

---

国際通貨シンポジウム（一九九九年七月六日）

欧州経済の挑戦

財団法人 国際通貨研究所

## 目次

	頁
序	
一、シンポジウム開会の辞 （財）国際通貨研究所理事長 行天豊雄	5
二、シンポジウム開催にあたって 駐日欧州委員会代表部大使 オブ・ユールヨーゲンセン	7
三、ユーロ その導入から六カ月 欧州中央銀行副総裁 クリスチャン・ノワイエ	14
四、雇用、安定及び効率性 ユーロ体制下の欧州の経済政策に関する重要な戦略的課題 前ドイツ連邦大蔵省次官 ハイナー・フラスベック	23

---

五、ユーロ、ドル、そして円	37
ドイツ銀行グループ	
アジア	
パシフィック	
チーフ・エコノミスト兼ストラテジスト	
ケネス・S・カーティス	
六、ユーロの誕生とアジア地域の将来	51
大蔵省財務官	
榊原英資	
七、パネル・ディスカッション	57
八、質疑応答	78

---

---

## 序

当研究所は、一九九九年七月六日に、本年一月のユーロの誕生とそれがもたらす欧州地域をはじめとする世界経済への影響、およびユーロとドル、円の国際通貨としての役割はどう変わっていくのかをテーマに、国際通貨シンポジウム「欧州経済の挑戦」を開催した。

本稿は、本シンポジウムに参加を予定されながら、急遽ご出席がかなわなかった欧州委員会のジョリー・デイクソン国際経済金融局長にかわり、シンポジウム共催者としてご尽力いただいた駐日欧州委員会代表部オブ・ユールヨーゲンセン大使の開催にあたっての冒頭演説をはじめ、パネリストとして参加頂いた欧州中央銀行副総裁 クリスチャン・ノワイエ氏、前ドイツ連邦大蔵省次官 ハイナー・フラスベック氏、ドイツ銀行グループ アジア パシフィック チーフ・エコノミスト ケネス・S・カーティス氏、及び榊原英資大蔵省財務官（当時）の各スピーチの記録、及び冒頭問題提起を行った行天豊雄当研究所理事長の発言を取りまとめたものである。

今後、ユーロと欧州経済の動向をめくり様々な議論が繰り広げられようが、本冊子がそうした議論にいささかなりとも寄与することができれば幸いである。

一九九九年一月

財団法人 国際通貨研究所

---

# 一、開会の辞

国際通貨研究所理事 長 行天豊雄

第二次世界大戦後、ほぼ五十年にわたる文字通り嘗々とした努力の末に欧州統一通貨ユーロが導入されてから既に六ヶ月が経った。ユーロランドにとってこのユーロの誕生というのは長い努力の終点であると同時にこれから更に長い将来に向かつての挑戦の出発点であると思う。ご承知の通りこのユーロランドは人口、国民総生産、それから資本市場の規模等において米国に匹敵する世界第二の経済圏として登場したわけである。しかしながら、現実の世界経済を見ると、米国経済は一九八〇年代以降、効率化、情報化という面で非常に厳しい努力をしてきた結果、現在では高成長、低インフレ、低失業、高株価という繁栄を謳歌している。そういうアメリカ経済の繁栄に対して、率直に言って、ユーロランドは依然として高失業などの構造的な問題を抱えながらいかんにして経済を活性化するかということに苦闘をしている。また、日本や東アジアも、ご存知の通り金融再生であるとか、企業の革新であるとかいう重い課題を背負いながら長い景気停滞からの脱却に苦しんでいる。その意味で世界経済の現状は米国経済の一人勝ちと言ってもいいのではないかと思う。

こういった現状を打開して世界経済をより均衡のとれたより安定した発展に導くことが可能なのかどうか、そのためにユーロランドと日本はどういう戦略のもとで何をしていくべきなのか、また、ユーロはその誕生に託された信認を勝ち取ることができるのか、本日のシンポジウムはこういう問題意

