

第2章 EUの通貨統合とユーロ

1. ブレトンウッズ体制の崩壊から EU 通貨協力へ 1929年米国大恐慌の波及により世界貿易は激減、不況、デフレ、ファシズム、為替相場切り下げ競争・通貨ブロックへの分裂、そして世界戦争へと至った。米国は世界経済の再構築構想を抱いて第2次大戦に臨み、植民地大国イギリス（大英帝国）を武器供与などで屈服させて、「自由・無差別・多国間」主義のルールと制度を実現した。為替相場安定のブレトンウッズ体制、貿易自由化のGATT（関税と貿易の一般協定）からなるIMF=GATT体制である。

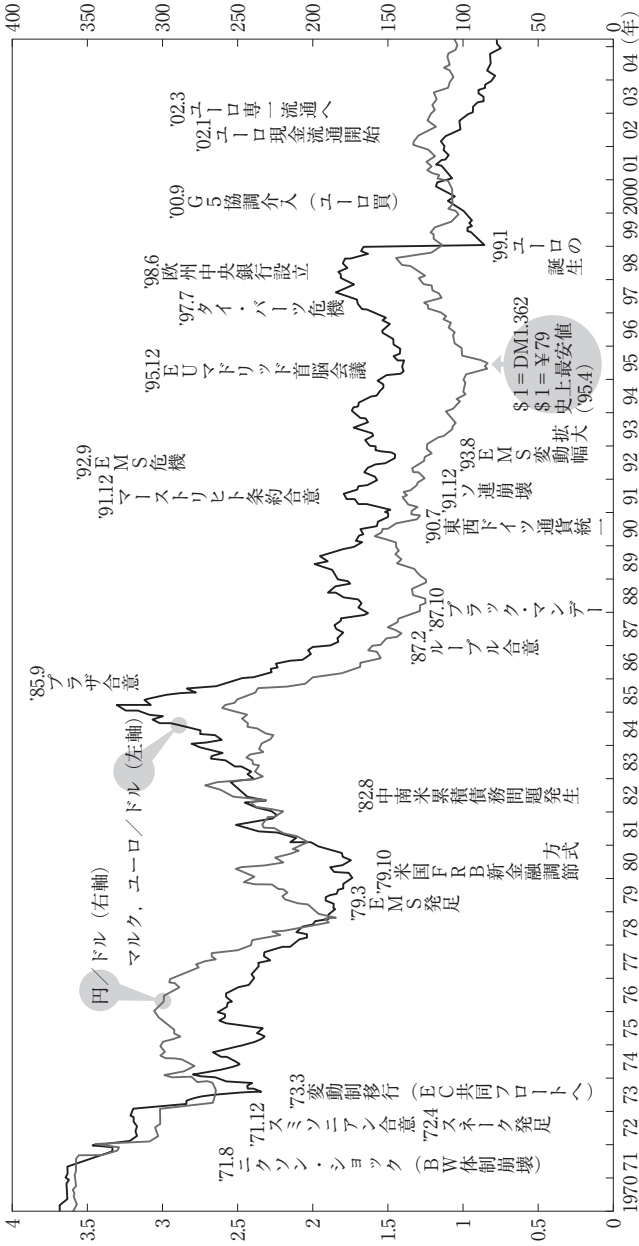
ブレトンウッズ体制は米ドルを基軸通貨とする固定相場制で、各国通貨の為替相場は対ドル平価（たとえば、1ドル=360円）の上下1%以内で変動、先進国間の為替相場は安定していた。資本の国際的移動は規制され、固定相場制が機能した。しかし、60年代後半、国際競争力で日独に追い上げられた米国はドル切り下げで競争力回復をはかり、71年8月「ニクソン・ショック」により20年余りで固定相場制は崩壊、弥縫策も効なく、73年初めに主要国は変動為替相場制に移行した。

EU（当時はEC）諸国は貿易など経済の相互依存度が高いので変動制は無理で、72年4月から域内固定相場制を採用、73年3月対ドル変動相場制の「共同フロート」制に移行した（「スネーク」と呼ばれた）。だが、物価安定志向の西ドイツとインフレ許容・高度成長志向の仏伊英3大国が対立、3大国は「スネーク」から次々に離脱し、西ドイツ中心の「ミニ・スネーク」となった。

西独シュミット首相と仏ジスカールデスタン大統領のリーダーシップで仏伊両国は共同フロートに復帰、制度整備も実現し、79年3月「EMS（欧州通貨制度）」がスタートした。域内は中心レートの上下2.25%を変動幅とする固定相場制、対米ドル変動相場制の共同フロートだった（イギリスは不参加）。だが、西独と仏伊などのインフレ率は乖離しており、仏伊などの中心レート切り下げ、西独・オランダの切り上げを繰り返して、域内固定相場制を維持した。

基軸通貨米ドルは80年代急騰した後、85年から急激に下落した。ドルが不安定になると、強い通貨マルクに米国から資本が流入して為替相場が上昇、仏伊など弱い通貨は下落し、EMSの緊張を助長した。

