

# 欧州中央銀行の金融政策とユーロ導入の 欧州経済への影響（ユーロ圏）

フランクフルト事務所

99年1月のユーロのスタートとともに、フランクフルトに置かれた欧州中央銀行（ECB）が経済通貨同盟（EMU）第3段階参加11カ国の中央銀行から金融政策の権限を継承した。本レポートでは、1.においてユーロ圏の金融政策の唯一の担い手となったECBの政策運営の枠組みを紹介し、2.、3.においてECBの実際の金融政策の分析を試みる。さらに、4.でユーロ導入の欧州経済に与える影響について言及し、5.ではユーロの国際通貨としての役割を論じることとする。

## 1. 欧州中央銀行（ECB）の政策の枠組み

### （1）欧州中央銀行の目的

ECBの金融政策の主要目的は物価安定の維持である。ただし、この主要目的を侵害しない限りにおいて、ECBはEUの一般的な経済政策を支援することとされている。ECBは、ユーロ圏の消費者物価調和指数（HICP）で年2%を下回る上昇率を現在、物価の目標値としている。なお、目標値には下限はなく、いわゆるデフレに対応する数値的な目標はない。

ECBは主要目的である物価安定の維持を達成するため、次の2つの政策上の柱を設けている。すなわち、通貨供給量（マネーサプライ $M_3$ ）の伸び（現在の参考値：年率4%）、その他諸指標から見通されるインフレ予測である。

### （2）ECBの金融政策上の手段

ECBは、金利操作、市場の流動性管理、政策スタンスの発信を行う手段として、週1回、期間2週間の債券レポ（債券を担保とした市場への資金供給）をはじめとする公開市場操作を中心に据えている。

ECBの「政策金利」とはこの「債券レポ」の金利のことであるが、現在債券レポは金利を固定し量を入札するかたちで行われている（金利の推移については、表1参照）。

表1 ECBの債券レポ金利の推移

決定年月日	利率（%）
1999.1.1	3.00
1999.4.8	2.50
1999.11.4	3.00
2000.2.3	3.25
2000.3.16	3.50

ただし、変動レートでの債券レポ（金利を入札させるやり方）の方が、資金需要の実態を把握しやすいため、変動レートの導入が検討されている。

また、ECBは市場参加者（市中銀行など）に常時資金を供給できる手段として、翌日物資金の貸付けを行っている。この金利（限界貸付金利）は短期金利の上限をなすということで上限金利と呼ばれており、市場参加者は市場で資金を調達できないときにこの貸付けを受けることになる。さらに、中央銀行への付利預金の金利（中銀預金金利）を短期金利の下限をなす下限金利と呼ぶ。なお、中央銀行から市中銀行への相対の貸付金利を意味した公定歩合の制度は存在しない。

## 2. ECBの金融政策の推移

### (1) 各国金利の収れん（98年12月3日、各国中銀の一斉利下げ）

ユーロ発足前の98年においても、ユーロ参加予定11カ国の金利水準には相当の格差があった。依然として金融政策の権限を持っていた各国中央銀行と99年1月のユーロ発足と同時に金融政策を委譲されることになってい

表2 収れん前の各国の金利  
(98年1月1日時点)

	利率(%)
ベルギー・ルクセンブルク	3.30
ドイツ	3.30
スペイン	4.75
フランス	3.30
アイルランド	6.19
イタリア	5.50
オランダ	3.30
オーストリア	3.20
ポルトガル	5.30
フィンランド	3.25

(注) 政策金利の定義は各国によって異なる  
(出所) ECB98年年次報告

たECBにとって、金利水準をどうひとつに収れんさせていくかがユーロを円滑にスタートさせるための第一の関門であった（収れん前の各国金利については、表2参照）。

ドイツ連邦銀行（以下、ドイツ連銀）は98年12月3日、債券レポ金利を3.3%から0.3ポイント引き下げ3.0%とすることを決定した。ティートマイヤー・ドイツ連銀総裁（当時）は記者会見で、利下げが景況感の悪化に対応したものであることを強調した。

