

ユーロ発足の意義と展望

岩 見 昭 三

- I はじめに
- II なぜユーロが生まれたのか
- III ユーロ発足後何が変わったのか
- IV ユーロとユーロ域経済は今後どうなるのか

I はじめに

1999年1月ユーロ域11ヶ国の通貨間の為替相場が固定され、帳簿上の決済通貨としてユーロが発足した。2001年にはギリシアもユーロを導入し、2002年1月からユーロの現金流通が始まり、現在12ヶ国で各国通貨（マルク、フラン、リラ等）に代わってユーロが専一的に流通している。

通貨発行権は徴税権とともに国家（厳密には各国家の中央銀行）の重要な経済的特権である。この特権を放棄してまでも各国通貨に代えユーロを発足させた目的と事情は何か、ユーロ発足後ユーロ域ないしEU経済はどのように変わりユーロが国際的にどのように機能しているのか、を概観して今後の展望を試みてみよう。

Ⅱ なぜユーロが生まれたのか

Ⅱ-1 基本目的

ユーロに結実される通貨統合は、第二次大戦後に具体化したヨーロッパの市場統合の一環として位置づけられ、市場統合の一層の完成がユーロ発足の基本目的の第一として指摘できる。ECSC（欧州石炭鉄鋼共同体）を先駆けとして1958年にEEC（欧州経済共同体）が発足し、1960年代に域内関税、貿易数量制限が撤廃されるとともに、対外共通関税が設定され対外共通通商政策が樹立され、域内貿易が活性化した。EECは1967年にEC（欧州共同体）に発展するが、1970年代から80年代前半にかけては加盟国の拡大以外は比較的成果は乏しく、域内貿易も停滞した。このため、非関税障壁の除去が市場統合の一層の進展への課題として設定され、その課題がほぼ達成された1993年には単一域内市場がスタートしたと言われた。しかし、真の単一市場は通貨統合を抜きにしては達成されない。域内為替相場の存在によって域内各国の商品価格の不透明性が残存し、競争の進展にとって支障があるばかりでない。域内各国間の貿易、資本取引が域内為替相場の変動による為替リスクの増大に大きく制約され、資本取引の自由化自体が域内各国に矛盾を累積させるからである。たとえば、ある一国がインフレ抑制のために金融引き締め政策を採ると、高金利を求めて資本流入が増大し引き締め政策の有効性を制限するばかりか、当該国の為替相場の上昇によって輸出の伸びが制約される。これによる当該国の景気への抑制効果は、他の諸国の当該国への輸出の抑制へと波及し、域内貿易全体が停滞することになる。この矛盾を避けるために金融政策の統一が求められ、単一通貨を発行する中央銀行による金融政策の一元化が市場統合の真の完成のための不可欠の条件となる。

このような事情を背景に、すでに1970年代から通貨統合の試みが模索されていたが、80年代前半までは成果は思わしくなかった。その究極の原因は、アメ

リカの経常収支赤字に起因するドル相場の不安定化からの影響を免れなかったことにある。アメリカの経常赤字の増大によってドル相場が下落すると、EU諸国にとって自国通貨の対ドル相場の上昇はドル圏への輸出の制約を意味し、域外輸出依存度の大きいEU諸国の経済が停滞する。さらに、EU各国においても対ドル相場の上昇の程度は様ではない。輸出競争力が大きく経常収支が黒字基調のドイツのマルクが対ドルで大きく上昇するのに対して、イギリスポンドやイタリアリラ等はマルクの対ドル相場上昇に追いつかず、その結果EU各国通貨間の為替相場変動幅が大きくなり、域内貿易・資本取引を阻害する事態がしばしば発生した。このようにドルからの影響が域内貿易・資本取引の発展にとって制約となることが明らかになるにつれて、「ドルからの西欧の自立」が重要な課題になり、これがユーロを発足させた第二の基本目的として指摘できる。

II-2 成立条件

市場統合の一層の完成と「ドルからの西欧の自立」という基本目的の存在だけではユーロの実際の発足には不十分であり、この二つの目的を満たすための現実的条件が成熟しなければならない。1980年代後半にはこの条件が成熟するための有利な事態が進展した。

従来、EU内では経済政策の最優先目標、とくにインフレ抑制をどの程度重視するかについて足並みが一致していなかった。ドイツでは、インフレを抑制してこそ安定的な成長が達成でき失業率も低下させることができる、という理念のもとにインフレ抑制を最優先目標として、中央銀行のブンデスバンクは引き締め基調の金融政策を遂行してきた。これに対して、フランス、イタリア等は、インフレ抑制を重要な経済政策目標として認めるものの、実際の政策運営においては、拡張的な財政政策と金融政策によって成長率を維持し失業率を低下させる方針を採った。このためインフレ率は高止まり傾向にあった。

