

# EU 新規加盟国の為替レジーム

— 拡大EUと「ユーロ化」 —

勝 悦 子

## 要 旨

2004年5月に10カ国が新たにEUに加盟し、本年4月にはブルガリアとルーマニアの新規加盟を欧州議会が承認して、順調に行けば2007年1月にはEU加盟国は27カ国に膨れ上がる見通しとなった。新規加盟国の多くは旧中央計画経済諸国であるが、90年代には様々な市場経済移行プロセスを経てきた国である。これら諸国に共通しているのは、所得水準が現EU加盟国に比べ一段と低いこと、中央計画経済のもとで法整備や金融制度など社会システムの改革が未だ進行中で制度が未成熟なこと、EU加盟を見据え巨額の外資が流入していること、などの点にある。これら諸国は国際資本市場にアクセスするエマージング諸国であり、これら諸国の最適な通貨制度を考えるには、外生的ショックが実物ショックか金融ショックか、あるいは固定相場制における金融政策上の制約、対外外貨建て債務から生じるfear of floating、最適通貨圏の理論など様々なファクターを考慮する必要がある。エマージング諸国である新規加盟国のうち、小国であるバルト三国のエストニアとリトアニアがすでにERM IIに参加し「ユーロ化」を志向している。一方で、「大国」については、バラッサ＝サミュエルソン効果、金融システムの強度、金融政策の意思決定プロセスの変化、最適通貨圏の条件などを考え合わせると、「ユーロ化」にはしばらく時間がかかると思われる。新規加盟国の「ユーロ化」の便益と費用については、小国では便益が大きいと考えられるが「大国」では必ずしもその便益が大きくはないからである。「ユーロ化」が達成されたとしても、外生的ショックが起きた場合の政策上の費用はEU諸国が背負わなければならない、それによって生じる経済上の問題をどのように解決していくのか、「ユーロ化」後がむしろEUにとっての正念場になる。

## 目 次

はじめに

### I. 拡大EU加盟国の為替レジーム

1. 拡大EU加盟国の為替レジームの現状と金融政策
  2. 地域別のレジーム選択とファンダメンタルズの相違
- ### II. 為替レジーム選択に影響する様々なファクター
1. 実物ショック、貨幣ショックと為替レジーム
  2. 金融政策と為替レジーム
  3. 金融システムの強度、fear of floating
  4. 最適通貨圏 (OCA) の理論

5. エマージング諸国の最適な為替相場制度

### III. 拡大EU諸国の「大国」の為替レジーム

1. バラッサ=サミュエルソン効果
2. 外資系銀行の参入と信用秩序維持政策
3. ECBの意思決定のあり方

### IV. ユーロ化の費用と便益

1. 「ユーロ化」のメリット、デメリット
2. 最適通貨圏 (OCA) からみた新規加盟国

むすびにかえて

参考文献

## はじめに

昨年5月1日に10カ国が新たにEUに加盟し、2005年4月13日にはさらにブルガリアとルーマニアの新規加盟が欧州議会で承認され、順調に行けば2007年1月にはEU加盟国は全部で27カ国に膨れ上がることになる。新規加盟国はERM IIに参加することが義務付けられているが<sup>1)</sup>、新規加盟国のうちバルト三国のエストニアとリトアニアは2004年6月にすでにERM IIに参加してレジームチェンジがなされた。両国とも2007年1月にはユーロを他国に先駆けて導入しようとしている。

新規加盟国の多くは旧中央計画経済諸国であり、90年代には様々な市場移行プロセスを経てきた国である。これら諸国に共通しているのは、所得水準が現EU加盟国に比べ一段と低いこと、中央計画経済のもとで法整備や金融制度などが未成熟で、社会システム改革が未だ進行中であること、EU加盟を見据え巨額の外資が流入していること、などの点にある。

新規加盟国は現在様々な為替レジームを採用

しており、エストニアやリトアニアなどカレンシーボードを採用している国から、完全なフリーフロートであるポーランドまで為替レジームには大きなばらつきがある。為替レジームはそれぞれの国の経済事情を反映したものである訳で、新規加盟国が全てEMUに加盟しユーロを導入するにはそれなりの時間がかかるものと思われる。

本稿は、各国の為替レジームの現状を概観し、とりわけ中欧諸国でユーロ化 (Euroization) が達成されるための条件は何かを、バラッサ=サミュエルソン効果や最適通貨圏の理論をもとに解明することを目的とする。またエマージング諸国<sup>2)</sup>の為替相場制度の最適化を分析し、新規加盟国のユーロ化について金融政策や銀行システムの整備も含めて分析する。

## I. 拡大EU加盟国の為替レジーム

### 1. 拡大EU加盟国の為替レジームの現状と金融政策

2004年に10カ国、2007年1月にはさらに2カ

国がEUに加盟することになったが、昨年EUに新規加盟した10カ国の通貨制度は図表1のように、大きく異なっている。これら諸国は東西冷戦終結後市場経済移行を図っており、とりわけ為替相場制度の変更はこれら諸国にとっては非常に大きな意味を持っていた。というのも、旧中央計画経済では旧ソ連を核として、コメコンを中心とした閉鎖的貿易投資体系のなかに入り、為替レートは単に計算上の単位に過ぎず、実態とかけ離れた固定相場と複数相場制度が採られていた国がほとんどだったからである。

エストニアは92年に将来のEU加盟を見据え

厳格な固定相場制であるユーロをアンカー通貨としたカレンシーボードを採用した。リトアニアも94年にカレンシーボードを採用し、アンカー通貨は当初ドルであったがEU加盟を目前とした2002年にユーロに転換した。ラトビアはSDRをアンカー通貨としていたが、ユーロの比率をSDRのそれより高い比率に変更した。カレンシーボード制を採用している前者二カ国は2004年5月のEU加盟後直後6月末にはERM IIに早速加盟し、ラトビアも2005年始めにユーロペッグとなるなど、バルト三国は「ユーロ化<sup>3)</sup>」が現実のものとなろうとしてい

