

「つなぐ通貨」としてのユーロと その国際通貨化について

田 中 素 香

要 旨

マーストリヒト条約に端的に示されているユーロの設計の特徴は、「守る通貨」、「安定と活性化の通貨」、「政治的通貨」そして「つなぐ通貨」の4つに集約することができる。単一通貨によって域内から為替相場を除去することによってヨーロッパを域内為替相場の混乱から守り、また経済の安定と活性化をはかる—これがユーロの基本思想である。「政治的通貨」としては、EUによる統一ドイツの無条件承認と引き替えにマルク放棄を定め、また物価安定志向、フランクフルトへの ECB の設置などが条約に取り込まれた。これらの特徴はユーロが「内向きの通貨」として設計されたことを示している。とりわけ「つなぐ通貨」という性格はユーロに固有であって、ドルとの対抗においてハンディキャップとなる。2001年4月に実施された中央銀行と BIS による外為取引調査を分析すると、ユーロは為替媒介通貨としてマルクに劣っており、マルクの消滅によってドルの為替媒介通貨としての地位が高まったことを示している。この理由として、ユーロ域を取り囲むユーロ圏の経済力の貧弱さに最大の理由を求めるべきであるが、「つなぐ通貨」としての側面も関与している。ユーロの出現によって2極通貨体制ができるとか、ドルに匹敵できる国際通貨が出現すると予想した多数の見解は根本的な反省を余儀なくされており、この現実を踏まえたユーロ論の確立が必要となっている。

目 次

はじめに

I. ユーロの特徴とそれを生み出す構造

1. ユーロの4つの特徴について
2. 「つなぐ通貨」の背後にある構造的問題
3. 分権構造と労働力移動

II. BIS 外為取引高調査におけるユーロ

1. ユーロの設計と国際通貨化
2. ユーロの外為取引高
3. マルク圏とユーロ圏

III. むすびに代えて

はじめに

最近「ユーロの設計」という視角が重要だと考えるようになった。通貨統合に関するドローール委員会報告の刊行から13年、マーストリヒト条約の合意からでも10余年の月日が流れた。この間 EMS (欧州通貨制度) やユーロの様々な側面を分析してきたが、昨年末から改めてユーロの全体像、ユーロの基本性格を考え直す機会を与えられ、「ユーロの設計」ということに思い当たったのである。

この観点を意識しない議論はユーロを巨大経済領域で流通するただの通貨と捉えがちであり、しばしば荒唐無稽の議論や過度の楽観論を帰結するなど、害が大きいように思われる。

通貨は人為の製作物だから、それを設計する技術者がいるには違いないが、普通の通貨は国(政治権力)が確立した後、その国民経済の不可欠の経済インフラストラクチャーとして、また政策手段として、政府が法をもって制定し、多くの場合中央銀行制度とともに生み出すものである。それに引き替え、ユーロは国(政治的国家)を背景とすることなく誕生した点において独特である。その設計に当たって、普通の通貨とは異なる独自性を設計者たちは盛り込む必要があったに違いない¹⁾。

その点を意識しつつ、筆者はユーロの特徴として、「守る通貨」、「安定と活性化の通貨」、「政治的通貨」、「つなぐ通貨」という4つを置いた²⁾。これらはユーロの設計者たちが常に意識せざるを得なかった要因であると思う。これらの中で筆者に独自のカテゴリーは「つなぐ通貨」である。他の3つはそれまでにユーロ関連の文献の中で様々な角度から取り上げられ、分

析されてきたが、「つなぐ通貨」という指摘はなかった。だがユーロの運営や機能を考える上で、このカテゴリーなしに済ますことはできない。しかもそれはヨーロッパ統合の基本性格とも密接に関連しており、「つなぐ通貨」という特徴はいわばユーロの運命ということもできる。

上述の4つの特徴についてはすでに拙著で説明した。本稿では「つなぐ通貨」について若干敷衍するとともに、昨年末から本年にかけて発表された外国為替取引高調査(伝統的外為取引およびデリバティブ取引)を利用して、国際通貨としてのユーロの弱さを再度指摘するとともに、21世紀の国際通貨制度やドル体制に関する若干の問題を述べたい。全体としてユーロ論の方法についての覚え書きである。

I. ユーロの特徴とそれを生み出す構造

1. ユーロの4つの特徴について

「守る通貨」というユーロの第1の特徴は、1970年代以来の EU の通貨協力、通貨統合が、「ヨーロッパを為替相場混乱からまもる」という防衛スタンスで進められてきた点を重視している。ドル不安やドル危機のあおりをうけて EU 域内の為替相場が乱高下し、過去30年間ヨーロッパ諸国は苦汁を飲まされてきた。ユーロに至る通貨協力・通貨統合の歴史から、「守る通貨」というユーロの基本性格が出て来ている。この特徴から言えば、ユーロがユーロ域諸国をかつて域内に生じていた為替相場混乱から守ることができれば、ユーロの基本課題は達成されているということになる。

