

ユーロの現状と展望

ー国際通貨としてのユーロとユーロ圏拡大の行方ー

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり

ito@nli-research.co.jp

<要旨>

1. 90年代以降、世界貿易機関（WTO）による多国間協定を補完するものとして、世界各国間で自由貿易協定（以下、FTA）の締結が急増した。日本でもアジア諸国などとのFTA締結を急ぎ、将来的には東アジア大の地域的経済統合の実現を目指すべきとの声が聞かれるようになった。アジアにおける地域統合のあり方を考える上で、地域統合の深さと地域的広がり両面で先進している欧州の統合の成果と、その直面している問題を知るとは有益であろう。本稿では、単一通貨ユーロとユーロ圏の現状について、ユーロの国際通貨としての位置づけ、ユーロ圏の単一通貨圏としての安定性と地域的広がりに伴う問題という観点から考察を試みた。
2. ユーロは、かつてのドイツ・マルクやフランス・フランの役割を継承する、ドルに次ぐ第2の国際通貨である。グローバルなレベルで「交換手段（貿易決済通貨、為替媒介通貨、介入通貨）」、「価値尺度（国際商品の価格表示、為替相場のアンカー通貨）」、「価値貯蔵（調達通貨、投資通貨、準備通貨）」という貨幣の3つの機能を果たしている基軸通貨のドルに比べ、ユーロのプレゼンスは全体として低く、機能別、利用主体別、地域別に濃淡が強い。
3. ユーロ導入後の変化として注目すべきポイントは2つある。1つは、単一通貨建ての金融・資本市場の誕生で、ユーロの調達通貨、投資通貨としての重要性が高まったことである。ユーロの国境を超える取引の増加分に対してユーロ圏の主体が高いウェイトを占めている事実は、国際通貨としてのプレゼンス拡大の証左とはならないが、単一通貨の導入が、域内の資本移動を円滑にし、資金調達・運用面での選択肢が拡大したという構造変化を示すものとして重要であろう。もう1つは、経済関係が緊密な欧州とその周辺地域で、民間利用、公的利用の両面でユーロが着実に浸透し、「ユーロ通貨圏」が形成されつつあることである。ユーロ導入の目的はドルに匹敵する国際通貨を目指すことにはなく、むしろ、域内為替相場というユーロ圏経済の不安定化要因の排除にあったことに鑑みれば、欧州の広い範囲でユーロが浸透しつつあることの意義は大きい。
4. 域内為替相場の変動という不安定化要因は消滅したが、「完全なる経済統合」の段階には至っていないユーロ圏は、金融面、制度や法律面での統合に課題を残している。ユーロ圏

は、Mundell (1961) に始まる最適通貨圏の理論の諸条件を満たした範囲に単一通貨を導入したわけではなく、現時点でも、ユーロ圏内には、産業構造や所得水準の差異が存在する。このため、外的ショックで域内諸国間での総需要のシフト（非対称的ショック）が生じる可能性があり、為替相場の変動以外のルートで経済のパフォーマンスを収斂させるメカニズム、すなわち賃金の伸縮性や生産要素の移動性の高さ、ユーロ圏レベルでの財政を通じた所得移転の仕組みも確立していない。

5. ドイツ、フランスというユーロ圏のコア国の財政赤字が拡大し、ユーロの信認維持のために採用した財政の多国間監視のメカニズムが動揺している問題の本質には、①価格の弾力性や生産要素の移動性、さらに所得配分のメカニズムが不十分であるため、各国財政に負担がかかりやすいこと、②景気拡張期における各国財政再建への努力が不十分であったために、経済情勢の変化への対応力が乏しいことがある。財政赤字の解消は計画通りに進展していないながらも、ドイツ、フランスは社会保障制度や労働市場などの構造改革に取り組んでいる。今後、域内の不協和音を一層増幅することなく、むしろユーロの導入が構造改革の推進力となり、ユーロ圏の最適通貨圏化が促される結果になるのかどうか、ユーロの真価を占う意味で、これからの進展が注視されるところである。
6. 2004 年 5 月に新たに欧州連合（以下、E U）に加盟する 10 カ国の大半は 90 年代に計画経済から市場経済へ移行した国々であり、過去の E U 拡大に比べて、新規加盟国数は最も多く、現加盟国との所得格差は最も大きい。新規加盟国は E U への加盟で、ヒト、モノ、サービス、資本の 4 つの自由を享受し、E U 財政を通じた所得移転の受益者となる。E U 拡大に先行して、すでに現加盟国と新規加盟国の間では F T A が成立している一方、調整が難航した一部の分野では移行期間が設けられるほか、所得移転も当初はシーリングが設定される。このため、E U 拡大の効果が 2004 年に集中して表れる訳ではなく、国毎に影響の度合いも異なるであろう点に留意が必要である。
7. 新規加盟国のユーロ参加も、E U 加盟後、対ユーロ相場での為替相場の安定を図るプログラム（E R M II）への 2 年間の参加を含むマーストリヒト経済収斂条件の 5 つの項目を達成し、市場メカニズムを通じた金融政策が機能する環境が整備された後となる。新規加盟国は、重要な貿易・投資相手地域である E U 市場との一体化や、金融・財政政策の規律の強化を通じた信用力の向上というベネフィットが得られるユーロの導入に押しなべて意欲的である。経済収斂条件の達成は、現時点では、財政赤字の削減を通じてインフレ抑制と金利低下を実現しうるのが鍵を握っていると見られるが、財政赤字幅の大きさや、今後の政治日程を勘案すると、実現には一定の時間が必要と思われる。経済収斂条件の早期達成の可能性、金融システム整備の進捗度の差から、新規加盟国間でもユーロ参加の時期は区々となり、最も早い国で 2008 年以降になると思われる。

8. 新規加盟国の参加によるユーロ圏の拡大は、ユーロの地域的な基盤が拡大し、域内為替相場の変動という不安定化要因が排除される範囲が広がることで、すでに萌芽が見られる拡大E Uレベルでの金融・資本市場の統合、産業の再編に資するものである。しかしながら、現加盟国と新規加盟国間の所得水準や産業構造に大きな格差が存在する中で、域内の制度調和、E C Bによる金融政策の運営、財政規律の運用を巡る問題は、さらに複雑化することが避けられない。ユーロ圏が最適通貨圏としての条件を満たしていないことからくる潜在的な不安定性の問題は、今後も長期にわたり持続し、参加各国には不断の構造調整圧力が加わると考えられる。
9. アジアは発展段階の格差が大きく、為替制度や金融政策運営の方針も様々で、単一金融政策が機能する前提となる自由な資本取引や金融システムの健全性といった条件も満たされていない国が少なくない。欧州の統合は、従来、相対的に同質的な経済の間で深化してきたが、今後は大きな所得格差や移行経済との制度の調和という問題に取り組む段階に差し掛かる。多様性に富むアジアの統合の道筋を考える際に、多くの示唆と教訓を提示してくれることになるだろう。

<目次>

I	はじめに	58
II	国際通貨としてのユーロ	60
	1. 国際的な取引における利用状況	60
	2. ユーロ通貨圏の広がり	65
	3. 評価	67
III	ユーロの信認確立に向けた課題	68
	1. 最適通貨圏の条件から見たユーロ圏	69
	2. ユーロ導入後の変化と政策課題	71
IV	ユーロ圏の拡大を巡る論点	74
	1. 中東欧のE U加盟に伴う変化	74
	2. E U新規加盟国のユーロ参加のハードル	78
	3. ユーロ圏拡大の実現時期とそのインパクト	85
V	おわりに	86

I はじめに

90年代以降、世界貿易機関（WTO）による多国間協定を補完するものとして世界各国間で自由貿易協定（以下、FTA）の締結が急増している。FTAの広がりで参加のベネフィットとともに、参加しない不利益が強く意識されるようになる中で、日本でもアジア諸国などとFTA締結を急ぎ、将来的には東アジア大の地域的経済統合の実現を目指すべきとの声が聞かれるようになった。

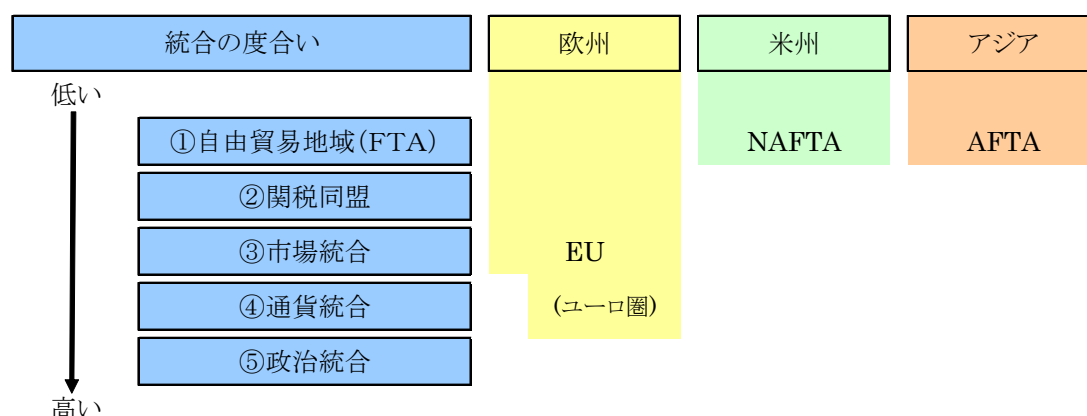
B. バラッサ⁽¹⁾の分類によると、地域統合は、①加盟国間の関税ならびに量的貿易制限を撤廃する「自由貿易地域」、②関税同盟内の差別待遇の排除に加え、域外に対する関税を統一する「関税同盟」、③貿易制限に加え、生産要素の移動に対する制限も撤廃する「共同市場」、④商品移動、生産要素の移動に対する制限撤廃に加えて、経済政策の調整もある程度実現しようとする「経済同盟」、⑤金融政策、財政政策、景気対策の統一化を前提とし、超国家機関を設定する「完全なる経済統合」の5段階で深化するとされている。

現在、米州には、94年に発効した北米自由貿易協定（以下、NAFTA）のほか、南米4カ国の関税同盟（MERCOSUR）が存在する。2005年1月の妥結を目指し、南北アメリカを統合する米州自由貿易協定（FTAA）の交渉も進められている。アジアでは、東南アジア諸国連合（以下、ASEAN）の自由貿易地域（AFTA、92年設立）のほか、最近ではASEANの中継貿易基地・シンガポールが域内・域外とのFTA締結に積極的に取り組み、韓国もチリとFTAを締結、中国もASEANとのFTA実現に動き出すなど、FTAへの気運が盛り上がりを見せている。日本も、2002年11月に初の二国間FTAである「日シンガポール新時代経済連携協定」が発効、メキシコ、チリその他、韓国、台湾、タイ、フィリピン、ASEANとのFTAについて協議・検討段階にある。

このように、地域統合は米州、アジアでも広がっているが、統合の深さは、バラッサの分類の第1～第2段階に留まっている（図表－1）。これに対して、欧州では、93年に欧州連合（以下、EU）加盟国の間で第3段階の共同市場が成立、99年には単一通貨ユーロが誕生、ユーロを導入している国々（以下、ユーロ圏）は、独自の金融政策と為替調整の権限を委譲、財政政策の主権は各国に残しながら、財政赤字をGDPの3%以下とする範囲で自由な裁量を認めるルールを導入、第4段階の統合を実現した。

⁽¹⁾ バラッサ（1963）、pp. 4-5

図表－１ 地域統合の深化度



(注) 統合の度合いの①～⑤はバラッサの分類との対応関係を示す

図表－２ 地域統合の規模

	人口		名目GDP		参加国数
	百万人	NAFTA=100	10億ユーロ	NAFTA=100	
ユーロ圏	303	73.7	6,814	58.8	12
EU 15	377	91.7	8,822	76.2	15
NAFTA	411	100.0	11,583	100.0	3
AFTA	548	133.3	646	5.6	10

(注) 現在のEU加盟15カ国のうちイギリス、スウェーデン、デンマークはユーロには未参加

(資料) IMFほか

統合のさらなる深化、すなわち政治統合も検討段階に入っているが、域内諸国間の意見の対立が見られることから⁽²⁾、欧州の統合が第5段階の「完全なる経済統合」へと深化して行くのか現時点では定かでない。とは言え、欧州が、地域統合への長い歴史を有し、深さと地域的広がり両面で米州、アジアを大きくリードしていることは間違いない（図表－２）。

日本が今後、アジアにおける地域統合のあり方を考え、その実現の道筋を模索する際、欧州の経験からは多くの示唆が得られるであろう。欧州では、平和と安定の確保という政治的な強い意

⁽²⁾ 通貨統合が完成した2002年2月28日、ジスカールデスタン元仏大統領を議長とし、新規加盟予定国も含めた政府代表、各国議員、欧州議会議員、欧州委員会委員など105人のメンバーからなる「欧州の将来に関するコンベンション」が発足した。コンベンションの議論は難航したが、最終的にEU憲法の草案が採択され、2003年6月のテサロニキ欧州理事会に提出された。EU憲法草案では、主たる懸案事項について、(i) 欧州議会の役割強化、欧州委員会は欧州議会における政治的な均衡が反映される組織とする、欧州理事会は欧州議会の「第二院」として機能する仕組みへと機構改革する、(ii) 半年単位で各国首脳が持ち回りで務めてきた議長職に代え、欧州理事会のトップとしてEU大統領ポスト（任期は最長5年、2年以上欧州理事会のメンバーを務めた現職首脳か首脳経験者から選出する）を創設、欧州委員会委員長と並ぶ権限を与える、(iii) EUを代表して米国などと折衝する外相ポストも欧州委員会の副委員長と兼任で創設するなどとした。草案に対する反対論も根強く、2004年4月にかけて開催される各国政府の代表者会議で草案をたたき台に協議を行う予定となっている。