変動相場制時代の為替相場の不安定性（1970－2004年）



(注) 1. 月平均値。縦軸左側はマルク/ユーロの対ドル相場、同じく右側は円の対ドル相場。
 2. 1999年1月、マルク相場からユーロ相場へ (1ユーロ=1.95583DMで転換)。
 3. 上に行くほどドル高、下に行くほどドル安。
 [出所] OANDA.COM のデータより作成。

2. 共同フロートの諸問題とマルクの基軸通貨化 EMSはパリティ・ゲリッド方式の固定相場制である。EMS運営の問題は国際資本移動規制の前期(1987年まで)と自由化後の後期で異質であった。

EMSスタート後には、物価安定国(ドイツ、オランダ)とインフレ的な諸国(イタリア、フランスなど)の間で国際競争力が乖離し、投機に襲われる。中心レートの切り上げ・切り下げ(中心レート調整)を繰り返し、危機を切り抜けた。資本移動を規制していたので、この方式で対処できた。

80年代初めに米国は資本移動を自由化したが、高金利のため、世界中から資金が流入し、ドル相場は急騰、為替バブルとなりドル暴落の危機に直面した。85年9月米国の要請でプラザ合意に達し、G5(米日独仏英)が協力してドルの大幅下落(円とマルクの大幅上昇)を実現した。ドルの信頼は失われ、80年代末にドルに代わってドイツ・マルクがEMSの基軸通貨となった。同じ頃EU単一市場統合により、各国は資本移動を自由化した。

基軸通貨は、①為替標準通貨、②介入通貨、③準備通貨、の3つの機能を備えて、通貨圏の運営を規律する。EMS参加国はマルクを標準として自国通貨との乖離を2.25%におさめる(①の機能)。そのためにマルクで外為市場に介入する(介入通貨)。介入のためマルクを準備通貨として保有する。

マルクが基軸通貨になると、ドイツと他のEMS諸国の関係は非対称になる。自由な資本移動-為替相場安定(固定相場制)-独立した金融政策の3つをどの国も同時に達成するのは不可能なので、他のEMS諸国は自由な資本移動、固定相場制を選択すると、従属的金融政策になる。ドイツは、為替相場安定を考慮しないで、自立した金融政策を実施できる。

ドイツ連邦銀行(中央銀行)はドイツ本位の物価安定を重視した引き締め気味の金融政策を実施する。フランスやイタリアは不況の中でもっと金融を緩和してもらいたい、連銀は譲歩しない。ドイツのこの特権を取り上げるために、単一通貨(共通通貨)を導入して、共通の中央銀行でドイツも他の国と同じように1票を行使する制度を目指し、フランスは88年通貨統合をドイツに提案し、ドイツ政府は前向きに対応した。89年のドロール委員会報告により通貨統合の方式を定め、政府間会議で交渉して91年末にマーストリヒト条約に合意(93年発効)、ユーロ制度が条約に規定され、EUは通貨統合へ向かった。

パリティ・グリッド方式によるEMSの固定相場制

通貨単位 (CU)		DMI100 =…CU	BF100 =…CU	DKr100 =…CU	FF100 =…CU	Irish£1 =…CU	LIT1,000 =…CU	DFL100 =…CU
西ドイツ	U	-	6.508	36.235	44.285	3.875	2.322	94.375
ドイツ・マルク	M	-	6.36277	35.4313	43.2995	3.78886	2.18668	92.2767
DM 2.51064	L	-	6.221	34.645	42.335	3.705	2.059	90.225
ベルギー	U	1,607.40	-	569.50	696.00	60.9020	36.490	1,483.25
ベルギー・フラン	M	1,571.64	-	556.852	680.512	59.5471	34.3668	1,450.26
BF 39.4582	L	1,536.65	-	544.45	665.375	58.2225	32.365	1,418.00
デンマーク	U	288.660	18.3665	-	124.985	10.9365	6.553	266.365
デンマーク・クローネ	M	282.237	17.9581	-	122.207	10.6935	6.1716	260.439
DKR 7.08592	L	275.960	17.5585	-	119.49	10.4555	5.813	254.645
フランス	U	236.21	15.0290	83.69	-	8.9495	5.3620	217.96
フランス・フラン	M	230.95	14.6948	81.8286	-	8.75034	5.05013	213.113
FF 5.79831	L	225.81	14.3680	80.01	-	8.5555	4.7560	208.38
アイルランド	U	26.9937	1.71755	9.56424	11.6881	-	0.612801	24.9089
アイルランド・ポンド	M	26.3932	1.67934	9.35147	11.4281	-	0.577135	24.3548
IP 0.662638	L	25.8060	1.64198	9.14343	11.1739	-	0.543545	23.8130
イタリア	U	48,557.6	3,089.61	17,204.5	21,025.2	1,839.78	-	44,807.4
イタリア・リラ	M	45,731.4	2,909.79	16,203.3	19,801.5	1,732.70	-	42,199.5
LIT 1,148.15	L	43,069.8	2,740.44	15,260.5	18,649.0	1,631.85	-	39,743.4
オランダ	U	110.835	7.0520	39.27	47.99	4.1995	2.516	-
オランダ・ギルダー	M	108.370	6.89531	38.3967	46.9235	4.10597	2.36970	-
DFL 2.72077	L	105.960	6.7420	37.5425	45.88	4.0145	2.23175	-

