

松 山 大 学 論 集
第 20 卷 第 6 号 抜 刷
2 0 0 9 年 2 月 発 行

国際通貨ユーロの拡大要因について

松 浦 一 悦

国際通貨ユーロの拡大要因について

松 浦 一 悦

はじめに一国際通貨の条件を考える視点

ユーロはもとより欧州通貨・経済同盟に参加する EU 諸国の中の域内通貨として誕生した。それゆえ、ユーロ圏の中ではユーロは国内法貨として流通し、ユーロ圏の単一通貨ないしは共通通貨である。他方、ユーロ圏と経済取引を行う周辺国、例えば、中東欧諸国および南東欧州諸国、さらには地中海諸国との関係においてユーロは国際決済手段として利用されるようになってきている。かつて 19 世紀のポンドや戦後のドルが世界貿易におけるイギリス・アメリカの中心的地位を背景にして国際通貨として機能してきたことと比較すれば、国際通貨としてのユーロのプレゼンスは見劣りするが、少なくともユーロ圏の周辺地域においてユーロは国際通貨として機能し始めている。従来の研究において、一国の国民通貨が国際通貨化する条件は①通貨の信認、②中心国を基点とする世界的再生産過程の形成、③国際金融市場の形成であることが指摘されてきた¹⁾。本稿においても、このような視点からユーロが国際通貨として広がる背景を明らかにしている。すなわち、ユーロの国際通貨化の条件を①ユーロの信認、②ユーロ圏を中心とする国際分業関係の形成、③ユーロ圏の国際金融市場の成長という観点から整理することが本稿の課題である。

以上のようなアプローチでユーロの国際通貨化をドルと同じレベルで論じることについて異論があるかもしれない。それはユーロが元々ユーロ圏の域内共

1) 例えば、木下悦二，1980年。

通貨として創設されたことに関連するが、ユーロ圏の周辺地域との間の国際分業の形成はユーロ圏を中心とする国際的再生産過程の連結にとどまっておらず、世界的な再生産過程の連結とはなっていないことを根拠とする。しかし、ユーロは通貨の形成過程の点でドルとは異なるが、国際通貨の機能という点から見てドルと異なるところはないと考える。また、ユーロを国際通貨として論じる場合に、ユーロ圏を中心とする再生産過程の連結はアメリカの場合と比べて量的な規模に違いはあるが、質的な違いはないであろう。もっとも、ユーロ圏と周辺地域の間で貿易と投資がどのように拡大と深化を遂げているのかという点についての実態を考察する必要がある。

この課題に接近する際に、国際通貨の3つの条件のそれぞれについて、その条件の根拠、条件を成り立たせる要素、その要素を作り出す政策を整理して、考察してみたい。結論を先取りすれば、表1のようにまとめることができる。ユーロの国際通貨化の基本的条件は①ユーロの信認、②ユーロ圏を中心とする国際分業関係の形成、③ユーロ圏の国際金融市場の成長であるが、それぞれの条件には根拠があり、また条件を支える要素が存在する。そして、それらの要素を実現する政策主体は、欧州中央銀行（ECB）、欧州委員会（EC）および欧州投資銀行（EIB）であると考えられる。以上の点を踏まえて、政策の主体から見る詳細な考察は別稿に譲り、本稿ではユーロの国際通貨化の条件を考えるためのフレームワークを描いている。

表1 国際通貨の条件とその根拠、要素および政策主体

国際通貨の条件	根拠	要素	政策
通貨の信認	国際収支の均衡	通貨価値の安定 財政規律の維持	欧州中央銀行の金融政策 欧州委員会の安定・成長協定
世界的再生産過程の中心	相対的生産性の高さ	対外貿易・投資の拡大 (産業内貿易・企業内貿易)	EUの地域政策、欧州投資銀行
国際金融市場の形成	金融制度の安定性	流動性の安定的供給 安定した決済制度	欧州中央銀行の金融政策

本論に入る前に、国際通貨としてのユーロを論じる理由について一言しておきたい。一国の国民通貨を国際通貨として利用する基軸通貨制度は、基軸通貨国と周辺国の関係においては対外収支の調整、国内財政・金融政策の運営および民間の対外取引などの点において非対称的な制度である。B. コーエンによれば、基軸通貨国と周辺国の間の「非対称性」のマクロレベルでの中心的問題点は対外不均衡の調整負担の配分である。すなわち、国際通貨特権のマクロレベルの側面は、対外不均衡の調整の遅延あるいは調整負担の他国への転嫁を通じた支払調整費用の回避能力によって構成されている。対外不均衡の調整費用を回避する国家の能力が他国のそれと比較して大きければ大きいほど、マクロレベルでの国際通貨特権は大きい²⁾。

ここでいう対外収支不均衡の調整負担とは、国際収支勘定の経常収支が赤字である状態が続く場合に、当該国が対外債務の返済のために負う費用のことである。対外収支赤字国は、返済に必要な外貨を用立てするために、輸出金額の増加によって外貨を獲得するか、あるいは輸入金額の減少によって外貨を捻出するかのどちらかの方法をとることになる。通常、赤字国は後者の方法を取る場合が多く、その際に輸入金額を減らすことは、その国に所得と雇用の低下という経済状態の悪化を招くことになる。対外赤字国は周辺国である場合に、このような調整負担を負わなければならないが、自国通貨が国際通貨として利用される中心国の場合には、国際通貨国の特権を享受できるため、そのような調整コストを回避することができるのである。第2次大戦後のブレトンウッズ体制、また1971年8月の金・ドル交換停止を機に始まる「ドル本位制」において、アメリカは国際通貨国として特権を享受してきた。その意味において、1999年にEUが導入したユーロの国際通貨としての出現は、「ドル本位制」に対する大きな挑戦である。

ユーロを論じるもう一つの理由は、EUにとってのユーロ導入の意義の大き

2) Cohen, B., 2006, p. 31.