「安定と経済活性化の通貨」という特徴は「守る通貨」としてのユーロと裏腹の関係にあり、欧州委員会の文献をはじめとして繰り返し説明されてきた。「経済活性化」の方は域内での為替相場の排除によって、①リスクプレミアムの除去（とりわけ周縁諸国での金利低下）、②両替手数料の除去、③価格の透明性による競争の活発化（為替リスクのために輸出や国外での活動を控えていた中小企業なども積極的に国外に目を向けるから、汎ヨーロッパ規模で競争が活発化する）、を指摘できる。効率的な企業には国境の向こうからも注文が入り、生産規模を拡大するから、ユーロ域全体として経済効率の上昇に結びつく。「安定の通貨」という意味は、域内競争が激しくなると、企業・組合などは価格・賃金の引き上げを国境の向うの競争相手を見ながら抑制することとなり、経済の安定化に貢献するという点を重視している。

「政治的通貨」というユーロの特徴については、ジャーナリズムでも様々に言及されているが、筆者が念頭に置いたのは、まずドイツ要因である。ヨーロッパ戦争を二度もしかけた国ドイツを西ヨーロッパの共同体に包摂し、その一員として定着させ、不戦の西ヨーロッパを築くことは EU 統合の最初からのもっとも重大な政治的目的であった。通貨統合は EU 諸国の通貨の廃棄、つまりドイツにとってのマルクの放棄を意味する。

いうまもなくマルクの放棄は他の通貨とは話が違う。世界でももっとも価値の安定を誇り、しかも1990年頃から西欧の国際通貨として他の西欧通貨が足下にも寄れないほどの発展を始めていた。フランス・フランや英ポンドなどの放棄が当該国にとってもつ意味とマルク放棄がドイツにとってもつ意味では、質的と言っていい

ほどの違いがあった。フランスなど EU 諸国は、統一ドイツの無条件承認の代償としてマルクの放棄をドイツ政府に迫り、合意がなってマーストリヒト条約に結実した。その第104 c 条では、ユーロ参加国財政への縛りも組み入れている（後に経済安定成長法に具体化した）。ドイツは EU 諸国による統一の無条件受入の代価としてマルクを放棄するのと引き替えに、ユーロがマルクと同じようにその価値の安定を確保できるものでなければならないと主張し、中央銀行制度などユーロの制度にドイツの制度や貨幣哲学を移植した。他の EU 諸国はドイツのマルク放棄の代償に、いささか行き過ぎの部分もあるドイツの要求をほぼ全面的に受け入れた。欧州中央銀行の至高の政策目標として物価安定のみが入ったのもそのためであろうし、多数の国がマーストリヒト条約の交渉に参加したにもかかわらず、ユーロ制度が物価安定を目指し統一性をもつことができたのも、「ドイツ要因」の影響が大きいと考える。

欧州中央銀行のフランクフルト設置は後にフランクフルト金融市場活性化の要因となることが展望されるだけに、これもまたマルク放棄の代償としてドイツに与えられたと見ることができるであろう。「政治的通貨」の第2の意味は、ユーロが将来政治統合を強める要因になるという見通しを述べたものであり、本稿とはさしあたり関係がない。

「つなぐ通貨」という特徴付けは筆者に独自のものである。欧州委員会は、単一市場と対をなすという意味においてであろう、ユーロを「単一通貨」と呼んでいる。通貨としては単一に違いないが、ユーロが単一だからといって、ユーロ参加国の通貨金融制度や金融市場が単一体に再編されているわけではない。たとえば証

券市場は、そのインフラストラクチャーとともになお独仏英中心の複数のシステムに分裂したままである³⁾。ユーロ導入後もユーロ域諸国の多様な金融制度、金融市場の独自性は大小なり維持されており、ユーロはそれらをつなぐことによって機能している。この特徴を「つなぐ通貨」と表現することにしたのである。素人だけでなく専門家も単一通貨というそれら市場や制度まで単一にしていると思こんでいるケースが少なくない。その意味で共通通貨という呼び名の方がユーロの性格を正確に表現していると思われる。

この特徴をユーロ決済機構である TARGET がはっきりと表している。ユーロ各国の民間銀行は自国の中央銀行に口座をおいて相互の資金移転システム（「決済システム」）を運営している。これは「国内 TARGET」と呼ばれている。このシステムはユーロ導入以前となら変わらない。だがそれら国民的決済システムをユーロがつかないでおり、送金国と受取国との中央銀行をバイラテラルにつなぐことによってクロスボーダーの決済制度として機能している（「クロスボーダー TARGET」）。

アメリカの決済制度は CHIPS, Fedwire のように、連銀制度の中に取り込まれ、中央に決済機構を集中することによって効率を上げている⁴⁾。ところがユーロの場合には、欧州中央銀行は決済にはタッチせず、送金にトラブルが生じたときに原因究明を指示するなど、完全に補助的な役割しか担っていない。理論的には欧州中央銀行に決済口座を集中してアメリカ型にすることも可能なはずだが、そうっていないのである。ユーロは「分権型」の決済制度をもち、ドルは「集権型」の決済制度をもっている。

ユーロの安定を支える財政政策においては、

ユーロ各国が主権を持つが、相互に共通ルールを定め、自発的に協調することによって1つの制度として機能する。共通のフレームワークをつくり、それを協調によって実のあるものとする。その点はユーロ金融資本市場統合にも共通している。マーストリヒト条約はユーロの制度をこのように「つなぐ」形で設定したのである。

