

## 欧州通貨統合の評価<sup>\*</sup>

島野卓爾

### 1. ユーロの誕生

欧州通貨統合の完成によって誕生する単一通貨ユーロが注目されるのは、それが欧州だけでなく世界の政治・経済にとってまさに「世紀のイヴェント」だからである。

第一に、すべての国家はそれぞれ自国の通貨を保有するというこれまでの通念を破り、通貨統合参加国に単一通貨を導入することは、国家の概念に対する壮大な実験といえる。通貨統合はEU経済を金融面から活性化させるものと期待されているが、通貨統合の完成が究極の目標である政治統合への前提条件であることを忘れてはならない。まさに「ひとつの欧州、ひとつの通貨」である。この実験を成功させた背景には、戦後欧州の平和と安定を希求する欧州諸国の堅い政治的意志と理念から生まれた地域主義の歴史がある。欧州復権への強い願望がある。1951年の欧州石炭鉄鋼共同体、58年の欧州経済共同体、87年の単一欧州議定書、93年の欧州連合へ至る欧州統合の発展は、いずれも加盟国のこうした共通の願望の成果といえる。

欧州統合は深化と拡大の過程といわれる。深化と拡大は、欧州統合がダイナミックに進展してきたことの別表現であるが、同時に深化の次に拡大、拡大の次に深化という過程を慎重に積み重ねてきたことに注目したい。事実、70年のウェルナー委員会による通貨統合の試み、79年の欧州通貨制度(EMS)および為替相場メカニズム(ERM)の発足、88年のドロール委員会による通貨統合シナリオ

の作成は、いずれも通貨面での統合深化の過程であるが、これらは実物面での統合の深化と拡大と密接かつ相互に関連している。ドロール委員会のシナリオが93年のマーストリヒト条約および97年のアムステルダム条約によって具体化したように、こうした深化と拡大の過程は、その都度、条約によってその政治的意志と理念が相互に確認されてきた。このことから、欧州通貨統合は機能的には経済的といえるが、同時に通貨統合によって世界における欧州の立場を強化できるという政治的動機が強く働いていることが分かる。

通貨統合参加国が単一通貨を導入しようとする直接の経済的動機は二つある。第一は国際金融市場のグローバル化への対応であり、第二は為替レートの調整における非対称性をなくすことである。ここでは後述との関連で第二の動機に限定して述べることにしよう。92年9月、93年8月の欧州通貨危機を含め、EMSは十数回にわたって為替レートを調整せざるをえなかったが、度重なる調整から得られた教訓は、EMSによっても安定的な固定相場制を維持できるとはいえないこと、加盟国のファンダメンタルズの収斂が安定的な通貨制度の確立に不可欠であること、そして加盟国はファンダメンタルズを収斂させるためにその金融政策をEMSのアンカー国であるドイツの金融政策に準拠させる結果、調整負担に非対称性が生まれることであった。この非対称性をなくすには、調整の必要がない単一通貨の導入以外に方法がないというのがフランスなどの確信であり、それがマースト

リヒト条約に結実したのである。

第二に、ユーロの誕生は基軸通貨ドルに対する挑戦であり、現行のドル本位制に改革を迫るものである。EMSは欧州地域に限定された通貨システムであるから、ドル本位制のもとでは、基軸通貨ドルを持つ覇権国アメリカの意識的かつ自己充足的な協調の強要から逃れることができない。これを国際通貨システムの文脈でいえば、ドル本位制のもとでEMSは、アメリカとの不均衡の調整負担において非対称性を経験することになる。こう考えると、欧州諸国（ただしドイツを除く）はEMSに加盟することによって二重の非対称性を経験していたわけで、その双方を単一通貨ユーロの誕生によって解決ないし改革しようというのである。

ドル本位制がもつ調整負担の非対称性を解消するには、アメリカが対称的な政策調整を用意することが必要である。それはグローバルな安定した国際通貨システムを確立する前提である。しかしドル本位制のもとでアメリカは基軸通貨国としての特権を行使し、赤字国にもかかわらず通貨調整を黒字国に押しつけることができるのであるから、自らの負担が増す通貨システムを実現する意図をもつはずがない。その意味でユーロの誕生がただちに現行ドル本位制の改革に結びつくわけではない。しかし欧州金融・資本市場とともにユーロが安定した通貨として成長すれば、ドルからユーロへのシフトの気運が高まり、世界の諸国はユーロを準備通貨、資産通貨、取引決済通貨として次第に重用することになる。この過程は基軸通貨ドルの独占的地位を脅かす画期的変化であり、場合によってはアメリカといえども為替安定化をめぐる国際政策協調を積極化せざるをえなくなるであろう。