志と、経済面でのベネフィット⁽³⁾への期待が、国家主権の重要部分である通貨発行権を放棄し、政策の自由度を狭めるコストを伴う通貨統合実現の推進力となった。アジアでは、欧州に比べて政治的な動機づけは弱く、統合の第一段階である F T A も主要国をカバーするかたちでは実現していない。このため、単一通貨の導入は当面の目標と位置付けられないものの⁽⁴⁾、通貨・金融危機の連鎖的な広がりという苦い経験を経て、域内における為替相場安定の重要性が強く認識されるようになっている。

本稿の目的は、12 カ国による単一通貨の導入を実現、地域統合の深さと地域的広がり両面で先進している欧州が、統合によってどのような成果を実現し、どのような問題に直面しているのかを知ることにある。ここでは、単一通貨ユーロとユーロ圏の現状を、ユーロの国際通貨としての位置づけ、ユーロ圏の単一通貨圏としての安定性と地域的な広がりに伴う問題という観点から考察を試みた。

以下、第Ⅱ節では国際通貨としてのユーロの現状について、第Ⅲ節では最適通貨圏の条件から見た単一通貨圏としてのユーロの安定性について考察する。第Ⅳ節ではユーロ圏の地域的拡大に伴う問題を、2004 年 5 月に新規に E U に加盟する 10 カ国のユーロ参加を巡る論点を中心に整理する。

Ⅱ. 国際通貨としてのユーロ

1. 国際的な取引における利用状況

1999 年初のユーロの発足は国際通貨体制に大きなインパクトを及ぼすものとして注目された。現実には、発足からおよそ 5 年間で、ユーロは国際通貨としてどのような役割を果たすようになり、ドルとの相対関係はどう変わったのか。ここでは、国際統計やユーロの国際化の進捗状況に関する欧州中央銀行（以下、ECB）の年次報告書⁽⁵⁾などを基に明らかにしていきたい。

なお、ECB では国際通貨としての役割を、貨幣の 3 つの機能、すなわち「交換手段」、「価値尺度」、「価値貯蔵」の 3 つの機能に対応する民間セクターと公的セクターの利用状況を見ることで明らかにするアプローチを用いている（図表－3）。統計的な制約もあり、これら全てをカバーす

⁽³⁾ 1970 年代以降、欧州経済の混乱の原因となっていた域内為替相場の不安定性を排除することは重要な政策課題となっていた。高インフレ国にとっては通貨統合に参加し、インフレ率を共通インフレ率に収斂させなければいけなくなることからくるインフレ抑制効果、政策への信認獲得の効果も期待された。中長期的には、外為手数料やリスク・ヘッジなどのコストの軽減、価格比較が容易になり国境を越える競争が活発になること、投資リスクの軽減で域内における直接投資が促進されること、欧州域内にユーロという単一の通貨建ての大規模な金融・資本市場が形成されることなどを通じた資源配分の最適化、経済の効率性向上などが期待された。

⁽⁴⁾ Bayoum and Eichengreen (1999) はアジアの幾つかの国の間では、小国開放経済であることや、域内貿易投資の水準が高い一方、欧州と比べてもショックに対する調整スピードが速く、非対称性が小さいことから最適通貨圏としての条件を満たしうるとしながら政治的なコミットメントが弱いために、為替相場の安定化への試みが脆弱なものになりやすいことを指摘している。

⁽⁵⁾ ECB (2002b)、(2003b) など。

るかたちでユーロの機能を明らかにすることはできないが、以下の統計の意味を考える際には、この分類をベースにすることとしたい。

図表－3 国際通貨の機能

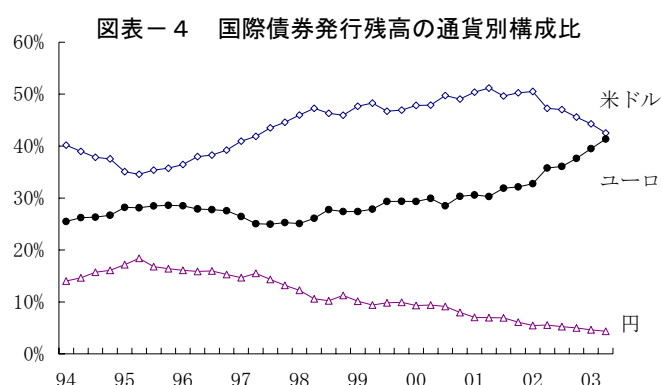
	民間利用	公的利用
交換手段	貿易契約・決済通貨 為替媒介通貨	介入通貨
価値尺度	国際商品の価格表示	為替相場のアンカー通貨
価値貯蔵	調達通貨 投資通貨	準備通貨

(資料) European Commission (2002), p.39ほか

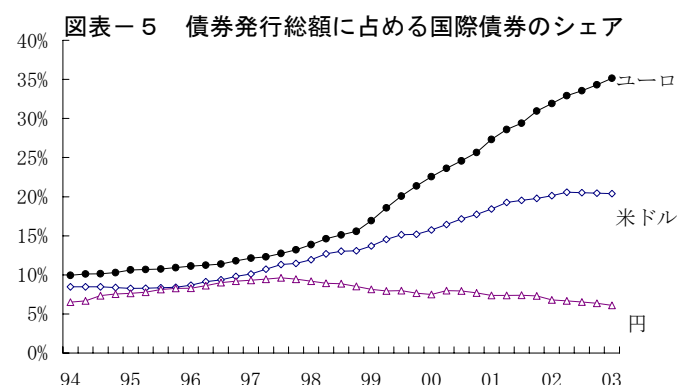
(1) 国際資本市場

国際決済銀行（以下、B I S）の統計によると、国際債券市場におけるユーロ建て債の発行はユーロ導入後に増勢に弾みがつき、発行残高に占めるユーロ建て債のシェア⁽⁶⁾は2003年6月末時点で米ドル建てとほぼ並ぶ水準にまで拡大している（図表－4）。このデータを見る際には、BISの国際債券の定義が、債券、FRN、CPのうち、①対象・発行体の国籍に関わらず外貨建てで発行したもの、②発行体の国籍・通貨建てに関わらず非居住者を対象に発行したもの、③居住者が国内通貨建てで非居住者を対象に発行したものをカバーする「広義」のデータである点に注意しなければならない。

ECBは、ユーロの国際的な調達通貨としての機能を見る際には、非居住者による発行のみの「狭義」の定義を用いることが適切としており、この定義によると、2002年6月時点でドルのシェア43.7%に対して、ユーロのシェアは30.4%となり、99年6月の46.8%、21.7%と比べて縮小はしているが、依然として差は大きいことが分かる。



(資料) B I S, "BIS Quarterly Review"



(注) 国際債券／(国内債券+国際債券) (資料) B I S, "BIS Quarterly Review"

「広義」と「狭義」の定義の間に見られるユーロ建て債のプレゼンスの格差は、居住者による発行が多く含まれるという特徴からくるものである。もう1つ、ユーロ建て債券市場の特徴として、

⁽⁶⁾ ユーロ発足前の計数は、ユーロ参加国通貨建ての計数を足し上げる形でBISによって調整されている。

国内市場（居住者が国内通貨建てで居住者を対象に発行する債券の市場）に比べて国際市場の規模が大きく、且つ、その比率が上昇していることがある（図表－５）。これら２つの特徴は、ユーロ圏内で国境を超える投資家をターゲットとする発行のウェイトが高いことによるものであり、ユーロ圏内で国境を超える資本移動が活発化している裏付けにはなるが、ユーロ圏外における国際通貨としての利用の高まりを示すものではない点に注意が必要である。

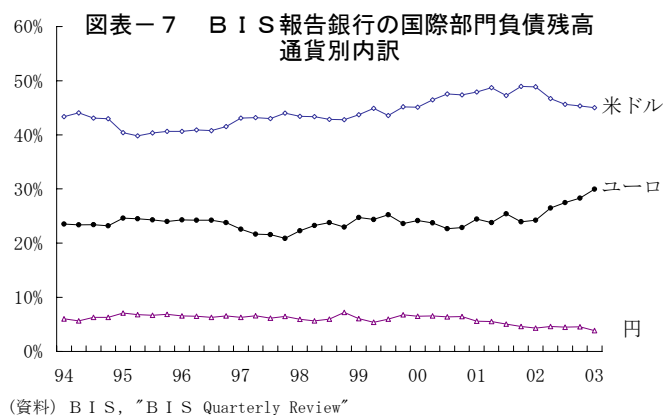
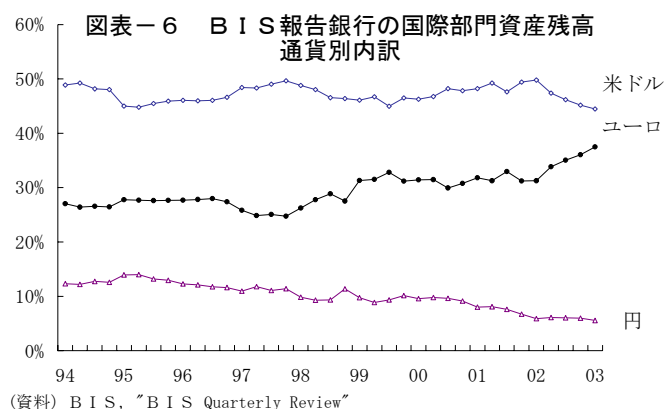
国際的な調達通貨としての機能を示す非居住者によるユーロ建て債の発行は、発行主体の国籍別には、米国とイギリスで 80% を占め、多国籍企業や金融機関の比率が高い。非居住者による調達通貨としての利用の増加は、市場統合で投資家の基盤が拡充し、調達コストが低下したことによるものである。

国際資本市場での投資通貨としての機能を示す統計、すなわちユーロ建て債に関する投資家別の統計は存在しないが、ECB⁽⁷⁾によると、非居住者の投資家としては「イギリスやその他北欧などユーロ圏外の欧州諸国が中心的な投資家」で、「米国からの投資は限定的」であり、「ユーロ圏の居住者が主たる投資家」とされている。

（２）国際銀行市場

銀行を通じた国際資金取引の通貨別の内訳も、BIS 報告銀行の国際部門の資産・負債に関する BIS 統計によって把握することができる⁽⁸⁾。

これによると、資産残高に占めるユーロの比率は、ユーロ発足前後と 2002 年初～2003 年にかけて上昇、2003 年 3 月末現在で、米ドルのシェア 44.5% に対して、ユーロは 37.5% となっており、格差は急速に縮小してきたことが分かる（図表－６）。負債残高に占めるシェアはおおむね横這いで推移してきたが、2002 年以降、シェアの上昇が見られるようになり、米ドルのシェア 45% に対して、ユーロは 30% となっている（図表－７）。2002 年以降のシェアの上昇は資産サイドでは 4 割強、負債サイドでは 5 割強がユーロ相場の増価によって説明することができる。



⁽⁷⁾ ECB (2003c)

⁽⁸⁾ 国際資金取引に関する BIS 統計は、主要 36 개국・地域の参加中央銀行等による報告を基に作成されており、対象計数は金融機関の国際部門オン・バランス債権債務残高のうち、非居住者向け（円建て・外貨建て）のもの（本支店勘定を通じた自行海外支店および海外現地法人との取引を含む）。

この統計を見る際にも、ユーロ圏内の国境を超える取引が含まれるため、厳密には国際通貨としての利用ではないものが多く含まれることに注意しなければならない。注目点は、ユーロ導入以後、ユーロ建て資産の増加ペースが負債を上回ったことから、ユーロ建てのネットポジションの資産超過幅は拡大していることである。これは、ユーロの主たる出し手であるユーロ圏の銀行が、ユーロ圏外に対する資金の出し手としての機能を拡大していることを示すものと捉えることができる。

（３）外国為替市場

外国為替市場におけるユーロの位置付けは、BIS が３年毎に行っている調査から把握することができる。ユーロ発足前後の比較は、現時点では 2001 年調査（BIS（2002））によるしかないが、ここからは、第 1 に、２通貨間の為替取引を媒介する通貨としては、米ドルのプレゼンスが圧倒的に大きい状況に変化はないこと、第 2 に、ユーロはドイツ・マルクなどユーロ圏の旧法定通貨が果たしていた役割を継承しながら、域内通貨間での為替リスクヘッジのための通貨スワップが消滅したことなど⁽⁹⁾の結果として、むしろ役割を低下させた側面があることが分かる。

