

機関誌 『THE WORLD COMPASS』 2002年 2月号

『ユーロ貨幣登場』 平尾通泰 三井物産戦略研究所 C F O

## 1. ユーロ現金流通開始

### (1) バーチャル・カレンシーからリアル・カレンシーへ

欧州通貨統合に参加するユーロ圏12カ国で、2002年1月1日から欧州単一通貨ユーロの現金の流通が始まった。市場に流通するユーロ現金は、紙幣が7種類、硬貨が8種類。総額で約6,487億ユーロ（約75兆2,000億円）に達し、史上最大の通貨転換となった。

1999年1月1日にユーロは導入されたが、これまでは金融機関や企業が帳簿上で使う、いわばバーチャル・カレンシーであった。3年を経て法定通貨としての現金が発行され、晴れてリアル・カレンシーとして登場、人口3億人の経済圏が誕生した。

思い起こせば1951年の欧州石炭鉄鋼共同体から半世紀、1979年のEMS（欧州通貨システム）発足から30年以上の年月を経て、欧州の夢「単一通貨」が実現した。これまで幾多の試練を経ながら、粘り強く「ユーロ」の誕生をもたらした、欧州の関係者の熱意と執念に心から敬意を表したい。

大量の現金の流通に際しては、何らかの混乱の発生も危惧されていたが、まずは「大成功」といえる流通状況を示している。EUの欧州委員会は15日、「1月から始まったユーロ貨幣の流通状況について、小売店などの現金支払いの92%が各国貨幣からユーロに切り替わり、貨幣転換が事実上完了した」と発表した。ドイツ、オランダ、アイルランド、フィンランド、ルクセンブルクの5カ国は95%を超えた。

### (2) 現金流通の意義

99年1月から「資本取引」にユーロが導入され、大企業の会計処理はユーロに統一合理化され、ユーロ域内の為替・金利リスクから開放された。大企業は市場の統合拡大を目指し、M&Aや投資拡大に乗り出した。しかしながら一般消費者にとっては、ユーロはまだバーチャルな存在であり、大きなインパクトはなかったともいえる。

ユーロの登場により市場の「透明性」が増し、域内同一商品やサービスの価格競争がもたらされるといわれてきたが、現実にはあまり目に見える変化はなかった（図表1）。

図表1：EU各都市の価格比較（単位：ユーロ）

注：各都市の一般的な小売店で調査。缶ビールはハイネケンやカールスバーグなどの各地の一般的な銘柄

\*ミラノは瓶660ml、アテネは330mlの価格

出所：日本経済新聞 2002年1月3日朝刊

今後、現金の流通により価格の透明性が増し、より安い消費地を求めて人の動きが活発化すると同時に、国境を超えた企業の価格競争が激化しそうだ。

インターネットの利用は、こうした価格競争を一層加速することになるだろう。

域内12カ国の国境周辺に住む住民にとって、国境の意味が薄れる。自動車メーカーのBMWは1月7日、新7シリーズの1車種に統一ベース価格（税制、登録費用、部品規格差を除く）を導入、今後段階的に新車価格を統一していくとの方針を発表した。欧州委員会は自動車販売の「競争促進策」（注）を提案する予定で、こうした動きがEU域内のあらゆる商品に浸透していく可能性が高い。

## 注)「競争促進策」

欧州委員会は独・仏・伊各国における大手自動車メーカーの独占体制を崩すため、EU域内の自動車販売の競争促進を提案する。内要は一部主要加盟国に対し、自動車メーカー間の自由競争を容認するよう提案する見通し。欧州委は「一つのメーカーが15%を超える高いシェアを持つ市場を開放することは、正当化される」と指摘した。

### (3)EMU未加盟国への影響

#### ・ 1 . デンマーク

ファイナンシャル・タイムズ紙によれば、1月10日に実施されたデンマークのBorsen紙主催の世論調査結果では、回答者の57%がユーロ導入に賛成した。これは2000年9月の「EMU参加」の国民投票で、53%が反対したことを考えると大きな変化で、賛成率は英国、スウェーデンを含めた未加入3カ国の中で最大であった。