以上のように、欧州通貨統合の進展とユーロの誕生は、情報通信技術の発達による取引手法の抜本的变化と国際金融活動のグローバル化のなかで、国際金融・資本市場の量的拡

大と質的变化をもたらす大きなインパクトをもっている。それだけではない。ユーロがやがて国際通貨として登場することは、現行のドル本位制に対してその変更を迫るものである。世界最大の債権国という事実だけからも、これが日本経済と円の将来に大きな影響を及ぼす変化であることが分かる。とくに日本の金融システムは、グローバルな制度間競争・市場間競争に立ち遅れが目立つだけに、欧州通貨統合の進展から多くの教訓を得ることができる。

## 2. 単一欧州金融・資本市場への再編成

世界総生産に占めるEU 15ヶ国の割合は31%であり、アメリカのそれは27%である。また世界貿易のシェアでは、EUが20%、アメリカが18%である。したがって、通貨統合に当面参加しない4ヶ国分を差し引くと、ユーロ地域の経済・市場規模はほぼアメリカのそれと同等である。こうした巨大な地域にユーロという単一通貨が導入されると、この地域はすでに財・サービスに関する域内市場が完成しているから、ドルに匹敵する規模と流動性を備えた巨大な単一金融・資本市場の誕生という期待を生み出すことになる。そしてこの期待が国際金融活動のグローバル化に対応する公社債市場、株式市場、金融市場、先物市場の再編を促してきたのである。

### 2.1 債券市場

欧州では、伝統的に間接金融が優位であったが、ユーロ導入により為替リスクが消滅するほか、これまで各国通貨により分断されていた国債市場がユーロ建て市場として統合されることにより、債券市場の規模が拡大し、それに伴って流動性の増大も見込まれる。また、直接金融のウェイトが高まり、社債市場も発展する可能性がある。

事実、98年上半期のユーロ債を含む国際債

券発行額は総額6307億ドル強と昨年を上回り、今年も前年に続き過去最高を更新する情勢である。これは好景気を続けるアメリカ企業の資金調達が生々たることと、投資家の単一通貨ユーロへの大きな期待を反映している。資金の借り手である発行体を地域別に見ると、東欧を含む欧州が3179億ドル（全体の約50%）、アメリカが1773億ドル（約28%）、日本を含むアジアは185億ドル（約3%）となっている。また通貨別内訳はドル建てが45.4%、マルク建てが20.4%、ECU建てが7.5%である。円の比率は昨97年5.9%であったが、今年上半期はわずか1.4%まで落ち込んでいる。マルク建て、ECU建てにユーロ参加国通貨建てを加えれば、つまり将来ユーロ建てとなるユーロ債は約四割に達することになる。因みにECU建ての比率が急増したのは、欧州投資銀行が97年初めに13億ECUのECU建て債を発行したためであるが、同債券は通貨統合第三段階以降1ECUが1ユーロに自動的に転換されるという条項が盛り込まれており、ユーロ建てユーロ債への関心が強まったことによる。

欧州国際債券市場の活況は通貨統合への信頼の表れであるが、同時にアメリカの発行体がこれまでの国内市場での資金調達からユーロ債やグローバル債での資金調達に転換したことが影響している。事実、ユーロ債など国際債券の引き受け主幹事は、メリル・リンチ、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター、JPモルガンなどアメリカ系証券会社が上位を独占し、ユーロ債市場を通じてアメリカの企業とアメリカの投資家とをうまく結びつけることに成功している。それは、80年代後半日本の企業がユーロドル建てワラント債を大量に発行し、日本の銀行・証券会社が引き受け主幹事としてユーロ市場で活躍したのと似ている。

しかしこれを発行体および引き受け主幹事をめぐる日米間の交代とだけ受け取るわけに

はいかない。金融のグローバル化が進展するなかで、アメリカの有力証券会社は、欧州国際資本市場がユーロというグローバルな指標のもとで繁栄を続けると判断し、活動基盤を拡大しているのである。そこではドルとユーロが活用される。これまで分断化されていた市場がユーロによって単一市場化する有利性を手離すまいという「したたかさ」がそこにある。これに対して、経済不況と低金利を反映して90年代日本の企業は、資金調達源をユーロ市場から国内社債市場に求めることになった。それは調達コストから見ても合理性があるし、東京市場の活況として本来喜ぶべきことであろう。しかし先に通貨別内訳で見たように、ユーロ市場からの後退は同時に円のシェアの低下を伴っている点が大きく異なっている。これは、円建て外債（サムライ債）市場の低迷に集約されるように、円の国際化を怠ってきたトガメともいうべきことであり、ユーロの国際的登場と対照的である。