さである。

第1に、ユーロ圏内において、国内通貨がユーロに置き換えられたことによって、ユーロ圏内の貿易・資本取引は対ドル相場の変動に影響されなくなった。第2に、EUにおいてユーロ建て貿易が多様化し、またユーロ建て金融資産が欧州金融市場において支配的になるにつれて、対ドル相場の変動を遮断し易くなるため、ユーロ圏周辺国はEMUから利益をえている³⁾。

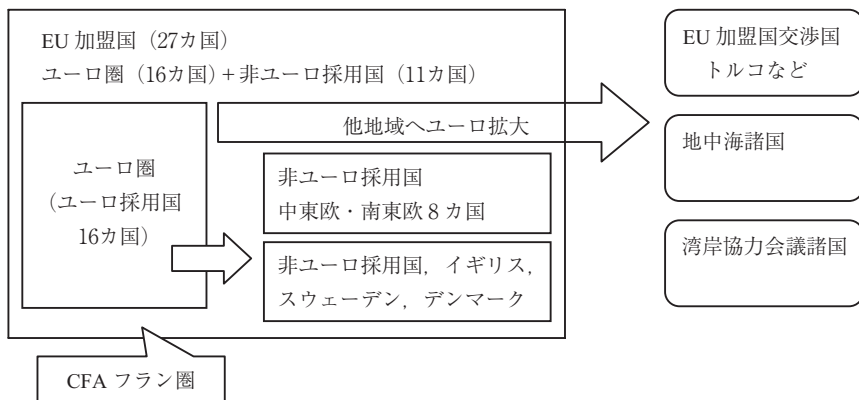
以下、第1章で国際通貨としてのユーロの地理的拡大の現状を述べる。第2章では、ユーロの国際通貨化の条件を、①ユーロの信認、②ユーロ圏を基点とする国際的再生産過程の連関、③ユーロ圏の国際金融市場の成長の3点として捉え、それぞれの条件について、根拠、条件の要素、政策の主体について考察する。第3章では、国際通貨としてのユーロの展望について述べてみる。

第1章 国際通貨ユーロの地理的拡大

1999年1月にEUの11カ国はユーロを導入した。既に、11カ国は財・サービス市場、資本市場の統合を既に進めることによって、貿易と投資による相互依存関が進化するという環境において、自国通貨の共通通貨の置き換えはスムーズに実現できた。ユーロ参加国はその後、2001年にギリシア、2007年にスロベニア、2008年にはキプロスとマルタを加えて15カ国へ拡大した。さらに、2009年1月にスロヴァキアもユーロを導入した。これら16カ国はユーロ圏(Euro area)と呼ばれ、自国の中央銀行がユーロシステムに参加して、ユーロが国内法貨として流通している地域である。ユーロの地理的範囲の拡大とは、ユーロを採用するユーロ圏の広がりとはユーロを国際通貨として利用する地域の広がりという2つの意味があるが、本稿では後者を考察の対象とする。すなわち、ユーロを国際通貨として論じるのは、(a)ユーロ圏に対する非ユーロ採用国(EU加盟国であり非ユーロ採用国、非EU加盟国であり非ユーロ採用国)と(b)

3) Henning, C. R., 2006, p. 131 を参照。

図1 ユーロの国際的流通の地理的拡大プロセス



非ユーロ採用国同士の関係においてである。

国際通貨ユーロの地理的拡大を見せている地域は、先ず第1に、EU加盟国で非ユーロ採用国の11カ国である。27のEU加盟国中の11カ国はユーロを未だ導入していないが、それらの国の市場は貿易・投資および人的交流を通じてユーロ圏に深く組み込まれているため、ユーロ建ての国際取引のウエイトが高い。11カ国のうちの先進国であるイギリス、スウェーデン、デンマークはユーロ導入の条件を満たしていても、政治的判断によってユーロ導入を見送ってきた。それら3カ国は早くからEUに加盟し、ユーロ圏との貿易および資本取引の比重が既に大きいため、ユーロの国際通貨としての地位は定着している。他方、中東欧8カ国については後述するように、将来的なユーロの導入を睨んでユーロペッグ制を導入している国が複数存在し、またEU加盟後、コア諸国からの投資の流入と貿易の拡大によって、周辺諸国におけるユーロの需要が高まっている。

第2に、ユーロの地理的拡大はEUの加盟候補国、EUと経済関係が深い地中海地域および世界の他の地域へと広がりつつある。EUは近隣諸国との政治的経済的協力関係を深めることを目的として、将来のEU加盟を目指す加盟候

補国に対して経済支援を行い、また、EU 近隣諸国政策の下で近隣諸国に対しても経済的支援を行っている。EU の近隣諸国への経済援助に触発されて、今後、ユーロ圏と周辺地域との貿易および投資による結び付きが拡大と深化を遂げていけば、国際通貨としてのユーロの流通を拡大させる基盤が形成されるであろう。

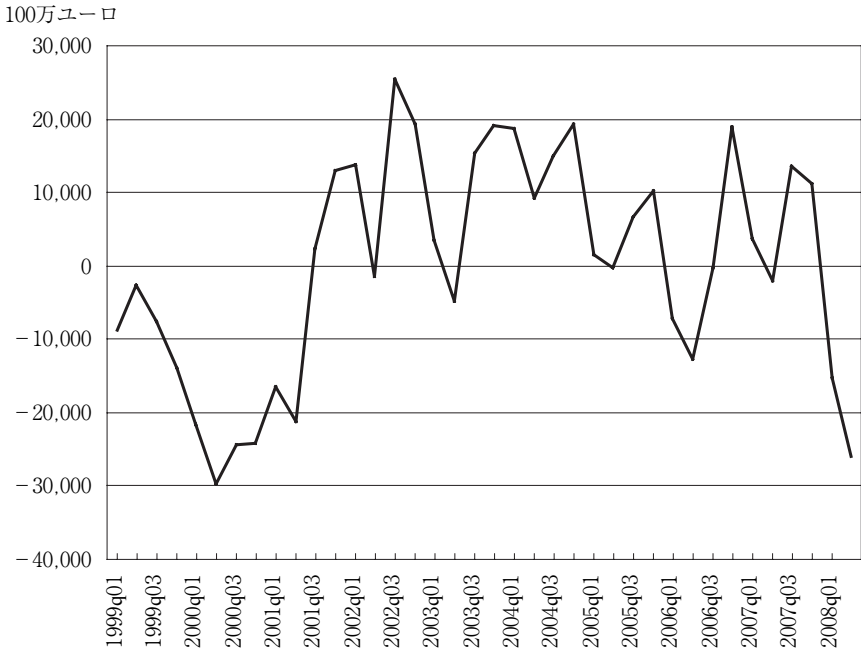
第2章 ユーロの国際通貨化の条件、その根拠、要素と政策手段

1. ユーロの信認（＝通貨価値の安定）

国際通貨の信認とは世界市場における当該通貨の受領性のことである。一国の国民通貨は世界市場からの受領性を得られなければ、国際的に流通することはできない。そこで通貨の信認というものを、信認の基本的根拠、信認の要素および信認を得るための政策手段という観点から述べてみる。