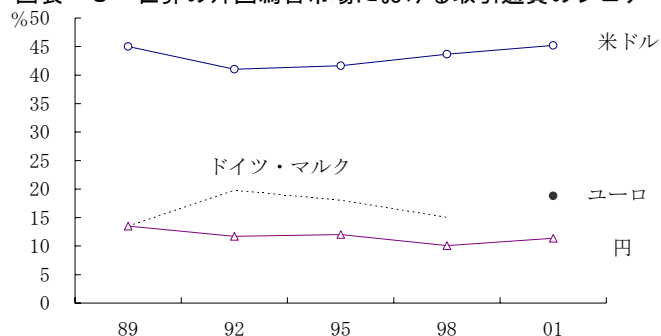
2001 年のユーロのシェアは、18.8%⁽¹⁰⁾で、1998 年時点のドイツ・マルクのシェア（15.1%）を上回るものの、ユーロ参加国通貨の合計（23.2%）よりも減少する結果となった（図表－８）。これに対し、米ドルのシェアは 45.2%と半分近くに達している。これは、ほとんど全てのスワップ取引が対米ドルで行われている、すなわち米ドルが、外国為替市場において、その他２通貨の交換を行うための手段として用いられる為替媒介通貨として機能していることを示すものである。

このように、全体では、米ドルとユーロの差は大きいですが、北欧やチェコ、ハンガリー、スロヴェニアなどユーロ圏に隣接する一部のユーロ圏外諸国でユーロの取引が米ドルを上回るケースがあり、特定の地域では為替媒介通貨の役割を果たしている。2002 年の現金流通の効果による変化については、次回 2004 年調査の結果を待たなければならない。

⁽⁹⁾ 98 年の取引高は、ユーロ導入に伴う金利収斂による利益獲得を狙ったコンバージェンス・トレード（第Ⅳ節 2 項参照）によって膨らんでいたことも、2001 年のシェア低下の大きな要因と考えられている。

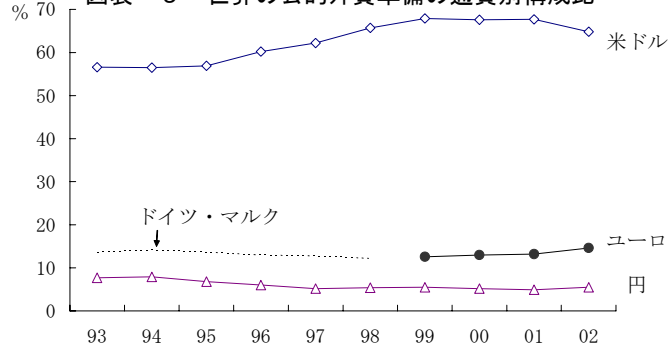
⁽¹⁰⁾ BIS 統計では２通貨間の取引の総計を 200%としてシェアを算出しているが、ここでは単純化のために総計 100%に加工した。

図表－８ 世界の外国為替市場における取引通貨のシェア



(注) 2通貨間の取引の総計で200%とする原データを総計100%に加工した。
(資料) BIS, "Triennial Central Bank Survey 2001"

図表－９ 世界の公的外貨準備の通貨別構成比



(資料) IMF, "Annual Report 2003"

(４) 財・サービス貿易取引

財・サービス取引に利用されている通貨の構成比については包括的な統計が存在しないため、グローバルな取引の全体像を把握することができない。ユーロ圏の域外貿易における利用状況については、ECB⁽¹¹⁾の報告書のデータにより、ユーロ建ての比率は上昇傾向にあり、2002年には輸出でおよそ50%、輸入では45%となっていることが分かる(図表－10)。ECBでは2002年初にユーロの現金流通が始まったことが、ユーロ建ての比率の上昇に弾みがついた理由としている。

輸出に比べ輸入の比率が低い理由としては、一般に大国同士の貿易取引の場合、輸出国側の通貨建てで契約される傾向がある他、ユーロ圏が輸入に依存している原油・一次産品等の価格がドル建てとなっていること、つまり価値尺度としてドルが利用されていることなどがある。

図表－１０ ユーロ圏諸国の域外貿易決済に占めるユーロの比率

	輸出			輸入		
	00	01	02	00	01	02
ベルギー	—	—	53.4	—	—	53.3
フランス	48.0	49.2	55.3	35.0	39.8	46.8
ドイツ	—	—	49.0	—	—	48.0
ギリシア	—	23.5	39.3	—	29.3	35.8
イタリア	—	52.7	54.1	—	40.8	44.2
ルクセンブルグ	—	—	51.6	—	—	35.3
ポルトガル	40.1	42.5	48.5	47.0	53.6	57.6
スペイン	49.0	52.0	57.6	44.0	49.7	55.8

(資料) ECB(2003b)、P. 73

(５) 準備通貨

国際通貨基金(以下、IMF)⁽¹²⁾によれば、公的外貨準備の通貨別内訳では、2002年末時点で、米ドルの64.8%に対してユーロは14.6%⁽¹³⁾となっている(図表－9)。導入初年度の99年のユ

⁽¹¹⁾ ECB (2003b)

⁽¹²⁾ IMF (2003a)

⁽¹³⁾ IMFのデータでは全体の1割程度は通貨の内訳が不明とされている。

ユーロのシェアは 12.6%と前年のドイツ・マルク並みの水準からスタート⁽¹⁴⁾、その後緩やかに上昇しており、先進国の 11.3%に比べて、途上国が 16.8%と高いことが特徴である。

IMFは、外貨準備の増減要因を、為替変動要因を除去した数量の増減による部分（数量要因）と、為替相場の変動による部分（価格要因）とに区分している。これによれば、2002年にはユーロが為替相場の上昇とそれに伴う数量の積み増しによって、シェアを高めたことが分かる。これに対し米ドルは数量増加ではユーロを上回ったが、為替相場が減価したことから、全体の増加額がユーロを下回った。

90年代を通じて外貨準備におけるドル偏重の傾向が強まる一方、潜在的なドル下落のリスクへの警戒感は根強く存在している。公的準備通貨としてのユーロのプレゼンスは、民間部門の調達通貨、投資通貨としての利用に比べ低調に留まっている。しかし、ユーロ発足後の相場の軟調という局面を脱し、相場も安定しつつあることから、今後、構成比の見直しも進み、ユーロの役割は緩やかに高まって行くことが想定される状況にある⁽¹⁵⁾。

2. ユーロ通貨圏の広がり

以上のように、グローバルなレベルでは、ドルとユーロのプレゼンスの差は大きく、ユーロは民間利用の調達通貨、投資通貨としての役割は比較的大きいが、為替媒介通貨や公的準備通貨としてのウェイトは、ドルに比べればまだまだ低いなど機能毎、利用主体毎の濃淡が見られる。しかし、ユーロ圏の周辺地域において様相は異なり、北欧、スイス、中東欧などでは、ユーロは国際通貨としてより幅広い機能を果たしている。

現在、為替相場政策として完全変動相場制以外の制度、すなわち、いずれかの通貨やバスケットをペッグの対象や管理フロート制の参考通貨、つまり公的な価値尺度として利用している国は約 150 カ国ある。その中で、ユーロをペッグの対象や参考通貨としている国は 54 カ国あり、うちユーロ単独で用いている国は 35 カ国、一部には「ユーロ化」⁽¹⁶⁾の動きも見られる（図表-11）。

2004 年 5 月に EU への加盟を予定している国々の場合、採用している為替相場制度は様々であるが、貿易・投資面での結び付きが密接であること、加盟後のユーロ参加の準備のために、ユーロ導入と前後してアンカー通貨としてのユーロのウェイトを高めるなど、制度的にも実態面でもユーロとのリンクを強める方向にある。この問題については、EU 新規加盟国のユーロ参加問題として、第 V 節で改めて触れることにしたい。

⁽¹⁴⁾ ユーロの導入で、ユーロ参加国が外貨として保有していたユーロ参加国通貨が外貨ではなくなったため、98 年以前のユーロ参加国通貨のデータと 99 年以降のユーロのデータを直接比較することはできない。

⁽¹⁵⁾ ECB（2002b）では「主要通貨の国際的な利用状況と経済規模の間には連関が見られる」ことから、「投資通貨や調達通貨としての通貨別の構成比は一種の定常状態にあるかもしれない」とした上で、GDP ウェイトに対して乖離が大きい公的外貨準備については今後調整の余地があることを示唆している（p. 53）。

⁽¹⁶⁾ 自国通貨に対する信認の低下などにより一国の領域内で外国通貨が自国通貨と並存して、ないし自国通貨に替わって利用されるドル化・ユーロ化のうち、ユーロが利用される場合を指す。ユーロ化のメリット、デメリット等については畑瀬（2001）で詳しく解説されている。

図表－１１ ユーロ圏近隣諸国における通貨制度

地域	制度	国名
E U	E R M II（＊２）参加	デンマーク
	変動相場制	スウェーデン イギリス
E U加盟 予定国（＊１）	ユーロを基準とするカレンシー・ボード制度（＊３）	エストニア リトアニア
	E R M II 追随	キプロス ハンガリー
	ユーロを含むバスケット・ペッグ（＊４）	ラトヴィア マルタ
	ユーロを参考通貨とする管理フロート（＊５）	スロヴァキア スロヴェニア
	変動相場制	チェコ ポーランド
E U加盟 候補国	ユーロを基準とするカレンシー・ボード制度	ブルガリア
	ユーロを参考通貨とする管理フロート	ルーマニア
	変動相場制	トルコ
西バルカン 諸国	一方的ユーロ化（＊６）	コソボ モンテネグロ
	ユーロを基準とするカレンシー・ボード	ボスニア・ヘルツェゴビナ
	ユーロを参考通貨とする管理フロート	クロアチア マケドニア ユーゴスラヴィア
その他 地域	一方的ユーロ化	アンドラ
	（公式的）ユーロ化（＊７）	サンマリノ バチカン モナコ フランス海外領土の一部
	ユーロを基準とするペッグ制度	C F A フラン圏 フランス海外領土の一部 ベルデ岬 コモロ
	ユーロを参考通貨とする管理フロート	チュニジア
	ユーロを含むバスケット・ペッグ	イスラエル セーシェル ボツワナ クウェート モロッコ バヌアツ ヨルダン リビア カタール サウジ・アラビア アラブ首長国連邦

（注）

- ＊１ 2004年５月のE U加盟を予定している10カ国
 - ＊２ 単一通貨ユーロ導入後にユーロとユーロを導入していないE U諸国との間で±15%の為替変動幅を維持するメカニズム
 - ＊３ 国内のハイパワード・マネーの供給にあたって、外貨準備の保有を義務付け、準備通貨と自国通貨の交換比率を固定する固定相場制度の一種
 - ＊４ 自国通貨が各国通貨による構成されるバスケットを中心値とする明示的・非明示的なバンド内を変動する管理フロート制
 - ＊５ 通貨当局による市場介入を乱高下による市場の混乱を抑制することを目的とする範囲に抑えた変動相場（フロート）制
 - ＊６ 通貨当局の承認を得ずにユーロを法定通貨として自国内で利用する制度
 - ＊７ 通貨当局の承認を得て、ユーロを法定通貨として自国内で利用する制度
- （資料） E C B、I M F 資料を基に作成

これら為替相場のアンカーとしてユーロを利用している国々（以下、「ユーロ通貨圏」と呼ぶ）では、交換手段（貿易決済通貨、為替媒介通貨、介入通貨⁽¹⁷⁾）や価値貯蔵手段（調達通貨、投資通貨、準備通貨）として、必然的にユーロの割合が高くなる。途上国・移行国の場合、自国通貨や銀行システムへの信認が低いことから、金融資産を外貨の現金や預金のかたちで保有する傾向があり⁽¹⁸⁾、ユーロ通貨圏内では、預金に占めるユーロの比率も高いものとなっている。

「ユーロ通貨圏」を構成する国々は、大半が欧州かアフリカに位置する小国であり、世界のGDPに占めるシェアは合計でも4%に過ぎない。ドルを為替相場政策のアンカーとして用いている地域が、地理的に隣接する中南米の他、アジアや旧ソ連諸国（以下、CIS）にも広がっているのに対して、ユーロの利用は地域的なバイアスが強いことも特徴である。

3. 評価

以上の事実は、ユーロはドルに次ぐ第2の国際通貨であるが、世界各国通貨の相対価格を決める基礎となり、国際間の交換手段および価値貯蔵手段として信認され、準備通貨、決済通貨として利用される「基軸通貨」のドルに対し、ユーロの利用は機能別、利用主体別、地域別に濃淡が強く、その差は大きいことを示している。

ユーロ導入後の変化として注目すべきポイントは2つある。1つは、単一通貨建ての金融資本市場の誕生で、調達通貨、投資通貨としての役割が高まったことである。民間レベルの価値貯蔵手段のうち、調達通貨としての機能は、非居住者による国際債券の発行の増加や、国際銀行市場におけるユーロ建て資産の増大などにより確認することができる。投資通貨としての利用も、国際市場におけるユーロ建て負債の増加によって、その一端を垣間見ることができる。同時に、ユーロの国境を超える取引の増分に対して、ユーロ圏の主体が高いウェイトを占めている事実は、国際通貨としてのプレゼンス拡大の証左とはならないが、単一通貨の導入が、域内の資本移動を円滑にし、資金調達・運用面での選択肢を拡充したという構造変化を示すものとして重要であろう。

2点目は、経済関係が緊密な欧州とその周辺地域で、民間利用、公的利用の両面で、ユーロが着実に浸透し、「ユーロ通貨圏」が形成されつつあることである。ユーロ導入の目的は、ドルに匹敵する国際通貨を目指すことではなく、域内為替相場という不安定化要因を排除することにあつたことに鑑みれば、欧州の広い範囲でユーロが浸透しつつあることの意義は大きい。

