



タイトル Title	欧州単一通貨ユーロとその対外的側面 (<特集> 金融システムの過去・現在・未来)(Euro and Its External Role (The Financial System : The Past, the Present and the Future))
著者 Author(s)	藤田, 誠一
掲載誌・巻号・ページ Citation	国民経済雑誌,181(1):19-32
刊行日 Issue date	2000-01
資源タイプ Resource Type	Departmental Bulletin Paper / 紀要論文
版区分 Resource Version	publisher
権利 Rights	
DOI	
JaLDOI	10.24546/00045027
URL	http://www.lib.kobe-u.ac.jp/handle_kernel/00045027

欧州単一通貨ユーロとその対外的側面*

藤 田 誠 一

I はじめに

1999年1月に11ヶ国によるEMU（経済通貨同盟）の第3段階がスタートし、1月4日からは銀行間のレベルでは、域内の国民通貨に代わって単一通貨ユーロが導入された。ユーロの現金通貨が登場するのは2002年からであるが、国際決済が預金通貨で行われることから、国際通貨関係を論じるに当たっては、すでにマルクやフランがユーロに転換されたと考えることができる。外国為替市場においては、域内通貨は消滅しユーロが取引されている。

ユーロ地域の¹人口とGDPは、それぞれアメリカの1.07倍、0.95倍（1997年）と、アメリカに匹敵する経済圏が登場したわけである。将来的に15ヶ国、さらには現在EUへの加盟を申請している国まで含めると、アメリカ以上に大きな経済圏が誕生することになる。

戦後の国際通貨体制は、ドルを中心とする固定相場制（IMF体制）として出発し、変動相場制に移行した後も、ドルを基軸通貨とするドル中心の体制であった。EMS（欧州通貨制度）の中では、1980年代後半以降はドイツ・マルクが中心的な通貨として機能したが、国際通貨の機能をドルと比較するとその地域性は明らかであった。

ユーロの誕生は、戦後初めてドルに対抗しうる国際通貨の登場として期待されている。その最大の根拠は、前述の経済規模の比較である。しかし、これまでマルクの域内での国際通貨の地位を支えてきたのは域内の多様性であり、それがユーロの導入によって一つの地域となると、マルクが持っていた国際通貨の機能をユーロがそのまま受け継ぐとは考えられない。また、ユーロが導入されて日が浅い段階では、統計資料の不十分さから、ユーロの将来的な国際通貨性を検討することは困難である。したがって本稿では、単一通貨ユーロの国際通貨としての展望の準備作業として、マルクあるいはECUとユーロの違い、ユーロの価値を支える域内の金融・実体経済の安定性、ユーロの国際通貨としての可能性を検討することにした。

II EMSとマルクの国際通貨性

(1) EMSとECU

1979年に創設されたEMSは、ECUを中心とする対称的な制度として計画されていた²。各国通貨の平価はECUに対して設定され、各国通貨間のセントラル・レートは、これらの

対ECU平価から計算された。また介入については、市場レートの通貨間のセントラル・レートからの乖離が±2.25%以内に収まるよう、相互の通貨を用いて介入し、短期および中長期信用供与メカニズムによる債務の返済は、ECU、ドル、債権国通貨で行われることになっていた。このように、EMSは域内通貨を平等に扱い、IMF体制のように特定国通貨を基準・介入通貨として使用することは想定していなかった。

計算単位と準備資産の役割を担うECUについては、為替リスクを分散できるという通貨バスケットの特性を活用した民間での利用促進と、域内の経済状況の収斂による対ECUレートの安定化を通じて、将来的な単一通貨への成長が期待されていた。

(2) 「マルク本位制」への変質

ドルの影響を遮断しEC域内での通貨安定を目的としたEMSであったが、出発当初は域内のセントラルレートを維持するためにドル介入を余儀なくされていた。このようなドルに依存した制度は、80年代後半以降マルクを中心とする制度に変貌する。すなわち、①ドイツは対ドル相場に対しては介入するが、域内の通貨に対しては介入しない、②ドイツ以外の国は自国通貨の対マルク相場を安定化するためマルクで介入し、③介入に必要なマルクを準備として保有する、ということを通じて、マルクがEMS内の基準・介入・準備通貨の地位を獲得するのである。

このような「マルク本位制」を生み出した背景には、①マルクの対ドルレートの動きがマルク以外の通貨の対ドルレートを規定する傾向があったこと（後述）、②ドイツは域内に対して黒字であったため調整負担が赤字であるその他の国にかかる傾向があったこと、③対マルクレートの安定を目標とすることでドイツの低インフレ・低金利を輸入できたこと、などがあげられる。

