

欧州における経済通貨同盟 (EMU) の進展

The Progress towards the Economic and Monetary Union in Europe

青島 昭久*

Akihisa Aoshima

1. 経済通貨同盟 (EMU) 前史

(1) 初期 EMU 計画の挫折

1958年に発足した欧州経済共同体 (EEC) は当初の目標の関税同盟を達成したのち、欧州石炭鉄鋼共同体 (ECSC) と欧州原子力共同体 (EURATOM) を統合して'67年から欧州共同体 (EC) を形成し、さらに統合の深化を目指していた。このような状況の中で'60年代末に早くも経済通貨同盟を形成しようとする構想が生れてきた。

その背景には'69年8月のフランス・フランスの切下げ (11.1%) と同年10月の西独マルクの切上げ (9.3%) が EC 共通農業政策の基本ともいべき統一価格制度を崩壊寸前にまで追い込んだという事情があった。そのため、'69年12月にハーグで開催された EC 首脳会議で、ブランド西独首相の提案にもとづいて経済通貨同盟を段階的に形成すること、およびその計画を'70年中に作成することが合意され、これを受けて70年3月にルクセンブルグの首相兼蔵相ウェルナーを座長とする委員会が設置された。この委員会は同年10月、「経済通貨同盟の段階的実現に関する報告」いわゆるウェルナー・リポートを発表した。

このリポートは3段階の手順を踏んで10年間

をかけて経済通貨同盟を実現させようとするもので、まず'71年からの第1段階で EC 諸国通貨相互間の為替相場変動幅の縮小に着手し、その後為替相場変動幅の縮小と各国経済政策の調和を平行的に推進し、最終的には為替相場変動幅をゼロとするとともに資本移動の自由化を達成するというシナリオを描いていた。このリポートはまた、この同盟の完成時には EC 中央銀行制度と EC 経済政策執行機関が必要になることを明確に述べており、現在の EMU 計画に対比すると興味深い。

このリポートにもとづいて作成された経済通貨同盟計画は'71年2月の EC 理事会で採択され、第1段階の為替相場変動幅の縮小については、米ドルとの変動幅を平価の上下各0.75%の範囲に維持しつつ、EC 諸国通貨相互間の変動幅を裁定平価の上下各0.6%にとどめる方式——のちに実現する「トンネルの中のスネーク制」の原型ともいえる方式——により同年6月15日から実施されることになった。

ところが5月初めに、西独5大経済研究所が西ドイツの根強いインフレへの対処策としてマルク為替相場のフロートを勧告したのを契機に激しいマルク買投機が発生し、西ドイツ連銀は介入を停止して市場を閉鎖してしまった。市場再開のための方策を協議するために開催された

* 秘書専攻

EC 諸国会議では、対米ドル共同フロートを採用するとともに予定どおり6月15日からの域内通貨相互間の変動幅縮小の実施を主張する西ドイツと固定相場制復帰を主張するフランスが対立して相譲らなかった。その結果 EC としての統一的結論を得ることはできず、短資の流入に悩む国が一時的にフロート制を採ることを認めるといだけの結末に終わった。これを受けて5月10日からの市場再開にあたり、西ドイツとオランダはそれぞれ単独フロートに移行した。

この EC 諸国間の為替政策の不一致は、結局のところ、6月15日に予定されていた域内通貨相互間の変動幅縮小の実施を不可能にさせ、これに引続いて8月に発生した米ドルの金交換性停止という事態の中で EC の経済通貨同盟計画は事実上霧散してしまった^(註1)。

(2) スネーク制の発足と推移

米ドルの金交換性停止に端を発した国際為替市場の混乱は、'71年12月のスミソニアン会議において多国間通貨調整、セントラル・レートの設定および為替相場変動幅の拡大が合意されたことにより、ひとまず終息した。しかし、この合意は EC 諸国に1つの問題をもたらした。スミソニアン合意では EC 諸国通貨の対米ドル相場変動幅はセントラル・レートの上下各2.25%であるから最大変動幅は4.5%になる。そのため、裁定相場としての EC 各通貨相互間の為替相場は最大限9%変動することになり、結果として EC の統一農業価格に問題を生じるだけでなく、EC 諸国間の貿易の拡大が阻害される恐れも生じる。

そこで EC 諸国は改めて為替相場変動幅の縮小への取組みを開始し'72年3月の EC 理事会の決定を経て4月の EC 中央銀行間協定、いわゆる「バーゼル協定」によりその実現をみた。その内容は、EC 諸通貨の変動幅を対米ドルではスミソニアン合意どおり上下各2.25%とするものの、EC 諸通貨相互間では上下各1.125% (最大変動幅2.25%) にとどめるとい、いわゆる「トンネルの中のスネーク制」の導入であ

り、それに市場介入のための中央銀行間信用供与メカニズムが付随していた。この制度には同年5月からイギリス、アイルランド、デンマークが参加して9カ国制度となったが、イギリス、アイルランドは早くも6月に離脱し、またイタリアも翌'73年2月に離脱した。

このトンネルの中のスネーク制は73年2月の米ドルの対 SDR 10%の切下げに端を発した先進諸国通貨の総フロート化という事態に対処して、西ドイツ、フランス、ベネルックス3国およびデンマークの6カ国が米ドルに対する為替相場をフロートさせながら、6カ国通貨相互間では従前からの変動幅を維持するという共同フロート制に移行し (=いわゆる「トンネルを出たスネーク制」)、ノルウェー、スウェーデンがこれに参加した。しかし、その後のオイル・ショックにもとづく不況の中で EC の中心国の1つであるフランスが'74年1月に離脱 ('75年7月に復帰、'76年3月に再離脱) したため、EC 諸国の統一制度としての意義は消滅した^(註2)。

(3) 欧州通貨制度 (EMS) の発足

事実上消滅した EC の為替相場制度をより強固な EC 制度として再構築しようとする動きは、折からの米ドル相場の継続的低下という状況のもとで'78年から始まり、同年4月の欧州理事会に提案されたシュミット西ドイツ首相の案をもとに'79年3月から欧州通貨制度 (EMS) が発足した。

EMS の中核となるのは為替相場メカニズム (ERM) であり、参加国通貨相互間に中心相場とその上下各2.25%の限度相場に明示したマトリックス状のパリティ・グリッド (格子状の平価表) が作成され、各国はこの上下限相場においては無制限介入の義務を負う。この点では'72年のスネーク制と基本的に同じであるが、EMS においては、ECU (欧州通貨単位) という各国通貨のバスケット方式による通貨単位が導入された。この ECU は、① ERM の各国通貨の平価を表示する、②各国通貨相場の ECU 平価からの乖離を示す指標の基礎となる、③市場介入

に伴う中央銀行間の信用供与額の計算単位となる、④介入に伴う中央銀行間の信用供与貸借尻の決済手段となる、という4つの機能を持つものとされた。このうち、②については、従前のスネーク制のもとでは介入義務が関係2通貨の為替相場関係からのみ生じる全くの双務平等的であったことについて批判があったことに配慮したものであり、各国通貨毎のウェイトを加味した ECU 平価を基準とした各国通貨相場の乖離度を算出することにより問題のある通貨を明確にし、その通貨がパリティ・グリッドにおける限度相場に達する前に事前警報を発して問題国の片務的介入をうながすという工夫がこらされていた。なお、介入に伴う中央銀行間の信用供与制度は従前のスネーク制のもとよりも充実された。また、④の機能すなわち準備通貨としての機能を果たすため、EMS 参加国は自国の金・外貨準備の20%を欧州通貨協力基金 (EMCF) に預託し、その見返りとして等額の ECU を入手することとされていた。

EMS はバスケット通貨 ECU を中心とした対称的な為替相場制度として案出されたものであるが、現実には西独マルクを中心通貨とする非対称的制度に変質していった。それは ECU が計算通貨、準備通貨として機能するにとどまり、介入通貨としての機能を持っていなかったこと、および西独マルクが域内通貨に対して常に強勢を維持したため各国の介入が西独マルクを対象とするものになったことによるものである。この西独マルクの域内通貨に対する強勢が、何回かにわたる域内通貨に対する切上げにもかかわらず基本的に継続されたため、各国の金融政策は通貨価値の安定を至上目的とする西独連銀の金融政策に同調することを余儀なくされた。換言すれば、EMS は域内諸国の金融政策の調和を、西独連銀の政策を基準にして半強制的に推進するメカニズムとして機能したのであり、このメカニズムは域内各国のインフレ格差の収斂に大きく貢献したといえることができる^(註3)。

一方、ERM は参加国通貨相互間の為替相場の不均衡是正については極めて弾力的に対応し、

その発足以来90年までの11年間に11回の為替相場調整を行なっている^(註4)。

(註1) 参考文献〔24〕 p.p.30-52.

(註2) 参考文献〔17〕 p.p.52-53.

(註3) 東京三菱銀行・国際通貨研究所「ユーロへの道」⑤日本経済新聞、'94年7月4日.

(註4) 参考文献〔17〕 p.p.57-58.

2. マーストリヒト条約の成立

(1) ドロール報告の単一通貨プラン

2度にわたるオイル・ショックの影響を受けて、EC の経済統合の動きは'70年代を通じて停滞を余儀なくされたが、'85年6月に単一市場を'92年末までに完成することを目標に掲げた域内市場白書(「域内市場の完成に向けて」)が欧州委員会で採択され、欧州理事会に提出された。さらに'86年には単一欧州議定書が調印された。この単一欧州議定書は EC の憲法ともいえるべきローマ条約を改正するもので、'92年末までの域内市場の統合完成を明記するとともに、その手続きの迅速化をはかるための大幅な制度改革を定めるものであった。この単一欧州議定書は翌'87年7月に発効し、これによって'92年末における単一市場実現の可能性が急速に高まった。

このような状況の中で、'88年6月のハノーバーでの欧州理事会は経済通貨同盟 (The Economic and Monetary Union, EMU) の創設を検討する専門委員会の設置を決定し、これを受けて欧州委員長ドロールを座長に12カ国の中央銀行総裁を含む17名から成る専門委員会が設置された。このドロール委員会での検討結果は、「EC の経済通貨同盟に関する報告書」(通称ドロール・レポート)としてとりまとめられ、'89年4月に発表された。その要点は経済通貨同盟を次の3段階に別けて推進することを提案するものであった。

第1段階: EC の資本移動自由化に合わせて'90年7月からスタートし、域内諸国の経済政策・金融政策の協調体制を強化して各国経済の

基本条件の収斂をはかるとともに域内全通貨のERM参加を実現する。

第2段階：欧州中央銀行（ECB）が創設され、このもとに各国の中央銀行を組み入れた欧州中央銀行制度（ESCB）が形成される。ECBは金融政策のガイドラインを作成するが、この段階では最終的な政策決定権は各国の通貨当局に残る。また、ERMにおける各国通貨相互間の為替相場変動幅の縮小が実施される。

第3段階：域内諸通貨相互間の為替相場は全面的に固定され、最終的には単一通貨に移行する。金融政策についてはESCBが単一金融政策を策定・実施し、財政政策についても赤字規模などに規制を導入する。

このドロール・リポートは同年6月のマドリッドにおける欧州理事会で今後の作業基盤とすることが承認され、現実にも後述するマーストリヒト条約（とくに第6編）および付属議定書の基礎となった。

(2) マーストリヒト条約の成立

ドロール・リポートのEMU第1段階はすべて既存の制度の上で実施することが可能であり、現実にも予定どおり'90年7月からスタートした。しかし第2および第3段階については、ECBの創設を始めとしてかなりの制度改革が必要であり、そのためにはECの憲法ともいうべきローマ条約に大幅な改正を加える必要が生じてくる。そこで'89年12月の欧州理事会（ストラスプール）では、第2・第3段階に必要なローマ条約の改正を討議する政府間会議（IGC）の設置が決定され、'90年12月からスタートした。欧州委員会はドロール・リポートに沿ったローマ条約改正案をIGCに提出したが、これに対してイギリス、スペイン、フランス、ドイツなどが独自提案を示すなど意見調整は難航をきわめた。その主たる問題点は、フランス、イタリアなどがEMUの早期実現を主張するのに対してドイツは域内各国間の経済格差の収斂がまず必要であるとしてEMUの早期実現には難色を示し、またイギリスは国家主権侵害