2. 「つなぐ通貨」の背後にある構造的問題

上述した4つの特徴の背後にはそれぞれ構造問題が控えていた。「守る通貨」の背後にはいうまでもなく変動相場制の下での基軸通貨ドルの支配があり、1990年代以降それは金融グローバリズムとして現存している。1970年代のスネークの挫折が物語るように、EU 諸国は通貨や経済政策に関するナショナリズムで衝突し挫折を繰り返したが、1980年代後半以降、それを克服することができた。EU 域内の為替相場の混乱を防止し、ヨーロッパを守るという30年の活動がユーロをもたらした。また「安定と活性化の通貨」の背後の構造的問題は、「単一市場・単一通貨」のスローガンが示すように、非関税障壁と多数通貨による市場の分断であった。「政治的通貨」の背景は上述したように、ドイツ統一問題であった。これらはそれぞれすでに十分に解明されている。

議論すべきは「つなぐ通貨」の背後にある構造的問題である。それは EU 諸国の分権構造であって、EU は過去50年以上にわたって「諸国家と諸国民のユニオン (a Union of States and peoples)⁵⁾」として存続してきた。市場統合以後単一市場・単一通貨を創り出し、その意味で「国民経済形成型統合」⁶⁾を進めたといえ

るが、その「国民経済」は極度に分権型の構造をしている。

ユーロ導入後もユーロ12カ国の金融資本市場・外国為替市場は並存しており、それぞれが依然として小規模の取引を行っている。後に述べるように、ユーロ域で最大のドイツでも外為取引高はアメリカの3分の1、イギリスの6分の1にすぎない。アメリカではニューヨーク外為市場に集中している。現在は電子取引が主流となっており、ネットワークでつながっているが、それでも市場の取引規模は取引コストにはねかえるであろう。

金融センターもユーロ導入後フランクフルトに集中したというわけではない。パリ、ミラノ、アムステルダムなど他の金融センターとの間でTARGETや民営の決済システムを使って振替を行うことによって、つながってユーロ金融市場を形成しているのである。バイラテラルで分権的な決済処理機構のユーロ決済のコストやスピードは、ドルと違ってくるはずである。TARGETの使用料はアメリカの決済システムと比べてはるかに高い。そのためであろうか、クロスボーダーTARGETは主として中小金融機関が使用し、大銀行は主としてEuro1など民営の決済機構を利用している。これはTARGETがRTGS（グロス即時決済）であるに引き替え、民営システムがネット決済システムを採用しているという要因も影響している。利用コストや流動性管理などの点からネット決済システムの利用を優先しているのである。また従来の「コルレス・バンキング」による決済が依然ユーロ全決済の約50%を占める⁷⁾。

ユーロが欧州中央銀行に集中された決済機構をもっていないのは、そのような設計がなされ

たからである。言い換えれば、EU各国中央銀行が分権型を望んだからである。EUでは分権型は集権型に比べて明らかに形成が容易であった。ユーロの準備期間はわずか10年しかなかったということもあるかもしれないが、そのような便宜上の理由だけではないであろう。欧州中央銀行が金融政策の決定だけでなく、決済機構の集中までを行うと、下部機構の各国中央銀行は業務を中央に奪われ、中央銀行員の失業問題を含めて起きてくる問題が深刻となろう。欧州中央銀行への出資者であるEU各国中央銀行としては、欧州中央銀行への「過度の」権限集中は望ましいものではなかったと思われる。つまり設計者は集権システムを受け入れるわけにはいかず、分権システムを設計したと考えられる。

金融市場がフランクフルトに集中されると効率は高まるが、パリやミラノやアムステルダムは衰退する。各国が自国金融市場の衰退を座視することなどありえない話である。また言語や習慣のために、企業や銀行も自国金融市場を利用するメリットはそう簡単に消えてしまうことはないであろう。巨大企業、巨大銀行はともかく、中小企業・中小銀行にとって自国金融市場の重要性はなくなるならない。ユーロ域の分権構造が将来的に解消する展望も薄いことが分かる⁸⁾。

このように見てくると、ユーロ12カ国の金融資本市場や外国為替市場の取引高を単純に合計して市場規模を計算し、そこから経済学的な結論を導くのはミスリーディングである。単に規模を合計する手法は「数合わせ」という問題を今なお内包しているのである。

3. 分権構造と労働力移動

宇野弘蔵『経済学原理論』は、資本主義経済の基本規定を労働力の商品化に置いた。EUの

このような「つなぐ」方式の根拠を経済学的に表現すれば、労働力商品化の1つの要素である労働力移動に求めることができる。ユーロ域に限らず、EU での国境をまたぐ労働力移動は低調である。他の EU 構成国に住む EU 市民の数は約600万人であり、これは EU 全体の人口3億7,000万人の1.5%に過ぎない。全人口に占める外国人の割合は国別ではルクセンブルクの23%が群を抜いて高く、ベルギーの5.1%がそれに次ぐ。あと2%台がドイツ、フランス、アイルランドで、あとは1%台である(1998年)。ここ10年間に他の EU 諸国に居住する EU 市民の数はほとんど増えていない。

EU (ヨーロッパ連合) 諸条約は財・サービス・資本・人の域内自由移動を「基本的自由」と定め、EU が尊重すべき「基本的価値」と位置づけている。また「EU 市民権」が規定され、人の移動の自由は EU 市民の権利という側面からも支持されるようになった。しかし言語的、文化的などの違いのために国境を越える人の移動は進んでいないのである。

