

ドル圏、ユーロ圏、そして緩い円圏

富田俊基

CONTENTS

はじめに

各国通貨は国際的にどのように使われているか

- 1 通貨と言語
 - 2 為替取引の87%はドル
 - 3 輸出入の契約通貨
 - 4 貯蓄手段としての利用
- なぜドルは用いられるのか
- 1 ネットの国際資本移動は小さい
 - 2 金融グローバル化の謎解き
 - 3 取引コストの計測

ユーロ誕生と円の国際化策

- 1 ユーロ誕生で短期的にシェアは低下
 - 2 ユーロ圏の国債市場
 - 3 円の国際的利用は進展するか
- ### 国際通貨の新しい世界地図
- 1 拡大するユーロ圏
 - 2 東アジアでの円の利用
 - 3 ドル化するラテンアメリカ
 - 4 2極か3極か

要 約

- 1 欧州11カ国が1999年初から1つの通貨を使うようになった。人口では米国を上回り、経済規模ではその8割に相当するユーロ圏の登場は、ドルや円の地位に大きな影響を与えざるをえない。一方、1999年4月から円の国際化策が実施された。円の国際的な利用は今後どのように進展するのか。
- 2 外国為替市場での取引高は、1日当たり1.5兆ドルに達する。世界の貿易量の40倍もの取引が行われており、ドルはその取引の87%を占めている。ドルの国際的な利用は、1980年代末から90年代初めにかけて一時低下したが、その支配的な地位は依然として揺らいでいない。そこには規模の経済性が働いている。
- 3 ユーロ圏の誕生で、欧州各国の金融資本市場は広がり厚みを増す。それで規模の経済を発生させ、中東欧にユーロ圏を拡大させてゆくであろう。新通貨ユーロがドルに匹敵する国際通貨になるかどうかは、欧州での金融技術革新の進展と財政金融政策の節度にかかわっている。
- 4 円の国際化促進策は、日本の国債市場の活性化を内容としている。これを踏み台として、わが国で多様な金融技術革新が進展すれば、円に規模の経済性が生まれ、将来の円の国際的な利用の拡大につながりうる。それによって、東アジアでの円の利用の拡大が期待できるが、ドル圏、ユーロ圏のような頑強な通貨圏ではなく、緩い形での円圏にとどまるであろう。

はじめに

対外債務に悩む発展途上国は別として、日本ほど為替レートの変動に国をあげて大騒ぎする国もないであろう。それもそのはずで、円と連動して動く外国通貨がなく、円の対ドルレートの変動が日本の輸出入に直接大きな影響を与える。また、対外資産のほとんどが外国通貨建てで運用されているからである。

1980年代末には、日本の輸出入に占める円建て貿易の比率が高まり、また外国の政府と企業が円建ての債券発行を増やすなど、円の国際的な利用が進んだ。円はドイツ・マルクとともに、ドルを補完し国際通貨化してゆくという可能性が高まった。海外でも3極通貨体制という言葉が頻繁に使われるほどであった。だが、1990年代に入ってからドルの支配的な地位は揺るがず、マルクや円の国際的利用は拡大してきたとはいえない。

本年1月に欧州11カ国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ、ベルギー、オーストリア、ポルトガル、フィンランド、アイルランド、ルクセンブルク）は新通貨ユーロを導入し、1つの中央銀行によって金融政策が行われるようになった。ユーロ圏の誕生である。欧州のかなりの領域で1つの通貨が使われるのは、ローマ帝国以来といってよいほどの歴史的な出来事である。

ユーロ圏は、表1に見るように、人口でも、経済規模でも、また金融資本市場の規模でも、米国に匹敵するほどの規模である。そこで1つの通貨が使われるのだから、世界の経済に大きな影響を与えざるをえない。

一方、日本は1999年度から円の国際的な利用を促進するための政策を打ち出した。その狙いは、1997年来のアジア通貨危機の原因がアジア各国が過度にドルに依存していたことにもあったので、アジアで円の利用が高まることは、アジア各国、ひいては日本経済の安定化につながるという点にある。非居住者による円の保有を促進するために国債市場の改善を図ることを、そのための手段としている。

ユーロの登場と円の国際化促進策によって、国際通貨システムが今後どのように変化してゆくのであろうか。ユーロの利用が進展し、基軸通貨の地位を保ってきたドルと競合するようになり、ユーロとドルの2極通貨システムとなるのだろうか。あるいは、円の国際的利用が増し、3極化するのだろうか。

これらの問題にアプローチするために、本稿ではまず第1章で、各国の通貨が国際的にどのように利用されているのかを概観する。次の第2章で、なぜドルが支配的な通貨として使われているのか、その理由を検討する。第3章では、ユーロと円の国際的な利用が進展するのかどうかを展望する。そして第4章では、21世紀の初めの10年ほどについて、国際通貨の展望を行う。

表1 日本、米国、ユーロ圏の規模の比較（1997年）

	日本	米国	ユーロ圏
人口（百万人）	127	270	292
GDP（十億ドル）	4,190	8,080	6,270
GDPの世界シェア（％）	7.7	20.2	15.0
輸出の世界シェア（％）	7.7	12.6	15.7
輸出のGDP比（％）	10.0	8.5	13.6

注）GDPの世界シェアは購買力による評価。ユーロ圏は、1999年初に通貨統合に加盟した11カ国の合計
出所）European Central Bank, *Monthly Bulletin*（<http://www.ecb.int/>）

各国通貨は国際的にどのように使われているか

1 通貨と言語

通貨は、それぞれの国のなかで、交換の手段、計算の単位、貯蓄の手段という3つの役割を果たしている。国境を越えた経済活動でも、貨幣は同じ役割を果たしている。大きな違いは、国内では法律で通用しているが、国際的にはどの国の通貨を使うかは、法律によってではなく、また各国間の合意や強制によるものでもなく、市場の力で決まることである。

では、どのような市場の力が働くのか。それは、以下に述べるように、交換手段、計算単位の場合と、貯蓄手段の場合とで異なる。

交換手段として、また計算単位として外国通貨を用いる場合には、言葉としてどの外国語を使うのかと同じようなことが起きる。交換手段として、また計算単位として用いられる通貨は、国ごとに異なるモノやカネの値段の伝達手段に他ならないからである。

言語の場合、多くの人を使う言葉が有効なコミュニケーションの手段となる。多くの国々から人が集まった場合、人々はどのように会話するかといえば、共通の言葉を用いようとするし、2人で直接に会話できない場合には、それぞれの言語をいったん共通する言語に翻訳して会話することになる。だから、よく使われる言語を話す人と通訳者は増加し、その言語はますます使われるようになる。

これと同様に、国際的に利用される通貨も、1ヵ国かせいぜい数ヵ国の通貨に限定されるのである。ドルは、英語と同様に広

く利用されてきたので、情報の伝達手段として経済的に優れている。このため、ますます使われるということになる。

だが、貯蓄手段としての通貨の利用には、これらとは異なる市場の力が働く。単によく使われる通貨の国に投資するということではなく、投資のリターンとリスクとを考慮して、多くの通貨に投資することが望ましい。言語の使用とは異なって、国際的に利用される貯蓄手段としての通貨は、より多くの国々に分散することが理にかなっている。このため、1970年代初めに変動相場制へ移行してから、ドルはマルクや円よりも大幅に安くなり、貯蓄手段としての役割は低下してきた。

しかし一方、ドルは依然として交換手段として、また計算単位として利用されている。さらに、国際的な取引で使用する通貨をドルから他の通貨に替えようとする場合、他の人々も同様の行動をとらないと、取引コストがかかり容易に進まない。このことが、英国が経済的に衰退した後も、かつて長い期間にわたってポンドが国際的に利用された理由でもある。

