



欧州通貨統合

— ドル・円に挑戦する新通貨ユーロ —

財団法人 国際通貨研究所

国際通貨シンポジウム（一九九七年四月二十二日）

欧州通貨統合

— ドル・円に挑戦する新通貨ユーロ —

財団法人 国際通貨研究所

発行 財団法人 国際通貨研究所 © 1997

〒103 東京都中央区日本橋本石町1-2-2

Tel:03-3245-6934 Fax:03-3231-5422

e-mail: admiima@ppp.fastnet.or.jp

URL:<http://www.fastnet.or.jp/iima/>

目次

序	
一、シンポジウム開催の趣旨	1
(財)国際通貨研究所理事長 行天豊雄	
二、経済の収斂と欧州中央銀行の役割	5
欧州通貨機構総裁 アレクサンドレ・ラムファルシー	
三、経済通貨統合	13
独連邦銀行副総裁 ヨハン・ヴィルヘルム・ガツドウム	
四、ユーロの金融に与える影響	20
仏預金供託公庫専務取締役 ティエリー・ヴァルラフェンヌ	
五、欧州通貨統合	33
米連邦準備制度理事会前理事 ローレンス・リンゼー	
六、経済通貨統合	39
大蔵省財務官 加藤隆俊	
参考資料	44

序

当研究所は、一九九七年四月二二日に、欧州の経済通貨統合と一九九九年一月に導入される予定の新通貨ユーロの世界経済に与える影響を主たるテーマとして、国際通貨シンポジウム「欧州通貨統合——ドル・円に挑戦する新通貨ユーロ」を開催した。

本稿は、本シンポジウムで冒頭問題提起を行った天豊雄当研究所理事長の発言をはじめとして、パネリストとして参加戴いた、アレクサンドレ・ラムファルシー欧州通貨機構総裁、ヨハン・ヴィルヘルム・ガッドウム独連邦銀行副総裁、ティエリー・ヴァルラフェンヌ預金供託公庫専務取締役、ローレンス・リンゼー米連邦準備制度理事会前理事、加藤隆俊大蔵省財務官の、各スピーチの記録をまとめたものである。

今後、欧州通貨統合をめぐる様々な議論が進められていくなかで、本冊子がいささかなりともお役に立てば幸甚である。

一九九七年七月

財団法人 国際通貨研究所

シンポジウム開催趣旨及びパネリスト・スピーチ

一、シンポジウム開催の趣旨

国際通貨研究所理事長 行天豊雄

ヨーロッパは今や新しい時代への門口に立っていると云って良いかと思えます。一九九九年一月から経済通貨同盟(Economic and Monetary Union, EMU)が発足し、統一通貨ユーロ(the euro)が導入されようとしております。

率直に申しまして、我々日本人はごく最近まで、EMUについて充分な関心を払っていなかったのではないかと思えます。我々日本人は、経済統合に向けてヨーロッパの友人達が、長年努力を続け、かつまたそれを支えた殆ど執念とでも言って良い政治的な決意の強さを充分理解していなかったのかもしれない。その結果、概して我々は、EMUの実現につきましては、懐疑的であったと思えます。

しかし、ご承知の通り、今やEMUが少なくとも発足するであろうということを疑う者は、ヨーロッパは勿論のこと、米国その他の非ヨーロッパ地域におきましても少数になっているといつてよいと思えます。

EMUはご承知の通り、戦後五〇年間に亘って続けられてまいりましたヨーロッパの経済統合に向けた道のりの最も重要な最終段階であります。この五〇年の道のりを振り返ってみますと、一九五二年の石炭鉄鋼共同体(European Coal & Steel Community)の形成に始まり、一九五七年のヨーロッパ経済共同体(European Economic Community)の成立、一九七九年のヨーロッパ通貨制度(European Monetary System)の成立、一九九一年にはマーストリヒト条約として知られているヨーロッパ連合条約(Treaty on

European Union)、更に一九九四年にはヨーロッパ通貨機構(European Monetary Institute)が設立されるというようにいくつもの節目を経て続いてきたわけです。

もちろん、その間何度も危機が訪れました。現に、マーストリヒト条約によってEMUの枠組みが合意された後でも、一九九二年の末から九三年の半ばにかけてヨーロッパを襲いました通貨危機によって、一時は、ヨーロッパの通貨の安定は絶望的ではないかとすら思われた時期もあつたわけです。しかし、こうした危機を乗り越えることができたのは、まさしくヨーロッパ主要国の政治指導者の経済統合に向けての強い信念と各国の間の協力があつたためであるうと思ひます。

EMUというものが持つております意義は、当然のことながら、ヨーロッパと日本では非常に異なつております。ヨーロッパにとりましては、それは正に自らの運命を左右する課題であります。その成否は、おそらく二一世紀におけるヨーロッパの社会・政治・経済に計り知れない影響を及ぼすことは、間違ひありません。

日本にとりましては、EMUは自分が参加したり、影響を及ぼしたりすることのできない事柄であります。その意味では、日本は米国やアジアの諸国同様、部外者であります。

しかし、世界経済においてヨーロッパが果たしている役割、また、日本とヨーロッパとの間の貿易、投資、各種の金融取引というものが持つております重要性を考えますと、EMUの成否に日本が重大な関心を持ち、さらに、日本としてそれにどう対応するかということを考えなければならぬことは当然であると思ひます。

日本の金融界にとりましては、EMUがヨーロッパの通貨、金融、資本市場に大きな変革をもたらすものである以上、この単一通貨の出現は非常に影響が大きいわけです。この単一通貨の出現に伴いますプラスとマイナス、単一通貨への移行に伴いますコンピューター等のハードあるいはソフトの両面での

コストがどうなるか、あるいは、新しい商品と新しい市場が出現するに伴ひまして、当然のことながら一方では、収益の機会が増すと同時にリスクも増大するわけです。

日本の非金融ビジネスにとりましては、単一通貨の出現が直接もたらすプラスとマイナスに加えまして、単一通貨圏の登場というものは、従来のヨーロッパ各国市場毎の価格体系の違いを消滅させるという効果をもつことが予想されます。そのため、生産や販売のための直接投資先の選定であるとか、あるいは貿易相手としての優先度を決定するという問題につきまして、従来と違った新しい検討をしなければならぬという必要が生ずるだらうと思ひます。

また、日本の通貨当局にとりましては、当然のことながら単一通貨ユーロが国際通貨体制全体において、どういう役割を果たすのかということに大きな関心があると思ひます。特に、日本の通貨である円の国際通貨としての役割への影響であるとか、あるいはアジアの金融市場への影響であるとか、国際的な為替相場の安定にどういふ影響があるか、などということがその関心の中心であるうと思ひます。

既に述べましたように、EMUがおそらく実現するであろうということは多数意見であると思ひます。しかし率直にいつてまだそのことについても実は、確実な保証はないわけでありまして、その意味で、ヨーロッパはこれから来年の末にかけまして、ある意味では今までよりもさらに困難で、かつ決定的な時期を乗り越えていかねばならぬわけです。

さらに、重要なことは、かりにEMUが予定通り一九九九年一月に発足を致しましても、それが強固でかつ安定した制度として定着し、発展するかどうかは、より不確定だということでありまして、また、EMUが発足した後うまく機能しなくなるということがおこりますと、それはヨーロッパのみならず日本を含めた世界経済にも大きな悪影響を与えることは避けられませぬ。

いずれにしても、これから、二一世紀の始めにかけて、この単一通貨市場がうまく機能するかど

うか、というまさに正念場を迎えるわけであります。しかも、この二一世紀にかけての期間は我々日本にとりまして、為替管理の撤廃に始まり、大規模な金融ビッグバンが実行される時期であります。従いまして、日本とヨーロッパの両地域におけるこれらの画期的試みがどのような結果を生むかということによって、円、ドル、ユーロ、という三つの国際通貨の関係も大きく影響されることになるわけです。

こういうことから、日本がEMUに重大な関心を持たなければならないということは明らかであろうかと思えます。国際通貨研究所が、今回このシンポジウムを企画したのは、まさにその観点からであります。本日は、この問題を議論するためには、おそらく現在考えられる最高のパネリストの方々に、ご参加を頂くことができまして、大変うれしく存じている次第です。

二、経済の収斂と欧州中央銀行の役割

欧州通貨機構総裁 アレクサンドレ・ラムファルシー

欧州経済通貨統合(EMU)の準備作業は大きく進展しており、欧州中央銀行の組織に関する重要な点では、すべて最終合意が成立しております。この作業は、伝統をそれぞれ異にする一五の金融政策運営を統合するものであって、前人未到の大事業、かつ挑戦であります。

欧州中央銀行の運営方法に関しても、作業は大方終了しています。数カ月前に発表されましたとおり、金融政策運営方法はすでに策定されており、支払いシステムのデザインも出来上がっております。欧州中央銀行間の計算システムを調和させるために必要とされる決定もすでに下されましたし、銀行券がどのようなものになるかも分かっています。様々な国の統計ベースの統一(これは極めて重要なことであります)が作業も大きく進展しています。勿論、中には欧州中央銀行によって直接なされなければならない作業もありますが…。

今後一九九九年一月までに行なわなければならないことは、これらを実行に移していくことであります。一九九九年一月一日に欧州中央銀行の政策委員会が政策決定機関として会合を開催する時(その時、政策委員会はユーロによる初のレポを実施することになるわけですが)までには、あらゆる準備が整っていないわけではありません。同分野において深刻な問題がおこるとは思いませんが、情報システムに関して、何らかの問題が生じるのは避けられないと思えます。しかし、そうしたことは極めてノーマルなことと考えます。

同時に、中央銀行が単独に、あるいは主体的に決定することができない分野、または全く決定権がない分野においても数多くの重要事項が決定されました。それらは、どちらかというと、政治家や政府や欧州委員会に決定権があり、かつ責任も重複しています。これらのうち、いくつかについては後に触れます。