この変化は、欧州担当相や外相が、ユーロ現金が登場すればユーロ参加へのムードが変わると予言していた通りの現象であった。モラー外相は英国やスウェーデンに先立ち、来年にも国民投票の予定と表明した。

#### ・ 2 . スウェーデン

スウェーデンのメディアは、ギャラップの世論調査で、国民の51%がユーロの導入を望んでいることがわかったと報じた。同調査は2001年12月12日～19日に1,000人を対象に実施されたもので、ユーロ導入反対は38%、未決定は11%だった。また、回答者の3分の2近くが、スウェーデンは3年以内にEMUに参加すると予想していることが明らかになった。

スウェーデン・クローナの為替レートは2000年5月をピークに一貫して下落、同年12月中旬にはピーク時よりも約15%下落した。EUの中で孤立は避けたいという意識とともに、自国通貨価値の下落を目の当たりにして、これを嫌う意識がEMU参加に賛成する動機に変化したとみられる。政府は参加に前向きであり、親ユーロ派のペーション首相は2003年3月にもユーロ導入を国民投票で問う意向を表明した。

#### ・ 3 . 英国

NOPの最新世論調査(2002年1月実施)によると、ユーロ参加に反対する英国民が過去1年間で大幅に減少し、反対52%に対し賛成42%(2001年2月から10%上回った)となった。ユーロ参加推進派は、2002年になれば参加反対論は薄れる可能性があるとしていたが、今回の調査はその見方を裏付ける形となった。ユーロ現金の導入で、英国の物価高がはっきり見えるようになれば、この傾向はさらに助長されるとみられる。

上記3カ国はもとより、スイスでもユーロ貨幣による支払いを歓迎する企業が増えている。

### 2 . ユーロ為替動向

ユーロ流通開始からまだ1カ月しかたっていないが、懸念された便乗値上げも現時点では限定的で、独・仏・伊などEU主要国で個人消費が予想以上の堅調さを見せ、景気に明るさが見えはじめた。通貨の切り替え期限前の駆け込み消費(脱税資金などの消費も含め)との声もあるが、「ユーロ流通が域内の成長率を1%押し上げる」(ドイセンベルグECB総裁)など、EUの首脳から強気の発言が出てきた。

ユーロ現金の導入で商品価格の透明性が増し、市場メカニズムの効率が向上する。こ

れは金融・資本市場にも当てはまり、為替リスクが消え取引条件の透明性と取引の流動性が高まり、投資判断が容易になる。年金等の投資の対象もEU地域に大きく拡大する。

99年ユーロ誕生以降ユーロの弱さの要因が、成長格差、金利格差、信認格差で説明されたが、ユーロ貨幣流通下の2002年の為替動向を各要因別に考えてみたい。

### (1) 成長格差

90年代の後半、米国経済はニューエコノミーに象徴されるIT革命と生産性の上昇で4%を超える高成長を続けたため、M&Aによる直接投資、株式・証券等への金融投資で、米国経常収支赤字の3分の2を埋めるほどの巨額の資金が欧州から米国に流出した(図表2)。

図表2：欧州・米国をめぐる資金フローの変化(単位：億ドル)

注：プラスはネット買い越し、マイナスは売り越し

出所：米国商務省 Survey of Current Business

このためドル高・ユーロ安がもたらされたわけであるが、その第一の原因は米国のGDP成長率の欧州地域に対する優位であった。特にIT・FT技術の遅れを埋めるべく、欧州企業による米国企業買収が、99年から2000年にかけてブームの様相を呈した。いま考えればITバブルの影響も多分にあり、M&Aの結果が成功したか否かは若干疑問が残る。

米国バブル崩壊と景気減速で、2001年以降直接投資ならびに株式投資は目に見えて減少した。2001年12月に発表されたIMFのGDP成長率の見通しは、2001年EU1.5%、米国1.1%、2002年EU1.2%、米国0.7%と、EUの成長率を高く予測している。

潜在成長率はまだ米国が優位にあるものの、2002年の投資を考えるうえで、EUの投資家から見て米国への投資に過去ほどのインセンティブはない。

株式投資面でも、現状の米国株価はバブルの後遺症の克服、民間債務の積み上がりなどを勘案するとまだ割高と判断されるため、欧州から米国への株投資資金流入が再び増加する可能性は薄い。