まず、ユーロの信認を生み出す基本的な根拠は、国際収支の均衡に求められるであろう。ユーロ圏（Euro Area）の対外経常収支はユーロ導入以来概ね均衡しており、健全な対外経常勘定は、西欧州における国際通貨としてのユーロの価値を安定させる基礎となっている（図2）。その理由は、今日、巨額の経常赤字を抱えているアメリカとユーロ圏を対照させれば容易に理解できよう。つまり、アメリカの経常収支は1990年から赤字を継続しており、経常赤字は2006年には対GDP比6%を超えるほどの未曾有の規模に達した。その結果、アメリカは、対外経常赤字の補填が民間資本と公的資本の流入によって支えられている純債務国となっている。ところが、ドルに代わる基軸通貨が存在しないため、ドルは世界からの需要に応じて供給される仕組みができており、基軸通貨国であるアメリカは国内均衡が維持できる限りにおいて、言わば際限なくドルを世界に供給しているのである。もっとも、この状況下で、国際通貨としてのドル信認の毀損は避けることができない。なぜならば、ドルは国際決済手段として利用されるが、国際的債権債務の最終的決済手段とは言えず、非居住者によって保有されるドル残高はアメリカにとってあくまでも債務である

図2 ユーロ圏の対外経常収支



(出所) Eurostat, HP のデータより。

ことに変わりはない。アメリカは発行特権を利用して自国通貨での支払が可能であるため、経常赤字がフロー・ベースで持続的に続けば、自国の対外債務は増加し続けることになる。対GDP 4～6%ほどの経常収支赤字が継続し、アメリカは対外債務を累積させていることが、ドルの信認を低下させている根本的理由である。

この問題の深刻さについて、アメリカを一つの銀行に例えて述べてみよう。国際決済に利用される通貨を発行国の信用貨幣と見た場合、国際通貨国の経常収支が赤字であることは、国際通貨の供給が信用取引によって生じるのではなく、単に財・サービスの購入によって生じていることを意味する。アメリカを

一つの銀行に例えれば、銀行が自ら営業に消費した電気や電話代の支払い代金として、電力会社や電話会社にドル建預金通貨で支払うようなものである。これは、銀行の貸付取引を通じた通貨供給ではなくて、預金通貨の「垂れ流し発行」に他ならない。このように供給される国際通貨は、居住者による非居住者への貸し付け取引によって生まれる「正常な信用貨幣」ではないため、国際通貨の信認を損なうものである。以上のような観点から見ると、ユーロ圏の経常収支勘定はアメリカのそれとは対照的にユーロ導入以来、一時的に赤字になっても赤字が継続してはならず、ユーロが対外的に供給されるルートは経常勘定の赤字によるものではなく、対外投資によるものである。したがって、ユーロ圏の経常収支の均衡はユーロの信認を支えている基本的条件といえる⁴⁾。

次に、ユーロの信認を支える要素は通貨価値の安定と財政規律の維持である。通貨価値の安定は、ECBは物価水準の安定を重視する金融政策によって支えられる。そして、財政規律の維持は、欧州委員会がユーロ導入国に課す安定・成長協定による財政赤字規模の制限によって支えられている。欧州委員会によって主導される通貨政策がユーロの価値の安定化に貢献しているのは、ユーロの信認を考える上での特殊性といえる。欧州連合は独立した国家の連合であるから、共通通貨価値の安定よりも国益を優先する政策がとられる懸念が初めから想定されていた。そこで欧州委員会は国家主権を優先させる国家の政策

4) キャンパネラはバグステンの研究から引用してユーロが国際通貨として信用されるための条件を5つ挙げている。すなわち、①その国の経済が世界貿易と産出量の点で重要な比重を占めていること、②対外収支に大きな制約がないこと、すなわち、経常収支不均衡が長続きすること、③資本移動が自由であること、④金融市場に厚みがあり、流動的であること、⑤経済が堅固で安定していること、である。②の対外収支の不均衡について、ユーロ圏の対外収支は2004年で僅か対GDP比0.6%であるのに対して、アメリカの対外経常収支は対GDP比で5.7%であると述べて、アメリカの経常勘定を評価し、アメリカの経常赤字によるドル供給が正当化されている (Campanella, M. L., 2007, p. 95)。R. クーパーによれば、アメリカの経常赤字は維持可能であるだけでなく、アメリカの持続的経常赤字は国内の投資に対する貯蓄の不足であり、また世界の他の国の投資に対する他国の貯蓄超過であることを反映しているため、合理的であると述べる (Cooper, R., November 2005)。このような議論においては、ドルはアメリカにとっての債務であるという認識が欠如しているため、ドル不安あるいはドル暴落という問題の原因を説明することはできない。

に足枷をはめるための工夫を設定したのである。

第1に、ユーロの信認を支える手段を金融政策の観点から考えると、ECBの金融政策が曲がりなりに一般物価安定に寄与しているという市場の評価が世界経済の中でユーロの相対的な価値の安定をもたらしている。ECBは物価の安定という最終目標を達成するために、①広義のマネーサプライM3の「参照値」を設定する、②幅広い指標を利用して、物価安定にとってのリスク評価を行うという二本柱で政策運営を行っている。年間の物価上昇率を2%程度に目標を置き、株式価格および地価などの資産価格の変動も考慮に入れながら政策を決定するプラグマティックな手法をとっている⁵⁾。このようなECBの金融政策が市場の中でユーロが信認を得ることに大きく貢献していると考えられる⁶⁾。

第2に、ユーロの信認を支える条件を欧州委員会の政策の視点からみると、貨幣価値の安定を擁護しようとするEUの制度的な枠組みとしての「安定・成長協定」の存在がある。過去の欧州諸国における金融史を振り返ると、巨額の財政赤字から要請される国債の大量発行が中央銀行による通貨発行を引き起こし、それによって、欧州諸国は度々深刻なインフレに見舞われた。とりわけドイツの1920年代におけるハイパーインフレーションの教訓は戦後のドイツ連邦中央銀行の政策に生かされ、ドイツ連銀はECBのモデルになったと言われ