一九九五年一二月にマドリッドで開かれた欧州サミットでは、ユーロへの移行シナリオが決定されるという大きな前進がみられました。そこでは移行の開始、移行期間の長さ、各段階の違い、などに関する決定がなされました。

第二に、もつと間近なところでは、ダブリン・サミットにおいて、移行期間中のユーロの法的地位が決定されました。このことは、当初ユーロ圏を形成する地域の金融市場参加者すべてにとって重要であるのみならず、将来の参加者にとっても、さらには同地域以外の人々にとっても極めて重要なことです。この点に関する我々の立場は極めて明解です。即ち、ユーロは、ユーロ圏において当初から法的効力を有する通貨であり、各国通貨が通用する三年間の移行期においても強制通用力と各国通貨との交換性が保証されます。この規定によって契約の継続性などに関わる不透明感は払拭されるものと思いません。

第三に、当初からはユーロ圏に参加しない国の通貨とユーロとの間の為替相場に関しても重要な決定がなされました。この為替相場メカニズム創設は基本的にはE M Iの仕事でありました。我々は欧州通貨制度(E M S)と同種類のシステム、つまり現在の為替相場メカニズムの後継制度となるE R M IIの創設を提案し、これは政治当局によっても承認されました。現在、我々は取り決めの文言を作成中であり、今後数力月中に完成の予定です。

第四に、成長と安定の協定に関しても政府間で合意が成立しました。それは、経済通貨同盟参加後の各国の財政政策をコントロールするものであり、極めて重要です。通貨同盟に参加する前であれば、適切な財政政策を採る国はE M Uに参加させなければそれで済むのですが、一旦参加してしまつた国に対しては不適切な財政政策をとつても、それを罰することができないという問題がありました。それ故、通貨同盟参加国に対し適切かつ責任ある財政政策を採らせるための別のメカニズムが必要であつたわけです。この分野においては、中央銀行は主たる役割を果たしたわけではありません。我々は政府に対し強力かつ信頼性の高い安定協定の導入を望む旨、要望したにすぎません。

これまでお話ししたことからもお分かりいただけるように、経済通貨同盟創設に必要な作業のうち、ごく重要な部分は概ね完了したといえます。今後へのこされた作業で、最も重要かつ困難な課題は言うまでもなく参加国の選定であります。来年三月の後半には、欧州委員会とE M Iとが収斂状況に関する評価レポートを作成し、参加国の選択についてそれぞれ勧告することになっています。選択それ自体は勿論E U首脳がなすべきことです。それは、おそらく来年五月の第一週末になるでしょう。欧州議会も両レポートに対する見解を提出しなければならず、大蔵大臣も両レポートが発表された後でE U首脳に対しどのような勧告をするか決断しなければなりません。この間、問題の複雑化を回避、ないしは極小化するための実務的方法として、大蔵大臣がある週末に勧告をし、しかる後にE U首脳が自らの決定を下すことになっています。

E U首脳が収斂基準をどのように解釈するかは分かりません。しかしながら、この件に関し、E M Iがどのような役割を果たすべきかという点については私なりの考えがあります。経済通貨同盟への参加を決定する基準のうち、インフレの基準に関しては問題は殆どありません。E U諸国のインフレ率は過去二〜三年間、急速に低下してきております。E Uの平均インフレ率は二%近辺にあり、しかも分散は極めて小さく、一・五%から二・五%の範囲内にあります。従つて、同基準については数値上も解釈上も

問題は無いといえます。長期金利に関しても十分収斂が進んでおり大きな問題は無いでしょう。

為替相場安定基準に關しても大した問題は無いと思つています。ご高承のとおり為替相場は原参加国決定前の二年間、安定的推移を保つていなければなりません。この点に關しては重大な問題はないでしょう。問題が生じるとしたら、それは財政面においてであると思つています。財政面においては、これまでのところ決して成果があがつているとはいえません。過去数年間、下方への収斂が進んでいるのはまちがいないところでありますが、一九九六年に關して確実に言えることは、まだ満足のいく状況からは程遠いということです。財政面でこれまでに採られた政策が、今年実際にどのような成果を生むかに多くがかかっているといえましょう。

財政基準に關して申せば、私はE M Iの解釈の仕方についてはある程度分つておりますが、EU首脳がどのような決定を下すかについて憶測することはできないということをおきたいと思つています。財政基準に關しては、マーストリヒト条約は三つのことに言及しており、決して一つのことだけを言っているのではないという点に注目する必要があると思つています。

第一は、財政赤字はGDPの3%、また国債残高は同60%を各々超えてはならない、という具合に参照値が決められているということです。

第二は、同条約が、特定の状況下では例外がありうることをはっきり認めており、その状況については極めて注意深い表現が用いられているということです。ただし、それは言葉による記述であつて数量化されているわけではありません。従つて、解釈次第ということになります。

第三は、しばしば見逃されているのですが、同条約が極めて重要なこと、即ち、収斂基準の維持可能性について二度までも言及しているということです。同条約はすべての収斂基準が維持可能でなければならないとしているだけでなく、財政に關しては特別にそれが維持可能でなければならない旨、言及し

ています。維持可能である、とは一年以上続くことを意味するのは確かでしょう。これら三つの条件を一まとめにすることは、政治的配慮(この点はE M Iの権能の域外にあります)は別にして、実務面に於いて考えた場合、難しいことになりましよう。

ここで、金融政策と外国為替政策という二つの分野における欧州中央銀行の役割についてお話ししたいと思います。マーストリヒト条約はE C Bの金融政策目標に關し全く曖昧なところを残しております。これは同条約においても希な箇所の一つです。それによれば、欧州中央銀行制度(E S C B)の主たる政策目標は物価の安定を確保することであり、現在の各国中央銀行法の中でもこれほど強力かつ明確に目標を規定しているものはありません。E C Bの政策委員会がその政策目標に關し、どのような解釈を下すかは定かではありませんが、欧州においては、今やどの国の中央銀行も物価安定の確保が伝統になつてきているといえます。

欧州各国でインフレ率が低下したのは偶然でもなければ神の思召しでもありません。それは各国中央銀行の政策目標が何年にもわたつてその方向で収斂してきたからに他なりません。これまで中央銀行がそうした政策を追求してきたのなら、ここにきて急にそれを転換する理由はないのではないかと思つています。

金融政策上の操作に關しては、第一次目標を使うか、中間目標を使うか、それともインフレを直接目標として使うか、はE C Bの政策委員会にまかされています。これらの操作目標間の差異はあまり誇張されるべきではないと思つています。インフレを直接目標とする方が多分望ましいであろうと考へている人でも、マネー・サプライを肌理細かくフォローしていく必要があるという点についていささかなりとも疑問を抱く人はいないであらう。マネー・サプライをフォローせずに中央銀行が金融政策を遂行するのは一口で言つて無理なものです。イングランド銀行の四季報を読めば、インフレ抑制を直接

の政策目標としている中央銀行でさえ如何に注意深く同指標をフォローしているかがわかります。また、他の中央銀行(フランス・バンクがその最たる例ですが)はM3を最も重要な中間目標と考へ、中期的視点からフォローしています。ただし、フランス・バンクといえども他の指標の展開を考慮していることはその月報から明らかです。

金融政策手段は多分レポを使った短期公開市場操作になるでしょう。金融市場取引がおこなわれる道筋も決まるでしょうし、金利の上、下限も預金商品や、ある種のロンバート金利によって決まって行くでしょう。それから中小銀行のニーズを満たすための特別の手段もいくつかできると思います。現在はこれらの実現にむけて作業中であり、EMIは今、レポおよびその他の市場取引の担保となる適格金融商品のリストの作成にあたっています。

経済通貨同盟の将来の外国為替政策は欧州域内における外国為替取引と欧州域外との外国為替取引との二つからなります。欧州域内の外国為替取引は最近合意されたERM IIの取り決めによって取りしきられることになっています。欧州域外の諸国通貨との為替政策、特にドルや円との関係における為替政策は皆、IMFにおける展開と無関係ではありません。為替政策の主たる責任はEU加盟各国の政府にあります。ERM IIに関する合意は二つの原則を明らかにしています。第一は、政府(基本的には大蔵大臣ですが)は欧州中央銀行と協議しなければならないことであり、第二は、為替相場政策はユーロ域内における物価の安定を危うくするものであってはならないことです。これが意味するところは、為替市場への介入がユーロ地域の物価安定を危うくすると判断した場合には、欧州中央銀行は介入を強制されることはないということです。この自由についてはERM IIの合意文書にも明示されています。また、同文書には、介入が第三国通貨を利し、物価の安定を損なうほど国内流動性を増大させると判断した場合、欧州中央銀行は介入を中止できる旨、書かれています。

ユーロが国際準備通貨としての役割を果たす可能性について申しますと、ユーロは時間の経過とともに重要な国際準備通貨になるであろうと思われます。そのために必要な条件は以下のとおりです。

その第一は欧州中央銀行がどのような金融政策をとるか、ということに係わっています。すでにお話したとおり、ECBの金融政策は、域内の物価安定を実現し、かつそれを維持することを目標としたものになるでしょう。その結果、ユーロは安定的かつ基本的に強い通貨になり、長期的には国際準備通貨となりうると思います。

第二の条件はユーロ建て政府債券市場の発展に係わるものです。投資家が準備通貨に求めるのは単に当該通貨の強さや取引手段としての機能だけでなく、当該通貨の資本市場が流動性に富み、かつ良く機能しているということです。確かなことはいえませんが、私人としてはユーロ建て政府債券市場は、普通予想されているよりも速く発展するのではないかと思っています。マドリードでは、すべての新規政府債券は一九九九年一月一日からユーロ建てで発行されることが決められました。同時に、欧州中央銀行の操作も同日からユーロで行うことに決められました。

