

ユーロ相場の変動とその背景

中 島 精 也

要 旨

欧州統一通貨ユーロが誕生して以降、約2年間はM&A絡みの資本流出が原因でユーロの下落トレンドが続いた。しかし、その後は市場介入の実施や資本流出の一服から、ドルに対してはボックス圏内でのもみ合い相場となっている。

ユーロの将来については市場統合と通貨統合の結果、競争が激化して経済体質が強化されるので、ユーロが強くなるという見方が根強い。しかし、依然としてユーロ相場の本格回復を妨げる幾つかの要因が根強く残っている。最大の問題は硬直的な労働市場と税制である。

大陸諸国では相変わらず労働市場が硬直化しており、外国企業にとり採算を重視した効率的な工場配置や店舗展開が進みにくい。フットワークの良い資源配分ができなければ、資本はユーロ圏には流入しない。税制については多国籍企業に対する二重課税の問題や、雇用面でローカルスタッフへのシフトを強要する余り厳しい税法解釈を適用する税務当局もみられ、外国進出企業からの評判はすこぶる悪い。

政治的には2004年に予定されている EU の中東欧・地中海諸国への拡大が経済合理性を歪める恐れがあること、また英国のユーロ加盟問題など、ユーロの本格上昇の前には克服すべき難題が多いのが実情である。

目 次

はじめに

I. 1999年以降のユーロ相場の推移

1. 第1次ユーロ安局面（99年初め～99年夏）
2. 第2次ユーロ安局面（99年秋～2000年秋）
3. ユーロレンジ相場局面（2000年秋～）

II. ユーロ相場を決定する需給要因

1. 資本収支
2. 経常収支

3. その他

III. 為替市場介入

1. マーストリヒト条約の介入に関する条文
2. 介入権限を巡る論争
3. 2000年9月の介入

IV. 財政政策と金融政策

1. 不整合なポリシーミックス
2. ECB の意思決定

V. ユーロ圏が抱える構造問題

1. 硬直的な労働市場
2. 税務問題と外国企業

VI. EU の拡大

- ## VII. 英国の加盟問題とユーロ
- むすび

はじめに

戦後一貫して米ドルが唯一の国際通貨として世界に君臨してきたが、それは米ドルが他を寄せ付けなほど強力かつ魅力ある通貨であったからということではなく、残念ながら国際通貨としての機能を有する通貨が米ドル以外に見当たらなかったからに他ならない。戦後幾たびかドル危機を経験するにつけ、主にドルでしか資産運用の術を持たない世界の多くの投資家はドルに対抗する国際通貨の誕生を切望していたが、その夢が1999年のユーロ誕生によりようやく実現するはこびとなった。ユーロ誕生の前夜である1998年後半はユーロ・ユーフォリアから世界の投資家がこぞって欧州通貨建て資産に資金を投入した。

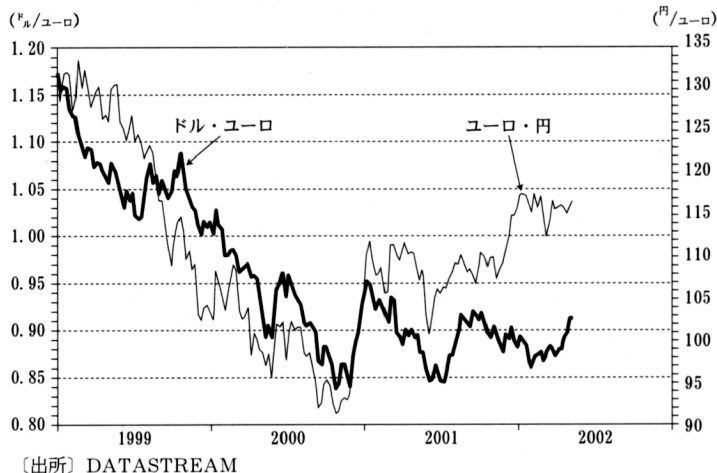
しかし、いざユーロが誕生してみると投資家の期待に反して、ユーロはほぼ一直線で下降トレンドを辿ることになった。通貨統合により欧

州経済の生産性が上がり、潜在成長率のアップを背景にユーロが上昇するとの事前の見方はあくまで長期的課題であり、短期的には生産性の高い米国等の海外企業の合併・買収 (M&A) にユーロ圏の企業が動いたため、ユーロ圏から巨額の資本が流出したことがユーロ安をもたらした。また、欧州連合 (EU) 各国が構造改革を進めているものの、労働市場や税制など依然として企業活動を阻害する要因が根強く残っていることも、世界の企業がユーロ圏に投資する際の障害となっている。

I. 1999年以降のユーロ相場の推移

図1に1999年にユーロが誕生して以降のユーロ相場の推移 (対ドル相場, 対円相場) を示した。ユーロ・ドル相場で見ると大きく3つの局面に分けることが可能だろう。

図1 ユーロの対ドル, 対円相場の推移



1. 第1次ユーロ安局面（99年初め～99年夏）

99年初めに誕生したばかりのユーロは対ドルで1ユーロ=1.18ドル、対円で1ユーロ=132円でスタートしたが、夏場にかけて一直線に下降した。為替市場で材料視されたものは1つにユーロ圏景気の弱さであった。特にドイツとイタリアの景気低迷が顕著で98年第4四半期は共にマイナス成長を記録、更に99年第2四半期もドイツはマイナス成長を記録している。これを受けて欧州中央銀行（ECB）理事会の最初のアクションは4月のレポ金利0.5%引下げであった。この結果、レポ金利は2.5%となった。

