

ユーロ導入により金融市場は変革 (欧州)

ロンドン・センター

99年1月1日、欧州単一通貨ユーロが導入され、11カ国が自国通貨の廃止という目標に向けて、自国通貨とユーロとの交換レートを固定した(2001年1月からはギリシャも参加)。

この劇的な動きは欧州各国に多くの面で変革をもたらしている。最近のイングランド銀行(英中銀)の報告書^(注1)では、「ユーロ導入以来.....ユーロの全面安とユーロ圏の短期金利の上昇に焦点が当てられ、進行しつつあるユーロ圏市場の構造的変化にはさして注意が払われなかった。しかし、市場構造の変化はユーロを使用するすべての企業に影響を及ぼす」と述べられている。

この2年間に、欧州(および世界)の金融市場は大きく変化した。これには、情報技術の発達などの要因も考えられるが、ドイセンベルク欧州中央銀行(ECB)総裁は、「これまでの、また今後も継続すると考えられる欧州金融市場の変革の主要因は、単一通貨の導入である^(注2)」と述べている。本レポートは、ユーロ導入が金融市場に与えた影響と、ユーロ導入以来2年に渡る単一通貨への移行過程をテーマとし、特に、欧州の社債および株式市場への影響を見ていく。

1. 欧州債券市場への影響

ユーロ建て起債総額は、99年は大幅に増加したが、2000年第1～第3四半期は前年同期から約10%減少し、9,510億ユーロとなった。この減少の要因は、ユーロ圏諸国の財政改善である。イングランド銀行の報告書^(注3)では、「第三世代携帯電話のライセンス販売、民営

化収入その他を受けて、ユーロ圏諸国の財政が実質的に改善した結果、政府の資金調達必要性が低下した」と指摘しているが、それでも公的債務はユーロ圏の債券発行残高の50%を優に超えている状況にある。

単一通貨の導入によって、99年は民間企業の起債が急増し、2000年も引き続き社債が大量に発行され、欧州債券市場の拡大に貢献し

(注1) Practical Issues Arising from the Euro: p7, November 2000, Bank of England

(注2) 2000年11月14日のドイセンベルクECB総裁の演説より

(注3) Practical Issues Arising from the Euro: p37, November 2000, Bank of England

表1 ユーロ圏、米国、日本の金融市場構造（1999年）

	単位	ユーロ圏	米国	日本
銀行預金 ^(注)	10億ユーロ	4,752.2	4,742.8	4,467.5
	GDP比(%)	77.8	55.2	111.7
銀行借入 ^(注)	10億ユーロ	6,136.1	4,154.8	4,280.8
	GDP比(%)	100.4	48.4	107.0
国内債務証券残高	10億ユーロ	5,422.7	14,140.8	5,061.1
	GDP比(%)	88.8	164.6	126.5
- うち企業発行	10億ユーロ	202.3	2,493.8	583.4
	GDP比(%)	3.3	29.0	14.6
- うち金融機関発行	10億ユーロ	1,891.5	3,900.1	753.7
	GDP比(%)	31.0	45.4	18.8
- うち公共部門発行	10億ユーロ	3,329.0	7,746.8	3,723.9
	GDP比(%)	54.5	90.2	93.1
株式市場時価総額 ^(注)	10億ユーロ	4,346.0	13,861.1	6,275.8
	GDP比(%)	71.1	163.3	137.7

(注) ユーロ圏数値は、通貨統合参加国の中央銀行とECBを除く通貨金融機関の通知により償還可能な預金、要求払預金、定期預金を含む。米国はあらゆる銀行の要求払預金、定期預金、貯蓄預金が含まれる。日本は預金通貨銀行の要求払預金、定期預金を含むが、預金に類似した代替サービスを預金者に提供する金融機関は除外されている。

(注) ユーロ圏数値は、ユーロ圏通貨金融機関の連結貸借対照表に示されたユーロ圏居住者向け貸出を含む。米国は商業銀行、貯蓄機関、信用組合のローン総額（FRBの資金循環勘定）を引用。日本は日銀調査報告書の預金通貨銀行の貸出総額を引用。

(注) 報告規則や計算方法が異なるために数値の単純比較は不可能。

出所：ECB Monthly Bulletin, January 2000

た。「ユーロ導入後の国際債券市場において、ユーロ建て債券は従来のユーロ圏各国通貨建て債券に比べて遥かに大きな役割を果たしている^(注4)」。欧州市場の地位の向上は、ユーロ建て社債発行の活発化と、世界的な国債の供給減少（特に米国国債）を反映したものであると考えられる。

元来、ユーロ圏の社債市場の構造は米国社債市場の構造とは大きく異なっている。特に、ユーロ圏では銀行借入の役割が大きいのに対して、米国では債券発行への依存度が高い。GDPとの関連で見ると、ユーロ圏では銀行借入のGDP比は100.4%であるが、米国では48.4%となっている。これとは対照的に、社債のGDP比はユーロ圏が3.3%、米国は29%と

なっている^(注5)。表1は世界主要金融市場の構造の違いを表したものである。数値の単純比較はできないが、相違を読み取ることができる。特に、ユーロ圏は米国と比べて銀行借入への依存度が高く、米国や日本と比べて株式市場時価総額の経済全体に占める割合が小さい。

ユーロの導入が及ぼすと予想されていた大きな影響の1つに、ユーロ圏債券市場の発展がある。欧州金融市場の発展に伴って、新しい金融商品や金融サービスが投入され、それらの利用可能性が増大した結果、企業金融の選択範囲が広がると同時に、ヘッジを介したリスク・マネジメントや投資ポートフォリオ運用の機会が拡大した。

(注4) 2000年11月14日のドイセンベルグECB総裁の演説より

(注5) International Capital Markets - Developments, Prospects and Key Policy Issues: September 2000, p15, International Monetary Fund

表2 非金融会社のユーロ建てファイナンス状況（純額）

（単位10億ユーロ，％）

	銀行借入 ^(注6)	株式を除く有価証券発行	
		期間1年以内	期間1年超
ユーロ圏（1999年）	130.3（5.7）	20.2（43.6）	14.2（7.8）
ユーロ圏（2000年上半期）	138.3（12.0） ^(注7)	9.6（31.0） ^(注8)	14.5（15.0） ^(注9)

（注6）少額その他通貨を含む。

（注7）年率換算。カッコ内は増減率。

出所：Bank of England, ECB

一方で、ユーロ建て社債の発行額が、ユーロ導入後、大幅に増加したにもかかわらず、欧州企業は依然として銀行借入を主要な資金調達手段とみなしていることが指摘できる。2000年上半期のユーロ圏企業の銀行借入額（ネット）は起債額（ネット、1年以内の短期債を除く）の約10倍にも上っている。これについてイングランド銀行では「銀行間の貸出競争が激しいこと、欧州委員会が発行体向け『共通パスポート』や国際会計基準の適用を提案しているにもかかわらず、EU加盟国間の上場基準や会計基準に大きな差があることから、変革には長時間を要すると考えている市場参加者が多い^(注6)」ためであるとしている。

単一通貨導入に伴って、シンジケート・ローン（複数の銀行すなわち銀行シンジケート団による貸出）も大きく増加した。ECBによれば「99年のM&Aの増加は、シンジケート・ローン市場を再び活性化した^(注7)」としている。起債が増加する一方で、シンジケート・ローンの利点が見直された。シンジケート・ローンは、債券などの有価証券発行に比べて準備期間が短いうえ、融資条件によっては例えば、合併・買収などの使途の案件が未完了の場合、約定をキャンセルすることができる。こうした特性を持つシンジケート・ロ

ーンはつなぎ融資として利用され、借入後に債券発行で返済されることが多い。

ユーロ圏では市場からの資金調達よりもむしろ銀行借入が中心であることについて、ECBでは、「ユーロ圏では現在、市場型のファイナンスに向けた構造的な改革を推進していることを正しく把握している^(注8)」としており、グリーンズパンFRB議長は、「欧州大陸の金融制度の構造は英米型に変わりつつあるようだ^(注9)」と述べている。

（1）供給面：ユーロ圏の起債動向

ユーロ建て民間債の最大の発行体は通貨金融機関であり、2000年第1～第3四半期の民間部門起債額の75%を占めた（99年もほぼ同レベル）。その中で、ファンドブリーフ（特殊タイプのドイツ債券で、大部分がドイツの住宅金融機関によって発行されている）が50%弱を占めているが、この特殊債券（欧州での債券のタイプとしては最大）もまた、2000年初頭から減少傾向を辿った。これについてイングランド銀行では、「市場関係者は、ファンドブリーフ発行額の減少は99年の大量発行の反動、長短金利差の縮小、ドイツの中央・地方政府の財政改善に伴い、ファンドブリーフの裏付けとなっていた公共部門資産の