## 2.2 株式市場

欧州の大企業は、法制、税制、監査方法などが国別に異なっていたこともあり、株式の国内上場を常としてきた。ユーロの導入は、こうした上場市場の国別分断化を払拭するだけでなく、各証券取引所を統合した巨大な単一欧州株式市場（ユーロ株式市場）へ発展させる契機となるであろう。市場の規模が拡大するとともにその透明性が高まれば、ユーロ株式市場はニューヨーク証券取引所に次ぐ株式市場となろう。とくに投資ファンドや保険会社、年金基金など欧州機関投資家のポートフォリオ配分は、EU域内への投資比率を高め、債券投資に比べてより高い投資収益が期待される株式投資に重点を置くことが予想される。ユーロの導入は各国企業の業績比較を容易にし、それが株価に反映するだけでなく、企業間の競争を一層激化させることになる。アジア通貨危機の克服や日本の不況からの回

復が遅れば遅れるほど、国際投資資金はユーロ株式市場にも流入することになろう。

欧州最大のロンドン証券取引所とフランクフルト証券取引所の提携は、単一欧州株式市場（ユーロ株式市場）へ向けての再編成の動きである。99年1月よりイギリス、ドイツの主要企業の株式は、いずれの取引所でも同一価格で取引が可能となるだけでなく、将来的には、欧州各国証券取引所の参加により共通取引できる優良株を三百銘柄まで増加させることによって、国境を越えた株式取引が可能になる。この提携に刺激されて、今後他の証券取引所間でも提携が促進され、EU金融サービス市場の統合はさらに進展することになろう。

もっとも、統合の進展にはなお多くの制度上の整備が必要である。たとえば国別の株式指数から欧州ワイドの指数への転換が必要である。すでに98年2月末、パリ、フランクフルト、チューリッヒの金融・証券取引所は、アメリカ・ダウジョーンズ社と協力して、通貨統合11ヶ国のうち10ヶ国の主要企業50社を対象銘柄とする株価指数「ユーロSTOXX50」を導入、取引を開始した。一方、ロンドン証券取引所とFTは、欧州内の優良株三百銘柄で構成される「FTSEユーロトップ300」指数を導入しており、前述のロンドン、フランクフルト両証券取引所がこれら指数のいずれを採用するかが注目されている。さらに自社株の買い戻し、ストック・オプション制度の導入、実施を容易にする制度上の整備や、各国間で異なる会社法や会計規則、株式取引に関連する規制の調和が進められている。また、新世代の電子取引システムによる取引「XETRA」も始まっており、99年1月通貨統合第三段階以降は、債券、オプションなど全銘柄で、小口注文を含む取引が行なわれるほか、ロンドン証券取引所の電子取引システムと統合することになっている。

## 2.3 金融市場

EMU各国は、ユーロ導入後の統合された金融ビジネスを自国市場に取り込むべく、政策当局・民間部門双方とも競争力強化のための動きが活発化しつつある。EUにおいてはこれまで資本移動自由化を実現（1990年7月）したほか、第2次銀行指令（1989年12月採択）、自己資本規制に関する指令（1993年3月採択）、投資サービス指令（1993年5月採択）などにより、域内金融機関に対する規制の一本化を図ってきた。これらの指令が各国金融取引のインフラ整備と市場競争力の向上を刺激してきたのである。通貨統合はマーストリヒト条約だけで誕生したのではない。80年代末以降の金融市場整備をめぐるこうしたたゆまざる努力が通貨統合を完成させたことに改めて留意したい。

欧州では、これまでロンドン市場（シテイ）が市場全体の規模、各種金融取引（ユーロ通貨、外国為替、ユーロ・レポ、先物など）に関する流動性の高さ、金融取引のインフラ（人材、取引決済システム、規制、税制など）の諸点で圧倒的な優位性を維持してきた。この優位性は、イギリスが通貨統合に未参加であっても揺るがないというのがシテイの見方である。その背景には、シテイがもつ市場の厚みやインフラの優位性が、ユーロのオフショア市場としての機能と役割をさらに高めるだろうという自信がある。

しかし、ユーロの導入がユーロ地域各国金融機関の経営戦略を大きく変えることは確実である。ユーロが単一通貨となれば、ユーロ地域内では為替・両替業務がなくなるから、単純な仲介業務による取り扱い手数料は減少する反面、ドルなど域外通貨との為替取引の拡大が期待されている。他方、資金貸借業務を自国内だけでなく広く域内全体に展開するためには、情報通信技術の高度化を活用した事務処理の統合と経営戦略の新たな確立が急務である。やや具体的にいえば、各国別業務

展開から EMU を一つのユニットとしての業務展開への転換であり、機能の拠点集中とサテライト化・ネットワークの再編である。こうしたリストラは、経費削減を目的とする合理化というよりも、欧州金融市場の再編成に呼応し、とくに資産運用業務の世界展開を図る積極的な戦略である。ユーロ取引の場としてユーロ地域の市場を選好する条件を整備することにより、各国金融機関は、市場参加者の多様なニーズを満足させながら、ドルに匹敵する大規模な単一通貨市場で規模と範囲の経済性を実現できる経営戦略を練り上げつつあるといつてよい。

