

《研究ノート》

# 「ユーロシステム」における 決済システム（ターゲット）をめぐる論争

—H.W.ジンと M.ヘルウィツヒの論争を中心にして—

加藤 浩平\*

## 1. はじめに

米国発の世界金融危機がヨーロッパに波及しユーロ危機が発生して以降、とりわけ注目すべき問題は、ユーロ圏の各国間でターゲット・バランスの著しい不均衡が生じていることである。「ターゲット」(Target) とは、「ユーロシステム」(欧州中央銀行 ECB とユーロ圏各国の中央銀行 NCB [ドイツの NCB を本稿では「ドイツ連銀」と呼んでおく] の統合システム) における財や資産などの取引の決済システムである。NCB の ECB に対する収支残高であるターゲット・バランスがリーマンショック以降、3度の段階を経て、急激に増大しているのである。この決済システムの中で、債務(以下、ターゲット債務)を膨張させているのが、地中海沿岸諸国(ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペイン、キプロス)とアイルランドであり、その頭文字をとって GIPSIC 諸国と呼ばれる。これに対し、ドイツ、オランダ、ルクセンブルク、フィンランドではターゲット債権が増え続けている。「ユーロシステム」全体のターゲット・バランスは、2019年時点で、債権と債務がそれぞれ1兆2860億ユーロ(以下、1286Mrd.ユーロ)という巨額に上り(「ユーロシステム」内では債権額と債務額は差し引きゼロ)、ターゲット債権の大半(895Mrd.ユーロ)はドイツが抱えている。

2011年に H. W. ジンと T. ボルマースホイザーの論文<sup>1)</sup>がこの問題に警告を発して以来、ターゲット・バランスの理解をめぐる、特にドイツ国内で多くの論争を巻き起こしてきた。「ユーロの決済システムは正常な金融システムであるのか」、「ドイツにとり、債権の回収リスクの心配はないのか」、「ターゲットはユーロ崩壊の時限爆弾ではないのか」といった大いなる不安が掻き立てられ、果ては、ユーロの通貨同盟を廃止すべきという意見まで現れたのである。

---

\* 専修大学経済学部教授

1) Hans-Werner Sinn, Timo Wollmershäuser, Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr : Der Rettungsschirm der EZB, *Ifo Working Paper*, No. 105, 24. Juni 2011

## 2. 「ターゲット論争」

「ターゲット論争」とも呼ぶべきこのテーマに関し、一連の論者の主張を集約したのが、“*Perspektiven der Wirtschaftspolitik*”誌、2018;19(4)号、2019;20(2),(3)号である。この研究雑誌の連続特集号では、主要な論者がジンの主張に対する賛否両論の評価を下しているが、ジンに対する最も詳細、適格な批判をしたのがM.ヘルウィツヒ<sup>2)</sup>であった。ジンもこれを受けて、この特集号の中で、ヘルウィツヒに対し反批判をしている<sup>3)</sup>。ヘルウィツヒは「ターゲットの罫、憤りの罫」と題する彼の論考の冒頭、「ジンの説明は、感情的憤りの特徴を帯びていて、それにより（人々の）怒りを掻き立てるものだ。憤りはしかし思考を一種の罫に引き込み、合理的論争を不可能にしてしまう。欧州の中で言い争いは危険であり、まさにドイツにとって危険なのだ」と述べる。ヘルウィツヒはジンに対する批判の要点を以下のようにまとめている。

1. 価値の裏付けのない紙幣の特殊性が正確に考慮されていない。
2. 貨幣政策、通貨政策を担う中央銀行の使命についての内容的な熟慮を欠く。
3. 財政上の配慮を無批判に優先する要請は秩序政策の観点からは危険である。
4. 「ドイツ連銀」はその業務の遂行において独自の行動をとることはなく、「欧州中央銀行システム」(ESCB)の一部として運営される、という事実が排除されている。
5. 「ターゲット・クレジット」という概念は、全体経済と個別経済の観点を不当な仕方でごちゃ混ぜにしていて、分析には使えない。
6. 法規規則の理解と数値の提示が不正確であり、誤解を与えている。事実の因果関係も証明されていない。

これに対し、ジンは、同じ特集号の中で、彼の論点を要約してヘルウィツヒに対し、以下のように反論している。

1. ターゲット残高（ヘルウィツヒの批判を受けてであろうか、ジンは後からキャッシュ・バランス残高をこれに付け加えている）は公的なクレジットを計測するものである。
2. NCBに対しては、資本市場より有利な条件で市場に資金を提供する可能性が与えられている。
3. ギリシャ救済のために財政的、貨幣政策上のクレジット援助が加えられた。
4. 2012、2013年のドイツで「内部貨幣」の増加がなかった。
5. 「ドイツ連銀」に対して、QE政策が強制され、そのためターゲット債権が増加し、他国の債務の借り換えがなされた。
6. 「ドイツ連銀」のターゲット債権には基本的に価値があり、正しく記帳されている。
7. 「ユーロシステム」の中で、ターゲット残高（と現金残高）には有効な付利があり、しかも複利で翌年に引き継がれる。
8. ユーロ圏を離脱する国があるとターゲット残高（及び現金残高）の回収リスクが生じ、そのため「財政同盟」の締結交渉では、このリスクが脅し要因となる。

---

2) Martin Hellwig, Target-Fälle oder Empörungsfälle? Zur deutschen Diskussion über die Europäische Währungsunion, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 2018; 19(4)

3) H.W.Sinn, Der Streit um die Targetsalden, Kommentar zu Martin Hellwigs Artikel “Target-Fälle oder Empörungsfälle? : *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 2019; 20(3)

「ターゲット論争」には、上記の研究雑誌への寄稿者以外にも、ドイツの有力エコノミストである、M.フラッチャー<sup>4)</sup>とP.ボッフインガー<sup>5)</sup>がジンに批判的な立場から加わっている。