他のユーロ参加国も一斉に利下げを決定しているが、この点につきECBは、「(利下げは)ECBの政策理事会が議論の上、ユーロ圏の経済・通貨・金融情勢に関する共通認識に基づき、同意に至っている」との声明を発表した。また、「一斉利下げは、欧州中央銀行制度(ESCB)がEMUを開始する際の金利水準に関する事実上の決定で、当面維持する意向である」とし、実質的にはこれがECBの最初の金融政策の決定であると宣言した。

市場関係者やエコノミストの間では98年内の利下げの可能性は少なく、ECBが99年のユーロ発足後早々に利下げするとの見方が主流であっただけに、そのタイミングに驚きの声があがった。ただし各国の株式・債券・外国為替市場は、利下げを金利収れんの最終プロセスとして冷静に受け止めたため、大きな変動はなかった。

### (2) デフレ懸念に対応、初めての利下げ（99年4月8日）

ECBは99年4月8日、債券レポ金利を3.0%から0.5ポイント引き下げ2.5%とすることを決定した。市場関係者の大半は0.25ポイントの利下げを予測していたが、ECBは事前の予測を上回る大幅な利下げを決定した。ドイゼンベルクECB総裁は、「小幅の利下げは市場に追加利下げの期待を起ささせる」と述べ、これが最終的な利下げであることを強調した。

利下げの理由について、同総裁は、ユーロ圏に当面インフレのおそれはないとした上で、ユーロ圏経済の減速傾向を挙げ、インフレの中期的な趨勢とECBの物価安定目標との適合性に焦点をあて、先を見通して行われたものであるとしている。また、物価安定を目的とする金融政策の路線変更でなく、まさにそういう政策を遂行することによりユーロ圏の潜在成長力を十分に引き出せるような経済環境の創出に資するものであるとしている。

この利下げについては、マネーサプライ(M<sub>3</sub>)が年率5.2%とECBの参考値4.5%を上回っているにもかかわらず利下げが行われており、物価安定一本やりではなく経済重視の姿勢が出ていること、ドイツ、イタリアなどユーロ圏中核国の景気が減速する一方、アイルランドなど周辺国の景気が過熱するという状況で大幅利下げが行われていること、

ECB自身は否定しているが、デフレ懸念に対応するための利下げという意味が見受けられることから、ECBの戦略を占う上で興味深い政策決定であったといえる。

### (3) インフレ予防的な利上げ(99年11月4日)

ECBは99年11月4日、債券レポ金利を、2.5%から0.5ポイント引き上げ3.0%とすることを決定した。

ドイゼンベルクECB総裁は、利上げは「物価上昇リスクの上向き傾向に対処する」予防的利上げであるとし、「ユーロ圏の中期的なインフレなき持続的な経済成長に貢献するものとなる」と述べた。また、利上げによって過剰な流動性が物価上昇圧力につながるのを防ぐことが重要であると述べ、タイムリーな利上げをすることで将来の大幅な利上げを回避でき、より強く長期にわたる成長に役立つこととなると強調した。

利上げまでの1ヵ月間、同総裁以下ECBの幹部は積極的にメディアにおいて発言し、利上げの雰囲気醸成に努め、その結果利上

げ時には市場金利は0.5ポイントの利上げを完全に織り込むに至っていた。

利上げは景気回復に水を差すと取られ易く、政治的な反発を呼ぶおそれがある。ましてや、

ECBは設立後間もなく、その独立性についての確固たる歴史がないこと、オランダ、スペインなど景気が過熱、インフレ懸念が具体化している国がある一方、ドイツ、イタリアなど大国の経済回復が相対的に遅れている状況にあること、といった事情があり、初めての利上げを万全の準備で遂行したといえる。

### (4) ユーロ安によるインフレ懸念に対応(2000年2月3日)

ECBは2000年2月3日、債券レポ金利を、3.0%から0.25ポイント引き上げ3.25%とすることを決定した。

ドイゼンベルクECB総裁は、「この決定はECBの金融政策との関連で中期的な物価安定のリスクの評価に基づいてとられた」とした。利上げの理由としては、通貨(マネー)の面で、通貨供給量と市中銀行融資の高い伸び、インフレ見通しの面では、原油価格、非エネルギー商品価格、生産者物価の上昇の加速、ユーロ圏経済の成長の力強さなどを挙げた。さらに、ユーロ相場下落が輸入物価の上昇を招いており、将来の物価安定の見地から懸念を引き起こしつつあるとした。