- (注) 1. Uは為替相場の上限、Mは2通貨間の中心レート(為替平価)、Lは為替相場の下限を示す。UとLはMから2.25%乖離。
 2. 1979年3月EMSスタート時の数値である。表2-2のように、Mは次々に変更され、その上下2.25%に新たな変動限度が設定された。
 3. パリティ・グリッド(平価の格子)方式は、このように、各国の競争力を勘案してMを決め、その上下に変動限度を2通貨間で設定する。

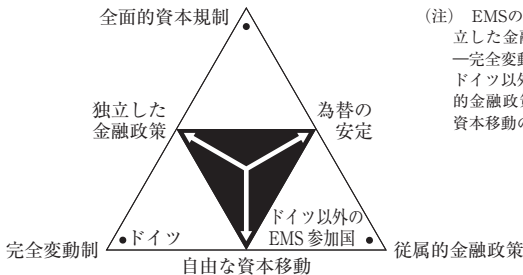
[出所] Deutsche Bundesbank [1979], *Monthly Report*, March, p. 14.

EMSにおける為替平価(中心レート)変更

(回) 日付	(1) 1979 9.24	(2) 1979 11.30	(3) 1981 3.23	(4) 1981 10.5	(5) 1981 2.22	(6) 1982 6.14	(7) 1983 3.21	(8) 1985 7.22	(9) 1986 4.7	(10) 1986 8.4	(11) 1987 1.12	(12) 1990 1.8
通貨												
ベルギー・フラン					-8.5		+1.5	+2.0	+1.0		+2.0	
デンマーク・クローネ	-2.9	-4.8			-3.0		+2.5	+2.0	+1.0			
ドイツ・マルク	+2.0			+5.5		+4.25	+5.5	+2.0	+3.0		+3.0	
フランス・フラン				-3.0		-5.75	-2.5	+2.0	-3.0			
イタリア・リラ			-6.0	-3.0		-2.75	-2.5	-6.0				-3.8
アイルランド・ポンド							-3.5	+2.0		-8.0		
オランダ・ギルダー				+5.5		+4.25	+3.5	+2.0	+3.0		+3.0	

- (注) EMS参加通貨が相互に設定する基準相場(バイラテラルな中心レート)の切上げ(+), 切下げ(-)の率を示す。
 [出所] Deutsche Bundesbank, *Devisenstatistik*, 各号。

経済政策の3角形の図



[出所] 筆者作成。

3. EMS 危機を乗り越えて通貨統合本格化へ 1980年代から90年代にかけて、世界の基軸通貨ドルの相場は未曾有の規模で変動し、為替相場の混乱が大問題となった。資本移動自由化は90年代にかけて多くの国が実施し、国際資本移動と為替投機は大規模化し、世界各国を不安に陥れた（92年 EMS 危機、97年東アジア通貨危機、南米通貨危機など）。

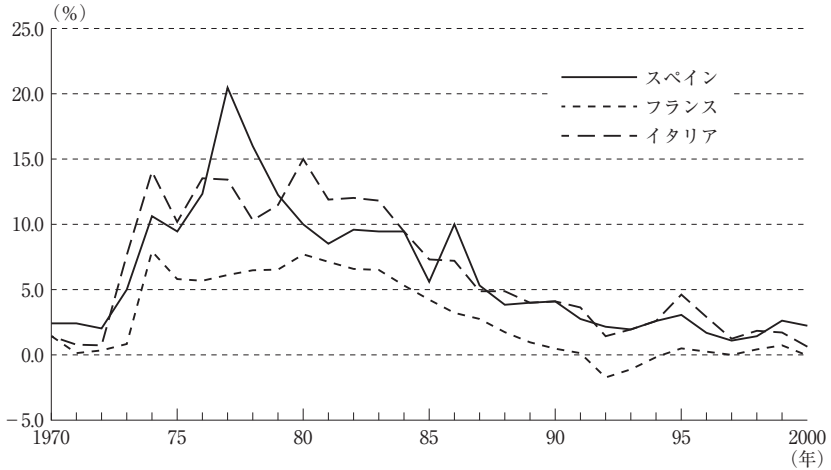
EMS では92～93年通貨危機に襲われた。90年代初めから金利の高い EMS 周縁国（イギリス、北欧、南欧など）に投資資金が流入したが、フランスのマーストリヒト条約批准の国民投票で通貨統合拒否の可能性が見えたため、資本は周縁国から一斉に引き揚げた（周縁国通貨売り／マルク買い）。周縁国通貨は下落、マルク相場は上昇し、2.25%の限度で EMS 諸国の中央銀行はマルク売り／周縁国通貨買い（英伊など周縁国の弱い通貨）で対抗した。92年9月の EMS 危機では、基軸国ドイツの政策金利が7%台（東独との統一によりインフレが起きたので）と極めて高いのに、弱い通貨の国は自国通貨の売りを防ぐために政策金利の2桁への引き上げを迫られる。不況下の高金利に耐えられず、英ポンド（90年 EMS 参加）と伊リラは9月 EMS を離脱した（変動制へ移行）。