の恐れありとしてECBの設立に反対するなどであった。

この状況を打開するため、'91年の欧州理事会議長国ルクセンブルグとオランダが折衷案としての「欧州連合条約草案」をまとめ、これを軸に各国の意見調整をはかった結果'91年12月の欧州理事会の合意を得て翌'92年2月にマーストリヒトでの「欧州連合条約」（Treaty on European Union、通称マーストリヒト条約）の調印に持込むことができた^(註1)。

この妥協の産物であるマーストリヒト条約のEMU関連部分をドロール・リポートおよび各国の主張と対比してみると、EMU第2・第3段階への移行手続き面ではフランスの主張が取り入れられてはいるものの、各国経済の収斂（Convergence）を第3段階移行の前提条件としていること、ECBの金融政策の目標を物価の安定一本に絞ったこと、およびECB、ESCBの政府からの独立性を史上に例を見ないほど強力なものとしたことなど全体としてはドイツの主張を大きく取入れた内容となっている。なお、イギリスは自国の望まないEMUへの参加を強要されない権利（Opt-Out）を確保した。またドロール・リポートでEMUの第2段階開始時に設立されることになっていたECBの設立は、第3段階への参加国が決定される時期まで先送りされ、その代りに欧州通貨機関（EMI）を設立してECBの本格活動のための準備に当らせることになった。

(3) マーストリヒト条約に見るEMU

マーストリヒト条約はECBの創設とESCBの形成および単一通貨の創出を含めたEMUの最終段階に至る手順、手続きをかなり詳細に規定しているのでこれを整理してみよう。

1) EMU第2段階への移行

EMUの第2段階移行は'94年1月1日と規定されている（条約第109e条第1項）。この段階においてECBの前身となる欧州通貨機構（EMI）が設立され、第3段階でのECBの単一金融政策実施に係わる政策手段と手順の準備

にあたる(条約第109f条)。この段階においてバスケット通貨 ECU の通貨構成比率は凍結される。また EU 加盟国は過度の財政赤字を回避するように努めるとともに、各国中央銀行の独立性を ECB と同等にまで高める措置を講ずる。

2) 第3段階への移行条件

第3段階移行の前提条件となる各国経済の収斂については、次の4分野5項目の基準あるいは基準参照値をクリアーすることをもって経済の収斂と見なしている(条約第104c条、第109j条および付属議定書)。

① 財政分野

— 財政の赤字額が名目 GDP の3%を超えないこと。

— 政府の債務残高が名目 GDP の60%を超えないこと。

② 物価分野

消費者物価指数でみたインフレ率が評価時期の前の1年間について加盟国の中で最も物価が安定している3カ国のインフレ率から1.5%以内にあること^(註2)。

③ 為替相場分野

少なくとも評価時期の前の2年間、ERM の通常の為替相場変動幅を守り、他の加盟国のどの通貨に対しても切下げられていないこと。

④ 金利分野

長期国債またはそれに相当する証券の金利が、評価時期の前の1年間について、加盟国の中で最も物価が安定している3カ国の長期金利から2%以内にあること^(註3)。

3) 基準達成度評価と第3段階への移行

前記の4分野5項目の基準(あるいは基準参照値)を達成することが EU 第3段階移行の前提条件であるからには、その達成状況を評価する手続きが必要であり、その手順は条約第109j条で規定されている。

①まず欧州委員会と EMI が加盟国の基準達成状況——これには前に触れた各国中央銀行の独立性強化措置も含まれる——に関する報告書を閣僚理事会に提出する。

②閣僚理事会はこの報告にもとづいて加盟各国の基準達成状況の評価と基準達成国が加盟国の過半数に達しているかの評価を特定多数決で^(註4)決定して欧州理事会(=首脳会議)に勧告を行う。

③この勧告を受けた欧州理事会は加盟国の過半数が基準を達成しているかどうか、EMU 第3段階への移行が適切かどうかの決定を'96年末までに特定多数決で決定し、もし第3段階への移行が適切だとなればその開始日を選定する。

④ただし、もし欧州理事会が、基準達成国が過半数に充たないなどの理由で'97年末までの第3段階開始日を設定できない場合には第3段階の開始日を'99年1月1日とし、それへの参加国(=基準達成国、Memser States without derogation)を、閣僚理事会の勧告にもとづいて欧州理事会が'98年6月末までに特定多数決で決定する。

以上を要するに、条約は'96年末までには加盟国の過半数が基準を達成して'97年中に第3段階を開始できると見込む一方で、もし基準達成国が過半数に達しなくとも、基準達成国だけで'99年初から EMU 第3段階を開始するという強い意志を表明しているのである。

一方、基準を達成できず、第3段階の開始に第1陣として参加できなかった国々は「基準未達国」(Member States with a derogation)と呼ばれ、その後少なくとも2年に1回あるいは基準未達国からの要請にもとづいて、第1陣参加国を決定した時と同様の手続きを経て第3段階への参加が認められる。なお、この基準未達国は、原則として閣僚理事会での決定権を停止され、また ESCB に関する権利・義務から除外される(条約第109k条)。

4) 単一通貨の導入

次の問題は前述の評価を経て EMU 第3段階に参加する国々に対して単一通貨がどのように導入されるかという点であるが、ここで一言述べておかなければならないことは、マーストリヒト条約では単一通貨の名称は ECU と記述されているにもかかわらず、後に述べるような

事情から'95年12月のマドリッド欧州理事会で単一通貨の名称はユーロ (euro) に変更された。したがってここでの論述は ECUではなくユーロという名称を基本的には使用することにする。

条約第109 1 条第 4 項によれば、閣僚理事会は第 3 段階の開始日に、欧州委員会の提案および ECB との協議にもとづいて、参加国の全員一致の議決によって単一通貨ユーロと参加国通貨との交換レートを非可逆的に (irrevocably) 固定する。ユーロはこの固定レートにおいて参加国通貨を代替するものになり、また法貨になるとされている。ただしこれだけでは単一通貨ユーロがどのような価値規定を持っているか不明であり、交換レートがどのように決められるかの基準が不明である。この点についてマーストリヒト条約 (第109 1 条) では、この交換レートの決定および法貨性を規定したのち、「この措置はそれ自体 ECU の対外価値を変更するものではない」と述べている。この意味するところは、第 3 段階の開始日にバスケット通貨 ECU は単一通貨 ECU に変るが、その価値はバスケット通貨 ECU の対外価値すなわち為替相場をそのまま引継ぎ、変化はないということであって、これにより単一通貨の対外価値が規定されていた。ところが、単一通貨の名称が ECU ではなく、ユーロに変更されたことで、この規定は意味を持たないものとなってしまった。それは'99年 1 月以前にはユーロが存在しないことから明らかである。

このようなところから、単一通貨の名称を ECU からユーロに変更したマドリッド欧州理事会は「ECU は 1 : 1 でユーロに交換される」との決定を行い、名称変更によって条約の条文上不明確になった単一通貨の価値の明確化をはかった。一見唐突のように見えるこの「ECU 対ユーロ = 1 : 1」という決定は以上のような論理からみて必要不可欠な決定だったのである。

(4) 第 3 段階移行への攪乱

一般に1970年代はユーロ・ペシミズムの時代であり、これに対して1980年代後半から'90年代初まではユーロ・ユーフォリア——統合意欲

の高揚——の時代であったと言われる。このような時代的背景の中で調印されたマーストリヒト条約は加盟国の批准過程において、また ERM の推移において予想もしなかったような事態に直面し、EMU の完成スケジュールに疑問信号が灯されるようになる。

その第 1 は'92年 6 月のデンマークにおけるマーストリヒト条約の批准に関する国民投票の結果が49.3%対50.7%と僅差ではあるが批准が否決されたことである。マーストリヒト条約は全 EC 諸国の批准によって発効することと規定されているため、デンマークの国民投票結果は EMU の命運を決しかねない問題となった。そのため'92年12月のエジンバラでの欧州理事会においてデンマークに対して EMU への参加義務免除 (Opt-Out) を始めとするいくつかの条約上の特別扱いが決定され、これを受けて行われた再度の国民投票において56.8%対43.2%で条約が批准された。なお国家主権の喪失に危惧を抱くイギリスにも参加義務免除の特別扱いが決定された。

またドイツにおいては、条約そのものは批准されたものの、この条約がドイツ基本法における国家主権を侵害するとの違憲訴訟が提訴され、'93年10月に憲法裁判所が合憲を判決するまで最終的な批准を見送ることを余儀なくされた。これらの事情によりマーストリヒト条約の発効は当初の見込みからかなり遅れ、'93年11月になってようやく発効した。なお、この発効によって EC は EU (欧州連合) へと衣替えた。

第 2 の予期しなかった事態は'92年から'93年にかけて発生した EC 諸国通貨に対する激しい投機とそれに伴う ERM の混乱であった。'92年には EC 諸国の景気は低迷状況にあり、金融面からの景気刺激が求められていたが、統一特需によるインフレ圧力に直面したドイツが7月に公定歩合の引上げ (8%から8.75%) を実施したことを契機に欧州市場ではドイツ・マルク買いの投機が発生し、9月14日には ERM の再調整を余儀なくされた。しかしこの再調整が実質的にはイタリア・リラの僅かな切下げにと

どまったこともあって投機はやまず、9月17日にはイギリス、イタリアがERMから離脱してしまっ

さらに'93年には、マーストリヒト条約の批准が目前に見込まれ、EMU第2段階への移行の日程上ERMの調整が不自由になり始めた7月に、ドイツがおおかたの予想に反して公定歩合の引下げを見送ったためマルク買投機が発生した。これへの対処策について、ドイツは金利の引下げを拒否し、フランスはフランの引下げを拒否したため対処策は手詰り状態となった。そのため、各国通貨の基準相場には手を触れずにドイツ・マルクとオランダ・ギルダーを除く諸通貨の為替相場変動幅を従来の上下各2.25%—一国によっては上下各6%—を上下各15%に拡大することで当面の難局を糊塗することになった^(註5)。

この2つの予期しなかった事態の発生、とくに第2のイギリス、イタリアのERM離脱とERMの為替相場変動幅の拡大はEMU達成への手順に全く逆行するものであり、これがためにEMU発足の前提条件である各国経済の収斂基準達成の遅延、ひいてはEMU発足の遅延が一般的に予想される事態となった。

(註1) 参考文献〔18〕 p.p.132-133.

(註2) (註3) この基準参照値については参考文献〔6〕では3カ国の平均にもとづいて作成されている。

(註4) EC/EUの特定多数決は人口やGDPに応じて配分された各国の持ち票にもとづいて総票数(87票)の71%を超える賛成票(62票以上)によって可決される議決方式で、各国の持ち票は次のようになっている。

ドイツ、フランス、イタリア……各10票
 スペイン……8票
 ベルギー、オランダ、ギリシャ、ポルトガル……各5票
 オーストリア、スウェーデン……各4票
 デンマーク、アイスランド、フィンランド……各3票

ルクセンブルグ……2票

合計87票

(註5) 参考文献〔17〕 p.58.