（注6） Practical Issues arising from the Euro: November 2000, p40, Bank of England

（注7） ECB Monthly Bulletin: January 2000, p48

（注8） 2000年6月26日のノイエECB副総裁の演説

（注9） 1999年10月19日のグリーンズパンFRB議長の演説

表3 セクター別ユーロ圏居住者(注)のユーロ建て(注)有価証券発行高(発行残高ベース)

	1998年末		1999年末		2000年9月末	
	10億ユーロ	割合(%)	10億ユーロ	割合(%)	10億ユーロ	割合(%)
合計	5,617.7	100	6,068.1	100	6,369.9	100
非金融会社	235.3	4.2	272.7	4.5	306.5	4.8
通貨金融機関	2,016.1	35.9	2,248.7	37.1	2,370.9	37.2
非通貨金融機関	131.0	2.3	190.0	3.1	225.0	3.5
中央政府	3,127.9	55.7	3,242.5	53.4	3,364.2	52.8
その他の政府機関	107.5	1.9	114.2	1.9	103.3	1.6

(注) ユーロ圏居住者の発行額は発行総額の95%を占めると推定
 (注) 通貨統合参加国で統合前に自国通貨で表示されたものも含む
 出所: ECB

成長が鈍化したことが要因と見ている^(注10)」
 としている。最近では、ユーロ建てアセット・
 バック債券のパフォーマンスは社債のパ
 フォーマンスを凌いでいる。ロイターでは、
 2000年10月の平均スプレッドが安定推移もし
 くは1~2ベース・ポイント縮小したのに
 対して、ユーロ建て投資適格社債は最大16ベ
 ース・ポイント拡大したことについて、
 「欧州でようやく認知されつつある金融商
 品.....[アセット・バック債券].....への需要が堅
 いことを示している^(注11)」、と伝えている。

単一通貨導入以降、非金融会社のユーロ建
 て民間債発行シェアは約20%に拡大した。こ
 のシェア拡大には、第三世代移動電話ライセ
 ンス購入資金を必要としたテレコミュニケーション
 会社が大きく貢献した。イングランド
 銀行によれば^(注12)、転換社債も資金調達手段
 として、通信や技術関連産業を中心に広く好
 まれているとしている。またドイツでは、キ
 ャピタル・ゲイン税の改正に伴い、税制上の
 優遇措置を確保する手段として企業の人気を
 得ている。

表3は単一通貨導入以降、ユーロ建て(あ

るいは通貨統合前の自国通貨建て)起債額が
 大幅に増加したことを示している。債券発行
 残高は98年末の5兆6,177億ユーロに対して
 2000年9月末は13.4%増の6兆3,699億ユー
 ロとなった。この増加に貢献したのは、国債
 (増加額の約31%)もさることながら、民間
 部門(同70%)の著しい増加である。金額ベ
 ースでは、通貨金融機関が単一通貨導入後、
 2000年9月末までに3,548億ユーロ増と最大
 の伸びを示し、中央政府が2,363億ユーロ増
 とこれに次いだ。これに対して、増加率では
 非通貨金融機関と非金融会社がそれぞれ
 71.8%増、30.3%増で1位、2位を占めた。

全体としては、99年1月からの21ヵ月間で
 民間部門の起債が21.8%増、政府(「その
 他の政府機関」を含む)起債が7.2%増とな
 った。この結果、民間部門の発行総額シェア
 はユーロ導入直前の42.4%から導入1年後
 には44.7%に拡大し、さらに最近では45.6%
 に達した。

ユーロ建て非ソブリン債の起債は2000年
 に入って大きく減少した。99年は前年比43%
 増と大きく伸びたが、2000年1~9月の累計
 は前年同期比14%減となった。イングランド銀

(注10) Practical Issues Arising from the Euro: November 2000, p38, Bank of England

(注11) 2000年10月31日付けReuters Market News

(注12) Practical Issues Arising from the Euro: November 2000, p39-40, Bank of England

.....

行ではこれについて、99年の例外的に高いレベルから通常の水準に戻ったことも一因としながらも、「企業の信用リスクとユーロ安に対する投資家の懸念の高まり^(注13)」を反映したものであることを指摘している。ドル建て社債の発行シェア拡大の要因としては、欧州企業による米国企業買収の活発化があげられる。例えば、ユニリーバによるベストフーズ買収(200億ドル)では、債券発行が主要な資金調達方法として用いられた^(注14)。

99年に顕著に見られたユーロ建て有価証券発行のスピードは、異例とも言える。有価証券は普通、相対的に強い通貨、あるいは上昇中の通貨建てで発行されるが、ユーロは99年を通じて一貫して主要貿易相手国通貨に対して低下してきた(2000年も軟調推移)。1.17ドル=1.00ユーロでの初取引後、99年末にはパリティ(1.00ドル=1.00ユーロ)を若干上回る水準にまで低下した(その後0.85ドル=1.00ユーロへと、さらに低下した)。従って、ユーロ安局面におけるユーロ建て起債の増加は、異例とあって良いだろう。国際決済銀行(BIS)はこれについて「大型発行体の新通貨建て債券市場における『プレゼンス確立』願望に起因している可能性があるのではないか^(注15)」としている。しかし、99年はユーロ建て債券市場が支配したが、2000年にはドル債が首位に返り咲いた。この結果、強い通貨が起債通貨として用いられる「より通常に近い」パターンが復活した。パークレイズ・キャピタルのギャリー・ジェンキンス氏は「当然ながら、外貨建てで起債する場合、上昇する見通しの大きい通貨を選ぶ^(注16)」とコメン

トしている。

ノイエECB副総裁は、99年にユーロ建て債券発行が例外的な高水準に達した理由を幾つか挙げている^(注17)。同副総裁は、発行体がユーロ導入の余波で新発債の魅力が増大することを見込んで、99年に前倒しで起債したこと、また、借入人が流動性の問題の発生を危惧して2000年代への変わり目にかけて起債を避けたことに触れる一方で、それらの理由だけではユーロ導入年に起債が急増した事実を説明しきれないことを指摘し、起債が例えばユーロ圏の経済構造の変化に伴って全体的に増加基調で推移していたことも一因として挙げている。

ECBはまた、「過去10年間でサービス・セクターの競争が激化し、規制緩和が進み、銀行の開発途上国向け貸出が増加した結果、金融市場は金融機関の健全性リスクが増加したと認識している^(注18)」ことを、ユーロ導入後に民間部門の起債が急増した理由としてあげている。多くの借り手企業は金融機関よりも上位の信用格付けを与えられ、直接金融の魅力が高まったというものである。

安定成長協定によって、ユーロ圏各国に課された財政規律も、ユーロ圏社債市場にとって追い風となろう。特に、財政赤字削減幅と同程度に国債発行額が減少すると見られる。「これで、欧州債券市場がこれまで国債に支配されていたために締め出しを食っていたと感じていた企業に起債の道が開かれるだろう^(注19)」。

最近行われた民間企業によるユーロ建て大型起債の例として、米国のフレディー・マック(Federal Home Loan Mortgage

(注13) Practical Issues Arising from the Euro: November 2000, p38, Bank of England

(注14) "Corporate bond issuers shun euro", 27 November 2000, The Times

(注15) Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments, November 2000, Bank for International Settlements

(注16) "Corporate bond issuers shun euro", 27 November 2000, The Times

(注17) ノイエECB副総裁の2000年6月26日のスピーチより

(注18) ECB Monthly Bulletin, January 2000, p46

(注19) Understanding the Euro, Christian N. Chabot, McGraw Hill, p120

表4 発行体別ユーロ建て債券発行残高

(単位：10億ユーロ、%)

	居住者			非居住者 ^(注)		
	金融機関 ^(注)	非金融	政府	金融機関 ^(注)	非金融	政府
1998 Q 4	2,107	229	3,228	171	56	212
	(92.5)	(80.4)	(93.8)	(7.5)	(19.6)	(6.1)
1999 Q 1	2,187	242	3,297	203	70	224
	(91.5)	(77.8)	(93.7)	(8.5)	(22.5)	(6.4)
Q 2	2,271	246	3,327	222	86	230
	(91.1)	(74.1)	(93.5)	(8.9)	(25.9)	(6.5)
Q 3	2,349	260	3,370	252	108	237
	(90.3)	(70.7)	(93.4)	(9.7)	(29.3)	(6.6)
Q 4	2,421	263	3,356	267	120	242
	(90.1)	(68.7)	(93.3)	(9.9)	(31.3)	(6.7)
2000 Q 1	2,473	262	3,413	303	142	251
	(89.1)	(64.9)	(93.1)	(10.9)	(35.1)	(6.8)

(注) 国際機関含む。

(注) 中央銀行含む。

(注) カッコ内は発行体別の合計に占める居住者、非居住者のそれぞれの割合

出所：“The Globalisation of Financial Markets”, Professor Otmar Issing, 12 September 2000, European Central Bank

Corporation) の起債^(注20)がある。2000年9月に50億ユーロの第1回発行を終え、今後はドル資金調達計画の補完を目的として四半期ごとに50億ユーロ発行するとしている。イングランド銀行は、「目的はユーロ圏債券市場に新たなセクターを創設し、国債市場と同規模の流動性を高利回りで投資家に提供することにある^(注21)」とコメントしている。この発行規模(50億ユーロ)はフィンランド、アイルランド、ポルトガルなどのユーロ圏の国債に匹敵する。