このような経済政策のスタンスの相違はドルが下落する状況において顕在化する。ドルが下落すると予想されると、投資家はマルク投機に向かいマルク相

場が上昇する。ドイツが EU 内で最大の経常黒字国であることと、ブンデスバンクのインフレ抑制政策に対する信頼がマルク相場の上昇を加速させる。他方、拡張的な財政政策と金融政策によってインフレの潜在的要因を抱えていたフランスのフランやイタリアのリラは、売り投機に見舞われ、対マルク相場の下落に歯止めがかけられなかった。ユーロ発足以前にも1971年に第一次 EMU（経済通貨同盟）が、1979年に EMS（欧州通貨制度）が、域内通貨間変動幅の縮小と対ドル相場の安定を目標に発足していたが、1980年代前半まで十分な成果が上げられなかった（第一次 EMU は1976年にフランスが最終離脱し事実上崩壊、EMS は頻繁な平価調整）主要な原因は、このような域内各国間の経済政策スタンスの相違による域内為替相場変動の不安定性にある。

しかし、1970年代の二度のオイルショックに続く慢性的なインフレは、このような状況の転換を余儀なくさせた。緩和基調の金融政策と拡張的な財政政策によっても景気が思うように回復せず、そのため金融緩和と財政拡大をさらに推し進めると、インフレが激化する一方で成長率が伸びず失業率が高位にとどまるといふ、いわゆるスタグフレーションの現実化への不安が増大した。EMS 内ではフランスとイタリアがそれであり、インフレ抑制を最優先目標に据えないかぎり成長の促進と失業率の低下が実現されないことが明らかになってきた。

この結果、フランスは1983年にマネーサプライ抑制、財政緊縮化を核とするインフレ抑制最優先政策に転換し、同様の状況に悩む他の EMS 加盟諸国もこれに倣い、EMS 諸国の経済政策の最優先目標がインフレ抑制に収斂しはじめた。

現実にも80年代後半には EMS 諸国のインフレ率は低下傾向に転じ、対マルクでの各国通貨の相場は安定に向かった。EMS での基準相場の許容変動幅は原則 $\pm 2.25\%$ であったが、1979年の EMS の発足時から1987年までこの変動幅を維持できず毎年のように基準相場が変更されていた。しかし、インフレ抑制政策の成果が現れ始めた1987年から92年までの約5年間基準相場が基本的に変更されなかった事実は、上述の経済政策の収斂が域内為替相場変動の安定に寄

与し、ユーロ発足への土台を形成したことを意味している。

II-3 現実的契機

もっとも、EMSの基準相場の安定からただちにユーロ発足が帰結するわけではない。たしかに、EMS諸国がインフレ抑制を最優先しEMSの基準相場が安定すると、この安定の延長線上に、域内通貨間の完全固定相場制である単一通貨の導入に大きく道が開かれる。しかし、ドイツにとっては事情は簡単ではない。ドイツは両大戦後の苦いインフレの経験を踏まえインフレ抑制を一貫して優先し、その成果である安定的なマルクを国家の誇りとしてきた。この安定的なマルクを放棄してまで単一通貨を導入してドイツに如何ほどのメリットがあるのか、単一通貨の導入はドイツにとってインフレの危険にさらされるだけであり、それを補うメリットはどこにあるのか、という問題にドイツは直面した。

この問題に対して、通説では、1990年のドイツ統一の承認への代償としてマルクを放棄したことを強調する。すなわち、「ドイツ統一を無条件に承認しEUとして協力する代償として、……EU諸国は、ドイツにマルクの単一通貨への転換を迫ったのである。この交換取引をコール首相に代表されるドイツ支配層は受け入れた」(田中素香、文献(3)129ページ)。たしかに、この解釈は、ユーロ発足を、不戦共同体の形成としての戦後欧州統合史の一環と位置づけている点において積極性を有する。しかし、逆に言えば、この説明だけではドイツが通貨統合を推進する経済的理由が後景に退き、ドイツ統一が実現された後ドイツが通貨統合を積極的に推進する根拠や、さらにはユーロ発足後ドイツが通貨統合の成果をより完全なものにする根拠が不明確になるおそれがある。実は、通貨統合への基本的スケジュールと条件を定めたマーストリヒト条約が1992年2月に調印された後もユーロ発足への道は平坦ではなかった。1992年9月、93年7月の二度のEMSの危機により、ポンドとリラがERM(為替相場メカニズム)から離脱し、ERMに残留した各国通貨間の許容基準変動幅も従来の $\pm 2.25\%$ から原則 $\pm 15\%$ に拡大され、通貨統合どころかEMSの存立自体が危ぶ