3. 単一通貨導入スケジュールの確定

(1) 欧州委員会のレポート

'94年1月からEMUは、ECからEUへの変更とほぼ時期を合わせて第2段階に入り、EMIもフランクフルトに設立された。しかし、マーストリヒト条約の批准過程で生じた出来事や'92年-'93年の通貨危機がERMに与えた打撃はマーストリヒト条約調印までの統合フィーバーを後退させ、EMUの推進という観点から見れば、閣僚会議、欧州理事会の動きは'94年を通じて停滞を続けた。

この停滞の打破に動いたのは欧州委員会であり、オランダの金融グループINGのマース博士を座長に金融機関の人々を中心に集められた委員から成る専門委員会を組成して単一通貨の導入に係わる技術的問題の検討を開始させた。この委員会の検討結果は「単一通貨移行への準備」というレポート(通称マース・レポート)にまとめられ、'95年1月に発表された。このマース・レポートはEMUの第3段階を、①単一通貨は導入されるが、単一通貨の紙幣・コインは発行されていない局面と、②単一通貨・コインが発行された後の局面とに分けて、民間部門の資産・負債の通貨的書替え、取引通貨の切替え、紙幣・コインの交換などに伴う技術問題を詳述したものであった。

このマース・レポートの上に立って欧州委員会は同年5月に「単一通貨導入方法に関する報告」(通称グリーン・ペーパー)を発表し、次の3段階方式での単一通貨の導入シナリオを提示した。

段階A: 欧州理事会が単一通貨の導入日を設定し、単一通貨参加国を決定する。

段階B: 単一通貨導入日に単一通貨と参加国通貨の相場を固定し、単一通金融政策が実施に移される。金融部門での単一通貨による資金決

済が開始され、単一通貨での公債発行も開始される。

段階C：単一通貨の紙幣・コインが発行され、各国通貨の紙幣・コインを回収する。

(2) EMI 報告とスケジュールの確定

この欧州委員会の活動に刺激されて欧州理事会もようやく動き始めた。'95年6月のカンヌでの欧州理事会は、同年12月の欧州理事会で今後の単一通貨導入スケジュールを決定することとし、EMI にその具体的スケジュールを策定するよう指示した。これを受けてEMI は、前記のマース・リポート、グリーン・ペーパーの考え方を参考にしつつ、さらにEMI 自身がEU 諸国の銀行に対する独自調査を行なったうえで、同年11月に「単一通貨への移行」と題するリポートを提出した。

このリポートは前述のグリーン・ペーパーと同様に単一通貨導入のスケジュールを3期に分けて推進するものとしている。このリポートは同年12月のマドリッドでの欧州理事会で正式に採択されるとともに、3期間の重要な節目について具体的な日付が定められ、これによって単一通貨導入の具体的スケジュールが以下のように確定した。

第Ⅰ期 (Phase I)

①'98年の早い時期に、'97年の実績にもとづいてEMU 第3段階への参加国を決定する。

②その直後にECB を設立し、ESCB を形成する。

③単一通貨に関する法的枠組みを決定する。

④単一通貨の紙幣・コインの製造を開始する。

第Ⅱ期 (Phase II)

①'99年1月からEMU の第3段階を開始する。具体的には、——参加国通貨と単一通貨との相場を非可逆的に固定し、

——非現金的金融機関取引等に単一通貨を導入し、

——ESCB は単一金融政策および外国為替政策を実施する。

②非金融機関および個人は任意に各国通貨建

での取引を行なえるが、参加国通貨間の交換は固定相場による。

第Ⅲ期 (Phase III)

①遅くとも2002年1月1日には単一通貨の紙幣・コインを導入する。

②各国紙幣・コインの回収を開始し、遅くとも同年6月末までに回収を完了する。

③2002年7月1日には参加国の紙幣・コインは法貨としての地位を喪失し、単一通貨への移行が完了する。

(3) 単一通貨名称「ユーロ」の決定

'95年12月のマドリッド欧州理事会では、単一通貨の名称を「ユーロ (euro)」とすることも決定された。

前にも触れたように、マーストリヒト条約では単一通貨の名称はECU (エキュー) として記述されていた。この名称使用の経緯は必ずしも明確ではないが、バスケット通貨 ECU がEMS においてEC・EU 諸国通貨の平価表示手段であるとともに通貨当局間の決済手段 (=準備資産) として使用されている事実、およびこの公的 ECU と同一の内容を持つ民間 ECU が銀行間市場および起債市場で広汎に使用されている事実から見て、新しい単一通貨 ECU がこの民間 ECU の価値すなわち為替相場をそのまま引継げばスムーズな移行が可能だけでなく、すでに大量に発行されている民間 ECU 債の期日償還にも混乱を及ぼさないと考えられたからではないかと推測される。

それにもかかわらず、既定の事実と考えられていた単一通貨の名称が ECU からユーロに変わったのはドイツの強い主張によるものであった。ドイツ国民は強いマルクに誇りと強い執着心を持ち、そのマルクが消滅する通貨統合をあまり歓迎していなかった。そのため、ドイツ政府としては、'79年のEMS 発足以来 ERM 調整の都度マルクに対して減価を続けてきた ECU を単一通貨の名称にしたのでは、通貨統合に対する国民の支持が得られないと考えてその変更を強力に主張し、最終的にユーロに落ち着いたもの

である^(註)。

この ECU からユーロへの名称変更は単一通貨の対外価値(=為替相場)を規定したマーストリヒト条約第109 1 条第4 項末尾部分を無意味なものにする惧れを生じさせ、欧州理事会は改めて「ECU は1 : 1 でユーロに交換される」との決定を行なったが、この論理関係はすでに述べたとおりである。

(註) 参考文献 [24] p.337, および日本経済新聞記事, '95年11月16日。

4. 各国経済の収斂と安定

(1) 収斂基準の達成状況

マドリッドの欧州理事会で確認されたスケジュールのうちで最初に到来するのは「'98年のできるだけ早い時期」(現実には5 月頃)における EMU 第3 段階参加国の確定であり、その確定にあたっては、各国の'97年実績値が収斂基準あるいは基準参照値をクリアーしているかどうか重視されることになる。

ところで、この基準あるいは基準参照値がどのような根拠をもって決められたかは明らかではないが、マーストリヒト条約が合意された'91年の各国実績と対比してみると、各国の「平均よりやや厳しい程度に設定されている」といえよう^(註1)、つまり、当時の認識としては、数年の間に大多数の加盟国が基準参照値をクリアーして'97年中には EMU 第3 段階が開始できると考えていたと理解されるのである。事実、現在最も厳しいハードルと言われている財政分野の基準参照値について'91年実績を眺めると、現在の加盟15カ国のうち赤字額比率では9カ国が、債務残高比率では8カ国が基準参照値をクリアーしており、双方の基準をクリアーした国も6カ国となる。

この経済収斂の見込を大きく狂わせたのは'92-'93年の欧州通貨危機とその後の景気停滞であった。これを'95年の実績についてみると、第2表のとおり財政赤字の基準参考値を充たしている国は3カ国、債務残高では5カ国、この双方

を充たす国は僅かに1カ国であって、'91年に比較して経済の収斂は大幅に後退している。それにもかかわらず従前からの基準参照値はそのまま残ってしまったのである。しかし、この基準参照値の変更あるいは EMU 第3 段階への移行の延期を公式に発言する国はない。それは'95年9月にイタリアのディーニ首相が統合延期論を口にしたと伝えられた瞬間に市場でのリラ売が生じたように、禁句になっているのである。

そのため、EU 各国は最も高いハードルといわれる財政分野での基準参照値達成への動きを'95年頃から活発化し始めた。その例を若干挙げてみよう。

'95年の財政赤字が予想に反して GDP の3%を超えてしまったドイツでは'96年4月に公務員給与の凍結、年金受給年齢の引上げ、病欠欠勤者への給与補償率の引下げにより、'97年歳出を前年比5%減とする歳出削減法が提案され、2年続きの緊縮財政が実施された。また、東西ドイツの統合事務のために膨張した国家公務員25,000人の削減計画が打ち出された。

フランスでは'95年11月に社会保険料の値上げを含む社会保障制度改革案が発表され、さらに'96年には雇用対策費の圧縮と国家公務員7,000人の削減により歳出を前年比4%減とする'97年予算が編成され、さらにフランス・テレコム の民営化に伴って発生する年金基金375億フラン(GDP 比0.5%相当)を政府予算に移すという赤字削減策がとられた。

イタリアでは'95年10月には徴税の強化と医療費負担のカットにより財政赤字を33兆リラ(GDP 比1.6%)削減する'96年度予算が組まれたのに引続き、ユーロ税の導入により12.5兆リラ(GDP の0.6%相当)の税収増加をはかる1997年度予算が編成された。

これら EU 諸国の財政措置をまとめたのが第1表であるが、これらの措置の中には一時的・臨時的な性格のものがあり、これらの財政効果としての有効性は欧州委員会の認定に委ねられた。例えば、欧州委員会はフランスのテレコム

第1表 EU諸国の主な財政赤字削減策

	歳出削減策		歳入増加策	
	福祉関係	その他	増 税	その他
ドイツ	・年金受給年齢引上げ ・病欠欠勤者への補償金率引下げ	・公務員給与凍結 ・公務員数の削減 (数年間合計25,000人)		
フランス		・公務員7,000人減	・たばこ・酒税増 ・社会保険料引上げ	・預金供託公社からの繰入れ ・フランス・テレコム年金基金繰入れ
イタリア	・医療費負担削減		・ユーロ税新設 ・脱税密告制度	・国庫省資金繰入れ
スペイン		・公務員給与凍結	・付加価値税の課税範囲拡大	・国営企業民営化
ベルギー		・公務員給与凍結	・ガソリン・たばこ ・酒税の増税	・準備金売却 ・外貨準備活用
ポルトガル			・赤字法人・自営業者への課税	・政府保有株放出

民営化にともなう年金基金の移転処理についてはこれを承認したが、イタリアのユーロ税の歳入増については、それが1年限りの臨時的増税であって、しかもその60%が'99年以降に還付されるものであったため、歳入増12.5兆リラのうち3兆5,000億リラは否認された。このような動きの中で、ドイツの与党の提案したドイツ連銀の保有金の評価替えとその差益の財政収入繰入れという方策が、中央銀行の独立性を侵害するというドイツ連銀の猛反発によって取下げられるという局面もあった^(註2)。

以上に略述した諸施策の結果として'96年の実績および'97年の見通しがどのようなになっているかを示したのが第2表である。

この表によると、物価の安定すなわち消費者物価の上昇率については、'96年度実績においてギリシャ、スペイン、イタリア、ポルトガルを除く11カ国が基準参照値を達成している。また、政治的意図に影響されて実態よりも甘いといわれる欧州委員会の見通しでは'97年にはギリシャを除く14カ国が達成するとされている。

長期金利についても消費者物価上昇率と全く同じく'96年の達成国はギリシャ、スペイン、イ

タリア、ポルトガルを除く11カ国で、欧州委員会の'97年の見通しでは、ギリシャを除く14カ国は「長期金利の収斂を十分に達成するものと見込まれる」と述べられている。

それでは為替相場についてはどうか。既述のようにマーストリヒト条約付属議定書ではこの基準を「評価時期の前の2年間、ERMの通常の為替相場変動幅を守り、他の加盟国のどの通貨に対しても切下げられていないこと」としている。そこでまず問題になるのは「通常の変動幅」をどう理解するかであろう。マーストリヒト条約が調印された'92年2月時点での「通常の変動幅」は中心相場の上下各2.25%であった。ところが'93年の欧州通貨危機の中で変動幅は緊急避難的に上下各15%に拡大され、そのまま現在に至っている。また第2の問題は「2年間」については、一般的には'96年当初からの2年間と理解されているが、フィンランド('96年10月ERM参加)、イタリア('96年11月ERM復帰)などをどう取扱うかということである。

これらの点に関する公的な説明は現在までなされていない。しかし、GoodhartおよびKenenは、'96年4月のベローナでの経済相・蔵相理

第2表 経済収斂基準達成・達成見込状況

(単位：%，あるいは GDP対比%)

	インフレ率			長期金利			財政赤字			政府債務			ERM 関係
	95	96	97	95	96	97	95	96	97	95	96	97	
ベルギー	1.4	1.6	1.9	7.5	6.7	-	-4.1	-3.3	-2.7	133.7	130.6	126.7	82/2 切下げ
デンマーク	2.3	2.2	2.3	8.3	7.4	-	-1.6	-1.4	-0.3	71.9	70.2	67.2	82/2 切下げ
ドイツ	1.5	1.3	1.3	6.9	6.3	-	-3.5	-4.0	-3.0	58.1	60.8	61.8	—
ギリシャ	9.0	8.4	8.0	17.4	15.1	-	-9.1	-7.9	-4.9	111.8	110.6	108.3	未参加
スペイン	4.7	3.8	2.4	11.3	9.5	-	-6.6	-4.4	-3.0	65.7	67.8	68.1	93/5 切下げ
フランス	1.7	2.1	1.8	7.5	6.6	-	-4.8	-4.0	-3.0	52.8	56.4	57.9	86/4 切下げ
アイルランド	2.4	2.1	2.0	8.3	7.5	-	-2.0	-1.6	-1.0	81.6	74.7	68.3	93/2切下げ
イタリア	5.4	4.7	2.7	12.2	10.3	-	-7.1	-6.6	-3.2	124.9	123.4	122.4	96/11復帰
ルクセンブルグ	1.9	1.3	1.7	7.6	7.0	-	1.5	0.9	1.1	6.0	7.8	6.5	82/2 切下げ
オランダ	1.1	1.2	2.4	6.9	6.3	-	-4.0	-2.6	-2.3	79.7	78.7	76.2	—
オーストリア	2.0	1.7	2.1	7.1	6.5	-	-5.9	-4.3	-3.0	69.0	71.7	68.8	95/1 参加
ポルトガル	3.8	3.0	2.5	11.5	9.4	-	-5.1	-4.0	-3.0	71.7	71.1	64.1	93/5 切下げ
フィンランド	1.0	0.9	0.8	8.8	7.4	-	-5.2	-3.3	-1.9	59.2	61.3	59.2	96/10参加
スウェーデン	2.9	1.6	1.8	10.2	8.5	-	-8.1	-3.9	-3.6	78.7	78.1	76.5	未参加
イギリス	3.1	3.0	2.3	8.3	8.0	-	-5.8	-4.6	-2.9	54.1	56.3	54.7	離脱中
EU平均	3.0	3.0	2.4	8.9	7.7	-	-4.7	-4.4	-2.9	71.0	73.5	72.9	—
基準値	2.7	2.6	2.8	9.0	8.7	-	-3.0			60.0			2年間参加・切下げなし

(註1) 1995年および1996年の数字はEMI "Progress Towards Convergence" Nov.1996.