---

識に基づいている。

大変うれしいことに、本日はご覧の通り、こういった問題を討議するのにもっともふさわしい、優れたパネリストをお呼びすることができた。

また、ご案内の通り、本日のシンポジウムは私ども国際通貨研究所と同時に欧州委員会、それからドイツの著名なシンクタンクであるフリードリッヒ・エーベルト財団の共催で行われている。この二つの共催団体に対して心からの感謝を表したい。

それでは、はじめに欧州委員会の駐日代表部のユールヨーゲンセン大使から共催者としてのご挨拶を兼ねて、基調演説をお願いしたい。

---

## 二、シンポジウム開催にあたって

駐日欧州委員会代表部大使 オブ・ユールヨーゲンセン

今年初めのユーロ導入は、歴史に足跡を残すものとなると私は確信している。それは、欧州の統合のプロセスにおける大きな発展であるだけでなく、世界全体における通貨及び金融環境を形つくるものとなる。

異なる個別の各国通貨に代えて、国家の集合体が新しい共通の通貨を採用するというのは、少なくとも近代においては、初めてのことである。この変化がともスムーズに行われたこと自体が、まず重要な技術的成果である。こうして集まった参加国が全体として世界第二位の統合経済を構成するとなれば、この成果はさらに注目すべきものである。

ユーロの登場は、遂に我々が欧州における真の単一市場を実現したことを意味している。経済通貨同盟は、ユーロ地域国家間の通貨交換レートを最終的に固定することにより、欧州単一市場を完成したのである。それは、物やサービスや労働力が自由に行き来する経済連合体において、取引コストを下げ、価格をより透明なものにする。それはだんだんに、ユーロ地域の競争力や革新性の発展に拍車をかけるものとなる。

---

加えてユーロ地域で強みとなるのは、資産や經常収支における対外的優位性、訓練された高い技術を持つ労働力、生産における高水準のテクノロジと革新性である。それら全てを併せてみれば、経済通貨同盟を通して欧州における経済成長、雇用そして生活水準の改善を継続的な形で促す経済的機会は巨大なものである。

結果として、我々はより強い安定性の実現を予想している。大きな、そして繁栄した欧州市場は、外部の経済的混乱に対し、より抵抗力のあるものである筈である。全体としてユーロ地域は、以前の各個別参加国として存在した場合にくらべ、外需への依存が減少し、よりユーロ地域経済内に依存する形になってきている。

ユーロ圏内のメンバー国達が、健全な金融政策に基づいて健全な経済政策を追求するよう専心しているという事実は、欧州中央銀行による物価安定達成のための確固とした政策と共に、我々がこの大きな統合経済の潜在力を充分に利用しているということを保証するものである。

しかし我々は、健全なマクロ政策単独では経済通貨同盟を完全に成功させるのに充分ではないということを知っている。経済通貨同盟は、一層の構造的改革を要求している。ユーロ圏内国の各政府は、改革の遅れをもちや無視できなくなっている。より柔軟性のある労働市場、規制緩和、そして福祉問題の改革は、現在EU国政府の最重要課題である。始めには圧力や緊張が伴おうが、しかし結果的にはこれらの変化が活気のあるダイナミックなEU経済の基盤となっていくであろう。

---



我々はまた、欧州市場に於ける価格の透明性の拡大によって、消費者の手により大きな力が与えられるにつれて、競争力が拡大されることを予想している。それは、より健全性の高い企業を創出し、生産力の一般的レベルを引き上げ、新しい雇用機会を作り出す。実際これらの挑戦にかなうことが出来るよう、EU経済が統合されてきていることを示すよい証拠がある。今年の前半六ヶ月間に、欧州において約四五〇〇億ユーロに相当する企業合併・買収取引がなされ、それは一九九八年の同時期に比べて一四〇〇億ユーロを超える増加となっている。

最後に我々は、ユーロが経済成長加速のための新たな建設的状況を作り出すであろうと予想している。それがもたらす利点の一つとして、金利の中に組み込まれるリスクプレミアムの削減への可能性があり、それは結果として生産的投資を促すこととなる。利点のもう一つは、ユーロ地域に於けるより大きく深遠な資本市場が、貯蓄家と投資家の間の垣根を改善し、企業にとっては投資のための資金獲得がより簡単にそしてより低コストとなり、新しいベンチャー事業の資本対策を促していくこととなる。

