慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	国際通貨としてのユーロ : 導入二年後の評価
Sub Title	Euro as an international currency : two years after its advent
Author	嘉治, 佐保子(Kaji, Sahoko)
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	2001
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.94, No.2 (2001. 7) ,p.277(51)- 300(74)
JaLC DOI	10.14991/001.20010701-0051
Abstract	
Notes	論説
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-20010701-0051

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

「三田学会雑誌」94巻2号（2001年7月）

国際通貨としてのユーロ

——導入二年後の評価[1]——

嘉　治　佐保子

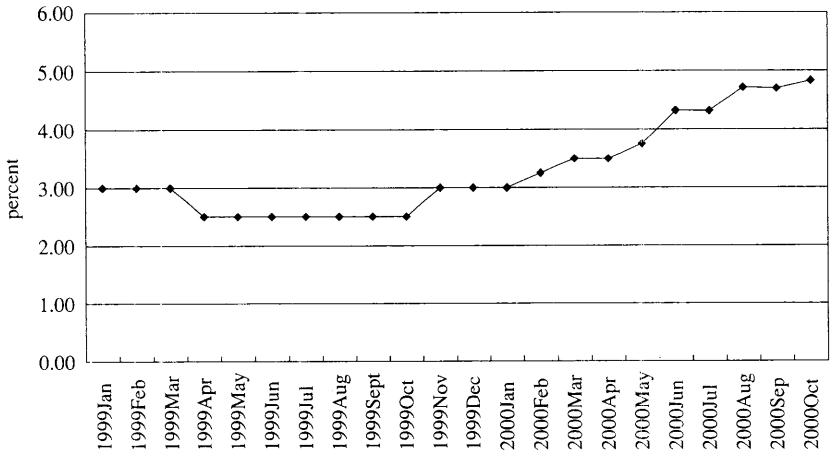
はじめに

1999年1月1日，欧州の新しい共通通貨ユーロが予定通り誕生した。その前日，欧州連合蔵相理事会はユーロと各加盟通貨との交換レートと，米ドルと日本円に対する「参考レート」（“reference rates”）を発表している。米ドルに対しては1ユーロが1.16675ドル，日本円に対しては1ユーロが132.80円であった。世界の為替市場での取引が本格化したのは1月4日からであったが，それ以前にロンドンで，1ユーロ1.1685ドルから1.1690ドルで取引が始まった。4日の東京市場では132.58円から132.63円で取引が開始し，終値は134.95円となった。

これらの対ドル・対円レートが，その後の二年間における最高値になるとは，誰が予想しただろうか。だがその後約二年間，ユーロは対ドルでも対円でも減価の一途をたどることになる。ユーロ誕生へむけて市場はむしろ，米国における対外債務と日本における政府債務の増大を根拠に，ユーロの増価を予想していた。その期待は見事に裏切られたのである。欧州中央銀行は1999年11月と2000年10月の間に7回，政策金利（市場介入金利，refinancing rate）を引き上げた。現在は4.75%である（図1）[2]。昨年9月にはユーロ安を食い止める目的の協調介入も行われ，欧州中銀の単独介

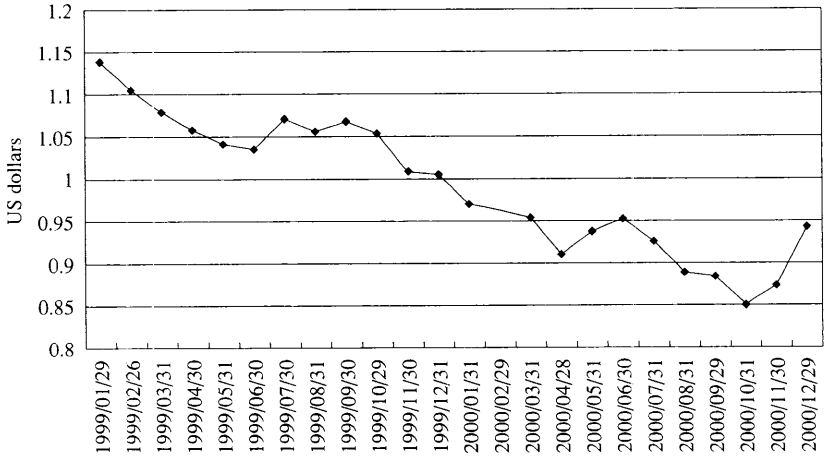
（1）本稿は，2000年11月23日から24日にかけて，Trans European Policy Studies Association (TEPSA)，国際基督教大学，ブラッセル自由大学欧州研究所の共催によってブラッセルで開かれた会議 “EU - JAPAN - US : Ten Years After The Hague Declaration” における著者の報告論文を和訳・加筆・修正したものである。また同様の内容について，2001年1月23日に日本貿易振興会（JETRO）の新欧州経済秩序研究会において発表した。ブラッセルでの会議参加者およびJETROの研究会出席者から，有益な質問とコメントをいただいた。また国際金融情報センターの田中将之氏とJETROの井爪明佳氏および通商産業省（当時）の久野新氏からは，データの出典について貴重なアドヴァイスをいただいている。また三田学会雑誌投稿の慣例として，匿名の評者からコメントをいただいている。ここに謝意を表したい。言うまでもなく本稿についての責任は著者のみにある。

図１　欧州中央銀行政策金利の変化



出典：IMF International Financial Statistics

図２－１　ユーロの対ドル為替レートの変化

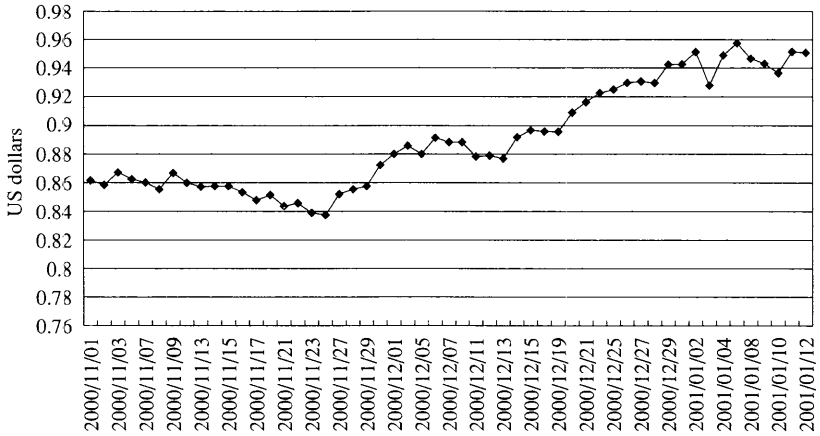


出典：Bloomberg

入も11月３日，６日，９日と続けて行われた。しかしユーロは本格的に反転しなかった（図２，３）。

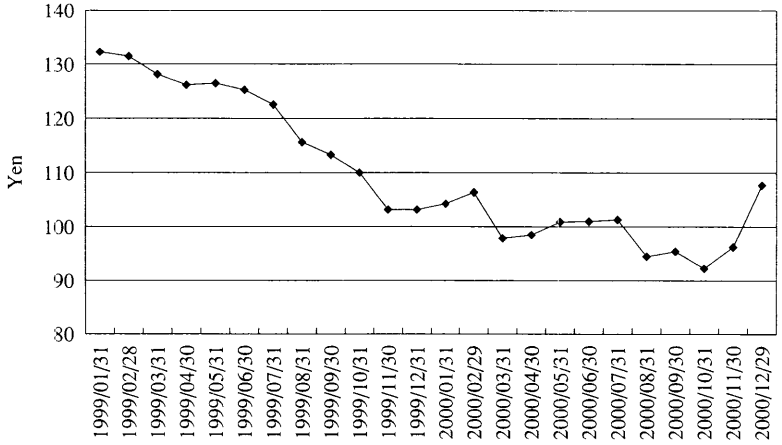
（２）欧州中央銀行の公開市場操作は2000年６月28日をもって，固定市場介入金利のもとで（各国中銀を通じて）週一回の入札に応じる固定金利方式から，変動金利方式に変更になった。入札する欧州民間銀行の間に不平等が生まれたという批判に答えるためである。99年末ころから景気回復期待が高まるにつれて金利も先高観が強まり，低利の公開市場操作に対する応札が過剰になった。2000年５月末には，落札率は実に１％を割り込み，落札が多額の担保債券を保有しているフランクフルトの巨大銀行に有利だという批判が生まれた（日本経済新聞2000年６月17日）。そこで欧州中銀が入札の最低金利を提示し，民間銀行が一定の資金量と金利の組み合わせで入札する変動方式に変更されたのである。