軍事面ではコソボ紛争がユーロ安材料とされた。また、政治面では98年の就任以降 ECB やドイツ連銀に対する露骨な利下げ圧力や為替のターゲットゾーン構想で物議をかもした独ラフォンテーヌ蔵相の存在もユーロ信認の障害と映った。また、需給面ではユーロ誕生前に世界の投資家が過剰にユーロ買い持ちポジションを膨らませていたが、ユーロ下落に伴い、その買い持ちポジションのしこり、すなわち巨額の評価損が発生した。評価損が膨らめば投資家のユーロ買い余力が小さくなるため、益々ユーロの回復が難しくなる。ユーロはこのようなジレンマに陥ったのである。なお、この時点では企業の合併・買収（M&A）絡みの資本流出というユーロ安の最大要因に注目する市場関係者はほとんどいなかった。もっぱらマクロの材料に市場は目を奪われていたのである。

2. 第2次ユーロ安局面（99年秋～2000年秋）

この期になると第1次ユーロ安局面でユーロ

安材料とされた要因はほぼ消えている。ユーロ圏の景気は底入れし、回復局面に移行した。ECB も11月4日にレポ金利の引き上げに動いている。コソボ紛争も6月に終息し、ラフォンテーヌ独蔵相は既に3月には辞任している。ユーロ買い持ちのしこりは依然として残っているものの、上記マクロ指標の改善や政治軍事情勢の好転はユーロの上昇をもたらすはずであった。しかし、現実はどうなっていない。夏場から秋口にかけてユーロが底入れすると期待から1ユーロ=1ドルの水準手前で下げ止まったものの、反発のエネルギーは予想外に小さく、1ユーロ=1.1ドルまでは戻しきれなかった。そして、その後は1年間にわたり再び下降を続ける展開となり、2000年秋には1ユーロ=0.82ドルの最安値を記録するに至った。

マクロ指標で説明がつかないユーロ安の動きに対して、この期になってようやくM&A絡みの資金流出に市場が注目するようになってきた。実際に、ユーロ圏企業のM&Aに関しては、ロンドンの米系投資銀行が中心となってコンサルティング業務を手がけており、そこからユーロ圏企業が生産性の高い米国企業などのM&Aに動いているとの情報が広がっていった。もう一つのユーロ安材料は為替市場介入に関するもので、詳細は後述するがマーストリヒト条約の解釈が ECB と ECOFIN（EU 経済財政相理事会）の間で若干異なることもあり、ECB は介入したくともできないという見方からユーロが売り進まれる場面がみられた。

3. ユーロ・レンジ相場局面（2000年秋～）

ユーロの下降に歯止めをかけたのは2000年9月のG7（先進7ヶ国財務相・中央銀行総裁会議）の直前に実施された日米欧による協調介入

であった。ECB はその後も単独介入を頻繁に行ったために、介入はできないと思っていた市場の予想が完全に覆った。この心理的インパクトは大きく、これ以上ユーロを売り進むのは難しいとの見方が支配的になった。ユーロは1ユーロ=0.82ドルを底値に急ピッチで回復し、2001年1月には1ユーロ=0.95ドルまで戻した。そこで市場関係者は2年間にわたるユーロ安トレンドは終了し、2001年はユーロ復権の年になると予想した。

米景気がハイテクバブルの崩壊で減速する半面、ユーロ圏は内需主導の景気回復になり、成長率が欧米で逆転するという見方が背景にあった。しかし、実際は米景気減速の影響はグローバルに広がり、ユーロ圏もドイツを中心に急速に景気が減速して楽観論が後退したために、ユーロの回復は長続きせず、結局年初の0.95ドルが天井となり、その後は2001年を通して0.85～0.95ドルのレンジ相場の動きとなった。また、ユーロ安の元凶であるM&A絡みの資本流出は規模は小さくなったものの、着実に進行している状況は変わらなかった。これはユーロ圏の経済構造が依然として硬直的であるとの見方を裏付けている。

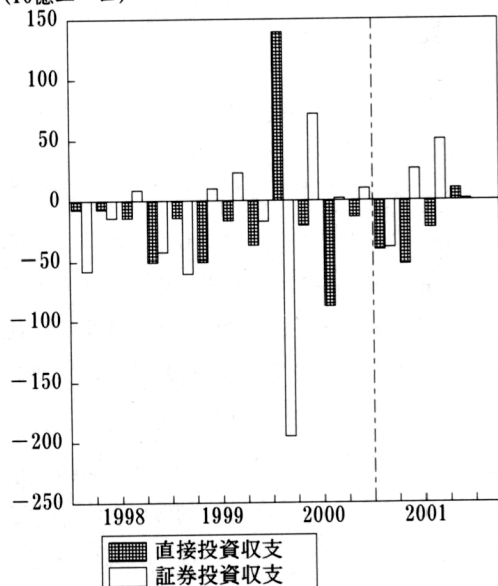
Ⅱ. ユーロ相場を決定する 需給要因

1. 資本収支

(1) 直接投資

ユーロ圏の直接投資収支を眺めてみると、2000年1～3月期を除けばほぼ一貫して流出超過になっていることがわかる。(図2) 中身を見ると、ユーロ圏企業のM&A絡みの資本流出

図2 ユーロ圏の直接投資収支、証券投資収支
(10億ユーロ)



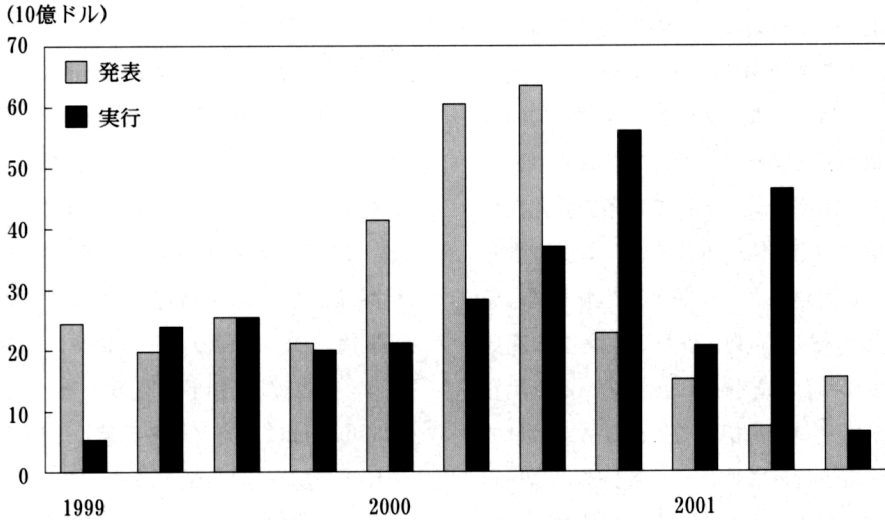
〔出所〕 ECB, *Monthly Bulletin*, 2002年5月号。

が影響しており、特に米国企業に対するM&Aはユーロ発足後、毎四半期でほぼ200億ユーロ相当がコンスタントに出ている。(図3) この直接投資の流出超過が発足以来のユーロ安を先導した一番の原因であると思われる。