(註2) 1997年の見込は European Commission "Spring1997 Economic Forecast" Apr. 1997.

* 1996年4月のベローナ非公式蔵相理事会での実質合意(本稿P.115)にもとづいて基準達成とする.

事会についてのプレス・レポートでは、為替相場基準はERMにすでに参加し、かつ為替相場が拡大された変動幅内にあることであり、また「2年間基準」については、現在(='96年4月)ERM未加盟であっても'96年中に加盟すればこの基準を充足したものと見做すということと合意したことが示唆されていると述べている(註3)。

このような解釈および見做しを前提としてみると、現在為替相場基準を充足する国はギリシャ、スウェーデン、イギリスを除いた12カ国となる。

財政分野のうち財政赤字については、'96年にはデンマーク、アイルランド、ルクセンブルグの4カ国が達成したに過ぎないが、欧州委員会の見通しではギリシャ、イタリア、の2国を除いた13カ国が'97年には達成するものとされており、欧州委員会の「政治性」を感じさせる。また、最難関である政府債務残高については、'96年の達成国はフランス、ルクセンブルグ、イギリスの3カ国だけで、欧州委員会の見通し

でも'97年に達成できる国は上記3カ国にフィンランドを加えた4カ国でしかない。

これらを総合すると、欧州委員会の甘めの見通しをもってしても、基準あるいは基準参照値すべてをクリアできそうな国はフランス、ルクセンブルグ、フィンランドの3カ国だけとなる。

それでは'98年の5月頃に見込まれる蔵相理事会、欧州理事会で各国経済の収斂がどのように評価され、EMU第3段階参加国が決定されるのか。

ここで注意すべきことは、マーストリヒト条約そのものがこれら実績値の取扱い方にかなりの弾力性を持たせていることである。例えば、財政赤字については、実績値が基準参照値を超えていても、「実績値が十分にかつ持続的に低下して参照値に近い水準に到達している」場合および、その実績値の超過が「例外的、一時的なもので実績値が参照値の近辺にある」場合には財政規律を満たすと判断する道を残している。

また政府債務については、実績値が参照値を超えていても「実績値が十分に低下して参照値に接近している」場合にはこれまた財政規律を満たすと判断する道を残している。加えて、最終的な評価・決定を行なうのは、蔵相理事会・欧州理事会という政治家の会議である。したがって、EMU 第3段階への参加適格国は予想外に多数になるのではないかと考えられる。ただし、デンマークはすでに Opt-Out を明言し、スウェーデンも第1陣参加を見送る方針であり、さらにイギリスも恐らくは Opt-Out するであろう。

(2) 安定と成長の協定

EMU 第3段階移行への前提条件がかなり厳しいものであったために、マーストリヒト第104c条の財政規律規定をもっぱら第3段階への前提条件の一部として考える傾向があった。しかし、過大財政赤字の回避という第104c条の規定はEU加盟国が常に守るべき財政規律であり、その規律を維持するために同条はサーベイランス、改善勧告および罰則について簡単な規定を持っていた。

この規定を土台に、EMU 第3段階開始以降の財政規律を協定の形で詳細に定めようとしたのが'95年11月にドイツのワイゲル蔵相が提案した「安定協定」であった。ワイゲルの当初提案は、単一通貨への参加国は毎年の財政赤字をGDPの1%以内に抑制するように努力し、この比率が3%を超えた時にはその一定割合の金額を預託し、2年以内に赤字比率を3%以下に戻せなかった時には預託金は没収されるというものであった^(註4)。

このドイツの提案は、EMU 第3段階においては金融政策はECBのもとで統一されるが、財政政策は各国政府の手に残るのでこれを放置すると財政規律が守られなくなり、単一通貨の価値が減価する可能性があるところから、各国の財政政策にタガをはめることにより単一通貨の価値を守ることを目的とするものであり、これによってマルクの消滅に消極的なドイツ国民感情を和らげる目的もあったと言われる。

この安定協定はその後蔵相理事会で論議が重ねられ'96年12月のダブリン蔵相理事会で「安定と成長の協定」として一応の合意をみた。この協定は健全な財政運営のための監視体制の設置と過度な財政赤字が発生した場合の対処方法を定めている。

1) 監視体制

この監視体制のもとでは、単一通貨参加国は安定プログラムの提出を義務づけられる。その内容は財政の赤字と政府債務のGDP比率の改善を含めた中期的な財政目標を設定するとともにそれに向けて取り組むべき事項などである。また単一通貨非参加国も上記とほぼ同内容の収斂プログラムの提出を義務づけられる。

欧州委員会と閣僚理事会はこの提出されたプログラムにもとづいて各国の財政運営状況を監視し、もしその運営状況が過度な赤字(GDP比3%超)が発生する恐れのある時には早期警告を発する。

2) 過度の赤字発生への対処方法

①過度の財政赤字と制裁対象除外

過度の財政赤字(GDP比3%超)が発生した時は基本的には後記の制裁対象となる。しかし、実質GDPが前年比2%以上低下するような不況にある時には財政赤字が3%を超えていても制裁の対象とはならない。また実質GDPの低下が2%未満でも当該国が厳しい景気後退と判断した場合には制裁の対象外扱いとするよう申し出ることができる。ただし、実質GDPの低下が0.75%以下の時にはこのような申し出はできない。

この部分を当初のドイツ案と比較すると、GDP比1%の赤字幅を政策目標とする厳しい運営方針は除去され、また赤字幅がGDP比3%を超えてもその国の景気動向によっては制裁の対象から除外するという配慮が払われている。

②制裁発動の手順

上記のように制裁適用除外国を定めただけでなく、この協定における「過度な財政赤字国」の認定および制裁発動の手順は極めて慎重であ

る。欧州委員会は'99年1月に新設される予定の経済金融評議会に諮問したうえで報告書を蔵相理事会に送り、これを受けて蔵相理事会において「過度な財政赤字」の認定を行なうが、この認定に高度な政治判断を要する時には欧州理事会の決議を仰ぐことになっている。この認定が行なわれると蔵相理事会は当該国に対して赤字是正のための諸施策の実施を求める期限付きの勧告書を送り、是正措置が採られない場合には勧告後10カ月以内に制裁が発動されることになる。以上を要するに、ドイツの当初案に見られた数値にもとづく制裁の自動的な発動は全く否定され、閣僚理事会と欧州理事会の政治的判断の余地を導入するものとなったのである。

③制裁の内容

発動される制裁の内容は、まずは当該国による無利息預金の積立てという形式で実施され、その金額は、GDPの0.2%という固定部分と、GDPの3%を超過した赤字額の10%という2つの金額の合計とされるがその上限はGDPの0.5%とされている。この積立金は制裁開始後2年を経過しても「過大な財政赤字」が是正されない時には罰金として没収される。

この「安定と成長の協定」は財政規律を対象としつつも、それにより単一通貨の価値安定がはかれるとの考え方がその背景にあるものと考えられている。もっとも、Bergsteinはアメリカのレーガン政権下の大幅財政赤字とドイツ統一後の大幅財政赤字が、米ドルおよびドイツ・マルクの為替相場強勢と併存したことを例として、財政赤字が大きくとも金融引締政策の強化により為替相場の軟化は回避できると論じている^(註5)。しかし、このような財政赤字と為替相場の強勢との併存は、金融政策への負担を過大にさせた結果であり、とくにアメリカの場合にはプライム・レートが20%を超える異常高金利をもたらした。このような経験から見て、財政規律が単一通貨価値の維持のために重要と考えられたことは一応妥当と考えられる。

3) 予期しなかった波乱

この「安定と成長の協定」は技術的な詰めを

行なったうえで'97年6月のルクセンブルグでの蔵相理事会で最終合意に達すると考えられていたが、これに対して1つの波乱が生じた。それはEMU第3段階へ参加を目指して国民に不人気な緊縮財政政策を強化せざるをえないフランス政府が、不人気の度合いが高まる前にと繰上げ実施した'97年5月の国民議会選挙で野党社会党が躍進し、同党を中心とする左派勢力が内閣を形成したことである。社会党はかねてからEMUへの参加条件の緩和を選挙公約に掲げていたこともあり、すでに大筋合意をみていた「安定と成長の協定」を見直し、失業・雇用問題への対応をこれに盛り込むことを要求した。そのため、同年6月のアムステルダム欧州理事会と並行して蔵相理事会が開催され、「安定と成長の協定」そのものには変更は加えないが、失業問題への配慮および経済政策と社会政策の調和を盛込んだ別文書を作成するという妥協で決着がはかられた。その結果、この協定は欧州理事会で正式に採択され、'99年1月からの単一通貨ユーロへの参加国の財政運営を定める基本枠組みとなったのである。

(3) 新ERM (ERM 2)

既述のようにマーストリヒト条約はEU加盟国の大多数が単一通貨への参加国になるものと想定していたので、非参加国(=基準未達国)の通貨と単一通貨との為替相場問題についてはあまり注意を払わず、僅かに条約第109m条第2項において、基準未達国はEMSでの協調で得た経験を考慮して為替相場政策を共通の関心事として取扱う旨が規定されているだけであった。ところが状況の推移とともに基準未達国が予想外に増加しそうな事態となり、またこの基準未達国の参加資格再評価にあたって為替相場基準を含む4分野5項目の基準が引き続き使用されることが認識されるに至って、単一通貨と基準未達国通貨との間に何らかの形での為替相場取決めが必要となることが明らかになってきた^(註6)。この新しい為替相場取決めの必要性は'92年の欧州通貨危機の中でERMを離脱した

イタリア・リラと英ポンドが為替相場を低下させ、とくにリラの大幅な「為替ダンピング」が EC の重大問題となった経験にも裏打ちされていた^(註7)。

そのため欧州委員会では'95年央からこの検討に入り、また '95年12月のマドリッド欧州理事会では '96年末までに新しい ERM の基本枠組みを決定するよう蔵相理事会に指示を行なった。この指示にもとづいて EMI が作成した新 ERM の骨子は '96年12月のダブリンでの欧州理事会で採択された。その概要を项目的に列挙すると以下のとおりである。

①単一通貨ユーロと単一通貨未参加国通貨との間に新 ERM を設定するが、これへの参加は各国の任意とする。

②単一通貨未参加国の通貨の中心相場はユーロに対して設定され、標準変動幅は現行 ERM のようになりに広いものとなる。

③中心相場と標準変動幅は、単一通貨参加国の閣僚と ECB、未参加国の閣僚と中銀総裁との協議により決定されるが、現在の ERM に未参加の国の閣僚、中銀総裁には決定権はない。

④限界点での介入は自動的かつ無制限であるが、ECB および単一通貨参加国の中銀はユーロの通貨価値の維持という基本目的を損う恐れのある時には介入を停止できる。

⑤介入に伴う現在の超短期信用供与制度は継続される。

⑥時宜を得た中心相場の調整は保証される。

以上の新 ERM (=ERM 2) を現行 ERM と比較すると、まず現行 ERM ではバスケット通貨 ECU が介入通貨になりえないためアンカー通貨とならなかったが、新 ERM では単一通貨ユーロが名実ともにアンカー通貨となっていることが指摘される。また、第2には、限界点における介入を自動的かつ無制限としながらもユーロの通貨価値維持——具体的には域内の価格安定——に反する恐れがある時には ECB の介入を停止することを明記したことである。これは非加盟国通貨の対ユーロ相場が低下する局面で、非加盟国通貨の買支えのためにユーロ

のマネー・サプライが増加し、ユーロ圏内にインフレをもたらす可能性を想定したものであるが、あらためて ECB の価格安定重視の姿勢が読み取れる

なお、新 ERM への加盟を各国の任意とした理由は、'93年以来為替変動幅を拡大した ERM への加盟を EMU 第3段階参加への基準とするのは不当であるとするイギリスの主張に対する明確な結着がつけられていないことを反映したものである。しかし、その一方で現在の ERM への未参加国に対して、中心相場、変動幅決定への投票権を授与しないこととし、イギリス、スウェーデンの参加を促している。

(註1) 参考文献〔24〕 p.328.