図２－２　ユーロの対ドル為替レート 最近の動き



出典：Bloomberg

図３－１　ユーロの対円為替レートの変化

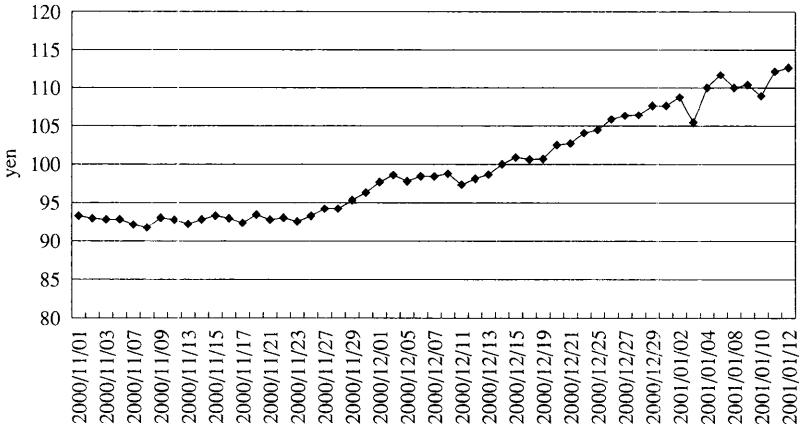


出典：Bloomberg

ユーロが増価に転じた契機は2000年11月下旬，米国における（７月から９月の）四半期成長率が2.4%に低下したという発表があり，これがユーロゾーン[(3)]の2.8%より僅かながら低かったことであった。新年の１月２日には，ユーロは過去５ヶ月で最高値の0.957ドルを記録した。翌３日に米国

（３）　周知のとおり，欧州経済・通貨同盟の第三段階に参加した国の数は，当初11カ国であった。フランス，ドイツ，ベネルクス三国，イタリア，アイルランド，ポルトガル，スペイン，フィンランド，オースタリーである。これらの国々をまとめて「ユーロゾーン」という。当初は「ユーロランド」という名前も使われたが，（遊園地のような呼び方で？多少とも侮蔑の念が反映されていると感じられたためか）語感がよろしくないということで「ゾーン」のほうが定着した。なお，2001年１月１日からギリシャも参加し，現在の参加国は12カ国になっている。

図3－2　ユーロの対円為替レート 最近の動き



出典：Bloomberg

の連邦準備委員会がフェデラルファンドレートの目標値を50ポイント下げて6％にしたこともあって，米国経済に対する安心感が広がったためか，その後のユーロは0.96ドルの壁を越えることができずにいる。しかし一方的な減価は一時的にせよ止まった。対円では1月12日に10ヶ月間で最も高い113.15円をつけている。

本稿では，導入後二年を経たユーロの動きを説明し，[(4)] ユーロの世界経済に対する影響について論ずる。

ユーロはなぜ減価したのか

ユーロが予想に反して減価したことの説明としては，以下の四つが考えられる。一つはヘッジファンドの性質が変わったことの影響である。

ヘッジファンドは92年と93年の欧州通貨危機や97年からのアジア通貨危機など，通貨危機発生において大きな役割を果たしたものとして批判された。このとき批判の対象となったのはいわゆる「マクロヘッジファンド」である。つまり，経常収支，経済成長率や財政赤字といったマクロ経済変数に反応して，自らに有利になる方向に為替レートを動かすような取引を行うヘッジファンドである。しかしアジア通貨危機を境にして，このタイプのヘッジファンドは活動を縮小したり，閉鎖したりするところが多くなった。資本移動を自由化しながら通貨を固定するのは危険だという認識が広まったことが背景にある。通貨価値が公的に固定されている場合，その国の通貨当局は公定レ

（4） ユーロ増価の期間はまだ短いので，増価の原因についてはあまり確定的なことがいえない。ユーロ増価の経済学的解釈は補論という形で論ずる。

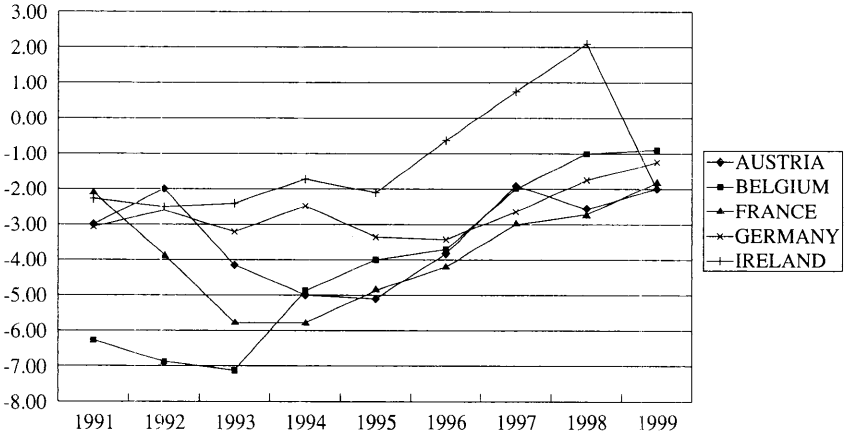
ートを維持する義務を負っている。このため，市場参加者がその通貨を売ったために公定レートに減価圧力がかかれば，当局は市場で売られたぶんだけ，すべてその通貨を買わなければならない。このとき資本移動が自由化されていれば，このような売りには制限がない。やがて当局の外貨準備が底をついて公定レートが維持不可能になり，通貨は切り下げられる。これはこの通貨を売っていた市場参加者の予想通りなので，簡単に（場合によっては巨額の）金銭的利益をあげることができるのである。このような“one-way bet”の機会を市場参加者に与えないためには，資本移動を規制するか為替レートの固定を諦めるかどちらかを選ぶことになる。(5) 資本移動の規制を選んで為替レート固定を維持した国の例がマレーシアであるが，その他のアジア諸国は固定レート制のほうを諦めた。マクロ経済変数に着目した取引のうまみは減少してしまったのである。マクロヘッジファンドの活動低下は，市場の中で，マクロ経済変数に反応して為替を一方向に動かそうとする取引主体が減ってしまったことを意味している。これがユーロの対外価値にどのような影響を及ぼしたかと言うと，ユーロゾーンのマクロ経済データが改善しても，（以前にはこれに反応し，市場全体のユーロ買いのきっかけとなった）マクロファンドのユーロ買いがでてこない結果，ユーロが増価しなかったということになる。

実際，ユーロが減価していた間，ユーロゾーンのマクロデータは改善していた。四半期ベースの成長率は2000年に３％を超えていたし，失業率はかつての10％以上から9.1％まで下がった。インフレ率は年率３％を下回り，石油，アルコール，タバコなどを除いた「コア」のレートではわずか1.4％で，経常収支の赤字はGDP比でわずか0.5％である。財政赤字と公的債務のほうは，マーストリヒト条約の収斂基準へ向けて低下し（図４，図５），構造改革や労働力市場の伸縮性導入が進展した。減税や税制改革もすすめられている。

市場参加者やエコノミストの多くが，ユーロゾーンからの良いニュースはユーロ買いにつながることから，99年の誕生後，ユーロが対ドル・対円で増価すると予想していた。しかし，実際にはユーロ増価につながるほどのユーロ買いがでてこなかった。これほど多くの専門家の予想がはずれたということは，彼らが前提とする為替市場の性質が，アジア通貨危機後からユーロ誕生にかけて変わってしまったことを意味している。同時期の為替市場の主要な変化は，ヘッジファンドの性質変

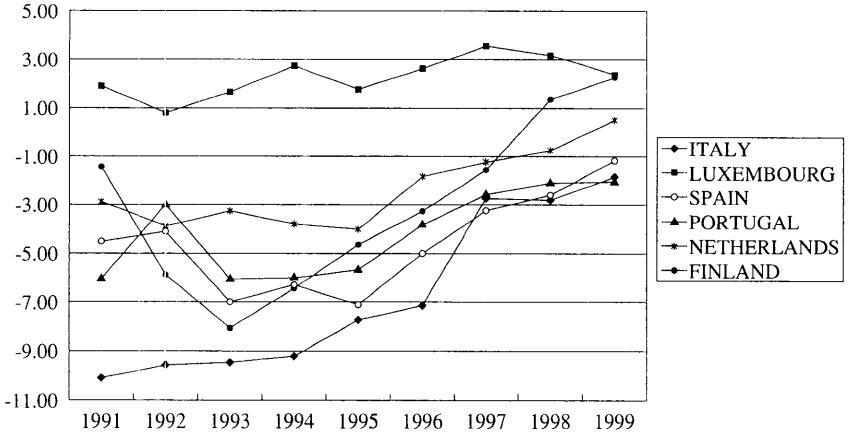
（5） これは為替レートについての「不整合な三角形」(inconsistent triangle) として知られる関係に基づいている。つまり，資本移動の自由化，金融政策の自律性，為替レートの安定という三つの政策目標があるとき，一般には二つしか同時に達成することができず，残る一つは諦めなければならないという関係である。この関係はすべての国にあてはまる。たまたま，三つの目標のうちいくつかが相互に独立でない場合（例えば自国経済の安定にとって望ましい為替レート水準が，市場で安定的に決まる水準に一致している場合）もありえる。このような特殊な場合には三角形は線か点に退化し，三つの目標を同時に達成することができる。しかし一般には二つしか同時に達成できない。マンデル・フレミングの結論として広く知られている「資本移動が完全なとき固定相場制下で金融政策は無効」という結論は，実はこの関係と同じことである。