では、国際通貨は多くの人がかかるので、ますますその通貨が使われるということだけかといえば、通貨が国際的に利用されるための基礎的条件が必要である。

まず、その通貨の価値に信認があることが必要である。国際的に計算単位として、また交換手段として使われるためには、その価値が安定していることが必要である。そのためには物価上昇率が低いこと、そして政治の安定性が必要である。

第2の要件は、その国の貿易量、経済規模が世界のなかで大きなシェアを占めていることである。貿易量が多いほど、取引相

手のなじみが広がり、国際的利用の機会が多い。

第3の要件は、金融資本市場が発達していることで、他の国々の需要に十分にこたえるには、「広く深い」市場があることが必要である。つまり、金融商品の品ぞろえが多く、流通市場が発達しており、金融取引のコストが低いことが重要である。

こうした国際通貨の特性を念頭に置いて、通貨の国際的利用の現状がどうなっているのかを見ることにしよう。

2 為替取引の87%はドル

世界における為替の取引高は、1998年4月の時点で1日当たり1.5兆ドルであった。これは、世界43カ国に所在する金融機関を対象とした調査に基づく数値であり、それぞれの国内取引、および国内外との反対売買は控除されている。世界貿易の規模は輸出と輸入の合計で約10兆ドル（1995年）であるので、その40倍近い為替取引が行われている。

このうち、東京市場における為替取引高は1ヵ月で約1.6兆ドル（1998年4月、ただし海外の調査対象との取引は調整されていない）で、日本の輸出入の合計の30倍近くに達する。また、1998年の日本から海外への証券投資の取得と処分を合計すると380兆円、海外から日本への証券投資の取得と処分を合計すると108兆円、両者合わせた資本流出入の大きさは500兆円弱である。つまり東京市場では、日本の資金流出入の約4倍もの金額の為替取引が行われているのである。

このように、気が遠くなるほどの規模で為替取引が活発に行われている。しかもその規模は、3年ごとに行われるBIS（国際

表2 外国為替取引の通貨別シェア

	1989年4月	92年4月	95年4月	(単位：%) 98年4月
米ドル	90	82	83	87
EU加盟国通貨合計	48	70	70	63
ドイツ・マルク	27	40	37	30
英ポンド	15	14	10	11
円	27	23	24	21
その他とも合計	200	200	200	200
1日の平均取引量（億ドル）	5,900	8,200	11,900	14,900

出所）BIS, Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 1998 (http://www.bis.org/publ/r_fx98.htm)

決済銀行）の調査が示すように急増を続けている（表2）。ドルレート変動の影響や、調査対象国がしだいに増えてきたことの影響もあるが、基調として為替取引は、貿易取引、資本取引を大きく上回るスピードで拡大を続けている。

為替取引に使われている通貨は、表2に見るようにドルが中心であることに大きな変化はない。為替取引とはある通貨と他の通貨との売買のことであるが、その片側にドルを用いる比率は、1998年4月は87%（95年は83%）であった。

また、同時期のドイツ・マルクのシェアは30%で、1995年4月の37%から大きく減少している。これは、ユーロへの参加国が決定し、ユーロの発足が確定的となった直後で、マルクとフランス・フランなどユーロ加盟国間の為替取引が減少したためであろうと考えられる。さらに、取引高第3位の円のシェアは21%（1995年は24%）で、第4位の英国ポンド11%（同10%）をかなり上回って取引されている。

これを為替取引の組み合わせ別にみると（1995年4月）、ドルとマルクの取引は22%、ドルと円が21%、ドルとポンド7%など、ドル以外の主要通貨の取引では、対ドル売

買が圧倒的なシェアを占めている。これに対し、ドル以外の主要通貨間の売買シェアは、マルクとフランが3%で、円とマルクは2%、マルクとポンドは2%にとどまっていた。

このようにドルが第三国間の為替取引の媒介通貨（vehicle currency）としても利用されるのは、為替取引には言語の使用と同じように、規模の経済が作用しているからである。たとえば、3カ国が存在し、うち1国の通貨が他の2国の通貨よりも活発に取引されているとすると、他の2国間の為替取引は、大国の通貨を媒介として間接的に行った方が、取引コスト、情報コストの節約とリスクの軽減につながるので、小国の通貨間の為替取引は発生しづらいことになる。

こうして、ドルは使用されるから、さらに使用されるという現象が発生しているのである。

3 輸出入の契約通貨

資本流出入規制があった時代には、国際

通貨を論じる場合、貿易が重要な要素であった。しかし、先にみた貿易量と為替取引量の比較からもわかるように、今日ではその重要性は低下している。

世界貿易における国際通貨の使用状況についての推計によれば、表3に見るように、1992年に米国は世界の輸出に占めるシェアが11%であったのに対して、ドルは世界輸出の48%に利用され、輸出の契約通貨（invoicing currency）としても大きな地位を占めている。

一方、日本の輸出シェアは9%で米国と大きな差はないが、円は世界輸出の5%にしか使われていない。EU（欧州連合）諸国は輸出シェアは43%で、その通貨は34%使われている。ただし、EU域内向けの輸出を相殺すると、その世界輸出に占めるシェアは14%となり、域外で用いられるEU諸国通貨のシェアも22%に下がると推計される。

このように、ドルは米国が世界貿易に占めるシェアを大幅に上回って利用されている。このことは、主要国ごとに輸出入の契約通貨を比較することによっても確認できる。米国に比べて、ドイツ、さらに日本の本国通貨建ての輸出比率は低い。

1992～96年の米国のドル建て輸出入比率が輸出98%、輸入89%であったのに対して、ドイツではマルク建て輸出入比率はそれぞれ76%、53%、さらに日本では円建て輸出入比率はそれぞれ36%、23%にすぎなかった。また、ドイツでのドル建ての輸出入比率はそれぞれ10%、18%と、マルク建てのそれを大きく下回っている。これに対し、日本のドル建て輸出入比率はそれぞれ53%、70%で、円建てのその比率を大きく上回っている。

表3 世界の輸出に占める契約通貨のシェア

	1980年	1987年	1992年	(単位: %) (EU域内貿易を除く)
米ドル	56	48	48	59
主要EU通貨合計	31	34	34	22
ドイツ・マルク	14	16	15	10
フランス・フラン	6	7	6	4
英ポンド	7	6	6	4
イタリア・リラ	2	3	3	2
オランダ・ギルダー	3	3	3	2
円	2	4	5	6
その他とも合計	100	100	100	100

出所) Philipp Hartmann, "The Future of the Euro as an International Currency: A Transactions Perspective," Center for European Policy Studies Research Report, No.20, 1996

貿易における契約通貨の選択は、どのような理由でなされるのであろうか。米国スタンフォード大学教授のマッキノンは、1979年に、工業製品については輸出国の通貨が選好されるという仮説を立てた。実際、第二次世界大戦後はほとんどの貿易にドルが使用されたが、米国と欧州では製品輸入に輸出国通貨が多く用いられるようになった。

マッキノンは貿易財を、工業国が生産する差別化された財と、発展途上国が輸出する原材料とに分類した。そして、前者は輸入国の経済規模が大きく輸入国通貨で貿易金融が行いやすい場合を除いて、生産者の交渉力が強いので輸出国通貨建てとなる傾向が強く、後者は価格情報を効率的に提供するためにドル建てになるという傾向があると指摘した。

だが、日本はマッキノンの仮説の例外のようである。日本の円建て輸出入比率は、輸出は1993年の43%を、輸入は95年の24%をピークに、最近はやや低下の傾向がみられる。米国、ドイツはいうに及ばず、フランス、英国、イタリアなど他の主要国の自国通貨建て輸出入比率に比べても低い水準にある。

このように、マッキノンたちの仮説に反して、日本企業の自国通貨建て輸出比率は低い。これには、現地価格の変動を和らげるように価格設定を行っていることに加えて、海外の輸入業者にとって円の運用手段が十分に整備されていないなど、円の利便性にも問題があるためと考えられる。