マルクが基準・介入・準備通貨として機能すると、EMS内の金融政策の運営は根本的に変化する。例えば、マルクと仏フランの間でマルク高・フラン安になった場合、本来であれば両国がマルク売り・フラン買いの介入を行うことになる。その結果、ドイツの金融緩和とフランスの金融引き締めを組み合わせたとなり、介入の効果が金融政策によって補完される。しかし、ドイツが介入を放棄しフランスのみがマルク売り介入を実施する非対称な制度では、ドイツの金融スタンスは変わらず、フランスのみが一層の金融引き締めを求められる。このようにして、ドイツ以外の国の金融政策は対マルク相場の維持を通じて拘束される一方、ドイツのみは物価の安定という金融政策目標を追求することが出来たのである。³

EMSの金融政策スタンスをこのようにドイツが決定すると、他のEMS加盟国は自国経済の状況如何に関わらず、ドイツの金融政策を輸入せざるを得なくなる。このようなドイツ中心の非対称な金融政策運営は、EMS全体、およびEMS加盟国すべてがドイツと同じ経

済状況にある場合にはEMSを安定させるが、その条件が満たされない場合には深刻な問題を発生させる。92-3年のEMS通貨危機は、その例である⁴。

(3) マルクとECU

このように、EMSの中でマルクが中心的な通貨となったといっても、それはマルクが国際通貨の機能のすべてをEMSの中で果たすようになったということの意味するのではない。EC諸国は戦後復興期から、貿易取引の契約通貨としては域内通貨、特に輸出国通貨を使用する傾向が強く、それはEMSにおいても変わらなかった。また、この時期ドルから欧州通貨への分散投資が活発であったが、投資対象としてマルクのみが選択されたわけではなく、マルクとの為替リスクの低下したその他のEMS通貨も対象とした分散投資であった。

貿易・資本の両面でEMS通貨相互の取引が活発になるにしたがって、外国為替市場では為替媒介通貨が必要とされるが、80年代後半以降の時期には、これまでのドルに代わってマルクがその地位を獲得するにいたる。ドルからマルクへの為替媒介通貨の交替は、マルク介入による対マルク相場の安定（為替変動リスクの減少）と、マルク取引の市場の厚みの増大を背景とする、マルクの取引コストの低下によるものであった⁵。

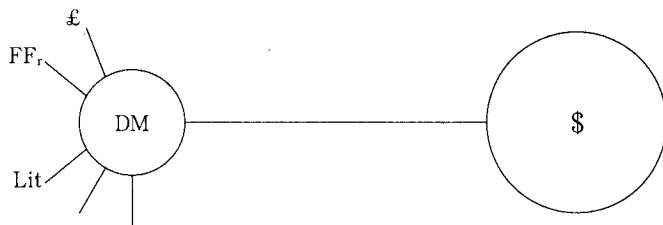
一方ECUは、個別の通貨に比べ為替リスクが小さいという通貨バスケットの性質から、民間の金融市場で預金や債権の表示通貨として用いられたが、ECUについての銀行間決済システムや、最後の貸し手機能といった通貨としてのインフラの未整備のため、中心的な通貨として発展することはなかった⁶。イギリスを中心に、ECUを通貨バスケットでなくパラレル・カレンシー（並行通貨）として流通させ、各国通貨との競争を通じた通貨統合方式が提案されたが、ドロール委員会報告では検討した旨の記述にとどまった⁷。

(4) EMSと国際通貨関係

Galati (1999) は、過去25年間のEMS通貨間の為替レートの動きと、マルクとドルの為替レートの動きの間の実証した結果、マルクがドルに対して強くなる時にはその他のEMS通貨はマルクに対して弱くなり、反対にマルクがドルに対して弱くなる時にはその他のEMS通貨はマルクに対して強くなる、という傾向があることを示している⁸。Galati は、このような関係を「ドル・マルク枢軸 (dollar-mark axis)」と呼んでいるが、この関係がまさにEMS内でのマルクの役割を規定した大きな要因であった。

マルクがドルに対して増価する時、他のEMS通貨も対ドルでは増価するがマルクに対しては減価する。EMSの中で最強通貨であるマルクが、他のEMS通貨に対して上昇傾向になるドル安期こそ、EMS内で通貨間の緊張関係が発生し、平価調整を必要とした⁹。このような場合、例えばフランスがフラン防衛のためにドル売り・フラン買い介入をすると、さら

第1図 EMSと国際通貨関係



にドルが減価するため、マルク売り・フラン買い介入が必要となり、マルクが介入通貨として選択されるようになったのである。

このように、「ドル・マルク枢軸」がEMSを「マルク本位制」に変貌させたが、ドルとマルクの関係を見ると、中南米やアジアというドル圏を背後に備えたドルと、EMSの中だけの基軸通貨マルクでは、国際通貨としての重要度には大きな差が存在していた。さらに、アメリカの基本的なビナイン・ネグレクト政策の下で、マルク・ドル・レートの安定はドイツの介入政策に委ねられていたのである。したがって、ドルに次ぐ第2の通貨としてマルクが存在し、マルクを中心に他のEMS通貨が存在するという第1図のような国際通貨関係が形成されていたと考えられる。