まれる状況に陥った。1980年代後半に収斂し始めた経済政策が再び統一性を喪失し、域内為替相場変動幅が拡大したため、通貨統合の成立条件が大きく揺らいだわけであり、この困難な状況を再び通貨統合に向けて逆転させる契機は政策当局の積極的なイニシアチブ抜きには語れない。とりわけ、インフレ抑制のための金融引き締め政策に固執し二度の EMS の危機の重要な引き金になったドイツが、自国の独自の金融政策の追求よりも域内為替相場の安定を選択した理由、つまりドイツがユーロを必要とする経済的理由を明らかにしなければ EMS の危機からのユーロ発足への逆転の根拠は解明できない。

ドイツがユーロ発足に向けて積極的に舵を切った第一の根拠として、EMS 内の為替相場の変動がドイツと他の諸国の双方にとって不利益を増してきたことが挙げられる。対 EMS 通貨のマルク高がドイツの輸出を直接的に抑制するだけでない。マルク相場下落期（1996年）においても、周辺国通貨の対マルク高→周辺国の対ドイツ輸出の停滞→周辺国の成長率減速という経路を通して、ドイツによる周辺国への輸出が停滞し、マルク高、マルク安のいずれの時期においても域内為替相場の変動による輸出の抑制効果がドイツにとって深刻になってきた。したがって、輸出依存度の大きいドイツは、輸出の安定的成長を保障するものとして、域内為替相場の安定さらにその固定化である通貨統合を促進する契機が増大した。第二に、アメリカの金融・資本市場からの影響の遮断への要求も無視できない。ドイツの長期金利を規定する国債市場は従来から非居住者の投資シェアが大きかった。長期金利の低下を促して設備投資の拡大に金融面から支援するためにも、ドイツは非居住者のドイツ国債投資を歓迎し、マルク相手を高めに維持することで非居住者による投資を促してきた。ところが、1994年にはマルク高が進展していたにもかかわらず長期金利が大きく上昇した。このときアメリカの長期金利も急騰しており、マルク高だけではアメリカ市場の影響からの遮断に不十分であることが深刻に受け止められた。したがって、金融・資本市場規模の拡大によってアメリカ市場の影響を緩和することが求められ、ユーロ発足はその拡大の契機になると期待されたのである。第三に、ユーロ域への参加による域内金融センターとしての地位確保にともなうメ

リットのほうが、不参加によるメリットを上回ると判断したことが大きい。ユーロ域でドイツが金融センターとしての地位を確保し、ユーロ建て債券市場でドイツ国債がベンチマーク債になれば、非居住者によるドイツ国債投資がさらに増大する。これによる国債利回りならびに長期金利の低下は、設備投資の拡大さらにドイツ経済全体の活性化を促すことが期待できる。もし、通貨統合への参加が遅れ、フランスやイタリアの国債がベンチマーク債としての地位を獲得してしまえば、後から参加してもドイツはこのメリットの享受が困難になり、いずれにせよ通貨統合に参加する予定ならば出遅れてはメリットが半減するとドイツとりわけブンデスバンクは判断した。

マーストリヒト条約で確認された通貨統合参加基準(インフレ率、財政赤字、政府債務残高、長期金利、為替相場変動率)のうち、政府債務残高に関してベルギーとイタリアが基準を大きく逸脱しており、インフレ不安が少なからず残されているにもかかわらずドイツがこの両国のユーロ導入を認めユーロ発足を積極的に推進したのは以上の三つの事情が大きい。

Ⅲ ユーロ発足後何が変わったのか

Ⅲ-1 ユーロ域経済

Ⅲ-1-① 成長率

ユーロ発足の1999年はユーロ域のGDP成長率は2.8%と前年の2.9%から横這い傾向を示していたが、翌2000年には3.5%へ上昇しユーロ発足の効果が早くも顕われたかの印象を与えた。しかし、2001年に1.5%、2002年には0.8%と急速に減速し、ユーロ効果への過大評価に反省が迫られている。その理由の第一は、1999-2000年はアメリカ、イギリスさらに日本でさえも景気上昇局面にあり、ユーロ域のみが突出して景気が拡大したわけでないことにある。実際、2000年のユーロ域の成長率の3.5%はそのときのアメリカの3.8%を下回っていた。第二の理由は、1999-2000年における成長はユーロ安ないしアメリカの好