⁽¹⁷⁾ ECB（2002b）では、通貨当局が介入通貨に関する情報を公開していないケースが多いため、定量的に把握することは難しいが、為替相場のアンカー通貨と準備通貨、介入通貨はリンクしており、「ユーロ通貨圏」では介入通貨としてユーロが用いられている割合が高いと推測されている。

⁽¹⁸⁾ ユーロ圏外でのユーロ預金は金額的にはトルコ、クロアチア、イスラエルが大きく、全預金に占める比率という点ではユーゴ連邦共和国からの独立国家が高い。中東欧主要国では外貨預金に占めるユーロの比率は4～5割である。

図表－１２ ユーロ圏と米国、日本の市場規模比較

			ユーロ圏	米国	日本
銀行市場	銀行貸出	10億ドル 対GDP比	5,833 95.8%	3,957 38.8%	3,551 85.7%
	銀行預金	10億ドル 対GDP比	5,157 84.7%	4,244 41.6%	3,811 92.0%
債券市場	発行残高	10億ドル 対GDP比	5,289 86.9%	15,377 150.6%	5,847 141.2%
	公共債	10億ドル	3,193	8,557	4,440
	金融債 社債	〃 〃	1,752 345	4,367 2,453	714 693
株式市場	時価総額	10億ドル 対GDP比	4,356 71.5%	13,826 135.4%	2,249 54.3%
	上場企業数	国内企業 外国企業	社 〃	6,115 954	5,087 516
					2,103 38

(注) 銀行貸出、預金は金融機関を除く、時価総額は国内企業のみ

(資料) 米連邦準備制度、欧州中央銀行、日本銀行、国際決済銀行、国際証券取引所連合会

2002年以降、価値貯蔵機能や貿易決済通貨としての利用の増加は、ユーロの現金流通開始と発
足来の減価基調を脱したことが好影響を及ぼしたものと思われる。今後、ユーロ相場の安定とと
もに価値貯蔵機能は高まる可能性がある他、EUの拡大で、ユーロを導入している「ユーロ圏」
とユーロをアンカー通貨として利用する「ユーロ通貨圏」の境界がシフトすることが考えられる。
しかし、米国とユーロ圏の金融・資本市場の厚みの違い（図表-12）や、次節で触れるとおり、ユ
ーロ圏は「完全なる経済統合」に至っておらず、景気・インフレ格差、財政事情の違いから通貨
当局の政策目標を巡っても不協和音が生じやすいことなどから、グローバルなレベルでの国際通
貨としての機能において、ドルとの格差が大きく縮まることは考え難い。

Ⅲ ユーロの信認確立に向けた課題

国際通貨としてのユーロの限界は、単一通貨圏としてのユーロ圏に市場を分断する障壁が残存
し、不安定化要因が内在することにある。「完全なる経済統合」の段階には至っていないユーロ圏
は、金融面、税制や法律面での統合に課題を残している⁽¹⁹⁾。また、Mundell（1961）らに始まる
「最適通貨圏」の理論からも、ユーロ圏の単一通貨圏として問題が指摘されることが多い。

以下、本節では、最適通貨圏の理論を軸に、ユーロ圏の特徴を明らかにし、単一通貨圏として
安定的発展を遂げるための課題について整理したい。

⁽¹⁹⁾ ユーロ圏の制度調和の問題については伊藤(2001)参照。

1. 最適通貨圏の条件から見たユーロ圏

(1) 最適通貨圏の条件と単一通貨導入前のユーロ圏

最適通貨圏の理論は、ある地域が単一通貨を導入することができるかどうかを、単一通貨圏が外的ショックによって域内諸国間での総需要のシフト（非対称的なショック）が生じ難い構造となっているか、仮に生じた場合にも、経済パフォーマンスを収斂させるように、為替相場以外の調整ルートが備わっているかという観点から、経済的に判断するものである。

最適通貨圏の理論は、1960年代以降、段階的に進化し、最適通貨圏の条件についても時期や論者により重点の置き方に差異が見られる⁽²⁰⁾。ここでは、これらの議論を統合して、①域内諸国間の産業構造の類似性、あるいは構成国1国当たりでの産業構造の多様性、②経済の開放度と域内貿易依存度の高さ、③インフレ率の収斂、④生産要素価格の伸縮性、⑤生産要素の移動性の高さ、⑥域内諸国間の公的所得移転の高さ（財政の統合）、などを条件として議論を進めることにしたい。これらの項目が最適通貨圏の条件となる理由は、以下のとおりである。

まず、産業構造については、域内諸国間で類似している場合、あるいは1国ごとの産業構造が多様であれば（①）、ある財に特定な外的ショックが発生し、域内のある国には景気刺激効果、他の国には景気抑制効果が同時に発生する可能性は低くなる。経済の開放度、特に域内の貿易依存度が高い場合には（②）、単一通貨導入による取引コスト削減などのベネフィットは大きくなり、景気循環が同時化する傾向が強くなることから、やはり非対称的ショック、すなわち域内諸国間での総需要のシフトが生じにくくなる。③の条件が満たされ、インフレ率が収斂していれば、単一政策金利の下で実質金利の格差が生じることからくる問題が発生しない。これらの条件が満たされていれば、金融政策の運営は容易になると考えられる。

また、生産要素価格（賃金）が伸縮的であれば（④）、為替相場が固定されていても非対称的ショックは生じにくくなる。賃金が下方硬直的な場合にも、⑤の条件が充足され労働力の移動性が高ければ、不況の国から好況の国へと労働力が移動することで、好不況のばらつきは抑えられる。仮に、2つの条件が十分に満たされない場合にも、⑥の財政による所得移転の仕組みが備わっていれば、補完的に調整されると考えられる。

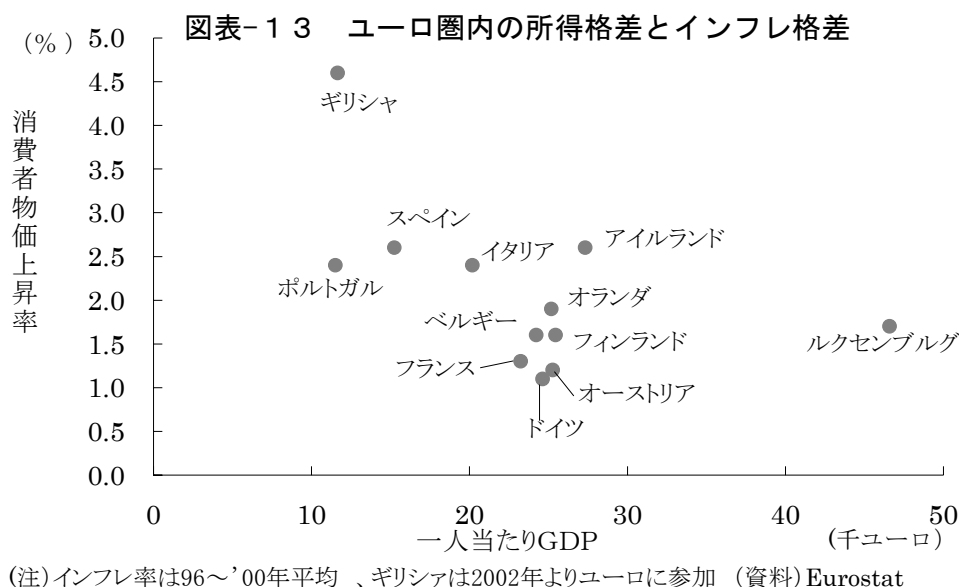
(2) 単一通貨導入前のユーロ圏の評価

最適通貨圏の条件のうち、ユーロ圏が導入前の段階で明示的に充足していたものは、②の経済の開放度と域内貿易依存度の高さのみであった。ユーロは、最適通貨圏としての条件を十分に満たした地域間で導入された訳ではないのである。

例えば、①の条件については、ギリシャ、ポルトガルでは農業部門のウェイトが高いなど産業構造の特化が見られることや、小国経済では産業の多様化が見られないなど、十分に満たされているとは言えない。③のインフレ格差は、90年代を通じて大幅な低下を実現したが、ユーロ発足

⁽²⁰⁾ 1960年代以降の最適通貨圏理論の展開については Mongelli (2003) が詳しい。

時点でも格差の解消には至らなかった(図表-13)。域内諸国間の所得水準の格差から、低所得国のインフレ率は、貿易財部門における賃金と生産性の上昇率が高く、生産性が低いサービス部門の賃金は貿易財の価格よりも早いスピードで上昇、結果的に消費者物価を押し上げる「バラッサ＝サミュエルソン効果」が働くことで高めになりやすいことが主な原因である。



④の生産要素価格の伸縮性についても、賃金交渉や厳格な解雇規制、手厚い失業給付などにより賃金が下方硬直的であるため満たされておらず、⑤の生産要素の移動、すなわち域内における労働の移動についても、言語や文化の障壁に加え、社会保障制度や資格制度の不統一など制度的な対応の遅れもネックとなって低い水準に留まっている⁽²¹⁾。

EU財政を通じた所得移転(⑥)についても、規模の面ではGDPの1.2%、機能の面でも農業と地域開発にほぼ特化していることから限界がある。加えて、各国財政についても、財政の規律を定めた「安定成長協定」によって、GDP比3%を超える過度の赤字に対する事前の予防措置と事後的な制裁措置を規定した(図表-14)。財政規律に導入は、財政の統合が行われていないユーロ圏の政策への信認を獲得するために必要とされた措置であるが、これにより、経済パフォーマンスの収斂のための各国の政策的な裁量の余地には制限が加えられることになった。

⁽²¹⁾ 欧州の労働市場の構造問題と改革への取り組みについては伊藤(2003a)参照。

図表-14 ユーロ圏の財政健全化に関わる規定と制裁措置発動のプロセス

1	加盟国は「過度の赤字」を出さない
2	欧州委員会は以下2つの基準により財政規律が守られているか検討 ① 財政赤字の計画値と実績値が以下の場合を除き「基準値（*1）」を超えない （a）比率が大幅かつ継続的に低下し、基準値に近い水準に到達している （b）基準値を超える状態が例外的かつ一時的であり（*2）、基準値に近い水準に留まっている ② 政府債務残高の対GDP比が「基準値（*3）」を超えない
3	欧州委員会は加盟国が①②のいずれか一方ないし両方の条件を満たしていない場合、報告書を作成
4	EU経済財政委員会は報告書への意見を表明する
5	欧州委員会は「過度の赤字」の存在ないしその恐れがあると考えた場合、財務相理事会（ECOFIN）に意見を表明
6	ECOFINは欧州委の勧告に基づき、特定多数決により「過度の赤字」の存在を認定
7	ECOFINは「過度の赤字」が認定された加盟国に「勧告」し、具体的赤字の削減を要求
8	「勧告」に対する効果的な措置が実施されない場合、閣僚理事会は「警告」を発動
9	「警告」に対する効果的な措置が実施されない場合、「制裁（*4）」が発動

（*1） 一般政府財政赤字の対名目GDP比：3%

（*2） 実質GDP成長率がマイナス2%の場合は例外規定が適用されるが、マイナス0.75～2%の場合は例外かどうかをEU財務相理事会で判定、マイナス0.75%以上は例外と認めないと規定

（*3） 一般政府債務残高の対名目GDP比：60%

（*4） 過度の財政赤字が是正されるまで無利子の預託金が要求され、さらに超過が続く場合、2年後に罰金として没収

（資料）欧州共同体設立条約ほか

2. ユーロ導入後の変化と政策課題

（1）ユーロ導入後の変化

ユーロ導入で、域内の為替相場が不可逆的に固定され、マクロ政策運営に単一政策金利と財政政策に制約が加わった。次の論点となるのは、事前に条件を満たしていなかったユーロ圏が、ユーロ導入後の政策面での制約の中で、貿易の拡大、経済・金融面での統合の進展、景気循環の収斂、所得、インフレ格差の縮小などが進み最適通貨圏へと変わりつつあるのかである。通貨統合については、コストが短期的に明らかになるのに対し、ベネフィットが顕現化するまでには長い時間を要する。このため、導入から5年という期間では判断を下すのに不十分な面があり、例えば90年代初頭とするのか、それともユーロ発足時点と比較するのかといった比較時点の違いや、諸条件の中でどの項目を重視するのかといった重点の置き方によって見方は分かれるようである。

概して言えば、景気循環については、90年代初頭に比べれば収斂しているが、各国がユーロ参加のために努力していたユーロ発足時と比較すると収斂の度合いは低下していると考えられる。ユーロ導入後、インフレ格差は再度拡大に転じている。この点を、ECBは「域内格差の調整プロセスで生じる自然な現象」とし、各国は「所与の金融政策」に対して、「インフレ格差から生じるダメージを緩和するため、財政政策や構造改革で調整することが必要」としている⁽²²⁾。

⁽²²⁾ ECB（2003a）pp. 5-6

現実には、以下で触れるとおり、財政に余力が乏しく、裁量的な発動の余地が限られていること、構造改革のスピードは国内における政治的な基盤や効果が顕現化するまでに時間がかかることなどにより、景気格差が解消しづらくなっている。