図4－1　財政赤字・黒字の対GDP比率（%）



出典：IMF International Financial Statistics

図4－2　財政赤字・黒字の対GDP比率（%）

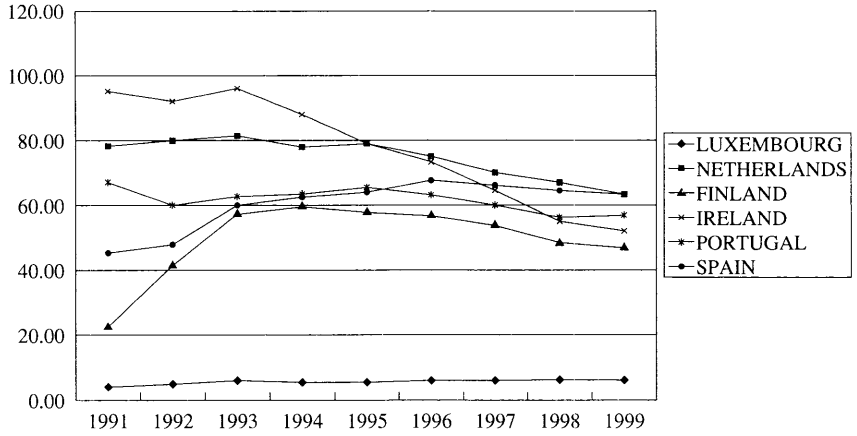


出典：IMF International Financial Statistics

化である。そこで，ユーロが予想されたような動きを見せなかったことの説明の一つとして，ヘッジファンドの性質が変わったことがあると考えられる。(6)

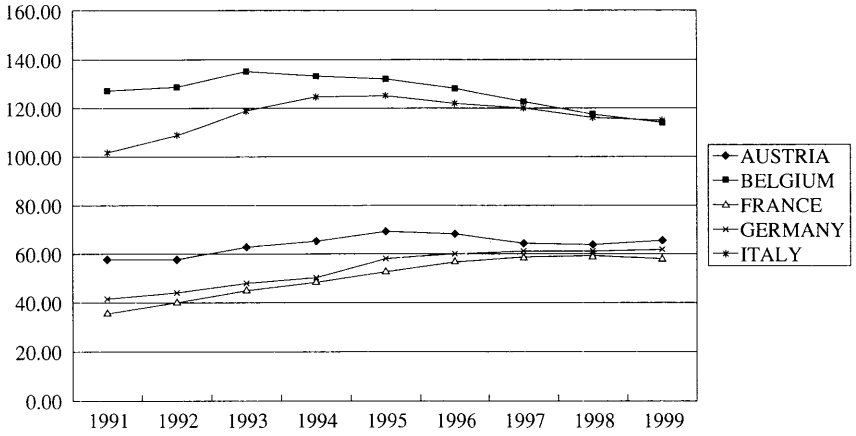
（6）マクロファンドでなく，他のヘッジファンド（例えば株式市場の変動から利益を上げるファンド）の活動は活発である。なお，マクロ変数に反応するポートフォリオマネジャー等による為替の需給は健在である。後者の為替需給は，ある経済の先行きを楽観し，その国に投資することによる期待収益が高くなることに反応して変化する。これは，為替レートの水準そのものを動かすことによって短期的に利益をあげるヘッジファンドの為替需給とは異なっている。米国のマクロ経済変数とユーロレートの関係については，本文で以下に述べるユーロ減価の二番目の説明，および補論を参照されたい。

図 5－1　政府債務残高の対 GDP 比率（%）



出典：IMF International Financial Statistics

図 5－2　政府債務残高の対 GDP 比率（%）



出典：IMF International Financial Statistics

ユーロ減価の説明として二つ目には，米国経済の未曾有の成功がある。2000年の７月から９月の四半期以前の米国経済は，四半期毎成長率が年率５%位，あるいはそれを上回る期もあるほどだった。インフレ率・失業率もともに低く，パニックを引起すような株価暴落もなく，財政も赤字から黒字に転換したばかりか，その黒字が拡大する。これほど良好な状態にある経済と比較すれば，他の国・地域の経済が見劣りするのは当然であろう。世界の投資家，中でも欧州の投資家は，高いリターンを求めて米国に投資した。ユーロ誕生によって欧州における企業間競争が激化し，欧州企業が活発に米国企業と提携したり米国企業を買収したりしたこともあって，欧州から米国への資金移動はユーロ誕生後に増大した。ユーロゾーンの国々と比べて米国においては構造改革も進んでおり，生産性上昇率も高く，はるかにダイナミックな経済であるという認識も，欧州から米国への投資を

表1　ユーロゾーン（除くギリシャ）・米国間の直接投資額（百万米ドル）

	ユーロゾーンから米国への直接投資フロー	米国からユーロゾーンへの直接投資フロー	純直接投資フロー
1999年			
Austria	419	-20	399
Belgium	1,045	-26	1,019
Finland	888	-226	662
France	19,310	-786	18,524
Germany	22,701	-5,875	16,826
Ireland	2,472	-3,436	-964
Italy	1,056	-3,211	-2,155
Luxembourg	25,888	-1,221	24,667
Netherlands	32,845	-7,980	24,865
Spain	353	910	1,263
Portugal	-10	-99	-109
Eurozone	106,697	-21,970	84,997
2000年第1四半期から第3四半期（暫定値）の和			
Austria	68	-229	-161
Belgium	2,880	-549	2,331
Finland	338	-94	244
France	32,194	-623	31,571
Germany	11,578	-2,811	8,767
Ireland	3,298	-5,362	-2,064
Italy	949	-4,445	-3,496
Luxembourg	16,279	-1,839	14,440
Netherlands	22,682	-12,304	10,378
Spain	875	-1,484	-609
Portugal	0	-51	-51
Eurozone	91,141	-29,791	61,350

出典：Bureau of Economic Aralysis, Department of Commerce, USA

増大させた。1999年にはユーロゾーンから米国への直接投資資金の純流出が84,997億ドルにのぼり，2000年第1四半期から第3四半期（暫定値）の和では，61,350億ドルの純流出となっている（表1）[7]。

直接投資の一形態として，ユーロゾーン企業による米国企業に対するM&A活動が盛んであった。しかし，M&Aの場合には現金でなく株式の交換で支払われる場合が多いし，現金で支払う場合にも買い手のユーロゾーン企業が既にドル残高を保有している場合もあるので，為替の需給には直接，影響を及ぼさないはずだという指摘もある[8]。そこでユーロゾーン居住者による米国の債券・

（7）米国商務省，Bureau of Economic Analysisのデータ。
（8）The Economist, November 4th 2000, p. 95.

表2　米国への純株式・民間債券投資フロー（百万米ドル）

	1999 全体	1999 第1四半期	1999 第2四半期	1999 第3四半期	1999 第4四半期	2000 第1四半期	2000 第2四半期（修正済み）	2000 第3四半期（暫定値）
世界全体								
株式	98,709	9,769	29,887	24,704	34,351	61,194	26,333	46,792
民間企業その他債券	232,814	53,048	50,951	70,916	57,899	71,222	60,774	72,090
西ヨーロッパ（除くスイス・英国）								
株式	48,643	9,155	11,574	5,801	20,114	37,725	22,883	16,375
民間企業その他債券	23,908	6,532	5,672	8,431	3,273	3,793	5,502	5,522

出典：Table 6, Survey of Current Business, January 2001, US Department of Commerce

株式の購入に目を転ずると，米国の投資銀行ステート・ストリートの分析[(9)]によると海外から米国への資本移動のうち，株式の債券に対する比率が1998年に62%，99年に68%であったのが，2000年には94%になっている。同分析では，債券よりも株式の国際的投資が増えていると言うことは，投資家が金利差や為替の動きよりも，生産性や，どの産業・企業に将来性があるかに注目していることになり，これが米国への資本流入と為替レートの予期せぬ変化を説明するとしている。表2は，米国商務省のSurvey of Current Business第6表から作成したものであるが，これを見ると特に西ヨーロッパ（スイスと英国を除く）から米国への株式投資が，債券投資にまさる水準で推移したことが確認できる。

第三の説明は，ユーロが予想に反して減価したことそれ自体が更なるユーロ減価を招いた，という説明になる。欧州の新しい通貨に大きな期待をかけた投資家が失望し，ユーロ建て資産を手放したので，それが更にユーロ安を加速させたという解釈である。例えば，日本の投資家は98年4月と2000年9月の間に平均して9兆9000億円のユーロ建て（ユーロ誕生以前は第三段階に参加する欧州通貨かエキュ建て）資産を，1ユーロ平均125円で購入したとされている。[(10)] ユーロがいつまでも増価しないことに失望した投資家は，ユーロ減価の過程でユーロ建て資産を売却した。市場への影響力は売却の量とスピードにもよるが，対円取引では潜在的に少なくもこれだけ売り需要があったのである。

ユーロ安の要因として第四に，欧州中央銀行の直面する諸問題をあげることができよう。通貨市場にはいろいろな種類の需給をもった参加者が集まる。財・サービスの取引に伴う通貨の需要・供給や，直接投資・証券投資のための需要・供給もある。しかし短期的に為替レートを動かしているのは，その通貨（あるいはその国の政策当局）が市場参加者に対してもっている信憑性である。つまり，短期の為替レートはいまや「国の株価」の様相を呈しているのである。よって通貨が売られる