(註2) ドイツは金準備の評価替えは見送ったものの、外貨準備の評価替えは行なうことになった。ただし差益の国庫繰入れは'98年度となる(「開始時期が迫る EMU の抱える問題」国際通貨研究所、ニューズレター、'97年8月20日)。

(註3) 参考文献〔8〕 p.p.32-33 及び〔13〕 p.p.9-10.

(註4) 日本経済新聞記事'95年11月26日。

(註5) 参考文献〔2〕 p.86.

(註6) 参考文献〔9〕 p.40.

(註7) 参考文献〔13〕 p.16.

5. 欧州中央銀行制度と金融政策

(1) 欧州中央銀行制度の概要

単一通貨参加国での金融政策は新たに設立される欧州中央銀行(NCB)およびそのもとに参加国の中央銀行(NCB)を組入れた欧州中央銀行制度(ESCB)によって統一的に企画立案され、かつ実施される。そこでまず ESCB の目的、任務、組織などをマーストリヒト条約第106条から第109b条、および ESCB に関する議定書をもとに概観してみよう。

1) 目的と任務

ESCB の第一義的な目的は「物価安定の維持」であり、EU 諸国の一般的経済政策への支援は

この目的に反しない範囲で行なわれる。つまり、景気政策の観点から金融の緩和が求められても、それがインフレをもたらす可能性がある時には金融緩和を行なわないことになる。

ESCB の主たる任務は次の4項目となる。

①単一通貨参加国についての単一金融政策の策定と実施。

②単一通貨ユーロの為替相場に係わる外国為替市場操作。

③単一通貨参加国の外貨準備の保有と管理。

④単一通貨決済システムの円滑な運営と管理。

2) 組織

ESCB は ECB と単一通貨参加国の中央銀行(NCB) から構成され、ECB によって統轄される。これを要するに、NCB は ECB 下部機構となるということである。

ECB の政策決定機関は「政策委員会」(Governing Council) であり、単一金融政策を策定する。その構成は次に述べる「役員会」のメンバー6名および単一通貨参加国の NCB 総裁であり、議決は原則として単純多数決による^(註1)。

ECB には「役員会」(Executive Board) が置かれる。この役員会は政策委員会の決定を実施する執行機関であり、政策の実施にあたって参加国の NCB を指揮監督する。その構成は ECB 総裁、副総裁およびその他の理事4名合計6名であり、この役員会のメンバーは閣僚理事会が欧州議会および ECB 政策委員会と協議のうえで推薦され、EU 加盟国首脳の前全会一致の合意により任命される。任期は8年で再選は禁止されている。

ECB にはさらに「一般委員会」(General Council) が置かれる。これは統計、規則、ECB の職員雇用などの総務的事項を決定する機関であり、ECB 総裁、副総裁および単一通貨参加国の NCB 総裁により構成される。

3) 出資

ECB 設立時の資本金は50億 ECU とされ、原則として単一通貨参加国の NCB が出資者となるが、一般委員会の決定によって未参加国

NCB が出資することもある。

4) 独立性

ESCB は物価安定の維持という目的達成のための任務遂行にあたり、EU 諸機関あるいは各国政府に指示を求め、あるいはこれらから指示を受けることを禁止されており、政策委員会のメンバーについての人事上の保障も確立されている。政策委員会の運営については、閣僚理事会の議長と欧州委員会の委員1名の出席は認められており、また閣僚理事会の議長には動議の提出が認められているが、この両者とも議決権は賦与されていない。

さらに、いままで政府との関係において高度の独立性を持つと考えられてきたドイツ連銀の制度についても、中央銀行の議決に対して政府が延期権を持っているのは ESCB 制度と矛盾するとして是正が求められている^(註2)。

以上をまとめると、ESCB はドイツ連銀制度をモデルにしなからさらにそれを超えた史上最高の独立性を備えた中央銀行制度であると言えるよう。

(2) 金融政策の中間目標と手段

ESCB の金融政策の枠組みについては、マーストリヒト条約第109f条第3項は、'96年中に EMI がその概要を明らかにすることを求めており、これを受けて EMI は '97年1月に「第3段階における単一金融政策」というレポートを発表した。もちろん、ESCB の金融政策の決定は ESCB の発足後、政策委員会で行なわれるものであるが、このレポートは政策委員会での検討の土台になると考えられる。

レポートはまず金融政策の中間目標としての妥当性を、為替相場、金利、名目所得、マネーサプライ、インフレ率の5項目について検討したうえで、最初の3項目については不適当としている。その主たる理由は、為替相場は単一通貨地域とその他諸国との取引関係を反映するものであるから広大な単一通貨地域内の物価安定目標と不整合になる場合があること、金利については物価安定と整合的な実質金利水準を見

出し難いこと、さらに名目所得は金融政策による操作が困難なことなどである。

これに対してマネーサプライは中央銀行がより直接的にコントロールできること、インフレ率は ESCB の最終目標に直結しているだけに、ESCB の反インフレ姿勢を市場に伝えやすいこと、においてそれぞれ中間目標として妥当性があるというのがレポートの分析であるが、そのどちらがより妥当かという点には踏み込んでいない。ただしレポートは、この2つの中間目標を採用している国々の中でこれらを併用している国が一番多いとしており、併用を示唆しているように見受けられる。

一方、政策手段としては、ESCB の貸出し金利（現行のドイツ連銀のロンバード・レート）を上限として、また ESCB の付利預金金利を下限としてそれぞれ設定し、その間で行なわれるレポ（買戻し条件付）方式での公開市場操作を支柱として金利操作、流動性管理を行なおうとしている。

この公開市場操作の中心になるのは毎週1回行なわれる期間2週間のレポ方式での証券オペであり、変動金利入札あるいは固定金利入札によって実施される。これに加えて毎月1回、期間3カ月の長期証券オペも実施される。さらに不定期的に実施される流動性の微調整オペと金融システム全体の構造的な資金不足・余剰に対応する構造オペを加え、合計4種類のオペが準備される。

このような公開市場操作と並んで、常設のファシリティーとしては、当初に触れたロンバード型の貸付けと付利預金ファシリティーが準備されている。なお準備預金制度については検討されている。なお準備預金制度については検討されている。なお準備預金制度については検討されている。なお準備預金制度については検討されている。

(3) 外国為替政策

単一通貨導入後の単一金融政策についてはその策定と実施主体が明確になっている。これに対して外国為替政策については、とくに策定主体が入り組んでやや複雑になっているのでこれを整理してみよう。

まず、単一通貨ユーロと単一通貨未参加国通貨との関係は基本的には新 ERM で定められている。すなわち、中心相場の設定と変動幅の決定は、欧州委員会の審議と蔵相理事会への諮問を経たのち、単一通貨参加国の閣僚と ECB、単一通貨未参加国の閣僚と NCB 総裁の合意によることになっているので、政府と ECB の共管事項である。中心相場の変更も同様である。これに対して市場介入については ECB の専管事項となる。なお新 ERM に参加しない EU 加盟国通貨とユーロとに関する外国為替政策をどのようにするかは現在のところ不明である。

次に EU 域外通貨に対する場合はどうか。マーストリヒト条約第109条第2項は為替相場制度を取決めていない域外国の通貨に関する為替政策は、欧州委員会および ECB との協議を前提としつつも、閣僚理事会が「全般的な方針」(General Orientation) を決定するとして閣僚理事会の決定権を明示している。ただしこの決定権については、物価安定という ESCB の目的を侵害しない範囲内においてのことであるという限定条件が付されており、閣僚理事会と ESCB の権限の範囲に微妙な部分が残されている。これら通貨に対する介入はこの全般的な方針の範囲内において ESCB の専管事項となる(第105条第2項)。

(4) 単一通貨決済制度 (TARGET)

単一通貨が導入され、単一金融政策が実施されるようになれば、それに応じた資金決済制度、具体的には単一通貨圏全体にわたる単一通貨の銀行間資金決済制度が必要になる。そのようなものとして、「TARGET」(Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer) システムの導入が EMI 主導のもとに準備されている。

この TARGET システムの基礎になるのは93年の合意にもとづいて EU 各国内において構築されている「RTGS」(Real-Time Gross-Settlement, 即時グロス決済) システムである。伝統的な銀行間決済システムは、1日のうちの

ある時点を決めてその時点までのすべての取引の差額を決裁するものであった。ところが銀行間での競争の激化が銀行倒産の可能性を高めるとともに、取引高の増加にともなって1銀行の倒産が他の銀行に波及する可能性を高め、これを回避するための「RTGS」が各国で検討されている。EUでは上記のようにこの「RTGS」の構築に早期から着手したため'97年中にはほとんどの国で準備が完了する。

このEU各国内のRTGSとECBの決済制度を結び、さらにそれを単一通貨導入国全域に接続するのがTARGETシステムであり、このシステムの稼働により、EU各国のRTGSシステム参加者のEU諸国間単一通貨決済が国内取引と同様の迅速さをもって行なわれることになる。単一通貨に参加しないEU圏のRTGSシステムもTARGETに接続されるが、これを利用する非参加国の銀行は自国の中央銀行に単一通貨ユーロ建てと自国通貨建ての2つの勘定を持つことが必要になる^(註3)。

このTARGETシステムの利用者である銀行に一時的なユーロ資金不足が生じる時には、単一通貨参加国の銀行に対しては当該国のNCBから日中与信の供与が行なわれ、さらにはオーバーナイト与信についても既述のロンバード型貸出しが供与される。しかし、単一通貨非参加国の銀行に対しては、オーバーナイト与信の供与は明確に否定されており、日中与信の供与はECB発足後の政策委員会マターとされている。このことは、最終的貸手としてのECBが責任を持つのは単一通貨参加国内の銀行であるという原則論から言えば当然のことになるが、単一通貨非参加国の銀行は常時多額のユーロ資金を自国NCBに保有するという資金の非効率性を強いられることになる。また、この単一通貨非参加銀行へのユーロ流動性供給の否定は、もしイギリスが単一通貨への第1陣参加をOpt-Outした時に、フランクフルト市場とパリ市場がロンドン市場に対して、この点についてはユーロ取引上の優位性を持つことになる。

(註1) ECBの増資などのような財政事項に対

しては特定多数決で決定されることになっている。

(註2) 参考文献〔6〕の第2章補論参照。

(註3) TARGETシステムの詳細については、参考文献〔20〕p.p.110-118を参照。

6. 単一通貨ユーロ導入をめぐる諸問題

(1) ECUとユーロ

単一通貨ユーロの導入はそれをめぐっていくつかの問題を提起することになるが、それに先立って現在のECUユーロとの貨幣的な性格とユーロ導入後のECUについて若干の考察を加えておこう。