労働力移動、つまり人の要素に、経済統合によって形成しようとする国民経済に対比した伝統的国民経済の強さ(組織としての強さ)を見ることができる。EU では労働市場は国民的であり、したがって福祉制度も各国毎に形成される。アメリカのように州を越えて大量の労働力が移動するとすれば、アメリカ規模で、つまり連邦が国民の最低基準(ナショナル・ミニマム)を満たす福祉制度を創設し、運営することになる。人々の連邦国家への依存は高まり、アメリカ国民の連帯意識も強まる。ところが EU では労働政策や福祉制度はナショナルである。労働市場要因は EU のあり方をきわめて分権的なものとし、また政治的連邦の未形成の基本

要因ともなっている。国境を越える労働力移動は今後さらに統合が進むとしても、言葉の違いが障害にならない知識労働者などを例外として、あまり著しい変化はないと予想される。連邦的な政府が将来 EU で形成されるようなことがあるにしても、それはアメリカの連邦とは性格を異にする分権型となるであろう。構成国の分権制を「つなぐ」仕方はしたがって必須のものなのである。

この「つなぐ」方式による決済システムの効率はアメリカに劣ると指摘したが、ヨーロッパにおいてはこの方式は効率を高める面もある。財政政策や雇用政策においても、「つなぐ」方式が採用されており、EU に財政赤字や失業率などの目標値を報告し、EU はそれらを公表する。その目標を達成できないと国の面目が潰れるので、構成国の間に競い合いが起きる。構成国政府が真剣に目標達成に力を尽くす限り、競い合いは効率的に機能する。効率的に機能している間は、EU 法で構成国を縛るよりもかえって効率は高い。

だがいったん2004年に設定していた EU 各国の財政均衡目標年度に対して、最近シラク大統領が経済不況の克服などを理由にフランスは2007年に延期すると述べるなど、この方式の限界もまた示され始めている。

II. BIS 外為取引高調査における ユーロ

1. ユーロの設計と国際通貨化

ユーロの設計にユーロの国際通貨化は含まれていなかった。ユーロを国際通貨として育成したいのであれば、そのような設計図を描き、政

策をその目標にあわせなければならないはずである。ところがユーロの設計者たちはユーロの役割を決定的にヨーロッパ内向きの通貨として描いていた。またユーロを支える制度的なインフラストラクチャー（公的および民間による決済方式、金融資本市場の構造、ユーロの価値安定を支えるマクロ経済政策—とりわけ財政政策—や賃金決定方式など広義の不均衡調整機構までを含めた貨幣金融制度的インフラストラクチャー）も「内向きの通貨」ユーロに照応している。

ユーロが国際通貨としてドルと一位の地位を争うと展望した代表的な論者は Portes/Rey [1998] であった。Portes/Rey [1998] は、ユーロ金融資本市場の規模をニューヨーク金融資本市場の規模と比較して、規模がほぼ匹敵するので、ユーロの金融取引コストはドル並みになるはずであり、したがってユーロは国際通貨としてドルと第一位を争うと予想した。

この見解は、金融資本市場の規模からユーロの国際通貨化を展望している。ユーロ導入によってアメリカ合衆国市場が2つできたとしてもいわんばかりの分析方法のおかしさに分析者が気づいていない。つなぐ通貨、金融資本市場の分断といったユーロに固有の質の分析が欠けているのである。

国際通貨ドルとは、非居住者がニューヨーク金融市場に置いているドル建て銀行口座のことである。その振替によって非居住者間（アメリカにとって第三国間）の国際決済が行われる。ニューヨーク内口座振替によって国際決済が終了するのだから、コスト節約効果は大きい。ところが国際通貨ユーロの場合、非居住者はユーロ建て預金口座を、フランクフルト、パリ、ミラノ、アムステルダムに置くことができる。そこで、アフリカのある国の銀行預金がパリに置

かれていて、ポーランドの銀行の預金口座がフランクフルトに置かれている場合、両銀行の決済はパリとフランクフルトの間の振替で実施される。パリ内の振替やフランクフルト内の振替に比べれば、クロスボーダー TARGET の使用料分のコストが追加される。このような国際通貨は確かに資本主義史上初に違いない。TARGET はユーロ未参加のイギリス・ロンドン金融市場とユーロ参加国金融市場の間を CHAPS 経由でつないでいるので、ロンドンにユーロ建て預金をもち、フランクフルトやパリと振替を行うことによって、国際通貨ユーロによる決済は実現する。ここには国際通貨の特徴である単一金融市場内決済、つまり同一都市所在の金融センター内決済という要素が欠落しており、「つなぐ通貨」という特徴が前面に出ている。

2. ユーロの外為取引高

2001年4月実施の48カ国中央銀行による外国為替活動調査は昨年秋頃から順次インターネットで公表されたが、それらを取りまとめた BIS 総合報告書が本年4月インターネットで公表された⁹⁾。

これによって世界規模での主要通貨の取引高をまず通貨ペア別に見てみよう（表1）。ドル／ユーロが最大シェアで30%、ドル／円が20%、ドル／ポンドが11%である。ドル／ユーロは、98年のドル／マルクより10%ポイントだけシェアが高いが、ドル／その他 EMS を合計した37%より低い。つまり西欧通貨消滅によってそのシェアが低下したわけであり、その分他の通貨のシェアは上昇した。