況という外的要因による域外輸出の増大に基因するところが大きく、ユーロ発足による生産力構造の改善効果はきわめて限定的であったことである。2001年にユーロ相場が底を打ち2002年に上昇に転じるにつれて輸出が伸び悩んでいる事実（輸出増加率；2000年...12.6%，2001年...3.0%，2002年...1.2%）はこれを裏付けている。

ユーロ域全体の成長率の反転と並んで問題となるのは、ユーロ域内各国間の成長率格差である。2000年には、成長率の高位3ヶ国（アイルランド、スペイン、フィンランド）の平均成長率が約7%に達していたのに対し、下位3ヶ国（ドイツ、イタリア、ベルギー）のそれは約3%にすぎず、最高のアイルランドの11.5%と最低のドイツの2.9%の格差は8.6%ポイントも開いていた。2001-02年に高位成長国の成長率が低下するにつれて格差は縮小しているが、2002年においてもアイルランドとドイツには約4%ポイントの格差が存在している。ユーロ発足前後からユーロ導入予定国の長期金利が急速に収斂し、この恩恵にあずかったのが相対的な高金利国であり、長期金利の低下が設備投資、個人投資を刺激し高い成長率を記録した。上記のアイルランド、スペイン、フィンランドがそれである。他方、長期金利が相対的に低かった国とくにドイツは長期金利の収斂による長期金利低下効果を楽しむことができず、これがユーロ域内の成長率格差の大きな原因になっている。逆に言えば、高位成長国の成長基盤も磐石でなく、長期金利の低位収斂傾向が落ち着くにつれて成長速度が減速する。

上記の高位成長国の平均成長率が2000年の約7%から2002年には約2%に大きく低下したことがこれを裏付けている。

Ⅲ-1-② インフレ率

ユーロ域の消費者物価上昇率は1999年の1.1%から2002年には2.3%へ上昇したものの3%を下回っており、水準においてはほぼ問題はない。成長率が減速に転じた2001年以降に上昇しているのは、原油高とBSE等による食料品価格の上昇の影響が大きく、ECB（欧州中央銀行）の金融政策やユーロ発足に基因するものではない。

しかし、成長率の場合と同様にインフレ率もユーロ域内格差が存在するばかり

りか拡大している。インフレ率高位3ヶ国(アイルランド, ポルトガル, オランダ)と低位3ヶ国(フランス, ドイツ, オーストリア)とのインフレ格差は1999年の2%ポイント弱から2002年にはさらに1%ポイント近く上昇し, 最低位のドイツの1.3%と最高位のアイルランドの4.7%との間には3.4%ポイントの格差がある。ユーロ域の12ヶ国のうち5ヶ国(ギリシア, アイルランド, オランダ, ポルトガル, スペイン)がインフレ収斂基準の2.9%を越えており, このインフレ格差がさらに拡大するようになればユーロ域内の統一的な金融政策を困難にする可能性が大きくなる。

Ⅲ-1-③ 財政赤字

EUはユーロ発足後のEU諸国の財政規律を求め, 1997年に「安定成長協定」を定めている。これによって, 財政赤字がGDPの3%を越えた場合まずEUに対する無利子預金が義務付けられ, さらに2年以内に改善されなければ制裁金が課せられる。2002年では財政赤字のGDP比はユーロ域平均で2.3%であるが, ここでも域内格差が大きく, フィンランドとルクセンブルク等が黒字である一方, ドイツが3.6%, フランスが3.1%の赤字に達し基準を超えている。両国とも現在のところ「例外的」な事情が考慮されて制裁を免れているが, 戦後の欧州統合とユーロ発足を担ってきた二大国のいずれもが基準を満たしていない事態は深刻である。

「安定成長協定」には, 安易な財政発動による景気刺激政策を避けて, インフレ抑制にもとづいた長期的な安定的成長基盤を確立するという思想が背後にある。にもかかわらず, この協定締結の主要当事国であるドイツ, フランスとも基準を達成できなかった事実は, ユーロ発足後もとくに2001年以降の不況圧力が大きかったことを意味している。ユーロ発足後, 長期的な安定的成長基盤の確立が軌道に乗る前に深刻な不況圧力に見舞われ, これに対抗するために旧来の財政発動による景気刺激政策に頼らざるをえなかった。その帰結が両大国における基準を超える財政赤字の増大である。

Ⅲ-1-④ 失業率

長期的な安定的成長基盤が確立途上であることは高位の失業率にも現れてい

る。ユーロ域平均の失業率は、ユーロ発足前年の1998年の10.2%から2001年には8.0%にまで低下していたが、以降上昇に転じ2003年5月には8.8%に達し、同期のアメリカの6.1%、日本の5.4%を大きく上回っている。