このことは、銀行間取引も即時にユーロ建てに移行するということに他なりません。これは法令によってそうなるのではなく、それ以外の方法で取引することは不可能だからです。欧州中央銀行制度の対銀行取引がユーロで行われるのならば銀行間取引もそれに倣わざるをえません。新規債をユーロで発行しなければならず、銀行間取引がすべてユーロでなければならぬとしたら、各国政府は既存の債務を早急にユーロ建てに直す必要に迫られるであります。これは、繰り返しますが、条約による義務ではなく政府間における競争がなされるべきです。

以上のことがすべて実行されたとしても、政府債市場は必ずしもすぐにスムーズに機能するようになるわけではありません。これに加えて、政府間で債券発行手法の調和を図る必要があります。例えば、

利札は四半期毎に支払われるのか、半年毎か、それとも年一回か、といった細かい点についての取り決めがそれです。政府債の統一市場が形成されるには発行に関わる細目が統一されなければならないでしょう。

私の予想では（これは内部情報といったものではありません）こうした調整を進める方向でかなりの圧力がかかるものと思います。そうなれば、ユーロは比較的早く重要な国際準備通貨となり、その結果、世界の金融市場には（なかならずドルと円との関係において）新たな要素が加わってくるものと思います。

三、経済通貨統合

独連邦銀行副総裁 ヨハン・ヴィルヘルム・ガッドウム

欧州通貨同盟の計画は何年も前に着手されましたが、長い間、真面目に受け止められることはありませんでした。しかし今は違います。今後一年ほどの間に、参加国が選ばれ、九八年七月一日には欧州中央銀行（ECB）が設立されることになっているのです。

欧州通貨同盟創設を決めたマーストリヒト条約は欧州連合条約の一部ですが、後者の政治目的、即ち、欧州統合の一層の推進は、単なる通貨の統合をはるかに超えた大きな目標であります。欧州統合を進めるうえで、経済上の目標が究極的目標になったことは未だかつてありません。それらは単に統合実現のための手段にすぎませんでした。

マーストリヒト条約においては、当然のことですが、通貨統合への参加を希望するEU諸国は、収斂基準（これに関しては様々な議論がありました）を達成することによって当該国の経済及び経済政策が成熟していることを証明しなければならぬ、と決められております。低いインフレ率、ほぼ同レベルの金利水準、安定した為替相場、そして財政赤字の観点から見て維持可能な財政状態、等の収斂条件は、安定した共同体を構築するための確固たる基盤として不可欠なものであります。

インフレ率と長期金利という金融関連基準に関しては、過去数年間にわたり著しい進展がみられました。両指標のトレンドが、どのEU加盟国をとっても、益々類似したものになってきているのは注目すべきことですが、それにも増して、それらが低水準で収斂してきているという点は重要であります。物

価の安定という面では多くの国が多かれ少なかれ同じような状況にあり、欧州の為替相場の変動も目に見えて小さくなってきました。

現在、最も困難な問題は財政であり、ほとんどのEU諸国にとって財政基準の達成は難しい状況です。この点、ドイツも例外ではありません。昨年のドイツの財政赤字は、GDPの約三・八%で、マーストリヒト条約の収斂基準をほぼ一%上回っています。一般政府債務残高は対GDP比六〇・七%で、他のほとんどの欧州諸国よりは低水準ですが、それでも六〇%という基準値を上回っています。

ドイツの状況を評価する場合には、東西ドイツ統合によって生じた極めて困難な問題に対し財政当局が過去数年にわたり取り組まなければならなかった、という事実を忘れてはなりません。統合の影響は財政赤字と債務残高の双方に及びました。一九八九年以降のドイツ中央政府および地方政府の債務残高の増加は、少なくともその半分が統合によって生じたと思われる。ただし、政府債務が高水準である理由が分っているからといって、財政政策の方向を変更したり、債務の一層の増加を食い止める必要が無いわけではありません。

このような状況においては、恒久的に維持可能な財政状況を確保すべく、長期的視点に立つて基礎固めを行なうことが重要です。負担を翌年や数年後に先送りするといった操作は無益であるばかりでなく、マーストリヒト条約にうたわれた目的にも反するものです。債務規模抑制の目的は、借入の影響、すなわち債務返済負担を長期的に維持可能な水準に抑えることにあります。従って、本年の計数も将来の見通しに照らして判断されなければなりません。

ドイツ政府は本年度の財政赤字をGDPの二・九%に抑えるだけでなく、引き続き一層の赤字削減に努力するとの目標を掲げました。ドイツ財政政策当局が果たさなければならぬ役割は、労働市場情勢が芳しくないため余計大きなものになっています。そのため、当局が自ら設定した財政再建目標を達

成するのは、確かに容易なことではないでしょう。様々な政策がすでに実施されたり発表されたりしていますが、それらの効果について現時点で判定を下すのは時期尚早といえます。

EU各国の首脳は今から約一年後に、どの国が通貨統合参加に必要な基準を満たしているか決定することにになります。その時点では一九九七年度の経済実績を示すデータも明らかになっていることでしょう。一九九八年の春に予定されている参加国選定の結果、第一陣で通貨統合に参加する国は数力国にとどまる可能性もあります。マーストリヒト条約は、必ずしもすべてのEU諸国が当初から通貨統合に参加することを想定しているわけではありません。また、同時に第一陣で参加できなかった国も、後日、基準を満たせばEMUへ参加する権利は確保されています。

仮に少数の参加国でスタートした方が真に安定した共同体を発足させ易いのであれば、少数でスタートするのも何ら悪いことではありません。それは後になって参加する国にとっても好ましいことです。欧州通貨同盟が世界からどの程度信頼を勝ち得ることができると仮定するならば、ドイツの銀行業界全体が通貨交換の準備の大半がその中央機関に集中していると仮定するならば、ドイツの銀行業界全体が通貨交換のプロセスを開始したということができません。国境を越えて営業している金融機関が特に積極的に準備しているのは当然といえましょう。同じことは、事業会社や大手商社についてもいえます。

一九九九年一月一日という重要な日を睨んで、ドイツの銀行業界はすでに全面的に通貨交換の準備にとりかかっております。本年春にドイツ経営者連盟(DIHT)が行なった調査によりますと、八五%の銀行がすでに準備をはじめています。さらに、貯蓄銀行や協同組合銀行業界においてはユーロ導入準備の負担の大半がその中央機関に集中していると仮定するならば、ドイツの銀行業界全体が通貨交換のプロセスを開始したということができません。国境を越えて営業している金融機関が特に積極的に準備しているのは当然といえましょう。同じことは、事業会社や大手商社についてもいえます。

銀行や金融・資本市場が特に関心をもって通貨交換のために努力しているのは、それらが来たるべき

通貨改革によつて最も大きな影響を受ける以上、当然のことといえます。このことは変換プロセスに関して当てはまるだけではありません。金融市場参加者は世界中どこでも絶えず厳しい競争にさらされており、欧州でも事情は同じです。そして、この傾向はユーロ導入によつて更に強まっていくでしょう。しかし、それによつて銀行業界の効率も向上していくのです。

ドイツのユニバーサル・バンキング制度とアングロ・サクソン系の専門銀行制度は、単一通貨が使用される単一市場において互いに競争することになります。このことは、業務範囲の見直しにつながるかもしれません。この点に関していえば、ドイツの大手銀行は、特に英国の投資銀行に関心をもっています。私としては、ドイツの銀行業界にも将来、より高度な専門化現象が生じる可能性があるということをお断するつもりはありません。ある種の機関が何時でもあらゆる分野において最善の成果をあげられるとは限らない、ということを経験が示すところであり、ます。

ユーロの導入によつて、欧州には単一資本市場が創出されることになり、ますが、これによつて金融セクター間の競争が激化するの明らかです。また、それは資金需要者に対しても市場機構に対しても重要な影響を及ぼします。現在、ドイツが発行する政府債は欧州におけるベンチマークとなつていますが、ドイツとしては、新たに創出されるユーロ市場においてもその地位を守りたいと考えています。そのためには、クーパーンを分離し（九七年七月から）全期間にわたり連邦債の明確な利回り曲線を市場に提供するだけでなく、連邦債の高い流動性水準を維持する、などの努力をする所存です。

過去数年間、ドイツ連邦議会は各種の「金融市場振興法」を成立させ、ドイツの金融セクターに法律面から近代的な枠組みを賦与してまいりました。取引所取引税が廃止される一方、連邦証券取引監督庁が設置され、インサイダー取引防止法が制定されました。ドイツ金融先物取引所（DTTB）の開設や電子取引システムが導入されたのも金融センター間の競争激化に対処するための準備の一環として見なければなりません。ドイツ株式取引所は、将来、場立ち取り引きに比べスクリーン・ベースの取り引きの重要性が高まると予想していますが、私も同感です。証券取引所における取り引きの近代化は、とりわけ効率的なドイツの証券決済制度とあいまつて、ユーロ発足時にはドイツの立場を有利なものにするでしょう。

銀行、証券取引所、産業界、欧州中央銀行間、などでユーロ導入に向けて組織的に準備が進められているというものの、依然として残された仕事や未解決の問題がある点も見逃してはなりません。欧州各国は通貨統合に合意しましたが、他の政策分野、例えば経済政策などでは主権を保持しております。これら各国の（地域的な）経済政策をどのようにして欧州単一金融政策と調和させるかは、今後経験によつて学んでいかなければなりません。

ただ、ユーロ地域の単一金融政策の究極の目標は、通貨の安定性の実現とその保持以外には有り得ない、ということだけははっきりしています。金融政策を地域対策として使うことはできませんし、また、使うべきでもありません。地域の問題に注目すべきであるという政治圧力がかかる可能性もありますが、欧州中央銀行は、そうした圧力に抵抗することを学ばなければなりません。欧州中央銀行が金融政策を遂行するに際し、ブンデスバンクと同様に政治の容喙を許さないことがなぜ重要なのかは、まさにこうした理由によるのです。