産業構造については、ユーロ導入と前後してクロスボーダーな直接投資が拡大し、構造変化が生じたことは間違いないが、この結果、最適通貨圏の条件である産業構造の域内における類似性や一国レベルでの構造の多様性をもたらすのかという点では懐疑的な見方も少なくない。直接投資などを通じて域内経済の相互依存度が高まることで、景気循環の同時化をもたらし、同一産業内での工程間分業の進展で非対称的ショックの可能性を低下させるというのが最適通貨圏化が進むという主張の論拠である⁽²³⁾。その一方、分業が進展した場合にも、製品の価格帯による棲み分けや、国毎に当該産業の占めるウェイトや輸出入のバランスが異なるために、非対称的なショックの可能性を消滅させるわけではないとの見方がある⁽²⁴⁾。長期的には、ユーロ導入で域内市場を分断する障壁がさらに低下し、域内産業の再編が進めば、特定地域への特定産業の集中によって、むしろ非対称的なショックが生じやすくなることも考えられるのである。

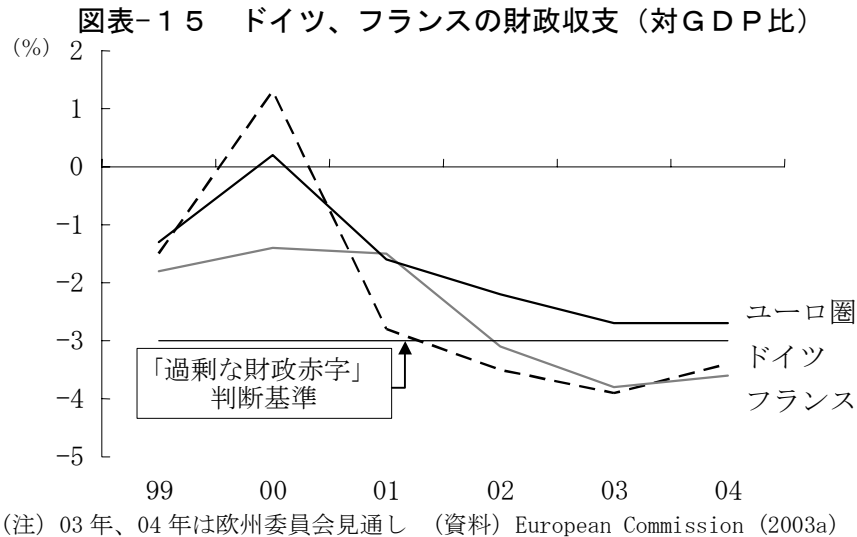
（２）直面している問題と政策課題

2001年のITバブル崩壊後、ユーロ圏の景気は調整局面を脱しておらず、ドイツ、フランスの財政赤字が「安定成長協定」で定められた上限を3年連続で突破する見通しが高まっている（図表－15）。ユーロ圏のコア国であるドイツ、フランスに対して、財政の規律をどこまで厳格に運用するかという点で、域内諸国は大国優遇型の協定の弾力化が規律の形骸化を招き、ユーロの信認を低下させるという立場と、厳格すぎる規律の運用で大国の景気がスパイラル的に悪化し、域内経済全体のパフォーマンスが低下することによるマイナスの影響の方が大きいという立場に分かれ⁽²⁵⁾、財政の多国間監視のメカニズムが動揺した。域内における政策協調の足並みの乱れによって、政治統合が実現していない地域における単一通貨という基盤の脆弱性を露呈することになったのである。

⁽²³⁾ Rose（2000）では、通貨統合には域内貿易促進効果があるとの実証分析結果に基づき、ユーロ圏は景気循環が同時化することにより持続可能性が高まる可能性があるとしている（p. 33）

⁽²⁴⁾ 藤原（2003）では自動車産業を例に、この問題を論じている。

⁽²⁵⁾ フランス、ドイツのほか、2001年に赤字が上限を超えたポルトガル、政府債務残高の水準が高いベルギーなどは、ルールを厳格に運用することによる過剰な財政緊縮を否定する立場を採り、財政再建を実現したスペインや北欧、緊縮型の予算を策定しているオランダなどは批判的立場でルールの厳格な運用を求めている。



この問題の本質には、①ユーロ圏内に産業構造や所得水準の格差が存在する中で、価格や生産要素の移動を通じた調整のメカニズムを備えていないこと、統一財政を通じた所得配分のメカニズムも不十分であるため、各国財政に負担がかかりやすいこと、②景気拡張期における各国財政の再建への努力が不十分であったために、経済情勢の変化への対応力が乏しいことがある。欧州委員会は、ドイツ、フランスに対して、3年連続で上限を突破した場合の「制裁」措置を見送る一方、構造的な財政赤字の追加的削減を求めるという財政規律の精神の遵守と、厳格すぎる規律の運営が、景気回復の基盤を損なうリスクの回避とのバランスを図った妥協案を提示し、この問題の当面の收拾を図ろうとしたが、EU財務相理事会は、両国への制裁手続きを停止し、赤字を容認することを決議、財政の規律が形骸化する事態に至った。

将来に向けて、ユーロ圏が信認を維持し、持続的な発展を遂げるためには、国際競争力を削ぐ原因となっている社会保障制度、労働市場などの構造改革が必要不可欠である。財政赤字の解消は計画通りに進展していないながらも、ドイツでは労働市場や医療、年金制度などの包括的な改革が動きだし⁽²⁶⁾、フランスでも年金改革が実施される方向にある。今後、域内の不協和音を一層増幅することなく、むしろユーロの導入が構造改革の推進力となり、ユーロ圏の最適通貨圏化が促される結果になるのか、また、「安定成長協定」に基づく多国間監視のメカニズムが、経済情勢への対応力を高め、且つ、規律の維持にも有効なものへと手直しされて行くのかが注視されよう。

⁽²⁶⁾ ドイツの構造改革については伊藤（2003）参照。

IV. ユーロ圏の拡大を巡る論点

前章で見たとおり、現在のユーロ圏は単一通貨圏として潜在的な不安定性を抱えているが、ユーロ参加国数の増大、すなわちユーロ圏の拡大によって、この点にどのような変化が生じうるのかを次に見ていくことにしたい。

ユーロ参加国数の増大は、現時点では、①既にEUに加盟している15カ国のうち、ユーロに未参加のイギリス、デンマーク、スウェーデンの3カ国の参加、②2004年5月にEUに加盟を予定している中東欧など10カ国の参加が、比較的近い将来に実現する可能性がある。

但し、①の拡大は、スウェーデンの2003年9月の国民投票が大差の否決に終わり、イギリスも2003年6月に国民投票を見送ったことで、近い将来に実現する可能性が遠のいた。ユーロ参加の見送りは、両国がユーロ圏に比べて相対的に良好なパフォーマンスを保っている中、ユーロ参加のコストやユーロ圏内の足並みの乱れへの警戒心が広がった結果と考えられる。イギリスのブレア政権は、国民投票の見送りに際して、参加を先送りするリスクとコストを強調し、ユーロ参加のために必要な収斂と柔軟性の向上を実現するために構造改革に着手するという前向きな姿勢を示した⁽²⁷⁾。2004年4月には構造改革の結果を報告するとし、2005年6月のブレア政権の任期終了前に国民投票を実施する可能性を残しているが、反対多数の世論の逆転は難しいと見られる。

これら3カ国は、ユーロ圏の平均的所得水準を上回り、且つ、乖離が小さい。ここでは、産業構造や所得水準の格差から、ユーロ圏の不安定性を拡大する要因ともなりうる②の中東欧などの参加問題に焦点を絞って検討したい。

1. 中東欧のEU加盟に伴う変化

(1) 中東欧にとってのEU加盟のベネフィット

2003年3月3日のマルタを皮切りに9月20日のラトビアまで、各国で実施された国民投票が賛成多数の結果に終わり、中東欧など10カ国の2004年5月1日のEUへの新規加盟が正式に決定した。今回の拡大は、EUの前身であるECの時代から数えて5度目の拡大にあたる第5次拡大で、EU加盟国数は現在の15から25へと拡大する。ブルガリア、ルーマニアも2007年の参加を目指す交渉のプロセスにあるため、向こう5年足らずの間に、EU加盟国数は27カ国まで拡大することが視野に入っている。

⁽²⁷⁾ イギリスはユーロ参加を判断する基準として、独自に、①ユーロ圏経済とイギリス経済の間に十分かつ持続可能な収斂が実現したか、②経済が環境変化に対応しうる柔軟性を備えているか、③ユーロの導入がイギリス国内での長期的な投資決定に資するか、④金融サービス業にとってプラスになるか、⑤ユーロ導入が成長、安定、持続的な雇用増を促すかという条件を設けている。2003年6月は5つの条件のうち④を除く4つの条件を未充足と判断して、国民投票の実施を見送った。ショックに対する対応力を十分に高めるためには一層の構造改革が必要としてインフレターゲット制の見直し、住宅市場改革、財政改革、労働・財・資本市場改革の必要性を提唱した。同時に、ECBの硬直的な政策運営や「安定成長協定」による財政政策への制約によって脅かされる可能性についても言及され、ユーロ圏のマクロ経済政策運営の改善も、参加の判断をする上での重要な要素となることが示唆された。

EUが東方に拡大する究極の狙いは、政治・経済の両面で世界的影響力を高めることにある。政治的には、中東欧に民主化を根づかせ平和と安定を確保すること、ポスト冷戦体制の欧州に、EU主導の新秩序を構築するという重要な意味を持つものである。他方、経済面では、単一市場の地理的拡大が図られ、面積、人口はおよそ2割拡大するが、現加盟国に対する新規加盟国の経済規模は、購買力平価ベースでも9.1%と相対的に小さい。過去4次の拡大に比べて参加国数が最も多いことに加え、現加盟国を100とした場合、新規加盟国の一人当たりGDPの水準は46と半分以上に留まっているため、EUの所得水準は拡大によっておよそ1割低下する(図表-16)。これらは、新規加盟国のEU加盟の定着までに、相応の調整コストが必要となることを示唆するものである。

新規加盟国にとってのEU加盟のベネフィットは、EU域内の「4つの自由(ヒト、モノ、サービス、資本の移動の自由)の恩恵を享受する」、EUの所得移転の仕組みである「地域開発政策、共通農業政策(CAP)⁽²⁸⁾の受益者となる」(欧州委員会)ことである。同時にヨーロッパへの回帰、民主的、社会的安定の確保、安全保障の面でも重要な意味を持つと考えられる。

欧州委員会は、EUの拡大によって、新規加盟国の成長率は「2000年～2009年の10年間」で「年間1.3から2.1ポイント高まる」とし、現加盟国についても今後10年間にわたって「累計で0.7%」GDP成長率が高まる可能性があるとしている。

図表-16 EU新規加盟・交渉中の国々の概要

		国土面積	人口	名目	一人当たりGDP		農業部門の	
				GDP	購買力平価基準		ウェイト	
		千平方km	百万人	億ユーロ	ユーロ	EU=100	付加価値	雇用
							%	%
中東欧移行国	ブルガリア	111	7.9	474	5,900	25	12.5	10.7
	チェコ	79	10.2	1,469	14,400	60	3.7	4.9
	ハンガリー	93	10.2	1,382	13,600	57	4.3	6.0
	ポーランド	313	38.2	3,630	9,500	39	3.1	19.6
	ルーマニア	238	21.8	1,289	5,900	25	13.0	37.7
	スロヴァキア	49	5.4	613	11,400	47	4.5	6.6
	スロヴェニア	20	2.0	353	17,700	74	3.3	9.7
バルト3国	エストニア	45	1.4	135	10,000	42	5.4	6.5
	ラトヴィア	65	2.4	199	8,500	35	4.7	15.3
	リトアニア	65	3.5	343	9,400	39	7.1	18.6
地中海国	キプロス	9	0.8	140	17,400	72	4.3	5.3
	マルタ	0.3	0.4	46	11,700	55	2.8	2.3
2004年加盟10カ国①		739	74.3	8,310	11,150	46		
EU15②		3,234	378.4	91,665	24,010	100		
①/②		(22.9%)	(19.6%)	(9.1%)	(46.4%)	—		
EU25 (①+②)		3,973	452.7	99,975	21,910	(91)		

(注) 2004年加盟10カ国は加盟交渉国からブルガリア、ルーマニアを除いた10カ国

マルタのGDP及び一人当たりGDPは1999年

加盟申請を行っている国には他にトルコとクロアチアがある。トルコについては政治的条件を満たせば、

2004年12月以降に交渉を開始する予定。

(資料) European Commission (2002b) p. 42

⁽²⁸⁾ 共通農業政策(CAP)と地域間・国家間の所得格差縮小のための構造関連予算、内政・追加移行経費などからなる。2004～2006年の3年間の拡大関連予算総額のCAPが24%、構造改革関連予算が53.5%を占める。

但し、第1にEU現加盟国と中東欧の間では、貿易と投資を通じた緊密な経済関係が築かれつつあり、EU加盟前の段階で市場一体化の効果は相当程度先取りされていること、第2に加盟のベネフィットの一部は、加盟交渉で現加盟国と新規加盟国間の対立が生じた分野では移行期間が、EU財政による所得移転も当初はシーリングが設けられることから、EU拡大の効果が2004年に集中して表れる訳ではなく、国毎に影響の度合いも異なるであろう点に留意が必要である。