5) 松浦，第59巻第2号，68-69ページを参照。

6) 2006年にECBは一般物価水準が安定しているが、政策金利を3月と6月に0.25%ずつ引き下げた。その背景には、ユーロ圏における不動産価格の上昇が顕著であり、資産価格の行き過ぎた上昇にブレーキをかける政策的意図があったと考えられる。また、2007年8月にアメリカのサブプライムローン問題が引き金となって、EUの金融機関の損失が拡大し、銀行破綻も発生したことによって、金融不安が欧州金融市場を襲った。銀行破綻を防ぐために、アメリカのFRBは政策金利を矢継ぎ早に引き下げ、2007年8月の5.25%から2008年1月までの間に5回引き下げて3%となった。イングランド銀行も2007年秋から政策金利を引き下げ、2008年2月7日に0.25%引き下げて年5.25%とした。しかしECBは対照的に、2008年2月時点、8か月連続で政策金利を据え置いた（『日本経済新聞』2008年2月8日付け朝刊）。これはサブプライムローンの影響で、信用収縮による金融不安が生じているが、ユーロ圏のインフレ率が対前年同期比で3%を超えているため、インフレ抑制を優先していることを示すものである。

ている。貨幣価値の下落によるインフレーションを防ぐために、財政赤字の増加をユーロ導入国共同で牽制し合う仕組みが、「安定・成長協定」（1997年6月採択）といってよい。当該協定はユーロ参加国において財政赤字が対GDP比3%を超えないようにするためのルールを規定している。そして、「安定・成長協定」を各構成国が順守しているかどうかを監視するのが欧州委員会であり、欧州委員会によるユーロ参加国への法令順守の姿勢は、ユーロ参加国における赤字国債の発行に一定の歯止めをかけることによって、ユーロ価値の安定性に寄与している。

「安定・成長協定」は次のようなルールによってユーロ採用国に財政赤字の健全化をもとめている。ユーロ参加国の財政赤字がGDP比3%を上回り、経済財務相理事会によって過剰な赤字が存在すると判断される場合、同理事会は当該国に対して最長4か月の期限を提示して有効な対策をとるよう「勧告 (recommendation)」し、通常1年以内の赤字是正を求める。当該国が勧告に対して有効な対策をとっていないと判断される場合、同理事会はその判断から1か月以内に必要な措置を講じるよう「警告 (notice)」を行い、これに従わない場合、警告から2か月以内に当該国への「制裁 (sanctions)」を決定する。以上のようにユーロ参加国に健全財政が求められるのは、赤字国債の大量発行に応じてユーロシステムが信用供与を行うリスクを取り除くためであり、したがって通貨の過剰発行がもたらす貨幣価値の下落を防ぐためである。

もちろん、ユーロシステムの財政上の独立性に関しては、ECBおよびNCBは、EC共同体の機関、各国政府および地方自治体の利害を考慮して、当座貸越あるいはいかなる種類の信用ファシリティも禁止されており、同様に、ECBおよびNCBは、それらの公的部門の発行する債務証券の直接的な購買も禁止されている（銀行法、21条）。以上の点から、ユーロシステムは政府の財政上からの独立性が保証されていると理解できる。しかし、EUは国民国家の連合である限り、EUの制度的秩序を維持することより国家の利害が優先されるような状況に直面するケースは想定できる。例えば、所得水準や雇用情勢が極度

に悪化するような不況局面である。そのような場合に、税収が縮小する中で既存の予算規模を維持しようとするれば、財政赤字の規模は対 GDP 3% 基準を超えることがありうる。後述するように、この種の問題が 2002 年に EU の幾つかの国で生じた。その際に、国債の大量発行が国債流通市場の利回りの上昇をもたらした。それが金融市場の金利水準を引き上げていけば、中央銀行は景気の悪化を懸念して国債の大量買い切りオペを行っていたであろう。そうなれば、通貨価値の引き下げによるインフレーションのリスクが発生する。しかし実際には、そのような問題は顕在化しなかった。その理由として考えられることは、財政赤字が拡大して国債発行額が増大する場合に、国内で滞留していた遊休資金や海外から流入する資金が国債投資に向かったことである。

ところで、国家財政の悪化を背景に生じる通貨信認の低下というリスクを回避するためには、先ずユーロ参加国が健全財政を維持することが必要となる。欧州委員会は、「安定・成長協定」に基づき参加国がマーストリヒト条約で定める通貨統合への参加基準を達成した後も、ユーロ参加国に対し「安定・成長協定」の遵守を求めている。もっとも、実際には、以下に述べるように「安定成長・協定」の厳格な遵守は不可能となった。しかし、欧州委員会は当該協定の違反した財政赤字国に対し財政規律圧力を加えることによって、対象国の財政赤字を縮小させる努力を怠らなかった。

1999 年 1 月にユーロが導入されてから、ユーロ参加国は健全財政化に努めた結果として、財政赤字は減少傾向が続いた。しかし、アメリカの IT バブル崩壊に伴う世界経済の減速を受けて 2001 年以降、幾つかのユーロ参加国の財政赤字は再び増加に転じ、ドイツとフランスにおける 2002 年の財政赤字はともに GDP 比 3% を超えた（表 2）。そのため、欧州委員会と経済財務相理事会は安定・成長協定に沿って過剰な財政赤字の是正に向けた手続を開始した。

EU 経済財務相理事会はドイツとフランスについての過剰な財政赤字の存在の認定に続き、2003 年 1 月 21 日にドイツに対して、2003 年 6 月 3 日にフランスに対して、2004 年までの是正等を求める勧告を行った。しかし、勧告に応

表2 ユーロ参加国の財政収支

(対 GDP フロー, %)

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
15ユーロ圏	-1.4	0	-1.8	-2.5	-3.1	-2.9	-2.5	-1.3	-0.6
ベルギー	-0.5	0.1	0.6	0	0	0	-2.3	0.3	-0.2
ドイツ	-1.5	1.3	-2.8	-3.7	-4	-3.8	-3.4	-1.6	0
アイルランド	2.7	4.7	0.9	-0.4	0.4	1.4	1.6	3	0.3
ギリシア	:	:	:	-4.7	-5.6	-7.4	-5.1	-2.6	-2.8
スペイン	-1.4	-1	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	1	1.8	2.2
フランス	-1.8	-1.5	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.4	-2.7
イタリア	-1.7	-0.8	-3.1	-2.9	-3.5	-3.5	-4.2	-3.4	-1.9
キプロス	-4.3	-2.3	-2.2	-4.4	-6.5	-4.1	-2.4	-1.2	3.3
ルクセンブルグ	3.4	6	6.1	2.1	0.5	-1.2	-0.1	1.3	2.9
マルタ	-7.7	-6.2	-6.4	-5.5	-9.9	-4.6	-3	-2.6	-1.8
オランダ	0.4	2	-0.2	-2.1	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.4
オーストリア	-2.2	-1.7	0	-0.6	-1.4	-3.7	-1.5	-1.5	-0.5
ポルトガル	-2.8	-2.9	-4.3	-2.9	-2.9	-3.4	-6.1	-3.9	-2.6
スロベニア	-3.1	-3.8	-4	-2.5	-2.7	-2.3	-1.5	-1.2	-0.1
フィンランド	1.6	6.9	5	4.1	2.6	2.4	2.9	4.1	5.3

(出所) Eurostat.