これらの利点は時間がたつにつれてより表面化されていくであろうし、私は現在まだ経済通貨同盟に参加していない四つのEUメンバー国（デンマーク、ギリシャ、スウェーデン及びイギリス）が、ユーロを自国通貨として採用するのは時間の問題だと強く認識している。

ユーロは重要な対外的側面を持っている。欧州委員会の新委員長であるロmano・プロディ氏が指摘したように、「経済及び通貨連合に向けての大きな一歩は、重要な役者「ユーロ」を国際舞台に紹介し、

それとともに最近の金融危機後の通貨の安定を確約し経済成長を促すものとして、重要な責任をもちたらしめた。」のである。

EUはこの責任を引き受け、ユーロ、ドル、そして円に基づいた真の三極システムの誕生を押し進めていく用意ができています。これはより強い、そしてより効果的な国際的経済協力体制の必要性を意味している。EUは開放され、そしてそのような国際的協力を強く約束している。

しかし、これは欧州中央銀行や、その他の欧州の組織が他国の通貨当局にユーロを使うよう圧力をかけていることを意味しているのではない。また、私はノワイエ氏もこのことに同意してくれると確信しているが、欧州中銀が他の通貨当局に対して為替レートの方針決定や、外貨準備運用の選択に関して、何ら見解を述べたり推薦をしたりすることを意味しているのではない。

ユーロは、それ自体の持つ本質的な長所に基づいて、国際金融市場に地盤を築いていくであろう。即ちそれら長所とは、インフレ抑制体制に対する高い信用性、地域内の強い安定性、幅広く深遠な金融市場の確立、経済の強さ、そして世界一の貿易経済としての欧州の地位、等である。

私の見解では、ユーロの現在の価値について余計な心配に値しないというのは、以上の理由によるためである。結局、ユーロは単に普通の通貨と同じように扱われているだけなのだ。ここには、アメリカ経済と欧州経済における状況の違いや、新しい通貨に含まれている真の資産価値の推定の困難さ、そしてまたバルカン半島で起きている事態の背景などが反映されているであろう。これらの要因は長

くは続かないものであろうし、それ故に、ユーロの相対的な弱さはほんの一时的な現象にすぎないはずである。

私がユーロの国際化について述べたことは、また円の国際化にも当てはまる。我々は、昨年日本政府によって打ち出された、円の国際化に関する方策を歓迎している。我々は、国際的に適応した円が、東アジアに於ける通貨及び金融の安定の面で、適切な、かつ積極的な役割を果たすことを確信している。

これらの方策は、日本の通貨を人為的に強くすることを目的としているのではなく、国際舞台で円がその役割を果たせるよう、いまだに存在している障害を排除する為のものなのである。

しかし、これらの方策単独では充分ではないであろう。円の国際化に関する大蔵省審議会で述べられているように、「円が国際通貨として広く受け入れられるのを確実にするために、第一にそして真つ先に要求される条件とは、不良債権の処理を通して迅速に金融システムを安定させ、経済を回復させることによつて、日本経済に関する国内外の信頼を取り戻し、またその信頼を強化させることである。これには、中長期的なバランスの回復が必要である。」

我々の評価では、日本は経済回復への正しい方向を向いており、また最近の経済指標はそのトレンドを裏付けるものとなっている。しかし、力強く、かつ自発的な経済成長が成し遂げられる為には、まだ多くの調整や構造的な改革が必要であることは明らかである。

---

私は、国際通貨研究所とその所長である行天氏が、このような時機を得た、今日の重要な局面に深く関連したシンポジウムを開催されたことに祝辞を述べることで、開会の辞を結びたいと思う。私は昨年の四月に日本に着任して以来、政治家や政府官僚、経済人やマスコミの間だけでなく、広く一般の間でもユーロや経済通貨同盟に対する強い関心があることを感じてきた。この関心は、不安と期待の両方を表しているものであろう。