(9)　Financial Times, January 19th 2001に紹介された。

(10)　200年9月21日のFinancial Timesに紹介されたドイチェバンクの推計。

背景には，しばしばその通貨や通貨当局に対する不信感がある。現在のところ，市場参加者の多くは欧州中央銀行がどのような政策をとり，何をしようとしているのか明らかでないと感じている。

そもそも，米国でも日本でも通貨の対内価値は中央銀行が，対外価値は財務当局（欧州の場合蔵相理事会）[11]が最終責任をもつことになっている。しかし，市場は他の中央銀行の政策同様，欧州中銀の政策が為替レートに影響することを知っている。そこで欧州中銀の政策に注目するわけだが，発足して2年しかたたないせいか，欧州中銀の市場とのコミュニケーションはあまり有効でない。[12]その上，ユーロの対外価値について公的に発言するのは，蔵相理事会と欧州中銀総裁のみではない。米国では連邦準備委員会の委員長と財務長官以外は公の場でドルの為替レート水準について見解を述べてはいけないことになっているそうである。この二人を含めて，この二人に近い当局者が見解を述べるにしてもドルレートの水準そのものについてでなく，「強いドルを好む」という一般的な見解しか表明していない。[13]

これに対し，欧州ではまだ金融当局のみが統合されていて，財政当局は各国別々である。2001年1月末に，欧州委員会がアイルランドの2001年予算が拡張的でありすぎるとして変更を推奨（recommend）したのは，記憶に新しい。その上，各国中央銀行もまだ存続しており，加盟国の国家元首もユーロの対外価値について公にコメントする例が後をたたない。[14]このような状況下では，市場

---

(11) Article 109-2, Treaty on European Union には "In the absence of an exchange-rate system in relation to one or more non-Community currencies ... the Council, acting by a qualified majority either on a recommendation from the Commission and after consulting the ECB or on a recommendation from the ECB, may formulate general orientations for exchange-rate policy in relation to these currencies." とある。

(12) 例えば2000年9月の協調介入の後，ダウセンベルヒ総裁が今後の協調介入の可能性について問われた際，米国選挙が近いことからその可能性が小さくなるという意味の発言をした。この直後にユーロは更に安くなっている。協調介入の相手国の行動について，相談も合意もなく公の場で予想するのは中央銀行家として不適当な行動である，というのがもっぱらの見解であった。市場参加者やエコノミストは一斉に批判し，一時は総裁辞任説までささやかれた。

(13) 2001年1月24日，自民党の山崎拓元政調会長は，リンゼー米大統領補佐官との会談において補佐官が「1ドル120円の為替水準でも容認する」と発言したと語った。しかし，これはすぐにホワイトハウスの報道担当者によって「そのようなことは言っていない，特定の為替水準に言及していない」というかたちで否定され，山崎氏も翌日「当方の判断として120円の水準も容認されるとの判断を話した」のであって「リンゼーしから120円という言葉が出たわけではない」と訂正せざるをえなかった（日本経済新聞1月25日）。

(14) 例をあげればきりがないが，2000年7月にファビウス仏蔵相が，欧州中央銀行のかわりに政治家がインフレ目標を設定すべきだと提案し，批判をあびた。続いて9月にシュレーダー独首相が旧東独経済についてのコンファレンスで「弱いユーロは輸出にとって良いことだ」と発言し，10月にはエイヒェル独蔵相が「加盟国政府間でより緊密な政策協調がなければユーロは失敗しうる」と発言してユーロ安を加速させた。2001年1月にはファビウス仏蔵相がユーロ増価は「リーズナブルな範囲で」続くと予測し，数日後，グラッセーオースタリー蔵相がユーロ増価が対米輸出に与える悪影響について公言している。

参加者にとってユーロの為替レートについて最終的な責任をとる「当局」は誰か，そして「当局」はユーロの為替レートについてどう考えているのか，不明確になるのは当然であろう。

金融当局のみが統合されていることのもう一つの問題は，金融政策運営の難しさである。かねてからユーロゾーンは「最適通貨圏」ではないことが指摘されており，欧州委員会も既に1992年の文献でそのことを認めていた。[15] そしてユーロ導入後，経済理論から予想されるとおりのことが生じている。アイルランド，スペイン，ポルトガルなどで景気過熱が心配されるのに対し，ドイツやイタリアでは景気減速が懸念されており，これらの国々をふくむ12ヶ国におよぶ地域に対して，金融政策は一種類しかないのである。ドイツやイタリアで失業する人が，アイルランド，スペイン，ポルトガル等の好況地域へ移動すれば，失業も景気もいくぶん平準化される。しかし労働という生産要素の移動が少ないため，為替レート（あるいは各々独自の金融政策）という調整変数を失った地域の景気は平準化されない。どの国・地域の景気を最優先して金融政策を設定するのか，という問題は，今後も欧州中央銀行の政策決定者たちの頭を悩ませるであろう。

更に，欧州中央銀行は委任された仕事（mandate）以外の仕事を任されている，という問題もかかえている。興味深いことに，この意味で欧州中銀のおかれている立場と日本銀行のおかれている立場は実は似ている。マーストリヒト条約に明記された欧州中銀の仕事は，物価の安定が第一である。[16] しかし，欧州中銀が政策金利を引き上げるとき，その計算に入っているのは物価安定のみではない。ユーロゾーンの構造改革も（市場参加者のユーロ売りを通じて）計算に入ってくるのである。

---

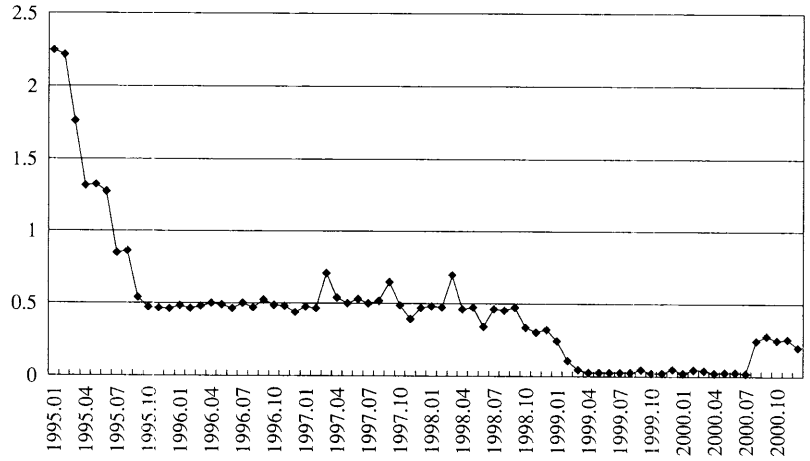
(15) Emerson, M., D. Gros, A. Italianer, J. Pisani-Ferry & H. Reichenbach (1992), p.46. ここで著者達は最適通過圏の理論は（通貨価値変動のコストが明示的に入っていない等）経済の一面にしか着目しておらず，通貨統合の「コスト・ベネフィットを判断するための包括的枠組みであると考えることはできない」と述べている。2000年のノーベル経済学賞を，最適通過圏の理論の創始者であるロバート・マンデルが受賞したとき，マンデルを「ユーロの父」と呼んでユーロ誕生について意見を求めるむきも多かったが，これは欧州人にとっては不可解であろう。ユーロ誕生にむけての長いプロセスの中で，欧州人がこの理論をよりどころにしたという形跡は皆無であるばかりか，このように積極的にその適用を避ける見解も表明されていたのである。ただし，このことと，通貨統合という現象を分析する際に最適通過圏の理論が役立たない，ということは別のことである。この理論が役立つことに Emerson, et. al. (1992) も認めている。文中にも述べているとおり，ひとたび通貨統合が実現した場合，経済がどうなるかについて考えるためにはこの理論は大変に有用である。ただ，欧州経済・通貨統合が実現するまでの，その根拠として使われたことはない。労働力の移動が少ないユーロゾーンが最適通過圏でないことは，当事者達も最初から知っていたからである。

(16) Article 105-1, Treaty on European Union には "The primary objective of the ESCB shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Community with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Community as laid down in Article 2." とある。これに対し，米国連邦準備委員会の場合，ハンフリー・ホーキンズ法によって委任された仕事として，物価のみでなく雇用・経済の安定もある。1978年に発行したこの法律の正式名称は "Full Employment and Balanced Growth Act" である。

市場では，正しいか正しくないかは別として，「ユーロゾーンでは米国と比較して構造改革が遅い」という認識がある。もしこのような認識がなければ，（他の事情にして等しければ）ユーロゾーンから米国への投資はそれほどには拡大せず，市場でのユーロ売り・ドル買いもそれほど増大・加速しなかった。しかし現実はそうではなかったため，ユーロ安がすすみ，欧州中銀はユーロ安がなかった場合と比べて政策金利を高く設定することになった。