ユーロ圏非居住者の起債の増加は、ユーロ導入以降のユーロ圏社債市場の特徴として挙げられる。99年末のユーロ圏非居住者のユーロ建て債券発行残高は6,290億ユーロに上った。これは総残高の約10%に相当し、ユーロ導入前の水準である、全体の7.3%に相当する

4,390億ユーロを大幅に上回っている。ユーロ圏非居住者のユーロ建て債券発行はその後も増加を辿り、2000年初めには6,960億ユーロと総残高の10%の大台に乗せた。この傾向は全セクターで見られるが、とりわけ民間部門で著しい。金額のうえでは相対的に小規模であるものの、増加が最も著しいのは非金融会社である。非居住者の非金融会社の発行残高は、2000年第1四半期には居住者を含む非金融会社の発行残高の35.1%を占めるに至った。

(2) 需要サイド：投資パターン

単一通貨導入前は多くの社債権者は、為替リスクへの懸念から、外国通貨建て投資を回避する姿勢を保持した。なかには外国通貨建て投資が法律で制限されていた場合もあった

(注20) フレディー・マックは住宅購入および賃借支援を目的として1970年に議会によって設立された株式会社。単独家族用住宅ローン、集合住宅ローンや住宅ローン関連有価証券を購入する。この購入資金は資本市場におけるモーゲージ・パススルー証券や債券の発行によって調達される。

(注21) Practical Issues Arising from the Euro: November 2000, p41, Bank of England

.....

(EU規則に基づき、保険会社に対して外貨建て負債価値の80%を同じ外貨建て資産でマッチさせることが義務付けられたのが、その一例)^(注22)。しかし、今では為替リスクが解消したため、この規制はユーロ圏の資産に適用されない。単一通貨導入の結果、投資資金は特定の国からユーロ圏全体に分散した^(注23)。各国の市場の指数に代えて、欧州市場全体の指数を収益率測定の指標として採用するファンド・マネジャーが増えている。最近の例を挙げると、2000年10月、ドイツ取引所と主要投資銀行(ABN AMRO、パークレイズ・キャピタル、BNPパリバ、ドイツ銀行、ドレスナー銀行、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター、UBSウォーバグを含む)との合併により、ユーロおよびポンド建て債券指数をリアルタイムで表示する計画が発表された。

ただし、この動きは比較的緩やかである。イングランド銀行では、債券に関して進展が緩慢な理由を、「外国人投資家の国債保有は増加したものの、一部のファンド・マネジャーは利回り水準が広範な分散投資に必要とされる水準に達していないと考えている^(注24)」ためと示唆している。イングランド銀行はまた、今後、投資ポートフォリオのリバランスが増える可能性があるともコメントしている。

ユーロ圏社債市場の発展の理由として、上記のほかに次のような点も挙げられている^(注25)。

- ・一定水準のポートフォリオ・リスク内で、収益率を向上させる方法として通貨分散が使えなくなった結果、他の分散投資手段の模索が必要となった。
- ・欧州の貯蓄率が高いことや、欧州年金市場

およびミューチュアル・ファンドの高成長を追い風に年金基金の民間債需要が伸びた。
・保険会社の社債需要が喚起された(保険会社は従来、主に企業向けローンや非上場債券に投資していた)。

(3) ユーロ建て債券の流動性と資本コスト

ユーロは市場の流動性と資本コストの点では、既にユーロ圏に恩恵をもたらしている。「ユーロ圏内の競争と統合の進行を背景に、スケール・メリット、為替リスクの解消、均質性の拡大がユーロ圏市場の基盤の強化と流動性の向上を促進した^(注26)」と、ハマライネンECB理事は、こうした要因が既に取引コストの低下、透明性の向上、金融資源配分の効率化などの効果をもたらしていると強調した。

大型起債(10億ユーロ以上の起債)件数の増加に伴い、平均的な起債規模は大幅に増加した。ノイエECB副総裁は、98年秋の金融危機を転換点として、投資家が厚みと流動性を備えた商品を強く嗜好していることをその一因^(注27)として挙げている。起債規模の増大と新市場の規模を考え合わせると、ユーロ圏債券市場は「ユーロ導入前の通貨統合参加諸国の市場を合わせたものよりもさらに大きな吸収能力を備えている^(注28)」とみることもできよう。

ユーロ圏債券市場は急速に発展したが、その中で最も重要な意味を持つのは、社債市場の著しい成長である。ECBによれば、「ユーロ建て社債市場は市場関係者の予想を凌ぐ高成長を遂げた。この社債市場の成長を支えたのは、合併・買収などの動きに伴う産業構造の変化である。ユーロ圏社債市場が発行され

(注22) Understanding the Euro, Christian N. Chabot, McGraw Hill, p119

(注23) Practical Issues Arising from the Euro: November 2000, p16, Bank of England

(注24) Practical Issues Arising from the Euro: November 2000, p16, Bank of England

(注25) ECB Monthly Bulletin, January 2000, p46

(注26) 2000年11月23日のハマライネンECB理事のスピーチより

(注27) 2000年6月26日のノイエECB副総裁のスピーチより

(注28) 2000年11月14日のドイセンベルグECB総裁のスピーチより

た債券を円滑かつ迅速に吸収した事実は、市場基盤の深化を示す重要な証拠と受け取られた^(注29)」と述べている。

単一通貨への移行に伴い、社債市場のリスク評価の焦点は、為替リスクから、信用リスクと流動性リスクに移行した^(注30)。ECBは、ユーロ導入前は「信用、インフレおよび為替の各リスクの違いが利回り格差を生み出していた。それに対して、ユーロ導入後は、信用リスクは別として、当面は流動性が投資家のユーロ建て国債選好の基準となっている^(注31)」としている。

ここから、欧州企業の債券発行による資金調達を制限している要因、つまり、発行市場に企業がアクセスするためには、信用格付けが必要であると言う事実（少なくとも、格付けを与えられればファンディング・コストが安くなると見なされている）が浮上する。欧州では信用格付けが普及しつつある。ムーディーズの格付けを持つ企業は80年代後半から99年末までの間に100社足らずから660社に増加し、2000年末には760社に達すると予想されている。しかしながら、売上高の規模が10億ユーロ以上のEU域内の企業は約2,000社とされているが、ムーディーズの推定によれば格付けを得ているのはその半数に満たないとのことである。ノイエECB副総裁は、投資家間の「信用リスク文化」（信用リスク評価を重要とみなす風潮）の浸透は「借入人をして有価証券の格付けを望ましいと考えさせるに至った^(注32)」と述べている。

格付けの低い企業の起債の増加も、欧州社債市場の成長を裏付けている。単一通貨導入前は格付けが「A」に満たない非金融会社が

起債するのは稀であり、発行総額の10%程度に過ぎなかった。それが、ユーロ導入後は高利回り債市場が急速に伸びている。単一通貨導入1年後の2000年初め、格付けがAを下回る企業の起債は2倍超の増加、発行総額の25%を占めるに至った。これは、債券市場で資金調達を行う企業が増加したことを示している。ECBは高利回り債市場の成長は、「M&A、レバレッジド・バイアウトに伴う企業の起債の活発化、高利回りを求める機関投資家からの需要増加によって牽引された^(注33)」と見ている。ECBはまた、通貨統合参加国に対する収斂基準が高利回り債の需要増の一端を担っているとしている。特に、国債の利回りが低下するにつれて分散投資の機会が減少したことが大きい。この結果、機関投資家は代替投資商品を模索し始めた。

こうした状況は、社債市場が既に高成長を遂げたにもかかわらず、成長余地が残されていることを示唆している。特にCDO（Collateralized Debt Obligation）は将来の高成長分野として期待を集めている。フィナンシャル・タイムズ紙は、「2001年第1四半期末までに欧州で8～10件のCDOが投入され、発行・流通両市場に流動性を追加すると期待されている^(注34)」としている。現在さまざまな分野で進んでいる変革が、ユーロ圏債券市場の統合に向けた基盤作りを支えている。これには（高利回り債市場にとって特に重要な）所有権に関する調和規則をはじめ、会計基準、コーポレート・ガバナンス基準、預金・決済規則、規制緩和、レポ市場に関する法制などの調整・統合が含まれる^(注35)。

IMFもまた、ユーロ導入以降、一部の欧州

(注29) The Euro: Integrating Financial Services, August 2000, p9, European Central Bank

(注30) Practical Issues Arising from the Euro: November 2000, p11, Bank of England

(注31) ECB Monthly Bulletin, January 2000, p44

(注32) 2000年6月26日のノイエECB副総裁のスピーチより

(注33) ECB Monthly Bulletin, January 2000, p48

(注34) "Institutions move in on leveraged loans" The Financial Times, 17 November 2000

