月21日に批准されている。(ECB の PEPP と EU の「再建プログラム」との示し合わせについては、以下でさらに言及する。)

ECB の PEPP にはさらに、同年6月に、6000億ユーロ、同年12月に5000億ユーロが追加された。以上の合計1兆8500億ユーロの予定額は、既に翌年9月にはその大半(1兆3750億ユーロ)が実行済となった。

ECB により、さらに以下のプログラムが加わる。まず、新規のTLTRO (TLTRO-Ⅲ) が2019年に計画済であったが、2020年3月以降の分では2021年9月時点で2兆2870億ユーロが実行された。さらに ECB では、パンデミックの被害の大きい国の銀行向けリファイナンス資金のための ELTO (PELTO) プログラムを立ち上げ、2021年9月までに280億ユーロを拠出した。これに加え、「資産購入プログラム」(APP) によって国債を買い足した。APP はその多くが PSPP から成り、当面、毎月200億ユーロを支出し、2020年には一度限りとして1200億ユー

ロが国債購入に充てられた。APP 単独では、2020年3月のコロナ危機発生以来、2021年末までに、5600億ユーロの支出が予定されている。

コロナ危機発生(2019年3月18日)以降、2021年9月までの間に通貨の追加発行(フロー)だけで、2兆8000億ユーロであり、この通貨量のフローは、リーマンショック以前のユーロシステム全体でのベースマネーのストックであった8760億ユーロの約3倍となっている。

(2) ドイツのコロナ対応

ドイツ一国ではどうであったか。

国民の外出制限、それによる商業、観光、文化、スポーツ関連企業活動の停止をドイツも免れなかった。そのため関連業界への補償、消費需要の回復のため巨額の財政支出プログラムが組まれた。2020年には3月と6月、翌2021年3月と3回にわたり、連邦での補正予算が組まれ、それに各州と「経済安定化基金」(公的予算とは別に、有限会社として連邦より信用提供を受け、それを民間企業に貸し出す)の予算が加わり、この2年間で6540億ユーロのコロナ関連の予算が組まれた。これは両年の GDP 合計のほぼ10%に相当する。予算に計上されるこれらの金額とは別に、補償のための支出が8270億ユーロ(2年間の GDP の12%相当)であった。通常の年では想像できない支出となったことは間違いない。

コロナ危機後に活躍が期待され、目下は国家の活動自粛要請を受けている企業に援助を与えることは当然と考えられるが、ジンによれば、パンデミックの混乱の中で経済政策の矛盾も多く指摘されている。2020年6月の補正予算は明白に景気対策に重きが置かれ、消費を喚起し、小売りでの集客を促進しようとしたが、混雑を助長してコロナの蔓延につながってしまったし、他方、外出制限の中で資金援助により人々の購買意欲を高めると、勢い通信販売を助長し、ただでさえコロナ危機で莫大な利益を上げているアマゾンなど米国の大手通販企業の売上げを高

めることになった。店舗営業の中小の小売企業はますます排除されてしまう。水素発電、人工知能、量子技術へのパンデミックを理由にした補助は、これらの産業が今後いかに有望であれ、説得的ではないであろう。一般家庭の電気料金の補助はどうであろう。ドイツの電気料金は1キロワット時間当たり30セントであり、先進国中最も高いと言われる。電気代高騰の原因は、ドイツの電力政策が、再生可能エネルギーへの依存を高めつつも、同時に従来の発電施設を並行して稼働させるという2重構造を余儀なくされている事情が大きい。ジンの見るところ、財務省はコロナ禍を理由にして電気料金への補助金を容認することで、コストの高い脱CO₂対策への国民の不満を解消する意図が伺えるという。

(3) ユーロ債への道

「EU 運営条約」310条において、EU には均衡予算原則が定められている。EU 予算は歳入と歳出が均衡しなければならず、債務は認められない。しかし、上記に示したように、EU 政府会議（2020年6月21日）において、債務により7500億ユーロの「再建ファンド」の設立が決定された。外部資本を自己資本に解釈代えることで法網をすり抜けたとジンは批判する。7500億ユーロの中、3600億ユーロは返還義務があり、残余の3900億ユーロは財政トランスファーである。EU はこれにより初めて、財政トランスファーのための信用調達、つまりユーロ債の発行を実施することになった。メルケル首相始め、ドイツ政府はこれまで一貫してユーロ債の発行、つまり財政同盟としてのユーロシステムを拒否してきたのである。7500億ユーロの「再建ファンド」は資本市場で長期信用により調達される。償還は2028年に開始され、その後30年間かけて償却される。利子と償却金はEU 予算から弁済されるが、それはEU 加盟国により分担される。負担は、一方で、ファンドの受取額に応じて配分されるが、他方で、EU 予算への

各国の拠出額に応じて負担することになる。

EU の均衡予算原則を建前上守るために、上記に述べたが、ECB の PEPP が取り込まれたようだ。その場合、EU の「再建ファンド」の原資は、ECB による通貨発行により賄われる。ECB でなくとも NCB なら「国際機関の債務証券」（つまり EU 債）を買うことができるし、買わなければならなかった。こうして NCB の発行した通貨が一般銀行を介して EU に渡り、「再建ファンド」と称して、ユーロ圏加盟各国に移転された。

EU のコロナ対策による資金援助には、このほかに「連帯パッケージ」の5400億ユーロ（2020年4月）、「緊急援助手段」の40億ユーロ（2020年4月）が付け加わり、総額1兆2940億ユーロとなっている。こうして M. フリードマンの「ヘリコプターマネー」の例えが EU のコロナ対応に当てはまるとジンは評価する。

最後に

概して、ECB の金融政策に対し、ドイツでは批判が多いことは事実だ。通貨発行にルーズであり、本来の使命である物価安定からかけ離れた運営になっているのではないか、フランス、イタリアを始め南欧諸国は経済発展のためのインフレに寛容であり、そうした国々の意向を ECB は強く受けているのではないか、といった批判である。ジンの研究からは、もちろんその鋭い洞察とエコノミストとしての見識に多くの示唆を受けつつも、そこにはそうした「被害者意識」が底流にあることは否めず、ある程度批判的に受け止めなければならないと思う。

ジンの研究はこのほかに、「債務はそれほど悪いことか」という俗論の検討、通貨増発がインフレをもたらししていないことの仕組みの説明、流動性の罨にもかかわらず ECB が低金利政策に固執する背景、などの興味深い論点に切り込んでいる。その紹介は別の機会に譲りたい。

注

1) 本邦の文献で参考にしたのは以下の通り。

竹森俊平,『ユーロ危機 そしてドイツだけが残った』,2012年。

同,『世界経済 危機は終わった』,2014年。

同,『欧州統合,ギリシャに死す』,2015年。

田中素香,『ユーロ危機とギリシャ反乱』,2016年。

唐鎌大輔,『ECB 欧州中央銀行 組織,戦略から銀行監督まで』,2017年。

(本研究は,筆者が平成24年9月18日より平成25年3月17日に,ハレ大学(ドイツ)にて専修大学中期研究員として,研究課題「統一ドイツ経済の現状と構造的問題」のもとに実施した研究成果の一部である。)