じた効果的な行動をフランスは取らなかったとして、2003年10月21日に欧州委員会は、経済財務相理事会がフランスに対して赤字削減措置の警告を行うべきであるという委員会勧告を決定した。一方、ドイツの場合、1月の理事会勧告を受けて社会保障制度改革などの中期的な財政収支改善への取り組みが勧告に沿った措置として評価された結果、与えられた期間が終わる5月にはドイツに対する新たな行動は取られなかった。しかし、同年11月18日に、2003年に取られたドイツの措置が不適切であることが判明し、結果としてドイツの過剰財政赤字が2004年にも継続するとして、欧州委員会は、フランスへの警告に続き、経済財務理事会が赤字削減措置の警告をドイツに求めるべきという勧告を決定した。

2003年11月25日に開催された経済財務相理事会では、理事会警告を求めた欧州委員会勧告は否決され、過剰な財政赤字是正の達成期限が2005年まで

延長され、制裁手続を一時停止することが合意された。その際に、ドイツは、構造的財政赤字を2004年にGDP比0.6%、2005年に同0.5%削減することにより、2005年に財政赤字を3%未満とし⁷⁾、フランスは構造的財政収支を2004年にGDP比0.8%、2005年に同0.5%削減することにより、2005年に財政赤字を3%未満とすることを約束した。また、赤字削減に向けた進捗状況を半年ごとに報告することも約束しており、経済財務相理事会はドイツとフランスの財政状況を厳しく監視することとした。

これに対し欧州委員会は、経済財務相理事会が独仏に対する過剰な財政赤字是正のための手続を一時停止した決定は安定・成長協定に違反しているとして、2004年1月13日、欧州司法裁判所に提訴することを決定した。それから幸いにも、ユーロ圏の景気回復に伴い、フランスの財政赤字は2005年に対3%を下回り、ドイツも財政赤字が2006年には対3%を下回ったため、結果的には欧州委員会と各国との対立は解消された。以上のように、欧州委員会は、財政収支の悪化した構成国に対し勧告や警告を出すことによって、財政赤字の縮小を要求する圧力をかけることができる⁸⁾。このような行動を通じて、欧州委員会はECBの国民国家政府からの独立性を補う役割を果たしており、したがって、ユーロの信認を維持することに貢献している⁹⁾。

7) ドイツは、04年10-12月期の実質GDPは前期比0.2ポイント減と03年4-6月期以来のマイナス成長に転落した。そして、05年1月の失業者数は503万人と戦後最悪を記録した(『日本経済新聞』2005年2月16日付け朝刊)。

8) 2004年9月、欧州委員会は「安定・成長協定」の改革案を欧州理事会に提出し、財政赤字基準の弾力的運用を提案する一方で、財政赤字国に対する制裁続きの強化を求めたが、基本的な点は何も変わらなかった(Tomann, H., 2007, pp. 88-90)。

9) 前ドイツ中央銀行総裁、H. テイトマイヤー氏は、2005年5月に欧州理事会が安定成長協定を緩和する新たな規則を採択した点について、問題含みの規制の安易な改定につながる可能性があるとの懸念を表明した。というのも、財政赤字規模はフロー赤字の対GDP3%、ストックベースで対GDP60%以内という参照値は維持しつつも、赤字幅算出に際して景気要因を加味すること、構造改革のための財政支出を除外することなど、多くの特例を認めている。(テイトマイヤー、訳、359ページ)

2. ユーロ圏を中心とする国際分業関係の形成

特定国通貨が国際通貨として機能することは、当該通貨が周辺国にとって国際決済手段として利用されることを意味するのであるが、そのためには国際通貨の流通基盤として特定国を中心とする世界的物的再生産過程が形成されることが前提である。木下悦二は国際通貨の流通と世界的生産過程について次のように述べている。国際通貨成立の条件は、諸国間あるいは諸地域間の世界貿易が作り出す価値的連鎖のそのものにあるのではなく、それが一点に集約されて清算されるという構造にある。そして、重要なのは、この中心国と世界各国との間に再生産過程上の実質的連関がなければならないということである¹⁰⁾

特定国を中心とする周辺地域との国際的再生産過程の連結が存在すれば、周辺国の外国為替市場において特定国通貨に対する需要が高まる。つまり、周辺国と特定国の間に活発な貿易と投融資が行われて、周辺国の特定国に対する投資・貿易の比率が高ければ、周辺国の外国為替市場において特定国通貨に対する需要が高まる。また、周辺国同士、換言すれば第三国間の取引においても、周辺国の通貨同士の為替取引よりも、取引量の多い特定国通貨を間に挟む為替取引の出会いの方が容易になるため、特定国通貨に対する需要が高まる。その結果として、外国為替取引において対特定国通貨が取引コストの点で有利となり、銀行間の集中決済手段として通特定国通貨が利用されるという環境が作られるのである。そうなると特定国通貨が周辺国において銀行間市場では為替媒介通貨、貿易においては契約・決済通貨として需要される。繰り返すが、この議論の前提は、中心国と周辺諸国との間に国際的再生産過程の連結が形成されていることである。

かつてのポンドとドルがそうであったように、ユーロが国際通貨になるためには、ユーロ圏が世界貿易において周辺国を主導する地位を占めなければならないと考えると、ユーロ圏の世界市場におけるプレゼンスはかつてのイギリス

10) 木下悦二、1980年、203ページを参照。

や第2次大戦後のアメリカと比べて見劣りがする。すなわち、実際にユーロ圏は欧州および地中海諸国や北アフリカなどの周辺諸国にとっては貿易と対外投資を通じて物的生産過程の結節点といえるが、世界の他の地域に対する貿易において中心的な役割をしているのではないからである。したがって、ユーロ圏と周辺地域との再生過程上の関連は、ユーロが地域的な国際通貨として機能するための前提条件である。