99年11月の利上げの際、同総裁は「ECBは最大限、予見可能な存在でありたい。そうして初めて、市場の信認獲得に成功できるからである」とまで明言していたにもかかわらず、利上げは事前のECB幹部による発言がなく、突然の印象を与えた。また、利上げのタイミングについては、1ユーロ=1ドルを割る急速なユーロ安を受けたパニック的利上げではないか、前日に決定された米国連邦準備制度理事会(FRB)の利上げに追随したものでないか、といった疑問が呈されており、「ECBへの信頼を損なう」という指摘もあった。

(5) インフレリスクに対する強い姿勢を示す  
(2000年3月16日)

ECBは2000年3月16日、債券レポ金利を、3.25%から0.25ポイント引き上げ3.5%とすることを決定した。

ECBは、利上げを、「99年11月、2000年2月の利上げに続き、物価上昇の危険に対し適時かつ予防的に対応するという政策を継続するもの」と位置付け、「インフレのない環境の確保により、ユーロ圏の持続的な経済成長を確実なものにすることに役立つだろう」としている。

当地(フランクフルト)のエコノミスト、市場関係者は、ユーロ圏の景気回復が進むなか、ユーロ安、原油高などインフレ圧力がかかる状況は変わらず、今後も小刻みな利上げが行われ、2000年末の債券レポ金利の水準は4~4.5%に達するという見方が多い。

### 3. ECBの金融政策をめぐる議論

ECBは発足して間もない中央銀行であり、その政策手法が確立しているとはいえない。また、主権国家11カ国の共通金融政策を担当するという前例のない任務からくる難しさも多い。本章では、ECBの金融政策を見る上でポイントとなる議論をいくつか紹介してみたい。

#### (1) ECBの金融政策の目的

先にも述べたようにECBの金融政策の目的は物価の安定である。ECBは物価の番人の評判が高いドイツ連銀をモデルとして設立された。しかし、ECBは物価安定を最優先とするのか(いわゆるタカ派)、米国FRBのように経済成長、雇用をも重視していくのか(いわゆるハト派)、という議論がある。

99年4月の初めての利下げ時には、ECBはハト派的政策決定をした。すなわち、マネーサプライの伸びが参考値を上回っている

にもかかわらず、ユーロ圏に当面インフレのおそれはないとした上で、部分的には減速傾向もみられるユーロ圏経済の「潜在成長力を十分に引き出せるような経済環境の創出に資する」利下げを行った。

それに対し、99年11月の利上げ時には、ECBはタカ派的傾向を示した。すなわち、はっきりしたインフレの兆候はまだ見られないにもかかわらず、「物価上昇リスクの上向き傾向に対処する」予防的利上げを行った。99年4月と11月の金融政策決定について、インフレ懸念だけで説明するのは難しく、デフレ懸念に対応して4月には利下げをしたが、実はデフレという判断は間違っていたので11月に元に戻したのではないかという指摘さえある。

ECBの政策決定の主要目的があくまで物価安定であるのは間違いないが、実際の政策決定に当たっては、ユーロ圏全体の経済、参加各国の経済の状態を考え合わせているとみるべきであろう。99年11月の時点では、利上げの背景として、ユーロ圏全体の経済環境が大幅に改善し、ドイツ・イタリアの経済も弱いながらも回復し始めていたこと、スペインなどの景気の過熱も見過ごせない状況になっていたことなどを指摘することができる。

#### (2) ECBの政策判断の方法

先に述べたように、ECBは主要目的である物価安定の維持を達成するため、通貨供給量(マネーサプライ $M_3$ )、インフレ予測という2つの政策上の柱を設けている。中央銀行が最終目的である物価安定の維持を達成するため、インフレ率を直接の目標とする(英国イングランド銀行型)、マネーサプライを監視することで間接的にインフレに対処する(ドイツ連銀型)という2つの方法があり、ユーロ発足前その得失が長らく議論されてきた。ECBは両方式の折衷型として「2本の柱」を政策の中心に据えたわけである。