図表1 拡大EUの為替レジーム

	形態	通貨の種類	備考
エストニア	カレンシーボード（ユーロ） ERM IIに参加。	Estonian Kroon	92年導入。04年6月よりERM II加盟。
リトアニア	カレンシーボード（ユーロ） ERM IIに参加。	Lithuanian Litas	94年導入。2002年2月アンカー通貨ドルからユーロへ。04年6月よりERM II加盟。
ラトビア	SDR ペッグ（ユーロウェイト 35%）→ユーロペッグへ	Latvian Lat	変動バンド±1%。05年よりユーロペッグ。
ハンガリー	ユーロペッグ ±15%	Hungarian Forint	インフレターゲット3-5%（2005年）
チェコ	管理フロート	Czech Krona	インフレターゲット2-4%（2005年）
ポーランド	フリーフロート	Polish Zloty	インフレターゲット2.5%（2005年）
スロバキア	管理フロート（ユーロ）	Slovak Koruna	暗黙のインフレターゲット
スロベニア	クローリングバンド（ユーロ）*	Slovenian Tolar	諸指標モニターによる金融政策
キプロス	ユーロペッグ ±15%	Cyprus Pound	事実上のERM II
マルタ	バスケットペッグ	Maltrese Lira	ユーロ70%、ドル、英ポンド

<参考>

ルーマニア	管理フロート（バスケット通貨）	Romanian Lei	1999年からドルおよびユーロを参考とする管理フロート
ブルガリア	カレンシーボード（ユーロ）	Bulgarian Lev	96年の通貨危機を経て1997年7月からユーロを準備とするカレンシー・ボード制

〔出所〕ECB [2004], p. 15に加筆。

カッコ内はアンカー通貨。

\*スロベニアは公式（de jure）には管理フロートとしているが、実際には（de facto）ユーロに対するクローリングバンドである。

る。

マルタはユーロの比率を7割としたバスケットペッグ、キプロスとハンガリーはユーロに対し上下15%の変動幅を設定したERM II型のユーロペッグとなっている。スロベニアとスロバキアはユーロに対する管理フロート制、チェコも管理フロート制で、最も自由な変動制となっているのはポーランドであり、小国が固定相場を志向しているのに対し、「大国」である中欧諸国はより柔軟な為替レジームに移行している。

これら弾力的な為替レジームを採用している国では金融政策はインフレーションターゲットなど国内プレコミットメントを強化する政策が導入されている。チェコ、ハンガリー、ポーランド、スロバキアではインフレターゲットが導入されており、スロベニアでも諸指標をモニターする形での金融政策が採用されている。強固な為替レジームを採用している国では、為替レートが金融政策の名目アンカーを担う形となっている。

## 2. 地域別のレジーム選択とファンダメンタルズの相違

このように新規加盟国は、厳格な固定相場制度を採用している国と、より柔軟な為替レジームを採用している国との二つのグループに大別される。地域別に見れば、ユーロ化が実現する見通しのバルト三国、準ユーロ化国である南・南東欧州（マルタ、キプロス、ブルガリア、ルーマニア）、そして柔軟な為替レジームを維持している中欧諸国に分類される。

より柔軟な為替レジームを採用している中欧諸国の為替レジームの変遷をみると、市場経済移行のプロセスのなかで、ハンガリーでは90年

以降バスケットペッグとなっていたが、95年にバスケット通貨をアンカーとするクローリングペッグ制に移行した。バスケットの中味のうちユーロの比率を徐々に高めていたが、98年のロシア危機後ハンガリーで通貨危機が起きたためその後はより柔軟な為替レジームに移行した。ポーランドでは90年に大幅に切り下げる形で対ドル固定相場制となったが、91年には5通貨からなるバスケット通貨へのペッグとなった。しかし、激しいインフレとなったため、同年にはクローリングペッグ制に移行した。さらに95年にクローリングバンド制となり、その後は短期資本の流入の速度にあわせて幅を縮小、拡大して管理することとなった。99年にはバスケットの構成をユーロ55%、ドル45%とユーロ化の度合いを強め、次第にクローリング幅を増大し、2000年4月には完全フロートとなった。

チェコでも91年1月にバスケット通貨の価値を中心に上下0.5%以内というナローバンドの固定相場制となった。その後バスケットの中味は3回変更され、93年5月にはドルとマルクの二通貨から成るバスケットとなって、その比率もマルクが65%と高い比率を占めるものとなった。しかしアジア通貨危機が起きた97年に時期を同じくして通貨危機を経験したため、同年5月には通貨バスケットペッグ制を放棄し、対マルク相場の安定を目指す管理フロート制に移行した。同時に金融政策ではインフレターゲットを導入した。

すなわち中欧諸国の「大国」では為替レジームはより柔軟なものに変化してきたと言える。例外はスロヴェニアで、同国ではインフレが相対的に高く92年以降は通貨下落トレンドが続いてきた。このため90年代半ば以降はマルク（99年以降はユーロ）に対するクローリングバンド

制を導入し、その後インフレ率や短期金利の低下や財政赤字の削減など経済コンバージェンスが見られるようになった。

新規加盟国相互でレジーム選択が大きく異なるのは以下の理由によるものと考えられる。第一に、経済規模の差である。経済規模が最も大きな国であるポーランド（名目 GDP1,952億ユーロ、2004年）に比べ、エストニアやリトアニア等は名目 GDP が89億ユーロ、179億ユーロ程度（いずれも2004年）に過ぎない。これら開放経済の小国では後述するように「ユーロ化」の効用が高い。第二に、インフレの度合いと金融政策の選択である。カレンシーボードや他の固定相場制導入の背景には、規律ある金融政策が採れないという、インフレ抑制の名目アンカーとしての役割を為替レートに求めるということがある。すなわち自国の金融政策に規律がなく財政赤字をマネタイズする傾向があり通貨の信認の低い国は、「ユーロ化」に合理性がある。第三に、労働市場の柔軟性である。ハンガリーとエストニアで労働市場の柔軟性が高いが、ポーランドでは最も低い。柔軟性が高い国ではユーロ化を実現しても実物ショックへの対応が可能となる。労働市場の柔軟性に加え、市場の開放度、EU との貿易構造や産業構造の類似性 (Corker et al., 2000)、EU やドイツとの景気循環の相関性 (Boone and Maurel, 1999) などで「ユーロ化」が可能かどうか判断できるが、これら最適通貨圏の条件については後述する。

## II. 為替レジーム選択に影響する様々なファクター

ここで、為替レジームを規定する様々なファ

クターについて整理しておこう。IMF の分類によれば、為替レジームは「ドル化および通貨同盟」といった厳格な固定相場制から、「自由プロット」まで柔軟性 (flexibility) を基準に8つのカテゴリーに分類されている<sup>4)</sup>。固定相場制 vs 変動相場制はすでに長期にわたって議論されている命題だが、これは単純な二者択一で論ずるべきものではなく、柔軟性の度合いの違いによって様々な為替レジームが世界には存在していることを認識することが重要である。以下のような、ショックへの調整問題、金融政策、金融システムの強度の度合いが為替レジームの選択に大きな影響をもたらす。