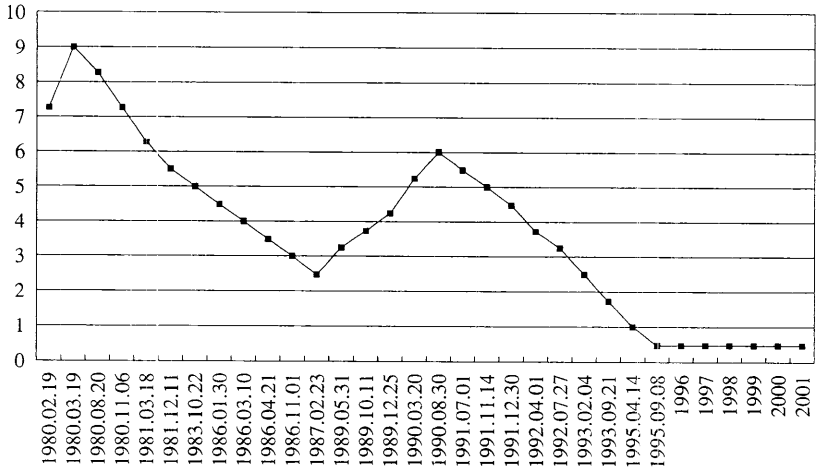
このように，間接的にせよ，構造改革の遅れが金融政策決定の際に考慮されることになったのは，日本銀行も同様である。日本銀行法の第二条には，「日本銀行は，通貨及び金融の調節を行うに当たっては，物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することを持って，その理念とする。」とある。99年２月以降の「ゼロ金利政策」が2000年８月に解除された（図６）理由は，

図６－１　無担保コールレート（％）の変化



出典：日本銀行

図６－２　公定歩合（％）の変化



出典：日本銀行

「デフレ懸念の払拭が展望できるように」なったため，「非常事態の危機対策」を正常化させるということであったが，構造改革を遅らせてはいけないという配慮のあることが総裁発言にうかがわれる。[17]

以上，ユーロの減価について四つの角度から説明を試みた。四つの要因のどれを取っても，長期にわたって不変である保証はないものばかりである。ユーロゾーン経済が健全であるかぎり，もともとユーロは増価の余地があったのである。現段階では，ユーロは米ドルに対しても日本円に対しても若干値を戻しているものの，反転した模様である。ユーロ反転は，とくに欧州で歓迎されている。通貨価値の低下はインフレ的であるし，長い計画期間ののちに米国などの批判にもかかわらず鳴り物入りで誕生させた通貨として，ユーロ減価は望ましくなかったのである。[18]

国際通貨としてのユーロ

一つの通貨が弱いか強いかということと，その通貨がいわゆる基軸通貨[19]になれるかどうかということには，一対一の関係がない。例えば，米ドルについて考えると，ブレトンウッズ体制崩壊後，趨勢として主要通貨に対して減価してきているが，以下に見るようにあいかわらず基軸通貨としてゆるぎない地位を占めている。もう一つの例はスイスフランであろう。スイスフランは世界中で強い通貨として認識されている（ユーロに対しても増価した）が，米ドルにとってかわる兆しはない。

同様に，ユーロが減価したからといって，基軸通貨になれないとは言えない。一般に，通貨の利用には三つの種類がある。取引の仲介，価値の貯蔵，価値表示単位である。価値表示単位としての需要は，おおむね残る二つの需要にともなって増減するといえる。

取引の仲介としての主要通貨の需要を比較する研究に，Bekx (1998) がある。これによると世界貿易のうちドル建て貿易の比率は1980年に56.4%，1995年に52%であまり変化がなかった。ドイツマルク建て貿易，フランスフラン建て貿易，イタリアリラ建て貿易，オランダギルダー建て貿易の合計が世界貿易に占める比率は，1980年に24.6%，1995年に24.8%でこちらもほとんど変わってい

---

(17) 例えば，8月11日の政策委員会議長記者会見で速水総裁は，「これから伸びていくものをどんどん伸ばしていくという構造改革とか，技術改革とか，そういったことを民間が自発的にやらなくてはならない時代」であり，「いつまでもゼロ金利を維持していくと，そういうものも非常に活力を失って」いくと述べておられる。この会見要旨は http://www.boj.or.jp/press/kisha064.htm で読むことができる。

(18) ただし，ユーロ減価によるユーロゾーン輸出品相対価格の下落が景気回復に貢献したことは否めない。もともと，為替レートとは諸刃の剣なのである。

(19) ブレトンウッズ体制時代には「基軸通貨」とは固定相場制の中心である米ドルのことを意味した。ここでは，通貨の三つの用途（後述）すべての面で，世界中で広く利用されている通貨のことを「基軸通貨」と呼んでいる。

ない。あいかわらず米ドル建て取引が過半数を占めるのである。しかし，Bekx (1998) は「国際化比率 (internationalisation ratio)」という比率を計算している。これは，ある通貨建ての輸出が世界輸出に占める割合と，その通貨を発行する国の輸出が世界輸出に占める割合との比率である。この比率を米ドルと先の四通貨の和について計算すると，結果は異なってくる。米ドルが1980年に4.5%，1995年に3.9%だったのに対し，四通貨の和が1980年に3.5%，1995年に4.1%であった。この比較期間について言う限り，むしろ四つの欧州通貨の比率があがっていることがわかる。

平松 (2000) は，1998年についてドイツ，フランス，イタリア，オランダの輸出入に使われた主要通貨の比率を計算して，Bekx (1998) と比較している。それによると，ドイツとフランス双方において，ドル建て輸出入の比率が1995年と98年（ドイツの輸入については97年）の間に上昇したことがわかる。しかしこれら四カ国が主にどの通貨を輸出入に使っているかをみると，実に四カ国の貿易の60%から80%という高い割合が，欧州通貨建てになっている。比率が上がったとはいえ，米ドル建ての割合は10%から25%である。これは例えば日本の輸出について98年に63.7%が米ドル建てだったのに対して27.5%が円建て，日本の輸入は同年に76.8%が米ドル建てで17%が円建てだったのと対照的である。[20]

平松 (2000) は三年毎に報告される国際決済銀行 (BIS) の数値にも言及している。それによると98年に世界の為替市場取引のうち，87%が米ドルと何か他の通貨との間の取引であった。欧州通貨システム (EMS) 通貨と他の通貨との取引の割合は52%であった。ただし，平松 (2000) が指摘している通り，この比率は欧州通貨の国際的利用を時系列で比較するのに最適とはいえない。ユーロ誕生後，加盟通貨間の取引は「EMS 通貨と他の通貨との取引」としては勘定されなくなるので，この比率はむしろ低下したはずだからである。

価値貯蔵手段としてのユーロについて考える場合にも，同様の注意が必要となる。ユーロ誕生後，加盟国通貨はお互いに「外貨準備」ではなく「自国通貨建て資産の一部」になる。その結果，世界の外貨準備に占めるユーロ加盟通貨の比率は，ユーロ誕生後に低下しても不思議でないからである。

外貨準備としての利用は，価値貯蔵手段としての利用のうち公的な利用である。世界の外貨準備に占める割合については，国際通貨基金 (IMF) の年次報告[21]アペンディックスが参考になる。それによると世界の外貨準備に占める米ドルの比率は過去10年間を通じて上昇傾向にあり，90年末の50.6%に比べて99年末には66.2%になっている。ユーロについては，99年末で世界の外貨準備の

---

(20) 日本銀行ウェブサイト，卸売り物価指数 (faqwpil.htm)。これらの数値は98年12月の輸出・輸入契約に占める各通貨の割合である。なお，2001年1月24日に財務省が初めて発表した統計によると，2000年下半期（7—12月）の日本の輸入は23.5%が円建て，70.7%がドル建てであった。地域別には，欧州連合からの輸入は49.7%円建てで17.5%がドル建て，アジアからの輸入は24.8%が円建て，74%がドル建てということである。

(21) International Monetary Fund (2000).

12.5%を占め，米ドルについで高い比率である。[22] 同報告ではユーロゾーン内の発行通貨を“euro legacy currencies”と呼び，ユーロ誕生後に一部が外貨準備でなくなったことを「調整」して考えると，ユーロの外貨準備通貨としての国際的重要性は98年と99年を比較して事実上不変であったと結論付けている。

個別の中央銀行・金融当局が保有する外貨準備の内訳については，公表される場合は少ない。例外として香港の金融管理局（HKMA），英国銀行，米国財務省がある。その他公表しない国の外貨準備内訳については，新聞などで報道される当局者の発言などから推察することになる。

香港の外貨準備は，98年11月までエクスチェンジ・ファンドとランド・ファンドに別れて保有されていた。[23] 香港金融管理局のレポート（Reserves management report, 1999）によると，98年12月31日現在でエクスチェンジ・ファンドの資産（先物取引を含む）の内訳は次のようになっていた。米ドルが61.8%，香港ドルが23.9%，欧州通貨が11.3%，日本円が2.6%である。一方，ランド・ファンドのほうは，98年10月31日現在で米ドルが64.0%，香港ドルが29.5%，欧州通貨が5.9%，日本円が0.0%であった。99年3月9日付けの日本経済新聞の報道によると，香港金融管理局はエクスチェンジ・ファンドの通貨内訳を変更し，米ドルの比率を70%から80%へ引き上げ，円と欧州通貨の比率を5%ずつ引き下げてそれぞれ5%と15%にすると発表した。しかし，2000年のレポートによると99年12月31日現在で，エクスチェンジ・ファンドとランド・ファンドを統合した後の外貨準備の内訳は，米ドルが59%，香港ドルが25.2%，欧州通貨が11.1%，日本円が4.3%であった。発表よりも若干，欧州通貨の割合が減って米ドル（香港ドルと一対一で交換されるので香港ドルと米ドルは事実上，同じ通貨）の割合が増えた形になっている。いずれにしても，米ドルに対するカーレンシーボードという特殊な通貨体制を採用している香港は，あまり例として適切でないかもしれない。