ユーロ圏と周辺地域との再生産上の関連は相互の貿易と貿易に表れており、ユーロ圏のコア諸国による直接投資が産業内貿易や産業間貿易を促進する。ユーロ圏と周辺国の貿易が拡大・進化することによって、ユーロが周辺地域に供給されるルートが拡大する。それによって、周辺国において契約・決済通貨としてユーロの利用が増加するのである。周辺国にとってユーロ圏との貿易と投資のウエイトが高いほど、外国為替市場においてユーロの取引が増大する。その結果、ユーロの取引コストが相対的に低くなると、周辺国同士でもユーロに対する為替取引がコストの点で選考されることとなる。以上のように、ユーロ圏の非ユーロ採用国に対する投資と貿易の拡大と深化は国際通貨としてのユーロの需要を高める基本的要因である。

また、コア諸国と周辺諸国との国際分業関係が深化・拡大し、地域内の市場統合が進むと、周辺国にとって通貨価値の安定しているユーロと自国通貨をペッグさせる為替制度を取ることが合理的といえる。つまり、直接投資による産業内貿易の広がりや両国の産業構造の同質化を進めるので、一国にとっての経済ショックは他国へも同じ影響を与える。この場合、対内対外均衡を調整する手段としての為替相場の変動は一方の国には正の効果があっても、他方の国には逆に負の効果があるため、両国にとって好ましくない。そのため周辺国にとっては自国通貨とユーロとの相場のペッグ制が望ましいのである。その結果、周辺国はユーロを基準として自国通貨の相場を安定化させようとすると、ユーロは公的レベルにおいて介入通貨、準備通貨として利用される。

ところで、ユーロ圏が世界貿易と投資において主導的役割を果たすために

は、ユーロ圏が相対的に高い生産性を有することが基本的根拠となる。相対的な高い生産性を有するがゆえに強い国際競争力を発揮して、ユーロ圏は周辺地域に対して優位に立つことができる。すなわち、財・サービス貿易を有利に展開し、高い技術力、高い経営能力あるいは豊富な情報収集力を持つ多国籍資本は新たな資本の投下先をもとめて周辺国へ進出する。

次に、ユーロ圏の対外投資と貿易を促進する EU の政策として、欧州委員会の地域政策および加盟候補国への支援について述べておこう。1990 年代に欧州委員会は欧州単一通貨導入の実現を目的とする EMU を始動させるにあたって、地域政策に重要な位置付けを与えてきた。それは、国家間および地域間の構造的な格差を是正することが単一通貨の導入を成功させるために必要不可欠であると考えたからである。このような視点から欧州委員会は、EU の地域間格差の是正を目的として、構造基金、結合基金、加盟候補国に対する加盟準備基金、さらに欧州投資銀行などを通じて周辺国に対し資金援助を行ってきた。それらの基金の規模は EU 予算のほぼ 4 割近くに達する。構造基金による後進地域への資金支援は、国の地方自治体単位向けに行われるが、新規加盟国のほとんどの地域は構造基金の対象地域となった。結合基金は国を単位とする低所得水準国への援助で、1980 年代に EC へ加盟した南欧諸国のスペイン、ポルトガル、ギリシアおよびアイルランドの 4 カ国に対し、資金援助が与えられた。そして、2004 年に始まる EU 第 5 次拡大によって EU 加盟を果たした中東欧諸国は新たな結合基金の対象国となり、巨額の補助金の受益国となっている。

EU の地域政策による資金援助は、低所得国への所得移転であるため、受入国にとって所得効果がある¹¹⁾。ただし、援助額は国の対 GDP 比では小規模であるため、所得効果としてはその効果が限られている。しかし、地域政策の政策効果としてより大きな点は、後進地域への資金支援が同地域のインフラ整備や構造改革を促進することによって、EU コア諸国からの投資を誘引する効果が

11) 単一市場では、競争政策による経済格差は強まると考えられるため、高所得層から低所得層への財政移転、地域・社会政策は重要になる。

あることである¹²⁾ コア諸国の多国籍企業は後進地域へ生産拠点を設置することによって、両国間に産業内貿易あるいは企業内貿易が生まれ、EU 域内においてユーロ流通のための基盤が形成される。このようなユーロの流通の条件が、EU 第5次拡大によって新たに加わる12カ国へ拡大している。

さらに、EUの対外援助は、対EU加盟国ばかりでなく、EU加盟候補国や地中海諸国などの近隣諸国へも行われてきた。2004年のEU第5次拡大でEU加盟を果たしたキプロスとマルタは地中海地域に属し、また2005年に加盟候補国となったトルコも同じく地中海地域の国である。これまで地中海諸国への対外援助が、1995年のバルセロナ宣言と2004年の地中海諸国パートナーシップの下で実施されている。地中海諸国に対する対外援助もまた、EUかからの直接投資を促す効果を有すると考えられる。

3. 国際金融市場の形成

第3の条件はユーロ圏における国際金融市場の形成である。国際金融市場の発展はユーロの調達と運用の利便性に依存する。つまり、ユーロを国際通貨国として利用する周辺国にとって、ユーロ圏・国際金融市場において短期・長期の資金調達と運用を行う際の費用、収益および利便性が重要である。短期の資金調達に関して言えば、ある周辺国の業者が中心国の業者から輸入を増大させるにつれ、周辺国において外国為替手形に対する需要は増加する。その際に、周辺国の外国為替銀行は中心国通貨の短期調達をスムーズに継続することができれば、周辺国の中心国からの輸入を促進することになる。したがって、ユーロ圏の金融市場から資金を容易に調達できることは、契約・決済通貨としてのユーロの利用を増やす条件である。

次に、ユーロの運用については、ユーロを高い収益率で運用できる金融資産市場が形成されることが必要である。また、ユーロ建て金融資産を流動化でき

12) 松浦、2005年、「第4章EUの地域政策」を参照。

るセカンダリー市場の整備も不可欠である。もっとも、短期資金の運用については、ユーロが周辺地域において契約・決済通貨として流通しているならば、周辺国の資本は対外決済準備としてユーロ建預金勘定の保有を強制されることになる。このように、特定国における国際金融市場の形成は特定国通貨の国際的流通を前提としており、また、国際金融市場の成長は特定国の国際通貨化を促進する要因ともなるといえる。