なお、1980年代に円建て輸入比率が著しく上昇したのは、ドル建てである一次産品の価格が下落した一方で、東南アジア諸国からの製品輸入が増大し、同地域からの輸

入に占める円建て輸入の比率が、95年3月には34%へと上昇したことによるところが大きい。

4 貯蓄手段としての利用

民間部門がある通貨を資産として保有する場合には、運用・調達の容易さ、情報の効率性に加えて、リスク・リターンがきわめて重視される。このため、貿易の契約通貨として国際的に用いられる場合に比べて、貯蓄手段としては、趨勢的に為替レートが減価してきたドルのウエートが低下し、それ以外の通貨がより多く用いられてきたとの推論が可能となる。

非居住者外貨建て預金の推移をみると、ドル建てのシェアは1990年代半ばに向けて傾向的に低下し、マルク建て、円建て、その他通貨建て預金のシェアが上昇してきた（次ページの表4）。といっても、1997年末についてみると、約4.7兆ドルの非居住者外貨預金の約半分がドル建てである。

また、他国での、あるいは他国通貨建ての債券（国際債の発行額は1997年で8316億ドル）についても、ドル建てのシェアは80年代初めの60%から、90年代初めには一時29%にまで低下したが、その後97年には45%にまで回復している。

次に、通貨当局による国際通貨の利用をみておこう。民間部門の為替市場取引でドルが圧倒的な地位を占めているため、通貨当局による市場介入においても、ドルや通貨バスケット（複数の外国通貨）にペッグ（連動）させている国々、フロート（変動）制を採用している国々だけでなく、EMS（欧州通貨制度）域内での市場介入においても、EMS加盟国通貨の他にドルが用いられてきた。

表4 貯蓄手段としての通貨の国際的利用シェア

	年	米ドル	ドイツ・マルク	EU通貨	(単位: %) 円
非居住者外貨建て預金	1986	64	13	25	5
	1990	52	16	31	5
	1995	44	17	30	6
	1997	49	13	25	7
国際債発行額	1985 ~ 87	49	8	13	11
	1990	33	8	26	14
	1995	40	16	23	13
	1997	45	17	27	5
外貨準備	1985	55	14	19	7
	1990	49	17	20	8
	1995	56	14	20	6
	1997	57	13	18	5

注) EU通貨は、英ポンド、ドイツ・マルク、フランス・フラン、ECU(欧州通貨単位)建ての合計。ただし、外貨準備のシェアについては、ECUは加盟国のドル準備をブールしたものであるため、EU通貨建てから除いてある
出所) OECD, *Financial Market Trends*, BIS, *Annual Report*, IMF, *Annual Report*

先進工業国が変動相場制に移行してからは、公的基準通貨としてのドルの役割は低下し、自国通貨をドルにペッグさせる国の数は、1970年の65カ国から97年には21カ国に減少した。そして外貨準備に占めるドルの比重は、固定相場制が1970年代初めに崩壊して以降、低下を続ける。1990年代初めには50%にまで低下し、ドイツ・マルクと円の比重が上昇した。アジアの外貨準備に占める円のシェアは、1980年代半ばには20%に達した。また、欧州各国の外貨準備に占めるマルクのシェアは、1990年代初めに22%に達した。

その後、1997年末には世界各国の外貨準備(1.1兆ドル)に占めるドルの比重が60%近くにまで回復した。これは、日本や欧州諸国の通貨当局がドルの下落、つまりは自国通貨の上昇を回避するために、ドル保有を増やしたという面もある。そして、1990年代初めから欧州の外貨準備に占めるマルクのシェア、アジアにおける円のシェアは低下した。

以上にみたように、民間資本取引で1990年代初めにシェアが低下したことを除くと、ドルは米国経済の相対的な地位低下とドルの減価にもかかわらず、依然として支配的な地位を保ってきている。マルクは欧州域内では国際通貨としての機能を果たしてきたが、円はアジアにおいても表示通貨や支払い手段としての機能を十分に果たしているとはいえない。

なぜドルは用いられるのか

前章でみたように、国際的な外国通貨の取引は、貿易、国際債の発行、外貨建ての預金の規模などよりもはるかに巨大な規模で取引されている。しかも、その拡大テンポも、非常に速い。こうした巨額の金融取引は、なぜ行われているのであろうか。これを解明することによって、国際通貨としてドルが支配的な地位を占めている理由も明らかになるのではないだろうか。

1 ネットの国際資本移動は小さい

1日に1.5兆ドルという巨額の為替取引に象徴されるように、今日の金融のグローバル化の進展には目を見張るものがある。このように資本移動が完全な世界では、マクロ経済の観点からみると、各国の貯蓄は世界全体の貯蓄としてプールされ、それをめぐって各国の投資が競合するので、各国の投資は自国の貯蓄の大きさと無関係になるはずである。

しかし、各国間のネット（正味）の資本移動は決して大きくない。各国の実物投資の大半は国内貯蓄でまかなわれるという関係が続いている。世界の資本移動が自由に行われているという仮説は、1980年にフェルドシュタイン（現在、ハーバード大学教授、全米経済学協会会長）とホリオカ（同、大阪大学経済研究所助教授）によって棄却された。

彼らは、1960年から74年までの間のOECD（経済協力開発機構）各国の投資の対GDP（国内総生産）比が、その国の貯蓄の対GDP比から強い影響を受けていることを統計的に示した。各国の貯蓄は、ほぼそれに等しい規模の国内投資をもたらしているというのである。実際、第二次世界大戦後は主要国の国内投資の8割前後が国内の貯蓄でまかなわれてきた（図1）。

言い換えると、高貯蓄国から低貯蓄国への資本移動はほとんど生じておらず、各国の貯蓄増分は、貯蓄の発生した国の内部にとどまっている。つまり、現実の国際資本移動は、各国間の投資率の差を十分に反映したものではない。

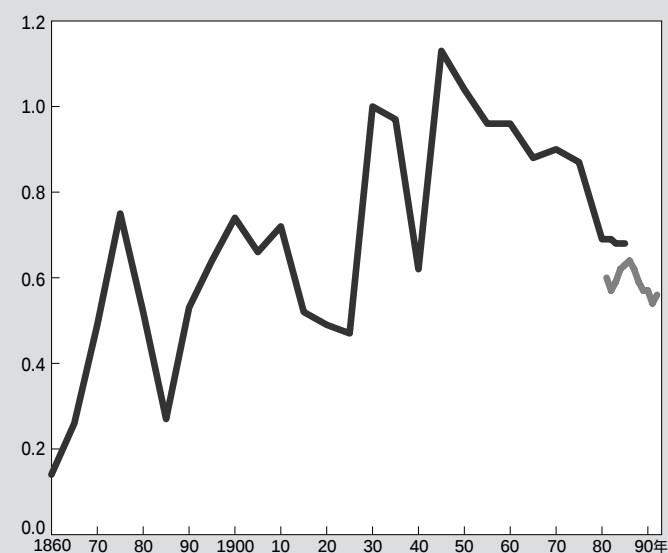
こうした現在の資本移動は、金本位制の時代、ブロック経済の時代に比べ、どのよ

うな位置づけにあるのだろうか。1860年以降を上記した手法で分析すると、図1に示すように、現在は第一次世界大戦前の金本位制の時代ほど自由に各国の貯蓄が他国の投資に充当されているとはいえない。

このことは、第一次世界大戦前には、主要国の間に巨額の経常収支不均衡が持続していたことによっても確認できる。英国は1870～1914年の期間について、年平均で対GNP（国民総生産）比5%以上の経常収支黒字を発生していた。また、1900～13年のカナダでは、年平均の経常収支赤字は対GNP比で5%以上であった。