この失業率においても、2002年にルクセンブルク、オランダが2.8%であるのに対して、ギリシアが10.0%、フィンランドが9.1%、イタリアが9.0%と域内格差が大きく、統一的な金融政策の遂行や「安定成長協定」の一律適用への不安要因を増大させている。

Ⅲ-2 金融・資本市場と金融構造

Ⅲ-2-① 短期金融市場

ユーロ発足後統合が最も順調に進んだのが短期金融市場であり、各国の短期金利が急速に収斂した。これは、TARGET（汎欧州自動即時グロス決済システム）をはじめとする域内決済システムの円滑な機能によるところが大きい。さらに、無担保短期金融市場のEONIA（オーバーナイト・ユーロ平均金利）とEURIBOR（ユーロ銀行間出し手金利）がECBが政策発動するさいの指標金利として定着している。

Ⅲ-2-② 債券市場

債券市場ではユーロ発足以降のユーロ建て債の発行の急増が注目される。ユーロ建て債はグロスで1999年第Ⅰ四半期に9,994億ユーロ発行されたが、その後一貫して増大傾向を示し、2003年第Ⅰ四半期には1兆9,789億ユーロに倍増している。このうち、非居住者による発行の額は増大しているものの、ユーロ域居住者による発行が常に9割を超え圧倒的シェアを占めている。さらに、国際債に限ればユーロ建て債のネット発行額は1999年と2002年にドル建て債のそれを凌駕するに至っている。

しかし、発行額の飛躍的増大にもかかわらずユーロ建て債券市場の統合と発展には課題が多い。第一に、ユーロ域の各国間の発行額の格差がきわめて大きい。国内債と国際債の合計発行額は、ユーロ発足後ドイツ、フランス、オランダ、イタリアの4ヶ国だけで常にユーロ域全体の7割以上を占めている。第二

に、発行主体に関しては、銀行による発行が政府、非金融法人、非銀行金融機関のそれを大きく引き離している。ユーロ域居住者による発行では、1999年第Ⅰ四半期のグロスの発行シェアは、銀行、政府、非金融法人、非銀行金融機関がそれぞれ48.4%、36.0%、13.8%、1.7%とすでに銀行による発行が首位を占めていたが、2003年第Ⅰ四半期に至ると、それぞれ62.9%、23.2%、11.7%、2.2%と銀行のシェアがさらに拡大していることが注目される。他方、政府による発行はシェアを落とし、さらに非金融法人による発行が10%台にとどまり、非金融法人の社債発行による資金調達が発行市場の拡大の主因でなかったことが確認できる。第三に、ユーロ域内の各国間の投資の流れに着目すると、ユーロ域内各国間の相互投資が十分に進展していないことが問題となる。ユーロ発足後、ドイツから他のユーロ域諸国への債券投資が順調に拡大しているのに対し、他のユーロ域諸国からドイツへの債券投資は売り越しが続いており、投資の流れが相互的でなく一方通行になっている。つまり、ドイツ以外のユーロ域投資家の債券投資の多くはユーロ域外に流出し、ドイツは域内投資家にとって魅力的な投資機会を十分に提供できていない。

ユーロ域債券市場のこのような不均等な発展と分断の原因としては、非居住者にたいする資本課税制度の相違、証券決済システムの不統一、政府債発行制度の相違、格付け制度の未整備、会計制度、企業情報公開制度、破産・再生手続きの相違等が挙げられる。これらの問題はいずれも国益に関わり解決は容易ではなく、ユーロ発足が、国益の対立解消の終着点ではなく始発点にすぎないことを意味している。

Ⅲ-2-③ 株式市場

ユーロ発足後各企業は域内企業間競争の激化に備えてM&Aを強化し、それに伴い株式発行を増大させ、域内非金融法人のネットの株式・エクイティ発行は1998年の1,982億ユーロから2000年には4,290億ユーロへと倍増した。投資主体の側でも、通貨統合により為替リスクが消滅し、国別の投資から産業、企業別に投資する可能性が大きく広がった。

しかし、アメリカのITバブルの崩壊等による株価下落の影響がユーロ域に

も波及した2001年には3,092億ユーロへ発行額が減少し、ユーロ域の株式市場の脆弱性とアメリカ市場の影響の大きさが暴露された。実際、ユーロ域居住者の上場株式時価総額は、2003年6月には2000年8月のピーク時から半減し、アメリカ、日本での減少速度を上回っている。