### 1. 実物ショック、貨幣ショックと為替レジーム

変動相場制の利点はマンデル＝フレミング理論でも明らかなように金融政策の独立性の確保にある。すなわち、実物ショックが起きた場合、変動相場制であればショックからの隔離が容易になる。固定相場制の下で実物ショックが起きた場合には、為替相場調整という政策 option が欠如しているため、物価が調整されれば実質レートが均衡レートに収斂することになる。しかし通常、労働組合の存在などにより賃金には下方硬直性があり、物価は短期では硬直的 (rigidity) となるため、資源配分のミスアロケーション（とりわけ失業の増大）が起きる可能性が高い。さらに、外生的ショックがあった場合には実質金利が上昇したり、リスクプレミアムの増大が投資を阻害して、固定相場を守るためのコストは非常に高くなってしまふ。

すなわち、国際資本移動が自由な開放経済下では、外需や交易条件 (terms of trade) の変化などの実物ショックを調整するには、変動相

場制の方が調整メカニズムが働き易い。逆に貨幣需要の変化など名目的ショックの場合には固定相場制が望ましいということになる。固定相場か変動相場かの選択は、ショックが実物的 (real) なのか貨幣的 (nominal) なのか、あるいは資本移動が活発かどうかによって異なる。もっとも固定相場は相対価格変動のボラティリティを下げるので、投資と貿易を促進し、経済厚生を高めるとされるが、様々な実証研究では固定相場が成長率を高めることは必ずしも支持されていない<sup>5)</sup>。

## 2. 金融政策と為替レーム

貨幣的なショック、すなわちハイパーインフレを抑制するには名目アンカーとして固定相場を導入することは効果的である。すなわち、インフレの高い国は、低い国の通貨にペッグすることでインフレ期待を抑制するプレコミットメント機能を活用することができるからである<sup>6)</sup>。例えばアルゼンチンでは、80年代半ばに年率5,000%ものハイパーインフレを経験したが、91年に厳格な為替レームのカレンシー・ボードを導入し、ハイパワードマネーが外貨準備の100%に規定され、裁量的な金融政策を抑制したので劇的にインフレが低下した。こうした政策はとりわけ財政政策をマネタイズしハイパーインフレに陥った国には有効である。一方、先進国では、独立した中央銀行とインフレーターゲティングが設定されていることなどが、国内プレコミットメント戦略となり、インフレコストを低下させる。このため先進国のようにインフレコストが低い国では、高い成長が見込める変動相場制が最適となる。

一方固定相場制下で国際資本移動が自由であると、金融政策上の攪乱が生じることになる。

すなわち、固定相場制では裁量的な金融政策が採れないため、巨額の資金流入などがあった場合には、固定相場制を維持するために自国通貨売り、外貨買いの為替介入を行うので、マネタリーベースが拡張して国内金融が攪乱する恐れがある。アジア通貨危機でも多くの国がバブル経済化し、結局は通貨金融危機に陥った<sup>7)</sup>。通常これに対処するため多くの国では為替の flexibility を拡大することが有効であるが、自国経済が好調なときにはこうした政策を採りにくいのが通常である。

## 3. 金融システムの強度, fear of floating

もうひとつ考えなくてはならない要素が金融システムの強度である。国際資本移動が自由なもとでは、固定相場制では当局が為替レートに対して「保証」することになり、各経済主体にエクスポージャーのヘッジの機会を減じさせ、資本流入を促進させてしまう。エマージング市場の特徴のひとつは、制度や法的基盤が整備されてないことであり、とりわけ銀行部門が脆弱なことがその特質である。資本流入に対し銀行が過度のリスクテイクをすると、後述するような「原罪」の問題もあり、通貨危機が金融危機に変質してしまう。このためこれら主体に適切なリスクヘッジを促すため、国際金融市場にアクセスし金融システムが脆弱な国はより柔軟な制度が望ましい、ということになる。

一方で、自国通貨の信認が低く、ドル化比率 (外貨建て債権・債務比率) の高い国では通貨下落がバランスシート問題を惹起する恐れが大きいので、固定相場制度を選択する傾向が強い。これは「fear of floating<sup>8)</sup>」として知られている現象である。一方、金融市場が未発達

で、対外資本取引が制限されている途上国については credibility を確保するため固定相場制が望ましい。

#### 4. 最適通貨圏 (OCA) の理論

一方、通貨統合を選択することの理論的バックボーンを成しているのが最適通貨圏の理論である。すなわち、マンデルが強調したように、生産要素の可動性と相対価格調整の柔軟性が最適通貨圏を決定する重要な要素となる (Mundell, 1961)。共通通貨を導入するということは、為替政策が採れないことを意味する。ショックが生じた場合にどのような調整手段があるかを吟味するものが最適通貨圏の理論で、逆に言えばこれらの条件が整っていれば最適通貨圏が形成できることになる。

第一の条件に労働の可動性がある。供給ショックがあった場合に生産要素、とりわけ労働の国際的移動があれば為替調整によらなくても各国間の非対称的ショックを調整することができる。第二に産業構造の類似性がある。非対称的ショックが起きても域内の産業構造が似ていけば、ショックが均等になるからである。第三は、経済の開放度合いである。マッキノンによれば、経済の開放度合いが高ければ、当該国に需要ショックが起きた場合でも外国からの輸出入により充分調整が可能となるからである。この場合自国 GDP に占める非貿易財の比率が高い場合も需要ショックの吸収を外国に求めることはできない。第四に、非対称的なショックが起きた場合、上記の条件が達成されなくても通貨圏内で不況国に補助金を支払うなどの財政のトランスファーが実行できれば問題はない。大国と供給ショックに対称性があり、財政政策が柔軟で安定した国は通貨統合が可能になるこ

とが示される。すなわち、大国と緊密な経済関係をもっている小国は当該国との通貨ペッグ、通貨同盟 (ドル化)、カレンシーボード制の候補であり、また貿易比率の高い小国も固定相場制に合理性があることが示される<sup>9)</sup>。

