

国際金融パネル「欧州単一通貨ユーロの展望」

討論者：横浜国立大学 上川孝夫

1. 岩田健治氏「ユーロとヨーロッパ金融・資本市場」

岩田氏の報告は、グローバル統合とEU型地域統合の異同を論じたうえで、ユーロ導入後に単一金融・資本市場が出現したこと、EU金融行政にも新たな展開がみられることを豊富なデータを用いて明らかにしようとしたものであり、極めて意欲的な報告である。

第1に、岩田氏はユーロ「単一市場」の形成を説き、その点で米国や日本と同じであることを主張されているが、この主張はマネーマーケットなどに当てはまるものの、一般化することには疑問がある。例えば、国債市場について、為替リスクの消滅によって国債利回りがクレジット・リスク等を残して収斂してきた事実を指摘されているが、いうまでもなくユーロ地域では各国が国債を発行しており、財務省という単一の発行体による巨大な国債市場が存在している米国などとは異なっている。

従って、ユーロ地域では、国債の格付けも国ごとに行われている現状がある。そこで例えば、域内のある国で財政が悪化し、国債の格付けが引き下げられるようなことがあれば、域内の国債のリスク・スプレッドが拡大することもあるのではないだろうか。また、かりにユーロ地域の国債市場が「単一市場」といえる状況にないとすると、米ドルの場合と比較して、海外の通貨当局の準備保有行動にいかなる影響を及ぼしているのだろうか。

第2に岩田氏は、EUの証券市場において、政府部門よりも民間部門の発行が増大している事実を取りあげ、その説明として「金融構造変容交差」という仮説を提示されている。この仮説は一国の歴史的な資金循環構造において貯蓄超過部門と貯蓄不足部門が周期的に交替することに注目している。しかし最近の変化の背後には国際資本移動の活発化によるグローバル化の進展という大きな流れもあるのではないだろうか。

グローバル化は19世紀末から第一次大戦前にかけて進展したが、1980年以降は停滞している。そしてこれらの時期に挟まれた時代には貿易制限や関税、為替管理などが一般化した（国・地域ごとのバリエーションはあるが）。1980年代以降のグローバル化は、19世紀末と同様、通貨の交換性が、経常勘定だけでなく資本勘定においても可能となっていることを背景に加速している。それはまた、財政政策の有効性低下、通貨政策の重要性増大、民間活力の重視といった新しい動きを伴っている。このような時間軸も考慮に入れる必要があるのではないだろうか。

2. 久保広正氏「ユーロと財政政策」

久保氏の報告は、ユーロの導入自体が、ユーロ地域を「最適通貨圏」(OCA)たらしめる

条件を作りつつあることを、財政政策を例にとって明らかにしようとしたものである。報告ではイタリアとドイツが比較され、イタリアでは国内版「成長安定協定」(SGP)の創設と地方分権の進展とが財政赤字幅の縮小化をもたらし、そのことで財政にゆとりが生まれ、ショックに対応できるような構造が生みだされたとする。このほか氏は当日の報告で労働市場にも言及され、この領域においても様々な改革が試みられ、OCAが満たされる条件が展望できるという。このようなOCA理論の「内生的アプローチ」ともいうべき議論は、ユーロ導入以前にもなかったわけではないが、久保氏の報告はそのことを真正面から取りあげようとした点で興味深いものである。

しかし私はそれほど楽観視はしていない。この問題を考える際のポイントは、OCA理論をどれぐらいのタイムスパンで考えるかにあるように思われる。ユーロ地域の主な経済政策は2つの時間軸から成っていると考えられる。一つは短期の財政金融政策であり、需要サイドに焦点をあてた政策である。いま一つは中長期の構造政策であり、供給サイドに焦点をあてた政策である。労働市場改革はその一例である。

このような経済政策の時間的不整合があるために、例えば景気が悪化した場合、とりあえずは財政金融政策に頼らざるをえない現状があるのではなかろうか。ユーロ地域の金融政策は物価安定を最終目標として単一化されており、また財政政策でもSGPのしほりが存在している。それゆえ、域内の景気循環のズレが深刻化する場合には、金融政策手法の柔軟化やSGPの見直し問題などが浮上することも考えられる。

また、EUの特徴は、米国やドイツに比べて、財政政策の分権化の度合を高く設定しようとしている点にある。『ウェルナー報告』(1970年)では巨大なEU財政の構築という方向が想定されていたが、『マーストリヒト条約』(1993年)では逆に財政分権化の度合を高める意図が明らかにされている。このこと自体、OCAの条件を短期間のうちに満たすことが困難であることを示したものとみられている。ユーロ導入によってOCAを満たす条件が作られつつあるというのは、財政政策などで個別の事例がみられるとしても、肝心の労働市場などを含めて考えると、やはりそれほど容易なことではないように思われる。

3. 森純一氏「ユーロ導入と変わる国際通貨体制」

森氏の報告は、国際通貨としてのユーロの現状と国際通貨システムの変化について最新のデータを駆使しながら論じようとしたものであり、資料性と包括性において高く評価されるものである。以下、2点のコメントをしておきたい。

第1は、国際通貨としてのユーロを分析する場合、これまでのドルやマルク、円などを分析する際に使用してきた手法と同じでよいのだろうかという点である。その理由は、いうまでもなくユーロというものが、欧州共通の現金通貨をも創出し、その流通領域を拡大していく試みに他ならないからである。いま、ユーロにペッグしている国があるとすると、

この国がユーロにペッグしているかぎり、国際通貨（ペッグ通貨）としてのユーロの計算に入るが、その後この国がユーロに参加したとすれば、ユーロはこの国にとって国内通貨となり、国際通貨の計算から外れてしまうことになる。それはユーロの国際通貨としての地位低下であるが、しかしその反面では、ユーロの現金流通領域はむしろ拡大し、真の「国際化」ともいうべきものが進展していくのである。これと同じようなことは、貿易の建値通貨や為替媒介通貨、準備通貨などを計算する際にも生ずるであろう。

私はこれまでの分析手法が無意味になったといっているのではなく、それ自体はユーロ圏（ユーロ地域＋ユーロ・ペッグ国など）を分析する際などに依然として有効な方法であると考え。しかし同時にユーロの持つこのような特殊性を考慮しなければ、ユーロの真の「国際化」度を評価することはできないのではなからうか。しかもユーロは現在のところ既存の国民国家を廃絶することなく流通しているのである。国際通貨としての側面と共通通貨としての側面の両面を考慮に入れて、真の「国際化」の進展度をみるという新たな手法が、ユーロの場合には求められているように思われる。

第2には、そもそも EU 当局はユーロを国際通貨として育成することを政策目標としているのだろうかという点である。しばしばユーロは「内向き」な通貨だと言われる。くわえて、欧州はこれまで米ドルのオーバーハングを批判しつづけ、「欧州通貨制度」(EMS)においては資産決済制度も採り入れていた。また、インフレ・ファイターといわれたドイツ連邦銀行もかつてはマルクの国際化に関連して、取引通貨としてのマルクの利用は自然の流れに委ねるとしたものの、準備通貨としてのマルクの利用には通貨管理の点から消極的な姿勢を示していた。こうした欧州の通貨システムの流れからいうと、ユーロはドルと同日に論じることができるのであろうか。例えば、海外の通貨当局のユーロ準備が急激に積み上がるような場合、EU 蔵相理事会なり欧州中央銀行 (ECB) はどのような態度をとるのであろうか。ユーロのマネタリー・ベースに大きな影響が及ばないかぎり、ピナイン・ニグレクトを決め込むのであろうか。