III ユーロシステムの金融政策と安定性

1999年1月から銀行間ではユーロが導入され、ECB（欧州中央銀行）のユーロによる金融政策も開始された。ここでは、ECBによる単一金融政策とユーロの対域内・対外の安定性を検討したい。

(1) ユーロシステムの金融政策

ユーロシステム (Eurosystem) の金融政策の基本的な枠組みについてはECB (1998) で示されていたが、具体的な金融政策運営手法については、98年10月13日に発表になった「物価安定を指向する金融政策戦略」¹⁰で明らかにされた。¹¹

金融政策の最終目標が物価の安定である点については、マーストリヒト条約 (105条) やECBの定款 (第2条) によって明らかにされていたが、物価の安定の内容についてユーロ地域の総合消費者物価指数 (HICP) の上昇率が前年比2%を上回らないこと、と定量的に定義された。この点に関して、ECBは「上昇率」という言葉によってデフレは物価安定には含まれないこと、また物価の安定が中期的な観点から追求されるべきであるとしている。

金融政策の運営方法については、ドイツ型のマネタリー・ターゲット方式と、イギリス型のインフレーション・ターゲット方式のいずれを採用すべきかで議論があったが、ECBは

各国中央銀行のこれまでの金融政策運営との継続性と、ユーロ導入初期の不確実性を考慮して、「2つの柱」による政策運営方法をとっている。第1の柱として、広義マネーサプライ (M_3) に極めて重要な役割を与え、その対前年増加率についての参考値 (reference value) が公表される。¹² 第2の柱は、幅広い指標に基づいたユーロ地域全体の物価動向と、インフレのリスク評価であり、指標としては賃金、為替レート、金利のイーールド・カーブ、実体経済活動の諸指数、企業・消費者のサーベイなどが含まれるとされている。

M_3 について参照レンジ (reference range) としなかった点について、レンジを公表することが、現実値がレンジから乖離した場合に自動的に政策金利が変更されると解釈されることを避けたと説明されている。実際に、 M_3 は1月から恒常的に参考値を上回っているが(7月は5.6%)、ECBはそれが将来のインフレにつながるものではなく実体経済の回復を反映したものと判断から、特に問題とはしてこなかった。

(2) ユーロシステムと為替政策

ユーロ地域の為替政策については、ECBとEU蔵相理事会との間で役割分担が決められている。すなわち、為替介入などの日々のオペレーションはユーロシステムが責任を負い、蔵相会議はECBと協議の上、非ユーロ地域の国と為替相場制度に関する取り決めを締結したり、物価の安定というユーロシステムの主要な目的を阻害しない限りにおいて、為替相場政策の一般的な方針を定めることができる。

蔵相理事会の役割のうち、前者はターゲット・ゾーンなどの取り決めを指しており、ユーロ導入直後に新たな為替安定策が検討されたことはあるが、¹³ 当分の間そのような取り決めが合意されることは考えられない。また後者についても、一般的方針はユーロが明白かつ持続的な不整合にあるなどの例外的な状況に限られる、との合意がなされている。

実際ユーロは、1999年1月の $\text{€}1 = \$1.16$ から7月には $\text{€}1 = \$1.01$ へと、約15%も減価したが、ユーロシステムはユーロの減価を放置した。ユーロ安放置についてのECBの説明は、①ユーロの対ドル減価はユーロ地域とアメリカの成長率や金利といったファンダメンタルズの動き、およびロシア危機やコソボ問題などを反映している、②為替レートの特定の水準を維持することは金融政策の目的ではない、③ユーロの減価が輸入物価の上昇を通じて物価安定を危うくする危険性は今のところない、¹⁴ というものであった。

このような為替政策に関するユーロシステムの態度は、今後も大きく変化はないと思われる。というのは、後述の通りユーロ地域を構成する各国はすべてGDPに占める貿易の比率が高い開放経済であるが、域内貿易の比率が極めて高いため、ユーロ地域全体としてはアメリカ並の開放度となり、為替レートの変化の影響は小さくなるからである。

(3) 単一金融政策とユーロ地域の安定性

前述の通り、EMSにおいてはドイツと他の加盟国の間には、金融政策について非対称な関係が存在していた。ユーロシステムにおいては、ECBの政策理事会(Governing Council)が金融政策を決定することになっており、ブンデスバンクの投票権は17分の1にすぎない。ただし、ECBはドイツのみの経済状況によって金融政策を決定しないだけでなく、いかなる国であれ個別の国のみの経済状況を考慮することはない。金融政策の判断材料はユーロ地域全体の経済指標(例えばHICP)である。これが、いわゆる単一金融政策(one-size-fits-all monetary policy)である。単一金融政策になると、EMSのような金融政策の非対称性は消滅する。しかし、11ヶ国の経済状況が異なるという意味での非対称性が存在する限り、単一金融政策で非対称性という問題が解決されるわけではない。これを、1999年4月に実施されたECBによる政策金利引き下げを例に示そう。