注目すべきは、ドル／その他通貨のシェアは18%から25%に跳ね上がっていることである。

表1 通貨ペア別の外為市場取引高
(4月の1日平均取引高。単位 %)

通貨ペア / 年	1998	2001
ドル／ユーロ	—	30
ドル／マルク	20	—
ドル／その他 EMS	17	—
ドル／円	18	20
ドル／英ポンド	8	11
ドル／スイスフラン	5	5
ドル／その他	18	25
ユーロ／円	—	3
ユーロ／英ポンド	—	2
ユーロ／スイスフラン	—	1
ユーロ／その他	—	2
マルク／円	2	—
マルク／英ポンド	2	—
マルク／スイスフラン	1	—
マルク／その他	4	—
マルク・ユーロ／CECs	0.6	0.7
通貨ペア合計	100	100

(注) 1) local and cross-border double-counting を調整。

2) CECs は中欧 5 カ国 (スロヴェニアを含む)。

3) スポット、先渡し、為替スワップ取引の合計。

〔出所〕 BIS [2002], pp.11-12.

アメリカの景気は2001年にはリセッション入りしていたことを考慮すれば、これはドルの為替媒介通貨機能が高まったことを示しているように思われる。円やポンドやスイスフランが「その他通貨」と取り引きされる場合に、ドルが媒介に入る度合いが増えたということが考えられる。

ユーロの為替媒介通貨機能はマルクより低いと思われる。2001年のユーロ／その通貨のシェアは表から分かるように 2% にすぎず、98年のマルク／その他通貨の 4% から半減しているのは、東アジアを含めて主要外為市場でマルクが西欧の為替媒介通貨としてドル以外の諸通貨と取り引きされていた分がユーロになって消滅ないし減少したことによるものであろう。つまりユーロ導入後ドルの為替媒介通貨機能は高まり、ユーロの為替媒介通貨機能はマルクに劣るということである¹⁰⁾。

西欧でユーロに参加していないノルウェー中央銀行の発表したデータによれば、98年マルク取引高が17.2%，ドルが41.5%であったものが、2001年にはユーロ16.7%，ドル43.8%となり、ユーロはマルクより低下し、ドルのシェアは上がっている。直物取引だけを取り出すと、

表2 外国為替取引高の通貨ペア構成 (4月)
(当該国取引高に占めるシェア。単位 %)

	イギリス		日 本		ドイツ		スイス	
	1998	2000	1998	2000	1998	2000	1998	2000
ユーロ／ドル	22	28	7	13	52	65	21	15
ドル／円	13	15	76	67	6	7	11	6
ドル／英ポンド	14	33	3	...	4	2	5	11
ユーロ／英ポンド	3	2	0	...	3	3	2	0
ユーロ／円	2	1	4	3	2	4	2	1

(注) 1) スポット、先渡し、スワップ取引合計。

2) 2000年については非公式の推計。

3) ユーロは1999年以前はドイツ・マルク。

〔出所〕 Galati/Tsatsaronis [2001], p. 28.

ユーロは41.3%から44.7%へ、ドルは29.9%から34.4%へ、それぞれシェアを上げている¹¹⁾。ユーロ域周辺国のノルウェーであるから、ユーロの為替媒介通貨機能は最高度に発揮されるはずであるが、それを反映するはずの直物取引においてさえ、シェア上昇のポイントはドルより小さいのである。表1では、ユーロ/ポンド、ユーロ/スイスフランのシェアは98年のマルク対価のシェアと同じであって、ドル/スイスフランが5%を維持していることと対比して、ユーロの劣位を感じないが、世界規模の通貨別構成ではなく市場別の実績を見ると、西欧市場でのユーロの為替媒介通貨機能がマルクに劣っている事実がはっきりする。Galati/Tsatsaronis [2001] による2000年4月実績を見ると、イギリス、スイス、日本の各市場でユーロの現地通貨との取引高シェアは低下し、ドルと現地通貨との取引高シェアが大きく上昇している（日本ではマルク/ドルに比べてドル/ユーロのシェアが2倍のポイントに高まったのは、ユーロ取引がドル媒介に移行したためと思われる）。このように西欧市場やその他市場でドルの為替媒介通貨機能の回復が見られるのである（表2）。このようなドルの地位の強化はたとえばオランダのようなユーロ域外為市場でも起きている。オランダ市場でのドル/円、ドル/スイスフラン取引高は1998年から2001年にかけてそれぞれ3.8%から7.6%へ、3.2%から10.8%へ上昇しているが、これは、円（スイスフラン）の他の通貨との取引を媒介するドルの役割の高まりを示していると見ることができる¹²⁾。

表2でドル/ポンド、ドル/スイスフランのシェアが倍増しているのは、ドルがマルクに奪われていた為替媒介通貨機能を回復したということ抜きにはあり得ないはずである。マルク

表3 外為取引高の通貨別構成

(4月の1日当たり取引高シェア。単位 %)

