

共通通貨の貨幣論的考察

島野卓爾

はじめに

欧州通貨統合を回顧すると、1970年代はじめのヴェルナー報告以来欧州に共通通貨を導入しようとする数多くの提案があったし、1979年3月には欧州通貨制度(EMS)が発足して欧州通貨単位(ECU)が生まれ、財・サービスに関する欧州経済統合と並んで通貨統合が本格化した。とくにドロール委員長の報告書に従う通貨統合の具体的歩みは、1993年11月第二段階に入り、将来第三段階において欧州中央銀行となることが予定されている欧州金融機構(EMI)が発足した。第三段階が予定通り1997年、遅くとも1999年に実現するかどうか現状では予断を許さない。しかし第二段階が経過する過程で、改めて共通通貨の導入に関する議論が実際の意味合いをもつようになったといつてよいであろう。

この論文の目的は、共通通貨の内容を貨幣論の視点から考察することである。そのために欧州通貨統合の進展のなかから共通通貨に関する三つの話題をとりあげる。第一は1975年11月に発表された「諸聖人の祝日の声明書」である。これはまだ欧州に通貨統合が具体化する以前に、欧州通貨統合の促進を標榜する学者たちが描いた通貨統合の見取り図であり、そこには彼らの考える共通通貨が提案されている。第二は、1979年3月欧州通貨制度の発足に伴い創設された欧州通貨単位(ECU)である。第三は、1994年1月発効したマーストリヒト条約に従い、第三段階で導

入が予定されている共通通貨である。そこでこれらの「共通通貨」それぞれが、貨幣の本質からみてどのような特色をもっているかについて以下検討することにした。

1. 国際金融システムにおける価値尺度

多くのマクロ経済理論は、金融システムがスムーズに機能すると仮定する。しかし80年代以降、国際的相互依存関係が強まるにつれて、金融システムとマクロ経済の動きとの関係を明示的に研究する必要があることに、人びとの関心がふたたび集中しはじめた。ここで「ふたたび」といったのは、Keynes(1924)をはじめ1930年代の経済学者の関心はすべてこの点に集中していたことを強調したいからである。

80年代になってからの関心の復活の背景は、グローバリゼーションの進展、つまり各国の金融・資本市場が相互に関連しあいながら金融取引が文字通り地球全体に広がり、国際的相互依存関係のもとでの安定的均衡の可能性をマクロ経済理論によって検討する必要性が増したことである。そこでは、当然のことながら金融システムと貨幣の機能と役割が問題になる。

貨幣は通常、支払い手段(決済手段)としての機能と価値尺度としての機能をもつが、国際間では両者の機能は分離しがたい¹⁾。Keynesは『貨幣改革論』において資本主義経済がうまく動かなくなるのは価値基準の不安

定性に原因があることを強調し、貨幣の価値尺度機能をとくに重視した。彼は、『貨幣改革論』のフランス語版への序論の冒頭で、「貨幣の世界では事態の動きは急である。だからといって、原理が即座に変わるわけではない」といっている。この表現は、同書の序文に見られる「通貨ほど保守的観念が当てはまらないものはないが、しかしまた、これほど革新の必要が急を要するものもない」という表現とともに、当時支配していた金本位制への復帰の願望が時代錯誤的であり、為替の安定よりは物価の安定を目標とすべきことを主張したものである。別言すれば、物価の安定によって、貨幣の価値尺度機能²⁾を重視すべきことを強調したのである。

貨幣の価値尺度機能に関連してふたたび Keynes の表現を借りれば、「貨幣が、特定の金属の一定不変の量で表示されるという歴史的保証はないばかりでなく、購買力が不変であるという保証はさらにおぼつかない点を忘れてしまった。」したがって「社会の自発的な貯蓄を投資に誘致しつづけようと思えば、貨幣価値を示すための価値基準を安定させることを、国家政策の主要目的としなくてはならない。」のである。このように Keynes 『貨幣改革論』にその現代的意義を求めるとすれば、中央銀行の金融政策による物価の安定が貨幣の価値尺度機能を万全にし、その結果国内的にも国際的にも貨幣の信認が得られることを明らかにした点にあるといえるであろう。

ところで1979年3月、欧州では欧州金融制度 (EMS) という名の国際金融システムが発足した。1993年11月には、将来の欧州中央銀行となる「欧州金融機構」(EMI) が創設された。さらに1994年1月マーストリヒト条約が発効するに及んで、EMS を基盤とする欧州金融統合の歩みはますます本格化しはじめ、その第三段階ではいよいよ共通通貨の導入が予定されている。したがって、欧州という地域に限定されているとはいえ、共通通貨の導

入は、それがいかなる価値尺度機能をもって、共通通貨の価値基準を安定させるためにいかなる制度と政策上の装置をもっていかについてあらためて関心をよびおこすのである。

その関心を端的に言えば、国際金融システムにおける貨幣とは何か³⁾という問題に接近することである。また共通通貨の発行が、基軸通貨ドルに影響を与えないはずはなく、したがってこの関心は、今後の安定した国際通貨システムを模索⁴⁾するうえでも興味あることである。

2. 「諸聖人の祝日の声明書」⁵⁾

欧州金融統合を促進するための「声明書」が G.Basevi 以下の署名入りで発表されたのは、1975年11月の諸聖人の祝日のことであった。この由緒に因んで「声明書」は「諸聖人の祝日の声明書」(以下では簡単のため「声明書」と記す)といわれている。この「声明書」の内容が当時ただちに学界で多くの議論を呼んだのは、「声明書」で明らかにされた共通通貨の基本的考え方が、貨幣とは何かという貨幣論の基本問題を含んでいたからであり、欧州通貨連合 (EMU) へ向けて加盟国通貨を共通通貨に切り替える方法が、欧州金融統合の将来を決めるという実際的意味合いをも含んでいたからである。

では、「声明書」はどのような共通通貨の実現を考えていたのであろうか。まずはじめに「声明書」のなかから共通通貨に関連する特徴を箇条書きに四点あげておくことにしよう(なお括弧内は後に「声明書」の内容について批判的検討を加えるときの便宜のためのものである)。その四点とは

- (1) 共通通貨の名称を Europa とする(名称)
- (2) 代表的な財のバスケットの物価水準を Europa で測って不変に保持すること

によって Europa の価値の安定を実現する（価値尺度機能）

- (3) 切り替えは漸新的に実施し、加盟国全体がすべて共通通貨をしようするようになるまでは、Europa と各加盟国通貨とが並行貨幣として共存する（並行貨幣の存在）
- (4) 各加盟国通貨の Europa への切り替えは、各加盟国のインフレ率を考慮した crawling peg 方式で換算する。（切り替え方法）