英国銀行のウェブサイトでは，英国政府と英国銀行の外貨準備と外貨流動性の内訳の四半期データを見ることができる。例えば2000年6月の時点では，英国政府の外貨資産のうち35%が米ドル建て，30%がユーロ建て，10%が円建てであった。英国銀行のほうは，40%が米ドル建て，50%がユーロ建て，0%が円建てであった。

米国の財務省のほうは，外貨準備の内訳を毎週ウェブサイトに発表している。2000年の最後の週と2001年の最初の週について言えば，ユーロ建てが35%，円建てが65%である。

---

(22) これらの比率は，先進国のみについて集計しても，途上国のみについて集計してもほぼ同様の結果になる。日本円の比率は過去10年間で，先進国の外貨準備においては8%台から5%台へ，途上国においては6%台から4%台へと低下している。

(23) ランド・ファンドは中国と英国の当局が香港特別行政地区（HKSAR）の公有地売却の利益を移転するために設立された。このファンドの一部は外貨で運用されていたので，香港の外貨準備の一部として計算に入れられる。エクスチェンジ・ファンドとの統合については，http://www.info.gov.hk/hkma/eng/press/1998/981117e.htm においてプレス・リリースを読むことができる。

外貨準備に密接に関係するのが，為替レート制度の選択である。Collignon and Mundshenk (2000) は，第3表に世界各国の為替レート制度を掲載している。ボスニア・ヘルツェゴビナやブルガリアのようにユーロ（ドイツマルク）に対する完全な固定相場制を採用している国もあれば，バングラデシュやイスラエルのように，ユーロが入ったバスケットに対する固定相場制を採用する国もある。何らかの形でユーロに関係する相場制度を採用している国の数は，全部で34にのぼる。一方，ダウセンベルヒ欧州中銀総裁は，昨年行ったスピーチの中で，欧州とアフリカにおける50カ国以上の国々が，ユーロに関係する為替相場制度を採用していると述べている。(24)

民間部門におけるユーロの価値貯蔵手段としての活用についてみると，1999年にはユーロ建て債券発行の増大が顕著であった。これはユーロが誕生したこと自体に関係がある。ユーロが誕生したことによって，ユーロゾーン内の各国で販売されるものの値段について，国境を越えた比較が容易になった。このことが競争を激化させたため，ユーロゾーン内企業経営者の意識が変わってきた。特に大企業においてであるが，これまで見られなかったような，いわゆるアングロ・サクソン的なM&A活動や対米投資を盛んに行い，株主重視の経営を嗜好するようになってきたのである。また，各個別通貨建てで発行していた債券に比べて，ユーロ建て債券を発行する場合，債券市場の規模がはるかに大きい。このことは，ユーロ誕生には市場が消化不良をおこしてしまうため発行できなかったような，大規模な債券発行が可能になったことを意味している。(25)

99年の最初の六ヶ月間には，ユーロ建て債券発行額が実に3253億ユーロにのぼり，前年同期のユーロ建て債券発行額の3.5倍となった。米ドル建て債券発行は，同じ期間に3249億ユーロだったので，わずかながら米ドルをしのいだことになる。言うまでもなく，ユーロゾーン各国の政府も債券発行を行っていたが，民間部門におけるM&A活動も発行額増大の背後にある。この期間，ユーロゾーンの169社によって695億ユーロのユーロ建て債券が発行され，総額の21.4%を占めた。

欧州以外の地域でも，98年から99年にかけてユーロ建て債券発行額は，ほぼ二倍になった。99年の最初の六ヶ月間で，エマージングマーケットにおけるユーロ建て債券の起債が35億ドルにのぼっている。同期の米ドル建て債券発行額は18億ドルであったから，ここでもユーロのほうが優勢であった。チリ・テレコムとアルゼンチン・テレコムがそれぞれ2千万ユーロの債券を発行し，ペトロレオス・メヒカノスは2億ユーロ起債した。ブラジル，メキシコ，カザフスタンの政府，韓国とエストニアの電力当局もユーロ建て債券を発行している。

---

(24) Duisenberg (2000b).

(25) 例えばオリベッティは99年に，自らの12倍の規模と言われるイタリアン・テレコムを313億ユーロで買収したが，これを賄うための債券発行を，イタリア・リラ建ての債券市場で消化することはとうていできなかった。第一回のユーロ建て発行額は94億ユーロであったが，これは歴史上最高の発行額だと言われている。総額の313億ユーロのうち，実に160億ユーロがユーロ建て債券発行によって賄われた。

勿論，発行体がユーロを選ぶ背景には，米ドルとの金利差もある。もう一つの重要な考慮は為替レートの水準であろうが，99年後半と2000年前半にユーロ減価が続いた結果，ユーロ建て債券も発行が減少した。買い手が為替差損をおそれてユーロ債券購入を躊躇するためである。

政府・民間を合わせた純国際起債額の推移は表3，粗国際起債額の推移は表4のとおりである。99年全体では，純発行額ではユーロ建てが米ドル建てを上回ったものの，粗発行額では世界の債券発行の43.8%が米ドル建て，38.%がユーロ建てとなった。2000年に入ってからの三つの四半期には，純発行額でも米ドル建てがユーロ建てを上回り，粗発行額のおよそ40%から45%が米ドル建て，

表3　通貨別・地域別債券の純国際発行額（10億米ドル）（註1）

		1998(註2) 年全体	1999 年全体	1999 第3四半期	1999 第4四半期	2000 第1四半期	2000 第2四半期	2000 第3四半期
欧州(註3)	米ドル	77.5	55.4	11.8	0.4	33	36	39.4
	ユーロ	170.6	487.9	142	99	100.1	97.2	63.6
	円	-9.1	6.2	7.9	2.5	3.6	31.1	7.5
	その他通貨	42	77.7	20.5	12	19.5	14.6	21.9
北米(註4)	米ドル	262.1	435.4	117.8	72.9	68.4	71.4	102.6
	ユーロ	32.6	45.6	14.2	7.4	8.9	8.7	10.7
	円	-4.1	-1.3	0.7	0.3	5.2	4.6	2.5
	その他通貨	14.6	15.1	1.8	2.5	2.3	0.8	3.3
その他地域	米ドル	71	54.5	12.2	2.1	21.3	10.9	5.6
	ユーロ	20.6	37.3	8.3	9.3	4.7	5	1.9
	円	-13.7	-12.1	-0.5	-4.3	-10.5	-3.8	-3.5
	その他通貨	16.9	13.6	4.6	1.4	2.6	2.5	3.8
世界全体	米ドル	410.6	545.3	141.8	75.4	122.7	118.3	147.6
	ユーロ	223.8	570.8	164.4	115.7	113.8	110.9	76.1
	円	-26.8	-7.2	8.1	-1.6	-1.7	31.8	6.5
	その他通貨	73.5	106.4	26.9	15.9	24.5	18	29.1

（註1）　借り手の国籍による分類
（註2）　ユーロについては，参加した国の通貨
（註3）　欧州連合加盟国，アイスランド，リヒテンシュタイン，ノルウェーとスイスの合計
（註4）　カナダと米国
出典：Table II. 2. 3, Bank for International Settlements Quarterly Review, November 2000

表4　債券の粗国際発行額（10億米ドル）

	1998(註1) 年全体	1999 年全体	1999 第3四半期	1999 第4四半期	2000 第1四半期	2000 第2四半期	2000 第3四半期
米ドル	603	775.4	200	132	197.6	183.1	215.1
ユーロ	335.3	676.5	178.2	139.5	169.6	146.3	147.7
円	75.2	118.9	37.5	36.7	48.6	75.6	49
その他通貨	173	197.7	48	44.2	53.7	45.7	61.1
総発行発表額	1186.4	1768.5	463.8	352.3	469.5	450.7	472.9

（註1）　ユーロについては，参加した国の通貨
出典：Table II. 2. 2, Bank for International Settlements Quarterly Review, November 2000

およそ32%から36%がユーロ建てで推移している。[26]

世界経済にとってユーロがもつ意味

これまでにも強調したように，取引の仲介，価値の貯蔵，価値表示単位としてどの通貨を用いるかは，金利差，通貨価値の安定性，通貨価値の高さなど様々な要因に依存する。但し，これらの面で有利であることは基軸通貨として広く用いられるための十分条件ではない。同じく十分条件ではないが重要な条件は，その通貨の市場の流動性が高いことである。[27] スイスフランやオランダギルダーが強く安定した通貨であるにもかかわらず，基軸通貨にならない大きな理由は，その市場の流動性が低いからである。

世界経済の安定性にとって不安材料ではあるが，ユーロの基軸通貨の地位と言う観点からは望ましいかもしれない現象がある。それは，米国および英国の財政赤字が減少していることである。1999年8月4日，米国政府は，政府機関の発行したものを含めた政府債務（総額3兆6千億ドル）のうち1兆7千億ドルを，10年間で削減する計画を発表した。99年中の削減額は870億ドルとし，2015年には民間が保有する3兆ドルにのぼる政府債務残高をゼロにするという計画であった。財源には，これから15年間に数兆ドルとも予想される財再黒字[28]をあてる，というのが当初の計画であった。