99年4月には、マネーサプライの伸び率がECBの参考値を超えている状況で大幅な利下げが行われた。また、99年1月のユーロ発足以来、マネーサプライの伸び率はECBの参考値を常に超えている状態であるにもかかわらず、ECBは2000年においても参考値を変更しないことを決めている。このことにより、ECBの方法はマネーサプライの数値がターゲットをはずれると、金融政策の発動が検討されたドイツ連銀のマネーサプライのターゲット制とは違うことが明らかである。

2000年2月の利上げでは、2番目の柱であるインフレ予測が利上げの根拠として前面に出てきており、予想ができなかったユーロ相場下落、原油価格の高騰、世界景気の回復がその要因として挙げられている。また、各国の賃上げ交渉へのシグナル、警告といったこともドイゼンベルクECB総裁は発言している。

ユーロ圏各国共通の中央銀行であるECBには、単一の指標だけを見て機械的に政策判断するというようなことは望めないだろう。ECBは今後も、「物価安定」にかかわるさまざまな経済指標を総合勘案して政策決定していくと思われる。

### (3) ECBの為替政策

99年1月のユーロ発足時、1ユーロ = 1.1789米ドルで取り引きを始めて以来、ユーロ相場は米・欧の景気動向の違いなどを要因として下落傾向で推移、2000年3月末時点で対米ドルでみると15%以上値を下げている。従来ECB幹部はユーロ安進行中も一貫として、「ユーロ相場は数ある指標の一つにすぎない」、「ユーロの対ドル相場はECBの政策目標ではない」などユーロ安に無関心ととられる発言を繰り返してきた。

ところが、ドイゼンベルクECB総裁は

2000年1月31日のユーロ参加11カ国の蔵相会合「ユーロ11」に出席後、従来のユーロ安放任ともとれる発言を改め、「ユーロ安がさらに続けばECBの政策目的である物価安定を脅かすリスクとなりかねない」旨の発言をし、為替相場重視の態度を明らかにした。さらに、3月2日の記者会見で同総裁は、「強いユーロは欧州の関心事である。ECBは強いユーロに関心を持っている。ECBはインフレへの影響、ユーロへの信頼感という2つの意味で現在のユーロ安に懸念を持っている」と思い切った発言を行った。また、その間、2月、3月と連続として利上げが行われているが、ユーロの対ドル相場は反転する兆しがみられない。

なお、ECBも為替市場への介入を行う権限はあるが、市場のトレンドを介入で支えることは不可能であるという考えのようであり、特にユーロ買いの単独介入には消極的であると伝えられている。

### (4) ECBの情報発信のあり方

ECBの情報発信の主な手段は、毎月1回の総裁・副総裁の記者会見、月報の発行である。また、総裁ほか幹部の講演、新聞などへの寄稿、インタビューも頻繁に行われており、主要な講演についてはECBのホームページ<sup>注1</sup>からダウンロードすることができる。

ECBの情報発信についてはさまざまな批判があるが、筆者の見るところ、次の3つの点に整理される。

第1の点は、政策決定についての情報公開が不足しているという批判で、主に英米系の報道で取り上げられることが多い。政策決定を行う最高意思決定機関である政策理事会の議事録、表決結果は公表されておらず、記者会見で表決結果を問われても「コンセンサスで決めた」としか答えないこととなっている。

注1 ホームページのアドレスは<http://www.ecb.int>

ただ、11カ国の中央銀行総裁はじめ会議参加者の自由な議論と意思決定を保証するためには、議事の秘密は欠かせないとみられ、ECBもこの点を改める意思はないようである。

第2の点は、ECBは成長見通し、インフレ見通しなどを示すべきという欧州議会からの批判である。この批判は自国に金融政策の権限がなくなった各国の政治家が存在を示すために行っている議論という感もある。中央銀行が政策と離れた純粋な見通しを示すことは市場を混乱させ金融政策に有害であると思われ、この点の情報発信には限界がある。