第一次世界大戦前の国際資本移動は、活気にあふれていた。資本市場が欧州、新大陸、オセアニア、極東を結びつけていた。1866年には大西洋にケーブルが敷設され、大陸間の決済時間はそれまでの航海による10日間から数時間に短縮した。また、ロンドン・エコノミスト誌などを読むことで、

図1 フェルドシュタイン・ホリオカの貯蓄留係数



注）主要12ヵ国について、グロスの投資率をグロス国内貯蓄率と経常収支対GDP比の合計として計測

出所）Alan M. Taylor, *International Capital Mobility in History: The Saving-Investment Relationship*, National Bureau of Economic Research, 1996（1981年以降についてはOECD, *Economic Outlook*より20ヵ国を対象に計測）

投資家は米国の鉄道、南アフリカの金鉱、エジプトの債務などについての情報を追うことができた。

このように、21世紀を目前に控えた現在の各国間のネットの資本移動は、第一次世界大戦前に比べて活発とはいえない。経常収支の不均衡に現れるネットの資本移動は、変動相場制へ移行後しだいに活発になってきたとはいえ、対GDP比でみて現在は2%程度の水準であり、第一次世界大戦前の3%以上の水準と比べると不活発なのである。

2 金融グローバル化の謎解き

1日当たりの為替取引が1.5兆円にも達していることにみるように、今日の金融のグローバル化は否定することができない潮流であり、事実である。一方、現在のネットの資本移動が、第一次世界大戦前よりも低調であることも事実である。この一見し

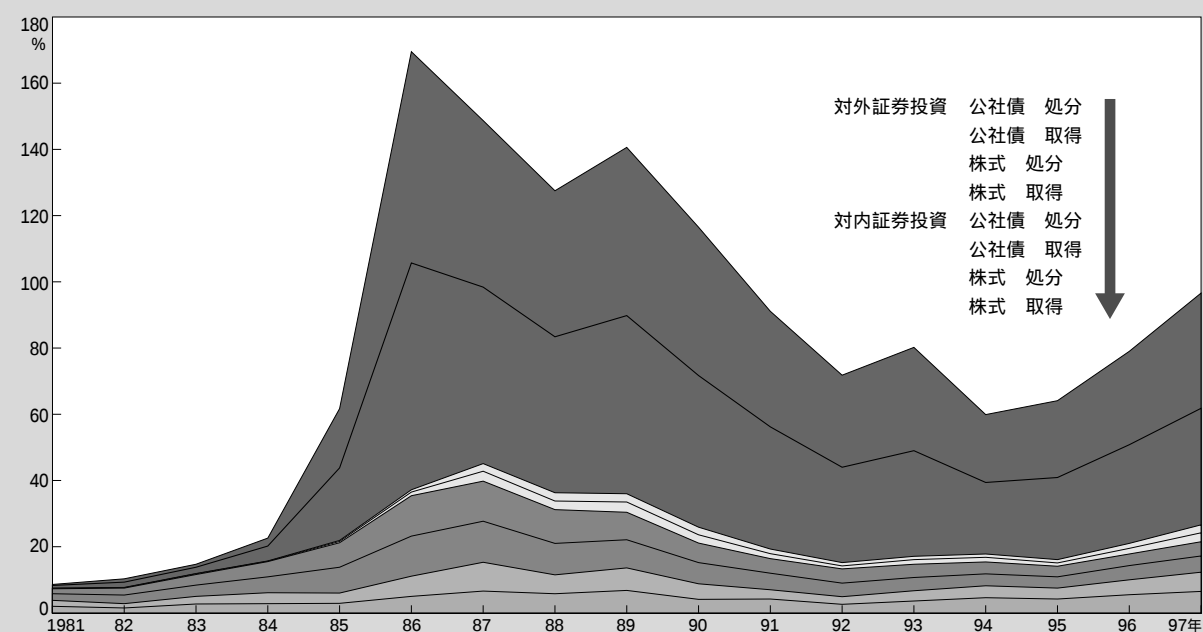
て整合的でない2つの事実は、どのように説明されるべきであろうか。

各国の経常収支の不均衡は、国境を越えたネットの資本移動を示すものである。だが、実際には各国内にも貯蓄の余剰部門もあれば、不足する主体もある。このため、資本流入と流出の差額だけで資本移動の大きさをとらえても、資本移動の実体を示すことにはならない。そこで、資本の流出と流入の合計した規模でとらえることが必要となる。

図2は、日本の対内・対外証券投資のそれぞれの取得と処分を合計した額の対GDP比をみたものである。株式に比べて債券の取引規模は大きいことがわかる。そして、1997年の対内・対外証券投資の合計額は、ほぼ経済規模に匹敵している。

これと同じ方法で、英国を除くG7諸国について、対外・対内証券投資の対GDP比を計算したのが表5である。1980年代には

図2 日本のグロス対内・対外証券投資の対GDP比



出所) 大蔵省『財政金融統計月報』(<http://www.mof.go.jp/shoutou/>)

表5 主要国のグロス対内・対外証券投資の対GDP比

	1975年	1980年	1985年	1990年	1995年	1996年	(単位: %) 1997年
米国	7	9	35	89	135	160	213
日本	2	8	62	119	65	79	96
ドイツ	5	7	33	57	172	199	253
フランス		5	21	54	187	258	313
イタリア	1	1	4	27	253	470	672
カナダ	3	9	27	65	189	251	358

出所) BIS, 68th Annual Report

それほど活発ではなかった対内・対外証券投資が、80年代後半から急増し、さらに90年代に入って日本を除く国々で著しく増加し続けている。これら6カ国の対内・対外証券投資の合計は、1980年の4300億ドルから、97年には24兆ドルに拡大した。一方、この間、世界貿易（輸出入合計）は1980年の4兆ドルから95年の10兆ドルに拡大したにすぎない。

国際的な資金の移動には、表5の証券投資のほかに、直接投資、さらに表4でみた非居住者外貨建て預金や為替介入がある。さらに、リスクの移転を目的とするデリバティブ（金融派生商品）取引が活発に行われている。BISの1998年4月の調査によれば、国境を越えた1日平均のデリバティブ取引は、為替取引の約4分の1の3620億ドルに達する。リスクを国内外に移転するデリバティブの発達によって、証券投資の国際分散はいっそう活発となった。両者が因となり果となって、国境を越えた資本取引は急拡大を続けている。

3 取引コストの計測

前節で、金融のグローバル化の謎は解明できたであろう。すなわち、今日の国際資本移動では、ネットの貯蓄の移動は少ない。

だが、流出入の両建てで資金の移動がきわめて活発に行われていることに特徴がある。さらに、資本移動に伴ってリスクを移転するデリバティブ取引も活発に行われている。

傾向的にみて、米国経済が相対的な地位低下を続けてきたにもかかわらず、ドルが国際通貨として支配的地位を保ってきた背景は、こうした脈絡から検討されねばならない。つまり、通貨の国際的利用は、それを貿易取引の尺度から論じる時代は終わり、金融資本市場からアプローチする必要がある。

国境を越えた金融取引も、経済取引であるので、リスクヘッジなどの目的を達するための取引コストが低いと増大する。実際にも、情報処理通信技術の発達が取引コストを引き下げてきた。たとえば、外国証券の決済についていうと、かつては翌日決済の市場もあったが、今日では即時決済の国が拡大している。また、デリバティブ取引での技術開発が、リスクをさまざまな形に分解することで、多様なリスクの移転を可能にし、国境を越えた資本移動を円滑にしている。

こうした技術の進展で、取引コストが低い国の通貨と市場が利用され、そのことが

さらに取引コストを引き下げるという力が働くことになる。効率的な国内市場は資本流入を増やし、国内通貨との為替取引を増やし、取引コストを引き下げ、媒介通貨となる可能性を増やす。媒介通貨となることで為替取引はさらに活発になり、取引コストがさらに下がることになる。