この株式市場の発展の遅れの主要原因は、域内での証券取引所、証券決済機関、清算機関等の統合と制度的整備が国益の対立のために順調に進展していないことにある。債券市場と同様に、通貨以外の各国の諸制度の相違が発展の制約となっており、株式市場においても国益の対立を如何に克服できるかが今後の発展のポイントとなっている。

Ⅲ-2-④ 資金循環構造

ユーロ発足前、ユーロ発足は銀行中心の間接金融構造から証券市場での媒介を核とする直接金融構造への変化を促す、という予想が多く見られた。ユーロ域のGDPの約3割を占めるドイツの場合、たしかにユーロ発足後企業金融構造、家計の資産運用行動において従来の素朴な間接金融構造に変化の兆しが現れている。企業が銀行借入を減らし株式等エクイティ発行による資金調達割合を増やす一方で、国内投資家による株式等エクイティ投資が増大し、これらを見る限り直接金融ルートが順調に発展しているかに見える。

しかし、第一に、企業発行の株式等エクイティは大部分非居住者によって投資されており、他方、国内投資家による株式等エクイティ投資の大半は非居住者のそれらに向けられており、企業金融の国内での直接金融ルートは十分に発展していない。第二に、企業は銀行からの借り入れを減らしているものの、銀行以外とりわけ海外金融子会社からの借り入れを増やしており、他方、銀行は外国向け貸付を急増させ2001年には新規貸付が国内向けの2倍に達している。この意味で企業金融の間接金融ルートも国内では後退し、直接金融ルート、間接金融ルートのいずれもが国内ルートが副次的になり、国際化が急速に進展している。

これらの事実は、たしかに、ユーロ発足がユーロ域内規模での資金循環の国際化を促進した、と肯定的に評価することも可能である。しかし、この国際化

は国内ルートの十分な発展の延長線上に進展したものではない。むしろ逆に、国内諸制度が直接金融、間接金融の自由な発展を妨げており、この制約を回避するために「迂回的な」国際化に逃れざるをえなかった、その帰結としての変則的な国際化であることを重視しておかねばならない。

Ⅲ-3 ユーロの国際通貨機能

債券市場の項でも触れたように、ユーロ発足後ユーロ建て国際債の発行が急増し、ネットでは1999年と2002年にドル建て債のそれを凌駕するに至った。しかし、ユーロ建て国際債の投資家の大半はユーロ域居住者であり、ユーロ建て国際債の発行の急増からただちにユーロの国際通貨機能の進展を結論付けることはできない。

むしろ、2001年4月に実施されたBISの調査によれば、多くの指標はユーロの国際通貨機能が進展していないばかりか後退している事実さえ示している。第一に、一営業日当たりの主要通貨の取引高を通貨ペア別に見ると、ユーロのシェアが低下している。2001年のドル／ユーロ取引のシェア30%は、たしかに1998年のドル／マルクの20%より高くなっている。しかし、1998年はドル／その他EMS通貨のシェアが17%もあり、ドル／マルクとドル／その他EMS通貨を合計すると37%に達する。これと比較すると、2001年のドル／ユーロは7%ポイントも低下している。第二に、通貨ペアではなく通貨別に取引シェアを見てもドルに大きく劣っている。シェアの合計は200%になるが、2001年ではこのうちドルが90%を占めるのに対して、ユーロは38%にすぎず、1998年のEMS通貨合計の53.5%から15.5%ポイントも低下している。第三に、各国外為替市場のうちユーロの取引高がドルの取引高を上回っているのは、ユーロ域外では、スロベニア、ハンガリーの2ヶ国にすぎず、ドルの取引高がユーロのその2倍以下の国に範囲を拡大しても、チェコ、トルコ、スロバキア、スイス、スウェーデンといった周辺国に限定され、各国外為市場別に見てもユーロは地域的な国際通貨にとどまっている。