なお、直接投資収支の2000年1～3月期が大幅な流入超過となっているのは英国のボーダーフォン・エアタッチ社がドイツのマンネスマン社を買収したためである。しかし、この買収は株式交換の形で成立したために、直接投資収支を見るとユーロ圏への流入超過になっているが、証券投資収支ではマンネスマンの株主がマンネスマンの株式を手放す代わりにボーダーフォンの株式を取得するため流出超過となっている。よって、この取引はユーロ相場には中立であり、ユーロの下降トレンドに影響はなかった。

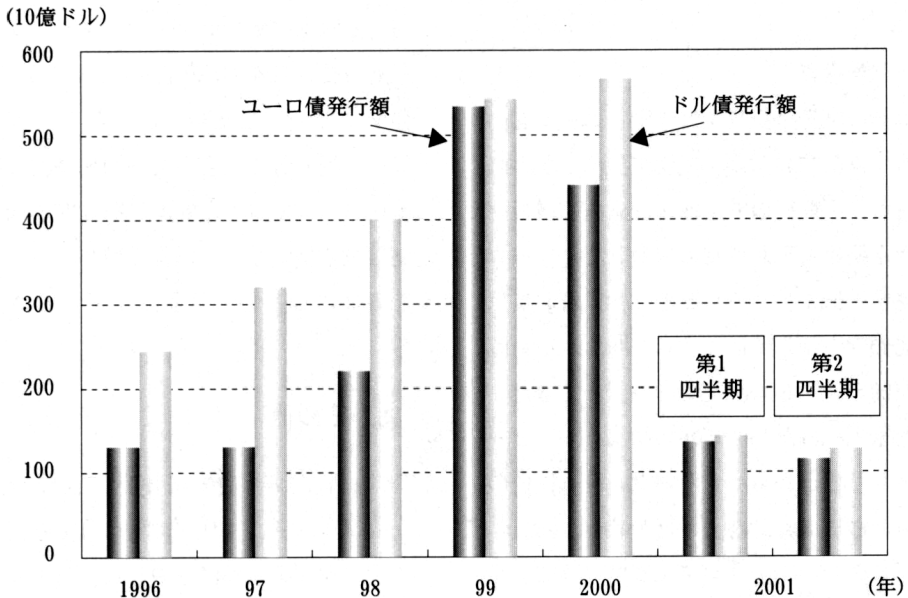
ユーロ圏企業のM&Aを活発化させた原動力はとりもおさず欧州統合の進展である。欧州

図3 ユーロ圏企業の米国企業に対するM&A



〔出所〕 高橋祥夫『ユーロ誕生と国際資本移動』、ドイツ証券会社、2001年10月22日

図4 国際債発行額比較



〔出所〕 国際決済銀行 (BIS)

統合の目的の一つは競争力の強化。すなわち、欧州域内の競争を阻害している要因を除去することにより、欧州経済を競争力のある経済に変身させ、国際競争に打ち勝つことを目的としている。市場統合に続いて通貨統合が実現したことで、価格の透明性が増し、一物一価が否応無

しに進むが、ユーロ圏企業はこの変化に対応すべく、まさに生き残りをかけてリストラ、生産拠点の見直しに動いているが、最もダイナミックな対応策がM&Aである。

このM&Aを資金面からサポートしたのがユーロ社債市場の拡大である。(図4)ユーロは

発足前からドルに次ぐ国際通貨として、資金の取り手と出し手の双方にとり魅力的であると言われたが、国際債市場におけるユーロ債市場が成立したことは、企業の大規模起債を通じてM&A用の資金調達を容易にした点で特筆すべきである。ただ、欧州企業にとって競争力強化を目的とした場合、M&Aの対象をユーロ圏に限る必要はない。実際にユーロ圏企業が最も関心を示したのは情報技術(IT)革命で生産性の高い米企業が多かった。結果的に、このM&A用資金の流出がユーロ安を招くことになったわけであり、このことは何故にユーロ圏企業はユーロ圏外に活路を見出すのかという本質的な疑問を惹起し、労働市場や税制という欧州が抱える構造問題を浮き彫りにしたのは皮肉であった。

(2) 証券投資

ユーロ圏の証券投資収支は米国とユーロ圏の経済成長率格差でおおよそ説明がつくと思われる。ユーロ発足前後の98、99年は米国の成長率が4%台と極めて高かったのに対して、ユーロ圏は2%台と低く、ユーロ圏の証券投資収支は流出超過傾向を示していた。しかし、ユーロ圏の景気が99年後半から回復傾向を示してきたこと、また米国株価が2000年初めにようやくピークアウトしたことから、大西洋間の証券投資の純フローに逆流の兆候が表れはじめた。2001年になると米国のハイテクバブル崩壊に同時多発テロも加わり、米国とユーロ圏の経済ファンダメンタルズが逆転したことから、欧州投資家の外国資産の一部売却も手伝い、証券投資収支は流入超過傾向が強まっている。