#### 5. エマージング諸国の最適な為替相場制度

このように、為替相場を選択するにはその国の制度や金融構造など様々なファクターを勘案する必要があるが、それではエマージング市場にはどのような為替レ짐が最適なのか。

まず、フィッシャー等が指摘したような「Bipolar View」<sup>10)</sup>、すなわち国際資本移動が活発な世界では中間的制度がなくなる (hollowing out of the middle) とした「両極の解」はどう考えるべきだろうか。厳格な固定相場制であるカレンシーボード (CB) も必ずしもエマージング諸国で適切なものとはいえないことがアルゼンチン危機で示された。CB 制度やドル化は通貨危機は排除できるが、銀行危機は起きる可能性があり、金融当局の存在なくしてはそれらを抑制できないのである。LOLR (中央銀行の最後の貸し手機能) が制約されているので、CB 制度が機能するには基軸通貨国と相当程度の貿易をしていること、銀行システムが強固であることなどが条件となる。通貨の完全な交換性が達成されるので、これら条件が揃っていなければ銀行が過度のリスクを採ることになり、通貨危機を招来するおそれがある。

また、エマージング諸国には、未成熟な金融システム、高インフレ、財政政策の規律欠如などのために、自国通貨で外国から借入れができないという「原罪 (original sin)」の問題がある (Eichengreen and Hausmann, 1999)。こ

れがアジア通貨危機などで2つのミスマッチ(通貨, マチュリティ)の問題が生じた理由であり, 通貨の下落は深刻なバランスシート問題, 銀行破綻の問題を惹起する。「原罪問題」に鑑みれば, 中間的制度がエマージング諸国にも大きな役割があることが示唆される。すなわち経済や制度が成熟した潜在成長率の高い中規模以上のエマージング諸国については, より柔軟な為替制度が望ましいが(この場合独立した中央銀行とインフレターゲットなど国内名目アンカーを採用する必要), 高いインフレ, 債務の持続性の問題, 脆弱な銀行システム, 他のマクロ経済上の問題といった様々な制度上の弱さを抱えていることや, fear of floating等を勘案すれば, より為替レートが安定した制度, すなわち中間的制度にも合理性があることが示される。

### Ⅲ. 拡大EU諸国の「大国」 の為替レジーム

このように, エマージング市場においては, カレンシーボードなどの強固な固定相場制度や完全なフリーフロートよりも中間的なレジームが望ましいことが示唆される。これらを踏まえ, ユーロ導入をまだ決定していない「大国」であるEU新規加盟国の通貨レジームはどのように解釈すべきだろうか。

もちろん中欧諸国は将来的にユーロに加盟することが約束されており, 他のエマージング諸国の通貨レジームの選択とは分けて考える必要がある。EMU加盟の基本的プロセスを法制面からみると, EU加盟後EMUに加盟する日時は法的に規定されていない。ERM IIに加盟する前にEU諸国は自由に為替レジームを選択できる。ただしこれら諸国にはイギリスやデン

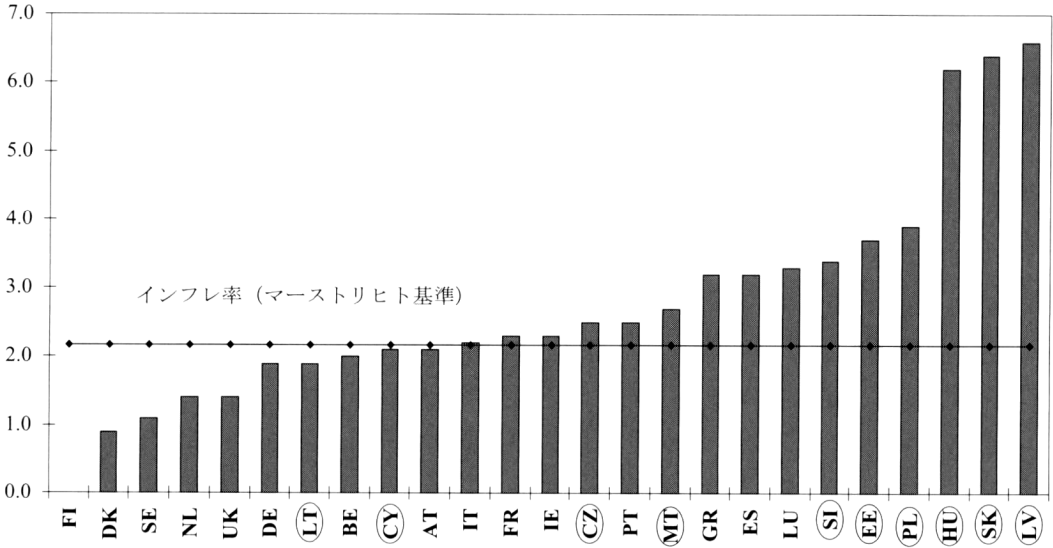
マークに適用されたようなopt-out条項はなく, 遅かれ早かれ最終的にはユーロを導入することになる。そもそも93年の欧州理事会が設定した三つの規準(コペンハーゲン規準)を満たして初めてEUに新規加盟することができる<sup>11)</sup>が, その規準とは, ①民主主義, 人権などを保証する制度的安定性, ②市場経済の機能, EUの競争・市場圧力に対処できる能力, ③EUの法体系に沿った制度の構築など加盟国の義務を遂行する能力(Acquis Communautaire)である。さらに, ユーロを導入するには, マストリヒト条約のクライテリア<sup>12)</sup>の達成と, ERM IIに最低2年間は参加することが必要になる。

ERM IIに参加することは, ユーロに対する為替レートを2年間上下15%のワイドバンドの中で維持することを意味する(為替切下げは不可。ただし切上げは可<sup>13)</sup>)。また, EMU加盟1年前までにマストリヒト基準を満たす必要があり, ECとECBの報告を基本にEUの財政理事会がこれを査定する。このように新規加盟国は法制上はユーロ導入, すなわち固定相場制に移行することが将来約束されている。しかし, 前述したエマージング市場の適切な為替レジームに鑑みると新規加盟の「大国」は, 柔軟な為替レートと独立した金融政策を維持することも合理的な選択である。この問題について以下の観点から考えてみよう。

#### 1. バラッサ=サミュエルソン効果

バラッサ=サミュエルソン効果とは, 成長過程の経済においては貿易財貿易財(製造業)の生産性の上昇が非貿易財(サービス業)の生産性よりも高いことから生じる現象である。貿易財の物価水準は一物一価が成立しているので世界価格と為替レートにリンクしている。ここで