ECBは、1999年4月8日に政策金利の引き下げを発表した。すなわち、主要リファイナンス・オペに適用される政策金利(レフィ・レート)を3.0%から2.5%に、限界貸付金利(上限金利)を4.5%から3.5%に、中銀預金金利(下限金利)を2.0%から1.5%にそれぞれ引き下げたのである。ECBは、M₃の伸び率やその他の指標を見る限りインフレの危険性はないとの判断から、潜在的な経済成長のための環境を作るためと、政策金利の引き下げ決定を説明している。

問題は、金利引き下げの持つ意味が国によって異なることである。実質GDP成長率はユーロ地域全体では2%(1999年の予測)であったが、ドイツやイタリアのようにそれを下回る国がある一方で、スペインやポルトガルは3%を上回り、アイルランドでは7%弱と平均を大きく上回っていた。成長率格差を反映して、インフレ率でもスペインとドイツでは約2%の差が存在していた。したがって、2.5%の名目金利は同じであっても、実質金利でみると金融緩和が必要なドイツでは高く、逆に金融引き締めを必要とするスペインではマイナスになってしまう("The deflationary ogre smile" *Financial Times*, April 9 1999)。

これは、2つの問題をはらんでいる。第1は、各国の景気循環に差があるなどの実物ショックに対して、単一金融政策ではすべての国の問題を同時に解決できないということである。第2は、単一金融政策を決めるに当たっては、ユーロ地域全体の経済指標が判断材料として使われるため、大国(ドイツ・フランス・イタリアでユーロ地域のGDPの約75%)の経済状況を反映した決定がなされるということである。したがって、単一金融政策がユーロ地域を安定化させるか否かは、中心国の経済状況如何と、各国の経済状況にどの程度ばらつきが存在するかに依存することになる。

(4) 最適通貨圏

最後の点は、いわゆる最適通貨圏の問題である。最適通貨圏の理論によれば、域内で非対称な実物ショックが発生した場合、単一金融政策では解決できず、労働力の移動などの調整メカニズムが必要とされる (Mundell (1961))。

ユーロ地域は1992年末に市場統合を完成させ、労働力の移動に関する法的な障害は取り除かれたが、実際の労働移動性は低いといわれている。ユーロ圏の安定性を考える場合、労働市場の弾力化は重要課題であるが、短期的には実現困難であると思われる。したがって、ユーロ地域の安定性は域内経済が非対称な実物ショックの発生し易い経済構造になるのか、あるいは統合の深化により景気循環が同調化する経済構造になるのかにかかっている¹⁵。

ユーロの導入は、通貨の壁を取り除くことで、市場統合を補完する役割を担っている。為替変動リスクの消滅、通貨交換にともなう取引コストの消滅、価格の透明性の向上によって、企業間の競争を通じた市場の活性化が期待されているのである。これまでの研究では、市場統合の結果域内の産業内貿易の比率が上昇していることが示されているが、ユーロ導入後ユーロ地域の産業構造がどちらの方向に変化するかが、ユーロ地域の安定にとっては重要となる¹⁶。

IV 国際通貨としてのユーロ

ユーロの登場が国際通貨関係をどのように変化させるか、ユーロがドルとならぶ国際通貨となったとき国際通貨体制は安定するのか、非常に興味深い問題である。しかしながら、ユーロ導入から間もない現在、データに裏付けられた議論は不可能である。したがって、ここではユーロが国際通貨に成長するプロセスを、試論的に展開することとしたい。

(1) マルクからユーロへ

マルクは、EMS内での通貨の多様性を背景に、基準・介入・準備通貨として選択されたことから、EMS内の中心的な通貨となったが、あくまでも為替媒介通貨の機能に基礎を置くものであり、ドルのような第3国間貿易の契約・決済に用いられることは殆どなかった。貿易契約・決済における「国際化率」(ある国の通貨が世界の輸出の契約・決済に用いられる額を当該国の輸出額で割った比率)をみると、ドルの3.6倍に比べ、マルクは1.4倍であり、この点での差は歴然として¹⁷いる。また為替媒介通貨の機能も、対象はEMS通貨に限定されていた¹⁸。したがって世界レベルでみた場合、マルクはドルに次ぐ第2の投資の対象としての機能をはたすにとどまっていたということが出来る。しかし、民間ポートフォリオの通貨別構成では、マルクは15.6% (1995年末) とドル (39.8%) の半分以下、公的な準備通貨としては12.3% (1997年末) とドルの57.1%に遠くおよばない。マルクは通貨価値の安定という