欧州中央銀行の金融政策が不完全であつたとしても、一つだけ許容されてしかるべき点があります。それは、各国の金融市場構造に違いがあり、かつ、各国の景気循環が一致しない以上、同政策がすべての地域に対すべからず同じ効果をもつことはないという点です。同様に財政政策も、地域格差を平準化するために利用することは、出来るだけ控えるべきであります。

欧州諸国は、欧州連合をさらに発展させ所得移転連合を形成する方向、すなわち、加盟国間の財政面

における結びつきを強化する方向、にまでもっていくことを希望していないのは明らかです。しかし、その一方で財政安定化協定は、各国政府が勝手に債務を増大させることに対し制約を加えています。こうしたことから、政策当事者は、問題の解決には法律・規則による方法を模索しなければならず、また、そうした方法を見出さなければならぬという事実（これは利点でもあるのですが）を再認識するでしょう。結局のところ所得移転は対症療法に過ぎず、それ以上のことは期待出来ないのである。

さて、本シンポジウムの総合テーマは、ユーロのドル及び円への挑戦ということですが、米ドルは過去二〇年間でその重要性が若干低下したというものの、現在も明らかに世界に君臨する通貨です。二番目に重要な準備通貨はドイツ・マルクで、第三位が円であります。一九九六年秋の時点では、世界の外貨準備の六二％は米ドル、一五％はドイツ・マルク、七％は円で、他のEU通貨は合計で約五％でした。このように、外貨準備で見ると、米ドルは今日EU通貨の三倍のウエイトをもっていることになりました。この割合が短期間うちに変化すると考える理由はないと思われれます。

ユーロが世界通貨の中で、準備通貨としての機能以外に最終的にどのような役割を果たすようになるかは多くの要因に左右されます。従って、ユーロとドルが将来どのような競争関係になるのか、という点について見方が分かれたとしても、それは何ら驚くべきことではありません。勿論、ドルに対し世界的な競争相手となるためには、無制限の交換性と資本の自由な移動が保証されることが基本的な前提条件になります。また、政治面に関しては、当該国あるいは当該地域の社会が安全かつ安定していることが国際投資家によつて要求されます。

EU全体の経済的強さは、国内総生産の合計でみる限り、アメリカのそれに引けを取るものではありません。世界の貿易に占めるそれぞれのシェアについてもほぼ同じことがいえます。経常収支に関して言えば、ユーロには好調なスタートを切るための条件が備わっているといえます。もし経常収支が恒常的に大幅な赤字となれば、当該国通貨は下方圧力を受け、資本投資先として競争する際不利になるでしょう。このことを市場が再認識すれば、経常収支は長期的には十分重要な意味合いをもってくると思われます。現在、アメリカの経常収支は約一六〇〇億ドル台の赤字（一九九六年見込み）となっていますが、EUのそれは、合計ではかなりの黒字（九六年で約八五〇億ドル）となっています。

債券市場におけるアメリカとEUの力はかなり拮抗しています。一九九六年の新規国際債発行のうち欧州主要六カ国通貨建てのものは合計すると全体の四〇％であり、ドル建て債とほぼ同水準でした。

金融市場の期待どおりユーロが安定するか、また欧州中央銀行の金融政策に対する信頼感が生まれるか、という点は特に重要です。この点、欧州中央銀行は信頼性を勝ち取るための制度的基盤を構築いたといえます。通貨統合がEU域内において成功を収めることが出来れば、ユーロは世界的にも魅力的通貨となる可能性はかなりあると思われれます。また、そうした意味で、ユーロがドイツ・マルクの伝統を受け継ぐ可能性もあるのです。

四、ユーロの金融に与える影響

仏預金供託公庫専務取締役 テイエリー・ヴァルラフエヌ

単一通貨ユーロへの移行は、欧州の金融業界にとって大いなる挑戦であり、欧州単一市場の完成へ向けての意義深い前進といえます。それは、欧州連合域内の銀行、金融機関にとって極めて重要な変化を意味するだけでなく、急速に変化しつつある国際金融の世界にも影響を与えずにはおけません。かいつまんで言えば、ユーロは変化を意味し、その変化はさまざまな方面に波及せずにはすまされない、ということなのです。

このところ銀行業界は各種、強力な要因によって大きく変貌してきましたが、ユーロへの移行が決まったことで、そうした要因がもう一つ増えたといえます。これらの要因とは、情報技術の急速な発展と広範な規制緩和(就中、為替管理の撤廃と、市場メカニズムによる金利と資金配分の決定)であり、かつ、両要因が相乗作用によって金融市場に劇的な変化をもたらしたことは周知のとおりです。過去一〇〜一五年を振り返ってみると、これは革命といっても過言ではありません。単一通貨の出現は現在進行中のこうした変化に対し、追加的な影響を及ぼすことになるでありません。

またユーロへの移行は一過性の変化ではありません。
一九九九年一月一日は通貨統合の第三段階、かつ最終段階が始まる重要な日であり、同日には次のようなことが予定されております。即ち、

・ユーロがすべてのEMU参加国の共通通貨となる。

・各国中央銀行によって実行されていた金融政策は欧州中央銀行に移管される。
ということなのです。

こうした移行が、予め決定された特定の日に実施されるにしろ、その影響は金融業界の新たな姿を形成する過程で長期にわたって現れてくると思われれます。それはビッグ・バンというよりも、むしろ継続的なプロセスであり、そのプロセスはすでに始まっております。主だった市場関係者が、その経営計画の中に単一金融サービス市場の形成を織り込むようになってからすでにかなりの時間がたっております。実際のところ、ユーロはすでに長い間議論されてきたので、それが現実のものとなっても目新しさはほとんど感じられないであります。

また、このプロセスは一九九九年一月で終わるものではありません。市場関係者のすべてが新しい事態の意味を理解し、単一通貨で業務を遂行すべく全ての調整を終えるまでには何年もかかると思われます。単一通貨導入から受ける影響の態様とスピードは各市場によって異なります。典型例としては、単一通貨導入によってホールセル・ビジネスが根本的に変わるのに対し、リーテール・ビジネスの受ける影響はより間接的なものとどまること、などが挙げられます。

ユーロはまた、競争も意味します。

通貨という障壁の撤去は、金融機関にとって、平等な競争の場が更に広がるということに他なりません。この新たな環境を活用するためには、各機関は皆、自らの強い分野と弱い分野を慎重に評価しなければなりません。新しい環境下で成功を収めたければ、どの機関も自らの競争上の優位がどこにあるのか、はつきりと見極める必要があります。

ユーロの市場は単一通貨で取引が行われるようになるため、現在の各国通貨別市場よりも拡大、深化したものとなるだけでなく、透明度も高いものとなると思われます。そうなればユーロ市場はグロー

バル化する金融の世界において、数少ない真のグローバル金融市場としての競争力を強化することが出来るでありましょう。この点に関しては後で再び詳しく述べることにしたいと思います。

企業の視点からすると、成功の鍵となるのは戦略およびマーケティングですが、その前にまずユーロ移行に関わる実務上の問題を片づけることが必要です。銀行や金融業界にとっては、通貨は原材料ともいふべきものです。通貨が変わるといふことは、原材料が変わるといふことであり、当然のことながらそれに対応したシステムの調節が必要となります。

通貨の変更は前例がないわけではありませんが、いずれの経験をみても、それは複雑な作業であり、実務上、周到な計画と正確な段取り、そしてきめ細かい協調を必要とするものであるといえます。ましてや今回のようにいくつかの通貨を一つの欧州通貨に置き換えるというのは前例がなく、移行の枠組みを作るのは一層複雑な作業にならざるをえません。すべてが旨くいくためには、欧州の諸機関、各国当局、民間の業界団体、そして最終的には個々の企業がそれぞれの役割をきちんと果たしていく必要があります。

EUレベルでは、九五年一月に新しい欧州委員会が発足しましたが、それにより、それまで前委員会の下で進められていた暫定的検討に新たな推進力が加わることとなりました。同年六月にはグリーン・ペーパーが公表され、ユーロへの移行を二段階に分ける方式とする草案が示されました。即ち、ホールセル取引については通貨統合開始時に同時にユーロへの移行を実施し、一般市民向け業務に関してはユーロ紙幣や同コインが発行される段階において実施するというものです。九五年十一月には欧州通貨機構(EMI)が独自の提案を行い、同年十二月末にはマドリード欧州首脳会議で最終的な移行シナリオが決定されました。

それ以降、各国レベルでの作業が本格化し、フランスでは、その一年前にフランス銀行とフランス信用機関・投資事業会社協会(AFECEI)によって設立された「ユーロ移行のための作業部会」が一九九七年二月になって「銀行及び金融業界のための計画(パリ・プラン)」を公表しました。また、AFECEIはそこに示された一般原則を補足するため、優に一〇〇ページを超える解説書を刊行し、合意された移行手続きについて詳細な情報を提供しました。今後は、金融機関がそれぞれ自己責任で作業を実施していくわけですが、それは前述の作業部会によって監督され、かつ専門家によって構成される特別委員会が定期的に進捗状況をモニターすることになっております。

このパリ・プランは二つの重要な基本認識に基づいて作成されています。その一つは、ユーロへの移行には次の二つの重要な転換点があるということです。

その第一は、すべての市場で金融機関間の取引がユーロに転換される一九九九年一月です。

その第二は(これは最後のものでもありますが)、二〇〇一年末ないし二〇〇二年初(マドリード首脳会議の決定では「遅くとも二〇〇二年一月一日」とされています)です。この時点でユーロ紙幣や同コインが導入され、すべての勘定および支払手段においてユーロがフランス・フランに取って代わります。