不安、それは、新しい経済の強大な力が誕生し、そして日本は、特にこの経済的困難の時期において、危機の限界に瀕しているという印象が伝わってきたためである。

希望、それは、欧州の国々が、その過去の摩擦にも拘わらず統合され、外からの注目を集めるような新しい形態で、協力しあっているからである。

希望、またそれは、ユーロの誕生がより透明で安定した国際金融構造を形作る助けとなりうるからである。

これらの希望と恐れが、ユーロの意味合いに関する経済人の当然の興味と相俟って、日本人の間におけるユーロに対する高レベルでの関心を維持する助けとなっている。このシンポジウムの高出席率も、そのことを証明している。

---

---

今日集まっていたいた類を見ない高い知識レベルのパネリストの方々が、ディスカッションを活発な、そして有益なものにしてくださることを、私は確信している。また欧州委員会が、フリードリッヒ・エーベルト財団と共に、このシンポジウムの協賛者になったことを喜ばしく思っている。この席には欧州委員会の国際経済金融総局のジョリー・ディクソン局長がパネリストとして出席するはずであったが、彼は先週の金曜の夜、国連事務総長であるコフィ・アナン氏よりコソボ再建・経済開発に関する事務総長の副代表に任命された。この様な状況下、彼が残念ながら出席できないことをご理解いただきたいと思う。私は彼の新しい、とても挑戦し甲斐のある職務の成功を祈っている。

最後に、ユーロについては一つ、よく忘れられてしまいがちと思われる側面がある。その心理的な影響だ。欧州連合は、その信用のために多くのことを成し遂げたが、それらは当然のことと受け取られがちな傾向がある。ユーロは 初めて EUに“顔”を与えた。そしてそれは、EUを現実的かつ象徴的な形で証明していくであろう。EUに属する国の人々にとっても、また世界中のパートナー達にとっても、それはまさに明白なことなのである。

ご静聴ありがとうございました。

### 三、ユーロ その導入から六ヶ月

欧州中央銀行副総裁 クリスチャン・ノワイエ

はじめに、このパネルに参加するよう私をご招待くださった、この会議の主催者の方々にお礼を申し上げたいと思う。私の思うところ、このシンポジウムのタイトル「欧州経済の挑戦」は、まさに、的を射たものである。ユーロの導入は、ちょうど六ヶ月前に成功裏にスタートしたが、それは欧州統合のプロセスにおける重要な出来事であり、ユーロ地域のおよそ三億にのぼる人々にとって、多くの恩恵をもたらすであろう。またユーロの導入は、これから何年かの間に、ユーロ地域のみならず、世界経済にも深遠な影響を与えるであろう。しかしながら、もしその通貨の全ての可能性を実現しようとすれば、ユーロ地域はまた多くの課題にも直面しているのである。

私は、主催者の方から、特に幾つかの点について質問されている。そこでまず、ユーロ地域の現在の経済状況と見通しを考えることによって、私のコメントを始めたいと思う。次に、ユーロ地域における通貨政策と金融政策の関係を解説し、メンバー国の経済状況における相違点の問題を簡単に取り扱っていききたい。最後に、構造改革の問題についても簡単にコメントしていききたいと思う。

## 一、ユーロ地域の経済状況の現状と見通しについて

### 実体経済

六月半ばにユーロスタット（欧州統計局）により発表された速報値によると、今年第一四半期のユーロ地域の総生産の伸びは、安定したものとなっている。第一四半期の実質GDPは、一九九八年を通しての〇・七パーセントから〇・三パーセントへの緩やかな下落傾向から転じて、〇・四パーセントの伸びとなっている。

これらの数字は、部分的には古い方式、部分的には新しい方式（ESA95）に従って算出されたものの合算であるため、これらを分析するときには注意が必要ではあるものの、大まかに二つの結論が導かれよう。

一、一九九八年の最終四半期における当初のデータはかなり急激な下落を示したものの、その修正値では一九九八年一年間を通して、より平均的に広がる実質GDPの緩やかな伸びのパターンが暗示されている。