ドル以上の強みを持つ反面、マルク建て資産の規模、流動性、自由度がドルに比較して劣っていたためである。

ユーロは、マルクの約3倍の経済圏に支えられ、ユーロシステムの物価安定を重視する金融政策により通貨価値の安定した通貨として登場する。また、金融・資本市場が統合されることにより、ドルに匹敵する規模と流動性をもった資産市場が完成し、投資通貨としてのマルクの弱点は解消される。他方、マルクがもっていた「国際性」は失われることになる。ユーロ導入により、域内の貿易取引はすべてユーロ建てとなり、契約・決済通貨の多様性は消滅する。また、域内でのクロス・ボーダーの金融・資本取引もすべてユーロ建てとなり、投資通貨の多様性も消滅する。したがって、域内での通貨の多様性に支えられたマルクの為替媒介通貨の機能をユーロが引き継ぐことはないのである。

ユーロの国際通貨としての可能性については、近い将来ドルに匹敵する国際通貨となるとする楽観論に対し、国際通貨には慣性の法則、あるいはネットワークの外部性が働くので、当分はドルが国際通貨として機能し続けるとする見方が有力である。以下では、ユーロ導入当初のユーロの国際通貨性と、今後考えられるユーロの国際通貨化のプロセスを検討しよう。

(2) ユーロ導入と国際通貨としてのユーロ

ユーロの導入によって、マルクだけでなく域内通貨が多少とももっていた国際通貨性がそのままユーロに引き継がれるわけではなく、当面はかえってドルの国際通貨性が上昇することになる(第1表)。

第1に、貿易の契約・決済通貨として、世界貿易の34% (1992年) がユーロ地域通貨建て

第1表 ユーロ導入と国際通貨シェアの変化 (単位 %)

		ユーロ前	ユーロ後
貿易における 契約通貨 (92年)	€ / 欧州通貨	34	22
	\$	48	59
	¥	5	6
外国為替市場の 取引通貨 (95年)	€ / 欧州通貨	70	56
	\$	84	92
	¥	24	26
国際銀行 貸出市場 (96年)	€ / 欧州通貨	34	13
	\$	40	53
	¥	12	15
公的外貨準備 (96年)	€ / 欧州通貨	24	16
	\$	69	76
	¥	7	8

(出所) McCauley (1998), p. 120.

であったが、貿易の約60%を占めるユーロ地域内の貿易がすべて域内取引となるために、その他の地域との貿易について変化がないとすれば、ユーロ建ての比率は22%と減少し、逆にドル建て比率は48%から59%に上昇する。

第2に、外国為替市場において、EMS通貨間の取引はすべてユーロの導入により消滅する。その結果ユーロの取引は70%から56%に縮小し、ドルは82%から90%に上昇する。

第3に、クロス・ボーダーの銀行貸出において、ユーロ地域内のクロス・ボーダー取引はすべてユーロ建てとなるため、その比率は34%から13%へと急減する。このことは、EMS通貨建ての銀行貸出の大部分が対域内であったことを示している。

第4に、公的外貨準備においては、次のような理由でユーロの比率は低下する。まず、各国が保有していたECUは、金とドルを裏付けに創出されたものであったが、ユーロの導入にともなって1998年12月31日にはそれらが金とドルに転換されたため、ECUは中央銀行が保有する民間ECUのみとなり、ドルの比率はその分²⁰上昇する。また、ユーロ地域で準備として保有されていた域内通貨は準備ではなくなる。その結果、ユーロの比率は24%から16%に低下し、ドルは69%から76%に上昇すると推定される。

(3) 投資通貨としてのユーロ

このように、ユーロが導入された当初には、ユーロはマルクの国際通貨性を引き継ぐことなく、かえって国際通貨としてはシェアが縮小する。それは、ユーロ導入によって11ヶ国の開放経済が一つの経済地域を形成することに伴う必然的な結果である。

しかし、投資の対象としてユーロを見るとき、アメリカに匹敵する経済規模ならびに金融・資本市場の規模、さらにはユーロシステムによる通貨価値の安定は、ドルからの分散投資の対象としてのユーロの魅力を高めるであろう。ECB (1999b) は、規模の要因(金融・資本市場の規模、統合度、流動性)²¹および、リスク要因(物価安定に対する信認、リスク分散誘因、ユーロ地域の経済安定)からみて、ユーロが投資通貨として広く使用されるであろうとしている。

ユーロの投資通貨および準備通貨としての魅力を重視し、ドルからユーロへの大量のポートフォリオ・シフトの可能性を試算したのが、Bergsten (1997) である。Bergsten は、GDPや貿易の規模、対外的依存度、資本市場の規模と流動性、経済の安定度からみて、ユーロの投資通貨としての役割は上昇し、将来的にはドルとユーロが40%ずつ、円を含めたその他20%という比率に落ちつくとするシナリオを示した。その結果、ドルからユーロへのポートフォリオ・シフトは5,000億ドルから1兆ドルに達し、150億ドルのシフトが為替レートを1%変化させるとして、マルクは長期的にみて対ドルで35-70%増価すると推定している。