為替投機筋は、銀行調達した弱い通貨を売ってマルクを買い続け（「一方的賭け」）、切り下がった通貨をマルクで買い戻して数十億ドルを大儲けした。

EMS が投機の攻撃を耐え抜けたのは、マルクが基軸通貨になり、介入に必要なマルクを無制限に供与できたからである。ドイツは英伊両国へのマルク供与は途中で断念したが、EMS の重要な通貨は守り通した。ドル依存なら EMS は92年危機で崩壊したであろう。しかし、2.25%の狭い変動幅の EMS では相次ぐ投機に耐えられないことが明らかになり、93年7月の EMS 投機の際に変動幅を±15%に拡大した。これだけ変動幅が大きいと、投機筋の「一方的賭け」は不可能となり、EMS は安定を回復した。

相次いだ EMS 危機の教訓は、90年代の為替投機に対抗するには、EMS 域内から為替相場を無くす、つまり単一（共通）通貨しかないということであり、通貨統合に弾みがついた。8年間の統合を経て93年に単一市場がスタート、「単一市場に単一通貨を」がスローガンになった。80・90年代は世界規模のデイスインフレ時代となり、EU では各国のインフレ率がドイツに向かって収斂し、通貨統合に有利な状況になった。

EMS 諸国の物価上昇率のドイツへの収斂



- (注) 1. 1970年代はインフレ高揚の10年だったが、インフレ許容タイプのケインズ主義経済政策思想は、インフレ抑制・市場主義の新自由主義マネタリズムに敗退し、マネタリズムの政策が先進諸国で実現に向かった。
2. マネタリズムの政策思想は、マネーサプライを絞ってインフレを抑制する（そのために中央銀行はベースマネーの供給を絞る）というものであった。ケインズ主義は失業が増えるとフィスカルポリシー（金融政策・財政政策）を緩めるが、マネタリズムは失業が増えてもマネーサプライ供給を緩めない。失業率が上昇するが、無視して物価上昇率の抑制に専念するというポリシーである。
3. 完全雇用重視のケインズ主義思想に対して、新自由主義のマネタリズムは失業率の上昇、すなわち不況によって労働組合の攻勢を阻止し、賃上げ要求を抑え込み、物価安定をもたらすという資本主義本来の容赦ない法則を実施に移したのである。
4. この潮流を受けて、イギリスでは79年成立のサッチャー政権、米国では81年成立のレーガン政権が手を取り合って、戦闘的な労働組合潰しを実施し、他方で、金持ち優遇へ所得税制・相続税制を改革した。17ページの図（ピケッティ）のような英米両国の所得格差拡大にはこの新自由主義改革が大きく寄与した。

〔出所〕 筆者作成。

4. ユーロ体制への移行 1988年フランスは「為替平価不変更」宣言を行い、他のEMS中核国も将来の通貨統合を見据えてドイツ・マルクとの為替平価不変更の政策へ転換した（後期EMSの特徴の一つ）。これによって、92年のEMS危機までの安定局面を実現し、93年7月のEMS危機を±15%の変動幅拡大によって切り抜けると、EMSは安定を回復した。96年のイタリアのEMS復帰によって通貨統合にはずみがつき、ユーロ紙幣の印刷・コイン鑄造など準備も順調に進んだ。

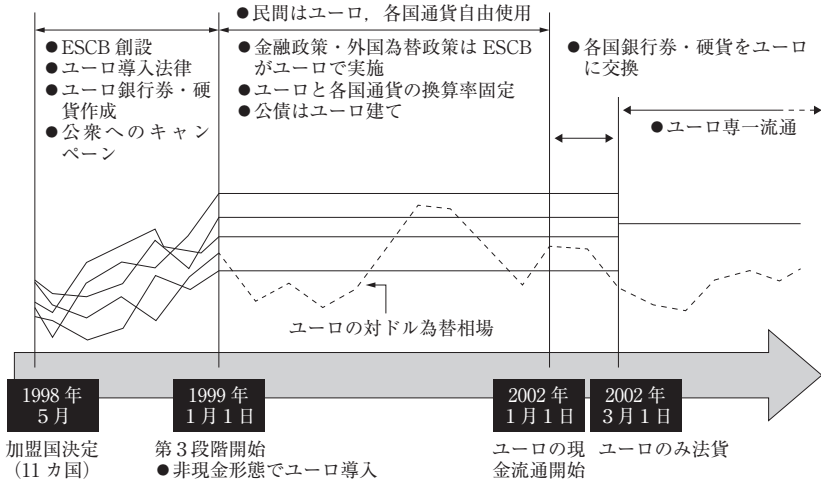
ユーロ加盟には4条件（消費者物価3%以下の物価安定、低金利、為替相場安定、財政赤字3%以下）が課されたが、EU各国はユーロ加盟を目指して4条件の達成に邁進し、98年5月に11カ国が合格となった。