	1989	1992	1995	1998	2001
米ドル	90.0	82.0	83.3	87.3	90.4
ユーロ	—	—	—	—	37.6
マルク	27.0	39.6	36.1	30.1	—
EMS 合計	33.0	55.2	59.7	52.5	—
円	27.0	23.4	24.1	20.2	22.7
英ポンド	15.0	13.6	9.4	11.0	13.2
フランスフラン	2.0	3.8	7.9	5.1	—
カナダドル	1.0	3.3	3.4	3.6	4.5
豪ドル	2.0	2.5	2.7	3.1	4.2
スイスフラン	10.0	8.4	7.3	7.1	6.1
スウェーデンクローネ	…	1.3	0.6	0.4	2.6
香港ドル	…	1.1	0.9	1.3	2.3
シンガポールドル	…	0.3	0.3	1.2	1.1
エマージング市場諸通貨	…	0.5	0.4	3.0	5.2
その他	22.0	8.5	7.9	9.3	10.1
合 計	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0

(注) 1) 「EMS 合計」= D-Mark + その他 EMS 通貨 + ECU.

2) 取引引きされた通貨ペアを切り離しているの、合計は200.0%となる。なぜならたとえば USD/euro 取引は2度カウントされるから（一度ドル取引高で、もう一度ユーロ取引高で）。

3) エマージング市場諸通貨は98年まで当該国通貨取引のみを計上。95年までは南ア・ランド、98年以降は、ブラジル、チリ、チェコ、インド、韓国、マレーシア、メキシコ、ポーランド、ロシア、サウディアラビア、南ア、台湾、タイの各通貨の合計。

[出所] BIS [2002], p. 9.

の時には、ポンドやスイスフランと西欧諸通貨との取引にマルクが為替媒介に入ったのに、ユーロではその部分が消滅する。スイスフラン/マルク・マルク/フランスフランのような取引は単にスイスフラン/ユーロあるいはスイスフラン/ドル・ドル/ユーロとなって、ユーロの取引高はマルクに劣ることとなる。同じことは、円/ギルダー（その他の EMS 通貨も同様）にも見られる。マルクの背後には西欧諸通

貨があり、それと取り引きするにはマルクを経由するという関係がユーロになると消滅するのである。

取り引きされた通貨ペアを切り離し、通貨ごとのシェアを見ると、ドルのシェアは90.4%に上昇し、ユーロの37.6%を大きく引き離している(表3)。世界の外為取引の90%にドルが対価となっているのである。ユーロのシェアは98年のマルクより高いが、EMS 合計の53%よりかなり低い。これは西欧諸通貨相互の取引が消滅したからである。残存する西欧通貨の取引が増えて3つのクローネなどのシェアが上昇した。カナダドル、豪ドル、香港ドルのシェアはいずれもかなり上がり、エマージング市場諸通貨の取引シェアも上昇している。

3. マルク圏とユーロ圏

ドイツと周辺諸国は1980年代後半以降 EU 諸国の資本移動自由化が実現に向かう頃から急速にクロスボーダーの資本取引を発展させた。イギリス、フランス、イタリア、オランダ、スペイン、北欧諸国などを包摂するマルク圏では、EMS (欧州通貨制度) の安定のおかげで対マルクの為替相場ヴォラティリティが低くなり、クロスボーダー資本取引の盛行による外為取引高の著しい増大と相まって、マルク対価の為替取引コストが低下した。この特殊な内容を表現するために、われわれは「欧州金融・通貨圏」と名付けた。それら西欧諸通貨のドル対価の取引では、プラザ合意以後の長期大幅のドル相場下落によってヴォラティリティが大きくなり、それが取引コストに反映した。ドルを為替媒介通貨とするディーラーが損失を被る事件がかなり起きて、銀行は1989年頃から西欧諸通貨の取引(直物取引およびアウトライイト先渡し取

表4 中欧諸国通貨のマルク・ユーロに対する感応度 (Sensitivity)

	第1月(1) - 2001.12		1999.01 - 2001.12	
	感応度	R ²	感応度	R ²
チェココルーナ	0.852	0.728	1.038	0.773
ハンガリーフォリント	0.658	0.648	0.881(2)	0.762(2)
スロヴァキアコルーナ	0.794	0.707	0.967	0.780
スロヴェニアトラー	0.990	0.896	0.944	0.952

(注) 1) 次の回帰式のパラメーター β から弾力性値が得られる。つまり $-\log X/\$, -\log X/\$, -1 = \alpha + \beta (\log DM/\$, -\log DM/\$, -1)$ の式の左辺は中欧通貨(通貨X)の対ドル相場の対数値の先月(平均値)から今月(平均値)への変化であり、右辺はマルクないしユーロの対ドル相場(同じく先月から今月への変化)である。通貨Xの対ドル相場がマルク(ユーロ)の対ドル相場とまったく同様に変動すれば、 β は1となる。また通貨Xがドルとともに動けば、 β はゼロとなる。1に近いほどマルク(ユーロ)相場に追従しており、ゼロに近いほどドル相場に追従していることになる。

2) 為替相場感応度はこの弾力性値の平均値(傾きの係数)として得られる(計算は・・による)。

3) 表の第1月(1)は、チェココルーナ: 01.1993, フォリント02.1994, スロヴァキコルーナ11.1995, トラー: 11.1995であり、データは www.oanda.com による。