90年代後半とくに盛んになった欧州系金融機関の合併・買収は、競争力の強化とネットワークの再編によってこの課題に答えようとする動きである。これまで欧州の金融業務はユニバーサルバンキング・システムによって、つまり銀行がメインバンクとして企業に対する融資、発行した株式の引き受けを行い、金融市場、株式市場の双方で支配的地位を保持してきた。メインバンク・システムは、特定産業または企業の育成、競争力強化など、従来型の国単位の金融業務には適当であった。しかしいまや企業活動自体がグローバル化し世界の社債市場を通じて有利な資金調達が可能となると、銀行の間接金融機能は後退せざるをえないのである。

欧州系金融機関の買収・合併による投資銀行業務の拡大は、これまでの間接金融機能から脱皮して、市場性のある証券や資産の売買によって収益を確保する資産運用業務を重視し、これをホールセール金融の進路としていることを示している。95年以降欧州大陸系銀行によるイギリス・マーチャントバンクの相次ぐ買収は、マーチャントバンクの金融技術や投資銀行業務能力の高さが評価されたものである。それはまた97年のアメリカ証券会社の大型買収や合併による巨大な証券・投資銀行業務の整備に刺激されたといつてもよいで

あろう。資産運用業務では、機関投資家を中心とした運用金額の巨大化に対応し、巧みな運用実績が問われることになる。ホールセール・サービスの有利な商品化とそのコストが顧客関係を定めることになる。したがってホールセール・バンキングの競争は、価格、ネットワークへのアクセス、グローバル化の競争である。集中・合併は、巨大な資本力、優秀な人材、グローバル・ネットワークを確保する近道なのである。

リテール金融の分野でも、ユーロの導入が金融再編成の必要性を痛感させている。再編成を成功させる鍵は、ユーロ地域全般に共通しているリテール分野でのオーバーバンク状態をいかに整理統合できるかにある。この点はわが国金融機関の現状と類似しており、ユーロ地域におけるリテール金融の整理統合が注目される所以である。ユーロ地域のリテール分野では、国別に見て程度の差はあるものの、規制に護られ自由参入もなく長期間にわたって自国通貨で非競争的な営業を続けてきた。しかしいまや規制が廃止され、資本は国境を越えて自由に移動するようになり、加えて単一通貨ユーロが導入される段階では、地場の金融機関としての優位性はほとんど消滅し、内外金融機関の競争に曝されることになる。欧州通貨制度（EMS）によって加盟国の為替レートが安定化する過程で、リテール金融の金利マージンは狭まりこれが収益を圧迫してきた。ユーロの導入に伴う業務システムの変更は相当な費用負担をもたらすこともあり、生き残りをかけてリテール分野での業務の集中・提携が必至の状況である。

#### 2.4 先物市場

ユーロの導入はスワップ市場も拡大させるであろう。International Swaps and Derivatives Association (ISDA) の資料によると、1995年末でみた通貨別スワップ取引は、ドル（金利スワップ、通貨スワップともに約

35%)、円(金利スワップ約23%、通貨スワップ約17%)のほか、マルク、フランス・フラン、オランダ・ギルダー、ベルギー・フラン、ECUによる金利スワップが約24%、同じく通貨スワップが約19%である。したがって欧州通貨によるスワップ取引規模は円市場を上回る。さらにリラ、ペセタ市場を加えれば、欧州のスワップ市場はドルに次ぐ世界第二の市場である。欧州の通貨スワップの規模が比較的大きかったのは、欧州諸通貨間の為替レート変動に対するヘッジ目的で使用されてきたからで、ユーロ導入後の通貨スワップは、ドル/ユーロ、円/ユーロ間に替わることになる。

イギリスは、ユーロ導入後もシティが国際金融センターとしてさらにビジネスチャンスを広げられるようにインフラ整備を続けている。金融先物取引についていえば、ロンドン国際金融先物取引所(LIFFE)では、パリやフランクフルトの金融先物市場に先駆けて、1999年1月以降に満期が到来するユーロ参加国通貨金利先物につき、ユーロ建て化について検討を進め、同市場でのユーロ建て取引の流動性を確保する準備を進めている。さらにLIFFEでは、同取引所商品のかなりの部分を占めるユーロ参加国通貨関連の取引が、ユーロ導入後一本化されることを考慮し、そうした環境でも品揃えの多様性を確保するため、東京国際金融先物取引所(TIFFE)との取引・決済リンクを構築し、ユーロ円金利先物を上場(1996年4月)した。さらに97年にはシカゴ商品取引所とのリンクにより、30年物アメリカ国債先物を上場している。