ユーロの運用・調達の場合としての国際金融市場が発展するためには、流動性の安定的供給と安定した決済制度の提供が不可欠である。それらの2点に関してECBが果たしてきた役割を述べておこう。第1に先に触れたが、国際金融市場が成長していくためには、非居住者に対して低利でかつ容易に信用を供与できることが必要である。ユーロ圏の貨幣市場における豊富な流動性を支える点で、欧州中央銀行（ECB）は金融調整の枠組みについて改革を行った。例えば、毎月の政策理事会後の政策発表日と定期オペの決済日の期間を解消して、政策決定を待って定期オペまでの金融機関の日和見的な入札行動を抑制しようとした。その結果として、ECBの金融政策の変化を期待して生じる貨幣市場の金利変動幅が小さくなった。また、国家間の証券決済をスムーズにするために、NCBが市中銀行に対し信用供与する際には担保の国籍に関わらず引き受けることを可能にした¹³⁾

第2に、ECBはユーロ圏の統一的な決済制度を構築していった。国際金融市場が成長するためには、効率的な国際決済制度を周辺国に提供することが不可欠である。周辺国は対中心国および周辺国同士の国際決済に必要な外貨準備を中心国の銀行制度に常に保有する必要があるが、国際決済の円滑な運営は中心国通貨を国際通貨として利用する際の基本的条件といえる。決済制度は通貨を流通させる不可欠のインフラストラクチャであって、その任務は安定した決済制度が保証されなければ、達成することはできない。ECBは各国の中央銀

13) ECBによる流動性供給についての金融調節についての詳細な説明は、松浦『松山大学論集』(第19巻4号)を参照。

行間の決済制度である TARGET を改良し、ユーロ建ての即時グロス決済制度の効率性を向上させるために、TARGET II へとモデルチェンジを行ったのである¹⁴⁾。実際に、前稿で明らかにしたように、ECB は流動性を安定的かつ機動的に供給する仕組みを改良していくと同時に、各国間で異なっていた決済制度を統一することに成功したのである。このような金融市場の形成は、非ユーロ採用国にとってユーロ資金調達の実便性を高めるものといえる。

ところで、ユーロ圏・国際金融市場はロンドン国際金融市場と比較すると未だ「ローカル金融市場」に止まっていて、国際金融市場としての役割を果たしていないという主張もできる。しかし、ユーロ圏金融市場はロンドン金融市場と対立する関係にあるのではなく、補完する関係にあることは留意するべきである。

確かに、ロンドン国際金融市場の規模は他を抜きんでており、その理由は、1950 年代の早くからユーロ市場として成長してきた経緯から想像できる。すなわち、シティの金融機関における金融ノウハウの蓄積があること、規制が緩やかであることから資金の運用・調達の利便性が高いこと、また流動性が豊富で市場に厚みがあることなどである。今日のロンドン国際金融市場ではユーロ・ユーロ取引のウエイトが非常に高い。その意味することとは、大陸のユーロ圏・国際金融市場は資金調達をシティで行い、余剰資金の運用をシティで行う傾向が強く、資金の運用と調達の多くをロンドン国際金融市場に依存しているといえる。その点では、ユーロ圏・国際金融市場のローカル性をロンドン国際金融市場が補完している。ユーロ圏・国際金融市場はロンドン国際金融市場を凌駕するように成長するというよりも、2つの国際金融市場は補完し合う関係にあり、ユーロ圏・国際金融市場はロンドン国際金融市場を取り込む形で進むことが予想される。

14) EU の決済制度の統合プロセスに関する詳細な記述は、松浦『商経論叢』（43-1号、2007年5月）を参照。

第3章 ユーロの台頭とドルの後退か？

ユーロの国際通貨としての地位向上について議論される理由は、それが基軸通貨としてのドルの地位を侵食することになるからである。戦後、アメリカは経済力と軍事力の圧倒的な優位性を背景に、自国通貨ドルを国際通貨として利用するIMF体制を主導した。1971年8月の金・ドル交換停止以降も、ドルに代わる基軸通貨が現れないため、ドルが基軸通貨と流通する「ドル本位制」が続くことになった。「ドル体制」が続く限り、アメリカは基軸通貨国としての発行特権を享受できる地位にある。そこに、ユーロの国際通貨としての地位向上はアメリカの発行特権を侵食することになるので、世界経済および世界政治におけるアメリカの役割が大きく転換するという議論につながるのである。

国際通貨制度は、国際通貨の信認（＝国際通貨価値の安定）、国際流動性の供給および国際収支の均衡という3つの要素が整合的に調整されなければならない。1971年8月のニクソンショックは、アメリカは基軸通貨の信認を維持するための調整コストを負担する能力がないことを宣言したことを意味する。ところが、ドルに代わる基軸通貨は出現しなかったため、ドルは基軸通貨として流通し続け、それによってアメリカは金・ドル交換のための経常収支均衡というコストから解放されて、国際流動性を供給し続けた。このような国際通貨システムによってアメリカは次のような特権を享受できたのである。

先ず、経常収支の赤字が継続しても、対外不均衡の是正を繰り延べするか、調整費用を他国へ転嫁することができる結果として、アメリカは対外均衡より国内均衡を優先する政策を遂行できた。なぜならば、ドルが対外決済として非居住者に対して支払われると、非居住者はドルをドル建ての金融資産へ運用することになるため、アメリカの金融市場に還流する。また、周辺国の外為市場において通貨当局の介入によって形成される公的外貨準備は主として対米国債投資として運用された。このようにして、アメリカの経常収支赤字は、常に民間対米投資および海外通貨当局の対米投資によってファイナンスされるので

ある。2006年にアメリカは経常赤字を8,000億ドル以上計上してもなお、国内マクロ経済政策を優先できるのは、そうした国際収支ファイナンスの仕組みが継続されるからである。国際通貨国の発行特権として第2に、短期借り・長期貸しの国際金融仲介業務を行うことで、米系金融機関は巨額の利益を生み出すことができる。対米投資による資金流入はアメリカ経常収支赤字額を補填してもなお余りを計上するため、对外投资に向かって所得収支を黒字にすることができた。第3に、多くの貿易取引と資本取引がドル建てで行われるので、為替リスクを他国の取引業者に転化することが可能である。