二、一九九九年第一四半期に、生産の落ち込みはストップした。一九九九年四月の工業生産のデータが、この状況を確認している。

工業部門には、まだはつきりした回復の兆候はみられないものの、一九九九年の初めから数ヶ月の間、工業生産の水準は安定しているように見受けられる。つまり、一九九八年の最終四半期に、一パ

ーセント前後の下落が見られたのに比較すれば、明らかに改善しているわけである。

また最近のビジネス及び消費者サーベイによると、ユーロ地域において、経済活動におけるポジティブな指標が発表されている。特に、サーベイの中でも先行指標の代表と認識されている生産見込みの改善や、輸出の受注記録に関する好ましい調査結果に支えられ、企業心理においては、更に僅かの上昇が見られている。同時に、消費者信頼感指数も、極めて高い水準を維持している。それは、実質収入の伸びやより高い就業率に支えられて、消費水準が活発であり続けている、という事実と一致しているのである。

ユーロ地域の外部環境の動向に関しては、幾つかの好ましい兆候がある。米国の成長は、まだしばらくは力強さが続く予想され、英国（ユーロ地域の最も重要な貿易相手国である）の成長見通しは最近上方修正される傾向にあり、そしてコソボ問題は終わりを迎えた。また、幾つかの新興国市場の経済見通しは、金融危機が収まり、国際資本市場へのアクセスが容易になるにつれ、改善されてきている。全体的な最近の世界経済の予想では、見通しはより安定したものになり、世界的不況のリスクは低下してきていることが示されている。

結論として、工業部門における方向転換と、外部環境の改善を示す幾つかの兆候があるわけである。全体として、今年及び来年を通して成長の強化が予想されている。現在、大部分の機関では、ユーロ地域に於ける実質GDPの伸びは今年二パーセント前後（一九九八年の約三パーセントと比較）、二〇〇〇年には二・五パーセントかそれ以上を予想している。



## 物価

一九九九年の初めにおける生産の伸びの安定と、一九九九年下半期から二〇〇〇年にかけての経済回復を示しているこれらの新しいデータに呼応して、市場参加者達は、より早いペースの経済成長へと、自分たちの予想をシフトさせているようである。通貨や信用が最近上昇してきたことと併せて、このことは将来的に物価が低下する可能性が、一層薄まってきたことを示している。その一方で、我々が通貨政策において使用している指標は、インフレ率上昇圧力のシグナルを全く発していない。参考値の付近にとどまっているM3の動きでもわかるように、通貨をとつても、また物価上昇見通しの幅広い調査のために我々が利用している他の指標（金融市場及び賃金上昇率を含む実体経済指標を併せて）をとつても、このことは当てはまる。

ユーロ地域のイールドカーブは、米国の長期債イールドの急激な上昇の部分的な影響や、一九九九年第一四半期の、予想をやや上回るユーロ地域における実質GDPデータの発表の結果として、最近になって幾らか急激に上昇してきている。しかし、ユーロ地域の長期債の名目金利は、過去の水準から比べるとまだ低いものである。

ユーロ地域の年間の消費者物価は、一九九九年一月の〇・八%から五月の一パーセントへと、僅かに上昇している。この小幅な上昇は、主に輸入石油価格の上昇の影響によるものである。統一消費者物価指数（HICP）の中でも最もぶれ幅の大きい季節的食品とエネルギー関係の二項目を除けば、五月の〇・九パーセントに表されるように、消費者物価の上昇率は、ここ何ヶ月かの間、少しずつ下落してきている。今後一二年間のユーロ地域のインフレ率を予想する国際機関の最近の見通しでは、

今年はだいたい一・〇〜一・二パーセントの範囲、二〇〇〇年には一・四%と指摘されている。

このように、短期的及び中期的両方から見ても、全ての利用可能な数値は、今後の物価の動向はこの地域全般のHICPの増加は二パーセント以下という物価安定度に関するユーロシステムの中からはずれないだろう、という結論を指し示しているのである。

こうした背景をもとに、政策委員会は最近の会議において、通貨政策の手段としての金利はそのまま据え置くことを決定したばかりである。

#### 外国為替相場の動き

最近の為替レートの動きについて、簡単に話をさせていただきたい。一九九九年一月の発足以来、ユーロは主要な取引相手通貨に対して大きな変動を見せてきたが、現在は、一九九七年の夏に見られた構成通貨のレベルに大体相応した水準にちょうど収まっている。