2. 経常収支

ユーロ圏の経常収支はユーロ発足の年である

99年に赤字に転落して以降、2000年にかけて赤字拡大傾向を示したが、これがユーロ安傾向を一層助長したことは否定できない。この時期は第1にユーロ圏の景気が底入れから回復局面に移行した時期であること、第2に原油価格が99年初めから2000年にかけて急激に上昇している。この結果、貿易黒字が大幅に縮小したことが寄与している。原油価格については石油輸出国機構(OPEC)の減産の効果から99年初めには1バーレル=10ドル程度であったものが、2000年半ばには35ドルを突破している。およそ1年半で3.5倍の急騰である。

但し、2001年に入ると、米国のハイテクバブル崩壊に伴う景気減速がグローバルな景気減速を誘発した為、需要減少から原油価格は20ドルを切る水準にまで低下した。また、ユーロ圏の経済成長率も2000年の3.4%から2001年は1.5%程度に急低下した為、これら2つの効果からユーロ圏の貿易黒字も再び増加基調に転じ、四半期ベースで見ると2001年第3四半期に経常収支は黒字に転じた。経常赤字がユーロ安の材料とみなされる局面は既に終了しているのである。

3. その他

ユーロが導入される直前、世界の投資家はユーロ・ユーフォリアに誘われて欧州通貨建て資産の購入を大幅に増やした。日本のケースでは97年には約3兆円だった対西欧証券投資(国際収支ベース)が98年には3倍の9兆円にまで膨れ上がった。しかし、ユーロ発足前の97～98年時点に140円台だったユーロ(旧 ECU)の対円レートが、その後2年間で90円台まで下落したため、そこから生じる為替の評価損は尋常でなかった。

このためユーロが一旦底入れして回復に向かうとしても、機関投資家のロスカットのユーロ売りが出る為に、ユーロがなかなか本格回復しないという現象がみられた。すなわち、比較的短期の為替売買に終始する為替ディーラーがユーロ底打ちの兆しが見える局面でユーロの買い持ちポジションを作っても、ユーロが回復すればすかさず機関投資家がロスカットの売りを浴びせてくる為に、ユーロは頭を押さえつけられ、為替ディーラーもやむなく買い持ちポジションを手仕舞わざるを得なかった。このようにユーロ建て証券投資の評価損の存在はユーロの本格的な戻りを阻止する方向に働いたが、これは極めて市場技術的な動きであったと言える。

Ⅲ. 為替市場介入

99年から2000年にかけてユーロが下降が続いている局面で、市場関係者はECBによる為替市場介入を幾度か予想したが、ことごとく予想は裏切られ、初めての介入は2000年9月22日のG7協調介入まで待たなければならなかった。協調介入の直後はしばらくECBによる単独介入がみられたが、その後は例えば2001年半ばに再びユーロが最安値に迫る場面もあったが、ECBの介入は実施されなかった。以下、介入に関するマーストリヒト条文、ECB定款、そしてECBとECOFIN関係者の意見を比較しながら、介入権限につき考えてみたい。

1. マーストリヒト条約の介入に関する条文

欧州経済通貨同盟(EMU)において為替の介入を司るのはECBと各国中央銀行(NCB)である。法的にはマーストリヒト条約第

105条第2項と、ESCB(欧州中央銀行制度)及びECB定款の第23条に裏付けされている。すなわち、マーストリヒト条約の第105条第2項には欧州中央銀行制度(ESCB)の基本的職務が列挙してあるが、その中に「第109条の規定に合致した外国為替の操作」という項目が明記されている。また、ESCB及びECB定款の第23条には「ECBとNCBは…あらゆるタイプの外国為替資産と貴金属の直物、先物における売買をおこなうことができる」と定められている。

このようにECBとNCBが為替介入の実働部隊として位置づけられているのは明白であるが、論争の火種になるのはECBが介入決定権限まで有するのか否かという点である。ユーロ発足以前の欧州通貨制度(EMS)では独マルクがアンカー通貨の役割を果たしていたが、その時、独マルクの介入権限は独大蔵省にはなく、中央銀行であるドイツ連銀が為替介入権限を有していた。よって、ユーロが誕生した場合、引き続き中央銀行であるECBが介入権限を有するのか、それとも財務大臣の集まりであるECOFINが有するのか大きな関心を呼んだ。

上記第105条にECBとNCBによる介入は第109条の規定に合致したものでなければならない、と記載されてあるが、その第109条第2項は「一つ又は多数の域外通貨に対して第1項の為替相場制度が存在しない場合には、理事会(筆者注:ECOFIN)は委員会の意見に基づき、かつECBと協議した後、またはECBの勧告に基づいて、このような通貨に対する為替相場政策の為の一般的方向づけを、特定多数決により打ち立て得る。この一般的方向づけは、ESCBの優先目標である物価安定の維持を害

するものであってはならない」と書かれてある。

これはユーロと域外通貨が変動相場制の関係にある場合には、ECOFIN が為替政策の決定権限を有することを明示している。但し、事をややこしくしているのは、97年12月のルクセンブルク首脳会議で、ユーロが他の通貨に対して相当かつ持続的な過大（過小）評価が存在する時のような、明らかに例外的な状況の場合のほかは、ECOFIN は一般的方針を出さないことで合意がなされた点である。こうなると、一般的方針が出されない状況下においては ECB が独自の判断で介入が可能なのか否かという新たな問題が浮上した。

2. 介入権限を巡る論争

物価の安定を金融政策の目標とする ECB にとってみれば、ユーロの下落は輸入物価の上昇を通じて国内物価の上昇を招くために、基本的に望ましくないものと映る。特にファンダメンタルズから乖離したユーロ安の進行には断固たる措置で臨む、というスタンスである。よって、ECOFIN が第109条第2項に基づく一般的方針を出していないような局面では、物価安定の視点から ECB が自らの判断で為替介入を実施することは可能と解釈している。但し、介入する場合には ECOFIN に事前に通告するのが望ましいと考えているようだ。

しかし、欧州委員会筋はこのような ECB の解釈は行き過ぎと否定的である。すなわち、第105条に介入は第109条に合致していなければならない、と記載されており、第109条に基づく為替政策の一般的方針が出されていなければ、勝手に介入を実施するのは権限逸脱だと、主張する。このように介入を巡って解釈の食い違いが見られた。このため、為替市場では ECB と