ユーロの国際通貨機能の発展が遅れているばかりか後退さえしている原因の

第一は、「国際通貨ユーロの逆説」（田中素香，文献⁽³⁾ 185ページ）といった事態の発生である。ユーロ発足前には，EMS 加盟諸国間でマルクが為替媒介通貨としての機能を増大させていた。しかし，ユーロ発足にともない域内諸国通貨間での外国為替取引が消滅すると，ユーロが為替媒介通貨として機能する必要がなくなり，このかぎりでは国際通貨機能がマルクより後退する。さらに，今後中東欧諸国をはじめユーロを導入する国が増えれば，これらの国は国際通貨としてではなく「国内通貨」としてユーロを利用することになる。この意味で，ユーロを使用する国が増えるほどユーロの国際通貨機能が後退する「国際通貨ユーロの逆説」の事態が発生しうる。第二に，ECB が，ユーロの国際通貨機能を「促進しなければ抑制もしない」と，ユーロの国際通貨化に中立的な姿勢を堅持していることが大きい。この ECB の姿勢はユーロ発足の経緯からすれば特異なものではない。本稿Ⅱ-1で検討したように，「市場統合の一層の完成」と「ドルからの西欧の自立」がユーロ発足の基本目標であるとすれば，これらの目標が達成されるかぎりユーロの国際通貨化を促進する意図が当初からなかったからである。外国為替市場でのドルの「専横」は，その乱高下によって EMS 加盟各通貨間の為替相場を変動させ，加盟各国間の貿易・資本取引を混乱させることが特に切実であった。ユーロ発足によって域内為替相場が消滅すればこの問題が解決できるため，このかぎりではユーロをドルに挑戦させる必要がなくなるのもきわめて自然な流れである。

Ⅲ-4 ユーロ相場

ユーロの対ドル相場は1999年の発足当初の1ユーロ=1.18ドルからほぼ一貫して下落し，99年末に1ドルを割り込み，2000年10月には0.83ドルまで約30%下落した。2001年当初の一時的な上昇の後2001年6月まで再び0.85ドルを切るまで下落し，ユーロ安傾向は約2年半続いた。

このユーロ安の主要原因はアメリカへの大規模な資本流出である。アメリカとの成長率格差，金利格差がこの背景にあり，さらに，ユーロ域内企業間の競争激化に備えてのユーロ域企業によるアメリカ企業への M&A もこの資本流

出を加速した。1999-2000年にユーロ域経済が成長軌道に乗っていることもあり、このユーロ安を、域外への輸出増大を媒介としてユーロ域の景気拡大を支えるものとして、積極的に評価する論調も多く見られた。

その後ユーロ相場はほぼ横這いに推移するが、アメリカの景気後退傾向が明瞭になった2002年4月頃から上昇に転じ、同11月に1ドルを回復した後、2003年8月中旬には1.12ドル近辺に達している。

このユーロ高への反転の主要原因は、2000-2002年にユーロ域外への株式投資が1/6以下に、直接投資が1/2以下に減少した事実にも現れているように、アメリカの景気後退を主因とするアメリカへの資本流出の減少である。2001-02年にユーロ域の成長も減速していることから、このユーロ高はユーロ域経済の好調の表現と見ることはできない。むしろ、ユーロ高が域外への輸出を抑制しユーロ域の景気回復の制約となっている意味で事態は深刻である。

Ⅳ ユーロとユーロ域経済は今後どうなるのか

Ⅳ-1 ユーロ域経済

本稿Ⅲ-1で見たようにユーロ域経済の成長は2001-02年に大きく減速する。この主要原因は域内外への輸出の伸び悩みにある。ユーロ域のGDPの約3割を占めるドイツの場合、2000年に輸出増加率が前年比で17.0%に達していたのに対し、2001年には6.8%に低下する。アメリカ向けが8.5%ポイント、イギリス向けが7.8%ポイントも下落し、域外輸出の停滞も著しい。これは、2000年までの域外輸出がユーロ安とアメリカをはじめとする世界経済の好調に支えられていたのに対し、2001年にはユーロ高への反転とアメリカの景気後退とで従来の輸出促進要因が剥落したことが大きい。他方、域内輸出も2001年の前年比伸び率が3.8%にとどまり、輸出全体の伸び率6.8%を大きく下回っており、力強さに欠けている。つまり、「ドルからの西欧の自立」を目指したユーロ発足であったが、域外輸出では、ユーロの対ドル相場の変動に大きく影響され、域

内貿易では、域内通貨間の為替相場の消滅を意味するユーロ発足だけでは活性化効果がまだ十分に発揮できていない。

貿易面だけでなく金融面でもドルとアメリカからの自立が意図されていたが、ユーロ発足後長期金利においてはアメリカとの連動関係はむしろ強まっている。その結果、投資家はアメリカ－ユーロ域間の金利格差にさらに敏感になり、これが1999-2000年におけるアメリカへの大量の資本流出となって現れ、ユーロ安への振れを大きくすることになった。

ドイツにとっては、とくに金融センターとしての地位を獲得することによって金利面から設備投資の活性化を促すことが期待されていたが、そのドイツの景気後退がユーロ域で最も深刻である。この景気後退が長期金利の低下状況下で生じている意義は大きい。