### 3. ターゲット・システム

「ユーロシステム」とEU非ユーロ圏のNCBの統合システムは「欧州中央銀行システム」(ESCB)と呼ばれる。このESCBの目的と課題について、「欧州連合機能条約」127条、1項において、物価の安定が掲げられ、2項において域内の取引に伴う支払いシステムのスムーズな運用が掲げられている。ターゲット・システムの導入はこの目的に沿ったものとみられるだろう。ターゲットとはTrans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System(「欧州内即時グロス決済システム」)の略称である<sup>6)</sup>。

[1] 例えば、ジンは以下のようなわかりやすい事例を挙げて、ターゲット残高が国家間のクレジット(信用供与)を計測するものだと主張する。

今、スペインの買い手(企業)がオランダの売り手(企業)からある商品を購入(輸入)し、代金の支払い(国際資金移転)の必要が生じた場合を想定する。平時ならば、スペイン企業の取引銀行(S銀行)がオランダ企業の取引銀行(O銀行)に口座振替を依頼し、S銀行でのスペイン企業口座からの引き落とし、O銀行でのオランダ輸出企業口座への振り込みで決着をみることは自明であろう。インターバンク市場が機能不全に陥った2008年の夏以降、この取引はスペイン中央銀行(NCB)とオランダ中央銀行(NCB)の2国間決済が必要となった。ここで注目すべきは、まず、スペインNCBがオランダNCBに対して、輸入代金の肩代わりをするように、ペイメント・オーダー(支払い指図)を出すことだ。これを受けてオランダNCBは、O銀行に対し、輸出企業の口座への振り込みを命ずる(決済完了)。同時にオランダNCBはO銀行がオランダNCBに開いている準備預金口座に振り込み相当額を上乗せする(ベースマネーの追加、リファイナンス)。従って、オランダで貨幣は増発される。この一連の処理では、オランダNCBはスペインNCBからの支払いを受けておらず、後者に対し、信用を供与している、とジンはみなす(ジンによればこれは「当座貸し越し」)。これがオランダNCBによるスペインNCBに対するターゲット債権となる。ターゲット残高が信用供与(クレジット)を表示するとする理解が不可解なのは、通常の信用供与の場

4) Marcel Fratzscher, Grundlose Panikmache, Das Target-System ist allen Kritikern zum Trotz ein Anker der Stabilität, in: *Handelsblatt*, 3./4./5. Aug. 2018. フラッチャーはターゲットの清算システムはユーロ圏の金融システムを安定化させる基盤であって、ジンの議論は根拠薄弱の「パニックメーカー」の議論であること、ターゲット残高を「当座貸し越しクレジット」と見るのは見当違いであると主張する。

5) Peter Boffinger, Druckerpresse für Kredite? Über Sinn und Unsinn in der Target-Salden-Debatte, in: *Handelsblatt*, 20. Aug. 2018

6) 上記、注1の論考を皮切りにして、ジンはこのテーマに関し、おびただしいモノグラフィーを公にして注目された。ジンの一連の研究は以下の大著に纏められている。これらの著作は時期的に最新データをリニューアルしつつも、内容的には多く重複している。Hans-Werner Sinn, *Die Target Falle, Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, 2012; *The Euro Trap, On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs*, 2014; *Der Euro, Von der Friedensidee zum Zankapfel*, 2015, ; *The Economics of Target Balances, From Lehman to Corona*, 2021. 以下本文ではジンの研究からさまざま引用するが、出典箇所は上記著作のさまざまな箇所でも重複するので、いちいち出典箇所を示さない。

合は貨幣の移転が行われるのに対して、ターゲット残高ではそれがないからである。(ジンは例えとして、友人が買い物をしたが、財布を持って来るのを忘れた場合、自分が支払いを立て替えてやる行為をあげている。この場合、夕方には友人が立て替えた金額を自分に支払ってくれることが当然想定される。)

1日営業日終了時には、この2国間の債権、債務関係は、各々の中銀(NCB)とECBとの債権、債務関係に移行する。ECBに対するオランダNCBのターゲット債権、スペイン中銀のターゲット債務は満期、金額がオープンであるため、ジンはこれを、ECBによるスペインNCBへの「当座貸し越し」であると主張する。

[2]次にヘルウィッチによる同様の説明を紹介するが<sup>7)</sup>、これに対し、ジンは即座にその説明を批判している。

ドイツの市中銀行(D)がフランスの市中銀行(F)に送金をする場合、Dは「ドイツ連銀」に送金依頼を出す。「ドイツ連銀」はECBに対し、自己の準備口座から同フランスNCBの準備口座への資金の移転を依頼する。そしてフランスNCBはFに資金を振り込む。最終的に、「ドイツ連銀」内のDの口座、ECB内の「ドイツ連銀」の準備口座からは引き落とし分が減少し、フランスNCB内のFの口座、ECB内のフランスNCBの準備口座では振り込み分の増大となる。

ECBの中で、一方のNCBの準備預金の低下、他方のNCBの準備預金の上昇という対照的な金融操作は、本来共有されるべきECBの(利子)収益の確定(課税ベースの算出)に当たって問題となるが、ターゲット・システムの導入により(「ドイツ連銀」の準備預金の低下はドイツのターゲット債権の減少、ないしターゲット債務の増加になる)この問題は回避される<sup>8)</sup>。

ヘルウィッチのこの説明に対し、ジンは以下のように反論する。ヘルウィッチは、ECB内にもつNCB準備口座の準備預金が増えたり、減ったりする、と説明するが、ターゲット・システムにおいては、NCBはECB内の自己の準備口座を「一義的に処理して」(Erstausstattung)、他国への振り込みを行うことはできない。ECBからの無制限(unbegrenzt)で、無担保(unbedeckt)の「当座貸し越し」口座があり、もしある国のNCBが他国のNCBに、あるいはECBに、ネットでの振り込みを行えば、この「当座貸し越し」口座がマイナスになる。ジンは、ターゲット・バランスの本質が「当座貸し越し」クレジットにあることを強調するのである。