ECOFIN の意見不一致の結果、為替介入は事実上不可能であるとの見方が増幅され、ユーロ売りの材料とみなされた。

3. 2000年9月の介入

このような中、2000年9月22日の金曜日、それもG7開催の前日というタイミングでG7の通貨当局によるユーロ買いの協調介入が実施されたことは画期的であり、効果的であった。その後、1～2ヶ月はユーロ相場の底を固めるための時間を要したが、振り返ると9月のG7協調介入がユーロの発足以来の長期下降トレンドを止める大きな分岐点であったと言える。

しかし、このG7による協調介入、及びその後の ECB による単独介入は上記の介入権限についての疑問を必ずしもクリアーにしていない。ECB は独自の判断で介入を決定したと述べているが、当時の ECOFIN 議長である仏のファビウス蔵相は記者会見で、介入は ECOFIN 主導で実施されたことを示唆している。また、複数の通貨当局者は、日本や米国においては為替政策は財務省の所管であり、協調介入を実施しようとすれば財務省が主導しなければ実現しないと証言している。よって、ECB が介入の実働部隊として動いたものの、事前に ECOFIN の了解を取り付けてなかったら、介入はできなかった、と考えるのが自然ではないかと思われる。

この謎を解く鍵の一つが独経済雑誌「フォーカス・マネー」（2000年9月13日付け）の推測記事である。それによると9月上旬にベルサイユで開催されたユーロ圏の財務相会議はユーロ下落を阻止する為に、ECB による介入を了解し、ファビウス議長が米国と協調介入につき交渉を開始することで合意した。なお、この決定

事項についてはオーストリアが声明文に明記すべきと述べたが、結局文書には残らなかった模様である。

なお、協調介入については日本の通貨当局は前向きであったが、成功の鍵は米国が参加するか否かにかかっていた。ワシントン筋によると当時のサマーズ財務長官やグリーンズパン FRB 議長は協調介入に乗り気でなかったが、ゴア副大統領が説得して実現の運びになったという。当時、ユーロ安の結果、欧州向け輸出の採算悪化でインテル社を初めとするハイテク企業の株価が急落する、いわゆるインテル・ショックが起きたが、大統領選挙を控えて、ハイテク企業の株価に配慮した大統領候補のゴア副大統領の政治的決断という背景があったとも言われている。

IV. 財政政策と金融政策

1. 不整合なポリシーミックス

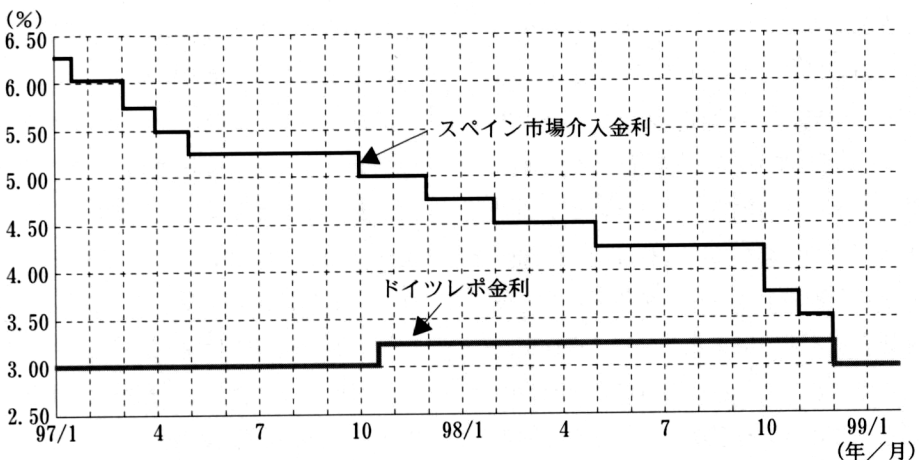
ユーロ発足以前から指摘されていた EMU の弱点の 1 つはユーロ圏は最適通貨圏ではな

い、というものである。最適通貨圏であれば外的ショックが襲った時、新たに生じた経済格差は以下のような方法で解決し得る。1 つは通貨同盟を結んでいる国家間で労働力がシフトすること、2 つめは労働移動が十分でなくとも賃金が伸縮的であること、3 つめは労働移動が十分でなく、更に賃金の伸縮性が不十分な場合でも、所得の再分配により経済格差を縮めることで、安定的な通貨圏を維持することが可能である。

ユーロ圏は金融政策については ESCB により統一金融政策が実行されるが、財政政策については各国に主権が残されており、財政政策と金融政策の不整合が懸念されるような仕組みになっている。ユーロ圏が上記のような最適通貨圏としての条件を満たしていないとすれば、そこから生じる不都合に対して様々な安定化装置を装備すべきという意見がだされたため、事前に「安定と成長に関する協定」が結ばれた。ただし、これは財政赤字が拡大するのを防止するという観点からなされたもので、財政収支が健全な国はこの協定には縛られない。ここに 1 つの落とし穴があった。

すなわち、99年1月のユーロ誕生に向けて各

図5 欧州政策金利の収斂



〔出所〕ドイツ連銀、スペイン中銀

国の短期金利が収斂する動きがみられたが、特にスペイン、アイルランドなどの国々では大きな金融緩和効果があった。(図5) このため2000年秋時点でユーロ圏のインフレ率は最大がアイルランドの6.0%、最低がフランスの2.2%と、およそ4%ものインフレ格差が開いてしまった。ユーロ圏の中で比較的所得の低い国がキャッチアップの過程で、ある程度インフレ率が加速するのは容認し得るということであったが、さすがに4%は許容範囲を超えていた。そこで、ECOFIN は2001年2月にアイルランド政府に対して減税措置の見直しを勧告する措置を取った。財政主権が各国に存在する限りは、このような財政政策と金融政策のミスマッチはこれからも起こり得るであろう。これはユーロに対する不信を増幅させる。