90年代末には米国の「強いドル」政策によってドル相場は安定し、ユーロ導入に有利な国際環境となった。97年東アジア通貨危機、98年にはロシア・ルーブルの暴落など国際通貨情勢は動揺したが、通貨統合の順調な進展によって、EUの通貨情勢は安定していた。

ユーロは99年1月に導入、11カ国が参加国となった。EMS出発時点から、EUはEU共通の通貨単位として、EU各国通貨の為替相場の加重平均値で構成されるECU（エキュ）というバスケット通貨を運用していて、98年12月31日の為替相場によるECUをユーロに引き継いだ（1ユーロ=1ECU）。各国通貨のユーロとの固定換算率もECUから引き継がれ、1ユーロ=1.95583マルク、1ユーロ=6.55957仏フラン…などとなった。ユーロは銀行間あるいは銀行と企業の間で預金通貨として流通し、消費の場ではユーロ加盟11カ国の通貨（現金）が使用された（並行流通）。01年末までの3年間を消費者がユーロに慣れるための期間とし、種々の準備を経た上で、02年1月1日にユーロ現金の流通を開始、各国現金は流通から引き揚げられて、同年3月ユーロの専一流通となった。

「4条件」を満たすとユーロに加盟できるので、加盟国は拡大した。01年ギリシャ、07年スロベニア、08年キプロス・マルタ、09年スロバキア、11年エストニア、14年ラトビア、15年リトアニアが加盟し、19カ国となった。19年夏にクロアチアが加盟希望を表明した。

単一（共通）通貨ユーロの導入のプロセス



- (注) 1. 98年5月にユーロ加盟の条件を満たしたとして11カ国を承認。イギリスとデンマークは不参加（オプトアウト）を承認され、またギリシャは4条件を満たせず、ともにユーロ非加盟。スウェーデンは加盟を拒否。11カ国はECB（欧州中央銀行）設立に参加し、ユーロへの移行準備を進めた。
2. 99年初めに非現金形態でユーロ導入。ユーロは銀行間で強制使用、民間は自由使用。ユーロの対ドル為替相場が変動。金融政策はECBがユーロにより実施。ユーロ加盟国の通貨の固定交換率を、1ユーロ=1.95583マルク、1ユーロ=6.55957仏フラン…などと固定し、同一通貨であることを消費者レベルで明示。
3. 02年1月1日にユーロ現金が流通開始、各国通貨現金は流通から急速に引き揚げられて、ユーロ専一流通へ。各国中央銀行は自国現金をユーロ現金に交換。
4. 02年3月1日より銀行レベル、消費者レベルの双方でユーロのみ使用となり、ユーロ専一流通へ。
5. 1999年にユーロ加盟を認められた11カ国は、独伊伊、ベネルクス3国、オーストリア、フィンランド、アイルランド、スペイン、ポルトガルである。加盟の4条件は、物価安定、金利安定、為替相場安定と財政赤字3%以下（97年）であった。ほかに、政府債務残高のGDP比60%もあったが、こちらは「60%に接近していればよい」という妥協的条件となり、60%を大きく超えるイタリアとベルギーも加盟を認められた。英デンマークはマーストリヒト条約承認の時点で通貨統合参加を免除される「オプトアウト条項」を承認されており、ユーロ非参加であった。

〔出所〕 田中他著 [2018], 『現代ヨーロッパ経済 (第5版)』, 128ページ。

5. ユーロ創出の意義 単一（共通）通貨ユーロ創出はEUやヨーロッパ、世界にどのようなインパクトをもたらしたのだろうか。政治的インパクトとして、EU一体化のシンボルとしての意味がある。また、2度世界大戦を引き起こしたドイツの通貨を消滅させユーロに組み入れた意義も大きい。単一市場が通貨で分裂しなくなった経済的インパクトも大きい。単一通貨は域内から為替相場を除去して商品やサービスの価格を安定させる。通貨間の両替費用を節約し、単一市場の価格の比較を容易にし、域内競争と経済成長への刺激を与える。ドルに次ぐ基軸通貨がヨーロッパに出現し、広域ヨーロッパの為替相場の基準を提供し、安定させる効果がある。