第1のポイントとしたEUと中東欧の経済関係の緊密化は、90年代半ばまでに欧州協定がほとんどの中東欧諸国と締結されたことで制度的に促進されるようになった。欧州協定は、①政治対話の制度化、②自由貿易圏の創設、③経済・産業協力、④金融支援などを柱とするものであり、貿易、投資、金融などの制度をEU型に手直しし、経済援助と定期的な政治対話で相互のギャップを埋めてゆくことを目的としていた⁽²⁹⁾。これにより、EUの中東欧への関税は1997年に撤廃、中東欧の対EU関税も2002年初に撤廃された。さらに加盟準備を進める国々に支援を提供するプログラム⁽³⁰⁾も整備されている。

こうした制度面でのサポートに加え、出し手と受け手の双方のニーズがマッチし、EUから中東欧への直接投資が拡大、経済関係の緊密化への原動力となった。現EU加盟国企業は、99年のユーロ導入と前後して域内競争激化に対応した産業再配置が加速する中で、中東欧においても、その将来のEU加盟を視野に入れて生産コスト削減を目的とするグリーンフィールド型の直接投資や、成長市場の確保を目的に民営化案件などに積極的に対応した。一方、中東欧諸国においては、国内における民間資本の蓄積が欠如していたことや技術、経営ノウハウの導入が急がれたことを背景に、体制移行戦略として外資の導入を重要な柱と位置づけてきたのである。

第2の移行措置については、労働移動の制限（最長7年間）、金融サービス分野の開放対象からの信用組合等の除外（2007年末まで）、外国人による不動産投資の一定期間の制限などが行われる⁽³¹⁾。また、EU財政を通じた所得移転についても、2006年まではEU財政のシーリングを現水準に維持、構造関連支出を絞り込むこととしており、CAPについても、2003年改革で市場支援措置から生産者への所得損失の補填を行う直接支払いを切り離し、直接支払い以外の所得移転措置と市場関連措置は加盟後即座に利用可能だが、直接支払いは2004年の時点では現加盟国に対する水準の25%に抑え、以後、段階的に引き上げて、2013年に100%にするとした。この措置は、移行期間中、新加盟国の農産物が、「現EU加盟国の農産物と比べて不利な競争条件におかれることを意味する」⁽³²⁾。

それでも2004年から2006年の3年間に新規加盟国のEUからのネットの受取額（EUによる総支払い額から新規加盟国によるEUへの拠出額を差し引いたもの）は131億3100万ユーロ、GDP

⁽²⁹⁾ 本間、青山（1998）p. 22

⁽³⁰⁾ EUの環境基準ならびに運輸基準の充足支援（Ispra）、農業近代化および農業開発に対する支援（Sapard）、制度構築、コミュニティー・プログラムの開発、地域・社会開発、産業再編／中小企業育成に対する支援（Phare）の3つのプログラムが存在する。

⁽³¹⁾ JETRO（2003）

⁽³²⁾ 田中（2003）、p. 4

比で 3.2%にのぼる。新規加盟国の中でも、ネットの受取額の最大の受益者は、経済規模が最大で、農業国家であるポーランド（70 億ユーロ、GDP 比 3.6%）である。その他の国では、相対的に所得水準が低い小国で農業への依存度が高いリトアニアの GDP 比 10.1%、ラトビアの同 9.8%から、相対的に所得水準が高いスロヴェニアは同 1.1%、キプロスは同 0.9%まで、ばらつきは大きく、新規加盟国の間でも EU 加盟のベネフィットには差異が想定されるのである。

（２）ユーロ導入を巡る規定

新規加盟国のユーロへの早期参加の意欲はおしなべて高い。新規加盟国にとってドイツを中心とする EU は貿易、資本流入面ですでに重要な相手地域であり、ユーロへの参加による域内における為替リスクの消滅や EU 市場との真の一体化というベネフィットが大きいと思料されるからだ。ユーロへの参加は、金融政策に加えて、財政政策にも規律を求めるため、信用力が向上し、米国や日本など域外からの資本流入の促進効果も期待されるからである。

しかしながら、EU への加盟はユーロ導入までの 3 つのステップの第 1 段階に過ぎず、EU 加盟、イコール、ユーロ参加ではない。規定によれば、新規加盟国は、EU 加盟時に、「権利と義務から除外されている加盟国」の立場で欧州通貨同盟（以下、EMU）に参加することになる。ユーロに関するオプトアウト（選択的拒否権）の権利を有するイギリスやデンマークと異なり、加盟後、原則としてユーロ導入の義務を負うことになる。以後、ユーロ導入までの間も、為替政策を共通の関心事項として扱うことが求められることになり、経済のファンダメンタルズに一致しない為替レートや過剰な為替変動、為替の切り下げ競争を避ける必要が生じる。

ユーロ参加は持続可能な収斂を達成してから⁽³³⁾とされており、予め時期は定められてはいない。持続可能な収斂の有無は、「マーストリヒト経済収斂条件」（5 つの条件）によって判断される。

5 つの経済収斂条件は、

- ① インフレ率（直近 1 年間の水準がユーロ圏のインフレ率の低い 3 カ国平均+1.5%以内）
- ② 財政赤字（対 GDP 比 3 %以内）
- ③ 政府債務残高（対 GDP 比 60%以内）
- ④ 為替の安定（少なくとも 2 年間切り下げがなく、ERM II の変動幅内で安定的に推移）
- ⑤ 長期金利（直近 1 年間の水準が低インフレ 3 カ国の長期金利平均から 2 %以内）である。

この他、ECB は、市場統合の度合いや経常収支、ユニットレーバーコストやその他の物価指標を考慮に入れる項目（参考指標）として挙げている⁽³⁴⁾。また、市場メカニズムを通じた金融政策が機能する環境の整備状況、中央銀行の独立性確保など法整備の進捗も必要となる。

⁽³³⁾ ユーロ参加までに欧州中央銀行制度と合致した法律の整備も必要とされる。

⁽³⁴⁾ www.ecb.int/enlargement

2. EU新規加盟国のユーロ参加のハードル

経済面での5つの条件と主要国の現状を照らし合わせると（図表-17）、バルト3国は条件のクリアが比較的容易と見なされる一方、中東欧主要国については適切な時期にERM IIに参加すること、財政赤字の削減に取り組み、生産性に見合わない賃金の上昇を避けることで、インフレを抑制しつつ、為替相場の過大評価を回避することが必要となることが分かる。

図表-17 マーストリヒト収収条件とEU新規加盟国の現状(2002年)

	経済収収条件						(参考指標)		
	イン 率	財政 収支	政府 債務 残高	為替相場制度	採用 年月	長期 金利	経常 収支	ユニ ット レバ ー コ ス ト	失業 率
チェコ	1.4	▲3.9	27.1	変動相場制	97/5	4.9	▲6.3	5.4	7.3
ハンガリー	5.2	▲9.2	56.3	ERM II 追随 (±15%)	01/10	7.1	▲4.0	14.3	5.6
ポーランド	1.9	▲4.1	41.6	変動相場制	00/4	7.3	▲3.6	0.9	19.9
スロヴァキア	3.3	▲7.2	44.3	管理フロート	99/1	6.9	▲8.2	5.4	18.6
スロヴェニア	7.5	▲2.6	27.0	管理フロート	99/1	5.5	1.7	6.8	6.0
エストニア	3.6	1.3	5.7	カレンシー・ボード*	92/5	6.4	▲12.3	2.0	9.1
ラトヴィア	2.0	▲3.0	15.2	バスケット・ベック*	94/2	5.1	▲7.7	1.4	12.8
リトアニア	0.4	▲2.0	22.7	カレンシー・ボード*	02/2	6.0	▲5.3	-0.5	13.1
キプロス	2.8	▲3.5	59.8	ERM II 追随 (±15%)	99/1	5.4	▲5.3	2.5	3.8
マルタ	2.2	▲6.2	64.2	バスケット・ベック*	71	5.7	▲3.9	0.1	7.4
経済収収条件	3.1	▲3.0	60.0	ERM II に2年参加		6.1			

(注) 網掛けは基準を満たしていないことを示す

エストニア、リトアニア、スロヴェニアの長期金利は2003年、スロヴァキアの経常収支は2001年

*カレンシー・ボード制は固定相場が適切でERM II の中心レートと同様に見なされると判断される場合には、ERM II に代替する

(資料) European Commission (2002 b) p. 43ほか

(1) ERM II への参加による対ユーロ相場の安定

① 新規加盟国の為替相場制度と経済収収条件の規定

エマージング市場の通貨危機⁽³⁵⁾の経験から、「自由な資本移動の下で存続可能な為替相場制度は、厳格な固定相場制とフロート制」⁽³⁶⁾であるとする“Two Corner Solution”が広く認知されるようになった。これは、“Impossible Trinity (あるいは Inconsistent Triangle)”、すなわち、基軸通貨国を除いて、「資本移動の自由」と「為替相場の安定」と「金融政策の独立性」の3つを同時に実現することはできず、いずれか1つは放棄されなければならないとの考えに基づくものであり、開発資金の円滑な流入のためにエマージング市場諸国が「資本移動の自由化」を行うならば、厳格な固定相場制度で「為替相場の安定」を保ち、「金融政策の独立性」を放棄するか、フ

⁽³⁵⁾ 90年代半ば以降、94年～95年にはメキシコ通貨危機が中南米諸国に波及する「テキーラ危機」、97年にはタイの通貨危機を引き金にインドネシア、韓国などに伝播した「アジア通貨・金融危機」が発生した。アジア危機後の混乱が続く98年夏にはロシアがルーブル切り下げと公的債務の繰り延べを実施、その余波は中南米へと及んだ。エマージング市場諸国の通貨危機の発生のメカニズムも進行のプロセスは個別の事例により異なるが、自由な資本移動の下で固定的な為替相場制度を採用していたこと、経常収支赤字が拡大していたことが共通点として観察される。

⁽³⁶⁾ Fischer (2001) p. 2

ロート制で「為替相場の変動」を許容し、「金融政策の独立性」を選ぶかのいずれかを選択しなければならないというものである。ここで、厳格な固定為替相場制とは一般的な固定相場制に比べて固定平価の維持に対して政策的なコミットメントが強固なカレンシーボード制やドル化（ユーロ化）、通貨同盟を指し、フロート制にはクリーン・フロート（完全変動相場制）と管理フロートが含まれる。

EU新規加盟国は、市場経済への移行当初は経済安定化のアンカーとするために固定相場制が多く採用されていた。しかし、現在は、フロート制を採用している国、カレンシーボード制度など厳格な固定相場制を採用している国のほか、ラトビア、マルタなど”Two Corner Solution”では好ましくないとされる中間的な形態であるバスケット・ペッグを採用している国もある（図表18）。ハンガリー、チェコ、ポーランド、スロヴァキア、スロヴェニアなど新規加盟国の中では、相対的に規模の大きい国はフロート制を採用している。エストニア、リトアニアが厳格な固定為替相場であるカレンシーボードを採用したのは、ハイパーインフレへの対処が求められる一方、経済規模が小さく、旧ソ連邦に属していた時代に中央銀行を持たなかったという特殊事情から、信認の確立が急がれたことがある。

いずれの制度を採用している場合にも、第Ⅱ節で触れたとおり、ユーロとの連動性を強めている点は共通している。例えば、ハンガリーの場合⁽³⁷⁾、ユーロ参加のための為替やインフレ率の条件達成と、EU経済との結び付きの強化のため、2001年10月に対ユーロで上下15%の変動幅を持つペッグ制に移行し、インフレ・ターゲット制度を導入した。リトアニアは、カレンシーボードの対象通貨をドルからユーロに切り替え（2002年2月）、マルタはペッグ対象の通貨バスケットにおけるユーロの比率を引き上げ（2002年8月）、ポーランドは2000年4月にクローリング・ペッグ制から、ユーロに準拠する変動相場制に改め、インフレ・ターゲット制を採用している。

⁽³⁷⁾ その前段階で、2001年1月にマルクを含むバスケットを基準とするクローリング・ペッグ方式から、ユーロのみを基準とするクローリング・ペッグ制度に移行していた。

図表－１８ ＥＵ新規加盟国の為替相場制度の変遷

	固定相場制	中間的形態	フロート制
安定化段階 1990-1994	チェコ エストニア ハンガリー ラトヴィア（1994～） リトアニア（1994～） マルタ ポーランド スロヴァキア	キプロス	ブルガリア ラトヴィア（1992～1994） リトアニア（1992～1994） スロヴェニア ルーマニア
移行段階 1995-2000	ブルガリア（1997～） エストニア ラトヴィア リトアニア マルタ	チェコ（1995～1997） キプロス ハンガリー ポーランド（1995-2000） スロヴァキア（1995-1998）	ブルガリア（1990～1997） チェコ（1997～） ポーランド（2000～） スロヴァキア（1998～） スロヴェニア ルーマニア
準備段階 2001- ERMII/ユーロ導入	ブルガリア（1997～） エストニア ラトヴィア リトアニア マルタ	キプロス ハンガリー	チェコ ポーランド スロヴァキア（1998～） スロヴェニア ルーマニア