### (2) 金利格差

独・米の10年物国債の金利格差(月末値)を見ると、これまで米国金利が高く、年平均では、99年1.12%、2000年0.66%、2001年0.25%の格差があり、債券投資のインセンティブとなっていた(図表3)。

図表3：米国とユーロ圏の長期金利・政策金利の推移

出所：DRI・WEFAほか

2001年度は米国金利低下のキャピタル・ゲイン狙いが多かったと考えているが、長期金利格差は9月に一時消滅した(9月11日の同時テロの影響もありトレンド判断は難しいが)。1月17日現在では、米国4.933%・ドイツ4.823%と格差は0.1%程度であり、為替リスクを加味しても米国債への投資が有利との判断は難しい。従って、欧州から米国への債券投資も減少する可能性ははるかに高い。

### (3) 信認格差

一般消費者にとって昨年までのユーロはバーチャルな存在で、国境を超えれば交換の

手間とコストがかかった。ユーロ貨幣の登場により、市場の透明性、流動性は大きく拡大し、ユーロは非常に便利な貨幣に変身した。いま初めて統一通貨体制が名実ともに実現したといえる。当然一般欧州人のユーロへの信認は大きく改善するはずである。ユーロの利便性が初めて目に見えるようになるとともに、ユーロへの愛着、信認も増すであろう。しかしながら金融・資本市場ではまだ次の信認問題が残っていることは否めない。

#### ・ 1 . 欧州中央銀行 ( E C B ) に対する信認

E C B の政策目標の第一義は「物価の安定」である。これまでの E C B に対する市場の評価は、米国の F R B と比較すると、景気動向に対する政策の柔軟性において、あるいは、市場とのコミュニケーションの巧緻さにおいて、信認度が劣るといのが多数意見である。12カ国すべてに最適の金融政策という点で、E U はまだ経済のサイクル一体化の過渡期でもあり、政策運営に難しさがあることは認めなければならないが、市場の E C B に対する信認が、F R B と同等になるにはまだ時間がかかるようだ。

#### ・ 2 . E U の政治・経済構造に対する信認

F R B のグリーンズパン議長は2001年11月30日、ユーロ50グループ円卓会議（ワシントン）で「国際通貨としてのユーロ」と題して講演したが、その中で「ユーロの対ドル相場が弱いのは、米国経済がユーロ圏経済よりも労働市場などにおいて柔軟性があり、中長期的な収益性が高いからである。また、仮に収益性が両経済間で同等だったとしても、国際基軸通貨の変更にはコストがかかり、歴史を見ても長い時間を要するものだ」と述べた。ドイセンベルグ E C B 総裁も「グリーンズパン議長が指摘しているように、欧州経済は米国経済と比較して柔軟性に欠けている」と認めている。

#### (4) 2002年の為替動向

ケインズはかつて為替の選好は「美人投票」みたいなものだと例えたが、今年の為替動向について筆者は「不美人投票」と考えている。ドル・ユーロ・円3通貨は、みな良くないが、どれが一番マシかという選択である。

円に最も魅力がないことは説明を要しないであろう。ユーロ相場は、2002年1月2日、1ユーロ = 0.905ドルとご祝儀相場現出後、0.86 ~ 0.87ドル台に戻っている。東欧10カ国にとってユーロはドルと同様に重要な通貨になってくる。中国が発表したように外貨準備でのユーロ・シェア拡大の可能性も出てくる。上記の理由とあわせて考えると、今後、年後半に向けて緩やかにユーロが上昇すると期待している（0.95ドル近辺に大きな壁があるが、もし突破すればパリティーに近づく可能性が出てくる）。

潜在成長力ではまだドルが上であることは充分認識しているが、米国には世界最大の債務国であることと、4,000億ドルに及ぶ巨額の経常収支赤字という弱点もある。2001年来の世界同時経済減速とリスクの高まりから、国際資本移動額が収縮しはじめた。何らかの理由で資本の自国回帰現象が再発した場合、欧州は債権国群で、小さな経常赤字という状態と比べると、ドルに構造的な弱みもあり、今年の米ドルにあまり楽観はできない。