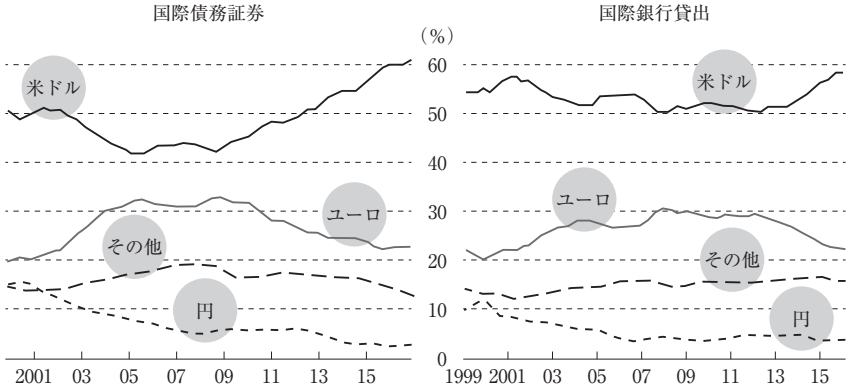
ユーロ以前には、西欧の強い通貨（マルク、ギルダ）と南欧の弱い通貨（リラ、ペセタ、ドラクマ…）、中位の通貨（フランス・フラン、ベルギー・フラン…）が併存し、諸通貨の分裂的動き（マルク暴騰・リラ暴落など）が経済を混乱させた。ドルが不安定になると国際資本移動が大規模に生じて、米国より欧州経済への打撃が大きかった。「ドルからの自立」の願望から通貨統合を目指したという歴史的経過もある。

EUの金融統合は単一市場形成の一環として進められ、EU金融政策の基盤となっている。EUの銀行（証券・保険も）はEU法による設立条件を満たせば、「単一パスポート」を認められ、EUのどこにでも支店や事務所などを設立できる。これにより、国境を越えた銀行・金融機関の相互進出が進んだ。

ユーロ導入後、ユーロを使用する諸国はユーロ建て債券（国債や社債）を広範に購入するので、たとえば、フィンランドのICT企業ノキアは巨額の社債を発行してもユーロ圏の大市場で販売でき、資金状況が大きく改善された。クロスボーダーの債券・株式保有と取引が発展した。証券取引所の統合が進み、大規模取引はパリ、フランクフルト、ロンドンの取引所へ集約された。なお北欧圏も取引所を集約した。

ユーロは欧州圏の通貨である。金融取引はロンドン、フランクフルト、パリなどに分散する（ロンドンが最大）。ドルはニューヨークへの集中型金融市場をもつ。国際債務証券の発行でユーロはドルに迫ったが、リーマン危機後ドルとの格差が開いた。国際銀行貸出でも類似の傾向が見て取れる。

国際債務証券と国際銀行貸出の通貨別シェアの推移



- (注) 1. 四半期ベース。国際債務証券と国際銀行貸出ともに残高。
 2. 国際債務証券の定義は、「資金調達者が居住する国の通貨以外の通貨で発行された債務証券」で、たとえば、米国の自動車メーカーGMの在欧子会社がユーロ建て社債を発行すれば、あるいはポーランドやハンガリーの国や企業がユーロ建て債券を発行すれば、この定義に当てはまる。
 3. 国際債券発行、国際銀行貸出のいずれにおいても経済成長率の高いアジア・アフリカ等非ヨーロッパ諸国が依存するドルのシェアがリーマン危機後高まった。銀行貸出ではユーロ圏の銀行はアジアをはじめ外国取引からの撤退・貸出縮小（デレバレッジ）などでシェアが低下した。

〔出所〕 European Central Bank [2017], *The International Role of the Euro*, p.18, p.24 (原典は BIS と ECB による計算)。

6. 欧州中央銀行（ECB）とユーロの制度 ユーロを発行し金融政策を実施する中央銀行制度は「ユーロシステム（Eurosystem）」と呼ばれる。連邦型の中央銀行制度であり、上部機関のECB（欧州中央銀行）と下部機構のユーロ加盟国中央銀行（NCBs：National Central Banks）からなる。ECBはドイツの金融都市フランクフルトに所在する。

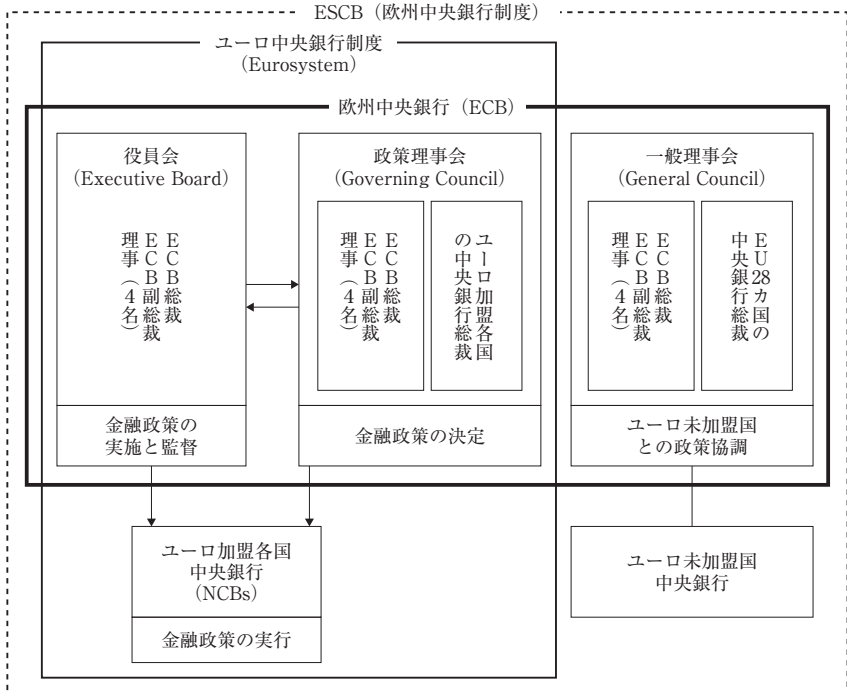
ECBの執行機関は役員会（executive board）で、ECB総裁、副総裁、4名の専務理事、合計6名からなる。役員任期は8年で、再任はない。総裁は2019年11月に第4代ラガルド氏が就任した。他の役員もユーロ圏各国から就任している。国際金融界の言語である英語がECBの共通言語である。