(注35) ECB Monthly Bulletin, January 2000, p44

金融市場で効率が大幅に改善したと論じている。「短期金融市場で売りと買いのスプレッドをはじめとするスプレッドの全面的縮小、国際取引の出来高の高水準の推移、ユーロ圏金融機関のECBバックアップ・ファシリティ依存度の低下は、無担保短期金融市場が高度に統合され、流動性管理が改善したことを示している^(注36)」。しかし、その半面、統合レポ市場の不在がユーロ圏債券市場の発展を制限していると指摘する。

統合社債レポ市場の欠如について、ECBは以下の理由を挙げている^(注37)。

- ・原証券の流動性に差がある。
- ・現先契約に関する法律の調和の欠如。
- ・担保の国際管理・決済が実務上困難（ユーロ圏内に29の異なる証券取引決済制度あり）。
- ・国によって債券に関する税制が異なる。
- ・担保供給が域内で不均等。

ユーロ圏資本市場の厚みと幅が増すにしたがって、流動性プレミアムが低下する結果、資金調達コストが低下すると予想される。それに加えて、起債の委任の獲得競争が激化し、新規発行手数料はドル債の水準に接近している^(注38)。ユーロ圏各国の金融システムの統合により、資本コストが幾分低下したとの観測もある。例えば、「投資銀行は、欧州企業の資本コストはユーロが存在しないと仮定した場合の水準よりも0.5%安いと推測している^(注39)」。債券市場で資金を調達する能力を持つ大企業にとって、この違いは大きい。

ユーロ圏の効率改善と資本コストの低下は、市場へのアクセスを持つ企業の価値増大を支援すると期待されている。これに加えて、ユーロ圏の透明性が改善すれば、企業は投資家のニーズにこれまで以上に注意を払わざるを得なくなる。ビジネス・ウィーク誌はチェース・マンハッタン銀行のマーシャル調査ディレクターのコメントを引用している。「それは、企業は投資家が求めているもの、つまり高収益追求に、これまで以上に大きな注意を払わなければならないということだ^(注40)」。同記事では、機関投資家はこれらの要因が今後4年間で欧州企業の価値を10%押し上げると予想している。

最後に、ユーロ圏社債市場の発達にはユーロ導入のみによるものではないことを認識する必要がある。通貨統合がM&Aを介してユーロ圏経済再編の触媒役を果たしたかもしれないが、再編は起こる必然性があったといえる。また、技術の発達も触媒として再編に作用した。こうした動きは「社債市場に厚みを加え、効率性を向上させた。過去においては、技術的な観点から見た場合、発行体と市場の不均質性に起因して、社債市場の発展は難しかった^(注41)」。技術の進歩は個人投資家の投資信託を介した社債購入を可能にし、社債市場の流動性を改善させた。

2. 欧州株式市場への影響

2000年第1～第3四半期、ユーロ圏企業^(注42)は、ユーロ換算で860億ユーロ相当の株を発行した。これと比較して、99年は通年で

(注36) International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues, September 2000, p13, International Monetary Fund

(注37) "The Euro Area One Year After the Introduction of the Euro: Key Characteristics and Changes in the Financial Structure", January 2000, ECB Monthly Bulletin, pp35-40, European Central Bank

(注38) Practical Issues Arising from the Euro, November 2000, p10, Bank of England

(注39) "A weak euro isn't a failed euro" 18 September 2000, p17, Business Week

(注40) "A weak euro isn't a failed euro" 18 September 2000, Business Week

(注41) ECB Monthly Bulletin, January 2000, p46

(注42) ユーロ圏企業とは、ユーロ圏市場に上場している企業

1,080億ユーロ、95年から98年までは年平均560億ユーロとなっている^(注43)。社債市場の場合と同様、テレコム会社が大きく寄与し、2000年の新株発行におけるテレコム会社のシェアは35%と推定されている。ユーロ導入後10ヵ月でユーロ圏株式市場の合計時価総額は約20%増加した。98年末は3.6兆ユーロ、99年末は5.5兆ユーロだった。トリシェ・フランス中銀総裁によれば「この数字は株価上昇のみならず、欧州全体の民間企業の強力な証券化の動き、とりわけ『新市場』ネットワークの離陸を反映している^(注44)」としている。

需要サイドでは、債券市場の場合と同様、投資ポートフォリオの見直しが始まったが、進行のペースは引き続き緩やかなものにとどまっている。多くの市場参加者が相次いでユーロ圏株価指数を創設した。これは、「投資家の取り引きおよびポジションの機会^(注45)」を格段に広げた。ポートフォリオのリバランスは既存資産ではなく、新規の投資によって進んでいる。イングランド銀行はその理由を、「ファンド・マネジャーは自国の市場について最も良く理解している。顧客からの委任の変更は厄介なものである。ベンチマーク指数の影響の程度は投資家によって異なる。未実現キャピタル・ゲインが多額に上る場合、納税義務のある投資家はキャピタル・ゲインの実現を渋りがちである^(注46)」と説明している。この場合もまた、債券市場と同様、リバランスが加速すると考えられる根拠が幾つかある。イングランド銀行によれば、株の販売を国別ではなく、セクター別に管理する国際証券会社が増えているとし、また、M&Aも汎欧州を創出することにより、

この過程を加速させる可能性があるとしている。

しかしながら、ロンドン証券取引所(LSE)のクルックシャンク会長は以下の例を挙げ、英国を除く欧州の金融取引は完全に自由化されておらず、また市場経済の原則に従っていないとの見解を明らかにした^(注47)。

- ・LSEはドイツ取引所の取締役会の承認なしで、ドイツ取引所の株主になることはできないが、ドイツ取引所はいつでもLSEの株式を4.9%まで購入できる。
- ・買収を阻止するために謎に満ちた財団によって保有株を自動的に増やすことができるユーロネクストは、典型的な大陸式毒薬である。
- ・スペイン、イタリアの証券取引所は引き続き相互関係にある。非常に現代的なキャピタリストと自称しているOMでさえ、スウェーデン政府と政府系機関が40%を保有している。

同氏はさらに、競争法の経済市場の定義には国家主義的な性格が残る可能性があるとしている。

ECBは、ユーロ導入は欧州株式市場に大きな影響を及ぼしたとし^(注48)、その具体例として以下を挙げている。

- ・企業セクター再編の触媒となった。
- ・成長企業の出現を促した。
- ・各国の証券取引所の協力を促進した。

(1) 企業再編

ユーロ圏の株式発行増加を促した要因のひとつには、ユーロ圏内あるいはユーロ圏を巻

(注43) Practical Issues Arising from the Euro, November 2000, p41, Bank of England

(注44) 2000年10月10日のトリシェ・フランス中銀総裁のスピーチより

(注45) 2000年6月26日のノイエECB副総裁のスピーチより

(注46) Practical Issues Arising from the Euro, November 2000, p17, Bank of England

(注47) 2000年10月25日のクルックシャンク会長のスピーチより

(注48) The Euro: Integrating Financial Services, August 2000, p9, European Central Bank

表5 ユーロ導入後のユーロ圏銀行の主なM&A事例（総資産は98年末時点）

	総資産（10億ユーロ）
ドイツ銀行とバンカーズ・トラスト（米）	604 + 114 = 718
BNP（仏）とパリバ（仏）	325 + 249 = 574
HSBC（英）とCCF（仏）	495 + 63 = 558
ING（蘭）とBHF（独）	395 + 45 = 440
ジェネラル・バンク（ベルギー）とASLK/CGER（ベルギー） （現在はフォートイス・グループ ベルギー・蘭 傘下）	208 + 80 = 288
パンカ・インテサ（伊）とパンカ・コメルシアレ・イタリアナ（伊）	153 + 113 = 266
バンク・サントナル・セントラル・ヒスパノ（西）とバンク・トッカ・アコリス（ポルトガル）と クレディト・プレジアル・ポルティギーズ（ポルトガル）	234 + 17 + 6 = 257
バンク・サントナル（西）とバンク・セントラル・ヒスパノ・アメリカノ（西）	154 + 82 = 236
クレディ・コミナルド・ベルギー（ベルギー）とクレディ・ロカール・フランス（仏）	105 + 99 = 204
バンク・ビバ・オビスカ（西）とアルゼンティナリア（西）	132 + 70 = 202
メタ・ワールド・バンク（フィンランド）とエダ・スマーク・グループ（デンマーク）	96 + 70 = 166
SEB（スウェーデン）とBfG（独）	73 + 42 = 115

出所：European Central Bank

き込んだM&Aの活発化が挙げられるが、イングランド銀行は、これは「ユーロ導入が触媒となったと広く信じられている^(注49)」としている。また、新たな汎欧州債券・株式市場における追加資金調達にはユーロ圏の大規模な再編を促した。ビジネス・ウィーク誌は、「資金の用途は買収である。その結果、ユーロ圏は再編と企業のグローバル化の波に晒されている^(注50)」とし、また、ボーダフォンはマンネスマン買収にあたり自社のユーロ建て株式で支払ったが、ボーダフォンのгент最高経営責任者のコメント、「ユーロなくしては1,830億ドルのマンネスマン買収は難航していただろう」と報じている。