これらの問題は、域内為替相場の消滅や金利低下はユーロ域経済活性化にとっての重要であるが一端緒にすぎないこと、これらの端緒が生産力構造の変革に波及していかねばならないが、この点ではまだ不十分な成果しか上げられていないこと、を意味している。したがって、この波及経路を如何に形成できるかに今後のユーロ域経済活性化の鍵が握られている。

Ⅳ-2 ユーロの国際通貨機能とユーロ相場

本稿Ⅲ-3で見たように、ECBはユーロの国際通貨機能の発展を促進も抑制もしないという姿勢を堅持してきており、ユーロ相場に対しても不介入方針を採ってきた。

しかし、ユーロ発足後の4年間の事態の進展は、このような市場放任政策がいつまで堅持できるかという問題を提起している。というのは、ユーロ域内の為替相場の消滅によって域内貿易活性化のための外的条件は形成されたものの、この外的条件だけでは域内貿易活性化効果はまだ十分に発揮されておらず、他方、ユーロの対ドル相場の変動による域外貿易の増減がユーロ域の貿易と経済動向に大きく影響してきたからである。2001年中旬のユーロ安の底打ちと2002年以降のユーロ高がユーロ域外への輸出を停滞させ、この期間におけるユーロ

域の景気後退に大きく影響を及ぼしているばかりでない。1999年から2001年前半にかけてのユーロ安は、たしかにユーロ域外への輸出を飛躍的に増大させる一因となったが、逆にいえば、このためユーロ域経済の生産力構造の改革が遅れ、2001年後半以降のユーロ高による域外輸出抑制効果の影響を大きくすることになった。実際、このユーロ高期に、ユーロ高の直接的影響を受けないはずの域内貿易も大幅に停滞しており、ユーロ発足による域内貿易活性化の基盤が十分に形成されていないことを示している。

したがって、ユーロ高ユーロ安を問わずユーロ相場の大幅な変動がユーロ域経済の発展にとって好ましくないことが明らかになってきており、この影響が大きくなるにつれユーロ相場の安定化の方策が模索されると予想できる。そのさい、ECBが外為市場へ直接的に介入する可能性は小さい。従来からの市場放任政策からの転換が困難であるという理由からだけではなく、外為市場での取引高が巨大化しているため介入政策の効果がきわめて限定的だからである。ユーロ相場の変動の主要原因がアメリカ－ユーロ域間の資本流出入の激変であるという事態を踏まえて、この流出入をマイルドなものにするために金融市場と外為市場それ自体のなかにユーロ相場の安定化機構を構築するほうが可能性が大きい。本稿Ⅲ-2で見たように、ユーロ発足後もユーロ域内の債券市場、株式市場の制度的整備が不十分で真の統合までの道は遠く、ユーロ域内の投資家に必ずしも魅力的な投資機会を提供できていない。これが、アメリカ市場からの影響を大きくし、域内外資本流出入の激変の大きな原因となっている。したがって、債券市場と株式市場それぞれの域内統合の一層の進展に向けての制度的整備がユーロ相場の安定化に寄与することが明らかになるにつれて、各市場における制度的整備が一層加速されると予想される。この制度的整備とそれぞれの域内統合の一層の進展の結果として、ユーロへの信頼も高まり、ユーロの国際通貨機能の増大がもたらされると期待されるが、具体的にどのような経路と形態でそれが現実化されるかは、債券市場と株式市場が如何に改革されるかにかかっており、現在のところ未知数である。

〔参考文献〕

- (1) 内田勝敏，清水貞俊編著『EU 経済論 - 拡大と変革の未来像-』ミネルヴァ書房，2001年5月。
- (2) 田中素香編著『単一市場・単一通貨とEU 経済改革』文眞堂，2002年1月。
- (3) 田中素香『ユーロ - その衝撃とゆくえ-』岩波新書，2002年4月。
- (4) 田中素香，藤田誠一編著『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版，2003年5月。
- (5) H.-E. シャーラー，A. M. エル - アグラ，田中素香，D. G. メイズ他著，岩田健治編著『ユーロとEU の金融システム』日本経済評論社，2003年1月。
- (6) 拙著『EU 通貨統合とドイツ - ブンデスバンクのユーロ戦略-』晃洋書房，1999年，3月。
- (7) 拙稿「ユーロ発足後の債券市場-1999-2001年の展開-」『証券経済研究』（財）日本証券経済研究所，第38号，2002年7月。
- (8) 拙稿「ユーロ発足とドイツ金融市場-1999-2001年のマネーフロー-」下平尾勲編著『現代の経済と地域経済』新評論，2003年2月所収。