ECBの最高決定機関は政策理事会（Governing Council）であり、役員会6名とユーロ加盟國中銀総裁により単純多数決で決定する（ユーロ加盟国が19カ国になった15年以降は輪番制により15名の中銀総裁が採決に参加）。役員会は決定された政策の執行を下部のNCBsに指示し、NCBsが政策を実施する。ECBはNCBsの活動の監督を行う。ユーロ未加盟国の中央銀行は一般理事会に所属し、将来のユーロ加盟の協議などを行うが、ユーロには関わらない。

ユーロに関する法律は細部に至るまでEUが定め、ユーロをめぐる係争にはEU司法裁判所の判決が最終的な判断を示す。つまり、ユーロ流通や金融政策の法律面ではEUが国家としての役割を果たしている。このように、複数の国々が共同の中央銀行をつくり、平等の立場で単一（共通）通貨を発行する前例はなく、ヨーロッパ統合の偉大な力量を示すものである。

EUは米国に匹敵する巨大経済圏を武器に、化学品の安全性基準、自動車の排ガス基準、情報通信の米4大企業GAFAMへの規制・課徴金と課税基準の提出などで世界をリードし、「規制の超大国（regulatory superpower）」と言われるが、EUは連邦国家ではなく、ユーロは米国の連邦が発行するドルのような力をもたない。ドル建て国債は米連邦政府が発行するが、ユーロ建て国債はドイツやフランスなどユーロ加盟諸国が発行するだけで、米国の州債レベルにすぎない。EU・ユーロ圏はユーロ国債の発行権限を与えられていない。ユーロ圏の経済規模（GDP）は米国の60%弱だが、基軸通貨としてユーロは米ドルにまったく及ばない。

ユーロシステムとESCB



- (注) 1. ECB 総裁は、初代がドイセンベルク氏 (元オランダ中銀総裁)、任期終了前に辞任し、03年11月第2代のトリシェ氏 (元フランス中銀総裁) に交代、11年11月ユーロ危機の最中に第3代マリオ・ドラギ氏 (元イタリア銀行総裁) が就任した。
2. ドラギ総裁の任期満了により、19年11月第4代ラガルド氏 (フランス、前 IMF 専務理事) が就任した。
3. 「物価の安定」を ECB は統合消費者物価指数 HICP (Harmonized Index of Consumer Prices : ユーロ加盟国の消費者物価指数の加重平均値) の前年比を「2%未満だが2%近傍」に抑えることと定義し (2003年)、中期的にそれを達成するように金融政策を運営する。
4. ECB の政策決定は、総裁、副総裁、専務理事4人、ユーロ加盟国中央銀行総裁により、単純多数決により決定される (総裁は議長)。ユーロ加盟国が19に増えた段階で、加盟國中銀総裁のうち15人のみ投票権を行使するようになった (輪審制)。
5. 今日、ECB の政策理事会は6週間に一度行われ、世界の金融界の注目が集まる。総裁、副総裁、専務理事は欧州議会で金融政策を説明するほか、恒常的に講演やインタビューなどの形で説明責任を果たしている。
- 〔出所〕 田中他著『現代ヨーロッパ経済 (第5版)』。

7. ECBの業務・目的・政策金利 EU条約に規定されたユーロシステムの基本業務は、①金融政策の決定と実施、②外国為替操作（外為市場への介入など）、③EU加盟国の外貨準備の保有と運用、④決済システムの円滑な運営、の4つである。いずれも平時の任務であって、銀行の健全性の監督、銀行破綻や金融危機への対応など危機関連の業務はユーロ加盟国の権限とされていた。