である。

ところで Europa という共通通貨の名称は公式に決定されたものではない。「声明書」を起草した学者達が欧州通貨統合の早期実現を願って命名したのといつてよい。「声明書」が発表されたのが1975年であることから分かるように、当時はまだ EMS が創設されていなかったし、したがって現在、実態として存在し機能している ECU もなかった。その意味で「声明書」の命名した Europa はまったく便宜的な名称である。したがって以下では、名称の問題を除き、(2)価値尺度機能、(3)並行貨幣の存在、(4)切り替え方法の三点について考察すれば十分であろう。

2.1 価値尺度機能

Europa は貨幣として価値尺度機能を十分に果たすことができるであろうか。「声明書」の起草者たちは、加盟各国のインフレ率格差が大きいことに留意し、これを改善するために共通通貨の導入による通貨改革が必要と考える。その場合、各国通貨をいっぺんに共通通貨に切り替えると、高インフレ国では失業の増加という損失が不可避免的に発生するから、Europa を並行貨幣として流通させ各国通貨の切り替えは漸進的に行なうと考える。共通通貨の発行は「欧州中央銀行」であり、漸進的とはいえ、この過程によってインフレは安定し欧州通貨統合が完成すると考える。

「声明書」が発表された1975年は、第一次石油危機の後遺症として欧州各国のインフレ率はかなり高く、インフレ問題は各国共通の悩みであった。したがってこの時期に金融統合をすれば、加盟国によっては失業とインフレの望ましくない組み合わせを経験するのではないかという危惧が強かった。これに対して「声明書」はつぎのように反論する。第一に、金融政策はインフレ率に影響を与えることはできるが、制度的、構造的に決まる自然失業率を減少させることはできない。つまり、長期的には失業率は物価水準の変化と無関係である。したがって金融統合を失業の原因とみなすことはできない。第二に、各加盟国には程度の差は別にしてインフレが存続し、各加盟国通貨はインフレによる減価が不可避であるのに対して、共通通貨である Europa は inflation-proofed⁹ であるから、共通通貨の導入、つまり金融統合はインフレ対策として有効である。

明らかにこの論理は、当時の欧州経済の現実と通貨統合を実現するという目標との妥協であり、したがって Europa が欧州貨幣として安定した価値尺度機能を持ち続ける条件の整備についても不十分であった。この点をもっとも明快に指摘し、共通通貨の導入に疑問を投げかけたのは Laidler (1978) である。

第一に、「欧州中央銀行」は加盟国通貨のバスケットと交換に共通通貨 Europa を発行するが、Europa の購買力を不変に保つために、共通通貨 Europa の加盟国通貨バスケットとの交換価格は、加盟国通貨で測った一般物価水準の動きに関して固定されるものと考えられている。その場合、加盟国通貨で測ったある物価水準とはいったい何を意味するのであろうか。「声明書」は、Europa と各加盟国通貨との間のクロス・レートの決定は市場に任せるとしているが、市場ではなく欧州中央銀行が決定しないかぎり、Europa の価値尺度機能は保証されないであろう。先に触れ

た妥協の弱点がここにある。

第二に、「声明書」は、加盟国通貨の切り替えを漸進的におこなうと主張しているが、文脈から推論するかぎり、Europa が安定した価値尺度機能をもつと判断し、結果的には各加盟国通貨を急速に駆逐すると期待している。しかしこの期待は、インフレ問題の解決がすなわち金融統合の実現と即断するところから生まれており正当ではない。

第三に、インフレ問題が解決すればそれで金融統合が実現するとはいえない。金融統合の前提として、安定した共通通貨を実現するためにはつぎのような解決すべき問題があるからである。Europa は新設の「欧州中央銀行」を通じて加盟国通貨バスケットと交換に発行されることになるから、Europa の購買力を不変に保つためには、(4)で示した通り、各加盟国通貨とのクロス・レート（為替相場）は、インフレによる各加盟国通貨の購買力の変化に応じて適当な期間ごとに調整される必要がある。

この調整が確実に行なわれる保証があってはじめて、Europa は貨幣としての信認を高め、価値尺度としての機能も決済手段としての機能もともに各国通貨のそれを上回ることになろう。しかし新設の「欧州中央銀行」は、購買力不変の Europa を減価を続ける各加盟国通貨と交換するのであるから、「欧州中央銀行」に発生する損失をどう処理するかという問題が残る。

明らかにこの損失は、「欧州中央銀行」が買い取った各加盟国通貨に対して各加盟国が賦課するインフレ課税に等しい。各加盟国はこの損失を補償する用意があるのであろうか。用意があるとすれば、各加盟国中央銀行は本国通貨の発行に伴う収益の一部を「欧州中央銀行」に提供することになる。このことは、各加盟国に発生する収益（所得）を「欧州中央銀行」という当該加盟国とは別の経済主体にトランスファーすることを意味しており、

実施に際しては然るべき手続きによって国民が合意することが前提となろう。

2.2 並行貨幣としての Europa と切り替えの方法

欧州中央銀行の任務のひとつは、Europa とよばれる新通貨を発行することである。このことは、加盟各国政府がそれぞれの国民に対してこの Europa を交換手段、価値保蔵手段、計算単位、つまり並行貨幣として自由に使用することを認めることを意味すると同時に、各国民通貨が完全に Europa に切り替えられるまで、各国民通貨が従前通り貨幣として流通していることを意味する。

並行貨幣の存在はただちに Hayek(1976)や Klein(1974, 1978)および Giovannini(1991)たちが考察した競争貨幣を連想させる。事実、Klein (1978)は「声明書」が描く並行貨幣 Europa の見取り図に対して批判的である。批判の内容は、後述する通貨統合第三段階での共通通貨の導入における問題点と密接に関連するので、ここで Klein の所論を要約しておこう。

第一に、国際貨幣の文脈における貨幣間の競争は、主としてインフレ率の分散または予報力 (predictability) を基礎に行なわれるのであって、各貨幣の平均インフレ率ではないことである。貨幣の流動性サービスを基本的に決めるのは、財・サービスで測った将来の交換価値の大きさであるから、平均インフレ率が低くてもその分散が大きければそれだけ信認が低下し、その貨幣を保有する動機は減退する。Klein が「高い信認または強い通貨が、低い信認または弱い通貨を駆逐する」という新しいタイプのグレッシャムの法則を示しているのも、分散が小さく、したがってその通貨の将来交換価値に関する予報力が大きい貨幣、つまり不確実性の小さい貨幣が競争貨幣として存続することを明らかにしたからである。