取引コストは、為替取引、債券取引などで発生するが、公表されるデータはほとんどなく、その国際比較を明示的に行うのはきわめてむずかしい。このため、ドルは取引コストが低いので支配的な国際通貨であるという仮説は、類推することは十分に可能ではあるが、これを実証することは容易

ではない。

欧州通貨機構のハートマンは、1992年4月のロイター・モニターのデータを用いて、ドル対マルクから、ドル対サウジアラビア・リアル、マルク対オランダ・ギルダーなどに至るまでの多くの2国間為替取引について、ディーラー間の為替取引の売買スプレッド（売値と買値のさや）と取引量、為替変動の関係を求めようとした。

ここでのスプレッドは、注文を処理するコスト、外国通貨を在庫として抱えるコスト、マーケティングのコストなどを含む。このうち在庫コストを除いて、取引量が増えるとコストは低下するという性格を持っている。

そしてハートマンは、スプレッドは、取引量が増えると縮小すること、また為替変動が大きいと拡大することを統計的に示した。具体的には、取引量が10億ドル増えると4ベースポイント（1ベースポイントは0.01%）低下するという関係である。主要な通貨取引についての取引コスト（スプレッド）を表6に示す。

また、為替取引において、輸出入によるものよりも資本移動、なかでも債券投資にかかわる取引がきわめて大きなシェアを占めていることから、債券市場で取引コストが低いことが、その国の通貨の国際的利用に大きな影響を与える。

債券市場についても、米国の連邦債市場が、他国の国債市場に比べて、より流動性に富み、取引コスト（売買スプレッド）が小さいことがよく指摘されている。実際、表7に見るように、米国の連邦債の売買高は、1日当たり3000億ドルを突破しており（1997年）年間売買高は連邦債残高の20倍を超えている。

表6 為替取引コストの計測例

	(単位：ベースポイント)	
	1992年4月のスプレッド	為替変動を除去した場合
米ドルとドイツ・マルク	4.56	4.06
米ドルと円	5.71	4.16
英ポンドと米ドル	4.62	4.27
ドイツ・マルクと円	4.14	4.37
フランス・フランと米ドル	3.77	4.61

注) 1ベースポイントは0.01%

出所) Philipp Hartmann, "Do Reuters Spreads Reflect Currencies' Differences in Global Trading Activity?" *Journal of International Money and Finance*, No.17, 1998

表7 主要国債市場の比較

	米国 (1997年)	日本 (1997年)	欧州3カ国 (1995年)
売買高(兆ドル)	75.6	25.5	-
除くTB	65.1	9.8	18.2
残高(億ドル)	34,568	23,512	-
除くTB	27,414	21,059	16,080
回転率(倍)	21.8	10.9	-
除くTB	23.7	4.7	11.3

注1) 欧州3カ国はドイツ、フランス、イタリアの合計

2) TB: 短期割引国債

出所) 米国はFRB, *Federal Reserve Bulletin*, 日本の売買高は店頭分で野村総合研究所『公社債要覧』、欧州3カ国は McCauley & White, "The Euro and European Financial Markets," *BIS Working Papers*, No.41, May 1997

ユーロ誕生と円の国際化策

これまでに述べたように、国際通貨の利用には慣性が働くので、ドルはマルクや円に対して傾向的に安くなってきたにもかかわらず、支配的な地位を保ってきた。しかし、このことは同時に、将来においてユーロや円がしだいに大きなウエートで使われるようになると、ドルの規模の経済性は消失し、ドルの地位も急速に低下するであろうことを示唆している。実際、ポンドの国際的役割は徐々に低下したのではなく、第一次世界大戦で急速に低下した。

では、ユーロが登場し、今後さらにユーロ圏の拡大が確実視されるなかで、ドルは最も支配的な通貨としての地位を今後も維持できるのであろうか。また、日本が円の国際化政策を打ち出したが、その影響をどう評価するべきであろうか。

表8は、ポンドが最も支配的な役割を果たした1913年の英国経済と、現在の米国とを比較したものである。当時の英国の世界貿易に占めるシェアは、今日の米国と同様に世界最大であったが、経済規模はすでに米国、ドイツよりもはるかに小さかった。現在の米国とEU（欧州連合）15カ国とは経済規模、貿易量でほぼ互角である。これらの点からは、ドルが支配的な地位を当面維持できなくなるという理由は見当たらない。

さらに、当時の情勢とは異なり、国際資本移動においてリスク移転の役割が著しく増大しており、金融資本市場の流動性、技術革新が重要な意味を持ってきた。そこで、以下ではユーロと円の国際的利用の進展の鍵を握る、金融資本市場の広さと厚みを中心に検討する。

1 ユーロ誕生で短期的にシェアは低下

ユーロ圏では、域内における貿易取引、通貨当局による為替介入、資本移動などの場面で、これまで利用されてきた欧州通貨は不要となる。このため、ユーロの利用は、従来の加盟国通貨の取引高合計よりも減少し、統計上はドルや円のシェアが従来よりも高まることになる。

まず、貿易でのユーロの国際的利用についての目処を立てておこう。1992年における世界の輸出3.6兆ドルのうち、EUの域内貿易は1.0兆ドルで、それに利用された欧州主要通貨（ポンドを含む）は0.6兆ドル相当であった。これを除くと、世界貿易（輸出）に利用される欧州通貨のシェアは、表3でみたように、34%から22%へと低下する。逆に、ドルは48%から59%に上昇する。

次に、外貨準備に占める欧州通貨については、これまでEU諸国はドイツ・マルクなどの欧州主要国通貨を多く保有してきたが、ユーロの誕生でこれらは外貨ではなくなるので不要になる。

1996年末のEU各国の外貨準備の合計は3500億ドルであったが、このうちの20%はドイツ・マルクで、25%は他のEU通貨で

表8 基軸通貨国の地位

		英国 (1913年)		(単位：%) 米国 (1996年)	
世界貿易に占めるシェア		16		15.2	
挑戦国のシェア	ドイツ	12	EU	14.7	
世界GDPに占めるシェア		14		20.7	
挑戦国のシェア	米国	36	EU	20.4	

注) EU15カ国の輸出は域内分を除く
出所) W. W. Rostow, *The World Economy: History and Prospect*, 1978およびOECD, *World Economic Outlook*, October 1997

あるとの推計もある。これらの通貨の多くの部分は、売却されてドルに転換されるか、あるいは各国国債の償還に当てられることになるであろう。このため、表4でみた世界の外貨準備に占めるEU通貨の比重は、ユーロ誕生によっていったんは大幅に減少することになる。

さらに、ユーロ加盟国でも、表5でみたように国境を越えた資本移動が活発だが、その多くがユーロ圏域内での取引とみられるので、その分欧州通貨の国際的な利用は減少する。

これらから、世界の為替取引に占めるユーロの比重は、これまで国際的に利用されてきた欧州通貨の合計よりも低下するであろう。世界のEU通貨の取引のうち、EU通貨間の取引は、1995年4月のBIS調査から推計すると27%であった。ユーロ発足によって、この分の外国為替取引が統計的に減少することになる。

これを1998年4月の調査に当てはめると、EU加盟国通貨の世界の為替取引に占めるシェアは、表2にみた63%から50%に低下する。この分ドルと円のシェアが比例的に上昇し、ドルの国際的な利用は87%から93%に上昇する。

2 ユーロ圏の国債市場

このように、ユーロの導入によって、統計的には欧州通貨の国際的な利用は減少する。ユーロの国際的な利用の目処としては、マルクよりも大きいのが、ユーロ加盟国通貨の国際的な利用の合計よりは少ないとみておくことができる。