この変動は、ユーロ地域と米国の間の循環的な不一致を反映していたものであり、それは今年以降徐々に消滅していくことが予想される。ユーロは域内の物価安定に強く基づいた通貨であるので、それ故により強い対外的価値をもつためのはっきりとした潜在力を持っている。経済通貨同盟(EMU)の第三段階の初めから、ユーロは世界第二の重要な国際通貨となっており、そしてユーロシステムの政策は、域内の購買力を保護してゆくであろう。そしてそれは中期的に強固で安定した通貨を作りあ

げる基礎となるものである。

## 二、ユーロシステムの通貨政策とメンバー国の金融政策

私は、ユーロシステムの通貨政策戦略というのは、ユーロ地域全体の物価安定の維持に振り向けられている、ということをは是非強調しておきたい。通貨同盟の設立以前は、現在ユーロ地域に組み込まれている国々の通貨政策は、少なくとも原則的には、その国固有の発展を目的として発動することが出来た。しかし、単一通貨の登場と共に、通貨政策上の決定は、個別国よりも地域全般を考慮することに基づくべきである。明らかに、各国の動向が地域レベルの動向に対し影響を及ぼすという範囲で、単一通貨政策はこれらの要因を考慮してはいるが、しかし通貨政策そのものの焦点は、地域全体の指標に当てられている。

欧州連合条約は、単一の通貨政策と欧州における各国の財政政策の間で、基本的に健全な目的と手段の分担をもたらししている。ユーロシステムは、物価の安定を維持する責任を負っている。またその条約では、物価維持という目的のため、偏見なしに、共同体における一般的経済政策をサポートするよう述べられている。ここには、物価安定の維持というのは、中期的にみた高レベルの生産と雇用のために、通貨政策がとることができる最善の貢献である、という広く行き渡った見解があるのである。

財政政策に関しては、安定・成長協定（これは行き過ぎた財政赤字の回避を目的として、EUMEN

バー国によって同意されたものである）が、政府による財政の節度を要求した、財政運営に関する共通の規約をユーロ地域の国々に与えている。メンバー国は、中期的に黒字、或いは均衡に近いポジションを達成するという、予算目標を遵守することを約束している。健全な国家財政を守ることとは、物価安定の条件を強化し、また力強く、持続可能な成長を達成する手段でもあり、それは雇用創出を促すものでもある。政策決定者の間で、情報を公開し交換することは、財政政策がユーロ地域全体の動向に対して持つ、影響度の正しい評価に役立つ。この評価は、とりわけ、中期的な物価の安定を目標とした金融政策決定へと、ひとつの纏まった意見を形づくるであろう。そのような意見交換が実行される会合の一つとして、ECB総裁や私も参加する、ユーロ地域国蔵相間の定例のユーロ評議会（ユーロ11）がある。その他の意見交換は、将来、欧州雇用協定において取り決められている、マクロ経済的な対話の中で行われるであろう。そこには、閣僚理事会、欧州委員会、ECBの代表や、社会団体の代表者達が集まることとなっている。しかし、私は、この様な他の意見交換は情報の交換にとどまり、個々の政策の責任範囲には干渉するものではない、ということを強調しておきたい。

### 三、高く持続可能な経済成長を促すための構造改革の必要性

私は、雇用、生産、そして資本市場の機能の改善のためには、構造改革的手段によって金融政策が支えられることがどれだけ重要であるかを強調したい。これはまた、ユーロ地域の経済が、より高いレベルでの資源の有効利用を実現し、それ故に利用可能な生産能力をより充分に活用できることを可能にするのである。特にユーロ地域が、高く、そして長引く失業問題を抱えていることは広く知られ