そもそも一国の国民通貨を国際通貨とする国際通貨制度は「非対称的」であり、他国から見れば不平等な通貨制度である。国際通貨国としての義務を放棄した後も、アメリカは依然として国内均衡を優先するビナイン・ニグレクト政策を継続した。そして、ドルに代わる基軸通貨が不在である中で、アメリカは国際通貨国の発行特権を維持してきた。しかしその結果として、アメリカの経常収支不均衡とドル信認の低下が生じ、それらは国際金融市場の最大の不安定要因となっている¹⁵⁾。それゆえ、世界の各地域経済圏はEUの通貨統合を先駆的取り組みとして、中近東の湾岸協力会議諸国による共通通貨圏構想、実現可能性は低いアジア共通通貨制度構想などを打ち出して、「ドル本位制」からの脱却を目指している。

今日のEUの通貨統合構想は、1960年代末のドル不安を背景にして1970年10月に発表された「ウェルナー報告」に基づく経済・通貨同盟に遡る。ECはドルに対抗できる通貨の創出をその時から始めて、約30年の歳月をかけて実現した。単一通貨の参加国は計画当初の6カ国から2009年1月時点では16カ

15) 2008年3月14日、アメリカのニューヨークで資金繰りが表面化した証券大手ベアー・スターンズへNY連邦準備銀行などが緊急融資枠設定などの救済策が発表された後、米・欧・日はドル防衛に秘密合意した。日経新聞はその背景として、「米住宅問題に端を発した金融不安が基軸通貨であるドルの危機まで発展しかねない恐れがあったためだ。…ドル不安の根っこにある米国の金融不安や経済停滞などの問題はまた収束していない」（『日本経済新聞』2008年8月28日付け、朝刊）と述べている。これは、アメリカの対外経常赤字の増大という構造問題の上に、国内の金融不安が重なって生じた問題といえる。

国に拡大した。また、ERM II，ユーロバッグ制あるいはユーロを参照通貨とする管理フロート制を採用する国が増えて、ユーロを基準通貨とする為替制度が中東欧を中心に広がりを見せている。また、2004年に始まったEUの第5次拡大は地中海諸国のキプロスとマルタを含み、さらに、2005年にイスラム圏のトルコも加盟候補国として交渉のテーブルについたことから、その拡大プロセスは続いている。今後、1995年のバルセロナ宣言に参加国（地中海諸国を中心とする）とのEUの通商関係が強化されるにつれ、ユーロ建て貿易・投資の範囲は広がっていくであろう。

ところで、2008年9月にアメリカを金融危機が襲った。アメリカの証券大手、リーマン・ブラザーズが破綻し、信用不安が一挙に深まった。アメリカ政府は主要先進諸国の協力を得て、市場へのドル資金の供給を拡大させ、さらに、9月22日にアメリカ財務省は公的資金による不要債権買い取り案を議会に提出し、その後、総額7,000億ドルの不良資産救済プログラム（TARP）で金融機関へ公的資金を注入する案が可決された。しかしこれで、住宅価格が下落を続け、住宅ローンの不履行が増加し、金融機関が経営破綻するという動きに歯止めがかかるかどうか、不透明である。アメリカの金融システムの根幹が揺るげば、基軸通貨ドルに対する信認も低下する。FRBによる特別融資の出動は、社会的価値の裏付けのない通貨の増発を意味するため、長期的にはドル価値の減価をもたらす。また、海外投資家がドル資産に懐疑的になれば、一層のドル離れが進み、ドル相場は下落するであろう。アメリカの金融危機が長期化し、EUの実体経済の相対的な優位性が続けば、ユーロの国際通貨としての地位は強まると予想された。しかしながら、アメリカ発金融危機は世界に飛び火し、ユーロ圏を含む世界中の金融市場が混乱を極めている。

参 考 文 献

Andrews, D. M. (2006). *International Monetary Power*, Cornell University Press, Ithaca and London.

- Campanella, M. L. (2007). "Is the Euro ready to pay the global Currency Role?", Roy, J. and Gomis-Porqueras, P. (edited), *The Euro and Dollar in a Globalized Economy*, Ashgate.
- Cohen, B. F. (2006). "The Macrofoundations of Monetary Power", Andrews, D. M. (edited), *International Monetary Power*, Cornell University Press, Ithaca and London.
- Cooper, R. (2005). *Living with Global Imbalances*, Policy Briefs in International Economics and Center for Global Development, December (Washington DC).
- González-Páramo, J. M. (2007). "Global Imbalances and the Need for Policy Adjustment", Roy, J. and Gomis-Porqueras, P. (edited), *The Euro and Dollar in a Globalized Economy*, Ashgate.
- Henning, C. R. (2006). "The Exchange-Rate Weapon and Macroeconomic Conflict", Andrews, D. M. (edited), *International Monetary Power*, Cornell University Press, Ithaca and London.
- Papazoglou, C. (2005). *The Economies of South Eastern Europe Performance and Challenges*, Palgrave Macmillan.
- Rossi, S. (2007). "The Role of the Euro in the International Monetary Arena: Present and Prospects", Biblow, J. and Terzi, A. (edited), *Euroland and the World Economy-Global Player or Global Drag?*, Palgrave Macmillan, N. Y.
- Tomann, H. (2007). *Monetary Integration in Europe*, Palgrave Macmillan, N. Y.
- Vilpisauskas, P. (2007). "The political Economy of Eurozone Enlargement: The Motives, Prospects and Implications for the EU and its Member States", Roy, J. and Gomis-Porqueras, P. (edited), *The Euro and Dollar in a Globalized Economy*, by, Ashgate.
- WEIS ARC レポート (エジプト) 2007 年 11 月。
- ティトマイヤー, H.『ユーロの挑戦』村瀬哲司監訳, 京都大学学術出版会, 2007 年。
- 木下悦二『国際経済の理論』有斐閣, 1980 年。
- 田中素香『拡大するユーロ経済圏』日本経済新聞出版社, 2007 年。
- 松浦一悦『EU 通貨統合の新展開』ミネルヴァ書房, 2005 年。
- 松浦一悦「ECB の一元的金融政策の評価」『大分大学経済論集』第 59 号第 2 号 (2007 年 7 月)。
- 松浦一悦「EU 拡大と国際通貨ユーロの地位」『松山大学論集』第 19 巻第 3 号 (2007 年 8 月)。
- 松浦一悦「ユーロシステムの決済制度の統合」神奈川大学『商経論集』第 43 号第 1 号, 2007 年。
- 松浦一悦「ユーロシステムの金融調節改革」『松山大学論集』第 19 巻第 4 号, 2007 年 10 月。

(本稿は, 2008 年度松山大学特別研究助成制度による研究成果の一部である。)