図表2 EU加盟25カ国のインフレの収斂状況(2004年)



(注) ○で囲まれた国が新規加盟国。

〔出所〕 リトアニア中央銀行

貿易財の生産性 ( $\alpha_T$ ) が上昇するとしよう。 $P_T$ は固定されているので貿易財部門の賃金 ( $W_T$ ) が同率上昇することになる<sup>14)</sup>。貿易財部門の賃金が増えれば国内で労働移動が起こり、貿易財部門と非貿易財部門で賃金  $W$  が均等化し、非貿易財部門の賃金  $W_N$  も同率上昇する、ただし非貿易財の生産性 ( $\alpha_N$ ) は変わらないので、非貿易財部門の価格は上昇することになる。国内物価構成要素のうち非貿易財部門の価格が増えれば、当該国の一般物価水準も上昇することになる。外国物価が一定という仮定のもとで一般物価が増えれば、実質為替レートが増えすることになる。

新規加盟国は、EU 諸国よりも一人当たり GDP がはるかに小さい。この格差を縮小するには新規加盟国は EU よりもはるかに高い成長率を達成する必要がある、ここにバラッサ=サミュエルソン効果が生じる。経済格差縮小には長い時間がかかることが見込まれているので (Nutti, M, 2002 によれば、新規加盟国が EU

下位所得国のギリシャやポルトガルに追いつくには15年から20年かかると見られている)、その効果は長期で作用するだろう。すなわち実質為替レートは長期で増えすることになる<sup>15)</sup>。非貿易財部門の価格が硬直的であれば、バラッサ=サミュエルソン効果により実質為替レートの増えを通じて名目為替レートは増えすることになる<sup>16)</sup>。ERM II は上下30%と広い幅の変動が容認されるが、ユーロを導入するにはマーストリヒト基準をクリアしなければならない。一般物価の上昇あるいは名目為替レートが増えすることはクライテリア達成にはさらに時間がかかることを意味する。

## 2. 外資系銀行の参入と信用秩序維持政策

通貨統合の最も大きな影響は民間銀行の統合が促進されることである。すでにユーロ導入と、1992年施行の第二次銀行指令(directive)および96年施行の「投資サービス指令」によっ

て、クロスボーダーバンキングが容易になっているが、従来からのEU加盟国に比べると、新規加盟国では信用残高のGDP比率は低い水準にあり、金融が成熟していない。また、金融仲介構造をみると、証券市場仲介よりも銀行仲介の比率が圧倒的に高いのがこの地域の特徴である。とりわけ社債市場は狭隘で、株式市場はチェコ、ポーランド、ハンガリーでかろうじて発達している程度である。

旧東欧諸国の銀行制度は、自己資本比率が充実しリスク管理が厳格な外資系金融機関と、審査やリスク管理が甘い政府系金融機関や地場銀行からなる二層システムとなっている。公的金融機関は株式会社ではないので株主による経営への規律が働かないため、審査が甘く、また過度のリスクを取りがちである。また証券市場は狭隘で情報開示や株主の利益等の面で成熟していない。公的金融機関には暗黙の政府保証があるため対内資金還流が国内金融システムの脆弱性を促進するリスクも大きい。当局の金融監督能力が不足していること、さらに国内地場銀行や公的金融機関のリスク管理が徹底していない

ことは、この地域の金融システムの足腰を脆弱なものとしている。

もっとも、90年代に国有企業が民営化される過程で多くの銀行は外資系銀行にすでに買収されており、このため新規加盟国の銀行の外資系比率は極端に高い。図表3はEU新規加盟10カ国の外資系銀行の数と総資産に占める外資系銀行の比率を示したものであるが、国内銀行の総資産の8割以上を外資系銀行が占める国が10カ国中8カ国もある。これはEUのクロスボーダーバンキングの比率よりもはるかに高い。国別でみると、エストニア、リトアニア、マルタおよびスロバキアの外資系銀行の比率が高く、キプロスとスロベニアの比率は比較的低下している。

こうした外資系銀行の比率が高いことはこの地域の金融システムの安定性を下支えしている<sup>17)</sup>。とりわけカレンシーボード制を導入している国では中央銀行のLOLR機能が制約されるため外資系銀行の参入は合理的でもある。母国の監督規準が新規加盟国の支店にも適用されること、母国の本店がLOLRの役割をするこ

図表3 各国の銀行の外資系銀行数と総資産保有比率(2002年)

	商業銀行数	うち外資系銀行	総資産に占める外資系銀行 (%)
キプロス	13	5	13.0
チェコ	37	26	86.0
エストニア	7	4	99.0
ハンガリー	39	27	87.0
ラトビア	19	12	47.0
リトアニア	14	4	94.0
マルタ	13	10	99.0
ポーランド	59	45	78.0
スロバキア	18	15	96.0
スロベニア	22	6	35.0

(出所) ECB [2001], p. 42

とから、進出国の銀行システムの強化につながるため、この地域の金融システムを強化するには、母国とこれら諸国との情報共有が重要な課題となる。カレンシーボードを導入しているエストニアとリトアニアではそれぞれ99%、94%と、商業銀行のほとんどが外資系であり LOLR を補完している点が見てとれる。この他小国で外資系銀行の比率が極端に高いが、「大国」であるチェコ、ハンガリー、ポーランドでも8割程度と非常に高い。

一方、EU の投資家はこれら諸国の証券市場において重要な役割を担っている。民営化の過程で株式市場の厚みは増しており、また国債市場においても EU の投資家の保有比率は高い。EU と EU 新規加盟国の金融統合がさらに進み、EU 加盟により資本取引規制がさらに緩和され、同地域の信認が高まれば、投資リスクも減少することが期待される。もっとも、この地域の金融安定のためには、*aquis communautaires* の調整をさらに進展させることが必要であり、ユーロシステム間の金融協力を推し進めることが必要不可欠となっている。

### 3. ECB の意思決定のあり方

ECB の意思決定は、ユーロシステムに参加している国の中央銀行総裁と役員会 (Executive Board) からなる政策委員会 (Governing Council) でなされる。現在はユーロ採用国12カ国の中央銀行総裁と役員会メンバー6名の18名から成る (ユーロを採用している国の中央銀行総裁を含めたのが一般委員会 (General Council))。しかし、今後新たなメンバー国がユーロを採用し、政策委員会の議決権が増えすぎると意思決定に懸念が出る恐れがある。そこで EC 委員会はユーロ採用国の数によって