しかし、為替レートに関するこのような試算は、ユーロ建ての金融資産の供給の増加とい

う側面を無視したものである。すなわち、ユーロ建ての金融・資本市場の統合が進むと、これまでドル建てで資金調達を行っていた経済主体がユーロ建ての資金調達にシフトすることが考えられるからである。実際、ユーロ導入後の国際債市場では、ユーロ建て債券の発行が増大している。²²99年1-5月の国際債発行の通貨別シェアをみると、ユーロ建ては39.4%と98年実績(27.8%)を大きく上回り(ドルは47.7%)、99年の年間予測でもユーロ建ては40.2%とドル(51.3%)に迫る勢いである。大量発行の背景には、ユーロ地域とその周辺国のソブリン債の発行と、欧米大企業によるM&A目的の社債の発行があげられている。

ただし、ストック面では依然としてユーロのシェアはドルにおよばず、99年6月30日現在でドルの48%(49%)²³に対し、27%(20%)にとどまっている。さらに、ユーロ建て債の発行額の75%は欧州の機関投資家が購入しており、ユーロ建て債の国際性はドルに遠くおよばないといえよう。

(4) ユーロの国際通貨化

ユーロは、短期的には投資通貨の機能を除くと、マルクの国際通貨の機能を超越のものではないが、将来的に国際通貨の機能を拡大していくとすれば、どのようなプロセスが考えられるであろうか。ユーロ地域はGDPや貿易額ではアメリカと同程度の規模であるが、通貨圏の規模としてのユーロ圏はドル圏に比較すると小さい。河合正弘(1999)は、ユーロ、ドルそれぞれとの為替レートの安定度から、ユーロ圏とドル圏を定義し、それらを比較している。その結果GDPベースでは、ユーロ地域対アメリカが25.1%対27.5%であるのに対し、ユーロ圏対ドル圏では29.2%対46.7%と大きく差が開いている。この比較はユーロ地域にイギリスなどを含めた15ヶ国ベースでもそれほど変わらず、34.7%対46.4%となっている。この差を生み出しているのは、ユーロ圏とドル圏に含められている発展途上国の経済規模の差である。

第2表は、為替相場制度の運営指標にユーロが何らかの形で含まれている国を分類したものである。このうちユーロ圏は、ヨーロッパ地域の国々とCFAフラン地域である。ユーロの国際化は、これらのユーロ圏との関係で進むであろう。

第1は、これらの諸国の為替政策を通じた国際化である。Masson and Turtelboom(1997)は、準備通貨としてのドルとマルクの役割に関して、実質収益とリスク分散という観点のみから計算される比率は38対39とほぼ同じであるにも関わらず、実際のドルのウェイトが高い要因として、介入通貨と為替媒介通貨における両通貨の差を指摘している。これらのユーロ圏諸国は、対ユーロ為替レート安定のためにユーロを介入通貨として使用し、さらに準備通貨としても保有するであろう。公的な国際通貨の機能からの、「上からの国際通貨化」である。それは結果的に、外国為替市場におけるユーロ取引の規模を拡大させることになろう。

第2表 ユーロを含む為替相場制度

為替相場制度		ヨーロッパ地域	その他地域
ERM2		ベルギー(±25%) ギリシャ(±15%)	
カレンシー・ボード		ボスニア=ヘルツェゴビナ ブルガリア エストニア	
ベック制	Euro	キプロス マケドニア	CFAフラン地域 ⁽¹⁾ ケープ・ベルデ コモロ
	SDR ⁽²⁾	ラトビア	カタール、バーレーン、ヨルダン、 リビア、カタール、サウジアラビア、 ミャンマー、アラブ首長国連邦
	その他 バスケット	アイスランド マルタ	バングラデシュ、ボツワナ、モロッコ ブルンディ、バスアツ、セイシャル
クローリングベック ⁽³⁾		ハンガリー、トルコ、ポーランド	チリ、イスラエル
管理フロート ⁽⁴⁾		スロバキア、クロアチア、スロベニア チェコ	

ECB Monthly Bulletin, 1999 August, pp. 52-3より作成。

(1) 14カ国よりなる。

(2) SDRを構成するバスケットに占めるユーロの割合は27.3% (1999年7月23日現在)。

(3) ユーロを含む通貨バスケット。

(4) ユーロを参考通貨とする。

第2は、貿易・資本取引でユーロが用いられることからくる、「下からの国際通貨化」である。ユーロ地域は、ユーロ圏諸国との貿易に、ユーロを契約・決済通貨として用いる比率が高いであろうし、またユーロ圏は資金調達・運用の対象としてこれまで以上にユーロ地域の金融・資本市場を利用することになる。

問題は、ユーロがドルのように第3国間貿易契約・決済通貨、為替媒介通貨の機能を果たすようになるかどうかである。それは、ユーロ圏の間の貿易・資本取引の緊密さ、その際にどの通貨を用いるかに依存している。ユーロ圏内の取引にユーロが用いられる場合には、ユーロを決済通貨として用いるユーロ決済圏が形成され、世界がラテンアメリカ・アジアを中心とするドル圏とに分割される可能性がある。ユーロ圏内の取引に自国通貨やドルといったユーロ以外の通貨が用いられる場合には、外国為替市場では為替媒介通貨が必要とされ、経済的な結びつきや為替政策から、ユーロが選択される可能性が高い。ただしEUの拡大は、ユーロ地域そのものの拡大を意味するので、ユーロ取引が域内取引にカウントされ、ユーロの国際通貨としての役割はその分縮小する。結局、統合度が深化すればするほどユーロ地域そのものの経済規模は拡大するが、国際通貨としては役割が縮小するという傾向は続くと考