この計画は実行にうつされた。98年の財政黒字は690億ドル，99年の黒字は1230億ドルであり，両年中に満期のために市場から消えた長期債券残高は1400億ドルとなった。99年，米国財務省は満期以前の債券買戻しを可能にするよう法改正を行い，翌1月13日には2000年中に300億ドルぶんの債券買戻しを行う計画を発表。目的は，古くて市場の流動性が低い長期債券を買い戻すことによって利払いコストを下げることにあった。

この発表をうけて債券価格は高騰し，30年物のベンチマークの利子率はより短い期間の債券の利子率を下回るという，長短金利の逆転現象が生じた。98年のロシア危機以来の混乱だという一部の

---

(26) 例えば，ドイチェ・テレコムが2000年6月末に発行した145億ドルの債券のうち，ユーロ建てはわずか20%で，米ドル建てが70%であった。しかし，米国のフレディーマックは，2000年8月に今後毎年少なくも200億ユーロのユーロ建て債券を発行していくと発表している。

(27) 本稿で用いる「市場の流動性が高い」あるいは「市場が流動的である」という表現の意味は，「市場取引が活発で，取引残高も高く，その市場で取引されるものの売買が，いつでも要因に低コストでできる」ということである。

(28) 2001年1月31日の証言によると，Congressional Budget Office は2002会計年度から2011会計年度の黒字額合計予測をそれまでの4兆2千億ドルから5兆6100億ドルに上方修正している。一方，同証言で紹介された Office of Management and Budget の予測では，同期間の黒字額合計は4兆9960億ドルである。

見解をよそに，さらに，クリントン大統領は2015年でなく2013年までに政府債務を完済する計画を，財務省は2000年第二四半期に1520億ドルの買い入れを行う計画を発表した。2000年の4月と6月の間に，純買戻し額は1月の額より22%高い1850億ドルにのぼった。

この買戻し計画の結果，流動性の低くなった30年もの財務省証券はもはやベンチマークではなくなり，10年ものがこれにかわった。[29] また，この計画は，各国通貨の相対的重要性，ひいては各国通貨間の為替レートに大きな影響を及ぼし得る。[30] 米ドル建て債券として，財務省証券以上に信用度の高いものはない。4500億ドルにのぼる米国の経常赤字が意味することは，同額の資本が海外から米国に流入している（資本収支が黒字）ということである。およそ，一日10億ドルの資金が米国に流入している計算になる。現段階で，外国人は米国財務省証券の30%，米企業社債の20%，米企業株式の9%を保有している。外国人が保有する米ドル建て資産残高は，25年前はわずか3千億ドルであったのが，今日では8兆ドルにのぼっている。米国に投資する海外の居住者としては，米ドル建て資産がより安全でないものになるなら，より高いリターンを要求するのが当然であろう。

勿論，経常収支と資本収支は一般には同時決定である。経常赤字の大きさが先に決まり，これにあわせるように同額の資本が流入してくるわけではないし，またその逆でもない。経常収支イコール（負の）資本収支，という式を，左辺から読めば「経常赤字のぶんだけ外国からお金を借りているので資本収支が黒字になる」と読めるが，右辺から読めば「これだけ外国人が投資している（貸している）から好景気で輸入も増え，経常赤字になる」と読める。実際は，両辺の大きさを決める様々な要因が同時に変化していて，左辺か右辺のどちらかが先決，ということはないのである。

もしも，左辺が先決で，常に経常収支の大きさが先に決まり，その大きさにあわせるように資本が流出入するなら，上記の財務省証券買戻し計画は純資本移動に何ら影響を及ぼさない。米国の経常赤字の額に等しく，外国人は米ドル建て資産をネットで購入し続ける。その内訳が，安全な財務省証券から，より安全度の低い米ドル建て資産に変わるだけである。[31] しかし既に説明したとおり，一般には左辺が先決なわけではない。右辺の資本移動に影響する資産選択行動や直接投資行動も，資本収支（と経常収支）の額を決める重要な要因なのである。よって，投資行動の変化によっては，資本移動・為替レート・金利いずれもが影響を受ける可能性がある。より具体的には，もし，外国

---

(29) 米国の住宅ローン関連機関が発行する債券ファニイーメイやフレディーマックもベンチマークとして機能すると言う説もあり，「既に内外の米ドル建て起債の再にベンチマークとして用いられている」(Financial Times, June 22, 2000) しかし，昨年は二月にこれら二期間に対する規制を強化する法案が議会に提出された結果，そのリターンは不安定であった。

(30) この買戻し計画は，公開市場操作にも影響を及ぼし得る。米国連銀のグリーンスパン議長は，2000年3月の時点では2013年までに国債残高がゼロになった場合には，法律を改正して公開市場操作を民間発行の格付けの高い債権で行えるようにすればよいと発言していた（日本経済新聞2000年3月14日）。2001年1月25日の上院予算委員会における証言にみられる同議長の見解については，本文で後述する。

人にとって米国に投資することの望ましさが低下したら，他の事情にして等しければ，米国への純資本流入額が減り（その場合，米国の経常赤字も減る），為替レートがドル安になり，米国金利が上がることがありえる。

では，対米投資の魅力が低下することはありえるであろうか。既に，米国経済成長率の鈍化が一つの要因となっているが，米ドルそれ自体の魅力も，要因になりえる。通貨それ自体の魅力と財政収支との関係について言えば，巨額の財政赤字は，特に対外債務も巨額である場合その国の通貨を売る要因になる。しかし同時に，巨額の財政赤字は，その国の国債市場の流動性を高める必要条件である。日本のように，国債の発行残高が高くても市場が流動的でない場合もあるが，発行残高が低かったら市場は流動的になりえない。米国財務証券の市場が流動的でなくなるということは，米ドルの魅力を低下させる要因なのである。

周知のとおり，ブッシュ新大統領は1兆6千億ドルの減税計画をかかげており，今後，米国の財務省証券買戻し計画が今までどおり進むかどうかは不透明である。1月25日の上院予算委員会において，グリーンスパン連銀議長は，米国の財政黒字はこれまで予想された以上に拡大する可能性があり，その場合，財務省証券買い戻しは6年から7年で全部終了すると証言した。同議長はこのことを理由としてそれまでの減税反対の立場をひるがえし，負債削減と同時に減税を行うことを指示する立場を表明した。満期にならない国債を手放すことに対する見返りとして高額のプレミアムを払わなければならないこと，また財政黒字で民間の株式や債券を買ったり，民間銀行に資産を預けたりすることは効率性の観点から望ましくないことから，買戻しに当てる資金や財政黒字として残る資金の一部を，減税にあてたほうが良いという判断を下したことになる。

新しい財務長官のポール・オニール氏の政府債務削減計画に対する見解は，現時点で明らかになっていない。[32] しかし米国通貨建ての安全資産が減少傾向にあることは確かである。

世界の投資家にとっての安全資産の選択肢として，他の通貨に目を転ずると，英ポンド建ての国債も減少している。1997年から98年にかけて英国財務省の発行した債券（ギルツ）は81億ポンドで，96年から97年にかけての390億ポンドに比べると大きく減少した。年金基金や生命保険会社は，ギ

---

(31) 何らかの理由で対米投資の魅力が減らず，米経常赤字・資本収支黒字ともに額が減らないこともありえるので，これも不可能なシナリオではない。その場合，外国人は米ドル建ての民間社債などの保有を増やすことになるが，米国の社債は安全度が下がっていることが指摘されている。空前の株式ブームにのって自社株を買い入れ，社債発行に換えている企業が多いからである。The Economist の July 17th, 1999 に掲載された "Buy now, while stocks last" という記事によると，現在のペースで株買戻しが続くと，100年で株式発行額はゼロになる計算になる。Financial Times, November 23, 2000 は，ムーディーズが2000年に「株買戻しのための借り入れを理由として」格下げした米国の会社数は36社にのぼっていると伝えている。

(32) 減税については，オニール氏は財務長官就任前の証言において，やや懐疑的と受け取れる見解を表明している。

ルツ需要，とくに25年から30年ものの需要を満たすことができないという問題に直面している。これらの機関投資家は，政府のミニマム・ファンディング・リクアイアメント（Minimum Funding Requirement）という規制のもとで，保有資産の一定割合をギルツなどの安全資産で保有しなければならない。ただし，この規制については，昨年5月に発表されたマイナース（Myners）報告において提唱されたとおり，撤廃ないし緩和されることが予想されている。この撤廃ないし緩和をみこして，既に機関投資家はギルツを長期の民間債券で置き換えている模様である。(33)

日本の国債については，供給が十分にあることは言うまでもないことであるが，市場の流動性が低く，外国人が海外業者を通じて日本国債を買った場合に利子が源泉課税の対象となる(34)こともあって，現段階では97%が日本居住者の保有になっている。世界各国のファンドマネジャーたちは，主要金融機関が発表する「インデックス」におおむね従って資産を運用しているが，日本国債の保有比率はインデックスが示す比率を下回っている場合が多い。