第二の基本認識は、①一九九九年一月以降、ユーロ建て金融商品に対する需要が、特に非金融機関から始まることもあり、一九九九年から二〇〇一年の移行期間中はある程度の弾力性と適応力が必要となる。しかし、②ユーロ紙幣、同コインが導入されるまでの間、一般市民が二つの通貨単位の併存により苦労しなくてもすむように、首尾一貫した対策を工夫する必要がある。——ということです。

パリ・プランの主眼は、すべての金融・資本市場に対し、一九九九年一月一日から速やかにユーロに転換するよう求めている点にあります。即ち、

—— フランス銀行にある金融機関の勘定は同日からユーロに変換され、ユーロで管理されます。

—— 欧州中央銀行の決定した金融及び為替相場政策をフランス銀行が実行に移す場合はユーロで行

われます。

—— インターバンクの外国為替市場では、第三国通貨を対価とした取引や相場の呈示はユーロでのみ行われます。即ち、銀行はフラン相場やEMU参加国通貨の相場を呈示しなくなります。

—— パリの金融・債券市場では、ユーロ建てで取引が実行されます。フランス大蔵省は新規国債をユーロ建てで発行し、フラン建ての既発政府債はすべてユーロ建てに転換されます。転換されない証券については、相場はフランの平価相当額のユーロで示されます。

—— パリ株式市場もユーロで取引が実行されます。市場の注文は、株価も投資証券も転換社債もすべてユーロ建てとなります。投資信託もユーロ建てに変更され、解約価額もユーロ建てのものが法的に唯一有効となります。

一方、一般市民の毎日の取引の大部分は、移行期間が終わるまでフラン建てで行なわれると考えられています。従って、銀行のリーテイル取引はほとんどがフラン建てで行われることになるでしょう。このため、銀行間決済システムはフラン建てとなります。顧客がユーロ建てで取引を行なうことも可能ですが、その場合は、決済システムにかける前に銀行がフランに転換することになります。

その他の支払システムは一九九九年一月からユーロ建てになります。それらに含まれる主なものとしては以下のようなものがあります。

—— 欧州レベルで開発されているTARGET(単一金融政策の効果を有効ならしめ、ユーロ建て単一金融市場を確固たるものにするべく高額の決済を処理するシステム)へのフランス側のアクセス・ポイントとなるフランス銀行振替制度。(TBF。これは即時グロス決済制度です。)

—— 証券取引では資金と証券の同時決済システム。

移行日までの時間は六五〇日足らずと比較的短く、営業日数で見れば五〇〇日以下です。しかし、す

でに述べましたように、この問題は長期にわたって議論されてきていることでもあり、金融機関としても「急な話だったので」と釈明するわけにはいかないでありましょう。

私は預金供託公庫における準備グループを監督する立場にありますが、同公庫については、準備作業委員会を設立、カンヌ首脳会議(同会議の一ヶ月前には欧州委員会のグリーン・ペーパーが提出された)直後の一九九五年七月には経営レベルで初会合をもちました。準備作業の進捗状況は現在、毎月の報告をもとにモニターされており、今、特に重視しているのはコンピューター・システムの対応です。当然のことですが、一九九八年下期中にテストを行い実際の移行日までに準備万端整えるには、同年末までにすべてのシステムが新しい環境下で作動可能になっていなければなりません。

どの部署も自分の担当分野の調整に関しては全責任を負っていますが、重要事項の決定については、いつでも準備作業委員会や経営会議に指示を仰いできます。各部署は、「誰もが顧客の求めに応じることができるよう」との大枠のガイドラインに沿って対応しており、従って、一九九九年一月には、選択が可能なお場合にはユーロでもフランでも顧客の要請に応じられるよう努力しています。

当然のことながら、通貨の変換や必要とされるデータ処理の調整にはそれなりのコストがかかります。しかしながら、金融仲介機関が負担しなければならないこうしたコストに関する懸念は、移行日が近づくにつれて通常予想されるように増大するのではなく、むしろ減少する傾向にある点は注目すべきことと思います。これには主として二つの理由があります。

その第一は、ソフトウェアの変更はいずれ不可避であるにしても、実際に変更が必要となるまでになり長期の時間的余裕がある場合には、その時間を最大限利用することによって、かなりのコスト削減が可能になるということです。実際、技術変化のスピードは大変なもので、ユーロ導入に伴い変更が必要となるソフトウェアのかなりの部分は、いずれユーロ移行期の数年間に大幅な再構築ないしは再開発

を迫られるものなのです。そうした新たな状況下においては、ユーロが導入されてもさほど余分なコストがかかるわけではありません。

さらに、必要な変更の多くは、金融機関が自ら定期的に行なっているメインテナンスの中で実行されるでしょうから、ユーロ関連の調整コストは限定されており、また、そのコストを分離することも難かしいと思われまます。

預金供託公庫を例にとりますと、九六年九月の推計では、銀行部門及び市場部門のデータ処理システムの調整費用は、ユーロが導入される日までの二年間に必要とされる管理費用の二〜三%でありました。その後の推計は行われていませんが、私は今でもこの数値が過小評価であるとは思っておりません。全体的に言えば、金融部門の負担が大きいと訴えても、それによつて金融業界が得るところはほとんどありません。また、銀行が負担する費用は補償されるべきであると主張したところで、世論がそれを支持してくれるほど銀行に人気があるわけではありません。そうした費用がかかっても、それによつて銀行が直接、利益を得るといことが明らかであれば(すなわち、ほとんどの推計によれば、費用総額のほぼ三分の二が通信と訓練に要する費用であり、情報技術への投資は残り三分の一ないしは四〇%程度である以上)、なおさらです。

個々の企業レベルでも、費用は負担しえないものではありません。彼らには、他に取り組むべきもっと重要な問題があります。最も重要なのは、単一通貨が引き起こす基本的な変化を評価すること、及びそれに基づき、事業戦略を策定することでありまます。通貨は、銀行業界と金融市場を構築する主要な素であります。異なる通貨圏の存在を前提とした経営に慣れ親しんできた金融機関は新しくより大きな欧州通貨圏に適応しなければなりません。その結果、より多くの者が同じ土俵の上で競うことになり、新たな競争が生じるため、時間の経過と共に金融業の性格も大きく変わっていくであります。

他の根本的な変化と同様、欧州単一通貨の導入により、避けなければならないリスクと活用すべき機会が発生します。こうした状況下では、単一通貨への移行に要する費用、特に訓練と通信に要する費用は投資と考えるべきであります。

次に競争の問題を考えてみたいと思ひます。

まず第一に、単一通貨の直接的な影響は、資本市場、もつと特定すれば金利市場に現れるであります。

通貨同盟により、完全に統合された短期金融市場が誕生、欧州中央銀行によつて決定された金融政策は各国の中央銀行を通じて実施されることになる(欧州中央銀行制度)でしょう。統合された欧州の決済制度(TARGET、汎欧州即時グロス決済制度)は、各国の即時グロス決済制度と欧州中銀の支払機構を相互に結びつけることとなります。その結果、短期資金の自由かつ即座な還流が可能になるでしょう。各国の金融仲介機関は顧客を惹きつけるために自国の金融政策や市場に精通していることを最早、宣伝文句として全面に押し出すことができなくなります。第三段階への移行日、即ち九九年一月以降は、金融政策は一つになり、短期金融市場の金利も一本化されます。

これまでは各国の債券市場は為替リスクによつて分断されてきましたが、ユーロの導入により、そうしたこともなくなり、ユーロ建ての確定利付き債券の一大市場が誕生することになります。新たに統合されたユーロ建て金利市場の際だった特徴の一つは、(誰もが信用リスクがないと認めるような)ベンチマークとなりうる借り手がないために利回り曲線を導出することが出来ない点であります。一般的には、最も質の高い借り手である中央政府が国内の確定利付き債券市場の基準となります。ところが、ユーロ圏では、そうしたベンチマークになりうる政府債は一つではなく、いくつが存在することになります。従つて、どれがベンチマークとなるかは市場の決定に委ねられることになるでしょう。その場合、

信用リスクが選別の要素となることは殆どないと思われる。というのは、ほとんどの欧州連合諸国の政府は、その債務について既に内外でトリプルAの格付けを得ているだけでなく、マーストリヒト条約に定められた財政規律遵守の約束を強化する「安定と成長の協定」が、今後の財政赤字あるいは政府債務残高の大幅な増加をくい止めると予想されるからです。従って、各国政府の信用リスクは引き続き小さく、安定的推移を辿り、殆ど同一とみなされるでしょう。

それでもベンチマーク債の発行者となるため、各国政府の競争は続きます。その際、各国政府が起債上の比較優位を得るための努力は、当該国の国債市場の流動性と透明性を高めることに集中するでしょう。例えば、フランス大蔵省は、競争入札方式とプライマリー・ディーラー制度の併用により近代的な債務管理を行っており、満期一年未満から二〇年超までのあらゆる期間をカバーする債券を発行しています。同一の満期となる債券を定期的に発行する、所謂「銘柄統合国債」により既存の債券の流動性を確保しています。フランス政府は既に一九九九年の通貨統合の発足当初から既存の債務をすべてユーロ建てに転換することを発表しており、大量のユーロ建ての債券が、市場に提供されることになりました。通貨同盟参加資格を有する他国の政府も債務管理の近代化に積極的に取り組んでおりますが、これはユーロの導入により生じる新たな環境、即ち、それまで自国市場で並ぶもののないベンチマーク債として享受してきた特権が失われる状況に備えるためであります。