第3の点は、ECBでは講演などで情報発信を行う人の数が多すぎ、しかも微妙に発言内容が違ふために、市場を混乱させているという批判である。米国FRBならばグリーンズパン議長、かつてのドイツ連銀ならばティートマイヤー総裁というように、政策の方向を語る人は1人に絞るべきであるという主張である。実際、ECBの場合、総裁、副総裁のほか、主任エコノミストのイッシング氏などの理事、大国であるドイツ、フランスの中央銀行総裁、場合によってはドイツの地方中央銀行総裁の発言までもが報道で取り上げられ、時には市場が逆方向に動き混乱することもある。この問題は記者会見でも取り上げられ、ECBとしても混乱を防ぐよう意識し始めているようである。ただ、ECBは発足して間もない中央銀行であり、ユーロ圏内外でその政策を理解してもらうためにECB幹部が手分けして広報活動にあたっているという事情はある。

#### (5) ユーロ圏の経済統計の問題

ECBが政策判断をする上で正確で迅速な

経済統計が必要であるのはいうまでもない。しかし、ユーロ圏11カ国の経済統計はとても満足なものとはいえない状態である。

このたびインタビューしたドイツ銀行のアクセル・ジーデンベルク (Axel Siedenberg) 経済調査部長によると、米国FRBが用いている重要な21件の経済統計のうち、ユーロ圏には輸出入価格などの4つの統計は存在せず<sup>注2</sup>、使用可能なのは17件にすぎないとのことである。しかも使用可能な17件の統計についても、発表頻度が少なすぎる<sup>注3</sup>、発表が遅い<sup>注4</sup>などの問題があり、充実した最新の統計を持たない金融政策は「霧の中をレーダーなしで航行する船と同じ」とし、各国統計局に分かれている権限を集権化するなど、効率化をはかるべきとしている<sup>注5</sup>。

これに関し、欧州統計局のイヴ・フランシュ (Yves Franchet) 総局長は、米国を手本として機能的な統計網を構築する必要があるが、人員と予算が足りないことを訴えている<sup>注6</sup>。

## 4. ユーロ導入の欧州経済に与える効果

### (1) 金利低下効果が欧州経済を刺激

先に述べたようにユーロ導入の前年まで、各国の金利水準にはかなりの差異があり、ユーロ導入懐疑派の論拠のひとつとなっていた。国によってはやや強引な中央銀行による誘導が行われ金利が収れんしたのだが、この金利低下が低迷していた欧州経済を刺激する結果となったのは否めない。特に、金利水準の高かったスペイン、アイルランドなどの周辺諸国にとっては効果がありすぎて、インフレ傾向が出ているほどである。

いわゆるユーロ圏の中核国、特にドイツ、

注2 ユーロ圏輸出入価格、工業受注、建築許可、個人貯蓄率などの収入の用途

注3 米国ではマネーサプライ、市中銀行貸付などの統計は毎週、ユーロ圏では毎月

注4 ユーロ圏では例えば1時間あたり賃金の統計は米国より103日遅い。

注5 Deutsche Bank Research Frankfurt Voice "99年11月15日、29日付

注6 Frankfurter Allgemeine Zeitung 2000年2月22日付

表3 ユーロ建て債券発行額の推移

(単位: 百万ユーロ)

	99年 Q 1	99年 Q 2	99年 Q 3	99年 Q 4	99年合計
国債	206,579	160,363	144,969	109,336	621,247
その他公共債	18,473	22,058	17,738	12,229	70,498
プファンドブリーフ( 抵当債券 )	89,338	72,278	67,016	65,998	294,629
金融債	66,637	83,026	71,620	58,960	280,243
社債	25,366	42,941	37,168	34,815	140,290
合計に対する社債のシェア	( 6.2% )	( 11.3% )	( 11.0% )	( 12.4% )	( 10.0% )
合計	406,393	380,666	338,510	281,338	1,406,907

( 出所 ) 欧州委員会

イタリアは、アジアなど世界経済の混乱の影響を受け、景気回復が遅れていたが、99年の後半からユーロ安の影響もあって外需主導の回復が始まった。

ユーロ導入後1年がたち、ようやくユーロ圏の景気動向も方向性がそろってきたわけであり、ECBの共通金融政策も効果をあげやすい環境になりつつある。

## ( 2 ) 企業経営の面ではM & Aが活発化

ユーロは99年からスタートしたが、会計、納税などすべての面がユーロで行われるのはユーロ現金の流通が始まる2002年1月を待たねばならない。したがって、特に中小企業では企業経営への表立った影響はまだみられない。