た事実であるが、それは主に構造的な性格のものである。従って、労働市場や生産市場をより柔軟に機能させることを目標とした方策が差し迫って必要となつてゐる。更に、柔軟性のある労働力及び生産市場は、特にユーロ地域各国に均質的な影響を与えるわけではないようなショックを、各国経済が吸収できるようにする為に重要なのである。金融政策は、ユーロ地域全体の物価の安定を維持しなくてはならず、それ故に、各国の労働市場と生産市場は、そのようなショックに対応できるよう柔軟である必要がある。

幾つかの国ではすでに広範囲にわたる方策を採用しているが、構造改革の追求におけるこれまでの進展にはまだ各国間でムラがあり、全体として満足できるレベルには達していない。しかし、幾つかの良い兆候もみられている。雇用と労働市場改革の分野における、メンバー国の政策を調整・改善し、物やサービス、そして資本市場の機能を改善させる改革を導くことを目的として、過去数年のあいだに、欧州共同体はこの分野での努力を重ねてきた。重要な改革プログラムに着手してきた国々の経験は、構造改革を遂行するには時間が必要であり、またそれら改革の恩恵が十分に表面化するには更に長い時間を要するが、これらの改革こそが、雇用の創出と失業の改善には速効的な進展をもたらす、ということを示した。

最後に私は、この先難関が待ち受けているものの、ユーロシステムの独立は、ユーロ地域における価格安定を維持するという明確な使命とあいまって、ユーロの長期的安定の為に頑丈な基礎をもちますものである、ということを強調したい。一九九九年初めの六ヶ月間には、新しい通貨導入の成功をみる事ができた。これからのユーロは、欧州経済の成長の可能性の改善を助けながら、一層の経済・

---

金融の統合へ向かって、重要な貢献を行ってゆくであろう。

## 四、雇用、安定及び効率性

### ユーロ体制下の欧州の経済政策に

#### 関する重要な戦略的課題

前ドイツ連邦大蔵省次官 ハイナー・フラスベック

ユーロ導入は、欧州連合がその経済政策に対して共同責任と意思決定能力を有していることを力強く表明したものである。しかし、ユーロは欧州統合過程の究極の目的ではなく、新たな特質を有する経済政策上の挑戦の始まりである。ユーロ体制の下において、各国経済は単一の欧州経済を形成する方向に進んでおり、後戻りはできない。

競争は欧州市場の参加者をして最高の経済条件を追求させる。このことは、政治的に支持されるべきである。さらに、経済政策の共同責任には、通商に対する様々な障害を取り除くことにより市場の力を強化することが含まれる。このことはユーロ体制の下でいつそう明確化するだろう。同時に、調整過程は、国によって大幅に異なる各国固有のルールによって歪曲されてはならないのである。

しかし、市場を機能させることや配分上の効率化は、必ずしも欧州経済の最も急を要する問題、すなわち失業の削減を解決するには十分でない。そのためには、健全なマクロ経済政策、すなわち、金

融、賃金及び財政政策の協調的戦略が必要である。

### 多様性と効率性

企業や家計の合理的な行動も、既存の動機付けの仕組みが単一通貨圏を機能させる条件に対して障害になる場合には、経済全体にとって非効率的な構造をもたらす可能性がある。この事実はEUの補助金制度と単一市場主義において、これまで長期間にわたって承認されてきたことである。単一通貨制度の下で競争上の歪みを防ぐためには、さらなる諸条件が満たされなければならない。経済政策についていえば、いまや、賃金、租税、社会システムおよび環境保護に関するルールに起因すると思われる配分上の歪みを防ぐことも重要になっている。

このことは、各国固有のルールをEUの個別の目的として調和を図ることを意味するものではなく、ユーロ導入の決定による経済政策上の結論を引き出すことを意味するものである。ユーロ導入の結果としての透明性、及び為替リスクがもはや存在しないという事実は、一般にユーロ圏における取引コストを引き下げる。その結果、経済活動に関して政治的に決定された諸条件が、配分の決定の面において、これまでよりもかなり重大な意味を持つようになってきている。このことは、たとえば、各国固有の租税のルールの方が、市場やビジネスの現場の分析の結果よりも投資家にとってより重要なものになっている場合には、経済全体にとって問題であると言える。そのような政治的な意図による決定は豊かさの喪失をもたらすのが常である。そして、その結果として加盟各国が同様のルールを採用する必要があると考えた場合には、すべての参加者にとってよい結果をもたらす見込みのないままにE