「声明書」の想定する Europa は inflation-proofed であるから、その不確実性はたしかに小さい。つまり高い信認をもつ強い貨幣である。これを根拠に「声明書」を起草した学者たちは、Europa が共通通貨として比較的短期間のうちに加盟各国の国民通貨を駆逐するだろうと想定したのである。しかし、理論的にはともかく、現実の世界では貨幣のサービス需要は完全弾力的とはいえないから⁷⁾、価格の不確実性がゼロという Europa がもつ有利な条件だけで競争する国民通貨を容易に駆逐できるとはいえない。

第二に、Europa という共通通貨がインフレ率ゼロであることは、高いインフレ率の加盟国の国民にとってはインフレ課税を支払わなくても済むという意味で保有動機を高める要因となろう。しかしこの新しい交換手段への切り替えは、実はインフレ率に対して非弾力であることに注意する必要がある。実証研究にしたがえば、第一次世界大戦後激しいハイパー・インフレーションに悩んだラテン・アメリカ諸国ですら、国民は他の競争通貨に切り替えなかった。この点では Cagan(1950) や Barro (1972) の研究が示す通りである。その理由は、交換手段としての貨幣を他の貨幣に切り替える決意は、国民の大多数がそう決意してはじめて現実のものとなるからである。個人にとって直接の便益がいかにも大きくても、国民全体が交換手段を変えるという慣習の変化には大きなコストが伴うものである。

したがって、インフレに対するインデクセーションが付与されている Europa といえども、貨幣の信認が一夜にして確立するはずはなく、インデクセーションのない加盟国国民通貨を短期間のうちに駆逐してしまうとは考えられない。それどころか、Europa が加盟国国民にまったく受け入れられないことも大いにありうることである。

第三に、Europa の将来を考えると、かつて IMF が発行した特別引出権 (SDR) の命運

が参考になろう。SDR は IMF というもっとも信認のある国際機関が発行した準備通貨であったが、その実質残高は、他のすべての国民通貨と同様、世界諸国の需要の大きさによって決まったのである。

3. EMS における ECU

EMS における ECU の国際貨幣としての機能を考察するとき、まずはじめに通貨バスケットとしての現行 ECU と通貨統合第三段階で実現を狙っている単一共通通貨 ECU とが異なるものであることを認識する必要がある。現行のバスケット通貨 ECU が第三段階で加盟各国の国民通貨に置き換えられるのではない。第三段階での共通通貨 ECU は、EC 域内で強制通用力をもつ法定通貨と考えられており、現行のバスケット通貨と本質的に異なる。そこで以下の考察の便宜のために、通貨バスケットとしての ECU をバスケット ECU、第三段階での ECU を通貨 ECU とよぶことにし、バスケット ECU の貨幣的性格と機能を考察することにしよう。

3.1 ECU と中心レート

EMS の目的は、「より緊密な金融協力を通じて欧州に貨幣的安定圏を創ること」である。EMS とともに創設されたバスケット ECU は為替相場メカニズム (ERM) の中心に位置し、つぎの四つの役割を果たす欧州通貨単位 (European Currency Unit) である。すなわち

- ① ERM における加盟国通貨の中心レート設定基準
- ② 加盟国為替相場の乖離指標
- ③ 介入操作ならびに信用供与手段
- ④ 中央銀行間の決済手段：この目的のため、加盟国中央銀行は欧州通貨協力基金 (EMCF) に金・ドル準備の 20% を預託し準備資産とする。

1978年12月、欧州理事会でEMSの創設が決議されたとき、その内容から判断して、EMSは、この制度が発足する以前に検討された二つのモデルの妥協解であることが明らかである。その一つは、バスケットECUを一つのパラメーターとし、バスケットECUで測って加盟国通貨の中心レートならびに介入義務が定義されるものである。このモデルに従えば、ある時点をとるとその時点で加盟国通貨の中心レートが一つ決まり、所定の変動幅のもとで当該通貨の介入義務が決まる。それに対してもう一つのモデルは、かつての「スネーク」方式に基礎をおくもので、各加盟国通貨の中心レートおよび変動幅限度での介入義務は双務的になる。双務的介入の結果発生する債権債務をバスケットECUで決済することによって、両国のベース・マネーは対称的に変化することになる（この点についてはすぐ後で再論する）。

具体的には後者が採択されたが、マルクの通貨価値安定を重視するドイツは、介入によってベース・マネーの変化を強制されることに強い難色を示した。そこで妥協解として「乖離指標」が導入されたのである。これにより、中心レートからの乖離国を明示することが可能となり、当該国は為替相場安定のために調整負担を負うことになった。

「乖離指標」の導入は、技術的にみてもかなり巧妙な内容をもっている。しかし現実の動きをみると、これまでしばしば指摘したように、中心レートからの乖離国は変動幅限度到達以前に介入する事例が多く、しかもバスケットECUよりもドルまたはマルクで介入した。その結果「乖離指標」の重要性は相対的に低下したのである。また介入に関連して、加盟国通貨の切り上げ（または切り下げ）はバスケットECUで示されているが、実際的にはその経済的意義は小さかった。

3.2 バスケットECUの公的使用

「乖離指標」の重要性が低下したことは、バスケットECUによる公的使用の範囲が縮小していることを意味する。その背景には、バスケットECUによる決済が債務の50%に限定されたことに象徴されるように、バスケットECUが準備資産・決済手段として、つまり国際貨幣として十分な機能をもっていなかったことがある。金融統合の進展につれて、バスケットECUによる決済を100%まで可能にする、バスケットECUとドルおよび加盟国通貨との交換を認めるなど、バスケットECUの使い勝手はかなりよくなったとはいえ、ドルやマルクがもつ貨幣としての利便さには及ばなかったのである。

また物価安定に関して加盟国間にみられるスタンスの差も、バスケットECUを重用することに不利に働いたといえそうである。先にも触れたように、ドイツは政策目標として物価安定をつねに最優先してきたから、双務的介入の義務によって自らのベース・マネーを攪乱されることを好まない。したがって介入により、バスケットECUで決済することを通じて双方のベース・マネーが対称的に変化することには抵抗があったのである。

しかしそうだからといってバスケットECUの公的使用の意義がなくなったと結論するのは正しくない。とくに弱小通貨国にとっては、相互資金支援制度のひとつである無条件超短期信用（very short-term financing: VSTF）の手段として貴重であったし、公的準備資産としての重要性は相変わらず大きいものがあったからである。そこでバスケットECUの公的使用の今後を展望するために、対称的ベース・マネー介入と非対称的ベース・マネー介入について検討しておくことにしよう。