（注）為替相場政策の分類はIMFに準拠する。

固定相場制＝カレンシーボード制度やドル化（ユーロ化）、通貨同盟など

中間的形態＝バスケット・ペッグ、アジャスタブル・ペッグ、クローリング・ペッグ制

フロート制＝クリーン・フロート、管理フロート

（出所）Nerlich（2002）p.5

前項で触れたとおり、経済収斂条件では、カレンシーボード制の採用国を除く新規加盟国に、ユーロ導入の前段階として、ERMIIに参加することを義務付けている⁽³⁸⁾。ERMIIの参加にあたっては、各国はユーロ圏の財務相、ECBの承認を得て、中心レートを設定し、変動幅（通常は±15%）を選択する必要がある。経済収斂条件ではERMIIに少なくとも2年間参加し、この間、切り下げを行わないことを求めており、イタリアやギリシャでは参加期間の短縮が認められたが、新規加盟国に対しては厳格に適用される見通しである。エマージング市場諸国の場合、一般に、為替相場変動による物価への影響が大きくなりがちなこと、さらに貿易・直接投資への依存度が高いこと、対外債務を保持していることなどから対主要通貨での安定が重視される傾向がある。新規加盟国については、他のエマージング諸国と同様の事情と、ユーロの導入に向けて適切な為替相場制度の選択と適切なタイミングによるERMIIへの参加が求められていることが、制度は

⁽³⁸⁾ カレンシーボード制の採用国については、固定されている為替相場が適切であると判断された場合にはERMIIに適合するものと見なされ、そのままユーロを導入することが可能である。カレンシーボード制には、マクロ経済政策運営、金融システムの健全性が損なわれたり、実質為替レートが均衡値から乖離した場合に、速やかに価格調整されるよう、労働市場や財市場の柔軟性を確保されなければ制度の維持が困難になる。エストニア、リトアニアでは、財政の健全性が維持されていること、労働市場が柔軟であること、金融システムは外国の戦略的投資家を主たる担い手とし、健全性が保たれていることなどにより自由な資本移動の下で制度は支持されているが、実質実効レートの上昇率は相対的に大きく、経常収支の赤字幅は拡大傾向が見られる。

様々ながら、ユーロとの連動性を強めている背景にある。

② 内外資本移動による政策のかく乱とその対策

新規加盟国は、小国開放経済であるために、フロート制で「為替相場の変動」を許容し、「金融政策の独立性」を確保する選択をした場合にも、独立性を保つことが難しく、ユーロ圏に従属しているのが実情である⁽³⁹⁾。金融政策の従属は、アジア通貨危機後、変動相場制に移行したアジアの国々についても同様の傾向が観察されるものであり、通貨当局への信認の弱さや大国経済との結び付きの強さが原因と考えられる。

新規加盟国の場合は、ユーロ参加期待という特殊要因もあり、投機的資本移動による政策のかく乱という問題に直面している。従来、中東欧への資本流入は直接投資を中心に拡大してきたが、近年では資本取引規制の緩和、金融市場の発展、さらにユーロ参加による大幅な金利低下期待を背景とするコンバージェンス取引の増加などで証券投資が活発になった⁽⁴⁰⁾。コンバージェンス取引は、高利回り債券と低利回り債券の利回り格差縮小を見越し高利回り債券を購入し、低利回り債券を売却することで、利回り格差分のインカム・ゲインと高利回り債券の利回り低下によるキャピタル・ゲイン獲得を狙う取引である。99年のユーロ導入前、南欧諸国で成功を収めたことから、1999年～2002年にかけては中東欧、特に相対的に国債市場の規模が大きく、流動性に富み、相対的に利回りが高いポーランドやハンガリー⁽⁴¹⁾を中心にコンバージェンス取引が拡大、為替の過大評価が懸念される状態になった。

コンバージェンス取引は、金利水準の格差縮小が進まずに反転した場合や、購入対象債券の通貨が、売却対象債券の通貨に対して減価した場合には損失が発生する。中東欧主要国に対する投資は、2003年に入ってから、ユーロが対主要通貨で独歩高の様相を呈したことや、中東欧の財政赤字の拡大で早期ユーロ参加期待が後退、為替切り下げリスクへの警戒感が広がり、資金流入の勢いが鈍化、5月にはハンガリーがフォリントの対ユーロ中心レートを2.25%切り下げ、その影響はポーランド・ズロチやスロヴァキア・コ罗纳などに及んだ。

ユーロ参加への過渡期では、こうした過剰な資本流入で為替相場の過大評価が進行するリスクや、為替相場の安定や金利見通しの変化が急激な資金流出につながり、経済が不安定化するリスクを警戒する必要性が高くなる。

過剰な資本流入に対する対応策としては、資本移動への部分的規制は緊急避難措置に留まるため、より抜本的な対策として、金融市場の深化や銀行制度の強化によって資本の吸収力を高めることが必要となる。ユーロ参加への思惑を背景とするコンバージェンス・トレードに対する有効

⁽³⁹⁾ Fratzscher (2002)、p. 5

⁽⁴⁰⁾ 直接投資は98～2002年の中東欧へのネット資本流入のおよそ71.4%を占めており、中心的な形態となっている。同期間の証券投資のウェイトは15.6%である。

⁽⁴¹⁾ スロヴァキアやチェコも対象になったが、国債市場の規模が小さく、ユーロ圏との利回りの格差も小さいために流入の度合いには限界があった。

な対策は、財政の規律を強化し、金融政策をサポートすることである。財政赤字の削減に取り組むことで、長期国債のリスク・プレミアムが低下、インフレが抑制されることで利下げの余地も拡大する。早期に金利差が解消すれば、コンバージェンス取引を抑制することになると考えられるからである。

（２） 物価の安定

市場経済化への移行当初は価格、貿易の自由化、為替相場の切り下げ、財政赤字の急激な増加などにより軒並み高インフレとなったが、90年代半ばには落ち着き、2001年以降はすべての国のインフレ率が一桁台での推移となっている（図表－17）。米国やユーロ圏景気の成長鈍化で需要の伸びが低下したこと、生産性の向上、さらに為替相場上昇などが影響したものとされている⁽⁴²⁾。

第Ⅲ節で触れたとおり、相対的に所得水準が低い国の物価上昇圧力は強い。ユーロ圏とのインフレ格差は、対ユーロ名目相場の安定を図る政策の下では、為替の過大評価の原因となる。ユーロ導入までのプロセスでは、インフレの抑制を図ることも重要な課題となる。

（３） 財政赤字の削減

財政の規律は、インフレ抑制、ユーロ参加の収斂条件の達成という観点からも重要であり、経常収支のサステナビリティ（持続可能性）の問題とも深く関わっている。

E U加盟の時点で新規加盟国の財政政策は、E U財政政策の枠組みに入る。バルト3国とスロヴェニア以外の国は、過剰な財政赤字（対GDP比3%）と政府債務残高の抑制（同60%以下）に取り組む必要がある。

財政赤字は、ハンガリーの対GDP比9.2%⁽⁴³⁾をはじめとして新規加盟国平均で同5%と基準を上回っている。政府債務残高の水準も、ハンガリーが経済収斂条件の上限（60%）に近づきつつあるほか、ポーランドについても残高の増大が展望されており、上限を突破する懸念が台頭している（図表－17）。

新規加盟国の財政赤字は、税収基盤が脆弱な一方、社会保障支出やインフラ支出、E U加盟関連支出が増加していること⁽⁴⁴⁾によるものである。政府債務残高は為替変動による外貨建て債務の増嵩（ポーランド）や金融システムの再建コスト（チェコ、スロヴァキア）によって膨らんだ国もある。

加盟前の財政のサーベイランスの一環として、新規加盟国が2002年8月に欧州委員会に提出した「加盟前経済プログラム（以下、PEP）」によると、ポーランド、ハンガリー、スロヴァキア等が2005年に財政赤字を3%以下に抑制する計画としている。しかし、財政赤字幅の大きさや、

⁽⁴²⁾ European Commission (2003a) p. 74

⁽⁴³⁾ ハンガリーの2002年の財政赤字は巨額の赤字であった予算外基金の統合という特殊要因が影響しているが、その他の年も恒常的に3%は超えている。

⁽⁴⁴⁾ E U加盟後はGDPの1%相当の拠出のほか、E U基準に適合させるための支出も必要となる。

ポーランドは2005年、チェコ、ハンガリー、スロヴァキアは2006年に議会選挙を控えているという政治日程との兼ね合いという点でも、大胆な構造的な赤字の削減は難しいと見られている⁽⁴⁵⁾。欧州委員会の秋季経済見通し⁽⁴⁶⁾では、2005年についても、スロヴェニアを除く中東欧の財政赤字は上限を突破すると展望しており、各国の計画との乖離が観察される。

南ヨーロッパの国々で見られたように、ユーロ参加が確定的になれば金利の収斂が進み、政府債務の利払い負担が軽減し、財政赤字が縮小するというメカニズムの働きも期待される。しかしながら、中東欧の主要国の場合、すでに相当の金利低下が見られたことや、政府債務残高の水準が南ヨーロッパに比べれば低いため、削減の効果には限界がある。ハンガリーなどでは主だった民営化もすでに完了しているため、追加的な歳入という点で多くを期待できない。

こうした状況で、ユーロ参加のための財政赤字削減の必要性和経済のキャッチアップのためのインフラ投資をいかに充足してゆくかが、各国にとって非常に悩ましい問題となっている。

(4) 金融システムの整備

ユーロ参加には、市場メカニズムを通じた金融政策が波及する環境が整っていることが大前提となる。中東欧では市場経済への移行戦略の一環として、計画経済下の単一銀行（モノバンク）制度⁽⁴⁷⁾から市場経済にふさわしい多元的な金融システムへの転換のための金融改革が実施された。

具体的には、

- ① 中央銀行改革（商業銀行部門の分離、国の資金循環の円滑化と通貨価値の安定を図る役割を付与）
- ② 間接的な金融コントロール手法の拡充
- ③ 銀行改革（国有商業銀行の改革、民営化（90年代～）、不採算行の整理、民間銀行、外資系銀行の新設認可）
- ④ 各種市場と非銀行金融機関の整備などの措置が実施された。

現在の中東欧諸国の金融構造は、ユーロ圏同様に銀行を中心とする間接金融優位という特徴を有するが、総資産の対GDP比で見た銀行市場の発展の度合いは、ユーロ圏の265%に対して、新規加盟国中の移行国（キプロスとマルタを除く）では最も高いチェコでも130%、最も低いリトアニアは30%に留まるなど、発展の余地を多く残す段階にある⁽⁴⁸⁾。

⁽⁴⁵⁾ IMF (2003b) p. 53

⁽⁴⁶⁾ European commission (2003a)

⁽⁴⁷⁾ 計画経済期の金融システムの特徴は、①銀行は計画の執行機関であり、計画に基づく資金を国有企業に流すことを機能とし、②中央銀行が商業銀行の機能を兼務し、③銀行数は少数、などである。

⁽⁴⁸⁾ ECB(2002a)では、銀行市場発達の遅れの要因として、資産サイドでは移行当初の深刻な景気の落ち込みで不良債権問題が発生、多くの場合、金融危機へと発展したこと、銀行の貸出スタンスが慎重であることを、負債サイドではハイパー・インフレーションを経験し、銀行への信用力が低いことや、預金金利が魅力に乏しいことなどを指摘している (pp. 19-20)。

欧州復興開発銀行（以下 EBRD）による移行国の改革の進捗状況評価では、EU加盟予定国の改革の進捗度は、EU加盟の条件として「機能する市場経済の存在」が求められたこともあり、CIS などその他の移行国に比べれば高く、銀行改革と金利自由化、証券市場と非銀行金融機関の整備状況の双方について、5段階評価の3以上の評価を得ている（図表－19）。この段階は、銀行管理・監督の整備や金利の完全自由化、社債発行の開始、非銀行金融機関（投資信託、民間保険・年金基金、リース会社など）の創設などが実施されていることを意味する。うち、ハンガリーは銀行改革と証券市場改革の双方で、チェコ、ポーランド、エストニア、ラトヴィアはいずれかについて4マイナス以上の評価、すなわち市場の厚みが増し、銀行市場、証券市場ともにグローバル・スタンダードとの整合化の段階に差し掛かりつつあることが分かる。

図表－19 新規加盟国の金融改革の進捗状況

	銀行改革 金利自由化	証券市場／ 非銀行金融機関
チェコ	4－	3
ハンガリー	4	4－
ポーランド	3＋	4－
スロヴァキア	3＋	2＋
スロヴェニア	3＋	3－
エストニア	4－	3＋
ラトヴィア	4－	3
リトアニア	3	3

＜ 評価基準 ＞

1	進捗度低い	進捗度低い
2	金利と信用割当の自由化進展など	証券取引所創設、国債等取引、関連法整備
3	管理監督体制の整備、金利完全自由化、民間銀行のプレゼンス向上	民間企業による債券発行、非銀行金融機関の創設、関連法整備
4	B I S 基準による法規制の整備、ブルーデンスルール、民間企業への貸出拡充、金融深化	I O S C O 基準による証券取引法整備、市場の流動性／非銀行金融機関の機能の充実
4＋	B I S 基準への収斂	I O S C O 基準への完全な収斂／非銀行金融機関による金融仲介機能の発達