### 3. 欧州中央銀行の金融政策

第三段階移行後、欧州中央銀行(ECB)および欧州中央銀行制度(ESCB)が活動を開始し、物価安定を第一義的な政策目標とした一元的な金融政策が実施される。ECBと

もにESCBを構成する各国中央銀行は、ECBによる金融政策の遂行機関となる。ECBはEU関係機関や各国政府からの高い独立性が保証され、政策決定はECBの総裁、副総裁、理事のほか、統合参加国中央銀行の総裁から構成される政策委員会によって行なわれる。また統合未参加国との政策面での協調は一般委員会によって図られる。

ECBの政策手段は公開市場操作が中心で、これにより金利操作、流動性管理、および金融政策のシグナル効果が期待される。公開市場操作は、毎週1回、期間2週間のレポを調節の中心に据えるとともに、毎月1回、期間3ヶ月のレポ等が用意されている。一方、金利の上下限を設定する常設ファシリティとしては、金利上限を設定する限界貸付ファシリティのほか、下限の設定については、付利預金ファシリティが準備されている。

マーストリヒト条約によれば、ユーロとEMU域外通貨との為替レートについては、欧州委員会の勧告およびECBとの協議、またはECBの勧告に基づいて、蔵相理事会が一般的な指針を策定することができるとされている。この指針が物価安定というECBの第一義的な目標を侵害しないことはいうまでもない。いずれにしても、ECBはユーロの物価安定と整合的な市場介入を行なうことになる。そのために必要な外貨準備は、総額500億ECU相当額を限度にユーロ参加国から提供される。

ECBの為替政策で問題となるのは、統合参加国と未参加国との間の為替安定である。1996年12月のダブリン欧州理事会において、ユーロと統合未参加国通貨との間に新ERMを設定することが決まった。ユーロとこれら通貨の為替レートの中心値および変動幅は、ECB、参加国蔵相、未参加国蔵相・中央銀行総裁による協議によって決定される。しかし英国やデンマークなどのオプトアウト国は新ERMにも参加しない方針で、実際の新ERM

参加国はきわめて限定されることになる。したがって EU 全体の為替安定を確保するためには、統合参加国・未参加国間の経済・金融政策の調整が必要であり、この調整は蔵相理事会および ECB の一般委員会で行なわれることが決まった。これにより、為替レートに関する不測の圧力等に対し、参加・未参加国双方が金利操作や為替介入といった適切な政策対応を行なうことが担保されることにより、オプトアウト国のように当初の段階から未参加国も実質的には参加国と平等な扱いを受け得ることとなる。こうした取り決めによって、未参加国の統合参加に向けての政策運営が可能となることが期待されている。

#### 4. EMU 加盟国の経済政策

ECB 金融政策が発動される 1999 年 1 月以降、EMU 加盟国は自国で金融政策を動かす権限をもたない。また単一通貨ユーロのもとでは、対外収支調整手段である為替レートももたない。各加盟国に残された経済政策手段は財政政策が中心である。経済政策の担い手の視点からいえば、金融政策は ECB に任せ、財政政策はそれぞれ主権をもつ加盟国に委ねられている。但し、加盟国は「安定協定」により、財政赤字を GDP 比 3% 以内に抑制するという上限に服する。このことは、ECB が単一通貨ユーロの安定に努力しても、ある加盟国が自国の政策目標（たとえば雇用拡大）実現のため財政支出を一方向的に拡大すれば、ユーロは不安定化する危険があることを意味している。

通貨統合第三段階へ移行する収斂基準のうち、加盟国は金利、インフレ率の低位安定を達成した。しかし累積債務対 GDP 比率（60%）については、基準を満たしていないが実質的な改善が認められてパスした国が多い。このことは、加盟国の財政政策に今後きわめて大きな負担がかかることを意味してい

る。高失業率や対外収支などの不均衡に対処するとともに、財政収支（フロー）を黒字基調に保つことによって累積債務（ストック）を減少させていかなければならないからである。各国政策当局は、財政政策を中心に短期的政策課題に応えると同時に、長期的には累積債務の返済に努めなければならないのである。

この場合、各国政策当局にとっての最大関心事は、短期および長期金利水準がどのように推移するかという問題と、税制の調和と「安定協定」の制約のもとで累積債務返済のために増税および歳出カットをいかに実現するかという問題であろう。前者は ECB の一元的金融政策に依存し、後者は参加各国の財政政策および社会保障政策に依存する。したがって通貨統合第三段階移行後の EMU 経済の最大問題は、両者がいかにうまく関連するか、具体的には一元的金融政策が EMU 各国の安定成長を実現し、税収の自然増を可能にする基盤を作るとともに、各国財政政策が財政収支の均衡をもたらす多国間ポリシー・ミックスを実現できるかどうかにかかっていると見てよい。「安定協定」は、加盟国の財政運営に規律を求める協定である。マーストリヒト条約は第三段階移行を認める収斂基準については規定しているが、単一通貨ユーロの安定性を確保する規定を持っていない。そこで安定通貨マルクと同様の安定性をユーロに期待するドイツの要望もあり、各国に任されている財政運営が裁量ではなく「安定協定」に含まれるルールを尊重するように決められたのである。