① 対称的ベース・マネー介入

ERMの介入制度は、前述したように「スネーク」方式である。これは、中心レートを

基準に二国間通貨の平価を設定し、これに対して変動幅を決めるパリティ・グリッド方式である。したがって一通貨が変動幅限度（上限または下限）に到達した場合、他にもう一つの乖離通貨が同時に存在することになる。そこで介入義務はつねに二つの中央銀行が負うことになる。パリティ・グリッド方式のもとで、二国が介入したとき、両国のベース・マネーに同時に逆方向の効果がでるような介入のタイプが対称的ベース・マネー介入である。変動幅限度に達して介入する場合、VSTFの利用またはバスケット ECU による決済は、こうした対称的なタイプの介入である。不胎化政策がとられないかぎり、弱い通貨国のベース・マネーは収縮し、強い通貨国のそれは拡大することになる。強い通貨国が公開市場操作(売オペ)を通じて不胎化に成功すればベース・マネーは拡大しないであろうが、その代わり金利の上昇が不可避である⁹⁾。

② 非対称的ベース・マネー介入

このタイプの介入は、一国の中央銀行がユーロ・カレンシーを利用するか、国内民間銀行の他国通貨建て資産を利用して介入する場合である。この場合、介入によるベース・マネーへの影響は介入国に対してのみ発生することになる。①と比較すると、この種の介入はバスケット方式による介入である。バスケット方式では、ERM 参加国通貨から構成されるバスケット通貨を創り、その平価に対して変動幅を決める。したがって、一般的に乖離通貨が併存することはない。変動幅限度に達したとき、ひとつの中央銀行のみが介入義務を負うことになる。

EMS の創設にあたりバスケット方式が採用されなかった理由は、ドイツの強い反対があったためといわれている。というのは、バスケット方式では、低インフレも調整によってそのインフレ率を EMS 平均にまで高めるように協調させられることと、技術的にみると、ある通貨をその通貨自体が入ってい

る通貨バスケットに固定させるには、その通貨のウェイトがからみ、対称的にはなりえないからである。こうした問題点があればこそ、EMS は、グリッド方式を採用しながら、バスケット方式に基づく前述の「乖離指標」（平均から乖離している通貨を指定する）を導入したのである。

介入によるベース・マネーの変化は、当然のことながら各国国内経済活動に影響を与える。1983年3月EMS内での為替調整以降、加盟国中央銀行は、変動幅限度に到達した場合、双方に必然的に生じる政策上の緊張関係を避けるためには、限度到達以前の予防的介入が望ましいと考えるようになった。その結果、加盟国中央銀行は VSTF をこの予防的介入においても利用することを希望したのである。これ自体はバスケット ECU の国際貨幣としての利用範囲を拡大するものであったが、しかし、この種の利用拡大については、強い通貨国からの反対を受けることになった。というのは、対称的ベース・マネー介入において、再三述べたように強い通貨国はもう一方の国の介入によって望ましい国内金融政策を堅持することができなくなるからである。その結果、またしてもひとつの妥協として、中央銀行間のバスケット ECU の流動化条項を導入し、公的利用可能性を改善することになった。

以上を総括すると、EMS は EC（現在は EU）域内の通貨安定に貢献したが、介入に関する各国の政策スタンスをめぐる対立はかなり明瞭であり、この対立のなかにバスケット ECU の国際貨幣としての限界が画されているといえよう。

3.3 ECU の民間使用

(1) バスケット ECU 銀行市場

1980年代後半から、信用および為替取引に関するバスケット ECU 銀行市場は目覚ましい発展を遂げた。国際金融市場におけるバス

ケット ECU 使用は、他の通貨による信用および為替取引に比較して急速であり、ドル、マルク、スイス・フラン、円に次いで拡大を続けている。その主な理由は、構成国市場金利の加重平均であるため、高金利国にとってバスケット ECU 借入金利が自国金利より安くなること、また通貨バスケットであるため為替変動リスクが小さく、したがって EMS 内でのバスケット ECU 為替相場が安定的であったからである。

民間使用におけるバスケット ECU の金利は、一般金融市場と同じく、調達者の信用度と期間に応じて市場で決まる。他方、民間使用におけるバスケット ECU の為替相場は、公的使用におけるバスケット ECU を基準としているが、これも実際には市場での需給を反映して決められている。相場に差が生ずれば裁定メカニズムが働くから、両者に実質的な差はなく、その意味で民間使用におけるバスケット ECU は各国通貨と同様に活用されている。

具体的にいえば、EMS 内での弱い通貨国（高金利国）であったフランス、イタリアの非銀行部門による借入れが活発であったのは、それぞれ自国通貨での借入れより有利であったことを如実に示している。他方、バスケット ECU の供給国は主としてドイツ、オランダなどであるが、これらの国々の投資家にとってみれば、バスケット ECU での貸出しは相対的に金利が高いことから、ECU は格好の投資対象となったのである。

(2) バスケット ECU 債市場

バスケット ECU の民間使用に関してもう一つ付け加えるべきことは、80年代までデンマーク、フランス、アイルランド、イタリアに存続していた為替管理と資本移動規制が90年代の始まりとともに廃止され、金融革新の一般的発展も手伝って、バスケット ECU 債市場が躍進したことである。ユーロ国際債市場の通貨別内訳を見ると、1990年ついにマル

ク債を追い抜き、ドル、円、ポンドに次いで第四位になった。これは、バスケット ECU がユーロ・カレンシーとしての地位を確立しつつあることを意味している。

1990年末で見ると、ルクセンブルグ市場に上場された ECU 債515銘柄の発行形態は、ほとんど（417銘柄）が固定利付きの普通債で、その他が変動利付き債、ゼロ・クーポン債、転換社債、ワラント債である。普通債の大半は金利スワップ、通貨スワップなどスワップ絡みの起債で、なかでも一般企業債はそのほとんどがスワップ絡みである。こうした発行形態に、金融革新と資本市場の多様化が見事に反映されている。

さらに、発行市場の盛況につれて流通市場も拡大した。市場参加者は個人、機関投資家、裁定取引業者であり、このうち機関投資家の活動が目立つ。これを反映して、ユーロ ECU 債は、ほとんどがユーロクリア（Euroclear）とセデル（Cedel: Central de Livraison de Valeurs Mobilieres）のふたつの決済機関を通じて取引されている。

1991年8月19日付け日本経済新聞は、国際金融筋の報道として、欧州主要中央銀行はバスケット ECU を集中決済する新機関を創設することで基本的合意に達したと伝えている。同新聞が示すように、その狙いは、「一定量のバスケット ECU 資金の流動性を絶えず確保することで決済をより円滑にし、EC の合成通貨バスケット ECU の取引を一段と活発にすること」である。同時に、バスケット ECU ポートフォリオの拡大に対処するため、ワラント、オプション市場が活況を呈していることに留意すれば、この新機関の創設は、決済手段のインフラ整備によってシステム・リスクにも対応する意図をもっていると判断できる⁹⁾。