いうまでもなく、ECUはバスケット通貨であり、現在のEU加盟15カ国のうち'89年9月までにEUに加盟していた12カ国の通貨のバスケットとしてその価値が表示され、その各国通貨の構成比は'89年9月に調整されたのを最後としてマーストリヒト条約の発効とともに凍結されている。またECUの法的通用力はEU通貨当局間における準備資産での決済のみに限定されている。これに対して単一通貨ユーロはマーストリヒト条約によって単一通貨参加国において強制通用力を与えられた法貨であり、その導入時に固定された参加国通貨との交換レートは参加国通貨とユーロが併存する期間を通じて維持される。このようにECUとユーロは貨幣的に見れば全く違ったものであり、ただ単にユーロの導入日においてそれが等価であると規定されているに過ぎないのである。

それではユーロの導入日以降公的ECUはどのようなのか。まずユーロの導入日に現行のEMSおよびその中心となるERMが新ERMに引継がれるという言い方がされるが、実態に即していえば、現行のERMを中心とするEMSは消滅し、単一通貨参加国と非参加国との間で単一通貨ユーロを軸とする為替相場協定および短期信用協定が結ばれるだけのことで公的ECUが存在する余地はどこにもない。したがってEU諸国が保有するECU残高は'79年にお

ける ECU 創出取引——欧州通貨協力基金に対して保有外貨準備の一部を引き渡してその見返りとして ECU 残高を入手する取引——の反対取引を行うことで消滅することが基本となろう。単一通貨加盟国はこの反対取引で入手した外貨準備の全部あるいは一部を ECB に引渡して対ユーロ相場維持のための外貨準備として保有することになろう。要するに公的 ECB は平価基準としても、準備資産としても消滅するということである。

それでは民間 ECU はどうなるか。公的 ECU が消滅し、さらに EU 諸国の主要メンバーを含む過半数の国々の通貨がユーロに統一されれば公的 ECU と同等の構成内容を持つ民間 ECU というの価値（＝為替相場）の基準が不明確なものとなる一方、既存の民間 ECU 建契約の決済は次項にみるようにユーロと 1 : 1 で行われる。また構成通貨の金利の加重平均である民間 ECU 金利の利点であった中庸性も、ユーロの導入と単一金融政策のもとで無意味となる。したがって民間 ECU 取引も公的 ECU の消滅とともに急速にユーロ取引に吸収され、消滅するであろう。

(2) 単一通貨ユーロの法的枠組み

民間 ECU 建ての新規取引が急速に消滅するとしてもすでに締結されている民間 ECU 建ての取引——例えばユーロ導入後に期限の到来する ECU 建債券の償還や ECU を相手通貨とする金融先物取引の決済——をユーロとの関連においてどのように処理するかという問題、さらに ECU に限らず EU 各国通貨建ての契約をユーロとの関係においてどう結着させるのかという問題、すなわち単一通貨の法的枠組みの問題は国際金融の実務面からみて極めて大きな問題である。そのため、単一通貨の名称をユーロと決定した'95年12月のマドリッド欧州理事会では遅くとも'96年末までにはユーロの法的枠組みについての基本的な案を準備することを決定し、これにもとづいて欧州委員会が用意した2つの規則案が、'96年12月のダブリンでの欧州理事

会で承認された。

まず第1の規則案はマーストリヒト条約第235条にもとづくもので、既存の契約の継続性を明記するとともにユーロと ECU の 1 : 1 の交換比率を定め、民間 ECU は個々の契約に特別の規定がない限り公的 ECU と等価と解釈することが望ましいとしている。

第2の規則案はユーロの導入時から参加国の通貨がユーロと併存する移行期間の支払通貨の法的有効性に関するもので、特段の定めがない限り、契約にもとづく支払いは契約書に記載された通貨で行なわれるが、債権者および債務者がユーロ域内に所在し、かつユーロ域内通貨建てでの契約であるならば、ユーロを含むユーロ域内のどの通貨で支払ってもよいとされている。

この規則はユーロをめぐる当面の域内問題については取敢えずの法的措置を講じたものであるが、EU 域外との契約については問題を残している。それは契約の準拠法に係わる問題であって、域外諸国との契約のかなりの部分がアメリカ法を準拠法としていることが多く、この規則が EU 諸国で批准されても強制力を持つ範囲は限定されるということである。さらに法的拘束力とは別に、例えば契約金利がロンドン市場におけるユーロ・マルク金利を基準にしている場合、単一通貨移行によるユーロ・マルクの消滅にどう対応するかなど解決を要する問題が次々に発生しうるのである。

(3) 交換レートの設定

'98年5月頃に想定される単一通貨参加国の確定と並んで最も注目されているのは'99年1月の単一通貨ユーロの発足時において非可逆的に固定されるユーロと参加国通貨との交換相場の決定である。この交換相場の決定方式については、学者をも含めて多くの提案あるいは議論が行なわれているが、これらを集約するとバリエーションはあるものの、次の3つの方式にまとめることができる。すなわち、

- ①ERM の ECU 基準相場を使用する方式
- ②'99年1月1日直前の対 ECU 市場相場を

使用する方式、

③'99年1月以前の一定期間の対 ECU 平均相場を使用する方式、である。

この3方式を検討してみると次のような長所と短所を持っている。

まず①の方式は、ECU に対するEU諸通貨の基準相場が現に存在し、しかも現在の為替相場が全体としてみて基準相場から見てあまり大きくは乖離していないという点では比較的説得力を持つ方式である。しかし、ERM の相場変動許容幅が基準相場の上下各15%に拡大されているため、'99年1月の直前の各国通貨の相場が基準相場周辺に収斂していることを期待できる理由もない^(註1)。そのため、この方式による場合には、'99年1月直前の市場相場が基準相場と乖離している通貨について、'99年1月1日に事実上の為替相場の切上げあるいは切下げ、つまり相場の非連続性が発生することになるという問題が発生する^(註2)。

②の方式による場合には、①の方式のように'99年1月1日の相場とその直前の相場の間に不連続が生じることはない。それはユーロ参加国通貨とユーロとの交換レートの決定をすべて市場に委ねるとからである。しかし、この方式のもとでは固定される交換レートへの思惑から'98年の年末に向かって相当規模の投機が発生する可能性があり、場合によっては上下15%の変動幅が脅かされることもあろう。しかも、このような投機の結果として形成される為替相場はその国の経済のファンダメンタルスに見合った相場といえない可能性が高い。それにもかかわらず、その市場相場をもって交換レートを非可逆的に固定することはミスアラインメントを固定化する可能性を否定できない。

③の方式による場合には、'99年1月1日に近づけば近づくほど平均相場の実数が明らかになってくるので投機発生之余地は少なくなる。そのため、'98年の年末にかけて発生しうる投機を押さえるためにはこの方式が最良であると言われている。しかし、この方式は①の方式と同様に'99年1月1日直前の相場と1月1日に

固定される相場との間に非連続性が生じるという問題を残す。また、この平均相場を定める「一定期間」は、それが長ければ長いほど交換レート固定日直前の投機防止には役立つが、逆に相場の非連続性を拡大する可能性を持つのである。

(4) 最適通貨圏

EU はすでに単一通貨導入のスケジュールを確定し、それに向けて走り始めている。それにもかかわらず、「EU は最適通貨圏としての条件を備えていない」との議論があるのでこの問題を概観しておこう。

単一通貨（あるいは固定相場制）を導入した時、その通貨圏に編入された諸国では為替取引コストが不要になるなどの利益が生じるが、他方では為替相場調整政策の権限を喪失するので不均衡の調整にコストを要するかも知れない。この単一通貨圏編入国の利益とコストを比較して単一通貨圏形成の是非を検討するのが「最適通貨圏の理論」である^(註3)。

この理論の中心部分は、A、B 二国が固定相場制を採用している場合、もし経済ショックがA国を襲い貿易収支が赤字に転じたときに為替相手を切下げた貿易収支の改善をはかると為替相手を固定したままで国内の賃金・物価の切下げで均衡をはかるとどちらが容易かということである。これを一般的に言えば為替相場切下げの方が容易ということになるが、しかし、もしA国の労働力がショックに襲われなかったB国に容易に移動できるのであれば、A国で生じた失業はB国で吸収可能なのでA、B両国は為替取引コスト不要という固定相場の利益を保持できる。そこで Mundell は労働力が自由移動できる範囲を「最適通貨圏」とした。この理論にはその後、賃金・価格の弾力性という条件が付加されている。これらを併せて「最適通貨圏」とは対内・対外の均衡を同時に達成できる通貨地域の範囲とされている。

このような理論にもとづいて、主としてアメリカの学者達から、① EU 諸国間の労働力の

移動は限定的であり、また賃金は下方弾力性に欠けるため最適通貨圏きと言えない。②そのうえに、経済ショックによって特定国に生じる失業に対処する EU レベルでの財政的トランスファー・メカニズムも構築されていない、との主張が行なわれた^(註4)。

これに対して EU 側の学者達は、①最適通貨圏の理論は経済ショックの内容を明らかにしていないが、一国に特有なショック——例えばドイツ車からフランス車への急激な需要シフト——は EU では考え難い、②ある産業部門に特有なショックの発生は、今後部門毎の地域特化が進んでも、なお各国に分散しているので国毎のショックは相対的には少ないなどと反論した^(註5)。

ところで、Mundell は最適通貨圏となりうる地域について経済的な同質性を有する地域と見ている。この経済的同質性については学者毎に見解の差はあるものの、次の3点が挙げられている。

①生産要素の流動性

これは Mundell が提起している条件で、資本と労働力の流動性が高ければ、通貨圏内に不均衡が発生した場合でも生産要素が不況地域から好況地域に移動することで不均衡が比較的容易に是正される。この点を EU に即してみると、言語・民族の違いが障害となって労働力の移動はアメリカの州間移動に比してはるかに低い。しかし、資本の移動については域内での自由化はほぼ完了している。

②経済の開放性

これは Mckinnon が提起している条件である。経済の開放度は国内生産に対する貿易額（輸出プラス輸入）の比率で測られ、この比率が大きいほど開放度が高いとされる。開放度の高い経済のもとでは、為替相場の変動は貿易財の名目価格を変更させるだけでなく非貿易財の名目価格や名目賃金を変化させて国内物価水準に大きな影響を与える。そのため、開放度の高い経済地域内では変動相場制よりも固定相場制が望ましいとする^(註6)これを EU にあてはめる

と、EU 諸国の経済開放度は第3表に見られるようになりに高く、かつ産業の多様化が進んでいるので為替相場変動による競争力の調整の利点よりも物価への影響の害の方が大きくなる可能性がある。

③経済の多様性

これは Kenen が提唱している条件であり、Mundell の生産要素の流動性に代置しうるものとされている。この経済の多様性とは、その圏内において財の生産が多様化しているか、あるいは同一産業を営む地域が複数化している状況を指す。このように多様化した経済のもとでは、個々の産業の国際競争力に変化が生じても全体への影響は限られており、為替相場変更の必要は生じない。また、産業が多様化し、あるいは同一産業を営む地域が複数化していれば、経済的ショックが全域的あるいは特定地域に大量の失業を発生させる可能性は少ない^(註7)。この条件は EU という地域にはかなりあてはまるものと言えよう。

以上の略述からわかるように、「EU は最適通貨圏とは言い難い」とするアメリカの学者達の主張は理論的核心部分を衝く鋭さはあるものの、Mckinnon, Kenen の提起している補完的条件への考察に欠けているように思われる。そもそも「最適通貨圏」の理論は抽象度が高く、まだ現実の通貨統合に対して明確な見解を示せるところまで完成されていないというべきであろう。

(註1) 学者達の中には、'98年5月の第3段階参加国の確定から'98年末までの間に、競争力強化のために為替相場を切下げる国が出る可能性を指摘する者もある。参考文献〔8〕p.p.34-35、および〔13〕p.14

(註2) Kenen はこのような非連続性は「相場の固定が ECU の対外価値に影響を及ぼしてはならない」とするマーストリヒト条約に違反するものと見ている（参考文献〔13〕p.14.）。