えられよう。

(1999年10月18日)

注

* 文部省科学研究費補助金基盤研究C (課題番号11630097) による研究成果の一部である。

- 1 ユーロを導入した11ヶ国をユーロ地域と呼び、ユーロ圏という言葉ドル圏との対比で使うことにしたい。
- 2 EMSは、20ヶ国委員会の『通貨制度改革概要』に示された、対称的なSDR本位制をヨーロッパに適用したものと考えることができる。この点については、藤田誠一(1997)を参照されたい。
- 3 この点については、Grauwe(1997), chap.5を参照されたい。
- 4 EMSにおける非対称性と通貨危機の関係については、藤田誠一(1996)を参照されたい。
- 5 EMSにおける貿易・投資通貨の多様化とマルクの為替媒介通貨化については、岩田建治(1997)を参照されたい。
- 6 民間ECUとその通貨としての問題点については、藤田誠一(1994)を参照されたい。これに対しユーロは、「ECBおよび各国中央銀行によって発行される銀行券は、共同体内で唯一法貨の地位を有する紙券である(ECB定款第16条)」と法貨規定がされている。ただし、最後の貸し手機能については明確な規定はなく、その点を問題視する見解もある。
- 7 ドロール委員会報告では、第1に経済活動との密接な結びつきのないところで追加的通貨創造手段が与えられることがインフレの危機性を生むこと、第2に独自の金融上の意味あいをもつ新しい通貨が加わることで金融政策の協調が一層困難になること、を理由に、並行通貨による通貨統合方式は支持できないとしている(パラグラフ47)。
- 8 Galatiは、 $(X/\$)_t = \alpha + \beta \times (DM/\$)_t + \varepsilon_t$ における係数 β を通貨別に比較し(Xは当該通貨)、オーストリア・シリング、ギルダー、ベルギー、フランといったEMS内の強い通貨について1に近い係数を得ている。英ポンド(0.43)、伊リラ(0.53)については、マルクとの強い連動はみられなかった。逆に、スイス・フランは1.10とマルク・ドル相場に過剰に反応するという結果が得られている。
- 9 Gros and Thygesen(1992)は、傾向的なドル安・ドル高とは関係なく、平価調整の前にはマルクがドルに対して短期的に増価したとしている(pp.137-8)。EMSの平価調整とは、マルクの切り上げと弱い通貨(仏フラン、伊リラ)の切り下げを意味していた。
- 10 ユーロシステム(Eurosystem)とはECBとユーロ地域11ヶ国の中央銀行からなる組織を指し、ユーロを導入していない4ヶ国の中央銀行をも含めたESCB(欧米中央銀行制度)とは区別されている。この点については、*European Central Bank Monthly Bulletin*, January 1999を参照のこと。
- 11 詳しくは、ECB(1999a)を参照されたい。
- 12 1999年1月以降の参考値は4.5%であるが、 $\dot{m} = \dot{p} + \dot{y} - \dot{v}$ という関係式に、①HICPの上昇率は2%を上回らない、②趨勢的なGDP成長率は、2-2.5%、③中期的な貨幣流通速度は年率0.5-1%低下する、という仮定を代入することが求められている。(mはM₃の伸び率、pはインフレ率、yは成長率、vは貨幣の流通速度の上昇率)