ちなみに、1月のメリルリンチのファンドマネジャー調査（273人の回答、運用資産合計約7,550億ドル）によると、今後12カ月で最も好ましい通貨はユーロとの回答が約59%に上った（11月56%、12月52%）。一方、ドルが好ましいと回答したのは31%で、12月調査の37%から低下、11月水準に並んだ。円に対する見方は極めて弱気で、75%が最も避けたい通貨（12月78%）に選んだ。

### 3. 時間がかかる政治・経済統合

#### (1) 金融サービス市場統合

EUが本格的に金融サービス市場の統合に取り組みはじめたのは、ユーロ導入を前にした98年5月以降であった。98年6月のカーディフ欧州理事会で「金融サービス分野での単一市場のあり方を改善するために必要な行動フレームワーク」作成指示が欧州委員会に出された。同年10月、欧州委員会は「金融サービス：行動のためのフレームワークの構築」報告書を発表。これに基づいた具体的行動計画が99年5月の「金融サービス行動計画（FSAP：Financial Services Action Plan）に結実した。

2000年3月のリスボンの欧州理事会で、FSAPの実施期限を2005年と設定した。同理事会は「EU経済を2010年までに世界で最も競争力のあるダイナミックなナレッジ・ベースド経済にする」との戦略目標を立てた。

なお、証券市場関連の措置は昨今の動きを踏まえ2003年に完成時期を前倒しした。

#### 図表4：FSAPを構成する4分野主要措置

##### (1) ホールセール市場（19項目）

- ・目論見書 ・定期報告 ・投資サービス指令 ・市場の不正操作防止 ・時価会計導入 ・会計基準改正
- ・IAS導入 ・監査制度 ・決済 ・M&A ・クロスボーダーでの担保の取り扱い
- ・欧州会社法
- ・年金基金制度 ・投資信託 ・賦課年金基金の健全性監督 ほか

##### (2) リテール市場（9項目）

- ・金融サービスの遠隔販売 ・情報提供 ・消費者取引制度の比較分析 ・保険販売の自由と一般公益
- ・単一決済市場の形成 ・電子商取引 ・決済システムの不正防止 ほか

##### (3) 規制・監督制度（10項目）

- ・保険会社の清算 ・銀行の清算 ・電子マネー ・マネーロンダリング ・金融商品の情報開示
- ・自己資本規制 ・金融コングロマリット規制 ・証券委員会、証券監督委員会の設立 ほか

##### (4) その他（4項目）

- ・貯蓄利子課税 ・法人優遇税制 ・金融サービス商品への課税 ・クロスボーダーの職域年金への課税

出所：宮脇秀治「国際金融」1077号（2001年12月15日）

92年のEU市場統合完成に伴い、銀行、証券、保険の三業態のそれぞれについて、ほかのEU加盟国における自由な支店開設と金融商品・サービスの直接提供を認める「シングル・パスポート」制度が実施され、金融市場は制度的に統合されたはずであった。実情は各国で制度運用が異なり、金融市場の統合は期待通り進まなかった。この制度とFSAPが一体化してはじめて統合金融市場が生まれる基盤が整うことになる。

通貨統一以外の国の主権にかかわる問題の統合、特に税制にかかわる問題は各国の利害による抵抗が強く、早期の統合は困難と予測される。これまでの欧州から米国への巨額の金融投資資金の流出は、こうした市場の非効率性など欧州の弱点を熟知した動きであったといえよう。

## (2) E Uの政治統合 「ラーケン宣言」

2001年12月14日、15日ブリュッセルのラーケン宮で開催された欧州首脳会議は、EUの東方拡大については、現在加盟交渉進捗状況を評価し、2002年末までに加盟交渉を終了できる加盟候補国は、2004年の欧州議会選挙に加盟国として参加できることを確認した（現在、加盟候補国としては、ハンガリー、ポーランド、チェコ、スロバキア、スロベニア、リトアニア、エストニア、ラトビア、マルタ、キプロスの10カ国）。