EMU の将来を考えると、加盟国が規律ある財政運営をどこまでできるかが、ユーロ安定の鍵を握っている。加盟国はこれまでの第二段階において他の加盟国と協調しながら経済政策を実施し、統合の利益をお互いに享受し保証してきた。そうした協調行動の最大の成果は、緊縮財政と金融緩和のポリシー・

ミックスがもたらした金利水準の一般的低下である。

他方、税制の調和はこれからの課題であるが、これも加盟国の協調行動なくしては実現できない。しかし累積債務対 GDP 比率が高く、他の加盟国を上回って自国の税率を追加的に引き上げなければ累積債務を減少できない国の場合、第三段階以降において税制の調和を強制されることは大きな重荷となるであろう。累積債務対 GDP 比率の高い国は、債務圧縮によってリスク・プレミアムの減少（当該国の長期金利水準の低下）という限界便益が得られるが、税制の調和に従えばこの限界便益が得られないからである。しかもこの限界便益は同比率の低い国が獲得する限界便益より相対的に大きい。限界便益が相対的に大きいこと、この限界便益が金利水準の一般的低下の便益より大きいことの二つが、累積債務対 GDP 比率の高い国が債務の減少を積極化するインセンティブとなる。

この点に注意すると、短期的政策目標の達成を含め、EMU 加盟国の財政政策は、第三段階移行後政策手段が限定されただけに、とくに景気後退期には「安定協定」の制約に抵触しても自国の利害を優先して運営される可能性がある。税制の調和という命題に対しても、加盟国政策当局は、事の次第によっては国内経済の解決を優先する財政政策運営を行なう可能性がある。このように EMU においては、金融は ECB、財政は各国政策当局と二分されているため、各国経済政策は、限られた政策手段のなかで地域間格差への対応能力が問われることになる。

EMU において累積債務対 GDP 比率が注目されるのは、その格差がリスク・プレミアムに反映されて、各国間長期金利に格差をもたらす可能性があるからである。ユーロ導入後は ECB による一元的金融政策が為替リスクを除去、流動性リスク、決済リスク、法制上のリスクを大幅に軽減させるが、累積債務

によって各国国債には信用リスクおよびデフォルト・リスクというリスク・プレミアムが残ることになる。このリスク・プレミアムを減少させようとするれば、対 GDP 比率の高い国々は他の参加国より厳しい財政規律を守らざるをえず、その結果財政自主権の程度にも格差が生まれることになる。

第三段階移行後、もし格差が最低許容範囲を上回るほど大きくなる可能性が生じれば、「安定協定」の適用をしばらく緩和したり、税制の調和など財政政策上の協調行動も、その実施時期を遅らせることにならざるをえない。金融政策が一元化されているだけに、加盟各国は自国の政策運営を財政政策に大きく依存しながら諸価格の収斂を図ることになる。そのための政策手段には限度があり、ときに衝突が起こるかも知れない。

## 5. ユーロと国際通貨システム

### 5.1 ユーロに対する需要

ユーロの価値はユーロ地域の経済ファンダメンタルズ（成長率、インフレ率、生産性、財政収支、経常収支、内外資産の相対的需給）によって決まる。ユーロが国際通貨となる可能性があるだけに、ユーロが強い通貨となるか弱い通貨となるかをめぐって世界の関心が高まっている。ユーロの対外価値を決めるのは、ユーロが準備通貨、資産通貨、決済通貨として、ドルや円と比較してどの程度需要されるか、ユーロが適当な均衡為替レートで出発するかに依存する。

ユーロに対する需要としては交換手段・決済手段としての需要が最大であるが、ユーロの対外価値を決めるのは資産通貨としての需要である。物価安定を第一義的な政策目標とし、財政・金融の健全な状態、持続的維持可能な国際収支という目標を掲げる ECB の一元的金融政策が、ユーロの信認を高めることに成功すれば、通貨ユーロだけでなく、ユー



口建て金融資産に対する需要は国際的に増大することになろう。こうして安定通貨としての名声が高まり、資産通貨としてのユーロに対する需要が長期的に増加していくことが、ユーロが強い通貨となる前提である。