ユーロ建て国債は各国の財政健全化努力によって供給が減ってはいるものの，米国債のように消滅しようとしているわけではない。ユーロゾーン内の債券市場が分断されているなど問題はあるが，(35)問題が解消され，相対的供給量が維持されれば安全な投資対象として重要な地位をしめることが予想される。

ユーロが世界経済に与える影響として，最後にグローバル・スタンダードにふれたい。ここで言うグローバル・スタンダードとは，国籍や文化の違う主体がお互いに取引する（グローバルな）環境において，安定を維持するような法律・制度・慣行などのスタンダードである。国籍や文化の違う主体がお互いに取引する場合に，経済・社会活動のスタンダードが違うと不都合が生じ，円滑に取引を行うことが難しい。よって，スタンダードの収束が望ましいが，問題は，どの国のスタンダードに皆が合わせるのかである。あらゆる経済活動におけるスタンダードの収束にとって，とくに重要なのが，金融セクターのスタンダードである。なぜならば，経済活動は資金がなければ行うことができず，資金の借り手は貸し手のスタンダードを受け入れざるを得ないからである。これは直接金融であるか，間接金融であるかをとわない。前者の場合は，国際的に広く用いられる市場のスタンダードを受け入れざるを得ないことになり，後者の場合は国際的に広く活躍する金融仲介機関のスタンダードを受け入れざるを得ないということになる。

---

(33) Financial Times, August 20, 2000 に言及された Capital Dataware の報告によると，98年1月と99年7月の間の英国企業によるポンド建て債券発行のうち，31%が満期15年以上のものであり，そのうち半分は25年以上のものであった。

(34) これは来年度から非課税となる予定である（日本経済新聞2001年1月3日「日本経済の進路を聞く②、速水優日本銀行総裁」）。

(35) ユーロゾーン国際市場の分断化や歪みなどの問題については，Giovannini Group (2000) を参照されたい。

ある国のスタンダードが国際的に受け入れられるかを左右する要因としては，様々なものがある。一つ，重要なのは，それがグローバルな経済活動の安定を保証するかどうかである。歴史，国籍，商習慣など様々な面で異なる主体がお互いに取引するグローバルな市場において，採用されるスタンダードが安定的繁栄を維持するようなものでなければ，世界経済は大混乱に陥る危険がある。また，ある国や地域の経済力・政治力に裏打ちされた交渉能力・発言力，国際舞台における存在感も，その国や地域のスタンダードがグローバルに用いられるようになるかどうかを決める重要な要因であろう。

ユーロ誕生後，ユーロゾーンの金融機関は，民間も当局もともに，個別に存在していたときと比べて，発言力・存在感ともに大きくなっている。欧州で成り立つスタンダードのみが常に良いとは限らないことは，言うまでもない。しかし，欧州の金融セクターの発言力・存在感が高まることは，金融セクターのグローバル・スタンダード設定にあたって，米国スタンダード以外の選択肢を与えてくれることになる。これは，日本を含むアジアにとって重要な意味をもっている。金融サービスは現在，欧州連合GDPの6％をしめ，この比率は高まることが予想されている。欧州委員会は欧州の金融セクターを更に強化するために投資ルールの改善を計画しているが，その成果に期待したい。

補論　2000年11月末以降のユーロ増価について

本文でも述べたとおり，2000年11月末以降，ユーロは増価に転じ，その後少し減価してはいるものの，一方的減価は止まった模様である。本文中には，ユーロ誕生以降の減価の背後にあって要因として，ヘッジファンドの性質の変化，米国経済の圧倒的成功，ユーロ減価が市場参加者の期待を裏切ったこと，欧州中央銀行のかかえる諸問題をあげた。補論では，これらの要因とユーロ増価との関係を考察する。

まず，マクロヘッジファンドと米国経済であるが，復活した，ないし活発に活動を始めたという形跡はない。本文で述べたように，昨年11月以降のユーロ買いは米国経済の減速をきっかけに生じているが，マクロ経済変数に関するニュースに反応してユーロ買いを行っているのは，マクロヘッジファンドでなく他の市場参加者なのである。言うまでもなく，マクロ経済変数に反応して為替を売買する主体は，他にもいる。違いは，マクロヘッジファンドの場合はマクロ経済変数に反応して為替を売買し，そこで為替が自分の予想通りの方向に変化することによって利益をあげる。これに対し，一般のファンドマネジャーは，ある国の経済の先行きから，その国に対して投資することのリターンを判断し，為替を売買するのである。後者のほうが，より長期的なタイムスパンで利益をあげることを考えていると言えよう。

1月11日付けのFinancial Timesに引用されたABNアムロのトニー・ノーフィールド氏の見解

によれば，ユーロを買っているのはファンドマネジャーである。同氏によると，その時点でのユーロ買いは「ポートフォリオマネジャーによる投機的取引やヘッジング」にもとづくもので，「投資家たちは，米ドル建て資産を売ってユーロ建て資産を買っているというよりは，現在の保有資産の為替リスクをヘッジしているだけ」であった。そして「1ユーロ0.95ドルを正当化するためには，昨年10月ころから700から800億ドルの直接投資・ポートフォリオ投資資金が米国からユーロゾーンへ流入しなければならない計算になるが，これは観察されていない」とも述べている。

米国への直接投資は，4270億ドルにのぼると推定される米国の経常赤字のうち，約1300億ドルをファイナンスしていると言われているので，この流れが趨勢として変化すれば，為替市場での需給に少なからず影響を与えると考えられる。しかし変化したかどうか，まだ決定的なことはいえない。2000年12月23日付けの Economist (p.109, Finance and Economics) は「欧州企業による米国での M&A 活動には低下が観察される」と述べている。1月末に欧州中央銀行が発表した2000年11月のデータで，ユーロゾーンからの直接投資資金出超額が同年8月の出超額と比べてほぼ四分の一に縮小しているのは，これと整合的である。しかし，2001年2月7日付けの Financial Times によると，2001年1月には米国への純直接投資流入額は2000年9月以来の高い水準の110億ドルにのぼり，米国からユーロゾーンへは29億ドルの純直接投資流入があった。

時間の経過とともに確定的なデータも公表されるであろうが，もし今後，投資家達にとって米国よりユーロゾーンを選好する理由が増えれば，ユーロ買い増大につながるであろう。ユーロゾーンを選好する理由のうちには，ユーロ増価そのものも含まれる。ちょうどユーロ減価がユーロ減価期待を生み，ユーロ売りにつながって更なるユーロ減価を生んだのと同じロジックで，ユーロ増価期待を生むほどユーロ増価トレンドが定着すれば，これもユーロ買い要因になる。

最後に欧州中央銀行のかかえる問題であるが，これは短期間で解決する類のものではない。ユーロが減価し続けていた頃と現在を比較すると，まだ市場参加者の評価は大きく変わっていない。欧州中銀は昨年12月からユーロゾーンの経済成長率とインフレ率について今後二年間の "projections" を発表し始めた。欧州中銀はこれが "forecast" ではないということを強調し，政策の自由度を縛られることなく，市場とのコミュニケーションをより良いものにすることを目指しているようであるが，この実効性も時間が経過して初めてわかることであろう。

以上から判断すると，昨年11月末からユーロ安に歯止めがかかったことの背後にある主な要因は，米国経済の圧倒的優位性が薄れたことと，市場期待がいくぶんか変化したことであると言えよう。

（経済学部教授）

参 考 文 献

Bekx, Peter (1998); "The implications of the Introduction of the Euro for non-EU countries", Euro Papers, European Commission, Directorate General II, Economic and Financial Affairs, available from http://europa.eu.int/

Bureau of Economic Analysis (US Department of Commerce) website, http://www.bea.doc.gov

Collignon, Stefan and Susanne Mundschenk (2000) "The Euro as an International Currency", pp. 87-106 of Asia-Europe Cooperation: Beyond the Financial Crisis, Les Cahiers de l'ifri, no. 31.

Duisenberg, Willem F. (2000a) "Europe's contribution to the stability of financial markets", speech at a conference on "Challenges for the European future", on the occasion of the 60th birthday of Mrs. Randzio-Plath, Hamburg, 28 October 2000, http://www.ecb.int/key/00/sp001028.htm

Duisenberg, Willem F. (2000b) "The international role of the euro", keynote address at the European Banking Congress, Frankfurt, 17 November 2000, http://www.ecb.int/key/00/sp001117.htm

The Economist, various issues

Emerson, M., D. Gros, A. Italianer, J. Pisani-Ferry & H. Reichenbach (1992) "One Market One Money", Oxford University Press, New York

Financial Times, various issues

Giovannini Group (2000) "Co-ordinated Public Debt Issuance in the Euro Area", available from http://europa.eu.int/

Hong Kong Monetary Authority website, http:// www.info.gov.hk/hkma

International Monetary Fund (2000): "Annual Report of the Executive Board for the Financial Year Ended April 30, 2000"

US Department of Treasury website, http://www.treas.gov

日本経済新聞

日本銀行ウェブサイト http://www.boj.or.jp

平松 拓 (2000)；「ユーロの国際通貨としての現状と課題」, pp.32-39, 国際金融 No. 1052, 財団法人外国為替貿易研究会