EUはこれまで最終的な統合目標を定めず、除々に政策統合を進めてきた。ユーロ導入により通貨統合が完成したあと、さらなる政治統合を進めEU統合を完成させるためには将来の「ビジョン」が必要だ。今回の首脳会議で「EUの将来像」を検討する諮問委員会の創設を盛り込んだ「ラーケン宣言」を採択した。

新機関の議長にはジスカルデスタン元仏大統領が就任、2002年3月までに協議を開始し、2003年6月までに具体案をまとめる。

諮問委員会の提言を受けて、加盟国政府はEU基本条約の再改正協議に入り、2004年までに改正案をまとめる計画。EUと加盟国の権限の線引きや、欧州議会の立法権限強化、欧州委員会の直接選挙制などが焦点になる。独政府の提案する「欧州連邦」構想に対して、政治統合強化に慎重な英国、北欧各国などの反発が避けられず、政治統合にはまだかなりの年月を要することになりそうだ。

## 4. 終わりに

ユーロ貨幣の導入により、欧州の人々は通貨交換のわずらわしさやコスト負担から開放され、商品・サービス価格がEU域内で比較可能になった。これは欧州企業に活発な競争を促し、産業の再編や活性化をもたらそう。

筆者はユーロ現金の登場が、今後われわれの想像以上の変化をもたらすと期待している。元欧州復興開発銀行総裁のジャック・アタリ氏は「欧州人という帰属意識を育て、欧州連邦としての統合の始まりとなるだろう。ただ、通貨統合は各国政府の経済・財政政策や社会政策に制約を加える。それがユーロへの不満を生むかもしれない。重要なのは政治的意志だ。欧州統合は自転車のようなもので、ペダルをこぎ続けなければ倒れる」と述べている。

欧州の前途にまだ数々の難関があるにせよ、半世紀にわたる夢を実現させた欧州人の粘りには敬服する。この粘りと持続力がある限り欧州統合は遅くとも着実に前進を続けそう。

[\\* クリックすると、大きい画像を表示します。](#)

図表1：16大都市の価格比較 (単位：ユーロ)

	ビッグマック	マルボロ ライト	缶ビール 500ml	マドンナ CD	地下鉄 一区間	タクシー 初乗り
パリ	2.95	3.6	1.83	18.6	1.3	4.6
ベルリン	2.85	2.8	0.56	16.87	1.2	2.5
ミラノ	2.5	3	1.47*	17.04	1	2.58
ウィーン	2.5	3.95	0.8	18	1.3	2
マドリード	2.49	2.4	0.79	14.39	0.95	1.95
ヘルシンキ	2.8	4	2.19	20.01	1.4	3.87
アテネ	2.11	2.95	1.09*	19.37	0.73	0.73
ブリュッセル	2.95	3.2	1.14	16.99	1.4	2.95

注：各都市の一般の1日売店で取扱い。缶ビールはハイネケンやカールスバーグなどの各地の一般的な銘柄  
ミラノは瓶800ml、アテネは330mlの価格  
出所：日本経済新聞 2002年1月3日刊

- 図表4：EUを構成する4大主要国
- (1) ホールセール市場 (18項目)
    - ・ 目録見直し、定期報告、投資サービス指令、市場の不正排除防止、時価会計導入、会計基準改正
    - ・ EU導入、監査制度、決済、M&A、クロスボーダーでの記録の取り扱い、欧州会社法
    - ・ 年金基金制度、投資指針、保護年金基金の健全性監督ほか
  - (2) リテール市場 (9項目)
    - ・ 金融サービスの透明化、情報提供、消費者取引制度の比較分析、保護顧客の自由と一般公益
    - ・ 単一決済市場の形成、電子商取引、決済システムの不正防止ほか
  - (3) 規制・監督制度 (11項目)
    - ・ 保険会社の清算、銀行の清算、電子マネー、マネーロンダリング、金融商品の情報開示
    - ・ 自己資本規制、金融コンプライアンス規制、証券委員会、証券監督委員会の設立ほか
  - (4) その他 (4項目)
    - ・ 競争法子規程、法人課税規則、金融サービス商品への課税、クロスボーダーの職務年金への課税
- 出所：宮崎啓治「国際金融」107号 (2001年12月15日)