3.4 バスケット ECU の貨幣性

さきに述べたように、バスケット ECU は加盟国通貨によって構成され、介入・信用メカニズムの表示単位、公的決済、準備資産として機能している。したがって一見したところ加盟国にとっての国際貨幣として機能しているように見えるが、実はそうではないのである。

第一に、バスケット ECU の残高は金価格およびドル相場の変化によって増減する。また加盟国の金・外貨準備の変化によっても残高が変動する。バスケット ECU 残高のこうした変動は EMS にとって外生的であり、コントロールできない。国民通貨であればその国の中央銀行が貨幣を発行し管理するが、EMS はバスケット ECU を発行し管理する機関をもっていないのである。

第二に、バスケット ECU による決済システムは、加盟国の国民通貨による決済システムに依存せざるをえないという意味で不完全である。端的にいえば、バスケット ECU の決済手段としての機能は不完全である。バスケット ECU の民間使用には大きな限界があるといわなければならない。

一例として、民間企業がバスケット ECU 建て預金を用いて国際間取引を決済するケースを考えてみよう。EMS には ECU ベース・マネーが存在しないから、銀行間のバスケット ECU による決済は、結局、支払銀行がバスケット ECU の構成通貨を調達して相手の受取銀行に支払うことになる¹⁰⁾。つまりバスケット ECU 預金による決済は、バスケット構成国の金融市場に依存してはじめて可能である。このことは、バスケット ECU が各加盟国内で国民通貨の代替物とはなりえないことを意味している。

第三に、バスケット ECU が公的利用と民間利用に分別されていることに留意すると、国際貨幣となるためには、両者の相互交換性を通じて、公的 ECU が振替可能性と交換性

をもたなければならない。振替可能性と交換性を確立する条件は、同じく人工通貨である SDR に関してこれまで考えられてきた、つぎの三つのアプローチをバスケット ECU の場合に適用することが可能性を判断するうえで参考になろう。

第一は、民間諸機関、とくに商業銀行が公的 ECU の勘定を開くように仕向ける権限を欧州通貨協力基金 (EMCF) に与えることによって、公的 ECU と民間 ECU との振替可能性を確立することである。しかし EMCF に預託されている公的 ECU の残高は加盟各国の金・ドル準備の変化によって変化し、それ以上に問題なのは、公的 ECU がハイパワード・マネーの性格をもつだけに、民間部門の主導的動きによってバスケット ECU の総額が変化しては、EMCF または将来の欧州中央銀行にとって、域内全体に対する適切な政策発動できなくなることである。

EMCF ではなく、商業銀行が公的 ECU 勘定をそれぞれの中央銀行に開く方法も考えられるが、この場合には、民間のインターバンク取引を精算するとき、各中央銀行が保有する公的 ECU のトランスファーによるほか方法がない。しかしこの方法は各国中央銀行の役割をますます強めることを意味するから、金融統合の視点からすればまさに逆行である。

第二に、各国中央銀行が民間 ECU 勘定を EMCF にもつことによって、振替可能性を実現することである。これにより公的 ECU の流動化が拡大し、各国中央銀行は公的、民間 ECU 間のスワップへの参加が容易になろう。しかし、公的 ECU を流動化するには中央銀行間の双務的な同意を必要とするから、ECU の交換性確立と矛盾するだけでなく、やはり各国中央銀行の役割強化を促すという意味で金融統合に逆行することになる。

第三に、決済機関は新たに設立し、その媒介によって公的、民間 ECU 市場をリンクすることである¹¹⁾。新機関を設立するためには、

EMCF 理事会および EU 閣僚理事会の賛同が必要であるほか、重要なことは公的 ECU と民間 ECU との金利格差があってはならないことである。裁定メカニズムが両者の乖離を縮小するであろうが、機能の異なるふたつのバスケット ECU を完全に同一化することは不可能である。

以上いずれをとっても現行バスケット ECU を国際貨幣化するには多くの難点がある。マーストリヒト条約に従う欧州通貨統合が第三段階で、EU 域内の強制通用力をもつ法定通貨として、単一の共通通貨の導入を意図しているのは現行 ECU の不完全な貨幣性を認識しているからであろう。

4. 共通通貨としての ECU

4.1 導入をめぐる独仏の態度

ミッテラン大統領は、1995年1月17日欧州議会において欧州通貨統合に言及し、EMS 加盟国は通貨統合の進展計画にしたがい1997年1月1日より共通通貨の導入を図るべきであり、フランスは計画実現のために全力をあげるつもりであることを明らかにした。一週間後バラデュール首相は、マーストリヒト条約に明記されている計画通り通貨統合を実現するため、できれば1997年より共通通貨の導入に踏み切ることを支持し、フランスはこれを実現する能力をもっているし、かたい政治的意志ももっていると声明した。

フランスがもともと通貨統合促進派であることは周知のところであるが、大統領と首相がほとんど同時に欧州通貨統合の予定通りの実現を強調した背景には、アルファンデリ経済相がフランス信用委員会に委託した ECU 導入に関する調査研究とフランス中央銀行による第三段階での共通通貨導入方法の検討がある。

フランス中央銀行が考える共通通貨の導入方法は、第三段階でまず加盟国通貨間の平価

を固定し、欧州中央銀行制度を通ずる共通金融政策を実施し、最終的には加盟国すべてにとっての唯一の貨幣である ECU 鈔貨と ECU 紙幣を域内に流通させるというものである。第三段階での共通通貨の導入は、先に考察した「声明書」と同様に漸進的であり、平価の固定から通貨 ECU の流通まで進む間に、各銀行は個人や企業との取引文書に ECU 表示を用いることによって通貨 ECU への移行を促進することになっている。

興味深いことは、フランスが欧州通貨統合の第三段階に関して上記のような公式見解を述べたとはほぼ同時期に、ドイツのワイゲル蔵相が記者クラブで「われわれは ECU を将来の欧州共通通貨の呼称とするといった考えはもっていない。ECU はあくまで欧州通貨単位 (European Currency Unit) の略号である」「ドイツ人にとっては、貨幣といえばマルク、グルテン、ターラー、フランケンといった呼称の方が人工的な概念である ECU より馴染みがる」と語ったことである。

これは通貨統合を急ぐフランスの態度を直接批判したものではない。しかしワイゲル蔵相が「(第三段階へは) 時間がきたら自動的に進むものではない。第三段階への移行条件が遵守されなければ、通貨統合はありえない」と言明しているところからも明らかのように、共通通貨は各加盟国の経済的収斂の成果のあとに自然に生まれるものと考えている。やや具体的にいえば、第三段階ではまず各加盟国通貨間の平価を固定し、多数通貨を流通させておく。こうしてそれぞれの通貨が何年間も安定していれば、そのとき共通通貨の導入に不安をもつひとはいないだろうというわけ、共通通貨を並行貨幣として流通させる考え方をしていない。