ここ数年間、金融セクターのM&Aが世界的に活発化しているが、ECBは欧州における金融セクターのM&Aの少なくとも一部は通貨統合への対応であり、「変革の波やユーロ

に対応するために、ユーロ圏の銀行は国内・国外で再編を推進した^(注51)」と示唆している。表5は単一通貨導入以降の主なユーロ圏金融業界再編の動きを示したものである。

イングランド銀行は、金融サービス・セクター再編の理由はさまざまとしながらも「ユーロはこの過程に大きな影響を与えたことは明らか^(注52)」としている。業界再編のペースはセクター間で大きな差があるとはいえ、EUの銀行数はこの10年間に約1万2,000から約8,000に減少した^(注53)

(2) 成長企業の出現

エクイティ・ファイナンスの機会が増大し、市場の流動性が上昇した結果、銀行借入よりもエクイティ・ファイナンスに適したリスク特性を備えた企業にとって、事業拡大および投資のチャンスがさらに拡大することが

(注49) Practical Issues Arising from the Euro, November 2000, p12, Bank of England

(注50) "A weak euro isn't a failed euro", 18 September 2000, Business Week (注51) The Euro: Integrating Financial Services, August 2000, p7, European Central Bank

(注52) Practical Issues Arising from the Euro, November 2000, p18, Bank of England

(注53) Practical Issues Arising from the Euro, November 2000, p19, Bank of England

見込まれる。

ユーロ導入年には、EURO.NM市場（新興成長企業の上場を目的とした汎欧州取引所グループ）が急速に成長した。EURO.NMの上場企業数は98年12月から99年9月までの間に165から291（76%増）に増加した。同期間、合計時価総額は315億ユーロから574億ユーロへと約80%の増加を見た。

（3）各国証券取引所の共同体制

ECBが挙げているユーロ導入による株式市場への影響は、上記のほかに、欧州市場の共同体制の強化と統合の可能性の増大である。「ユーロ圏株式市場の流動性を高めている^{（注54）}」なかで、欧州株式市場間の共同体制構築の動きが最近とみに強まっている。

99年9月、8証券取引所（アムステルダム、ブリュッセル、フランクフルト、ロンドン、マドリード、ミラノ、パリ、スイス）が主要銘柄取引のための汎欧州電子プラットフォーム設立に合意した。また、流動性の高い銘柄の取引用に共通機能を備え、調和した規則に基づいて運営される共通市場モデルでも合意に達した。この共通市場モデルは加盟取引所が従うべき機能基準を定めるとともに、7つの目的（流動性の向上、市場透明性の改善、取引手続きの簡素化、システム操作方法の単純化、資本流入の促進、投資家保護の強化、市場統合の推進）を明記している。加盟取引所はまた、市場モデルの基準となる原則・方法を採用することに同意した^{（注55）}。それらは以下のようなものである。

- ・連続的な電子注文・取引による開場・閉場オークション、およびオプショナルのザラ場オークション。
- ・それぞれの取引所の顧客のために他の市場またはオーダー・ブックにアクセスする場

合の取り決めに関する調和的なアプローチ。

- ・中央カウンターパーティーあるいはそれに類したシステムを使用し、取り引きに関する匿名性を保証する。
- ・連続取引のための調和機能。注文のタイプ、サイズ、オークションの使用・不使用、売買能力、呼び値の単位など。
- ・大口取引を可能にするための、目に見えない「冰山」的注文を支える機能性。
- ・市場操作または指数操作防止のための共通アプローチ。各取引所が加盟取引所の銘柄の取り引きを監督する。
- ・加盟取引所の地理的条件を問わず、公平、平等な市場へのアクセス。

2000年3月に発表されたユーロネクスト計画に基づき、パリ、ブリュッセル、アムステルダムの3取引所が合併した。ユーロネクストは今や完全に統合された国際的な単一通貨市場として、株式、派生商品、コモディティを取り扱う。株主および市場利用者が受ける利益は、以下の例を含めてさまざまなかたちをとる。

- ・情報技術関連コストを中心に、年間500万ユーロの経費節減。
- ・単一オーダー・ブックの設定により、流動性、透明性、価格発見が改善する。
- ・「クリアネット」を中央カウンターパーティーとして使用するため、取り引きに関して決済と資本運用の相殺が可能となり、利用者のコストが大幅に削減される。
- ・簡素化された清算・決済手続き。

合併の意図は、業務に適した構造を備えた単一組織の設立にあった。ユーロネクストはその一環として、部門特化の確実な実施と、その結果の各部門のスケール・メリットの達

（注54） The Euro: Integrating Financial Services, August 2000, p10, European Central Bank

（注55） LSEプレスリリース（1999年9月16日）

成を狙いとしている。ユーロネクストは株式部門に関して「ユーロネクスト100」と名付けられた上位100銘柄から成るブルーチップ部門や、それに次ぐ150銘柄で構成される「ネクスト150」など、幾つかのサブセクションの設立を進めている。また、コンピュータ・ハードウェア、半導体、コンピュータ関連サービス、インターネット、テレコム、電子取引などのハイテク企業で構成される「ネクスト・エコノミー」と呼ばれるセクションもある。なお、他の業種に区分される企業、例えば放送、バイオ・テクノロジー、医療機器製造などもケース・バイ・ケースでネクスト・エコノミーに編入可能である。ネクスト・エコノミーの上場認可を受けるためには、調和された標準的な認可基準に加えて、英語での四半期毎の報告書提出、国際会計基準の使用、インターネットで情報を開示するなどの追加基準を満たさなければならない。

ユーロネクストは、組織、規則、技術、決済を含めて、全分野を統合した単一市場の創設を意図する一方で、単一通貨の導入にもかかわらず、各国間の違いが存続していることを認識している。これは3つの異なる管轄地域を等しく尊重することを意味する。ユーロネクストでは「地方色はある程度、加盟国の金融システムや経済基盤に根付いている。それゆえ、すべての相違点を短期間で解消することはできないし、また、そうすべきでもない^(注56)」としている。

ユーロネクストはまた、他の市場とのさらなる協力の余地を残している。例えば、2000年6月に提案されたニューヨーク、オーストラリア、東京、トロント、メキシコ、サンパウロの証券取引所を結ぶグローバル市場との接続を計画している。この動きはユーロ圏を

超えたものだが、ユーロの導入が取引システムの世界的統合を誘発したとも考えられる。

iX計画はロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併を意図していた。両取引所は単一通貨導入前から密接な共同関係にあった。この合併計画は2000年5月に初めて発表された。発表と同時に両取引所はiXの名でナスダックと汎欧州の高成長市場を設立することで覚書を取り交わした。欧州株式市場全体の出来高の53%を占めるiXは欧州最大の株式市場を創出すると同時に、ユーレックス(ドイツとスイスの共同市場)を介して世界最大の派生商品市場をも形成するはずだった。しかしながら、iXの資本を両取引所が折半して保有するという合併条件に、LSE株主はフランクフルトに過度に有利という理由で、強く反対した。

ナスダックとの合併の目的は、ロンドンのテックマークとドイツのノイエ・マルクトを統一し、高成長市場のほぼ80%を掌握することにあった。関係者はiXを欧州統合に向けた一歩と位置付け、イタリア、スペインの取引所とも交渉を進めていた。ザイフェルト・ドイツ取引所最高経営責任者は「この合併は規模にかかわらず、投資家、発行体、仲介機関に恩恵をもたらす。流動性が上昇する一方でスプレッドが低下するため、市場参加者全員に恩恵が及ぶ^(注57)」と合併の利点を述べていた。

しかしながら、2000年9月、株主の圧力と、OMグルッペン(スウェーデン証券取引所保有者)からの敵対的買収攻勢を受けて、iX合併計画は撤回された。iX計画は取り止めになったが、LSEは引き続き提携を模索しており、「取締役会は、欧州証券取引所の統合は流動性を高め、決済および清算コストの削減につながり、投資家、発行体、仲介機関、株主に利するとの見解を維持している^(注58)」との見

(注56) Euronext Comprehensive Paper, Euronext

(注57) LSEプレスリリース(2000年5月3日)

(注58) LSEプレスリリース(2000年9月12日)

方を示している。しかし、これと同時にクルックシャンクLSE会長は、合併には一段の改革が必要との考えを示し、「他の取引所は市場原理が欠如ないしは不足している。中途半端な管理基準が蔓延している。確固とした比較評価の基準が欠如している。LSEと欧州の証券取引所との合併を将来の発展への一段階と位置付けるならば、こうした状況の全部とはいわなくとも、少なくとも一部は改善されなければならない^(注59)」としている。

今後合併する可能性があるにもかかわらず、LSEは一方で、構造的変革を遂げつつある世界の株式市場における地位固めを推進し、そのための戦略として、「主要欧州株をLSEの既存システム上で取り引きすることによって汎欧州市場を開発し.....[そして].....テックマークとAIM（新市場のひとつ）を国際市場として確立する^(注60)」ことなどをあげている。