(註3) 参考文献〔15〕。

(註4) 代表的なものとしては、参考文献〔3〕

が挙げられる。

(註5) 代表的なものとしては参考文献 [10] が挙げられる。

(註6) 参考文献 [14]。

(註7) 参考文献 [12]。

7. ユーロ導入後の国際金融

最後に単一通貨ユーロの導入によって国際金融にどのような影響が生じるのかという点について簡単に考察しておこう。

(1) ユーロ圏の経済規模

まずユーロ圏の経済規模について眺めてみる。現在の時点ではまだ単一通貨参加国が決まっていないが、最近の情報としては参加国が予想以上に多くなると伝えられているのでひとつの目途として10カ国をベースとした数字で考えてみる。

第3表に示されているように、人口は10カ国ベースで2億7,868万人('95年)でアメリカを超え、日本の2.2倍にあたる。名目GDP('96年)は6兆7,910億ドルで、アメリカの0.9倍、日本の1.5倍にあたる。また貿易額(輸出プラス輸入,'96年)は3兆60億ドルでアメリカの2.2倍、日本の3.8倍にあたる。これらを概括的に言えば、10カ国ベースのユーロ圏は人口、GDPでアメリカに匹敵し、日本の2倍程度の経済圏になる。このユーロ経済圏がEUを除く世界経済に与える貿易面でのインパクトは、1兆1,450億ドル(=10カ国の貿易総額マイナス10カ国の対EU貿易額)で、同様の基準で算出したアメリカの1兆930億ドル(=アメリカの貿易総額マイナスアメリカの対EU貿易額)と肩を並べ、日本の6,590億ドル(=日本の貿易総額マイナス日本の対EU貿易額)の2倍近くなる。

一方、この10カ国相互間の貿易総額は1兆

第3表 ユーロ経済圏の人口、GDP、貿易額(輸出額+輸入額)

	人口 (千人 1995年)	名目GDP (百万米ドル 1996年)	貿易額(百万米ドル)		対EU諸国貿易(百万米ドル)		
			(1995年)	GDP比	(1995年)	GDP比	域内比率
ベルギー	10,131	264,568	294,597	104.39	209,205	74.13	71.01
ドイツ	81,539	2,359,571	953,057	39.58	532,815	22.13	55.91
フランス	58,020	1,549,632	561,020	36.52	354,547	23.08	63.20
アイルランド	3,580	66,628	75,880	122.47	49,529	79.94	65.27
ルクセンブルグ	407	17,050			(資料の制約からベルギーに合算)		
オランダ	15,424	392,234	297,153	75.51	202,969	51.57	68.30
オーストリア	8,040	228,664	113,011	48.53	76,755	32.96	67.92
フィンランド	5,099	123,606	68,925	55.33	39,532	31.73	57.36
8カ国合計	182,240	5,001,953	2,363,643	46.90	1,465,352	29.08	62.00
スペイン	39,177	585,230	206,444	36.96	141,294	25.30	68.11
イタリア	57,269	1,203,852	435,978	40.10	255,093	23.46	58.51
10カ国合計	278,686	6,791,035	3,006,065	44.97	1,861,739	27.85	61.93
デンマーク	5,216	174,621	92,470	53.50	55,433	32.07	59.95
ギリシャ	10,443	122,807	36,702	32.07	23,528	20.56	64.11
ポルトガル	9,912	107,888	55,200	53.38	42,273	40.88	76.58
スウェーデン	8,816	253,750	131,216	57.12	83,245	36.24	63.44
イギリス	58,492	1,144,775	501,886	45.28	263,742	23.79	52.55
EU合計	371,565	8,954,876	3,823,539	50.96	2,329,960	31.06	60.94
日本	125,570	4,590,806	778,876	15.18	119,237	2.32	15.31
アメリカ	261,626	7,575,481	1,353,473	18.66	260,492	3.59	19.25

資料: DATASTREAM, EUROSTAT "YEARBOOK '96", IMF "Direction of Trade".

4,656億ドルであり、10カ国にとってこの金額が為替取引コストを伴わない貿易取引に転化することになる。

(2) 為替市場の取引への影響

ユーロの導入は世界の為替市場での取引通貨の内訳と取引高に影響を与える。ただし、ここでは資料上の制約から EU 15カ国がユーロを導入するものとして論を進める。

まず取引通貨の内訳である。BIS の調査によれば、'95年4月の1日当り外国為替取引高は、第4表に示されるように、二重計算及び推計上の誤差を調整後で1兆1,900億ドルであった。

これを通貨別に見ると、二重計算調整前の数

第4表 世界の外国為替市場の取引高^(註)
(単位：10億ドル)

総取引高(報告ベース)	1,864
国内取引の二重計算調整	-293
国内二重計算調整後の取引高	1,572
対外取引の二重計算調整	-435
国内・対外二重計算調整後取引高	1,137
報告時の脱漏分推計額	+53
世界の取引高総額	1,190
うち直物取引	520
先物取引(アウトライト先物とスワップ)	670

(註) 取引高は1995年4月の営業日の1日当り取引高。
(資料) BIS「Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivative Market Activity」May 1996.

字における主要通貨の取引シェアは米ドル83%、ドイツ・マルク37%、円24%である(外為取引には2通貨が関係するのでこの合計は200%になる)が、BIS 調査が分類している主要通貨のうちユーロに置換されると考えられる欧州通貨をすべて合計すると70%を占め、米ドルに接近する。同様に二重計算調整後の数字では米ドル42%、ドイツ・マルク19%、日本円12%で、ユーロに置換されると考えられる欧州通貨のシェアは35%となり、この数字でもユーロのシェアは米ドルに接近することがわかる。もっとも、この数字にはユーロの導入後には消滅するユーロ参加国通貨間の為替取引が含まれているので、その分だけ下方修正が必要である。

次は為替取引高への影響である。前述の BIS

の調査結果によると、二重計算調整後の取引高において、1日当りの為替取引高はユーロの導入による域内通貨間取引の消滅により、EU 域内で1,134億ドル(15.8%)、EU 域外で340億ドル(4.4%)、世界全体で1,474億ドル(9.4%)減少する。

これを主要市場別に見ると、ロンドン市場では460億ドル(9.9%)、ニューヨーク市場184億ドル(7.5%)、パリ市場172億ドル(29.9%)、フランクフルト市場117億ドル(15.4%)とそれぞれ取引が減少するが、主要取引市場の取引高順位に変動を及ぼすほどのものではない。なお東京市場への影響は0.4%であってネグリジブルである。

(3) 外貨準備の構成変化

単一通貨ユーロの導入にともなって発生する次の問題はそれを契機にして世界各国で自国の保有する外貨準備の総額および構成についての検討が行なわれ、その結果として為替市場で買圧力あるいは売圧力に曝される通貨が生じるのではないかということである。

この点についてはいくつかの論述がなされているが、その代表的なものは、J.P.Morgan のペーパーである^(註1)。これによれば、EU 8カ国が'96年央に保有する外貨準備は米ドル換算で2,000億ドルで、うち500億ドルがドイツ・マルク、フランス・フランなどユーロに置換されるものと推測し、ユーロ発足時に ESCB が保有する外貨準備を1,500億ドル(20%減)と見る。ところがユーロの導入によりユーロ圏内取引は外貨準備を必要としない取引となり、外貨準備を必要とする輸入取引は従前に比して40%減少する。その結果 ESCB には300億ドルから700億ドルの過剰準備が発生する。また域外との取引についても、インボイス通貨としてユーロが使われる比率は従前に EU 通貨をインボイス通貨としていた比率を上回ると予想されるので、この面からも過剰準備が発生する。そのため、この過剰準備(主として米ドル)の処分を通じてユーロ相場の上昇(米ドル相場の下落)

がもたらされるとしている。さらに、上記のようなユーロのインボイス通貨としてのユーロの比率の上昇は、EU 域外諸国の外貨準備に占めるユーロの比率を現在のドイツ・マルクなどの比率以上に高め、この面からもユーロ相場の強勢がもたらされることを示唆している。

このペーパーの意義は問題の所在を指摘した点にあり、過剰準備の金額を推定したところにはないであろう。一般に外貨準備の必要額を輸入額との関係で算出することがあるが、これは不測の事態に備えてこの程度の外貨準備を持っていることが望ましいという目安程度のものであって、それを超えれば直ちに過剰準備となるものでもない。とくに資本取引の自由化が進展した現在では外貨準備の必要額が増えているとも言っているのである。いずれにせよ、各国の外貨準備の保有動機は多岐にわたり、過剰額を簡単に算出できるものではない。Bergstein も世界の公的準備の1,000~3,000億ドルがユーロにシフトしようと述べているが、その根拠は必ずしも明確でない^(註2)。

とはいえ、アメリカの経常勘定の大幅赤字があまりにも長期にわたって続いたため、やや漠然とではあるが外貨準備が過剰ではないかと考えている国があることは否定できず、あるいは ECB がそう考えることもありうる。しかし、その場合に ECB が過剰準備を為替市場で処分するとすれば、まさにユーロ相場の上昇が発生し、ユーロ導入国の対外競争力に影響を及ぼすことになるので、ただ単に準備が過剰であるとの理由だけから直ちにその処分を開始するとは考え難い。この「過剰準備=過剰ドル準備」問題は本質的には国際通貨体制における不安定要因除去に関するストック問題として処理すべき問題であろう。

またこのペーパーが後段において指摘しているインボイス通貨としてのユーロの比率の高まりとともにユーロが準備通貨として保有される比率を現在のドイツ・マルクなど以上に高めるといことは恐らく生じるであろう。しかし、それが各国の米ドル準備の処分をとまうとし

ても極めて徐々であって為替市場への圧力となる可能性は少ないと見てよいだろう。

(4) 民間国際金融資産の構成変化

ユーロ導入が国際金融に及ぼす影響のもう1つは民間国際金融資産の通貨的構成が、在来通貨建資産からユーロ建資産にシフトすることによって変化することであり、この過程で為替市場に圧力がかかるのではないかと言う点が、Bergstein によって論じられている^(註3)。

Bergstein の主張の前提となっているのは新たに設立される ECB の金融政策運営態度である。すなわち、ECB は価格安定に全権を持っており、その政策運営にあたっては早期に信頼を得るように行動する。そのためユーロ相場の上昇には特に警戒心が強く、むしろユーロ相場の上昇を金融政策成功の兆しと見る可能性がある。また ECB が、50年の歴史の中で定評を確立してきたドイツ連銀と比較されることは避けられず、そのために ECB の金融政策は当初から厳しいものになり、これがユーロ相場の強調をもたらす。そして、このユーロ相場の強調が民間における国産金融資産のユーロシフトを生じさせ、それが為替相場に圧力を及ぼすと主張する。このシフトの規模については明言を避けつつも、時にはバンドワゴン効果をとまなうと相当の多額にのぼることを示唆している^(註4)。

ECB の政策運営が適切である場合、一般的に言ってこのようなシフトが起ることは当然にありえよう。それは通貨価値が安定していると思われる新しい国際金融資産が出現するためである。しかし、それがどの程度まで集中的に発生するかは、ECB のみならずアメリカの連邦準備制度の金融政策運営態度の双方によるところ大であり、ECB の政策態度からのみ論じようとするにはやや無理がある。またユーロ建の国際金融資産のアイベラビリティの程度によっても左右されるのである。さらに、ECB の政策が通貨価値の安定を目的とすることは当然としても、それがユーロ相場の継続的上昇に結びつくということは速断のきらいを免れない。ただ、この国際金融資産のユーロシフトという問

題は、前に述べた準備資産のユーロシフトの問題も含めて、アメリカと ECB の金融政策の協調が従来にも増して重要になってくることを示唆していると思われる。

(5) 金融・資本市場への影響

これまでの欧州における伝統的な金融・資本市場は各国通貨毎にそれぞれの国内市場に分離され、資本取引の自由化が進展したとはいえ、国境を越えての取引には常に為替相場変動リスクを随伴していた。

単一通貨ユーロの導入とユーロ地域および EU 地域を結ぶ TARGET システムの稼働はこのような状況を大きく変えることになる。とくに、短期金融市場については、フランクフルト、パリ、アムステルダムなどの国内金融市場を単一通貨ユーロ取引のセグメント市場に変化させ、即時決済機能を持つ TARGET システムでの連結によってこのセグメント市場はリアルタイムでのユーロの裁定取引を可能にする単一市場になるという変化である。