以下のように変更することを決定している。

政策委員会の構成人数が21人を超える場合には、6人の役員会に常任議決権を残し、残りの15の議決権を構成国の持ち回りとする。この場合、構成国を GDP のシェアおよび金融機関資産残高のシェアでランク付けし、5つの「大国」からなるグループと、その他の国のグループに分け、最初のグループには5つの議決権、二番目のグループで11の議決権を配分することにする。

政策委員会の構成人数が28人を超える場合には三つのグループに分けられる。第一のグループは5つの「大国」からなるグループで、第二のグループは政策委員全体の二分の1を占める前述のランク付けの上位で構成され、第三のグループはその他の国が含まれる。4つの議決権が最初のグループに割当てられ、第二グループに8、第三グループに3の議決権が持ち回りで割当てられる (EU Council 決議 2003/223/EC)。

このように ECB の意思決定機関である政策委員会の議決は大国に主導されることになり、EU 加盟小国の経済状況はあまり重視されなくなる。このため EU 主要国と景気循環の波が異なったり、デフレ的傾向が顕著となった国では、金融政策以外の政策、財政政策に頼らざるを得ない。しかしこれも EU の「成長安定協定 (SGP; Stability and Growth Pact)」により国内経済の成長を制約される恐れもある。

## IV. ユーロ化の費用と便益

### 1. 「ユーロ化」のメリット、デメリット

以上を踏まえ、新規加盟国のユーロ化の便益

と費用を整理しておこう。ユーロ化の便益としては、経済政策の規律の回復、構造改革の推進、為替リスク減少に伴う投資増大による潜在成長率の増大、などが挙げられる。具体的には、ユーロの導入はリスクプレミアムの低下、ひいては実質金利の低下を招来し間接的便益が大きくなると考えられる。主にマイクロ面での便益が高く、経済主体の取引コストの削減、為替リスクの低減もあって、投資の増大や外国貿易の増大により資本蓄積の進行と要素生産性(TFP)の上昇により、一人当たりGDPの増大に寄与すると一般には考えられている。また、すでに直接投資や証券投資においてユーロ候補国への資金流入が顕著となっており、投資貿易促進といった面からの経済的効用は高い。

一方、その費用としては、自律的な金融政策の喪失、シニョレッジの喪失、LOLR (Lender of Last resort) の喪失、為替政策の喪失などが挙げられる。自律的な金融政策が採れないなか、成長率が高まると、巨大な経常収支赤字と対外債務の増大を招来し、他のエマージング市場同様、マクロ経済政策運営を難しくさせる<sup>18)</sup>。新規加盟国の対外債務は相対的に低い、そのほとんどはドル建てで<sup>19)</sup> (チェコ77.9%、ブルガリア75.1%など)、またポーランドなどでは預金に占めるドル建て預金の割合も非常に高く(全体の約2割)、各国で「ドル化<sup>20)</sup>」が進行している。もっとも為替レートの変動は外貨建て債務を増大させる懸念があるので、ユーロを導入して安定した為替レートが得られればこの面ではプラスだとの指摘もある。

シニョレッジ(通貨発行益)の喪失については、すでにユーロを導入した国でも紙幣発行は各国中央銀行が担っており、経済規模に応じてシニョレッジが配分されていると見ることがで

きる。このため新規加盟国がユーロ化を達成したとしてもこの面でのデメリットは少ない。LOLRについては、前述したように外国銀行の進出が母国本店からの資金供与などがその代替をすると考えられるが、ドル化(ユーロ化)で通貨危機はなくなるものの、金融システムの危機は残るので、プルーデンス政策の強化、監督強化など各国はさらに整備を図る必要がある。

## 2. 最適通貨圏(OCA)からみた新規加盟国

前述した最適通貨圏(OCA)の理論を基盤に、新規加盟国のユーロ化について検討してみよう。まず新規加盟EU諸国の、PPP換算の一人当たりGDPのEU15平均比はラトビアの36%からスロヴェニアの75%までばらつきがあるものの総じて低い。産業構造をみると、雇業者数でみたシェアでは、農業部門が平均で15.8%とEU平均の3.9%に比べ一段と高く(ポーランドの26.3%からマルタの2%までばらつきがある)、サービス産業のシェアは平均で53%とEU平均の67.8%に比べ一段と低い。とりわけ農業部門の生産性がEUの生産性に比べ一段と低いのが特徴である。新規加盟国のなかでもばらつきがあり、ラトビア、リトアニア、ポーランドでは農業部門のシェアが高く、一方チェコとスロヴェニアでは製造業部門のシェアが高いなど、産業構造は一様ではない(ECB, 2004)。

OCA理論では、貿易の多様化と高い域内貿易比率、とりわけ貿易に占める企業内貿易の比率が高いことが非対称的ショックを吸収するとされる。新規加盟国の対GDP貿易比率をみるとポーランドを例外として平均80%とおしなべ

図表4 拡大 EU の経済指標とマーストリヒト基準

	インフレ率 (%)			財政収支 (対 GDP 比, %)	中央政府 債務残高 (対 GDP 比, %)	長期金利 (%)	経常収支 (対 GDP 比, %)	人口 (100万人)	一人当 り GNI (ドル)
	2002年	2003年	2004年	2003年	2002年	2003年	2004年	2004年	2003年
バルト三国									
エストニア	3.6	1.3	3.0	1.3	5.8	7.4	△13.8	1.4	5,380
リトアニア	0.4	△1.2	1.2	△1.7	22.7	5.2	△8.6	3.5	4,500
ラトビア	2	2.9	6.3	△3.2	14.6	5.3	△12.3	2.3	4,400
中欧諸国									
ハンガリー	5.2	4.7	6.8	△9.2	56.3	7.1	△9.0	10.1	6,350
チェコ	1.4	0.1	2.8	△6.7	26.4	4.8	△5.2	10.2	7,150
ポーランド	1.9	0.8	3.5	△3.8	41.8	7.3	△1.5	38.2	5,280
スロベニア	7.5	5.6	3.6	△2.4	27.8	6.7	△0.6	2.0	11,920
スロバキア	3.3	8.5	7.5	△7.2	44.3	7.0	△3.4	5.4	4,940
南・南東欧州									
キプロス	2.8	4.1	2.3	△3.5	59.7	5.1	△4.1	0.7	12,320
マルタ	2.2	1.9	2.7	△6.2	66.6	5.4	△10.3	0.4	10,780
参照値	2.9	2.4	2.2	△3.0	60	6.9			