[3]「ユーロシステム」のもとで、ユーロ危機の前後において、債務国の経常収支の赤字を(ベースマネー一定のもとで)ファイナンスするには、ジンによれば、3つの方策があった。

一つは海外からの資本輸入であり、海外の個人投資家(ないし民間の金融機関)による同国の有価証券の購入という形をとるであろう。(同国の投資家が海外資産の売却やかつての海外負債の償還も同国への資本還流となる。)この方策は基本的にリーマンショック以前の「大いなる安定期」(Great Moderation)には可能であった。むしろGIPSIC諸国には、ユーロ導入による利子率(国債利回り)の低下(域内のドイツなどの低利子率への収斂)と高収益への期待から米国やドイツ、フランスなどから大量の民間資本の流入があり、好景気、高インフレがもたらされ、経常赤字を増

7) M.Hellwig, *a.a.O.*, S.359. 以下、ヘルウィッチからの引用はすべてこの論文からである。以下、いちいち出典ページを示さない。

8) ターゲット債権に対しECBがNCBに対し利子を支払うかどうかについては議論がある。

やしていったのは周知の通り。（後述するが、図2を参照。）

二つめは、リーマンショックを契機に欧州のインターバンク市場の崩壊、民間資本の引き上げにより上記に代わる方策がとられた。外国政府、国際機関（EU、IMF、EFSF、EFSM、ESMなど）<sup>9)</sup>による財政援助のための信用供与である。2010年5月のトロイカ（EU、ECB、IMF）による第1次ギリシャ支援がその始まりである。

三つめが、（ECBの許可を得た）NCBによるリファイナンス、（また、地方ELA及びANFAによる）<sup>10)</sup>国債、地方債などの有価証券の購入を通じた通貨の増発である。ECBのリファイナンスとはオークション方式による市中銀行への流動性の供給（1週間ないし3か月のクレジット）であり、ECBの求める利子率と適格担保の要件が適用される。2008年10月には1%の利子で無制限の資金を提供する「満額割り当て方式」（Full allotment policy）が始められている。ジンはこのNCBによるリファイナンスを「ターゲット・クレジット」と呼んで、南欧諸国のターゲット債務が増大した主要因とみている。GIPSIC諸国への流動性の供給により、これを当てにして南欧諸国からドイツへ資金が移転され、ドイツの財、資産が購入されたからである。「ターゲット・クレジット」は外部からの財政援助のクレジットよりはるかに大きい額であったという。

#### 4. ターゲット・バランスの非対称的推移

ターゲット・バランスの推移を債権国と債務国を比較して、ユーロ導入以降、コロナ危機までについて示したのが図1である。ユーロ導入から2007年の欧州インターバンク市場の崩壊までをゼロ期、リーマンショック後、債権、債務が初めて急上昇し、2012年夏にピークを打つ局面を第1期、この時期、資本市場の沈静化が見られ、その後、短期間ではあれ、バランスの均衡への回復が見られた第2期、2015年以降、再度、債権、債務が急拡大し、コロナ危機に至る時期を第3期と呼んでおく（以上はジンによる時期区分）。図1に見られる通り、まず重債務国としてGIPSIC諸国中の大国であるイタリア、スペインの債務がほぼ同額で大きな割合を占めること（ECB自体の債務も少なくないことに注目）、債権国としてドイツが突出しているが、ドイツの債権の推移とGIPSIC諸国の合計債務の推移とが非対称（ミラー・イメージ）となっているのが顕著である。

[1] こうしたターゲット・バランスの推移を論者はどう説明しているか。

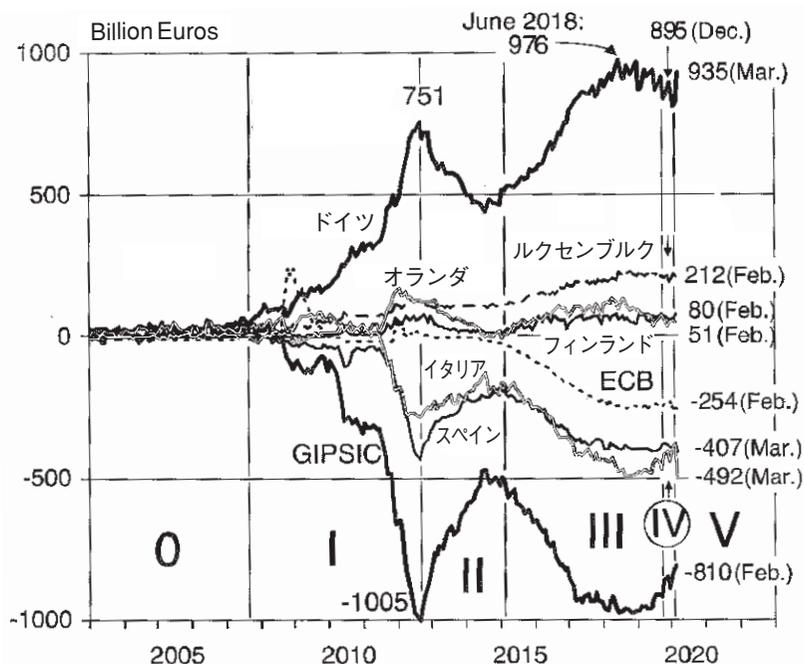
(1) ゼロ期について。図2はユーロ導入前後からの、ユーロ圏諸国の金利（10年物国債の利回り）の推移を示している。南欧諸国などの周縁国は、主要国金利に収斂した自国の低金利を奇禍とし、高収益を求めたドイツ、フランスなどの民間投資を呼び込んだ。この時期、西欧先進国経済は「大いなる安定期」であるが、南欧諸国では金融バブルの好景気から高インフレとなった。産業競争力が低下して、経常赤字が増大していった。それにもかかわらずターゲット・バランスが安定していたのは、海外からの豊富な民間投資により赤字をファイナンスできていたからである（以上はジン）。