債券発行者間の競争は中央政府に限られるものではありません。欧州連合の長期貸付実施機関で、最大の超国家的な起債者である欧州投資銀行(EIB)は、すでに意欲的姿勢を示しており、九七年一月には他に先駆け、初のユーロ建て貸付を実施しました。最近ではEIBは当初から通貨統合に参加しそうな国の通貨建てで並行的に債券を発行する計画に乗り出しました。これらの債券はその後発行される債券も含め、完全に(ユーロと)代替可能であり——これはすべてが同じ金利を持つため——従っ

て、ユーロが登場した場合には一つのユーロ建ての流動性の高い債券にまとめられるとされています。これらの「ユーロ転換可能債」はEIBのユーロ建て債券の流動性を高め、それとともにベンチマークとして認められたいというEIBの期待をも満足させることになるでしょう。

ユーロ建て債券の利回り曲線の形成にもベンチマークが必要になります。ベンチマークとなる発行者の債券利回りからユーロ建て債の利回り曲線が一本描かれます。流動性の重要性を考慮すれば、利回り曲線の基底は、市場に突出している各満期の証券のうち最も流動性が高くかつ信用リスクのない譲渡可能な債券によって決まります。これは、発行者の信用度が同じであれば、発行者が異なってもかまいません。例えば、一年物及び三〇年物についてはフランス国債が、五年物及び七年物についてはドイツ連邦国債が、それぞれベンチマークになると云った具合です。

ベンチマークの問題は借り手よりも市場にとってより重要な問題です。借り手にとっての最大の関心事は可能な限り最も有利な条件で必要な資金を調達できるアクセスを確保することです。欧州の小国の政府を含め、これまで自国市場で債券を発行していた多くの借り手は、今後自国以外の投資家から資金調達を行う必要があるでしょう。すでに、多くの発行者がこうした必要性に気づき、その準備をしている兆候がみられます。特に、この数カ月、自国以外での知名度を高めようとする借り手によって多数の新発債が発行されただけでなく、これまで実質的に全くアクセスしていなかった自国以外の欧州の投資家の需要に合わせた債券の発行もみられます。

新発債の引き受け業者であるにしろ、流通市場での活発な取引業者であるにしろ、上述の動きは、すべての金融仲介機関にとって新たな競争を意味します。

自国通貨建ての債券の発行の場合、当該国の金融機関が競争上優位にたつのはよく知られていることであります。起債のランキング表でも各国市場において、主要な発行引き受け業者は地元の金融機関で

あります。フランス・フラン建ての場合はフランスの業者、ドイツ・マルク建ての場合はドイツの業者であり、これはどの国でも同じであります。借り手との密接な関係、投資家へのアクセスの容易さ、当該国の通貨当局の行動や金融政策に対する市場の反応に精通している点、などを考えれば、地元の金融仲介機関の有利さがよく理解できます。

将来の単一通貨市場における金融政策については、より多くの金融機関が理解することになります。ある国のグループだけが競争上有利になるわけではありません。同じ立場に立つ参加者が増加することは競争の激化をもたらします。欧州の金融機関の競争力は主要な発行者とどのような内容の関係を築くかにかかってくるのみならず、販売力も重要となります。それなりの市場シェアを維持するために、自国以外に顧客ベースを拡げることが欠くべからざることとなります。貯蓄者がいかに素早く行動様式を修正するかを予測するのは困難ですが、ユーロの導入によってもたらされるポर्टフォリオの多様化の可能性を追求すると思われれます。

ユーロの将来の国際的役割については、主として為替相場あるいは国際通貨制度の機能への影響という観点からよく議論がなされています。これらはもちろん重要な問題であります。欧州の金融界にとっては、ユーロは証券関連業務の取引を増やすことになるのか、それともユーロが取って代わることになる通貨建ての証券の取引量の合計以上にはならないのか、という問題が重要です。

中期的にみれば、ユーロは投資通貨としてその役割を増大すると思える確かな根拠があります。当初の段階では、若干状況を見守ろうとする態度が見られ、欧州の金融市場は、すぐには本当の意味での単一市場にはならないでしょう。通貨以外にも税制、法制や諸規制など、分散投資への誘因——その重要性はより小さいとしても——は依然として残ると思われるからであります。しかしながら、時の経過につれて、金融政策に対する信頼性が確立し、域内各国の市場慣行もますます類似したものになっ

いくでしょう。欧州市場の流動性と規模からみれば、域外の投資家や借り手にとってその安定性がユーロの魅力を高めるでしょう。徐々に、ユーロは世界的な取引通貨の一つとなり、欧州の金融業界のビジネスの機会も増大すると思えます。

最後に、将来の欧州金融業界の地域的分布状況について簡単に触れておきたいと思えます。競争の激化とそれに伴う集中化の動きが出てくるのは確実です。しかしながら、近い将来、欧州の金融業務の大部分が単一の欧州金融センターに集中するようになると思えません。欧州域内に複数の金融センターが存在する状態が続くでしょう。特に、主要な金融センター間では競争が激化するでしょう。

ユーロの導入により同質性が一層高まり、画一的な金融商品(特に外国為替)を大量に扱うことによる比較優位がもたらされるという理由だけを見ても、ロンドンには、引き続きその優位さを保つと思えます。フランクフルトは欧州中央銀行の所在地に選ばれたという優位性を最大限利用しようとするでしょう。パリも各種システムの先端技術を売り込むことや、あらゆる種類の債券を取り扱う活発で効率的かつ透明性の高い市場を育成することをあきらめていません。

最終的にどこが勝ち残り、どこが負けるかを予想することは困難ですが、競争により欧州の金融部門の効率性が高まること、予想されます。競争の進展で、より低いコストでより良いサービスという恩恵を主に受けるのは、当然のことながら市場の最終利用者である投資家と資金の借り手であります。競争の進展は、欧州金融市場の創造力と適応力を高め、ひいては世界の主要金融センターに対する競争力を高めることにつながります。

私の話も終わりとなりますが、本日は多くの他の問題に触れておりません。それらについてはいずれ時機が来た時に触れる機会があるかと思えます。ただ、一つだけあえて触れずにおいた点がありま

す。それは、ユーロが一九九九年一月から予定通りスタート可能かどうか、という点であります。はつきりさせておきたいのですが、これはユーロの実現について未解決の不確実な点について理解していないからではありませんし、ユーロが実現してほしいという希望的観測によるものでもありません。欧州の金融界の一員として、私がお話した内容からもお分かり頂けるとおり、EMUが実現するかどうか問いかけることは全くの外れであります。欧州の通貨統合が予定通り実現する可能性は極めて大きく、このための用意をしないことは大変なリスクをおかすということに他なりません。預金供託公庫、そして欧州のすべての主要な金融機関にとって、一つの標語があるとすれば、それは、「案ずるな、用意せよ。」という事です。

五、欧州通貨統合

米連邦準備制度理事会前理事 ローレンス・リンゼー

日本と米国は、欧州通貨統合の展開を見守るだけであって、それに参加する訳ではありません。欧州通貨統合は、純粹に欧州の出来事であり、またそうあるべきです。しかしながら、友人、同盟国及び貿易の相手国として、全員が自由な世界貿易と市場を基にした体制の成功に共通の利害をもっていることから、当然の事ながら欧州の成功に関心を持っております。欧州の通貨統合は、欧州の問題であります。しかし、この世界では友人、隣人及びパートナーは、しばしば助言を与えますし、時には求められない時にもそうしたがるものです。私としましては、欧州の良き友人達が、我々が友人として意見を具申することを、理解していただければと思います。何故ならば、我々は、欧州の成功に関心を持っており、うまくいくことを望んでいるからです。我々は、共通通貨について最終的な決断を下す人間ではありませんし、またそうなりたいとも思いません。

このシンポジウムの題が若干気になります。題は「欧州通貨統合—ドル・円に挑戦する新通貨ユーロ—」というものです。率直に言いますと、今日のユーロというのはドル、円にとつての挑戦になっている訳ではありません。通貨統合実現のために財政金融政策の運営にあたらなければならぬ欧州の政策立案者にとつてこそ、ユーロは挑戦だと言えましょう。近い将来、ドル、円、ユーロの相対的な重要性がどうなるかということに関して予測を申し上げるとするならば、恐らくは、ドルと円は現在の相対的な重要性をそのまま維持することになるでしょう。ユーロは、ユーロに置き換えられる諸通貨の相対的な重要

性を引継ぐことになるでしょう。

現状から変化する点が二点ばかりあると思いますので、それについて触れたいと思います。第一の点は、様々の通貨にかわってより広範囲な地域をカバーする通貨を創出すると、代替された通貨の合計額に比して、新通貨に対する需要はおそらく低下することになることです。これは、中央銀行、決済機関や多通貨取引に積極的にかかわっている人々が予備的動機によって保持している通貨保有額は、より多くの通貨が存在する場合の方が、大きいからであります。事実、このような通貨に対する需要が低下する事が、単一通貨導入を支持する効率性向上の直接的な結果となりますし、通貨統合を行う経済的理由であります。

考慮しなければならない現状からの第二の変化は、ユーロが価値保蔵のため、ドル、円を代替する資産として保有されることです。別の言い方をすれば、現金は、価値を保蔵する手段としてはほとんど保有されていないので、低リスク指向の資本運用のポートフォリオにおいては、ユーロ建ての短期金融市場商品が、米国の短期財務省証券にとつて代わることもあるでしょう。これは確かに面白いアイデアであります。事実、ユーロがドルや円に「挑戦」すると見ている人達は、これをその根拠としています。

詳細に検証してみましょう。現在、この役割を担っているものとして欧州通貨建ての短期金融市場商品があります。その代表例が、ドイツ・マルクであります。では、なぜユーロが、ドイツ・マルクより優れた価値保蔵手段になると考えるのでしょうか。インフレ・リスクは、ユーロの方がドイツ・マルクより小さいため、ユーロの方がドイツ・マルクより信頼性の高い通貨になると言うのが、その理由の一つになっているとも考えられます。ユーロはドイツ・マルクと同等の通貨になると言う人は沢山いますが、ユーロの方がより信頼性の高い通貨になるという意見は、まだ聞いたことがありません。従って、価値保蔵手段として優れているということは、ユーロがドルや円に「挑戦」する理由には、なっていないのでありま