4) 表の(2): フォリントのみ01.2000から12.2001まで。

(出所) 斎藤智美 [2002] より一部を抜粋。

引)にマルク・デスクを設置し、マルクを為替媒介通貨とする取引を発展させることになった。ドルのヴォラティリティ増大をとがめる形で、「欧州金融・通貨圏」の中から為替媒介通貨マルクが誕生したのである。表3においてマルクのシェアが89年の27%から92年の40%に飛躍したのは、為替媒介通貨化によるものであった。世界外為取引高に占める旧マルク圏13カ国(英、スイスを除く西欧諸国。主として EMS 参加国)のシェアは14.8%であった(98年)。

ところが「欧州金融・通貨圏」はユーロ導入によって、イギリスなど若干の国を残しつつ、「ユーロ域」へと転化し、ほぼ消滅した。現在ユーロ域を取り巻くユーロ圏にはどのような国

表5 中欧3カ国の外為取引高（2001年4月、直物取引のみ）

（1日平均、単位 100万ドル）

	LC/ドル	LC/ユーロ	LC/その他	ユーロ/ドル	その他	合 計
チェコ	61.4(7.4)	471.4(56.8)	11.8(1.4)	238.5(28.7)	46.7(5.6)	829.7(100.0)
ハンガリー	36(9.9)	113(31.3)	—	156(43.2)	57(15.8)	361(100.0)
スロヴェニア	7.8(10.8)	37.6(51.9)	—	—	27(37.2)	72.4(100.0)

（注）1）LCは現地通貨。

2）スロヴェニアは現地通貨対価のみを公表。

〔出所〕各国中央銀行公表データ（インターネットより）。

が参加しているであろうか。先に見たように、ロンドンとチューリッヒではドルの為替媒介通貨としての地位回復があり（表2）、これらの国をユーロ圏に入れるわけにはいかない。そうになると、北欧3国と中・東欧諸国ということになる。地中海諸国やアフリカの一部諸国がユーロを国際通貨として使用するとしても、外為取引高はそう大きなものとはならない¹³⁾。2001年北欧3カ国の外為取引高シェアは世界48カ国合計の3.7%、中欧5カ国では同じく0.6%にすぎない。中欧5カ国の取引高は、たとえばポーランドではインターバンク取引のみ計上というようにやや低く出ており、実際にはもう少し高いとしても、大勢に変化はない。

中欧諸国のマルク・ユーロへの為替相場面での感応度は、ユーロ導入後高まっている。デノミネーションの関係で統計に難点のあるポーランドを除く中欧4通貨について、ユーロ為替相場への感応度はマルクの段階よりもスロヴェニア・トラー以外すべて上昇し、トラーも高位安定している（表4）。ユーロが中欧諸通貨に対してアンカー通貨としての機能を引き上げていることが分かる。

2001年4月の外為調査で直物取引高を計上している中欧3カ国についてみると、表5のようになっている。3カ国ともに現地通貨／ユーロ取引高がドル取引高を大きく凌駕している。中

欧ではユーロが為替媒介通貨として機能している可能性が高いと思われる。しかし中欧諸国等は2004年と予定されているEU加盟の後には短期間にユーロ域への参加を実現するであろう。ユーロ域は拡大し、ユーロ圏は縮小する。

ユーロがドルに勝っている外為・デリバティブ分野は金利スワップ取引だけである。2001年4月の1日当たりの金利スワップ契約高はドルが1000億ドル、ユーロは1730億ドルで、全体の過半を占めた。これは98年のマルクと比べて3.7倍への飛躍的増加である。これは主として、固定金利とユーロオーバーナイト金利（EONIA）のスワップによるキャッシュフローの交換によるもので、それによってポジションをとり、あるいは短期金利リスク（レボ取引を含む）をヘッジするために使用されている¹⁴⁾。

Ⅲ. むすびに代えて

ユーロの国際通貨としてのこのような弱さを筆者は意外とは思っていない。それはむしろユーロ導入直前の筆者の予想とびったり一致している¹⁵⁾。為替媒介通貨概念を理解した上で判断すれば、十分に予想可能であった。そもそもユーロはヨーロッパ経済の安定を守り、域内経済を活性化させる通貨として構想され、「つな

「通貨」として設計された。一言で言えば、「内向き」の通貨である。ユーロを国際通貨としてドルに対抗させるというような構想を入れて設計されたわけではないのだから、ユーロの国際的地位が貧弱だからといって、設計が貧弱だったということにはならない。

しかし予想通りとはいっても、このような現実を突きつけられたことの意味は重い。21世紀初頭の国際通貨制度、ドル批判の方法論などにユーロ導入以前の20世紀末の視角、方法を延長して適用することはできないことをこれは物語っている。とりわけ国際通貨ドルの相場乱高下を放置したアメリカ政府のドル無策への批判としてマルクの為替媒介通貨化があり、為替媒介通貨論をもってドル政策批判の手段としてきた方法論をユーロにはそのまま適用できないということをこの現実には示唆している。

イギリスがユーロに参加してロンドンを中軸としてユーロ取引に革新がもたらされるといった事態も排除されるわけではないが、ユーロ域を取り囲むユーロ圏の経済力の低さを考慮すると、国際通貨ドルの支配はユーロ導入によってかえって強まり、またかなり長期間続くといった方がよいであろう。