（資料）EBRD（2002）

図表－20 中東欧市場における外国銀行ランキング（2001年末）

名称	国籍	総資産	総資産に占める 中東欧のシェア
K B C	ベルギー	24.3	11.3%
Bank Austria/ Creditanstalt	オーストリア	24.6	10.0%
Erste Bank	オーストリア	20.4	9.5%
Unicredito	イタリア	18.1	8.4%
Citibank	米国	14.9	6.9%
Societe Generale	フランス	14.7	6.8%
I N G	オランダ	12.4	5.8%
Raiffeisen	オーストリア	11.1	5.2%
Banca Commerciale Italiana / Intesa	イタリア	9.9	4.6%
Commerzbank	ドイツ	7.8	3.6%

（資料）ECB（2002a） p. 28

金融システム整備の担い手として外国金融機関のプレゼンスが著しく高い点も、中東欧の金融システムの特徴である。銀行市場における外国銀行のシェアはリトアニア、エストニアという小国では 90%を超えているほか、チェコ 77%、ハンガリー61%、ポーランド 51%など主要国でも過半を超え（いずれも 2001 年）、ユーロ圏の 20%を大きく凌ぐ状況にある。中東欧の金融センターで、外国銀行のプレゼンスを高めた背景には、大銀行の民営化が、経営改善に最も有効と見なされるようになった戦略的な外国機関投資家をターゲットに実施されたことがある⁽⁴⁹⁾。これらの金融機関は、優良顧客層に対象を絞り込む一方、伝統的銀行業務のほかに、証券業務を含む投資銀行業務、保険、年金基金、投資基金、リースなどの広範な業務を展開し、金融深化の担い手となっているのである。

外国金融機関の中では、金融ビジネスの潜在的な成長力に加え、E U 拡大による市場の一体化、将来のユーロ導入を睨んだE U内を母国とする銀行の積極的なコミットメントが目立つ(図表 20)。現時点では、中東欧ビジネスに積極的な銀行は、本国に代わる新たな市場を開拓する必要に迫られているベルギーやオランダ、オーストリアなど小国の銀行が目立ち、域内の大銀行の取り組みは相対的に消極的である。しかしながら、中東欧とユーロ圏との間では、先に触れた裁定取引を通じた金利収斂が見られるほか、資本関係を通じた金融面での統合も進展しているのである。

3. ユーロ圏拡大の実現時期とそのインパクト

新規加盟国の経済収斂条件の達成は、財政赤字の削減を通じてインフレ抑制と金利低下を実現しうかが鍵となる。ユーロ参加期待を背景とする投機的資本移動の圧力に耐えるには、マクロ経済の健全性ととも、金融システムの整備、強化も必要となる。E R M II への 2 年間の参加という条件が、厳格に適用される見通しとなっていることや、財政赤字の大きさ、さらに今後の政治日程を勘案すると、これらの実現には一定の時間が必要と見られる。また、新規加盟国の経済収斂条件の達成可能性や金融システムの整備状況に進捗度には差があることから、ユーロ参加のタイミングは、区々となり、第 1 陣の参加も 2008 年頃と E U 加盟からある程度の時間が経過してからとなろう。

早期参加に意欲的なハンガリーの中央銀行は 2008 年 1 月のユーロ導入を目標とする計画を発表し、2004 年 5 月の E U 加盟後、速やかに E R M II に参加する方針を明らかにした。ハンガリーはすでに見たとおり、金融システムの整備では先進しているが、大幅な財政赤字を抱えており、インフレ率も基準を上回っている。政府は財政赤字を 2006 年に GDP 比 2.5%まで引き下げるとしているが、その実現には健全な財政運営を通じたインフレ抑制と低金利政策の継続という政策運営が大前提となり、決して容易にクリアできる課題ではない。これに対し、チェコの中央銀行は財政基準早期達成が困難との理由から、E U 加盟直後の E R M II 参加は見合わせるべきとのスタンスを明らかにしている。

⁽⁴⁹⁾ 中東欧における銀行民営化については H. -E. シャラーほか（2003）第 11 章、高田（2003）が詳しい。

新規加盟国の参加によるユーロ圏の拡大は、域内為替相場の不安定性の排除によるベネフィットを享受しうる範囲が広がることを意味し、ユーロの地域的基盤の拡大という点では信認向上に資する。しかし、現加盟国と新規加盟国間の所得水準や産業構造の格差、制度の不統一、E C Bによる金融政策の運営⁽⁵⁰⁾や財政規律の運用を巡る問題は、さらに複雑化することが避けられない。

E U新規加盟国の参加による拡大は、ユーロ圏が最適通貨圏としての条件を満たしていないことからくる潜在的な不安定性の問題の解消を困難化させることになる。今後も長期にわたり参加各国には構造調整圧力が加わると見るべきであろう。

VI. おわりに

ユーロの導入は、単一通貨建ての金融・資本市場の誕生によるマネーフローの変化をもたらし、欧州とその周辺地域では地域通貨として着実に浸透、域内為替相場の不安定という問題を排除するという目的を達成した。しかし、価格の弾力性や生産要素の移動性、域内所得移転のメカニズムという最適通貨圏としての条件を欠いているために、各国財政に負担がかかりやすい構造となり、域内における政策協調の足並みの乱れとなって、政治統合が実現していない地域での単一通貨としての基盤の脆弱性を露呈している。

2004年5月に新たにE Uに加盟する国々の参加によるユーロ圏の拡大は、ユーロの地域的基盤の拡大という点では信認向上につながり、すでに萌芽が見られる拡大E Uレベルでの金融・資本市場の統合、産業の再編に資するものである。しかし、現加盟国との所得水準の格差や産業構造の差異に鑑みると、最適通貨圏の条件を欠くことによるユーロの潜在的な不安定性の問題は長期にわたり持続するものと見るべきであろう。

アジアは発展段階の格差が大きく、為替制度や金融政策運営の方針も様々で、単一金融政策が機能する前提となる自由な資本取引や金融システムの健全性といった条件を満たしていない国も少なくない。統合の第一段階であるF T Aも主要国をカバーする形では成立していない現時点では、単一通貨の導入は現実的目標ではないが、域内での工程間分業が高度に発展しているアジアにおいて、域内通貨の安定から得られるベネフィットは大きい。また、域内の発展段階にばらつきが見られる中では、金融・資本市場の統合が進み円滑な資本移動のメカニズムが形成される意義も高い。

欧州の統合は、従来、相対的に同質的な経済の間で深化してきたが、今後は大きな所得格差や

⁽⁵⁰⁾ E C Bはユーロ参加国が最大で27カ国になると想定されることに対応し、意思決定の効率性を維持するために、政策理事会における中銀総裁の投票権は最大で15人に限定し、加盟国を経済規模と金融市場におけるプレゼンスを基にウェイト付けしてグループ分けした上で、輪番とする改革案を提案している。

移行経済との制度の調和という問題に取り組む段階に差し掛かる。EU統合の今後の展開は、多様性に富むアジアの経済統合の道筋を考える際に、多くの示唆と教訓を提示してくれることになるだろう。

(参考文献)

- [1] BIS (2002), “Triennial Central Bank Survey ”, March
- [2] BIS (2003a), “BIS Quarterly Reviews : International banking and financial market developments ”, September
- [3] BIS (2003b), “Guide to the international financial statistics”, February
- [4] Bayoumi, Tamin and Eichengreen, Barry(1999), “Is Asian an optimum currency area? Can it become one”, in Cillignon, S. PisaniFerry, J. and Park, Y-C. (eds), “Exchange rate Policies in Emerging Asian Countries”, Routledge
- [5] Cohen, Benjamin J. (2003a), “Are monetary union inevitable?”
- [6] Cohen, Benjamin J. (2003b), “Global currency rivalry: Can the euro ever challenge the dollar?”, May
- [7] Deutsche Bundesbank (2003a), “The state of public finance in the EU ascending countries”, Monthly bulletin, July 2003
- [8] Deutsche Bundesbank (2003b), “Financial markets in central and east European countries before accession to the EU”, Monthly bulletin, July 2003
- [9] Dickinson, David G. and Mullineux, Andrew W.(2001), “Financial and Monetary Integration in the New Europe”, Edward Elgar
- [10] EBRD (2002) , “Transition report 2002”
- [11] EBRD (2003) , “Transition report update 2003”
- [12] ECB (2002a) , “Financial sectors in EU accession countries”, July
- [13] ECB (2002b), “Review of the international role of the euro”, December
- [14] ECB (2003a) , “Inflation differentials in the euro area : potential causes and policy implications”, September
- [15] ECB (2003b), “Recent developments in financial structure of the euro area”, ECB Monthly bulletin, October 2003
- [16] ECB (2003c), “The international role of the euro : main developments since the inception of stage three of economic and monetary union”, ECB Monthly bulletin, November 2003
- [17] European Commission (2002), “The euro area in the world economy- development in the first three years”, Euro papers Number 46, July
- [18] European Commission (2003a), “Economic Forecast, Autumn 2003”, October
- [19] European Commission (2003b), “Continuing Enlargement”, November
- [20] Fisher, Stanley (2001), “Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct?” , Journal of Economic Perspectives, Volume 15, Number 2

- [21] Fratzscheer Marcel (2002), “The euro bloc, the dollar bloc and the yen bloc : how much policy independence can exchange rate flexibility buy in an interdependent world ?”, ECB working paper, No. 154
- [22] IMF (2003a), “Annual report 2003”
- [23] IMF (2003b), “Global Financial Stability Report”, September
- [24] Michael, Chui, Morris Richard and Pineau, Geroges, (2002) “The European experience with monetary and exchange rate co-operation : potential lesson for Asia?”, April
- [25] Mongelli, Francesco Paolo (2003), ““New” views on the optimum currency area theory : what is EMU telling us?”, ECB working paper series No.138, April
- [26] Mundell, Robert A. (1961), “The theory of optimal currency area”, American economic review, vol. 51. pp. 657-665
- [27] Nerlich, Carolin (2002), “Exchange rate strategies of EU accession countries : Does exchange rate policy matter ?”, prepared for the KOBE research Seminar
- [28] Rose, Abdreu (2002), “One money, one market : the effect of common currencies on trade”, Economic policy, Vol. 15(30), pp. 7-46
- [29] 伊藤さゆり (2003a) 「欧州の人口減少と労働市場改革」、基礎研レポート 2003. 2、ニッセイ基礎研究所
- [30] 伊藤さゆり (2003b) 「低迷するドイツ経済－欧州統合の深化と拡大との関わりについて－」、基礎研レポート 2003. 8、ニッセイ基礎研究所
- [31] 伊藤さゆり (2002) 「新たな段階に入った欧州統合」、基礎研レポート 2002. 3、ニッセイ基礎研究所
- [32] 伊藤さゆり (2001) 「金融面から見たユーロ導入のインパクト」、基礎研レポート 2001. 7、ニッセイ基礎研究所
- [33] 内田勝敏、清水貞俊編著 (2001) 「EU経済論」、ミネルヴァ書房
- [34] 浦田秀次郎・日本経済研究センター編「日本の FTA 戦略」、日本経済新聞社
- [35] 長部重康 (2003) 「欧州産業の競争力強化と産業の再編」(2003 年 10 月 27 日、ITI セミナー資料)
- [36] H.-E. シャラー・A.M. エル－アグラ、田中素香・D.G. メイズ著、岩田健治編著 (2003) 「ユーロと EU の金融システム」、日本経済評論社
- [37] 久保広正 (2003) 「欧州統合論」、勁草書房
- [38] コーヘン、ベンジャミン (2000) 「通貨の地理学－通貨のグローバリゼーションが生む国際関係」、シュプリンガー・フェアラーク東京
- [39] 白井早百合 (2000) 「カレンシーボードの経済学」、日本評論社
- [40] 高田公 (2003) 「移行期における中東欧諸国の銀行部門構造の変遷」(2003 年 10 月 5 日、

第 62 回日本国際経済学会報告資料)

- [41] 田中素香編著 (2002)「単一市場・単一通貨と E U 経済改革」、文眞堂
- [42] 田中素香、藤田誠一編著 (2003)「ユーロと国際通貨システム」、蒼天社出版
- [43] 田中信世(2003)「E U 拡大と新規加盟国への資金移転」(財団法人国際貿易投資研究所「季刊 国際貿易と投資」Spring 2003 / No. 51)
- [44] 永田雅啓 (2001)「ユーロは基軸通貨になれるか」(財団法人国際貿易投資研究所「I T I 季報」Winter2001/No. 46)
- [45] 畑瀬真理子 (2001)「最近のドル化 (dollarization)・ユーロ化(euroization)を巡る議論について」(日本銀行海外ワーキングペーパーシリーズ 01-2、2001 年 3 月)
- [46] 浜田宏一 (1996)「国際金融」モダン・エコノミックス 15、岩波書店
- [47] バラッサ, B. (1963)「経済統合の理論」、ダイヤモンド社
- [48] 藤原洋二(2003)「E U 通貨統合と単一市場の現状ーマクロ経済指標と価格水準の収斂度を中心として」、早稲田商学第 398 号、12 月
- [49] 本間勝、青山繁 (1998)「東欧・ロシアの金融市場 経済改革とビッグバン」、東洋経済新報社
- [50] 森純一、平松拓、田中和子 (2002)「ユーロ導入と変わる国際通貨体制」、国際通貨研究所
- [51] JETRO (2003)「新規加盟予定 10 カ国の E U 加盟交渉結果に関する報告書」(JETRO ユーロトレンド 2003. 9)