2. ECB の意思決定

EMU 最大の目玉の1つが ESCB による統一的金融政策の遂行であるが、現在の最高意思決定機関である ECB 理事会は ECB から総裁、副総裁、4人の理事の計6名と、NCB 総裁各1名の計12名の、総勢18名で構成されている。各メンバーが1票を持ち、単純過半数で採決することになっているが、ドイセンベルク総裁の理事会運営はコンセンサス方式を旨とし、各メンバーに意見を十分に述べさせて、結論にじっくり辿り着くやり方だと言われる。よって、投票でドライに白黒をつけるという米国流の手法とは明らかに異なる。これは統一金融政策と言えども、理事会メンバーが各国の利害をある程度代表する立場にあるのは避けられず、表立って不協和音が生じれば円滑な金融政策の遂行が難しくなるという配慮からだろうと推測される。

しかし、このコンセンサス方式は時として政策決定に時間がかかりすぎ、臨機応変の政策が打ち出しにくいところがある。それが金融市場関係者とのコミュニケーションの悪化をまねく原因となっている。これが市場の ECB 不信の温床であり、ユーロ安の要因の1つでもあると言える。1つの例を上げると、2001年4月の理事会直前にイッシング理事やトリシェ仏中銀総裁が利下げを示唆する発言を行い、市場は利下げに備える動きをみせたが、高インフレ国のスペインの反対が強く、4月の利下げは見送られ、1ヶ月遅れて5月に実施された。コンセンサス重視の姿勢から市場の期待が高まった時よりも1～2ヶ月政策決定がずれる傾向があるとして、市場関係者の評判はすこぶる悪い。

V. ユーロ圏が抱える構造問題

ユーロ安の最大要因は資本の流出であるが、それは1つにはユーロ圏各国政府の努力にもかかわらず、労働市場や税制など経済構造が依然として硬直化しており、それを嫌気したユーロ圏企業がユーロ発足を契機にユーロ圏外の外国企業のM&A(合併・買収)に動いたこと、そして外国企業がユーロ圏への直接投資に逡巡したことなどから起きている。

グローバル化の流れの中で、この労働市場と税制という2つの構造問題の改革が進まなければ、資本流出は長期化するであろうし、逆に外国資本はユーロ圏に流入しない。そうなると、ユーロ安トレンドは続くであろうし、結果的にユーロ圏の産業空洞化も避けられないだろう。その意味で構造改革は将来のユーロ圏経済を左右する死活的な課題である。

1. 硬直的な労働市場

ユーロ圏と一口に論じるわけにはいかないが、ユーロ誕生後も欧州大陸諸国の硬直的な労働市場や複雑な税務問題が改善されているとは言い難い。一般に企業が外国で活動する際、自国に比べて大きな経営リスクを伴う事が多い。よって、企業としては採算の悪い地域からは速やかに撤退して、経営資源を採算の良い地域にシフトすることが必要である。ところが、欧州大陸諸国では工場および店舗の閉鎖には解雇される従業員対策に多大なエネルギーとコストを割かなければならないために、効率的な工場配置、店舗配置が進めにくいのが実状である。

第1は労働組合の力が強く解雇が容易でないこと。最近では英大型小売業マックス・アンド・スペンサーやスイス系金融機関 UBS ウォーバークが大陸の店舗や支店を閉鎖する際に、労働組合との対立が激化し、交渉が大いに難航したと報道された。マックス・アンド・スペンサーのケースではアングロサクソン流の突然の店舗閉鎖、従業員解雇が反発を食らった。仏のジョスパン首相（当時）も「到底受け入れられず、何らかの制裁措置を検討する」と非難し、仏裁判所も組合側が要求する閉鎖決定の延期を認め、事前協議を怠った会社側に対して労組への損害賠償を命令するという異例の事態となった。UBS ウォーバークのケースでも従業員が一時、支店をバリケードで占拠するという事態にまで発展した。

第2は組合のない支店でも、解雇のための人件費がかさむことである。ベルギーの例を上げると、先ず法定解雇費用というものが存在する。これは〔勤続年数×月給×1.2倍〕というモデル式で計算して求められる。（実際はもっ

と複雑な式で計算される。なお、ここでの月給とは年金等のフリンジコストも含むグロスの支給額を指す）更に、これに加えて数ヶ月～1年分の給与に相当する任意退職保障金を支払わなければならない。結局、支店閉鎖の総コストの80%は上記人件費が占めることになり、不採算店を閉鎖するにも大きな費用がかさむのが実状である。

2. 税務問題と外国企業

次に税務問題について最近、外国企業にとって問題になっている事例を2, 3 取り上げる。1つはドイツのケースで、ドイツに派遣されている外国企業駐在員の給与がドイツ人スタッフに比べて不当に高いと見られる場合は、その差額の駐在員給与部分を親会社への隠れた利益配当と見なし税務上認めないというものである。ドイツ税務当局は近々、同主旨の通達を出すことを検討している。ドイツ人と同じ内容の仕事をしている高コストの駐在員の存在がドイツ人スタッフ増加の妨げになっているという理屈であり、合理的な考え方かもしれないが、外国企業にとっては本社の人事政策にも影響するので頭を抱えているところも多い。

第2は EU 指令が必ずしも及ばないケース。EU では親子会社間指令（90/435/EEC）というものがあり、EU 域内の子会社から他の EU 域内の親会社に配当する場合、二重課税が発生しないように特別の措置・配慮を加盟国に要求している。具体的には子会社サイドの国で配当に関する源泉税を免除するか、親会社サイドの国で配当金を益金不参入とするか、のいずれかである。しかし、ドイツ、ギリシャ、ポルトガルなど国によっては例外規定が適用されるため、二重課税が発生するケースが

依然として残っている。

あと、付加価値税 (VAT) の申告方法が国により異なるために国ごとに VAT 登録を行い、申告しなければならないようなケースも出ている。いずれをとっても経済統合が末端の実務的な面ではまだ十分に行き渡っていないという証拠である。