- 13 1999年1月のアジア欧州会議 (ASEM) では、日独仏合意の形で「柔軟な為替管理体制」が論議された。その内容は、①為替レートの望ましいレベルについては大まかな合意にとどめ、ファンダメンタルズの変化に応じて臨機応変に見直す、②為替レートの急激な変化に対する介入の強化、③経済政策の協調の強化、④ヘッジ・ファンドなどの投機資金の監視を強化する、といったものであった (日本経済新聞1999年11月7日)。
- 14 Duisenberg 総裁は、EU議会の公聴会における質疑応答の場でも、①為替レートに関するターゲットも参考値も存在しない、②為替レートの特定の水準ではなく急激な変動 (volatility) が問題である。③為替レートは金融政策を決定する際の判断材料に用いる指標の一つに過ぎない、④為替レートの動きがユーロ地域内の物価安定に悪影響を及ぼす場合には問題とする (worrying)、と述べている。http://www.ecb.int/key/st990419.htm を参照のこと。なお、ユーロの為替レート変動の要因については、熊野道太 (1999a, b) を参照されたい。
- 15 Grauwe (1997), Chap.4 を参照されたい。
- 16 これまでの研究については、久保広正 (1999)、藤田誠一 (1998) を参照されたい。
- 17 McCauley (1997), p.72.
- 18 1998年4月の調査では、ドル対価の取引87%に対しマルク対価の取引は30%にとどまり、またドル・マルクの取引を除くと、マルク対価の取引は大半が欧州通貨であった (B I S調査より)。
- 19 この点については、McCauley (1997, 1999)、田中素香 (1998) を参照のこと。
- 20 1998年12月末のECUの比率は0.8% (97年末5.1%)、ドルの比率は97年末の57.1%から60.3%に上昇している。IMF *Annual Report 1999*, p.133.
- 21 投資通貨としての規模の要因を強調するのが、Portes and Rey (1998) である。彼らは、ユーロの規模の拡大がユーロ証券市場の取引コストを低下させていることを通じてさらにユーロの魅力を高めるとして、将来的にユーロが準備通貨、投資通貨、為替媒介通貨の機能を独占する「ビッグ・ユーロ」の可能性を示唆している。この点については、山本栄治 (1999) も参照されたい。
- 22 以下の記述は、宮島秀直 (1999a, b) に依っている。
- 23 ECB (1999b), p.31. なお、かっこ内は非居住者による当該通貨建て債を除いた数字。

参 考 文 献

- Bergsten, Fred C. (1997b) "The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation," in *EMU and the International Monetary System*, eds. by Paul Masson et al., IMF, pp.17-48.
- European Central Bank (1998) *Single Monetary Policy in Stage Three: General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and Procedures*, September.
- _____ (1999a) "The Stability-Oriented Monetary Policy Strategy of the Eurosystem," *Monthly Bulletin*, January, pp.39-50.
- _____ (1999b) "The International Role of the Euro," *Monthly Bulletin*, August, pp.31-53.
- Galati, Gabriele (1999) "The Dollar-Mark Axis," *BIS Working Papers*, No.74, August.
- Grauwe, Paul De (1997) *The Economics of Monetary Integration 3rd ed.*, Oxford Univ. Press.
- Gros, Daniel and Neil Thygesen (1992) *European Monetary Integration*, St. Martin's Press.
- Masson, Paul and Bart G. Turtelboom (1997) "Characteristics of the Euro, the Demand for

- Reserves, and Policy Coordination Under EMU,” in *EMU and the International Monetary System* eds. by Paul Masson *et al.*, IMF, pp.194-224.
- McCauley, Robert N.(1997) *The Euro and the Dollar*, Essays in International Finance (Princeton University), No.205, November.
- _____ (1999) “The Euro and the Dollar, 1998,” *Open Economies Review*, Vol.10, February, pp.91-133.
- Mundell, Robert (1961) “A Theory of Optimum Currency Areas,” *American Economic Review*, November, pp.509-17.
- Portes, Richard and Helene Rey (1998) “The Emergence of the Euro as an International Currency,” *Economic Policy, Special Issue*, pp.307-43.
- 岩田健治 (1997) 「欧州通貨統合の歴史と意義」『ESP』5月号, 18-21ページ。
- 河合正弘 (1999) 「ユーロの導入と国際通貨体制」内海 孚編『ユーロと日本経済』東洋経済新報社, 75-98ページ。
- 久保広正 (1999) 「通貨統合と最適通貨圏」EU通貨統合と証券市場研究会編『ユーロ導入と金融・証券市場』日本証券経済研究所, 175-96ページ。
- 熊野道太 (1999a, b) 「ユーロ為替相場の形成要因と安定性(上, 下)」『世界経済評論』8月号, 34-43ページ, 9月号, 60-67ページ。
- 田中素香 (編著) (1996) 『EMS: 欧州通貨制度』有斐閣。
- _____ (1998) 「EU単一通貨ユーロと国際通貨体制」『世界経済評論』42巻12号, 20-34ページ。
- 中島精也 (1999) 「ユーロとマネーマーケット・為替市場」『ユーロ導入と金融・証券市場』(前掲), 62-74ページ。
- 宮島秀直 (1999a, b) 「誕生後半年を経たユーロ債券市場の行方(上, 下)」『財政金融事情』, 7月12日号, 38-43ページ, 7月19日号, 36-41ページ。
- 山本栄治 (1999) 「国際通貨ユーロの地位」『経済セミナー』528号, 1月, 24-28ページ。
- 藤田誠一 (1994) 「「人工国際通貨」としてのECU」『国民経済雑誌』170巻8号, 8月, 19-42ページ。
- _____ (1996) 「EMSと中心国ドイツ: 非対称性は有効か」『国民経済雑誌』174巻3号, 9月, 61-74ページ。
- _____ (1997) 「対称的な国際通貨制度構築の試み: 『通貨制度改革概要』をてがかりに」『神戸大学経済学研究年報』44号, 1-31ページ。
- _____ (1998) 「EMUと最適通貨圏」『国民経済雑誌』178巻2号, 8月, 69-83ページ。