この市場規模を短期金融市場についてみると、ドイツ、フランス、ベネルクス3国とオーストリアの6カ国ベースで8,600億ドル、15カ国ベースで1兆6,500億ドルで日本を上回るもののアメリカの2兆3,000億ドルには及ばないところである。また債券市場については6カ国ベースで残高1兆ドル、15カ国ベースでは2兆7,000億ドルでアメリカを上回る規模となる。

もちろん、各国の金融・資本市場、とくに資本市場については規制・税制面でなお国別の差があり、直ちに完全な統一市場になるわけではない。しかし、これまで各国市場を分断していた為替リスク、インフレ格差が消滅することの意義は大きく、とくに規制・税制面で有利な市場の拡大をテコとして制度の収斂がはかられるであろう。

このようなユーロ統一市場では、各国通貨が存在していた従前と違って金融機関の通貨的マザー・カントリー利益は著しく薄れるものと考

えられる。これは各市場において内外金融機関入り乱れての競争の一段の激化を予想させるものである。また資本市場においては、為替相場リスクの消滅は証券価格の形成を透明度の高いものとさせ、証券の発行価格あるいは発行条件は、もっぱら発行体の信用度に依存するというように変化するものと推測されている。

(6) 国際通貨体制への影響

最後の問題は単一通貨ユーロの導入が国際通貨体制にどのような影響を与えるかという点である。この点に関しては、欧州委員会のレポートと Bergstein の論文を手がかりとしてみよう。

まず'97年4月に発表された欧州委員会のレポートは、ユーロ導入国の通貨・財政政策が一体化され、また物価安定を唯一の目標とする ECB の金融政策運営によってユーロは安定した通貨になる。その結果、世界の金融資産運用の $\frac{1}{3}$ 以上がユーロ建てになり、世界各国の外貨準備、取引決済通貨としてのユーロの比率も高まって、ユーロは米ドルと並ぶ規模になると結論している。なお同レポートのデータによれば、世界の民間資産運用額は95年末現在で米ドル建て39.8%、ドイツ・マルク建15.6%、日本円建て11.5%であるが、欧州通貨建て合計では36.9%で、すでに米ドルに匹敵する数字になっている^(註5)。

一方、Bergstein はある通貨が世界的な役割を果たすかどうかは5つの要因、すなわち、①通貨の背後にある当該国の経済と貿易の規模、②経済の外部に対する独立性、③為替管理の排除、④資本市場の広さ・深さ・流動性、⑤経済の強さと対外ポジション、によって決まるとして、これらの点をアメリカと統合された EU とを比較する。

その結果、①では EU が若干勝るがほぼ同等、②と③でも同等である、④では EU がアメリカに並ぶにはまだ時間を要する、⑤では、EU は経済の成長力はやや弱い安定性では勝り、また対外ポジションにおいてはアメリカが問題を抱えているのに対して EU はバランス

がとれていると判断し、将来的にはユーロは米ドルと並ぶ地位に就き、国際金融通貨体制は米ドルとユーロによる「2極通貨体制」(Bipolar Currency Regime)として形成されると結論する。なお、日本円については、日本経済と貿易の規模は大きく物価も安定しているが、基軸通貨になるための条件、とくに金融市場の機能に欠けているため「日本円は10-15%の市場シェアを維持して重要ではあるがより小さな役割を果たす」存在として「2極通貨体制」の「下位のパートナー」(Junior Partner)と位置づけている^(註6)。

上述したリポートおよび論文はそれぞれデータの裏付けをもった将来への推論として国際金融関係者の関心と呼ぶものであり、国際金融通貨体制をめぐる今後の議論の出発点となりうるものであろう。しかし、まだ単一通貨ユーロへの参加国が確定したわけでもなければ、今後設立される ECB の政策方向が明らかになっただけでもない。例えば、単一通貨ユーロへの参加国が政治的判断により予想外に拡大し、ユーロがいわゆる「ソフトユーロ」としてスタートする場合、ECB はより厳しい政策運営に傾斜しようとするかも知れないが、政策委員会の構成メンバーである各国中央銀行の総裁達のどこまでがこれに賛成するかなどは ESCB 発足後の推移を見なければならぬ。この点に関連して、EMI が金融政策の中間目標として為替相場を不適当としていることが注目される。

またユーロ建ての民間金融資産についても当面ユーロ導入国通貨建て金融資産は実質的にユーロ建てに振替わるものの、その後の拡大については ECB の金融政策およびユーロ参加国の資本市場の整備・統一の進展度によってかなり違って来るであろう。加えて、単一通貨ユーロ金融・資本市場が、従来からのユーロ・ダラー金融・資本市場とどのように競合するか、さらにユーロ・ユーロ市場が発生するかも不明である。

このような状況からみて、単一通貨ユーロ導入が国際金融通貨体制に及ぼす影響についてはまだ試論が出された段階にあると言わざるをえず、

今後の推移に注目したい。

(註1) 参考文献 [11].

(註2) 参考文献 [1] p.15.

(註3) 参考文献 [1] p.p.15-17 および [2] p.84.

(註4) 参考文献 [1] p.p.17-19 および [2] p.p.85-86.

(註5) 日本経済新聞記事, '97年4月24日.

(註6) 参考文献 [2] p.p.86-92.

8. 結 び

欧州の経済統合は1958年の EEC の形成からスタートしたが、その基礎となる理念は第2次大戦後米ソ2大国体制のもとで世界政治のリーダーシップを失った欧州の復権であった。欧州の経済統合がその長い道程において、何回ものデッド・ロックに乗上げつつも、その都度、時には時計の針を止めての、折衝と妥協によって事態を打開し、前進を遂げてきた理由はこの基本理念の存在に求められる。この点はソ連が解体した現在でも変りはない。

その欧州の復権の経済的基盤となる経済統合は、人・物・金の自由交流という単一市場の形成をすでに基本的に完了させ、単一通貨ユーロを導入するとともにその通貨管理、単一金融政策を立案・実施するための欧州中央銀行制度を発足させるという経済通貨同盟の第3段階の開始を1999年1月に見込みうる時点に到達した。

もちろん、現実の第3段階開始までには不明確な部分が残されている。その第1は'98年5月頃と見込まれている第3段階への第1陣参加国の決定である。この決定は4分野5項目の経済収斂基準の達成状況の評価に基づいて行われるが、この基準を厳格に適用した場合にはすべての基準を達成する国は少ない。しかし、この基準に関するマーストリヒト条約の条文は拡大解釈の余地を残しており、第1陣参加国が予想外に多くなる可能性もある。

また'99年1月のユーロ導入日に非可逆的に固定されるユーロと第1陣参加国通貨との交換

レートがどのように決定されるかも不明である。この決定方式次第では、'98年末に向かって為替投機が発生する可能性があるばかりでなく、ミスアライメントを固定化する惧れもある。欧米の学者達の中には、'98年末に為替相場調整を行う国が生じると指摘する者も少なくない。

さらに第3段階開始後についても、欧州中央銀行の金融政策運営態度が現実にはどのようなものになるかは現時点では推測の域を出ることはできないが、参加基準が実質的に緩和されて第1陣参加国が多数となった場合に政策委員会の意志統一に問題が生じる可能性も否定できない。一方、参加国の財政政策の運営についても、「安定と成長の協定」により一応のタガははめられたものの、この協定とフランスの強硬な主張によって作成された別文書における失業問題への配慮あるいは経済政策と社会政策との調和とがどのような関係になるのかは不明である。

しかし、現在の時点で第3段階の開始時期を延期しようという声はEU諸国のどこからも公式的には出ていない。それは、もし第3段階の開始を延期させた場合にはEMU計画そのものの信認度が著しく低下することを各国が熟知しているからである。唯一の波乱要素はマーストリヒト条約の批准時に、ドイツ議会がドイツの第3段階参加の可否を改めて決定するとの付帯条件を付しているため、'98年5月頃にドイツの参加が認められた時には、ドイツ議会の承認を得る必要があることである。この時に、基準の実質的緩和により参加国の数が増加していれば、マルクに取って代るユーロの価値基盤が脆弱であるとして議会がドイツの参加を否決する可能性も全くないわけではない。しかし大勢として見た場合、'99年1月からのEMU第3段階開始はまず動かないと見てよいであろう。

このようにして'99年1月から人口において少なくともアメリカに匹敵し、あるいはこれを超えるユーロ通貨圏が出現することになる。これが世界経済に及ぼす影響にはかなりのものがあるであろう。国際金融の側面だけをとって、外国

為替市場、国際金融市場、国際資本市場すべてにわたりかなりの変容が生じる。その一部については本稿で考察したが、より詳しい考察はEMU発足後の現実には則して行なわなければならない。また国際金融の変容は現在の米ドルを中心とする国際通貨体制の変容をもたらす可能性を持っている。本稿の中で紹介したようにすでにBergsteinは米ドルとユーロによる2極通貨体制の到来を推論しているが、この点についてもEMU第3段階発足後の現実には則した分析と考察が必要である。

すでに述べたようにユーロ発足後の金融・財政政策の運営についても不明な点が多く、ユーロ通貨圏の経済が順調に成長を持続できるかももちろん不明である。しかし、これらが順調に進んだとしても、それによってEUの統合が終了するわけではない。次に来るのは政治統合の問題であり、当面の課題となるのはマーストリヒト条約に記載された共通対外政策、共通安全保障政策の形成である。その意味ではEMUの第3段階開始は今後なお続く欧州統合の道程の、重要ではあるが1つの里程碑として位置づけられるものである。

(1997. 10. 4)

主要参考文献

- [1] Bergstein, F.C., "The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation", A Paper presented to a Conference on EMU, Mar. 1997.
- [2] _____, "The Dollar and the Euro", Foreign Affairs, Jul./Aug. 1997.
- [3] Eichengreen, B., "Should the Maastricht Treaty be saved", Studies in International Finance No.74, Princeton University, Dec. 1992.
- [4] European Commission, "Green Paper on the Practical Arrangements for the Introduction of the Single Currency", May 1995.
- [5] European Monetary Institute, "The

- Changeover to the Single Currency”,
Nov. 1995
- [6] _____, “Progress towards Convergence”
Nov. 1996.
- [7] Expert Group on the Changeover to the
Single Currency, “The Preparation for
the Changeover to the Single European
Currency”, Jan. 1995.
- [8] Goodhart, C.A.E., “The Approach to
EMU”, Essays in International Finance
No.199, Princeton University, Aug. 1996.
- [9] Gross, D., “Linking the Ins and Outs”,
ditto.
- [10] _____, and Thygesen, N., “European
Monetary Integration”, 1992.
- [11] J.P.morgan, “The Euro, FX Reserves
and Vehiclecurrencies, Some unusual
Findings”, Sep. 1996.
- [12] Kenen,P.B., “The Theory of Optimum
Currency Areas”, University of Chicago
Press, 1969.
- [13] _____, “Sorting out some EMU Issues”,
Reprints in International Finance No.29,
Princeton University, Dec. 1996.
- [14] Mckinnon, R.I., “Optimum Currency
Areas”, American Economic Review 53,
1963.
- [15] Mundell, R.A., “The Theory of Optimum
Currency Areas”, American Economic
Review 51, 1961.
- [16] 相沢幸悦「ヨーロッパ単一通貨圏」東洋経済新
報社 1997年.
- [17] 青島昭久「変動相場制下の国際金融」共栄学園
短期大学研究紀要 1996年.
- [18] 石川謙次郎「ヨーロッパ連合への道」日本放送
出版会 1994年.
- [19] 岩田健次「欧州の金融統合」日本経済評論社
1996年.
- [20] 国際通貨研究所編「単一通貨ユーロのすべて」
東洋経済新報社 1997年.
- [21] 大西健夫, 岸上慎太郎編「EU統合の系譜」早
稲田大学出版会 1995年.
- [22] 島野卓爾「欧州通貨統合の経済分析」有斐閣
1996年.
- [23] 田中素香「欧州統合－E C 発展の新段階」有斐
閣 1982年.
- [24] 田中素香「EMS: 欧州通貨制度」有斐閣
1996年.