(資料) Eurostat, IMF. 世銀資料を基に作成。

(注) 一人当たり GNI は単純計算 (購買力平価換算ではない)。

で高く、EU 諸国の58%をも大きく上回っており開放度が高い。また貿易相手国も EU との比率が高く、総輸出の67%、総輸入の60%は EU 諸国とのものである。ただこれも国によって大きく異なっており、エストニア、マルタ、スロバキアについてはこの比率は低い (バルト三国はロシアとの貿易比率が高く、マルタはアジア、スロバキアはチェコとの貿易比率が高い)。

ただし、新規加盟国の対 EU 貿易の多くは企業内貿易であるので (平均約 4 割。チェコ65%など中欧諸国の比率が高い) 垂直貿易というより水平貿易であるため、ショックに対しては耐久性があるとも言える。貿易開放度からみると、中欧三国が現在の EU 諸国と同程度である。

労働市場の柔軟性については、まず失業率は EU 平均より一段と高い。ポーランドとスロヴァキアは19%もの高さであり、ハンガリー、キプロス、スロヴェニアの5-6%の水準とは大きな差異がある。90年代後半以降高い成長率を達成したにもかかわらず失業率が上昇したのは循環的要因というよりも構造的要因によるものである。これは法律上の問題とも関連しており、労働法の整備については EU に大きく遅れをとっているのが現状である。

賃金の柔軟性については、バルト三国ではロシア危機後賃金が減少したとされるが、賃金交渉の仕組みや労働組合の役割も国によって大きく異なっている。現状では EU 諸国との労働移動が制限されているなかで非対称的ショックが

起きた場合には実質賃金の下落によって新たな均衡点に達しなければならない。しかし現状ではどの国でも労働市場は柔軟とはいえず（とりわけポーランドでは硬直的）この面でのリスクは非常に高い<sup>21)</sup>。

## むすびにかえて

仮に2004年に新規加盟国がERM IIに加盟していたとしても2年間はここにとどまる必要があるので、コンバージェンスクライテリアの審査は早くて2006年半ばとなり、ユーロ導入は最短で2007年1月である。いち早くERM IIに加盟したバルト三国は、エストニアが2007年、リトアニアが2007年、ラトビアが最短で2008年1月と、経済基準をクリアすれば新規加盟国のなかで最も早くユーロを導入するとみられている。

ERM IIへの参加については新規加盟国はそれを単なる待合室 (Waiting room) と見る傾向があるものの、各国のスタンスは相当程度温度差がある。PEP (pre-accession economic program) で各国が表明した予定によれば、南・南東欧州グループでは、キプロスが最近の財政赤字の問題から2007年、マルタは2007年後半か遅くとも2008年1月、スロヴェニアは2007年初めと、バルト三国に続く形でユーロを導入しようとしている (ECB, 2004)。これに対し現在比較的柔軟な為替レジームを採用している中欧グループがいつユーロを導入するか現状では不透明である。

チェコは公式には経済条件が整えばすぐに参加すると公言しているが、本音では2010年以降にずれ込むと見られる。ハンガリーは2008年1月1日と比較的早い時期に、ポーランドはマク

ロ経済の条件が整えばすぐにも、スロヴァキアは早くて2008年としているが、マーストリヒト規準をクリアするにはさらに時間がかかること、柔軟な為替レジームと金融政策の自由度にも効用があること等を鑑みると、これら中欧諸国でも2010年以降にずれ込むことも考えられる。EUとEU新規加盟国はPEPを通じて対話を続けていくことになるが、こうした議論がEMUの安定的拡大には必要不可欠となる。

中欧諸国のユーロ導入にはさらに時間がかかると見られるものの政治的には既定路線である。問題は、近い将来新規参加国が「ユーロ化」した場合に生じる問題をどのように解決していくか、であろう。例えばいち早く「ユーロ化」を鮮明にしているエストニア、リトアニアではインフレは確かに抑制されているものの、海外からの銀行融資を中心に資金還流が顕著で成長率が高まり、経常収支赤字が急拡大するなど (GDP比12-13%) 過剰融資のもと景気が過熱気味となっている。国内貯蓄の増強や規律ある財政政策が重要な課題となっている。

前述したように、所得格差、ファンダメンタルズの格差、景気循環の差異、ショックへの調整メカニズム、労働市場の柔軟性、金融システムの差異など、新規加盟国間でも依然としてその違いが残っている訳で、ショックが起きた場合の政策上の負担はEU諸国が背負わなければならない。その意味で、新規加盟諸国のユーロ導入問題は、導入する時期云々よりも、それによって生じる経済上の問題をどう解決していくのか、むしろ「ユーロ化」達成後の政策をどのように構築していくか、が重要となる。