しょう。そうしてみると、巷間言われている「挑戦」は、「質」以外の他の議論を基にしております。他の議論とは、「量」や「集積」に関する議論であります。ユーロがドイツ・マルクより優れた富の保蔵手段になるとしたら、その理由は通貨発行主体の規模が、後者より前者の方が大きい点に求められなければなりません。この理論に基づきますと、ドルと円は、両国のGDPの規模の故に、国際通貨としての地位を確保しているということになります。より正確に言えば、富の保蔵手段としてのある通貨に対する需要は、その通貨を発行する国のGDPに比例するのみならず、それに比例する以上に拡大しなければならぬことになります。もしそうでないならば、ユーロに対する需要は、ドイツ・マルク、フラン、リラ、ギルダール及びベセタ等に対する個別の需要を合算したものに過ぎないことになります。従って、集積の議論が経済学的に成り立つためには、一以上の弾性値で経済規模に関連した需要が存在するということがなければなりません。

果たして、その通りでしょうか。このような論点を展開する人々は、よくドルにその根拠を見出し、ドルが富の保蔵手段として世界的に選考されるのは、米国の経済規模が大きいからだと言います。しかしながらスイスはどうかでしょうか。米国経済は、スイス経済の規模に比べると三五倍の大きさであります。この集積効果が成り立つとするならば、ドルが世界で果たす富の保蔵手段としての役割は、スイス・フランの三五倍をこえていなければならないはずで、あるいは五〇倍又は一〇〇倍になっているはずで、す。しかし、現実はそのうちではありません。

事実、時系列分析は、この議論が有効ではない事を示しています。GDPに対する米国通貨の比率は、一九七〇年のGDP一ドル当たり四・七セントから、一九八〇年には四・一五セントに低下しました。ところが、一九九五年には一ドル当たり五・一セントに上昇しました。該当する全期間を通して、米国の世界のGDPに対する比率は、若干ではあるが継続的に低下し続けました。規模あるいは相対的な規

模が意味を持つとするならば、通貨のその国のGDPに対する比率は、こんなパターンを示さなかったはずであります。

重要なことは、価値の保蔵手段としての通貨の質であります。一九八〇年は、米ドルに対する世界の信認が、最も低下した年でありました。米国の財政・金融政策は明らかに不適切で、世界における米国のグローバルな役割に疑義が投げかけられました。ところが、一九八〇年代になりますと、金融政策及び世界の指導者としての観点からみた米国の政策の健全性に対する信頼が回復し、これにつれてドルも上昇したのであります。

このように価値の保蔵手段としてみますと、ユーロは必ずしもドイツ・マルクより優れた代替通貨になるとは言えません。ユーロが代替することになるバスケット通貨に対する現在の需要に比較して、ユーロに対する需要が急増するとは思えません。予見しうる将来において、ドルや円に対してユーロが挑戦することは、決して自明な事ではありません。

その代わり、ユーロは、欧州の政策当局者に対して重要な問題を投げかけることとなるでしょう。これは、一大陸全体に流通する通貨の存在する国の中央銀行に勤務していた私自身の経験に基づいたものであります。ある一時期をとりますと、大陸の一部の地域では景気が長期的に後退し、一部の地域では景気が長期的に拡大するといった事態が生じます。長期的な変化に対しては、金融政策は殆ど無力であります。景気循環の変化は、所得の急増や労働市場の逼迫、特に不動産価格の上昇(あるいは下落)という形で現れます。カリフォルニアで有効な金融政策が、ニュージーランドやテキサスでは、全く適切さを欠くものになるかもしれません。一律の金融政策をとることは、今後解決しなければならない課題となっております。

マクロ経済学的にみれば、地域的な外国為替相場調整メカニズムが存在しないからといって、世界の

終わりを意味するわけではありません。米国においては、二つの重要な調整装置が働くことによって、景気変動による衝撃が緩やかなものとなっております。一つは、労働力の移動性、もう一つは、財政面での移転支出であります。それぞれについて考察してみましよう。

ある一年をとりますと、米国民の約一七％は、転居しています。この数字は特に若年層になればなるほど高いという傾向があります。二〇代の米国民の約一三％が、転居しており、そのうち、約一三％は居住している郡をかえ、四〇％以上は州を越えて引越をしています。合計すると、一年間に約七七〇万人の米国民が州を越えて転居しています。

これは、地域経済に対して極めて大きな調整をもたらすこととなります。例えば、九〇年代初頭には、カリフォルニアは景気後退期にありました。一二〇万人近くのカリフォルニア州民が他州へ転出しました。当時好景気であったロッキーマウンテンの諸州が、これらの人々の大部分を吸収しました。例えば、ユタ州の雇用は二四％、コロラド州のそれは二〇％増加しました。ヨーロッパでは、国境を越えた人口移動は米國ほどの規模には、達しておりません。今後数十年間では、変化するかもしれませんが、地域の景気循環を緩和することになる人口の移動にとって、文化や言語の相異、更につけ加えれば料理の違いが、大きな障害となるのでしょうか。

米国内の地域間のマクロ経済の安定性を維持する二番目の重要な要素は、財政の自動的な安定装置であります。累進的で均一な税制が、この役割を果たしています。例えば、米国における税負担に対するカリフォルニア州の比率が、一九九一年から九四年にかけて全く変化しなかったとしたら、一九九四年には、カリフォルニア州は連邦政府に一一〇億ドル余分に税を支払っていたはずであります。これは、カリフォルニア州民一人当たりおおよそ三五〇ドルの負担で、米国における個人所得税収の一五％に相当する額であります。マサチューセッツ州について、一九八九年から九二年の景気循環期における税金を

同様に計算してみますと、一人当たり五五〇ドルの自動的な財政移転が行われたこととなります。

景気後退対応策としてこれと同規模の減税政策を採ったとしたら、それはかなりなものといえましよう。このような移転は全米規模の財政制度の一部として自動的に行われております。繰り返しになりますが、欧州共同体には、このような財政の自動調整機能が存在しておりません。

まとめてみますと、欧州には、米国と異なり地域の景気後退を緩和させるような、財政安定のための代替的な仕組みが欠如している様に思えます。かつて、欧州では為替相場の変動を使って、地域的な景気後退を緩和してきました。単一通貨ゾーンになりますと、これにとつて代わるメカニズムがどのようなものになるのかは明確ではありません。

この議論の出発点に戻りますと、米国及び日本からパネリストとして参加している我々は、欧州の友人であると思っております。また我々は、秩序ある世界貿易を支持しておりますが、それは世界経済の成長と相互依存関係にあります。我々としては、多くの欧州の人々が今、希望しているように単一通貨が経済面での万能薬にはならないかもしれない、ということ懸念し、かつ議論しているであります。

政治的な力が通貨統合の課題を突き動かしていることは承知しておりますが、それに関しては、我々はコメントすべきではありません。欧州の視点からみますと、通貨統合の政治的メリットのほうが経済的な代償をはるかに上回っているのかもしれない。何れに致しましても、欧州の友人の方々がどういった路線をこれから選ばれるにせよ、ご成功をお祈りするものであります。

六、経済通貨統合

大蔵省財務官 加藤隆俊

EMUというのは、マクロ経済的に見ますと、単一通貨の導入により参加国間の取引からは為替リスクが消滅し、欧州中央銀行(ECB)が単一の金融政策を遂行し、これらを通じて参加国間の各種の制度、基準等の共通化、同質化も促進されると思えます。中長期的には、欧州の金融・資本市場が単一通貨建てに統一されることよつて市場の厚みと安定性が増すことを通じて、欧州域内においては貿易のみならず、金融・資本取引についても増加が予想される所があります。こうした通貨、金融を含めた巨大な単一市場への進展に伴い域外との経済活動も活発化し、域外国・地域の金融機関や投資家にとつてもより充実した欧州金融資本市場へのアクセスが可能になることが期待されます。

我が国民間部門の外貨建てポルトフォリオに占めます欧州通貨建て資産の割合に関する網羅的な統計はありませんが、大手証券会社及び主たる機関投資家の外債投資残高を見てみますと、本年二月末現在、総額約三、一三〇億米ドル中、英ポンド建て約一八〇億米ドル、独マルク建て約二六〇億米ドル、仏フラン建て約一〇〇億米ドルなどとなつており、欧州通貨建て投資の外債投資全体に占める割合は二割弱となつております。

こうした我が国の金融機関・投資家のポルトフォリオに対するユーロ導入による影響につきましては、現在のスタンスは概ね、九九年の通貨統合の第三段階移行までは、通貨別のポルトフォリオに基本的な見直しを行わないと見られています。しかし、ユーロの導入後、ユーロ関連の市場の流動性が高まり投

資対象商品が拡大するなど、ユーロ関連市場が拡大・深化することになれば、ユーロ建て資産への投資が増加すると予想する向きもあります。

但し、ユーロ導入に関しては、例えば収斂基準が実際どのように適用されるのか、安定合意はどのくらい厳格に遵守されるのか、コンバージョン・レートの水準あるいは発表時期はどのようになるのかといった不確定要素があります。日本の金融機関や投資家の多くは、ポートフォリオ戦略はこうした要因に大きく左右されるとして、単一通貨導入に向けたプロセスに大いに注目しているところでもあります。私どもの問題について考えますと、我が国の外貨準備はその大宗を米ドルが占めております。これはもちろん、基本的には我が国の貿易における通貨構成に対応したものであります。リスク分散等の観点からは、運用を多様化したいという要請は常に存在しております。そうした意味では、通貨統合により欧州の金融・資本市場が統一され、単一通貨ユーロ関連市場が拡大・深化することは我が国当局としても歓迎すべきものと考えております。