ドル相場についても、80年代から90年代前半までの乱高下はアメリカ資本主義の相対的衰退を反映していたが、90年代後半以降は IT 革命に支えられている。経常収支が大幅赤字となっているので、資本収支によるファイナンスがドル相場安定の絶対的な条件ではあるが、アメリカ経済に活力があれば、一時的なドル暴落を支える政策基盤となりえよう。いずれにしても、ユーロ機構の研究はこれらの新しい現実を咀嚼した上で、EU の内側の諸状況をも十分に勘案しつつ進める必要がある。

注

- 1) ここにいう「設計者たち」とは、ドロール委員会に参加した当時の EC12カ国中央銀行総裁およびエキスパート、さらにドロール委員会報告を受けて欧州中央銀行法草案を制定した通貨評議会メンバー（当時の12カ国中央銀行総裁と中央銀行エキスパート）を思い浮かべればよい。
- 2) 拙著 [2002] を参照。
- 3) 中島・宿輪 [2001] および同 [2002]、ともに第6章を参照。
- 4) アメリカの決済制度については、注3の文献のほか、川合 [2002] を参照。
- 5) European Commission [2002], p. 3.
- 6) 国民経済形成型統合については、拙稿 [2001] を参照された。
- 7) 中島・宿輪 [2001]、146-147頁参照。なおアメリカとユーロ域との決済システムの比較研究は今後の重要な研究課題といえる。
- 8) 中・東欧10カ国への拡大をにらんでジスカルデスタン委員会が本年3月に設置され、EU の憲法制定がテーマとなっているが、将来を展望する欧州委員会の見解において、欧州委員会は「共通政策の実施はできる限り分権的でなければならない」と述べている。これは、分権的構造が将来に至るも EU の本質的な要素であることを物語る。
- 9) BIS [2002]。
- 10) 為替取引の代替的な機能を果たす為替関連のデリバティブ取引を入れても、ここでの結論はほとんど変わらず、むしろドルの優位をさらに確認する結果となる。2001年4月の1日当り OTC デリバティブ取引高は合計660億ドル、うち80%はドル対価（ドル/ユーロは26%）、ユーロ対価は15%である。
- 11) Norges Bank [2001]。
- 12) De Nederlandsche Bank [2001], p. 13.
- 13) 1999年夏の段階で30カ国程度がユーロになんらかの意味のアンカー機能を依存していた。しかしそれらの国の外為市場はユーロ域外為市場の開場時間帯に属しており、また GDP の世界シェアはきわめて小さい。ECB [1999], p. 38および斎藤善美 [2002] を参照。
- 14) Bank of England [2001], p. 422. なお BIS 報告は、「ユーロ導入によってユーロ建ての巨大で流動性の高い市場が創り出された。EU 諸国政府債に残存する異質性によってユーロ建てスワップカーブは事実上ヨーロッパの固定金利市場の新しいベンチマークとなった」（p. 18）と述べている。
- 15) 拙稿 [1998]、24-25頁で理由を付して次のように指摘している。①ユーロの為替媒介通貨機能はマルクに劣る、②東京外為市場などドルとユーロに対する第三国市場ではドルの為替媒介通貨としての地位はユーロ導入によって90年代よりかえって上昇する。なお Tanaka [2002]、拙稿 [2002] ではさらに詳細に自説を展開している。

参考文献

- BIS [2002], “Triennial Central Bank Survey March 2002 Foreign exchange and derivative market activity in 2001”.
- De Nederlandsche Bank [2002], “Foreign Exchange Market survey in 2001”, *Statistical Bulletin* September.
- European Central Bank [1999], “The international role of the euro”, *ECB Monthly Bulletin*, September.
- European Commission [2002], “A Project for the European Union”, COM [2002] 247 final.
- Galati, Gabriele/Kostas Tsatsaronis [2001], “The Impact of the euro for non-EU countries”, *Euro Papers*(European Commission), No.26, July.
- Norges Bank [2001], “Activity in the Norwegian foreign exchange and derivatives market” (internet).
- Portes, Richard/Helene Rey [1998], “The emergence of the euro as an international currency”, *Economic Policy: a European forum*, April, pp.307-343.
- Tanaka, Soko [2002], “External Aspects of the Euro: An East Asian Perspective”, Paulo de Pitta e Cunha/Manuel Porto (ed.), *The Euro and the World*, Almeida.
- 川合研 [2002], 『アメリカ決済システムの展開』, 東洋経済新報社。
- 中島真志・宿輪純一 [2001], 『決済システムのすべて』, 東洋経済新報社。
- [2002], 『証券決済システムのすべて』, 東洋経済新報社。
- 斎藤智美 [2002], 「地域的国際通貨としてのユーロ」, 研究年報『経済学』(東北大学) Vol. 64, No.2, 所収。
- 田中素香 [1998], 「EU 単一通貨ユーロと国際通貨体制」, 世界経済評論12月号所収。
- [2001], 「EU の衝撃—国民経済形成型統合とグローバリゼーション」, 本山美彦編, 『グローバリズムの衝撃』東洋経済新報社, 所収, 第11章。
- [2002], 「ユーロの対外的側面」, 田中素香編著『単一市場・単一通貨と EU 経済改革』文眞堂, 所収, 第9章。
- [2002a], 『ユーロ その衝撃とゆくえ』, 岩波新書。

(東北大学大学院経済学研究科教授)