(4) ユーロ圏資本市場の発展の見通し

これまでの章でユーロ圏資本市場の動向を概説した。社債市場、株式市場のいずれもが単一通貨導入以降大きく飛躍した。これは、ユーロ導入、世界的なグローバリゼーションの動き、技術の発達、こうした要因の相互作用などを背景としている。さらに、ユーロ圏資本市場の一段の拡大・深化に伴って、この動きも継続すると予想される。

ラロシエル仏中銀名誉総裁兼BNPパリバ顧問と、ラ・ケセ・デ・デポ・エ・コンシニャシオン（国営金融機関）のルベグ事務総長はフィナンシャル・タイムズ紙宛に、「多くの障壁や制限が依然として投資家や借入人に不利な条件を作り出している。欧州で種々の決済・清算システムが混在している状況が、国

際取引のコストを押し上げている^(注61)」と論じている。両氏は、欧州株式市場が時価総額、国際金融取引のコスト、ディスインターメディアーション（金融仲介の中断）の点で米国市場に太刀打ちできない状況は、これらの要因によって部分的に説明されるとしている。両氏は金融市場の効率的統合の条件として法制度の調和、監督体制の調整、資本市場の構造改善、貯蓄およびテール銀行業務分野の障壁廃止の4つを挙げ、それらを前提として、「資本市場の機能を阻害する不公平な減税競争の回避と、タックス・ヘイブンを廃止に向けて、所得税および財産税の課税ベースを早急に調和させる必要がある」と主張している。

これに対して、パークレイズ・グループのラーズ副会長は、調和は欧州金融市場にとって有益ではあるが「慌てて単一の規制機関を設立しても、混乱を引き起こすだけであり、欧州は既存システムの適合を顧みるべきだ^(注62)」と反論している。ラーズ副会長はまた、現行規則に含まれていない要因も考慮に入れるべきであると指摘し、その要因を幾つか挙げている。

- ・年金基金の株式市場へのアクセス制限の解除
- ・投資家をEU域内で同等に待遇することの保証を目的とした、破産に関する法制の調和
- ・指令を一律に適用することの保証
- ・会社法、企業管理基準、会計基準の調和
- ・清算・決済制度合理化の奨励

しかしながら、ラーズ副会長は問題は単なる共通基準の制定ではなく、基準を汎欧州で実施するメカニズムが欠如していることにあることを強調している。

欧州委員会は最大限の効率性向上を達成するためには、こうした面での改革を推進する

(注59) 2000年10月25日の同会長のスピーチより

(注60) 2000年10月25日の同会長のスピーチより

(注61) "Bringing harmony to Europe's markets", The Financial Times, 14 September 2000

(注62) "A Euro-SEC: worthy, but unrealistic", The Financial Times, 14 September 2000

必要があることを認めた。2000年11月、欧州委員会は金融サービス市場統合の2005年完了を確実にするための一連の政策について、加盟国の同意を求めた。フィナンシャル・タイムズ紙はモグ域内市場担当局長のコメントを伝えている。それによると、EUの意思決定を迅速化しなければ、「ユーロのもたらす恩恵、技術に関する問題、金融サービスの重要性について語られたすべてのことが空約束に終わる^(注63)」としている。同局長によれば、欧州委員会の提案から各国で法律として施行されるまでには5年かかる。同様に、ラムファルシー氏を委員長とする欧州証券市場規則賢人委員会は2000年11月の当初報告書で、「現行の欧州規則制定システムでは、明らかにこの重要課題に対応することができない」と述べ、現行システムは時間がかかりすぎ、あまりにも固定的で、施行についても曖昧で矛盾だらけであると批判している。

欧州委員会は単一EU金融市場整備に関する今後の半年間の優先対応事項として、以下の10項目を挙げている。

単一EUホールセール市場に関するもの

- ・ 目論見書に関する2指令更新案
- ・ EU会計戦略コミュニケーション追跡調査のための法律制定案
- ・ 担保の多国間使用に関する指令案
- ・ 投資サービス指令更新に関する委員会コミュニケーション
- ・ 投資サービス指令第11条の業務遂行基準適用に関する委員会コミュニケーション
- ・ 市場操作に関する指令案

リテール市場の公開性、安全性に関するもの

- ・ 金融サービス・セクターを対象とした電子取

引政策に関する委員会コミュニケーション

健全で適正な規則に関するもの

- ・ 証券委員会設立案
- ・ 金融コングロマリットを対象とした適正規則に関する指令案
- ・ 銀行および証券会社の資本枠組みの管理のための指令案

欧州委員会によれば、この一連の政策によって証券取引の共通の法的枠組みづくりが大きく前進し、その結果、「EUの投資環境および資金調達環境は大幅に改善する^(注64)」としている。

5年前に施行された投資サービス指令では、証券会社を対象とした「単一パスポート」（EU加盟国の監督制度の相互承認によりEU内で営業することを許可する）を導入した。しかし、その後の金融市場の発展に伴い、見直しが必要とされている。委員会は2001年3月までに、以下の2点を軸として、投資サービス指令の見直しを進めている。

全面的に有効な証券会社用「単一パスポート」。自国の承認を得ることを条件とし、国際投資サービスの提供に対する障害を発展的に解消させる。

取引インフラストラクチャーのための適切な規制の枠組み。金融基盤の情報開示、透明性、完全性、安定性に関する適切な保護条項の制定。

3. 英国のユーロ参加

(1) 参加準備

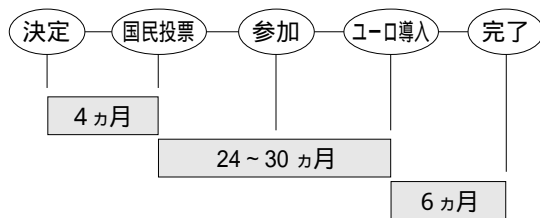
英国政府のユーロ参加に対する姿勢は「準備を整えたうえで決定する」と要約できる。すなわち、独自の「経済基準」に基づいて参

(注63) "Plea on single financial market", The Financial Times, 8 November 2000

(注64) Third Progress Report on the Financial Services Action Plan, 8 November 2000, Internal Market Directorate, European Commission

加が適切と政府が判断し、参加が国民投票で承認されれば、移行準備が整う。移行計画は大蔵省代表者を議長とするプロジェクト管理グループの支援の下に、蔵相直属のユーロ準備委員会が監督にあたる。

政府は2000年3月、第二次ユーロ移行計画を発表した。それに示された移行スケジュールによると、国民投票実施が決定されてから移行完了までには最長3年を要する。その過程は次のように図解されている。



公共部門のうち中央政府省庁は、移行計画の策定を99年に完了した。それ以降、財務管理やシステム転換などの特定の問題と取り組む作業部会が組織された。政府省庁のうち、内国歳入庁、関税物品税庁、社会保障省の準備期間が予定の24～30ヵ月を超えている。従って、この3省庁は国民投票実施以前に綿密な分析を行い、それに基づいて準備に取り組む必要があるが、同省庁は現在進行中のシステム転換にはユーロとの互換性が考慮されていることを確認した。公共部門の移行計画は現在、国民医療制度機関、地方自治体を対象とした段階に達している。

イングランド銀行はポンド金融市場のユーロ移行に関する仮指針書の作成を終えたが、引き続き、適宜、指針書を改訂することとしている。これには、ユーロ参加前に発行あるいは約定され、ユーロ参加後に残高として残っているあるいは決済された金融商品や取り引きの処理、ユーロ参加後に発行または約定された新金融商品や新規取引の処理に関する情報も含まれる。

大蔵省は移行計画に関する状況報告書を定

期的に刊行し、進捗状況をモニターしている。最近の報告書（2000年11月）の要旨は以下のようにまとめられる。

- ・ユーロ建て取引体制を整えた小企業は99年の22万5,000社から27万5,000社に増加した。
- ・中小企業の過半数がEUとの直接的・間接的な取引関係にある。
- ・ユーロ圏との取引問題に未対応の中小企業は約60万社。

大蔵省のユーロ準備ユニットは中小企業の取り組み姿勢をモニターするために、一連の調査を行った。その結果によると、対応済み企業の割合は98年5月から同年10月の短期間で、わずか9%から23%へと急速に増加したが、その後頭打ちとなり、99年4月は27%、2000年4月は28%にとどまった。

中小企業が移行問題に関して情報と支援を必要としているのに対して、大企業は独自の対応手段を持っていると考えられる。ユーロ準備ユニットは中小企業に必要な業務の事例研究、データ表、セルフ・テストなどの種々の情報を提供している。政府と地域ユーロ・フォーラムはまた、電子取引（e-commerce）、ユーロ（euro）、輸出（export）の問題と包括的に取り組む「3e」イニシアチブを支援している。