(2) 2008年末、リーマンショック、インターバンク市場の崩壊、そしてユーロ危機を転機とし、ターゲット残高が上昇に転ずる。2009年にターゲット残高は一時縮小するが、2010年より再度増加

9) EFSFはEuropean Financial Stability Facilityの略であり、EFSMはその後継機関のEuropean Financial Stability Mechanismの略である。ESMはEuropean Stability Mechanismの略である。

10) ELAはEmergency Liquidity Assistanceの略、ANFAはAgreement on Net Financial Assetsの略である。

図1 ターゲット・バランスとユーロ危機の諸段階



出所：H.W.Sinn, *The Economics of Target Balances*, p. 30.

し2012年9月に2度目のピークとなった（第1期）。GIPSIC 諸国からの資金回収に不安を抱いた海外投資家は貸付けの満期後、再貸付を拒み、資金を本国に回収した<sup>11)</sup>。債務国の投資家も流動資金を海外に振り替えた。こうして資本は第三国、さらに主としてドイツへ還流した。

GIPSIC 諸国の国債も消化されなくなり、発行した当事国が（海外の投資家から）自国国債を買い付けることになった。2010年の第1次ギリシャ危機の後、ドイツ、フランス、オランダの市中銀行はギリシャ国債の大半を売却している。ギリシャの債務カットが予告されると、他国の市中銀行は債券売却を加速させた。

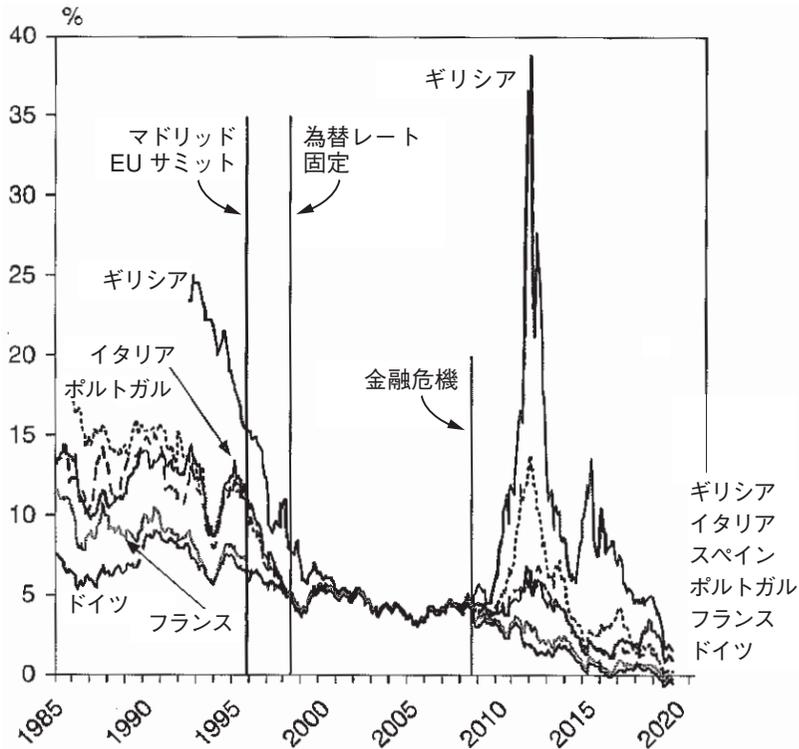
（3）債務国からの資本流出を止めたのは、2012年春の ECB による流動性供給（LTRO）<sup>12)</sup>であった（第2期）。同年7月にドラギ ECB 総裁の「何でもする」(What's it takes) 発言があり、ECB の OMT<sup>13)</sup> プログラム、及び ESM の救済資金が発動された。これによる債務国の国債買いは、ESCB（2010

11) 資本は、まずは、南欧諸国への資金供給の仲介機能を果たしていたフランス、ベルギーへ還流し、さらに、その資金提供の源となっていたドイツに償還された。

12) Longer Term Refinancing Operations の略。LTRO クレジットに関しては、ECB は、2011年夏に米国 FRB との間にスワップ協定を再締結して、同年12月と2012年1月におよそ10億ユーロを「ユーロシステム」への追加の流動性として注入していた。この LTRO クレジットを相対的に多く受け入れたのは GIPSIC 諸国であったという。この資金は利回りのいまだ高かった自国の国債買いに使われたという。

13) Outright Monetary Transactions の略

図2 10年物国債の利回り



出所：H.W.Sinn, *The Economics of Target Balances*, p. 89.