以上の如く、ユーロ圏の硬直的な労働市場と税務問題は依然として外国企業がユーロ圏へ直接投資を行う際の障壁となっているのは確かである。市場統合と通貨統合により、資本移動が一段と活発化する条件が整ったユーロ圏ではあるが、肝心の構造問題の解決が無ければ資本はユーロ圏外へ流出する一方で、経済の空洞化は避けられない。これでは欧州統合の目的と矛盾する。これらを勘案すると、単一通貨ユーロの反転上昇も容易ではないということになる。

VI. EU の拡大

現在、EU は15ヶ国の加盟国からなるが、近い将来、中東欧や地中海諸国の加盟が視野に入ってきている。しかし、当然の事ながら、それら諸国が EU に加盟する為には幾つかの条件を満たすことが必要である。政治的には民主主義や人権が保証されていること、経済的には市場経済が正常に機能することである。市場経済化については更に具体的に国営企業の民営化、企業のリストラ、価格の自由化、貿易・外国為替制度の整備、競争政策の進展度合い、銀行改革・金利自由化、証券市場の整備、投資関連法の整備などの項目ごとにチェックされる。また、農業をはじめとする各産業の構造改革はこれら諸国が EU 加盟した後に、EU 全体に大きな負担、弊害をもたらさないためにも急務で

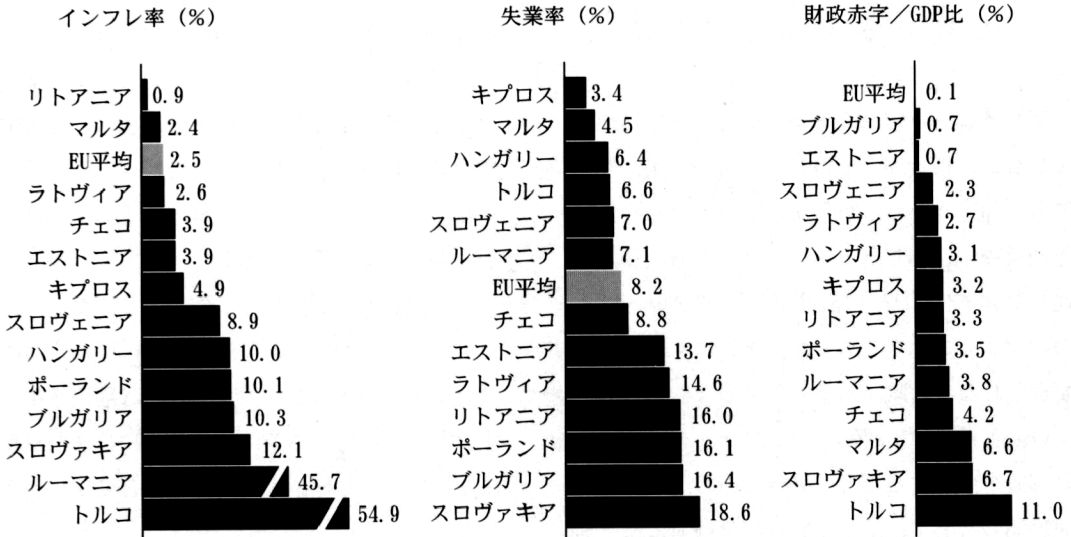
ある。

これまで上記を概ね満たす可能性のある国としてポーランド、チェコ、ハンガリー、エストニア、キプロス、スロヴェニアの6ヶ国が先行していたが、2001年に出示された欧州委員会の報告書は、現在加盟交渉中の12ヶ国の内、10ヶ国を2004年の欧州議会選挙前に実現するという EU 拡大の「ビッグバン」構想を打ち出してきた。これは上記6ヶ国に加えてラトヴィア、リトアニア、スロヴァキア、ルーマニア、ブルガリア、マルタの中から10ヶ国の加盟を認めようという野心的な提言である。

現実にはビッグバンが成功するのか、それとも条件を満たした国が順次加盟するようになるのか、今後の加盟交渉の進展を待たねばならないが、為替への影響という観点では EU の拡大はユーロへのマイナス材料と為替市場では捉えられている。経済的な負担をできる限り小さくする為には、上記の加盟条件を完全にクリアした国から順番に加盟を認可していくべきであるが、ビッグバン構想が突然出てくる事から分かるように、経済合理性を政治的不合理が歪める恐れが多分にあるからである。

2000年時点の経済指標を比較すると、インフレ率では12ヶ国の内、リトアニア、マルタ、ラトヴィアの3ヶ国が EU の平均2.5%とほぼ同じか、それより低い伸びを記録しているが、ハンガリー、ポーランド、ブルガリア、スロヴァキア、ルーマニアは2桁のインフレで、特にルーマニアは45.7%と頭抜けて高い。失業率は1桁の国が6ヶ国、2桁の国も6ヶ国と分けあっている。財政赤字はマルタとスロヴァキアが対 GDP 比で6%台と比較的高いが、大部分は2~3%台の赤字と落ち着いた数値となっている。(図6)

図6 EU加盟希望国の経済比較



〔出所〕欧州委員会“Strategy Paper 2001”，2001年11月13日，*Financial Times*，2001年11月14日

問題はマクロ指標というより、既に指摘したように EU 現加盟国との競争力のギャップが、2004年までに各産業でどれだけ縮小し得るのか否かであり、見込み発車で早期加盟を認めた場合、経済混乱が生じる可能性は大きいだろう。特に為替市場では EU の東欧地域への拡大に対する懐疑的な見方が根強く、東欧諸国の加盟が現実的なものになってくれば、ユーロ売りの材料としてカウントされるのは間違いない。2004年に EU に加盟すれば、おそらくその3年後の2007年がユーロ加盟のターゲットになってくるからである。ユーロは益々経済力の脆弱な国の通貨を飲み込むことで、自分自身の価値を押し下げることになる、という見方が為替市場におけるユーロ安の1つの根拠となっている。