英国には12の地域ユーロ・フォーラムがある。フォーラムは中央・地方の政府機関、地域開発公社、商工会議所、民間企業の代表者で構成され、以下のような支援活動を行う。

- ・中小企業を対象とした関連問題をテーマとする会議・説明会の開催を支援する、あるいはそうした場で講演・説明を行う。
- ・中小企業向け電話照会サービスの提供。
- ・ホームページの開設と維持。
- ・地域の企業を対象に会報配布と支援供与を行う。
- ・パンフレット、論説その他の情報を提供し、中小企業のユーロ理解を助ける。

「準備を整えたうえで決定する」政策は、英国が欧州単一通貨参加を決定した場合、比較的短期間で参加を達成する可能性を見込んでいるが、近い将来、参加が決定される可能性は低いと言われている。しかし政府は、2001年2月、国会での質問に対し、「次期政権後早期とは2年以内のことである」と、これまで具体的な時期に対する明言を避けてきた姿勢を打ち崩した。これについては、政府内部でも見解の統一が図られていないとされ、2001年春にも行われる見込みの高い総選挙を目前にして大きな問題となっている。また、これまではユーロ参加問題について、次期総選挙の争点として避けられる方向も見られたが、これを機に、避けては通れない状況になったとも見られている。

(2) 主要政党の姿勢

英国のユーロ参加についての主要政党の見解は党内、政党間のいずれにおいても大きく分かれている。大雑把に見ると、保守党は反対、自由民主党は賛成、労働党政府は「原則として」賛成だが、「経済的条件が適正である」場合に限るとしている。

労働党

労働党は公式には英国のユーロ参加を原則支持すると表明しているが、一定の経済条件が満たされることが必要であると但し書きをつけている。クック外相、マンデルソン前北アイルランド相が支持派のリーダーであり、ブラウン蔵相、ストロー内相はそれよりも控えめの中庸支持派を形成している。政府の姿勢から判断して、ブラウン蔵相の影響力は相当大きいと考えられる。

英国が参加するかどうかは、次期総選挙における労働党の支持率に左右されよう。労働党支持が強ければ、党はユーロ支持姿勢を鮮

明にすると考えられる。最近、国民投票は経済的なメリットだけでは勝ち得ないことが認識され始めた。マンデルソン前北アイルランド相によれば「ユーロ支持派は政治あるいは憲法上の争点を理解しなければ、間違いを犯していることになる。ユーロ支持派が憲法上の制約はないと決め込んでも、国民が同じ見解を持っていると考えてはいけない。今、この瞬間から対策を講じなければならない。国民投票に向けた準備を最優先すべきである^(注65)」と述べている。

保守党

保守党の公式政策は、次期総選挙後の国会中は英国のユーロ参加を見送るというものである。従って、保守党は選挙戦で反ユーロ政策を軸にキャンペーンを展開すると予想される。この戦略は99年の欧州議会選挙で成功を収めた(ただし、比例代表制への変更や、投票率の低かったことも結果に影響したと考えられる)。党内にはユーロ支持派(マイケル・ヘーゼルタイン氏やケネス・クラーク氏が代表的)もいるが、その影響力は限定されている。

自由民主党

自由民主党の議会での勢力は相対的に弱いが、強くユーロを支持する姿勢が将来影響力を強める可能性がある。特に、次期総選挙で労働党が過半数を保持したものの勢力が大幅に後退した場合、自由民主党の支持を求める可能性が大きい。その場合、両党の正式な連立(ブレア首相が過去に考慮した)につながるかどうかにかかわらず、政府は英国のユーロ参加姿勢を前面に押し出すと予想される。

(3) 世論動向

英国民の間では、ユーロ参加反対の声が高い。ガーディアン紙/ICMリサーチのユーロに

(注65) Financial Times, 16 November 2000

関する2000年11月の世論調査では、国民投票では不支持に投じるが71%、支持するが18%となっている。一方、中長期的な見通しについては、流動的あるいは不透明である。例えば、ある調査では、回答者の58%が2010年にも英国は独自の通貨を保持している、34%がその時までにはユーロは崩壊するとしている。これに対して、別の調査^(注66)では、英国は2010年までにユーロに参加するが52%、英国は絶対に参加しないが21%となっている。

ユーロ導入後2年間の世論形成に影響した要因の一つとして、同期間中のユーロの軟調推移が挙げられる。ユーロが対ドルで25～30%低下し、このことが、新通貨がある意味で「失敗した^(注67)」という印象を与えたことは否めない。しかし、これには金融市場の特性の誤解、とりわけ通貨高あるいは通貨上昇は「良い」ことであり、通貨安あるいは通貨低下は「悪い」という誤解にも原因がある。実際のところ、この見方は、強いポンドが国内景気を悪化させる一方で、弱いユーロは、ユーロ圏内の輸出業者の競争力を高めているという、英国で浸透している見方とは矛盾している。為替レートの変動は資本流出（特に米国に流入する場合）と欧州経済の相対的パフォーマンスに対するネガティブな感受性に起因している。

しかしながら、英国の通貨統合参加支持へと世論が転換する可能性は、ユーロの相対的パフォーマンスが、国民と産業界の意見に影響を及ぼしているのと同程度に、為替動向に依存している。ユーロが一段と低下するとしても、これまでのような急降下を見せる余地は少ないだろう。実際、ユーロ圏でインフレ抑制のために金融引き締め政策が採られている状況と、米国景気の減速が相俟って、中期

的にはユーロ上昇の余地さえ出ている。仮にこのシナリオ通りとなれば、英国国民の反ユーロ・ムードが後退する可能性もある。

(4) 産業界の見方

英国のユーロ参加に関する産業界の意見は、依然として分かれている。一般的には、事業基盤を国内市場に置く小企業は参加不支持、ユーロ圏と取引関係にある大企業は支持の傾向が見られる。

多くの大企業が英国のユーロ参加を支持している半面、最近のフィナンシャル・タイムズ紙の主要企業の最高経営責任者を対象とした調査では、7対1の大多数で英国産業連盟が単一通貨のメリットのPR中止を決定したことを支持していることが判明した。また、調査対象者の3分の2が、英国産業連盟は政府のユーロ支持表明の圧力に抵抗すべきであると考えていることが明らかにされた。しかし、これはユーロ支持の後退としてではなく、英国産業連盟は英国のインフラ問題などの他の問題を軸にキャンペーンを展開すべきであるという認識の浸透と解釈するのが妥当だろう。

タイムズ紙は、UK200グループが実施した会計士を対象とした調査^(注68)の結果を発表している。それによると、小企業の69%がポンド廃止を望んでいない。この傾向は南西部(77%)および南東部(75%)で特に強い。このほか、インスティテュート・オブ・マネジメントもユーロ参加不支持の急増を示す調査結果を発表した^(注69)。この調査によると、マネジャーの61%が国民投票では不支持票を、29%が支持票を投じるとしている。これは99年5月の時点と比べて単一通貨反対の気運が急速に高まったことを示している。当時の調査では、ユーロ参加賛成が47%、反対が43%だ

(注66) The Guardian, 14 November 2000

(注67) 例えば、2000年2月5日エコノミスト誌は、これを英国国民のユーロ不支持の原因と示唆している。

(注68) The Times, 11 November 2000

(注69) "Managers become sharply anti-euro", News Release, 23 November 2000, Institute of Management

.....

った。しかし、一方では回答者の50%が10年後には英国のユーロ参加は必至とし、長期的にユーロは、欧州経済の競争力と柔軟性を向上させると考えている（この意見に不同意の回答者は38%）。さらに、回答者の51%が「ユーロ圏外にとどまれば、コストは間違いなく増加する」ことを理由に、英国はいずれユーロに参加すると考えている（この意見に反対の回答者は全体の35%）。この調査では、その他、以下のような結果が出ている。

- ・政治要因よりも経済要因が重要：73%（一方で、政治要因などの制約がユーロ参加の大きな障害：59%）
- ・英国とユーロ圏諸国との格差のため、ユーロ参加により短期的に英国にかかるリスクが増大する：64%
- ・ユーロ参加は増税と規制強化を招く：61%
- ・短期金融市場におけるユーロの不振は通貨としての有効性に対する信用を脅かした：77%

(5) 見通し

これらのことから、英国が近い将来、ユーロに参加するとは考えにくい。現時点では国民の反ユーロ・ムードが強く、国民投票でユーロ参加が否決される可能性が高い。さらには、2001年春にも総選挙が実施される見込みが高いことから、短期的に取り組みが棚上げされることも考えられる。ただし、前述のブレア首相の2年以内に決定する旨の発言と保守党の強固な反ユーロ姿勢からして、ユーロ参加問題を選挙戦で棚上げすることは現実的ではないとの見方も強い。

また、英国の参加に伴う実務的問題が解決するまでには時間が必要とされる。この実務的問題には参加時の適正為替レート、安定性基準を満たすために、一定期間、為替相場メカニズムに再度参加する必要があるかどうか