なお、アジア新興市場国への影響についてみますと、これらのうちの多くの国の通貨制度は、米ドルに比重を置いた通貨バスケット方式や米ドル・ペッグ制度を採用しており、自国通貨を米ドルに何らかの形でリンクさせております。こうしたアジア新興市場国と米ドルの強い結びつきは単一通貨導入後も基本的にには変化しないものと思われれます。

一方、ユーロの発足により、効率的で活力のある金融・資本市場が誕生するとともに、適切なマクロ政策運営の下、ユーロの通貨価値に対する国際的な信認の確立が図られれば、アジアにおいては日本のみならず、こうした新興市場国においても、金融資産としてのユーロに対する選好が高まることが予想されます。

以上の観点からも明らかでありますように、欧州単一通貨の導入が世界経済にとってプラスとなるた

めには、単一通貨導入のプロセスが秩序立って行われ、単一通貨への移行に伴う混乱を回避することが不可欠であります。こうした観点から、我が国としてはユーロ導入に際しては特に以下の二つの点が重要と考えております。

第一に、ユーロとEMU参加国通貨間のパリティの決定が、市場の信認を増すような形及びタイミングで行われることが挙げられます。

第二には、単一通貨導入後においても、EMU第三段階参加国が経済収斂への取り組みを継続することとあります。これにより、単一通貨であるユーロを支える参加国間の経済的ファンダメンタルズの収斂がしっかり維持されていることへの信認が高まることが挙げられます。

併せて、我が国としては、単一通貨ユーロのもとで、決済システムをはじめとする欧州の金融システム全体が域外国を含む世界に対して、引き続き開かれたものであることを強く希望したいと思います。単一通貨の導入は、コンピュータ・システム等の対応コストを始めと致しまして、その他の様々のコストを域外国企業にも求めるものであります。従いまして、域外国に対しては、通貨統合に伴うベネフィットについても均霑される必要があるかと思えます。

我が国と致しましては、これまでも欧州委員会あるいは欧州各国との協議の場においても、欧州通貨統合に関して積極的に意見交換を行ってまいりました。また、私ども大蔵省にありましては、昨年一月に学識経験者、法曹関係者、金融関係者の方々を交えたEMU研究会を設置致しました。EMU研究会では、欧州通貨統合が国際通貨システム、マクロ経済、国際金融取引及び日本の金融機関の活動、法的側面を与える影響等について幅広い観点から活発な議論を行ってきております。特に、我が国でも金融関係者を中心に関心の高い、日本法のもとでの欧州通貨建て契約の継続性の担保についても、検討を行っているところであります。

なお、今後EMU研究会としては、検討結果の中間とりまとめを行うことも予定致しております。ユーロの誕生は、参加国の範囲にもよりますが、米国経済、金融市場にも匹敵するような規模の経済圏の形成を意味するものであります。世上、ドル、ユーロの二大通貨圏、あるいは円も交えた三大通貨圏の下での世界経済の姿を巡って議論がなされております。

これまでのところ、国際取引通貨あるいは準備資産としての円の役割は全体の1割前後の比較的限られたものであります。しかし、我が国との貿易面での水平・垂直分業の高まり、近隣通貨当局の準備資産多様化の動きなどを考えれば、国際通貨としての円の役割も徐々に増大していくものと見られます。そのためにも、円の調達・運用の場としての東京市場を活性化することが重要と考えております。

このような観点から、二〇〇一年までに我が国金融市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際的市場として活性化することを目指し、日本版ビッグバンとも言うべき金融システムの抜本的改革に全力を挙げて取り組んでいるところあります。その第一陣として、対外取引面で、グローバル・スタンダード化及び外国為替業務の完全自由化による市場の活性化を内容とする外為法改正案を今国会に提出し、本日も衆議院の大蔵委員会で御審議を頂いているところであります。

現在、二〇〇一年までに改革が完了するプランの検討をその他の分野でも加速的に進めており、六月には全貌が明らかになる予定であります。結論の得られたものから次期国会への関連法案の提出など速やかに実行に移してまいりたいと思っております。

ヴァルラフェンヌさんは、先程のお話の一番最後に、"Don't worry, be ready."というところをおっしゃいました。私も自分達の努力を含めて、その言葉を念頭におきながら、またこれからの対応を進めたいと思っております。

参考資料

ユーロへの移行シナリオ

経済収斂基準の内容

安定と成長の協定

国際通貨問題関連年表

ユーロへの移行シナリオ

1998年4月～5月

- ・EU首脳会議にてユーロ圏に参加する国を決定。
- ・ESCB設立
(ESCB: 欧州中央銀行制度)

1999年1月1日

- ・非現金取引にユーロ導入。
- ・参加国通貨とユーロの換算相場は不可逆的に固定。
- ・ESCBがユーロを用いて単一金融・外国為替政策を開始。

遅くとも
2002年1月1日

- ・ユーロの紙幣・硬貨導入および各国通貨の紙幣・硬貨回収開始。

遅くとも
2002年7月1日

- ・ユーロへの移行完了。
各国紙幣・硬貨は法貨の役割を終える。

安定と成長の協定

ユーロ導入後の財政規律を参加国に維持させるための協定

A. サーベイランスと制裁

EMU第3段階に入った参加国は欧州委員会に対し毎年、財政安定計画を提出しなければならない。また、過大な財政赤字に対し効果的措置をとりえなかった場合には、制裁を課されることに同意する。財政安定計画は上記参加国の中期的財政目標を明確にするものであり、財政黒字の実現、あるいは財政赤字比率圧縮のための方策、ならびに政府債務比率圧縮のための方策が示されていないなければならない。

B. 過大な財政赤字

収斂基準値である3%を超える赤字は、過大な赤字と見なされる。

C. 例外

- (a) 景気後退が原因となって財政赤字が基準値3%を超えた場合には、実質GDP成長率が年率-2%を下回った場合に限り、例外とみなされる。
- (b) ただし、実質GDP成長率が年率-2%を下回らなくても、他に原因がある場合には、例外とみなされうる。景気の後退が深刻か否かの判定を受けるには、原則として実質GDP成長率が年率-0.75%以下であることを要す。

D. 制裁の仕組と規模

- (a) 参加国が理事会による一連の決定を遵守した行動をとらない場合には、理事会は無利子預金を含む制裁を課す。
- (b) 無利子預金は、当該政府の過大な財政赤字が改善されない場合には2年後に制裁金として取り上げられる。
- (c) 制裁金は、GDP比0.2%の固定部分、GDP比3%を超過した赤字の1/10の変動部分から構成される。制裁金は年額GDPの0.5%を上限とする。

経済収斂基準の内容

1. 物価の安定に関する基準

通貨統合実施前1年間について、平均インフレ率が物価安定で最もパフォーマンスの良い国(最大3カ国)のインフレ率を1.5%ポイント以上超えてはならない。

2. 政府の財政状態に関する基準

- ① 一般政府の年間の財政赤字は、GDPの3%を超えてはならない。ただし、その比率が十分かつ持続的に低下し参照値に近い場合、あるいは参照値を一時的かつ例外的に上回っているだけで参照値に近い水準にある場合を除く。
- ② 一般政府の債務残高は、GDPの60%を超えてはならない。ただし、その比率が十分に低下し満足すべきペースで参照値に近づいている場合を除く。

3. 為替相場安定の基準

加盟国の通貨はEMSの為替相場メカニズム(ERM)に参加し、通貨統合実施前の少なくとも2年間、通常の変動幅内に強い緊張なしに維持されねばならない。いかなる参加国通貨に対する当該国の基準相場も、その間当該国のイニシアティブによって切り下げられてはならない。

4. 金利収斂の基準

名目長期金利の平均値は、インフレ率が最も低い国(最大3カ国)の長期金利の平均値を通貨統合実施前の1年間2%ポイント以上上回ってはならない。

国際通貨問題関連年表

1971	8月	ニクソン大統領、金・ドル交換性の停止を発表(「ニクソン・ショック」)
	12月	スミソニアン合意(主要通貨の調整と新中心相場決定)
1972	3月	EC(欧州共同体)の「スネーク」発足
	6月	英ポンド、スネークを離脱
1973	2月	円、フロートへ移行
	3月	EC6カ国、共同フロートへ移行
	10月	石油ショック(OPEC、原油価格を1バレル3.01ドルから5.12ドルへ70%引き上げ)
1978	11月	米国、ドル防衛策発表(ドルその後急速に回復)
	12月	第二次石油ショック(OPEC、原油価格の引き上げ開始)
1979	3月	欧州通貨制度(EMS)発足
1982	8月	メキシコの債務問題発生
1985	9月	ブラザ合意(ドルは過大評価と認識、他通貨の秩序ある上昇とそのための強調介入に合意)
1987	2月	ルーブル合意(ドルの下落はすでに十分という認識のもとに、相場安定化に協力することに合意)
	10月	ブラック・マンデー(ダウ・ジョーンズ株価指数508ポイント下落)
1989	4月	通貨統合に関してドロール報告発表
	11月	ベルリンの壁崩壊
1990	10月	東西ドイツ統一
1991	12月	ソ連邦消滅
		EC、マーストリヒト条約合意
1992	9月	欧州通貨危機 ポンドとリラERM(為替相場メカニズム)を離脱
1993	8月	ERMの許容変動幅を15%に拡大
	11月	マーストリヒト条約発効(EU発足)
1994	1月	欧州通貨機構(EMI)発足
	12月	メキシコ通貨危機
1995	4月	円相場、戦後最高値を記録
	12月	EU(欧州連合)、単一通貨移行の新スケジュールに合意