だが、国債市場、債券市場での取引は、貿易取引のように相殺されることはない。逆に、厚みを増し、規模の経済が働き、さ

らに利用が増大することが予想される。このため、ユーロの国際化の原動力は金融資本市場にあり、そのテンポは欧州金融市場の統合のスピードに依存する。

ユーロの誕生によって、欧州各国の国債市場には、次のような統合の求心力が働く。すなわち、加盟するすべての国の国債がユーロ建てで発行され、これまで分断されていた各国国債市場が統合され、広がりや厚みを持つようになる。各国の国債には、その残高に応じて異なるリスクプレミアムがつくが、各国の財政政策が「安定協定」を満たす限りにおいて、大きな格差が発生することはない。

各国の国債市場が統合されるまでには、各国の規制改正や機関投資家の行動変化も必要となる。たとえば、債券先物取引でどの国債がベンチマーク（指標）に、そして清算に使われるのかについて、当分の間は各国政府、そして取引所間の競争が続くであろう。こうした過程を経て、各国の国債市場の統合が進み、ユーロ債市場はさらに流動性を高めてゆくであろう。

加えて、英国がユーロに加盟すれば、その国債市場の売買回転率、つまり流動性が高いので、ユーロの国際的な利用にいっそう弾みがつくであろう。

国債市場が厚みを増すと、ユーロ圏内外の機関投資家の行動も変化する。かつては為替リスクが存在したので、自国の債券に投資するという「ホーム・カントリー・バイアス」を助長していたが、それが軽減される。そして、ユーロ建て債券市場がさらに厚みを増すことによって、金融機関の資産内容も貸し出しから債券へのシフトが促される。

域外の投資家は、厚みが増してスプレッ

ドルが縮小したユーロ建て債券への投資を増大させるであろう。とはいえ、このことは直ちにユーロの対ドルレートの上昇を意味しない。なぜなら、ユーロ建て債券市場での起債による域外からの資金調達、つまりユーロの供給も増加すると思われるからである。

だが、現在のユーロ圏の金融構造は、米国とは異なり間接金融が中心である。表9に見るように、日本と同様に銀行が預金・貸し出し両面で大きな規模を占めており、債券発行残高の対GDP比は米国に比べて低い。ユーロ圏の国債残高の合計は米国とほぼ同じであるが、社債の発行残高は約4分の1である。

このため、税制、規制、会計、監督行政、上場基準などのハーモナイゼーション（調和）が進展するとしても、ユーロ圏での証券化、資本市場の統合は一夜にして達成できるものではない。ユーロの資本市場が広さと厚みをもち、それをテコとしてユーロの国際的な利用が大きく増大するためには、かなりの時間を要するものと考えられる。

3 ユーロの国際的利用は進展するか

世界経済に占める日本の比重を考えると、ユーロの国際的利用は、たとえばかつてのドイツ・マルクと比較しても低い水準にとどまっている。

1984年5月に円ドル委員会の報告が、そして85年3月に「ユーロの国際化について」と題する外国為替審議会の答申がまとめられ、東京オフショア市場が創設され、円建て外債、ユーロ円債の規制が緩和され、また外国法人のTB（短期割引国債）とFB（政府短期証券）の源泉徴収分を償還時に

表9 間接金融が主体のユーロ圏と日本（対GDP比、1997年）

	日本	米国	(単位：%) ユーロ圏
銀行預金残高	98.8	55.3	83.9
銀行信用残高	127.1	82.2	128.5
国内債券残高	108.5	164.7	90.2
株式時価総額	57.4	135.4	89.1

注) 株式時価総額は1998年10月の時価の97年のGDPに対する比率
出所) European Central Bank, *Monthly Bulletin* (<http://www.ecb.int/>)

還付するなどの措置がとられてきた。しかし、これまでみてきたように、その後も円の国際的利用は進展せず、むしろ後退したといっても過言でない。

1998年暮れに、99年度予算政府原案とともに、大蔵省から「ユーロの国際化の推進策」が発表された。それは、FBの市中公募発行と、非居住者の国債投資についての税制改正を内容としている。

この時期に、ユーロの国際化の推進策が打ち出されたのは、次の3点を背景とするものと考えられる。

第1に、ユーロの登場の影響である。近い将来、ユーロがドルと並ぶ国際通貨となり、円の国際的な地位がさらに低下し、国際通貨ではなくローカルカレンシーにすぎなくなってしまうのではないか、という懸念が持たれるようになった。

第2は、わが国の金融・資本市場の競争力強化である。1998年4月の外為法改正をフロントランナーとして金融ビッグバンが進展しているが、東京市場を非居住者にとっても魅力的なものとするのが、ビッグバンの効果を高めることになる。そこで、非居住者に国債を中心に投資しやすくして、円の使い勝手を良くすることが必要となった。

第3は、1997年7月からのアジア通貨・

経済危機の発生である。東アジア諸国の経済は、日本からの直接投資の受け入れや、資本財や製品の輸入、そして輸出での日本との競合という形で、日本経済と密接な関係を持っている。しかし、これらの国々の通貨はドルと強く連動している。このため、大幅な円高となると、東アジア経済は必要以上にブームになったり、逆に大幅な円安となると不況に陥ることになる。したがって、円の国際化が進展し、この地域での円の利用が拡大すれば、アジア各国の経済の安定化にも寄与することになる。

1999年度に円の国際化を推進しなければならぬのは、これらの理由からである。だが、より基本的な理由がある。

冒頭で述べたように、為替レートの変動に一喜一憂しなければならないほど、他の主要国に比べて、日本経済は為替の変動に対して脆弱である。

また、金融不安にあえぐ日本の金融機関にとっては、円資産が拡大することによって自己資本比率の算定上、為替リスクの影響を受けにくくなる。本邦金融機関の競争力が十分ではない欧米での業務縮小・撤退は避けられないとしても、東アジアには進出した日本の製造業企業も多く、単純に融資業務からの撤退というわけにはゆかない。円建て貸し出しのシェアを高めることが必要なのである。

さらに、ジャパン・プレミアム（邦銀向け上乗せ金利）の拡大という問題は、邦銀がドル建て融資と調達を行うことのリスクを表面化させた。邦銀が海外で円建て融資と調達が行えるようになると、外貨建ての資金調達に依存することでプレミアムを要求されるという状態から解放されることになる。日本銀行はドルは供給できないが、

円資金であれば最後の貸し手としての供給が可能だからである。

通貨が国際的に利用されると、国内で発生する通貨発行益（シニオレッジ）が拡大する。たとえば、米国の紙幣ドルは、その発行残高の推定50%から60%が海外で使用されており、毎年GDPの0.1%相当の通貨発行益が米国に流入していることになる。また、米国国債の約25%は非居住者に保有されており、その分国債金利が低下するという形で海外から通貨発行益を享受していることができる。

言い換えると、米国は自国通貨ドルが国際的に支配的な地位を占めているので、巨額の対外赤字を容易にファイナンスできているのである。

日本も、ライフサイクル仮説に従って、高齢化とともに貯蓄率が低下してゆくことが予想される。また、少子化によって子孫に遺産を残そうというインセンティブが低下し、貯蓄率は低下に向かうであろう。このため、巨額の財政赤字が継続すると、その分対外赤字に陥る時期が早くなる。

1990年代の国債累増のつけを支払わねばならない将来世代が、国際的にも借金をしなければならない時代が、やがてやってくるかもしれない。そのときに、通貨発行益が活用できれば、外貨建て日本国債の発行を行わずとも、対外赤字のファイナンスが可能となる。

これらの観点から、1999年4月から円の国際化の推進策が実施されることになった。それは国債市場の整備を内容としている。本稿でたびたび述べてきたように、資本移動が自由な世界では、金融資本取引のコストが低下することが、通貨の国際的利用につながるのであるから、1998年4月か