なども含まれる。

中期的（今後2～3年）に英国がユーロに参加するかどうかは世論に依存し、世論が変わるかどうかは、部分的には英国とユーロ圏の経済動向にかかっているといえる。ユーロ圏の改革のペースと範囲も国民および産業界の見方に影響を及ぼすが、経済要因や政治要因が世論にどの程度影響するかどうかは明らかでない。

最近のドイゼンベルクECB総裁のコメントでは、英国のユーロ参加の見通しに影響する別の要因を浮かび上がらせた。同総裁は、「英国のユーロ参加の唯一の判断基準は、マーストリヒト条約に定められた基準である」と述べている^(注70)。英国は、現時点ではほとんどの参加条件を満たしている。ユーロ参加に先立つ2年間為替相場メカニズムに参加しなければならないという条件に対しては、90年代初期の為替相場メカニズム（ERM）離脱を余儀なくされた経験から、強い抵抗を示すだろう。大蔵省は2年間の為替相場メカニズム参加条件を満たしていないフィンランドとイタリアがユーロ参加を認められた事実を指摘し、英国は為替相場メカニズムに再び参加する意図の無いことを強調した。これは恐らく、英国のユーロ参加申請時の交渉事項になると考えられる。

4. 企業戦略

企業のユーロ対応方法はさまざまだが、資本市場の動向は戦略策定のキーポイントのひとつとされている、例えば、間接的な銀行借入ではなく、債券発行による直接資金調達を奨励することなどによるものである。ユーロ圏に事業拠点を持つ企業、あるいは同地域と取り引きのある会社にとってユーロ戦略の構築は必要不可欠である。とりわけ、通貨統合が次の重要な段階に差しかかっている現局面

(注70) The Financial Times, 24 November 2000

において、すなわち、2002年1月からの現金以外での各国通貨の使用停止を控えて、戦略策定は重要な意味を持つ（文末のユーロ移行スケジュール参照）。

単一通貨導入に伴う基本的な変化への対応策に加えて、多くの企業、特にユーロ圏非居住者だが、ユーロ圏と取り引きのある企業の戦略もまた、ドル、ポンド、円などの通貨に対するユーロ安に左右される。ユーロ安が収益に大きく影響する場合は為替レートの大幅な変動のヘッジ、あるいはユーロへのアプローチに重点が置かれる。また、英国のユーロ参加促進を打ち出している企業も多い。ただし、為替リスクの解消あるいはサプライヤー間の競争促進を目的とするのか、単に一時的に不利な為替レートに原因があるのかどうかは不明である。

（1）事業拠点戦略

ユーロ導入以来、企業が検討している戦略の一つに、事業拠点がある。しかし、これがユーロ自体のメリットあるいはデメリットに起因するのか、ユーロ安を反映したもののなのかは区別しにくい。ユーロ安のために、ユーロ圏向け輸出業者は収益維持に苦闘している。この戦略例を幾つか以下に挙げる。

- ・松下電器産業は英国生産拠点の海外移転を検討した。同社は為替リスクを理由として、既にテレビ製造事業の大部分をチェコに移転した^{（注71）}。同社は「足下の問題は、英国がいつユーロに参加するかである……」と語ったと伝えられているが、チェコがユーロ圏外であるという事実は、松下の決定が単に為替リスクのためではなく、他のコスト要因が絡んでいることを示唆している。
- ・マツダは生産拠点の一部を日本からユーロ

圏に移転する案を検討した。現在同社は海外生産拠点が無いに等しいが、同社の34%の株式を保有するフォードのドイツまたはベルギー工場で製造に乗り出す可能性が浮上している。マツダの財務部主任のロバート・シャンク氏は、過去数年間で10億ドルの累積為替損を計上したことを挙げ、この戦略の策定に当たって為替レートがポイントとなったと語っている^{（注72）}。

- ・英国企業のダイソンは英国がユーロ参加を見送るならば、今後の設備投資は英国ではなく、マレーシア拠点で行う旨を明らかにした。

（2）原材料調達方針

ユーロは企業の原材料調達方針にも大きな影響を及ぼしている。ここでの問題もユーロ安である。例えば、英国で製造した製品（コストはポンド建て）をユーロ圏へ輸出（売り上げはユーロ建て）する場合、ユーロのポンドに対する価値が低いとため、収益性が圧迫される。このため、一部の企業はサプライヤーの範囲をユーロ圏にも広げることによって、為替リスクを最小限に食い止めている。そのほか、為替レートとは本質的に無関係だがユーロの影響として、ユーロ圏の価格透明性の向上があげられる。価格透明性の改善に伴ってユーロ圏のサプライヤーの競争が刺激され、ユーロ圏の仕入れコストが低下すると考えられる。原材料調達方針の例として、次のようなものがある。

- ・日産自動車の英国子会社は部品調達先をユーロ圏の企業に変更することを検討している^{（注73）}。フィナンシャル・タイムズ紙によると、日産UKのクシュナーン社長は、部品調達と販売の通貨はマッチしてくると予

（注71）BBC News, 4 August 2000

（注72）"Mazda to move some production to Europe", Financial Times, 17 October 2000

（注73）"Nissan warns of sourcing shift into euro zone", Financial Times, 17 October 2000

想している。これは、現在、英国での調達
は70%だが、ユーロ圏での調達が約75%に
なるという意味である。

- ・為替リスクを回避するために、リスクをサ
プライヤーに転嫁する方法も、一部の国際
企業に採用されている。これに関連して、
フィナンシャル・タイムズ紙は、ユニリー
バやトヨタをはじめ多国籍企業数社が英国
のサプライヤーに対してユーロ建てで請求
書を起すよう要請した^(注74)と報じている。
英国商業会議所のフレッチャー主任エコノ
ミストは、ユーロ安が続けば、この現象は
さらに頻発するだろうとコメントしてい
る。なお、MGローバーと親会社BMWは
サプライヤーにユーロ建て決済を取り引き
の条件としたが、BMWのローバー売却に
伴い、同戦略を廃止した。

(3) 中小企業の戦略

2000年4月、大蔵省は英国企業のユーロ建
て取引への対応状況を査定するために中小企
業調査を行った。この調査には、一般的なユ
ーロ対応戦略が既に策定されている場合、そ
れがどのようなものを問う質問も含まれてい
る。この質問への回答を表6にまとめた。

表から読み取れるように、中小企業の戦略
は積極的と言うよりは、消極的傾向が強い。
これは、中小企業の多くが主として国内市場
で事業を行い、ユーロ圏の企業と直接取引関
係がないためと考えられる。それに加えて、
英国がユーロに参加するかどうかは不透明で
あり、参加の可能性が極めて低いと見る向き
さえある。この先行き不透明感がユーロへの
積極的対応を妨げている。

(ブレア・キナン)

表6 EU内の企業と取引関係にある中小企業のユーロ対応戦略

(単位：%)

要請に応じ、またはサプライヤーや顧客の希望に応じてユーロで取り引きをする	18
既にユーロを使用している / ユーロで取り引きをしている	11
知識を蓄えている	10
ユーロの銀行口座を準備済み	9
ユーロを外貨または個別の通貨として取り扱う	5
システム準備段階中	4
本社が既に準備した	4
多通貨会計で処理する	3
ユーロ建てで請求、またはユーロ建て請求システム整備	3
価格構造を変更する	3
ユーロ取引が成立すればユーロを取り扱う	3
ユーロで売買している	2
未回答	3
その他	13
不明	16

(注) %は、一般的な戦略を策定した企業の割合
出所：HM Treasury Euro Preparations survey, April 2000

(注74) "Emergence of 'euro-creep' phenomenon worries small companies", Financial Times, 29 August 2000

<ユーロ移行スケジュール>

2001年 1月

ギリシャが欧州通貨統合の12番目の参加国に。ギリシャは大企業を対象に強制的にユーロとドラクマによる二重価格表示の適用を開始。

2001年 3月

ギリシャは中小企業を対象に強制的にユーロとドラクマによる二重価格表示の適用を開始。

2001年 7月

フランス、ベルギーのリテール銀行口座のユーロへの転換開始。ただし、特に顧客からユーロ転換拒否の申し立てがあった場合は据え置かれる。

2001年 8月

ドイツのカタログ販売セクターがユーロ価格設定を開始。

2001年 9月

ユーロ現金の銀行および小売業者への前渡し開始。欧州委員会はこの時点からユーロ圏の公共料金請求書はユーロ建てとするよう勧告。

2001年10月

オーストリアはほぼ全企業に対して強制的にユーロとシリングによる二重価格表示の適用を開始。

2001年12月

ユーロ圏でユーロ硬貨の国民向け「先発キット」が流通開始。

2002年 1月

移行完了。ユーロ圏各国通貨の現金以外での使用が停止され、事業はすべてユーロ建てで行われる。ユーロ紙幣および硬貨の導入。

2002年 1月28日

オランダ通貨の法定通貨としての資格の喪失。

2002年 2月

ユーロ圏のほとんどの国の通貨が法定通貨としての資格を喪失。

(出所 : HM Treasury Progress Report、2000年11月)