4.2 EU の拡大とバスケット ECU

1995年1月からスウェーデン、オーストリア、フィンランドの三国が新たに EU に加盟

した。EUの拡大は今後もこうした加盟国数の増加を通じておこりうるが、その過程でバスケット ECU はどのような影響を受けるのであろうか。

1993年11月1日発効したマーストリヒト条約第109条G項にしたがえば、ECUバスケットの通貨構成は不変とされている。この条項の意味は、もともとは時間の経過につれて ECU 価値を固定化することにあつた。固定化は、民間 ECU の利用者にとっても、金融革新のひとつとして民間 ECU を使用する金融機関にとっても、それで計画がたてやすくなるという便益があることも意味していた。

ECUバスケットの通貨構成は5年毎に改訂されることになってはいるが、上記三国の加盟によって通貨構成がただちに改訂されるわけではない。したがって最新の改訂が1994年であったから、次回までのバスケット ECU は15加盟国のうち12通貨で構成されることになる。その意味で、バスケット ECU はもはや完全な意味での European Currency Unit ではなくなる。多少の誇張が許されれば、欧州通貨統合のシンボルとしての性格の一部を欠落することになるといってよい。

そうした観念上の意味以上に重要なことは、通貨単位としてのバスケット ECU の貨幣的性格が、経済的基準ではなく、加盟のタイミングによって変化が生ずるということである。国際貨幣としての限界がここにもある。現在 ERM の許容変動幅は上下15%であるから、上限ないし下限での介入義務が発生する可能性は小さいかも知れない。しかし、ECU 通貨バスケットの構成通貨となっていない状態で、これら新加盟国が ERM に加盟し介入義務を負うことになった場合、決済に必要な公的 ECU を受け取るように要請できるものであろうか。マーストリヒト条約第109条G項にしたがい、バスケット ECU の通貨構成を不変に保つという狙いは一見するところ当然のように思われるが、EU の地域的拡

大とは ERM の機能維持の点で整合的でないことが明らかである。

4.3 ふたつの ECU の関係

通貨バスケットとしての現行 ECU と、第三段階で実現を狙っている単一の共通通貨 ECU とは、先に触れておいたように本質的に異なるものである。バスケット ECU が第三段階で加盟各国の国民通貨と置き換えられるものではない。第三段階での共通通貨である通貨 ECU は、EU 域内の強制通用力をもつ法定通貨である。つまり、今のところ同じ ECU の呼称で異なるふたつの ECU が考えられていることになる。ではバスケット ECU と通貨 ECU とはどのような関係になるのであろうか。

マーストリヒト条約第109 L 条¹²⁾ 第四項最後節の条文を読むと、第三段階において ECU を加盟国の単一通貨として急速に導入するとあり、同条第四項第一節および最後節を読むと、第三段階開始日に蔵相理事会が欧州委員会の提案に基づき、欧州中央銀行と協議して加盟国通貨との兌換レートを採用し、そのレートで各加盟国通貨を固定するとある。つまり通貨 ECU が第三段階開始日にそれ自身の実体をもつひとつの通貨となることを規定している。

したがってマーストリヒト条約第109 L 条の規定は2.で考察した「並行貨幣」の実現を含めて、第三段階において現行のバスケット ECU がそのまま存続するかどうかについて不明確であり、その取り扱いを今後の問題として残している。

通貨 ECU と各加盟国通貨との兌換レートについて『日本銀行月報』¹³⁾ は「第三段階開始日の間際になって為替相場が一時的に大きく変動する可能性があるため、条約上では相場の決定方法等について、あえて詳細な規定を行っていない」と述べている。たしかに兌換レートの設定は、それによって各加盟国

間の購買力に相対的な損得が生じるから、適正な兌換レートの設定が第三段階直前まで先送りになるのは止むを得ないことであろう。バスケット ECU は加盟国通貨の一定比率で構成されており、したがって価値保蔵目的から見れば、バスケット ECU は切り下げ傾向のある加盟国通貨より優るが、切り上げ傾向のある加盟国通貨より劣ることになる。具体的にいえば、1979 年 EMS が発足して以来 1994 年年央までの期間でみると、バスケット ECU はマルクに対して 22%、ギルダーに対して 20% 切り下がっている。逆にリラに対しては大幅に切り上がっている。通貨統合の前提として加盟各国の経済収斂（コンヴァージェンス）が強調される所以がここにある。バスケット ECU のこうした大幅切り下げは、ドイツまたはオランダにおいてバスケット ECU を支払手段として使用するインセンティブがまったく起こらないことを意味する。たとえば第三段階までの期間中、バスケット ECU の貨幣性を高めるため、ドイツの企業が賃金をバスケット ECU で支払うとすると、被雇用者の賃金所得はマルクで支払われた場合よりも減少することになる。

こうした所得分配上の歪みを除去するためには、マルクに対してバスケット ECU をインデックス化するなどの調整が必要である。イタリアなどバスケット ECU に対して切り下がっている加盟国にとっては、逆にバスケット ECU の使用が好まれるであろう。しかしリラに対しては負のインデックス化の調整が必要である。このように、いずれの場合でも必要な調整コストを考慮すると、バスケット ECU を支払手段として使用する可能性はどこにもないと言える。

5. 結びに代えて

以上の考察を総合すれば、マーストリヒト条約が描く共通通貨実現のシナリオはつぎの

ようになるであろう。

現行バスケット ECU は、民間使用の分野では金融・資本市場での表示単位として重用されるであろうが、第三段階開始日の直前までの期間において、欧州における国際貨幣となることはない。そしてバスケット ECU は、第三段階開始日直前に決定される（適正）兌換レートによって調整され、その価値は通貨 ECU と同一のもとで固定されることになる。この手続きによって、バスケット ECU の公的使用分は法定通貨 ECU に切り替えられることになる。その後は欧州中央銀行が加盟国全体の物価安定に適正と考える量の法定通貨 ECU を発行していくことになる。

法定通貨 ECU と各加盟国通貨との兌換レートは固定されるから、現在の ERM のもとで採用されている加盟国通貨間の為替レートに関する変動幅は不必要になる。しかし、膨大な交換作業を考えると、この段階でただちに各加盟国通貨をすべて法定通貨 ECU に切り替えることは不可能である。実際には第三段階の期間を長くとり、その期間中は法定（共通）通貨が並行貨幣として各国通貨とともに流通することになる。