ユーロが強い通貨になると予想するもうひとつの根拠に、ユーロ参加11ヶ国の外貨準備の変化がある。IMF年報（1996）によれば、1995年末でみたEU15ヶ国の外貨準備総額は3490億ドル強である。ユーロ参加国によるECBの資本金（500億ECU＝約625億ドル）拠出額を差し引いた残額をみると、ユーロ発足時点での外貨準備は過剰保有になると予想される。ユーロ参加国は、これまで欧州通貨制度（EMS）が規定する為替相場メカニズムにしたがって市場に介入し、為替レートをそれぞれ中心レートの近傍に維持する努力を続けてきた。そのため、ユーロ参加国の外貨準備は、参加国通貨を保有したこともあり、アメリカの六倍（日本の二倍）もの多額になっていた。ユーロの発足はこの制約条件を消滅させるから、ユーロ参加国中央銀行は外貨準備をこれまでのように多額に保有する必要がなくなる。そうなれば、保有外貨準備の多くが市場に放出されることになる。つまりドル売りであり、結果としてユーロはドルに対して強い通貨になるというわけである。

しかし、これは保有外貨準備の変化がもたらす対ドル・レートへの一時的、短期的影響であり、ユーロの強さは、すでに述べたようにあくまで資産通貨としての長期的需要によって評価されるべきものである。したがってここでは、第三段階移行後のユーロの対外価値に関連する四つの不確定要因を指摘することに留めたい。第一に、ユーロ参加国が外貨準備を急激かつ大幅に減少させると考えるべき理由がないことである。外貨準備額については本来「正しい」水準はない。またEUに加盟しているがユーロには非参加の国々が、外貨準備としてドルとユーロをどの程度の割合

で保有するか未確定であることである。これらの国々は、99年以降ERMⅡを通じてユーロと関連することになるが、早期にユーロ圏に参加しようとするれば、ユーロとの為替レートを狭い変動幅のなかに維持しようと努力し、ユーロに対する需要を高めるかも知れない。しかしその反面、ユーロとドルの安定性如何ではドルを保有し続けるかも知れないのである。第二に、ユーロ参加国中央銀行が現在保有している公的ECUは、EMU第三段階以降ドルおよび金にスワップされるから、各参加国の外貨準備に占めるドルの割合はその分だけ高まることである。第三に、ユーロ発足後のユーロの信認ならびに安定性には不確実性があることである。第四に、中国のように外貨準備の一部をユーロにシフトすることを表明した国もあるが、ユーロ域外国がドルからユーロにどの程度シフトするか今のところ不確定であることである。

このように、ドルまたはユーロの需要決定要因は複雑で、現状では一方的なドル売り、ユーロ買いが展開されるとは思われない。80年代における資本の自由化、諸規制の緩和に始まり、資本の自由な国際間移動と情報通信技術の発達を基盤に、90年代欧州金融・資本市場の整備が急速に進展した結果、ユーロの誕生は、欧州以外の投資家によるユーロ建て資産に対する需要を増加させる反面、欧州の投資家はリスク分散のためにユーロ建て資産以外の資産に対する選好を強めることが予想される。総括的にいえば、こうした国際的ポートフォリオの多様化が一部ドル離れを進めるという見方が強い。ただ、先にも触れたように、ユーロ導入後のユーロについてその信認と安定性におも不確実性があることから、ユーロ建て資産への乗り換えが一挙に進むとは考えられない。その意味でユーロの対外価値に与えるインパクトは、第三段階移行時点では予想されるよりもおそらく限定的であると思われる。

## 5.2 二極基軸通貨体制の意義

ユーロがドルと並んで国際通貨となる基礎は、欧州の経済ならびに貿易の規模が大きいことにある。経済規模に比例してユーロが使用されるベースは大きくなるし、加盟国間の貿易規模に比例してユーロでファイナンスする範囲が大きくなる。EUとアメリカの経済規模は1996年でみてそれぞれ8.4兆ドルと7.2兆ドルであり、貿易規模は同じく1996年でみてそれぞれ1.9兆ドル、1.7兆ドルである。ある経済学者は、国際通貨の基準として、経済および貿易の規模の他に経済の対外制約からの独立性、為替管理の有無、金融・資本市場がもつ幅、厚み、流動性、安定性と対外ポジションをあげている。

ユーロの導入はこうした基準を十分に満たすように思われる。第一に、欧州金融・資本市場の急速な再編成がその幅、厚み、流動性を増加させており、対外ショックの吸収能力も向上することから、ユーロの浮動性がかなり限定されたものとなることである。第二に、単一通貨によってユーロ参加国間の為替レートの変動が除去されること、ECBが安定志向の金融政策を実施すること、「安定協定」が各国財政運営に規律を与えることから、EMUは世界経済における金融安定領域を創出する可能性を持っていることである。第三に、ユーロを持つEMUは、国際通貨ドルを持つアメリカとの対称性を増大させ、広汎な国際経済協調への道を開く契機となることである。

ユーロの誕生は、たしかに二極基軸通貨体制の可能性を示唆するが、それは国際通貨システムの安定性を保証するであろうか。世界の金融・資本市場に与えるユーロのインパクトが大きくなればなるほど、われわれはECBの金融政策がユーロ地域だけでなく第三国に与える波及効果に関心を持たざるをえない。さらに世界貿易におけるユーロ建て取