年 SMP 計画<sup>14)</sup>により), NCB (ESCB 定款14条, 4項「自国の責任で」に基づく)と当事国の市中銀行<sup>15)</sup>により実施された。この時期, 市中銀行による購入債券の選択では, 自国偏重(ホームバイアス)が顕著であったという<sup>16)</sup>。こうしてリスク資金が再度, 債務国に流入し, ターゲット・バランスの急回復につながった(以上はヘルウィッチ)。

(4) 第3期, ターゲット残高の再度の急上昇の原因を, ジンはECBによる最初のQE政策の開始(2014年夏に始まる)に求めている。QE政策<sup>17)</sup>は, 2015年の3月以降の大々的な債券購入につながったという。これによりとりわけ, イタリアとスペインの公的対外債務が, 海外の民間投資家に購入されることによりリスクジェーリングされたという。これはこの2国のターゲット債務を増やし,

14) Securities Markets Programme の略。

15) 特にギリシャ国債を買ったのはキプロスの市中銀行であった。

16) ヘルウィッチはドイツのイニシアチブがあったとしている。

17) ECBのQE政策(APP: Asset Purchase Programme 計画として知られている)は2014年から2018年の間に実施され, ユーロ圏のベースマネーを1兆2000億ユーロから3兆2000億ユーロに拡大させた。そこでは公的部門による国債購入プログラムであるPSPPにより2兆1000億ユーロの公的債権が買われている。H.W.Sinn, 注3)の論文, p. 188の数字。

民間投資家はこの2国の公的債券を売却してその収益をドイツに再投資したので、ドイツのターゲット債権が増加したとジンは見ている。

ヘルウィッチの説明は、NCBの国債買いとターゲット・バランスの推移との関係に果たした金融センターの役割を強調する。PSPPプログラム<sup>18)</sup>により各国のNCBは資金を自国債券の買い戻しに費やす。自国債券の売り手(国籍を問わず、また金融機関である場合が多い)の所在が自国ではなく、他国の場合、債券購入のためにはその他国への購入資金の振替が必要となる。この振替は、自国のターゲット債務の増大、他国のターゲット債権の増大となる。したがって、イタリア中銀がイタリア国債を買ったフランクフルト a.M.(他国)在住の投資家からイタリア国債を買い戻せば、イタリアのターゲット債務の増加、ドイツのターゲット債権の増加となる。同様に、「ドイツ連銀」がフランクフルト a.M.在住の投資家からドイツ国債を購入すれば、ターゲット口座には何の書き換えも生じない。ターゲット債権を増加させたのはドイツのみならず、フィンランド、ルクセンブルク、オランダである。自国債券の購入というこの同じ措置がターゲット残高の非対称の結果を生む理由として、ヘルウィッチは、金融投資業務において中心的位置を占める都市がターゲット債権を増加させた国に集中している事情が大いに関係しているというのである。ルクセンブルクには多くの投資ファンドを取り扱う金融機関が集中している。ロンドンの投資ファンドはユーロ圏での活動拠点として、フランクフルト a.M.やアムステルダムでの立地を選好する。スカンジナビア諸国の投資ファンドはフィンランドを通じて投資活動をする人が多い。PSPPプログラムにより購入された国債の多くはこうした国際的な投資活動を展開する投資家によるものであったとヘルウィッチは見ている<sup>19)</sup>。(以下で紹介するように、ポッフィンガーもほぼ同様の指摘をしている。)

[2] ターゲットをめぐる決済システムをどう理解したらよいか。

(1) この論争の最大の論点は、ターゲット債権をクレジットと見るかどうかである。ジンはこれを債権国側から債務国側への「当座貸し越し」(Oberdraft Credit, ドイツ語では Überziehungskredit)と見なしていることはすでに述べた通りである。敷衍すれば、ジンはターゲット債権をクレジットと見なす彼の主張において常に、1913年にFRBと12の地区連銀の成立とともに合衆国で取り入れられた民間銀行間での決済方法である「地区間清算システム」(ISA)を引き合いに出して、「ユーロシステム」でのターゲット決済はこれと同じであると主張する。例えばデトロイトの銀行とシカゴの銀行の間で、顧客の取引を決済する仕方は、支払い義務のある顧客の口座のあるデトロイトの銀行から支払いを受ける顧客の口座を有するシカゴの銀行への「代金支払いの肩代わりの要請」(payment order)を出すことである。この際、デトロイトの銀行からシカゴの銀行への資金その他の資産の移転はなされず、一定期間の経過において両銀行間で債権・債務の清算がなされなければ、州の発券銀行間でのクレジット決済となるというのである。

(2) これに対しヘルウィッチは「ターゲット・クレジット」の主張に対し、以下のように反論する。ジンは、ターゲット残高の増大が地中海沿岸諸国のNCBによる過大な通貨の増発によって引き起こされたとする。この膨張した通貨がドイツの財、サービス、及び不動産その他資産、「持ち運べるものはすべて」(was nicht niet- und nagelfest)の購入に向けられたという。かくてドイツ

18) Public Sector Purchase Program の略。

19) ジンは、この指摘を妥当なものとして認めつつも、金融センターが立地する都市のあるNCBは、同じ理由から逆に、ターゲット債務を増やす可能性も高いと反論し、そうした事例としてニューヨークの場合を指摘している。

は、こうした国々が、いわば「ツケ」で買い物ができる「セルフサービスの店舗」(Selbstbedienungsladen)になってしまったというのだ。「ドイツ連銀」のターゲット債権の増加はクレジット供与の結果であり、取り立てが出来ないことが致命的だとジンは言うが、それは間違いだ。ジンの「ターゲット・クレジット」論は、全体経済の観点と個別経済の観点を混同している。ドイツ一国をクレジットを供与する集合体として捉えることはフィクションであり、クレジットの供与国と受け取り国の両国民にナショナリスティックな憎悪を呼び起こすことになり兼ねない<sup>20)</sup>。

また、ドイツは経常黒字国であり、その裏返しとしてネットの資本輸出（ターゲットのクレジットも含まれる）国であるので、ドイツの「ターゲット・クレジット」が、債務国の経常赤字、ないしそこからの資本流出をファイナンスしているとされる<sup>21)</sup>。「赤字をファイナンス（補填）する」という言い回しはエコノミストが好んで用いるが、国際収支を扱う際に用いられると、国民経済学と経営学とを混同することになるのではないか。

(3) ターゲット債権＝クレジット論に対するより説得力のある批判は、ボッフインガーによりなされた。以下ボッフインガーの議論を紹介する（前掲、注5）の新聞記事より）。