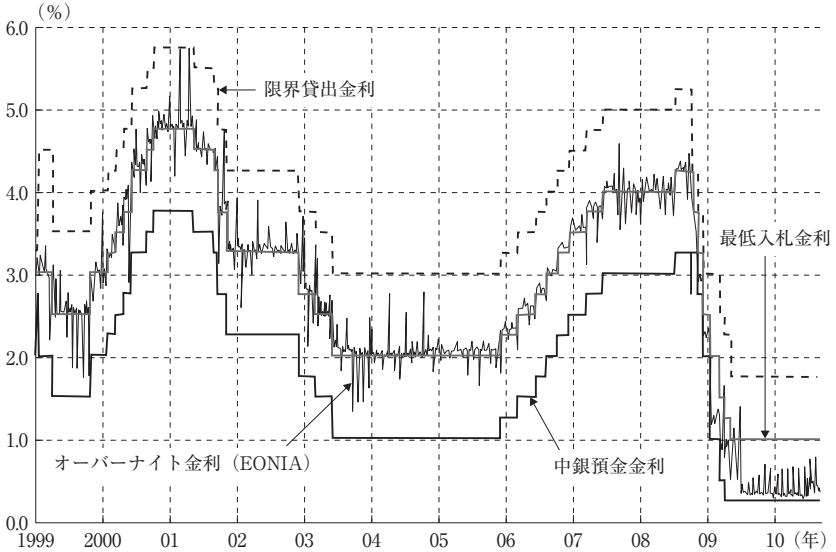
米国FRBの政策目標は物価安定と完全雇用の2つだが、ECBのそれは物価安定である。その達成時には他の政策目標（経済成長など）を支援することができる。目標達成のため、ECB、NCBsともに、政治からの独立性を保障されている。いずれもドイツ連邦銀行の伝統である。

ユーロシステム（以下、ECBで代表させる）の金融政策は、他の中央銀行と同じように、主として短期市場金利の誘導による。政策金利として、①上限金利、②下限金利、③市場介入金利、の3種類を設定している。市場で資金調達できなかった民間銀行には適格資産を担保にNCB（当該国中央銀行）が上限金利で貸し付けるので、それがオーバーナイト金利の上限となる。下限金利は民間銀行が市場で貸付できなかった時にNCBにオーバーナイト預金をする時に付利される（「中銀預金金利」）。上下金利のほぼ真ん中に市場介入金利（金融政策の指標）を設定し、中央銀行はその金利で銀行に資金を供給する。

リーマン危機以前、ECBは好況期に金利引き上げ、不況期に金利引き下げの通常の金融政策を行った。上・下限金利は市場介入金利から1%ずつ上下に設定された。市場介入金利の上限は4.75%、下限は2%だった。

リーマン危機は世界恐慌となった。非常時の政策発動によって、金融システムの崩壊を食い止め、大恐慌への展開を阻止しなければならない。政策金利は0%近傍まで急激に引き下げられた。中央銀行は金融機関の崩壊を救済するために中央銀行マネー（現金と同等）を大規模に金融機関に供与し、財政面からも救済資金が供与された。米英両国では銀行の保有する国債など証券を中央銀行が大規模購入するQE（Quantitative Easing：量的緩和策）が発動された。リーマン危機以後、先進国資本主義の長期停滞が議論になり、今日なお日欧で政策金利はゼロまたはマイナス、もっとも勢いのよい米国も2.5%をピークに引き下げに転じた。

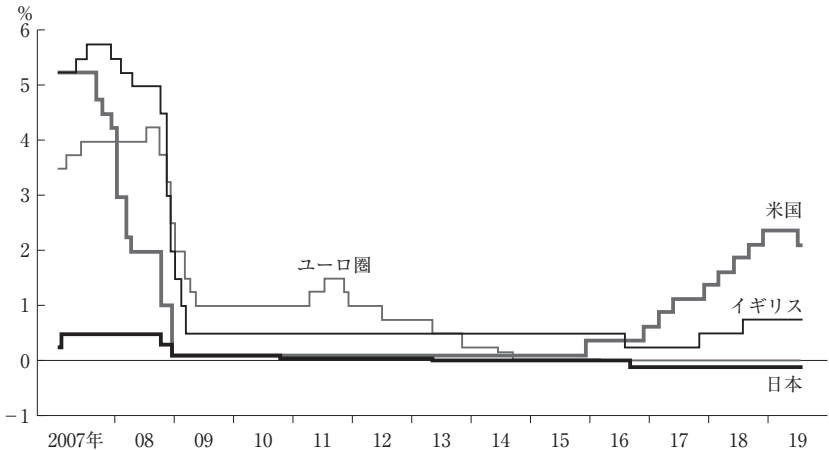
ECBの政策金利の推移 (1999年1月～2010年9月1日)



- (注) 1. オーバーナイト金利とは、銀行が無担保で資金を借り入れて翌日返済する取引に適用される金利である (正確には、「無担保コール翌日物金利」という)。
 2. 限界貸出金利は本文の上限金利、最低入札金利は中央銀行の公開市場操作 (オペ) によって市場金利を誘導する金利水準である。
 3. 08年9月のリーマン金融危機によって政策金利は急激に引き下げられ、最低入札金利は最低の中銀預金金利近くに引き下げられた。

〔出所〕 ECB, Monetary Operations および Statistical Data Warehouse (オーバーナイト金利), から作成。

リーマン危機以後の主要国政策金利の推移



(注) ECBの政策金利は主要政策金利を示している。

〔出所〕 日本経済新聞, 2019年8月30日。