VII. 英国の加盟問題とユーロ

2002年1月からのユーロ現金の流通が極めてスムーズに実施されたことから、英国が早期に

ユーロに加盟するのではないかという見方が強まってきた。ブレア首相も過去に欧州共同体への加盟が遅れたことが、その後の英国に大きな経済的不利益をもたらしたという事例を引き合いに出して、ユーロ加盟で再び同じ過ちを犯してはいけなと、積極的にユーロ加盟キャンペーンを張っている。

もちろん、ブレア首相も無条件にユーロ加盟を国民に訴えているわけではない。いわゆる5条件をクリアすることが必須であることは繰り返し述べている。

第1は英国とユーロ圏との持続的な経済的収斂があるか否か。一般的には景気循環の視点では英国や米国などのアングロサクソン経済圏とユーロ圏との間で収斂が進んでいるとは言えないとの見方が強く、収斂にはまだまだ時間がかかるというのが通説である。しかし、現ユーロ圏参加国の中にも99年スタート以前は金利レベルや財政赤字の対 GDP 比率などで大きなギャップを抱える国が多かったが、それでも強引に調整を進めてユーロ加盟にこぎつけたこと

を考えれば、強い政治的意志と国民の合意が得られれば、経済収斂の問題は必ずしも障害にはならないはずである。

第2はユーロ圏に入ると、金融政策や為替政策が制約されるが、その際、経済的变化に対応できる弾力性があるか否か。これはいわゆる最適通貨圏の設問であるが、スタート前から経済通貨同盟(EMU)は最適通貨圏でないというのはコンセンサスであった。それにもかかわらず実現したのは政治的意志以外のなものでもない。各種の雇用政策でバッファーを作るなど対応策を準備することは必要であろうが、最適通貨圏の議論に拘泥している限りは前に進まないだろう。

第3はユーロに参加した後に、英国向け直接投資が促進されるのか否か。長期的には経済統合の完成でユーロ圏が外国人投資家にとり魅力ある市場となる可能性はあるが、短期的にはM & A絡みの資本流出が起きている状況を見ると、この条件が満たされる可能性は依然として低い。むしろ、英国人の多くはユーロに加盟した場合に、英国が持っている労働市場の柔軟性が損なわれて、これまで英国に投資していた外国人投資家が英国離れを起こしかねないことを懸念している。英国がユーロに加盟しないことよりも、加盟した方が資本の逃避が起こる可能性が高いという見方も根強いのである。

第4は英国が比較優位を持つ金融サービス業にどのような影響が及ぶのか。ユーロ発足前はユーロ加盟推進派の人達がユーロに加盟しないとロンドン・シティは世界の金融センターとしての地位を失いかねないと警告していたが、現実には3年を経過してロンドンはM & A用の資金調達場として、ユーロ起債の中心となり、以前にも増して隆盛を極めている。もちろん、英

国がユーロに加盟すれば、なおユーロ圏金融市場の中心としてロンドンの地位は不動のものなると思われるが、ユーロ圏外にいてもロンドンの地位に遜色なければ、ユーロに加盟して労働慣行等でロンドンが外国人投資家にとって使いにくい市場になるよりは、今のままの方が利益が大きいとする見方もある。

第5は雇用の創出にどう影響するのか。既に述べたように通貨統合が成功すれば、欧州域内の貿易・ビジネスが拡大して新たな雇道を創出すると言われているが、検証するにはまだ日が浅く、もう少し様子を見ないと確たる事は言えない。

このように、上記5つの条件を真面目に満たそうと思えば、英国のユーロ加盟の確立は極めて小さいものになってしまう。先に触れたように、ユーロ誕生は純経済的理由というよりは政治的理由の方が大きい。だから、ブレア首相も経済面での5つの条件を余りにも全面に押し出すと、いつまで経ってもユーロ加盟を説得する力に欠けるということになるだろう。とはいえ、英国が73年に欧州共同体に加盟したのも要は経済的便益を求めたからであり、それ以上の関与はむしろ敬遠する傾向にあるのが英国の伝統的欧州政策だ。主権の委譲を極端に嫌う英国民に政治的観点からユーロ加盟の必要性を説いても、前進しないだろう。為替の観点からはEUの大国の1つである英国がいつまでもユーロに参加しないというのは、ユーロにとりマイナスであるのは間違いない。

むすび

永年の悲願である通貨統合が99年に実現、2002年にはユーロ現金の流通が始り、名実とも

にユーロは欧州単一通貨として欧州市民に受け入れられた。ユーロ現金の流通により、ユーロ圏内で一物一価がこれまでより一段と進展するだろう。但し、これでユーロの対外価値が上昇に転ずると判断するのは時機尚早である。現金流通がスムーズにスタートしたことを歓迎して、2002年初めには御祝儀相場からユーロが上昇する場面も見られたが、ユーロを取り巻く問題が解決された訳では決していない。

ユーロが本格的な上昇に向かうには、本章で取り上げた構造問題に更にメスを入れることが肝心である。特に硬直的な労働市場はグローバル化が進む現代において、資本を逃避させる最大の要因である。社会の安定、社会政策の視点からは望ましいとされる労働者保護のスタンスも、収益率を重視する資本の論理とは衝突する。ユーロ相場の動向はグローバル化と地域経済の安定という難しいテーマとも密接にリンク

しているのである。

参考文献

- 田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治 [2001], 『現代ヨーロッパ経済』, 有斐閣。
- 田中素香 [2002], 『ユーロ—その衝撃とゆくえ』, 岩波書店。
- 日本証券経済研究所 [1998], 『ユーロ導入と金融・証券市場』
- [2000], 『図説 ヨーロッパの証券市場 (2000年版)』
- 島野卓爾・岡村堯・田中俊郎編著 [2000], 『EU 入門』, 有斐閣。
- 日本銀行 [2001], 『にちぎんクォーター』, 2001年冬号
- 小林襄治 [1998], 「EU 通貨統合とイギリス」『世界経済評論』, 世界経済研究協会, 11月
- (伊藤忠商事金融部門チーフエコノミスト)