ボッフインガーはまず、2011年を境にターゲットの中身が変わったことを指摘する。GIPSIC 諸国のターゲット重債務国であるイタリアとスペインを見ると、両国が深刻なターゲット債務国になったのは2011年以降である。イタリアの市中銀行による自国の家計と企業向けクレジット（通貨増発）は、2018年には2011年の水準を下回った（150億ユーロの減）。スペインにおいても同期間の通貨発行額は減っている（600億ユーロの減）。したがって、両国が通貨増発をして（「輪転機」を回して）、自国の家計と企業によるドイツでの財貨の購買を可能にしたというジンの主張は誤りである。しかも両国の対ドイツの経常赤字は大きくない<sup>22)</sup>。両国は全体の経常収支が黒字であるので、対ドイツでの2国間収支の赤字は十分補填できていた<sup>23)</sup>。

ターゲット・バランスが市中銀行による民間セクター及び経常赤字へのクレジット供与とは無関係であるとすれば、その変動はどこから生じるのか。ボッフインガーは以下のように説明する。

図1から明らかなように（本稿での時期区分を少し変えて）、2011年6月から2012年夏までの間と、2015年1月から2018年6月までの2つの時期に、ターゲット・バランスのピークをもつ2つの波が来ている<sup>24)</sup>。両時期におけるターゲット残高の上昇は国債の売却が主要原因である。第1波で

20) 例えば、ドイツ人がイタリア人に対して「たかり屋」といったイメージを抱くことになる（*Der Spiegel*, 2018年5月24日の記事「ローマのたかり屋」）。

21) ジンは、[ターゲット残高の赤字] + [資本輸入] = [経常収支の赤字] + [資本輸出] という恒等式を示して、経常収支の黒字はその国の資本輸出額に等しく、ターゲット残高の増大分はドイツのネットの資本輸出の一部であることを示し、ターゲット残高が黒字のドイツは債務国の経常赤字、ないしその国からの資本流出を補填している、と論じる。

22) 2011～2017年のドイツのユーロ圏内の経常黒字は4180億ユーロであるが、その内、対イタリア、対スペインの黒字は360億ユーロであった。

23) この状況は2001年～2007年の好景気の時期（「大いなる安定期」）には異なっていた。この時期のドイツの対スペイン経常黒字は1190億ユーロ、対イタリア経常黒字は1050億ユーロであった。当時のスペインの市中銀行の貸し付けは天文学的であり、スペインの家計と企業はまさに「借金をして」ドイツでの財、資産の購買に走った。ところが当時のスペインのターゲット債務はゼロであった。ドイツの市中銀行が資金を補填したからである。

24) 第1波のピーク時に、ターゲット債務はスペインが3890億ユーロ、イタリアが2860億ユーロであった。第2波では、スペイン2060億ユーロ、イタリア3160億ユーロである。

は、ユーロ崩壊を防ぐため、ECBが市中銀行に対し、膨大な流動性の供給を許可した。これによる信用貸付は二次的な証券市場で消化されたため、債務補填までには至らなかった。初めてドラギの「何でもする」発言（2012年7月26日）を受けて、ユーロ通貨の安定が見られ、証券売りの波が止み、ターゲット残高が縮小する。事態は不況の様相を呈し、スペイン、イタリア両国の対ドイツ貿易輸入は急激に縮小した。

第2波では、ECBも加わって、各国NCB自身が国債購入を行っている。この結果、ターゲット残高が膨らむが、国債の売却者に対してはクレジットなり、何らかの贈与が与えられたわけではない。彼らによるドイツの財、資産の購買力は、ジンの主張するように高められたわけではない。2008年以降、ドイツのターゲット債権が増大したのは、ドイツの市中銀行がユーロ導入以後、2008年までに投資していたユーロ圏内での海外資産を売却したためである。ターゲット・システムのおかげで、ドイツの市中銀行は、とりわけGIPSIC諸国への過大投資のリスクを難なく回避できたのであり、このリスク回避の過程で、ドイツの市中銀行の持つ債権が「ドイツ連銀」のターゲット残高に移転されたのである。

(4) 以上がボッフインガーによるジンのターゲット論への批判であるが、ボッフインガーはさらに、この時期のNCBによる国債購入がドイツのターゲット残高を増加させたロジックについて、上記のヘルウィッヒと同様の事例を説明している。ただしボッフインガーの説明のほうが、実際によりあり得たケースであると思われるので、以下に紹介しておこう。

英国の投資家がスペインNCBに対し、その求めに応じて自己の持つスペイン国債を売却したとする。その対価はひとまず、スペインの市中銀行のこの英国人の口座にスペインNCBから振り込まれる。続いてこの英国人が、増えた預金を、ドイツの市中銀行の自己の口座に振り込むとすれば、このドイツ市中銀行が「ドイツ連銀」に持つ準備預金額が増え、スペインの市中銀行がスペインNCBにもつ準備預金額が減少する。これと見返りに、「ドイツ連銀」のターゲット債権が増大し、スペインNCBのターゲット債務が増える。この一連の取引において、ドイツ人の資産が移転されているのではないことは明らかだ。ドイツには銀行預金の増加があったが、これは「ドイツ連銀」のクレジット供与によって生じたのではなく、ドイツの銀行への外国人の預金によって生じたに過ぎない。欧州の投資家がドイツの市中銀行に口座を開設しようとする動向が顕著なのは、夙にヘルウィッヒが主張するように、ユーロ圏金融市場の中核としてのフランクフルト a.M.の重要性のためである。この影響のため、ドイツの市中銀行の抱える対英国での負債が増大している<sup>25)</sup>。これにより「ドイツ連銀」にリスクは生じるだろうか。「ドイツ連銀」はターゲット債権に対し、その換金の請求をすることはできないが、「ドイツ連銀」の持つ準備預金（負債）に対しても、共通通貨の通貨同盟では、換金請求を受けることもありえない。