しかしこのシナリオの進行には、各加盟国のファンダメンタルズが十分に収斂しているという重要な前提があることに注意すべきである。この前提は、通貨統合への強い政治的決意とは独立の、純粋に経済的な前提である。この前提が満たされなければ、Keynes が言ったような「購買力が不変であるという保証はさらにおぼつかない」し、2. 「諸聖人の祝日の声明書」において検討したように、兌換レートを固定化することが不可能であるだけでなく、並行貨幣は結局信認される国民貨幣に代替されてしまうであろう。

[注]

- 1) 主要先進国の金融のデレギュレーションは、新しい決済性商品を生み出し、グローバル化の進展によって各国の決済制度に変革をもたらしつつある。具体的に言えば、中央銀行券および民間銀行当座預金による決済の範囲が相対的に縮小し、エレクトロ・バンキングに象徴されるようにノンバンクによる新しい決済方式が出現しつつある。貨幣とは何かという文脈に戻れば、こうした決済制度の変革によって決済システムがリスクに曝されるようになったことが、あらためて貨幣の価値尺度機能に注目を集めさせたといえよう。
- 2) 貨幣の価値尺度機能は、それが市場価格の公約数となることである。この機能によって所得を同一の次元で測ることが可能となる。しかしインフレーションがある場合、貨幣錯覚にもとづく資源のミスアロケーションが時間を通じて発生する可能性がある。国際的視点を導入するとき、各国間のインフレ率格差は、各国貨幣の価値尺度の変化にまつわる不確実性を増加させる。
- 3) 第二次大戦後のブレトン・ウッズ体制（IMF体制）は、少なくとも50年代から60年代まで、アメリカ経済の絶対的優位に支えられ、国際通貨システムとして十分に安定的に機能した。当時、アメリカ以外の各国は、自国の為替相場を対ドルで固定化するとともに、アメリカは各国国際収支動向に受動的に対応した。このことは、ドルが共通の価値尺度であると同時に、共通の交換手段として使用されたことを意味する。計算費用は大いに節約され、世界経済は「黄金の60年代」を実現した。
- 4) n ヶ国の不換紙幣の集合から成る国際金

融システムにおいて、 $(n-1)$ 個の相対価格、つまり為替相場が決まってもニューメレールが存在しない場合には、絶対価格未決定というヴィクセル現象が生ずる。ある国の貨幣、たとえばドルをニューメレールとして使用することと、ドルを計算単位として使用することとの間には、国際金融システムを考える場合大きな差異がある。ニューメレールはたとえば金または財バスケットのように実物財であり、その単位が価格体系の基盤である。他方、計算単位はバスケットECUのように財・サービスの価格を表示する単位である。かつての金本位制のように金がニューメレールとして使用され、各国の貨幣がこのニューメレールとリンクしているかぎり、経常収支の動向に応じて物価は対称的に変動し、いわゆる $(n-1)$ 問題は発生しなかった。またブレトン・ウッズ体制においてアメリカがドルを金にリンクさせ、アメリカ以外の $(n-1)$ 個の貨幣がドルにリンクして固定為替相場体系を構成し、ドルとその他貨幣との取り扱いを非対称化することによって $(n-1)$ 問題を解決した。しかし1971年以降、ドルを含む各国貨幣は不換紙幣であり、ニューメレール不在である。各国はそれぞれ対ドル為替相場、物価水準、経常収支に関して目標をもち、それを実現しようとするが、国際システム全体としては自由度は $(n-1)$ 個しかないから、つねに安定性に問題が残ることになる。

- 5) Fratianni and Peeters (1978) のPART IIを参照。
- 6) かつてFisher(1926)は、財貨本位制のもとで財貨バスケット1単位当たりのドルの購買力を不変に保つためには、かなり頻繁にドルを再調整する(compensated dollar)必要があることを示した。その場

合の調整ルールは、毎月、直近の生計費指数がその目標値を上回った率(%)に応じて、財貨バスケット単位当たりのドル価格を同率(%)引き下げるというものであった。逆は逆。このルールによってドルの購買力が不変に保たれる前提は、ドル価格の変更によって各種財価格および賃金など要素価格が伸縮的に変化することである。実際どの程度伸縮的かという問題は実証の問題であり、ここでは問わない。

ところである貨幣の価値を一定の財貨バスケットの価値に結びつけるとき、その貨幣を発行する銀行は、その紙幣と財貨バスケットを直接交換することによってこの目的を達成することはできない。まず、その貨幣を財貨バスケット購入に十分な、ある量の買い戻し手段(たとえば金)と交換するという間接的交換によって可能なのである。Schnadt and Whittaker (1993)は、その貨幣が財・サービスに価格をつける共通の計算手段であるとき、この間接的交換性が機能しないことを明らかにした。その論拠は以下の通りである。この貨幣(たとえばドル)を発行する銀行が市場で観察可能な価格は財貨バスケットの市場価格(ドル表示)と金の市場価格(ドル表示)だけである。したがって金に対する財貨バスケットの価格はこれら二つの市場価格(ドル表示)から間接的に算定するほかない。いまバスケットを構成するいくつかの財に対する需要が増加し、財貨バスケットの市場価格が高騰したとしよう。銀行が金の市場価格(ドル表示)より高い金のドル価格をオファーするとき、経済主体は保有するドルで金を購入し、これを市場で売却すればその代金で以前と同じ単位の財貨バスケットを購入できるように見える。しかしよく考えてみる

と、市場価格より高い金価格で金を買入れる貴金属業者がいるはずがない。したがってこの間接的交換性が成立するためには、金市場での価格均等化の過程が需給の変動に伴う財・サービス市場での調整過程より緩慢であるという仮定が成立しなくてはならない。しかし、金市場では裁定取引が働き、容易に「一物一価の法則」が成立するから、この仮定を認めることは不可能であり、したがって間接的交換性は機能しないのである。

この論証を財貨バスケットにリンクしても、その購買力を不変に保つこと、つまり「声明書」が主張するinflation-proofedがいかに難しいことであることを示唆している。また財貨本位制を詳細に分析し、これを法定不換紙幣制と比較したHall (1982)は、上手に管理する財貨本位制はドル安定にとってひとつのよい方法だろうが、それが唯一の方法ではなく、上手に管理する法定不換紙幣制に優るとはいえないと結論した。

- 7) この点についてはKlein (1974, 1976)を参照。
- 8) この一例が1993年8月の欧州通貨危機におけるドイツの介入の限界である。その事情については島野 (1995)を参照。
- 9) 情報通新技術の発達は、①マーケット情報ネットワーク、②ディーリング・ネットワーク、③決済ネットワークのそれぞれを整備、拡大してきた。①は、必要な情報を世界中の市場参加者にリアル・タイムで流すことを可能にし、取引参加者の数と範囲を拡大させてきた。②は、金融機関の役割を従来の資金仲介機能から決済機能に重点を移動させてきた。③は、エレクトロニック・ファンド・トランスファー (EFT) による決済がリスクの質と量を変化させてきた。これに、世界各市場における金融取引の量的拡大、