引の割合が増せば増すほど、第三国企業は、ユーロの為替リスクに敏感に反応する必要があることから、EMUに対してユーロの安定性を要望する声が強まるに違いない。

ユーロ地域の経済規模の増大は、為替レート変動に対する感応性を減ずる反面、世界レベルで見たユーロ地域経済政策のインパクトを増大させることから、ユーロの為替レートに対してEMUがビナイン・ネグレクト（耳を傾けるようだが、事実上無視）の態度をとるのではないかという意見が散見される。周知のように、アメリカはこれまでしばしばビナイン・ネグレクト政策をとってきたが、アメリカとEMUでは、為替レートをめぐってビナイン・ネグレクトのスタンスをとる可能性に差異があることに注意したい。

アメリカは、現在のフロート制においても国際通貨体制を相変わらずドル本位制と判断しており、為替レートの変動と調整はこれをドル以外の通貨がなすべきものと考えている。これがアメリカのビナイン・ネグレクトの背景である。それに対してEMUは、11の独立国によって構成されているため、ビナイン・ネグレクト政策をいつまでもとり続けることを難しくする事情がある。域外通貨（たとえばドルや円）に対してユーロの為替レートが長期的不調整（misalignment）のままであったり、浮動性（volatility）が高まったままであるとき、ユーロ地域構成国間の経済構造にはいまなお格差が残るだけに、ある為替レート水準のもとで発生する経済調整の必要性と程度に格差が出てくる。単一通貨のもとで経済調整（コスト）に格差が出てくるとなれば、構成国間の利害対立を招くことにもなり、これは欧州統合の理念にも反する。ビナイン・ネグレクトによって生ずる為替レートの不調整が統合にマイナスの効果をもたらす可能性があれば、EMUは為替レートの調整に踏み切らざるをえない。この点がアメリカと異なるのである。1997年12月、ルクセンブ

ルグでの欧州理事会が広範な経済データを基礎にユーロの為替レートの動きをモニターすることを決めたのは、ビナイン・ネグレクトの危険性をEMUが一番よく知っていることの証左とあってよい。

ビナイン・ネグレクトをめぐるスタンスの差異に注目するのは、二極基軸通貨体制となっても、それでただちに国際通貨システムが安定するとはいえないからである。安定した国際通貨システムが確立するには、IMFが中心となり、アメリカ連邦準備制度（FRB）、ECBをはじめ先進主要国中央銀行が協力し、為替変更メカニズム、健全な通貨ルールに従った財政金融政策、投機圧力に対する防衛手段について検討を重ね、満足のいく国際通貨取り決めが国際的に成立することが必要である。しかし現状は、国際資本取引および貿易決済取引でドルが圧倒的な地位を占めていることもあって、アメリカは自国に有利なドル本位制に固執しており、安定した国際通貨システムを論議する段階にまで至っていない。ときにビナイン・ネグレクトがとられる現状をノン・システムの時代と表現する向きもあるほどである。

しかしユーロの誕生と成長は、世界が安定した国際通貨システムを求める契機となるであろう。アメリカは1兆ドルを上回る債務国であり、資産通貨としてのドルの地位も次第に減退している。それにもかかわらず、世界全体でみておよそ60兆ドルに達する金融資産ストックの約半分はドル建てで、欧州通貨建ては僅か10%に過ぎない。この現状は、二極基軸通貨体制の実態がまだあまりにもアンバランスであることを示している。しかしいずれ市場は正確な反応を示すことになろう。ユーロの信認が高まり、ドル建てからユーロ建てへのシフトが続けば、ドルの自動還流システムの稼働率が低下するから、アメリカは二極基軸通貨体制のもとで政策協調に真剣に取り組まざるをえなくなるであろう。アメリ

カ自身が安定した国際通貨システムを必要とするようになる。先に示した国際通貨の基準に照らせば、ユーロ地域とアメリカの生産、貿易額は現時点で大体バランスしているから、将来、金融資産ストックも両地域でバランスする傾向をもつであろう。F.バークステンの試算によれば、金融資産のユーロ建てへのシフトはおよそ7000億ドルと予想されている。これに公的準備のユーロ建てへのシフトを加えれば、アメリカといえども、ドル二極基軸通貨体制を固守することは難しくなる。ユーロ誕生と成長の意義は、ドル本位制への挑戦と、それを超えて安定した国際通貨システムのための政策協調の起動点となるところにあるといえる。

---

\*) この論文は、もともとは(株)日本経済調査協議会の調査研究プロジェクトで報告されたものを修正、加筆したものである。プロジェクトに参加された委員各位から貴重なコメントをいただいたことに感謝したい。ありうる誤りはもちろん筆者のものである。