らの外国為替取引の自由化と99年4月からの国債市場の整備は、円の国際化を推進することになる。

具体的には、期間3ヵ月のFB（政府短期証券）が毎週水曜日に公募・入札・発行される。TB（短期割引国債）も1年、6ヵ月、3ヵ月と多様化され、FBとともに源泉徴収税が免除となる。国債も、30年債が発行されるなど期間が多様化され、一括登録国債について非居住者の利子源泉徴収が免除される。さらに、有価証券取引税が撤廃されるので、その分取引コストが下がる。

これらは円の使い勝手を向上させるためのステップである。これを踏み台として金融資本市場で多様な技術革新が進展し、取引コストの低下が進めば、海外の投資家にとって東京市場の魅力が増し、円がローカルレンシーに墮落するのを防ぐことができるであろう。ユーロの導入によって国際通貨情勢に大きな地殻変動が始まるここ数年のわが国での金融革新が、将来、円の国際的利用が拡大するかどうかの鍵を握っているのである。

国際通貨の新しい世界地図

1 拡大するユーロ圏

ユーロがどのような地理的広がりをもって利用されてゆくのか、そのイメージを描くことにしよう。

ユーロ圏は1999年に11ヵ国でスタートしたが、欧州統合には参加しているがユーロにはまだ加盟していない英国、スウェーデン、デンマーク、ギリシャが今後、加盟してゆくであろう。ギリシャは財政赤字を削減し、マーストリヒト条約（欧州連合条

約）の要件を満たせば加盟することになっている。また、英国ブレア政権はすでに1999年3月に、ポンドからユーロへの移行計画を発表した。

さらに、ユーロの利用は東欧諸国にも拡大してゆくであろう。エストニアは、カレンシーボード（外貨本位）制のもとで、自国の通貨エストニア・クローネを1993年6月からマルクに100%ペッグ（連動）させてきた。また、ブルガリアは、1997年7月からマルクにペッグさせてきた。

さらに、チェコ・コルナ、ハンガリー・フォリント、ポーランド・ズロチ、スロバキア・コルナは、マルクとドルなどで通貨バスケット制（複数の外国通貨の加重平均と自国通貨を連動させる方式）をとっていた。今後、EU（欧州連合）との経済取引、資本取引が拡大してゆくことを背景に、ユーロの比率を引き上げ、ドルの比率を低下させてゆくであろう。

そして、1999年3月にNATO（北大西洋条約機構）加盟を果たしたハンガリー、ポーランド、チェコは、やがてユーロ圏にも加盟するであろう。また、欧州周縁のトルコ・リラ、モロッコ・ディハム、イスラエル・シケルも、ユーロとの連動を高めてゆくであろう。

ロシア・ルーブルは、ドル・レートに連動し、ロシア国内でもドル紙幣が多く流通している。ポーランドが1991年5月にドル・ペッグ制からドル45%、マルク35%の通貨バスケット制に移行したように、ロシアも通貨バスケット制に移行する可能性はある。だが、主要なロシアの輸出品目である石油、金などがドル建てであり、この慣性が今後とも継続し、また貿易相手としての東アジアがEUよりも高い成長を続け

るであろうことを考えると、ルーブルのドル連動が続く可能性が高い。

金価格の推移は、1980年代の半ばからドルの対マルクレート変動の影響を受けなくなってきた。これは金の需要先が欧州からアジア、そして景気拡大を続けた米国へとシフトしてきたことを反映したものと考えられる。このため、かつてはマルクの影響を受けていた南アフリカ・ランドは、ドルへの連動を強めてきており、マルク圏からドル圏に移行する可能性がある。

ユーロが利用される地域の東の境は、サウジアラビアなどの産油国となるであろう。石油は今後ともドル建て取引が行われると予想され、産油国通貨のドル連動は続くと思われるからである。

2 東アジアでの円の利用

次に、東アジアの国々における円とユーロの利用の展望について述べる。これまで東アジアの諸国は、香港ドル、フィリピン・ペソなどはドル・ペッグ制を、また他の多くの国々は、ドルに大きな比重を置いた通貨バスケット制を採用してきた。

1990年代の前半における通貨バスケットに占めるドルの比重は、インドネシア・ルピーが99%、韓国ウォンが94%、中国元が87%、台湾ドルが86%、マレーシア・リングが84%、タイ・バーツが82%、シンガポール・ドルで69%と推定されている（関志雄『円圏の経済学』日本経済新聞社、1995年）。

すなわち、円と欧州通貨の通貨バスケットに占める比重はきわめてわずかであった。このようにアジア諸国の通貨制度は、名前は管理フロート制であっても、実体はドルに連動していた。

1997年のアジア通貨・経済危機を契機に、東アジアの各国はそれまでの対ドルレート安定策を放棄せざるをえなくなり、香港、中国を除いて、変動相場制に移行した。各国の金融と経済が安定するまで、為替レート的大幅な変動が続くであろうが、自由貿易地域の形成など、東アジア諸国間での経済取引が密接になってきたことを考えると、まずこれら諸国間で相互に為替レートを安定させようとする動きが出てくるであろう。

これらの国々は、通貨・経済危機以前は、ドルに大きな比重をおいた通貨バスケット制を各国が採用してきたことで、各国相互の為替レートの変動幅を安定化させてきた。だが、アジア通貨危機の原因は、これらの諸国が自国通貨をドルに連動させたことにもあった。

東アジアの国々の銀行と企業は、ドルにペッグしているので為替リスクはないと錯覚し、巨額のドル建ての借金に走った。そして海外から、米国よりも高い金利を求めて大量の資金が流入した。一方、実体経済はドル安円高時に輸出が拡大し、ドル高円安で輸出が抑制されるという構造である。ドルにペッグしていることで、円の対ドルレートの変動が東アジア諸国の経済に大きな影響を与えた。

たとえば、1991年から円高が進行し、95年4月に1ドル80円となった。これによってこの地域の経済はきわめて活況を呈した。しかし、その後の円安の進展で、アジア通貨危機直前には1ドル120円にまでなった。これによって、巨額の資金流入に依存したアジア経済の持続的な拡大に疑念が生じ、それが危機として顕在化した。

こうした経験を踏まえて、各国の通貨バ

スケットに占めるドルの比重を引き下げ、円とユーロのシェアを高めようとする動きが今後出てくるであろう。

表10は、東アジア諸国の輸出入、そして直接投資流入の相手先をみたものである。それぞれの最大の相手先は、かつてのように米国ではなく、この地域自身であり、域内の相互依存は高い。また、輸出先としては、米国が約20%、EU諸国と日本がそれぞれ14%、12%である。1997年の日本のシェアが低いのは、日本の景気後退によるものである。東アジア各国の輸入先は、日本が19%、米国とEUがそれぞれ約14%である。また、直接投資の約20%は日本からで、EU、米国からは約10%ずつ流入している。

このように東アジアは、米国、日本、EUと強いつながりを持っており、これまでのほぼドル一辺倒の状態から、円とユーロの比重が高まってゆくであろう。

だが、円とユーロの役割が増大するといっても、そこには国際通貨ドルの慣性が働いている。ドルの持っている規模の経済性が、次のような形で作用しているからである。

経済の相互依存が密接な東アジア諸国のなかで、1国だけが通貨バスケットに占めるドルのウエートを引き下げると、他の東アジアの国々との経済取引や、対米輸出に支障をきたす。このため、各国が同時にドルのウエートの引き下げを実施しないと、実現は困難である。東アジアの各国が競争して対外収支の改善に努めるなかで、こうした協調が可能かどうか、この地域での円とユーロの利用が拡大するか否かの鍵を握っている。