## 5. ターゲットシステムの評価

(1) ターゲット・クレジットと類似の決済方法として、かつて考案されたり、成立していた制度として、ジンは（上記の合衆国のISAを別にして）以下の先例を指摘する。

- ① ケインズの固定レート制の人工通貨、バンコールの割当て
- ② EPU（「欧州清算同盟」）でのドイツの国際収支黒字による金の蓄積

---

25) 第1波の時期に1500億ユーロ、第2波の時期では1700億ユーロであった。

- ③ IMF 体制下での各国中銀の特別引き出し権
- ④ 戦後のブレトン・ウッズ体制下での外貨ストック
- ⑤ 旧ソ連のコメコン貿易におけるトランスファー・ルール勘定
- ⑥ スイス中銀の資産ポートフォリオ

④の指摘に対し、ヘルウィッヒは以下のように批判する。ブレトン・ウッズ体制下の1960年代末から70年代初めにかけての西ドイツによる外貨の蓄積（ドル買い）を、ジンは米国の経常赤字をファイナンスするために、西ドイツが米国に供与したクレジットと見なす。当時、西ドイツが合衆国に供与したクレジットの役割を、現在、ドイツが GIPSIC 諸国に対して行っているとジンは主張するのだが、それは間違いである。大きな貿易黒字のためマルクの強い切り上げ圧力を受けた当時の西ドイツは、産業界からの要請を受けて、ドルレートが固定相場から乖離するのを避けるためにドルを買い支えたのであって、当時のドル買いは為替市場への介入によるマルク切り上げの阻止であったのだ。

(2) ターゲット残高は、国の資産としてどれ程の資産価値があるのだろうか。ヘルウィッヒの言うところを聞いてみよう。

ECB 管理理事会の決議により、各国のマネー流通量についての取り決めが NCB 間の債権・債務のシステムに取り入れられた。各 NCB の流通マネーの発行量の基準に応じて（全流通マネーに対し、各国の ECB への出資比率に応じた一定割合がその国の NCB の通貨発行量の基準とされた）、実際の通貨発行量が基準を上回れば、超過分がユーロシステムへの債務として計上され、基準を下回れば、その差額が債権として計上された。

ところでこの債権、債務に関して、その保有者（NCB）が如何なる権利をもつか、またいかなる義務を果たさなければならないかは、俄かに明らかではない。発行された通貨は NCB の負債であるが、通貨の保持者が何か請求権をもっているとか、NCB が何か支払い義務を負っているというようには解釈されないし、また発行通貨の借り方記載は決算書作成でのフェアバリュー（Fair Value）に矛盾するからである。

ターゲット残高に関しても、こうした解釈が妥当するとヘルウィッヒは主張する。ターゲット債権を持つ NCB が何らかの請求権をもつとか、ターゲット債務を抱える NCB が債務分の支払い義務を負うということにはならない、というのだ。ターゲット残高をもつことの法的有効性は、「ユーロシステム」に帰属すべき NCB の利潤部分の確定の場合のみであるとされる。「ドイツ連銀」は ECB に対して大きなターゲット債権をもっているが、そのことは、ESCB の構成メンバーとしての「ドイツ連銀」の活動から得られる収益にいかなる影響も及ぼさないという。

ターゲット残高への付利について、ジンは、毎年、ターゲット残高（ストック）に対し、利息が付き、複利で利息が残高に上乘せられること、利息は主要リファイナンスの利息と同じであるかどうかは不明であること、付利はメンバー国の通貨同盟からの脱退またはデフォルトの予防の役割を果たすと見なされねばならないことと述べているが、ヘルウィッヒは、これは誤謬であると主張する。

(3) 以上の経緯を踏まえると、一体、ターゲット残高はドイツの資産としてどれほどの価値をもつのか疑わしくなる。「ドイツ連銀」のもつターゲット債権は、公式統計上、ドイツの対外資産に数えられる。2018年にこれは、ドイツの対外資産（ネット）の51%（2018年）である。これが消滅すれば、ドイツにとっては大きな痛手になると一般には危惧されるどころだ。

これに対し、ヘルウィッヒは3つの点から疑問を呈する。

まず、ECBに対する「ドイツ連銀」のポジションには貸方のターゲット債権に対し、借り方として流通通貨が加わる。実はドイツの場合、ターゲット・バランスは黒字であるのに対し、流通通貨量が「ドイツ連銀」の通貨発行量（上で述べた通り、ECBの基準に即して発行される）を超過しているという問題がある。流通通貨量と通貨発行量との差額は「キャッシュ・バランス」と呼ばれるが、ドイツはこれがマイナスになる点の特徴である。このマイナスがドイツでは大きいのだ（2018年で378Mrd.ユーロ）。ターゲット債権にこのキャッシュ・バランスのマイナス分を加えると、ドイツのネットでの対 ECB ポジションは600Mrd.ユーロの黒字となり、ドイツのネットの対外資産（1900Mrd.ユーロ）に占める割合は31%に下がる。グロスの対外資産（8300Mrd.）に占める割合で見れば、さらに12%に下がる<sup>26)</sup>。

(4) 次に、ターゲット債権を「我々の」資産と捉える視点の問題性である。集団は幻想ではないかとヘルウィッヒは主張する。以下、ヘルウィッヒの主張。全体経済の視点ではそこに包摂される個々の経済主体がそれぞれどのような関係にたち、どんな権限があるかは一切考慮されない。ドイツ人であるヘルウィッヒの外国の年金基金分も、「ドイツバンク」のニューヨーク子会社の対外資産も、「ドイツ連銀」のターゲット債権もすべて合算して「我々の」対外資産に含められる。個別経済での「資産」となれば、予算遂行や行動に際しての決定権者がいることが前提として想定されるが、全体経済ではそうした決定権者は存在しない。ギリシャ人やイタリア人を一括して一つの集合体として捉えることは危険である。フランクフルト a.M.の銀行に口座を持つギリシャ人は、多額のターゲット債務を抱える本国ギリシャのNCBと連帯責任を負うべきなのか。欧州統合の体制はそういうことを想定していないはずだとヘルウィッヒは主張する。