しかし、特に大企業については、欧州企業による国境を超えたM & A ( 企業の買収・合併 ) の動きが、ユーロの発足を機にさらに活発化している。これまで競争よりも安定を選ぶといわれた保守的な欧州企業も来るべき競争に備えつつある。

KPMGの調査によると、99年に合意された国境を超えたM & Aの総額は7,980億ドルに上る( 98年は5,410億ドル ) が、このうち73%にあたる5,820億ドル( 98年は3,270億ドル ) が英国を含めた西欧企業によるものであ

る。国別の買収額をみると、1位は英国( 2,546億ドル )、2位は米国( 1,564億ドル )、以下ドイツ( 927億ドル )、フランス( 922億ドル )、オランダ( 437億ドル )、スペイン( 254億ドル ) と続く。また、案件ごとの買収額では、1位は英国携帯電話大手のボーダフォンによる米国エアタッチ・コミュニケーションズ買収( 639億ドル ) であり、以下10位までのうち9件が西欧企業によるM & Aが占めている。

## ( 3 ) ユーロ建て社債市場の急成長

99年のユーロ建て債券市場で最も注目されたのは社債市場の急成長であった( 表3参照 )。ECBは99年上半期の大型のM & Aに関連した社債発行で、社債市場は勢いがついたとしている<sup>注7</sup>。これだけの金額を従前の各国市場で調達するのは困難であったとみられ、ユーロ建ての債券市場の大きさが大型のM & Aを促進したという面も指摘されている。

投資家の投資姿勢もユーロ建て社債市場の成長に貢献したとECBは指摘している。具体的には、従来は高利回りのユーロ圏内国債に投資していた機関投資家が、国債金利の収れん( 低下 ) に伴い、投資対象をより利回りのいい社債に換えてきていること、年金基金、投資信託などの投資が社債市場に向

注7 ECB Monthly Bulletin 2000年1月 The international role of the euro ”

かっていること、従来、貸し付けや非募債引き受けというかたちで投資していた保険会社が社債市場に投資していることが挙げられている。

#### (4) 株式市場の変革の動き

株式については、各国の税制、商法、会計制度などのちがいを理由に、ユーロ導入により直接大きく変化することはないとされていた。しかし、欧州の証券取引所の市場統合の動き、新市場（ベンチャー市場）の活発化など、変革の動きが出てきている。

ロンドン、フランクフルト、パリなど欧州の8つの証券取引所は99年9月証券市場の統合について合意した。しかし、その後取引所間の主導権争いにより、市場統合の青写真は報道されるたびに変わるという状況である。2000年3月には、8取引所のうちパリ、アムステルダム、ブリュッセルが合併し、ロンドンに次ぐ欧州第2位の「ユーロネクスト」を設立することを発表した。この動きから欧州の取引所が統合に向かうのか、それとも欧州内での勢力争いが当分続くのか、目の離せない展開となっている。

### 5. ユーロの国際通貨としての役割

#### (1) ユーロ安をどうみるか

ユーロの対ドル為替レートは2000年1月末から下落の勢いを早め、2月、3月と常に対ドル等価を割り込む記録的安値となっている。当地のエコノミスト、商工会議所、労組などにヒアリングしたところ、ユーロ安が景気回復を助けるという積極的な面を評価し、輸入コスト増によるインフレについてはあまり心配がいらぬとする人がほとんどであった。その根拠としては、輸出が輸入より額が大きいため、輸出のプラスの効果が輸入のマイ

ナスの効果を相殺して余りあること、電気通信分野などの規制緩和によるコスト低下が物価面でも好影響をもたらすこと、ドイツではユーロ圏、および自国通貨をユーロ相場にリンクさせている中・東欧諸国などからの輸入が多いため、ユーロ安による悪影響が比較的小さくなること、を挙げている。