決済の国際化、決済不履行の影響が決済システム全体に波及するスピードの上昇という三つの視点を加えると、リスク管理とリスクに対応するインフラストラクチャの整備の必要性はますます大きくなっている。金融革新の進展と民間ECUの使用範囲が質・量とも拡大している現状から、欧州主要中央銀行は新機関によってシステム・リスクに対応しようとしているのである。

- 10) Padoa-Schioppa (1994) は、EMSは加盟国政策当局が作ったものだが ECU は基本的には市場の現象だと述べ、バスケット ECU の将来の課題として、決済システムの確立、バスケット段階の克服、lender-of-last-resort 問題の再評価、ECU の公的使用と民間使用のリンクをあげている。このうち、決済システムについてはすでに1982年 ECU 相互決済協定 (Mutual ECU Settlement Agreement : MESA) を基盤に主力 5 銀行による決済が始まり、ECU の民間使用が促進された。ECU は加盟国通貨のバスケットによって構成されているため、銀行間での ECU 決済にあたっては、加盟国通貨の構成比率に応じた合成 (bundle) と分解 (unbundle) の作業が必要となる。MESA はこの作業がもたらす取引コストの上昇を解決するための決済システムである。その後参加銀行が 7 行となり、1986年には欧州決済銀行 (BIS) が民間 ECU の集中決済機関となった。なお、この点を含め ECU の通貨性に関する研究として藤田 (1994) を参照。
- 11) SDR に関する決済機関の創設を考案したのは Kenen である。その内容は以下のようである。各国商業銀行は中央銀行に対する準備預金 (自国通貨建て) を用いて中央銀行から SDR を買い、これを決済機関に預ける。この結果中央銀行保

有の SDR が決済機関に移転する。商業銀行は事実上 SDR に対するアクセスを獲得し、その取引を始めることによって SDR の民間使用が普及する。その結果、中央銀行が SDR を用いて外為市場に介入できるようになり、対外決済準備として特定国通貨ではなく SDR の保有需要が各国で増大する。商業銀行は決済機関に対する SDR 建て請求権に基づき SDR 建て債券の取引範囲を世界的に拡大する。この Kenen の構想に基づき欧州に決済機関を創設すれば以下のようになる。A 国中央銀行が市場介入に必要な外国為替を獲得したい場合、A 国中央銀行、B 国商業銀行および決済機関の間でつぎのような取引が発生する。まず B 国商業銀行は A 国中央銀行が売る公的 ECU を買い取り、民間 ECU を A 国中央銀行に売る。B 国商業銀行は公的 ECU を保有できないから、これをただちに決済機関に預ける。A 国中央銀行は B 国内に民間 ECU の銀行預金をもちこれを介入目的に用立てる。決済機関の勘定は、保有する公的 ECU (EMCF に対する資産) と商業銀行に対する ECU 負債とでバランスする。B 国商業銀行については、勘定に資産 (決済機関に対する預金) の増加と負債 (A 国中央銀行の預金) の増加が同額記録されることになる。

- 12) 便宜のために第109 L条第四項を英文で示しておこう。

At the starting date of the third stage, the Council shall, acting with the unanimity of the Member States without a derogation, on a proposal from the Commission and after consulting the ECB, adopt the conversion rates at which their currencies shall be irrevocably fixed and at which irrevocably fixed rate the ecu shall be substituted

for these currencies, and the ecu will become a currency in its own right. This measure shall by itself not modify the external value of the ecu. The Council shall, acting according to the same procedure, also take the other measures necessary for the rapid introduction of the ecu as the single currency of those Member States.

13) 日本銀行月報(1994)を参照。

[参考文献]

1. Barro, R., "Inflationary Finance and the Welfare Cost of Inflation", *Journal of Political Economy*, September / October 1972, 978-1001.
2. Cagan, P., "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", in: Friedman, M., ed., "Studies in the Quantity of Money", The University of Chicago Press, 1950, 25-117.
3. Fisher, I., "The Purchasing Power of Money", 2nd. ed., New York: Macmillan, 1926.
4. Fratianni, M. and T. Peeters, ed., "One Money for Europe", Macmillan, 1978.
5. Giovannini, A., "Currency Substitution and Monetary Policy", in: Wihlborg, C., M. Fratianni and T.D. Willett, ed., "Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992", North-Holland, 1991, 203-216.
6. Hall, R.E., "Exploration in the Gold-standard and Related Policies for Stabilizing the Dollar", in: Hall, R.E. ed., "Inflation", The University of Chicago Press, 1982, 111-122.
7. Hayek, F.A., "Denationalization of Money-The Argument Refined., An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies", 2nd. ed., The Institute of Economic Affairs, London, 1978. 川口慎二訳『貨幣発行自由化論』東洋経済新報社, 1988.
8. Kenen, P., "Use of the SDR to Supplement or Substitute for Other Means of Finance", in: von Furstenberg G.M., ed. "International Money and Credit: The Policy Rules", Washington: IMF, 1983.
9. Keynes, J.M., "Tract on Monetary Reform", London, 1924. 中内恒夫訳『貨幣改革論』, ケインズ全集・第4巻, 東洋経済新報社, 1978.
10. Klein, B., "The Competitive Supply of Money", *Journal of Money, Credit and Banking*, Nov. 1974, 423-454.
11. Klein, B., "Competing Monies", *Journal of Money, Credit and Banking*, Nov. 1976, 513-520.
12. Klein, B., "Competing Monies, European Monetary Union and the Dollar", in: Fratianni and Peeters ed., 69-94.
13. Laidler, D., "Difficulties with European Monetary Union", in: Fratianni and Peeters ed., 52-63.
14. Padoa-Schioppa, T., "The Road to Monetary Union in Europe", Clarendon Press, London, 1994.
15. Schnadt, N. and J. Whittaker, "Inflation-proof Currency? The Feasibility of Variable Commodity Standards" *Journal of Money, Credit and Banking*, May 1993, 214-221.
16. 藤田誠一, "「人工国際通貨」としてのECU", 『国民経済雑誌』, 平成6年8月19-42.
17. (資料)「経済・通貨統合に向けたEU各国の動き」, 『日本銀行月報』, 1994

年10月，37-64.

18. 島野卓爾，”国際通貨システムから見たEMSの位置と機能”，『学習院大学経済論集』，1995年3月，1-15.