また、対米輸出で日本と競合関係にある

表10 東アジアの対外依存状況

	合計金額 (億ドル)	依存先(%)			
		日本	米国	EU15カ国	東アジア
輸出先	9,800	12	20	14	40
輸入先	9,911	19	14	13	36
直接投資流入額	110	21	11	12	47
借款	7,451	33	46	10	—

注1) 対象国は、シンガポール、香港、中国、台湾、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、韓国、ベトナム
 2) 輸出入は1997年、直接投資は96年、借款は96年末のデータで、円、ドル、EU通貨建てのシェアを示す
 出所) IMF, *Direction of Trade Yearbook*, BIS, *Annual Report*, World Bank, *Annual Report*, JETRO『海外直接投資白書』

国々では、日本の対米輸出に占めるドル建ての比率が高いかぎり、そしてドルに対して円高の傾向が今後見込まれるとすれば、ドル建てを選好するであろう。中国について、香港・嶺南大学のチェン学長は、輸出の3割が米国向けであり、香港がドルにペッグしていることから、中国はドル・ペッグ制を続けるであろうと指摘している。さらに、東アジアの域内経済がさらに相互依存を強めてゆけば、円やユーロの利用拡大はその分低下することになる。

これらの理由から、東アジアでの円の利用が拡大してゆくとしても、ユーロが中東欧に、またドルが後述するように中南米で利用されるようには拡大しないであろう。ドル圏、ユーロ圏は堅固な通貨圏としての拡大が予想される。これに対していわゆる円圏は、わが国の金融革新にも依存するが、アジアの経済構造から考えても、緩い円圏にとどまる可能性が高いように思われる。

3 ドル化するラテンアメリカ

1997年7月にタイに始まった東アジアの通貨危機は、98年夏のロシア危機を経て、99年初にラテンアメリカ諸国に波及した。

ブラジルではこれまでのドル・ペッグ制が崩壊した。また、アルゼンチンはカレンシーボード制の維持が困難となり、自国通貨ペソを放棄し、ドル化構想を発表した。エルサルバドルなど他の国々も、ドル化の計画を考え始めた。

資本の流出入が大規模に発生する状況では、経済が危機に陥った際にドル・ペッグ制を維持するには、大きいコストが発生する。資本が流出すると金利は大幅に上がらざるをえないし、カレンシーボード制を採用している場合には、国内の金融不安に対し流動性を供給する最後の貸し手が存在しない。

また、経常収支の改善のためには当然の策である為替レートの引き下げが、1994年末のメキシコ危機のように、危機をさらに増幅する危険性がある。通貨の下落が、対外債務を拡大し、それがさらに資本流出を加速し、国内金利が急騰し、経済活動を圧迫するからである。

これらを理由に、ラテンアメリカの国々は、自国通貨を放棄し、ドル化を進めるという選択を模索している。国家主権のシンボルである通貨をなくすことへの政治的な抵抗、金融政策を放棄することによって拡大する景気変動への不安、また通貨発行益（シニオレッジ）を失うことなど、ドル化には大きなコストも発生する。

さらに、米国の金融政策は、他国の経済情勢を考慮して行われるものではなく、連邦準備銀行がラテンアメリカ諸国の最後の貸し手として流動性を供給するものではないために、その実現には米国政府の協力が必要となる。

だが、もしユーロがドルの支配的な地位を脅かすようになった場合には、米国政府

にとってもラテンアメリカ諸国のドル化への協力が選択肢となる可能性を、全く否定することはできないであろう。

4 2極か3極か

これまでに述べたように、ユーロは一時的にはこれまでの欧州通貨全体の国際的利用よりもウエートを低下させるが、少なくともこれまでのマルクよりも世界で幅広く使用される通貨となり、しだいに国際的利用を拡大させてゆくであろう。

だが、ユーロがドルに匹敵し、さらにはそれを凌駕する規模にまで拡大するかどうかについては、金融資本市場の発展状況に依存することに加えて、ユーロ圏と米国の相対的な景気動向、そして金融財政政策の節度にも依存するため、現状では容易に判断することはできない。

将来ともドルが国際通貨として支配的な地位を保つのか、あるいはドルとユーロに2極化するのか、現状での見解は2つに分かれている。

たとえば、米国ブルッキングス研究所の客員研究員ロバート・ソロモンは、国際通貨になるためには、その通貨への需要があるだけでは不十分で、その通貨の供給がなければならないと指摘している。米国は、経常収支赤字でドルを供給してきたが、ユーロ圏は経常収支が黒字であるので、それを上回って資本輸出を続けることができるのかについて疑問を呈している。

一方、米国IIE（国際経済研究所）所長のフレッド・バーグステンのように、米国の経常収支が巨額の赤字であるので、ユーロがドルの地位を脅かす通貨になるという指摘もある。米国の経常収支赤字は対GDP比3%と、1980年代にドルが暴落したとき

の水準に近づきつつあり、しかも対外純債務が2兆ドルに達しようとしている。これに対して、ユーロ圏は米国のように対外債務を抱えておらず、その中央銀行は物価の安定を唯一の目標とし、政治からの独立性が高いので、ユーロの信認は高まると主張している。このため、ユーロの登場がドル暴落のきっかけになるという。

このように、国際通貨がユーロとドルに2極化するかどうかは容易に予見できるものではない。では、円についての展望はどうであろうか。

主要通貨の間では変動相場制が続くと考えられるので、分散投資の観点からは価値貯蔵手段を多通貨化せざるをえない。このため、ドルとユーロ以外に円をも対象とするというのは、いわば当然の選択である。

ユーロ圏や米国と比べると、経済規模は少し小さいが、それなりの投資価値をもち、ドル資産やユーロ資産とは異なるリスクとリターンをもつ円の国際的保有がそれなりに注目されてくるであろう。

この点を考えると、1980年代後半のように国際通貨の3極化のシナリオは描きづらいとしても、国債残高の累増と有価証券取引税の撤廃を背景に国債市場が広がり厚みをもつようになり、金融技術革新が進展すれば、ローカルカレンシーへの墜落ということとは考えにくい。

ユーロ誕生後、3極通貨の安定化のために新しい国際通貨の枠組みが必要であるという提案が相次いだ。ドイツのラフォンテーヌ蔵相（すでに辞任）は、3つの通貨間の変動幅を抑えるために、目標通貨圏を採用すべきだという見解を示していた。だが、米国、ユーロ圏、日本の経済構造は大きく異なっており、また財政赤字の水準も大き

く異なる。また、通貨を一定範囲に固定化できるほど、3つの地域の相互依存は高くない。

3つの地域の間で目標相場圏がありうるとすれば、1985年9月のプラザ合意のように、3つの地域の利害が何らかの形で一致をみるような局面においてだけであろう。

参考文献

- Fred C. Bergsten, *The Dollar and the Euro*, Institute for International Economics, 1997 (<http://www.iie.com/eurodoll.htm>)
- Martin Feldstein and Charles Horioka, "Domestic Saving and International Capital Flows," *Economic Journal*, No.90, 1980
- Philipp Hartmann, "Do Reuters Spreads Reflect Currencies' Differences in Global Trading Activity?" *Journal of International Money and Finance*, No.17, 1998
- Paul Krugman, "Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.12, No.3, August 1980
- Robert N. McCauley and William R. White, "The Euro and European Financial Markets," *BIS Working Papers*, No.41, May 1997
- Ronald I. McKinnon, *Money in International Exchange: The Convertible Currency System*, Oxford, 1979
- Robert Solomon, *International Effects of the Euro*, Policy Brief #42, January 1999 (<http://www.brook.edu/comm/PolicyBriefs/pb042/pb42.htm>)
- Toshiaki Tomita, "Trilateral Economic System," *Tokyo Club Papers*, No.5, Tokyo Club Foundation, 1992

著者-----

富田俊基（とみたとしき）

研究理事、京都大学経済学博士

1970年関西学院大学経済学部卒業

専門は経済政策