ただ、ユーロ安がユーロの通貨としての威信を落とし、ユーロ圏の国民とこれからユーロ圏に入ろうとする国の国民に心理的悪影響を与えるのではないかという意見もあった。現に、もともと反ユーロ感情の強い英国では、ユーロ安により国民のユーロ反対の意見が増えていると伝えられている。ECBの最近の政策をみると、通貨としての威信、心理的影響も重視し始めたということがうかがわれる。

#### (2) 国際金融市場でのユーロの地位の変化

ユーロ圏は98年に世界のGDPの15.5%（米国20.8%、日本7.4%：98年）、世界の輸出額の19.6%（米国15.0%、日本8.5%：98年）を占める米国と並ぶ巨大な経済圏であり、その通貨であるユーロには国際通貨としての重要な位置を占めるものの、いまだその地位が急上昇する兆しはみえていない。

国際決済銀行（BIS）によると、為替取引のユーロのシェアは98年から99年にかけてほとんど変化していない<sup>注8</sup>。99年10月のユーロ・ドル取引が為替取引全体に占めるシェアは、98年4月のマルク・ドル取引のシェアとほぼ一致している。ユーロ・円取引のシェアは非常に小さなままである。対中・東欧通貨ではユーロはマルクの地位をそのまま引き継いでいる。

一方、国際的な債券市場では、99年最大のでき事はユーロ建て債券発行額の急増である。ユーロ建て債券の純発行額は98年の2,213億ドルから99年には5,223億ドルと倍以上に増

注8 BIS Quarterly Review : 2000年2月 "International Banking and Financial Market Developments"



表4 通貨別の地域別国際債券市場の純発行額  
(単位：10億ドル)

	98年	99年
欧州		
米ドル	68.6	32.8
ユーロ	156.5	425.8
合計	254.0	536.1
北米		
米ドル	257.2	383.8
ユーロ	24.8	34.8
合計	296.9	425.8
その他		
米ドル	83.7	53.5
ユーロ	39.9	61.8
合計	127.6	123.5
合計		
米ドル	409.4	470.1
ユーロ	221.3	522.3
合計	678.5	1085.4

(注) 98年はユーロ圏通貨による発行額  
(出所) 国際決済銀行

え、ドル建て発行額4,701億ドルを上回った(表4参照、98年はユーロ圏通貨による発行額)。ユーロ建て発行額の急増はもっぱら欧州の発行体の発行増の寄与するところが大きい。欧州以外の発行体はあまりユーロ建ての発行に興味を持っていないとBISは分析している。新規発行におけるシェアの変化にもかかわらず、99年末の残高で見るとドル建て47%、ユーロ建て29%と98年の数字とあまり変化はしていない(98年：ドル建て46%、ユーロ建て27%)。

なお、中・東欧諸国のなかには、自国の通貨とユーロとの間に固定相場制、カレンシー

ボード制など何らかの関連付けを行っている国、あるいは、そういう関連付けを行わずに為替相場を自由にしても、対ユーロの為替相場を意識した金融政策運営を行っている国が多い。こうした国々は既に準ユーロ圏の地位にあり<sup>注9</sup>、物価上昇などユーロ安の弊害をこうした国々からの輸入が緩和しているといえる。

## 終わりに

ここまで経済的視点でユーロのこの1年を論じてきたが、ユーロは経済的理由のみならず、政治的理由からも導入が急がれたということをおぼろげに忘れてはならない。経済的理由だけでは、独自の財政を持った11の主権国家を抱え、言葉の問題から労働力の移動が自在に行われるとはいえないユーロ圏は「最適通貨圏」ではなく、通貨統合は極めて困難であるといわざるを得ない。にもかかわらずユーロが導入されたのは、常に世界大戦の火元になってきた欧州が政治的安定を求めるといふ願いからきているところが大きい。

その点では、英国は大陸欧州の諸国とはかなりの温度差があり、英国でのユーロ報道が一貫して批判的であることもそれを反映している。ユーロとECBの動向を見るには欧州大陸からの報道をチェックする必要がある。ユーロ導入前の英国の報道は一貫して99年からのユーロ導入を危ぶむレポートを送り続けた。これがわが国の論調をミスリードしたことは否めないことを強調しておきたい。

(藤田博一)

注9 ECB Monthly Bulletin 2000年1月