(5) 最後に、そもそもターゲット債権を資産統計に含めることは適当なのかが問われる。「ドイツ連銀」と他国NCBの統計処理では異なったポジションが組み合わされている（ヘルウィッヒ）。「ドイツ連銀」は、ある面ではドイツの金融機関として活動し、他面ではESCBの下部組織として超国家的役割を果たしているという二面性の問題もあるのだろう。EUの通貨統合により、メンバー国の金融政策の自律性が放棄され、理論的にはECBにその権限が委譲された（トリレンマの解消）とはいえ、EU内での「金融市場の分断」と呼ばれる現実のなかで、ECBとNCBの権限の分配は微妙な問題を孕んでいるように思われる。

---

26) ユーロ圏での対外決済は、必ずしも本稿が問題とする「支払指図」（ジンが問題視するクレジット）によるのみならず、現金支払いによっても清算される。ユーロ圏での国境を越えた現金流通（キャッシュフロー）の結果は、キャッシュ・バランスに反映される。

キャッシュ・バランスはターゲット・バランスとの共通点が多いとされ、ともにNCBのバランスシートに記載される。各国NCBが発行できる通貨量は、当該国の規模（ECBへの出資額）に応じてECBにより決定される。キャッシュ・バランスは、この通貨発行量と流通通貨量との差額である（後者マイナス前者）。前者は既知であるが、後者は推測の域を出ない。通例、通貨発行量の一定割合（国のサイズに応じて決定される）と予想される。キャッシュ・バランスが黒字になる国は、当地での財や資産の購入のため他国からの通貨の流入が多い場合であることが推測される。こうした国では流通する通貨の少なからずが他国で発行された通貨であるので、当該国のNCBはユーロシステムに対し債権をもつ。ドイツのキャッシュ・バランスは2019年において436Mrd.ユーロの赤字であった。ドイツでは外国人労働者による本国送金が多いため、伝統的にキャッシュ・バランスがマイナスになるのは不思議ではない。2019年のドイツのターゲット債権が895Mrd.ユーロであったことを考え合わせると、ECBに対し、計算上はこの年に459Mrd.ユーロの債権をもっていたことになる。(H.W.Sinn, *The Economics of Target Balances*, p. 25ff.)

## まとめ

まず、一国のターゲットバランス（ストック）がその国の経常収支の累積額と同じでないことを注21)から確認しておきたい。貿易決済においては、現金での決済も少なくないと言われる。

そのうえで、ターゲット債権・債務の非対称の動きをどう理解するか。

以上の論争を踏まえると、2008年から2012年にかけての時期については、論者の見解に違いはないと言っていいだろう。リーマンショックを受け、GIPSIC 諸国からの民間資本の流失があり、それを肩代わりする役割を公的資金供給が果たしたこと、このリファイナンスによる資金が南欧からドイツへの資産トランスファーとなり、ドイツのターゲット債権が増大した点などである。

2015年以後の局面については、ヘルウィツヒの説明のほうに説得力があるように思われる。2015年以後にはANFA ポジションも緊急救済クレジットもその金額は減少しているし、一部の債務国の経常収支は赤字に転じていた。この時期にはESCBにおいて、ドイツのイニシアチブもあり、リファイナンス資金による国債購入プログラムが、自国国債の購入に向けられたこと、そして国債の売り手が金融センターを有する諸国に多く所在したことが背景要因になった。ただし、この説明はメカニズムとしては説得力があるとしても、大量現象として量的にどれ程のウエイトを占めたかについては不明のままである。

激しい論戦を応酬したジンとヘルウィツヒであるが<sup>27)</sup>、見解の一致もあった。ESCBのリファイナンス政策をいつまでも継続することへの危惧である。中央銀行がバジョットの意味で「最後の貸し手」の機能を果たしてユーロ危機を終息に向かわせたことは良いとしても、その後の経過において民間資本が戻らず、市中銀行は公的信用への依存状態を続けているというのだ。

またヘルウィツヒが、ESCB 定款14条、4項を根拠にしたANFAによる資金調達をNCBに許可することは、NCBの自立的活動と対ECB従属的活動との二面性の境界があいまいになってしまうから、批判的に見なされねばならないと主張するとき、ジンは、この点では我々は根本的に一致すると述べている。

27) 2011年の最初の論文を著して、ターゲット・バランスの不均衡の問題に警鐘を鳴らしたジンの議論は、ドイツ国内で大きな反響を呼びつつも、同時に激しい批判を招いた。ヘルウィツヒとの論争では、ジンは自説を強く擁護する一方、(批判を一部認めたためでもあろうか) 新たな著書を著すたびに、少しずつ自説のスタンスを変えているように私には思える。ただし、ジンの驚くべき知的生産力には敬意を表さざるを得ない。彼はドイツマスコミ界の寵児でもあるし、IFO 経済研究所の前所長として、数々の講演活動を通じて啓蒙活動を続けている。その後の彼の著作を2冊挙げておこう。H.W.Sinn, *Der schwarze Juni, Brexit, Flüchtlingswelle, Euro-Desaster-Wie die Neugründung Europas gelingt*, 2016; *Die wundersame Geldvermehrung, Staatsverschuldung, Negativzinsen, Inflation*, 2021. なおジンの自伝, *Auf der Suche nach der Wahrheit*, 2018をも参照。