## 注

- 1) 少なくとも2年間は対ユーロ為替レートで上下15%の幅で変動することが義務付けられる。
- 2) エマージング諸国の確固たる定義はないが、通常は

- 「潜在成長率が高く国際資本市場にアクセスしている途上国」と解釈される。一般にはモルガンスタンレーのMSCI インデックス (Morgan Stanley Capital International Index) に含まれる国 (現在25カ国) をエマージング諸国とする場合が多い。
- 3) 「ユーロ化」(euroization) は「ドル化」(dollarization) の一形態である。ドル化には資産代替のドル化 (債権債務の外貨建て比率が高くなること) と通貨代替のドル化があるが、本稿では「ユーロ化」を通貨代替のドル化の意味で使う。
- 4) IMF 協定では、加盟国は加盟後30日以内に為替制度を申告し、変更がある度に報告する義務がある (Johnston, 1999)。分類スキームは1975年半ばに導入され、82年の第二次IMF協定改正時に改訂された。しかし、固定相場制でも頻繁に平価を変更したり、変動相場制でも巨額の市場介入があるなど、公式の為替分類 (De Jure) と実際の為替分類 (De facto) には大きな乖離があるとされてきた。このため99年からはDe factoを重視した新たな分類となり同時に金融政策の分類も含めたマトリックスが公表されている。それでもなお、実際の為替レジームが公表された為替レジームと異なることがしばしば見られる。
- 5) この点については、Rogoff, Kenneth S., Husain, Aasim M., Mody, Ashoka, Brooks Robin, and Oomes Nienke [2004], "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes" *IMF Occasional Paper* 229 や Levy-Yatati, Eduardo and Sturzenegger, Federico [2003], "To float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth", *American Economic Review* Vol. 93 などが実証研究を行っている。いずれも固定相場制と成長率との相関は薄いとの見解分析の結果を導いている。
- 6) 中央銀行の政策に信認がない場合 (インフレ高進) には労働者の賃上げ要求に「期待」が組み込まれることになる (Barro and Gordon, 1983)。
- 7) 固定相場を維持した国、たとえばタイなどアジア危機国、ロシア、トルコ、アルゼンチンは通貨金融危機に陥った。現在中国の為替相場レジームの柔軟性が必要だと叫ばれているが、これも金融政策の運営上の問題がひとつの根拠となっている。
- 8) Reinhart and Calvo [2000], "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. CXVII No. 2, May 2002, 379-408.
- 9) 先進諸国でも豪、日本、アメリカなど貿易比率の低い国は変動相場制が適している。
- 10) Ficscher, Stanley [2000], "Is the Bipolar View Correct", *Finance and Development* vol. 38 No. 2.
- 11) 欧州連合条約第6条第一項で自由、民主主義、人権、欧州法の遵守といった基本原則が定められている。
- 12) ①インフレ率 (低インフレ国3カ国平均+1.5%以内)、②長期金利 (同+2.0%以内)、③財政赤字 (対名目GDP比3.0%以内)、④政府債務残高 (対名目GDP比60%以内)。
- 13) ERM II に加盟した場合、投資家は2年後の平価がどうなるかに投機する傾向がある。ギリシャにおいてもそ

うした傾向が見られ、ユーロ加盟前に相場は大きく変動した。

- 14) 開放小国経済を仮定し、財は貿易部門 ( $T$ ) と非貿易部門 ( $N$ ) からなり、貿易財については一物一価が成立するので外生的に決定される ( $P_T = SP_T^*$ )。貿易部門、非貿易部門それぞれの生産性を  $\alpha_T$ 、 $\alpha_N$  とすると、貿易財価格と非貿易財価格、および一国の物価水準はそれぞれ下のように定義される。

$$P_T = SP_T^*$$

$$P_N = \frac{W}{\alpha_N}$$

$$P = \omega_T P_T + \omega_N P_N$$

- 15) 均衡実質為替レートは他の要因、とりわけ財政支出にも依存する (Obstfeld and Rogoff 1996)。Fischer et al. によれば、新規加盟国の財政支出はGDP比で10%ポイント程度低下することが見込まれるのでBS効果は一部相殺されるとの考え方もある。
- 16) Szapary [2000] によれば2-4%と推計されている。ポルトガルでもこの効果が大きかったとされる。
- 17) 中欧諸国の銀行システムの効率性と外資系銀行の進出については様々な実証研究がある。Weill, Laurent [2003] によれば、平均すれば外資系銀行の方が地場銀行に比べ効率性で優れているとしている。
- 18) 実際、ユーロにペッグするカレンシーボード制を採用しているエストニア、ラトビア、リトニアなどバルト三国とブルガリアでは、巨額の資金が還流し、国内信用が過剰となり、経常収支はGDPで二桁の大幅赤字となっている。これら諸国では財政規律が義務付けられているが (例えばブルガリアでは暗黙的に財政赤字をGDP比1%以内としている)、景気の過熱を懸念する向きもある。
- 19) 一方これら諸国の預金に占めるユーロ建て預金の比率は、最も高いラトビアで19.8%、ブルガリア18.5%、エストニア11.7% (いずれも2003年末) となっており、対ユーロ・カレンシーボード制を採用している諸国でユーロ建て預金の比率が高い。中欧諸国では6-9%にとどまっている (ECB資料)。
- 20) 通常、「ドル化」とは、通貨代替のドル化と資産代替のドル化があり、前者は法貨 (legal tender) を放棄して国内通貨を外貨に置き換えることであり、後者は各経済主体の債権債務が外国通貨に置き換わることであり、ここでは後者のドル化。
- 21) 例えば2002年のアルゼンチン危機においては、ブラジルレアルの切下げに伴う交易条件の変化が実物ショックとなったが、アルゼンチンの労働市場は言われているほど柔軟ではなく、均衡が保てなかったことが後の金融機関への取り付け、為替下落に結びついた。アルゼンチン危機については勝 [2003] を参照。

## 参考文献

- Berger, Helge [2002] "The ECB and Euro-Area Enlargement", *IMF Working Paper* WP/02/

- Buiter, W. and C. Grafe [2001] "Central banking and the choice of currency regime in the Accession countries", SUERF Studies.
- Coricelli, Fabrizio [2002], "Exchange rate policy during transition to the European Monetary Union", *Economics of Transition* Volume 10 (2) pp. 405-417
- Eichengreen, Barry [1999], *Towards a new International Architecture* (勝悦子監訳『国際金融アーキテクチャー』東洋経済新報社, 2003年)
- , and Ghironi, Favio [2001], "EMU and Enlargement" mimeo.
- European Central Bank [2004], "The Acceding Countries' strategies towards ERM II and the Adoption of the Euro: An Analytical Review", *Occasional Paper Series* No. 10
- Natalucci, Fabio and Federico Ravenna [2002], "The Road to Adopting the Euro: Monetary Policy and Exchange Rate Regimes in EU Candidate Countries", *International Finance Discussion Papers* 741. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Nuti, M. [2002] "Introduction to symposium on exchange rate regimes in transition economies: The euroization debate", *Economics of Transition*, 10, pp. 339-342.
- Weill, Laurent [2003], "Banking efficiency in transition economies", *Economics of Transition*. Volume 11 (3) pp. 569-592
- Winkler, Adalvert, Mazzaferro, Francesco, and Thimann, Christian [2004], "Official Dollarisation/ Euroisation: Motives, Features and policy implications of current cases" *ECB Occasional Paper Series* No. 11
- 勝悦子 [2005], 『エマージング市場の為替レジームの実証的検討—de jure と de facto—』日本国際経済学界報告。Mimeo
- [2003], 「通貨の交換性と為替レジームに関する研究—カレンシーボード制と流動性危機—」『明治大学社会科学研究所紀要』2003年10月』
- 田中素香, 春井久志, 藤田誠一 [2004] 『欧州中央銀行の政策とユーロ』有斐閣  
(明治大学政治経済学部教授)