U加盟国内部に「悪しき」慣行に関する競争が生まれることになる。最終的に、こうした「ビジネスの現場における競争」を特に重視する国々は、ブラッセルのEUの本部に追加的な移転支払いを要求するか、または、公共の財の供給を制限しなければならないと考えるだろう。恐らく一時的と思われる利益のために、共通の政策決定又は将来の発展の機会に対する高い依存という形での高いつけを支払われなければならないことになる。

経済政策に関する共同責任という観点からは、この種の競争は止めさせるべきである。我々に必要なのは、欧州における競争に関連する条件の枠組みに関する最低限の協調である。多くの明らかなケースを別にすれば、これが詳細に何を意味するかを予め断言することはできない。今日のところは一口によってどんなダイナミズムが生じるのか、また、どのルールが将来において「悪しき慣行」とみなされるのかについて誰も知るべくもない。いずれにせよ、各国の自主的決定とEMUが機能するために必要なものとの差異、すなわち多様性と効率性との対立は、今後欧州の経済政策の課題であり続けると予想される。以上のことから、欧州の政策には、いずれの加盟国も全員が利益を受けない限り経済通貨同盟による利益を享受できないという合意が必要である。

### 国家間の競争か

国家も互いに競争するものという考え方が広く行き渡っているが、これは重商主義と同じ考え方に基づいている。これらの考え方は、変動相場制への移行と供給政策の普及の後に顕著な復活をみた。自主的な経済政策とともに各国の輸出基板の改善を通じた雇用政策に関する進展が志向されてきた。

経済政策は、理論的に正しいとされる「システムに関する競争」を前提条件として、相対的な競争上の優位性を作り出すものへとますます変化してきている。この考え方の核心は、政策が効率的な支配システムを追求しなければならぬというのが当然のことであり、また、外国の経験から、つまり、他の国の「ベスト・プラクティス」から学ぶべきだというものである。もしこのことが生産性の向上につながるのであれば、賃金及び一般的に所得は、そうしない場合に比べて、当然のことながら速く増加することが可能になる。

しかし、この「システムに関する競争」は、それが実質的な減価を通じて行われるのであれば誤りであり生産的でない。このことは、固定（名目）相場制の場合やひとつの通貨圏内であれば、自らの経済的可能性を出し尽くさないこと、即ち「収入以下の生活をすること」によって、競争上の優位を獲得することを意味する。賃金の伸びを生産性の上昇以下に抑えることは、実質的な減価の最も重要な戦略的側面である。しかし、実質的な減価は、租税負担が人為的に引き下げられたときにも発生する。これは、国の仕事に必要な資金の減少と、公共財の供給の減少をもたらす。実質的な減価を目指す戦略は、どれも、自由貿易の理念に反する。単一通貨圏の内部においては、それは破滅的である。

企業や国家間の競争は、それが最も生産性の高い水準における競争である場合には建設的なものである。しかし、それが減量タイプのもの、つまり、経済システム全体の効率性の向上を伴わずに支出の削減によるコスト削減だけを目指す場合には、破壊的なものとなる。企業にとっての競争条件が横並びで十分安定したものでない限り、競争は社会の利益にとって効率のよいものとはなり得ない。競

争上の優位は、枠組みの条件と幸運な超過利潤の追求を寛大に受け入れた結果として生じるものであつてはならない。それは企業的努力の結果、すなわち、全ての企業にとつて「単一価格の法則」、つまり全ての企業にとつて材料、サービス、(労働を含む)を等しい価格で購入できるといふ法則の下において生産される新製品や新方式によつて生産性の上昇が実現されるものでなければならぬ。欧州の経済上の政府は、必要とされる枠組みを創造し確保しなければならない。これには四つの主要な効率性の条件が含まれる。

### 市場を機能させるための条件

ユーロの導入は、効率的な市場のための、最初でありかつ最も重要な条件である。ユーロ圏においては、もはや為替リスクは存在しない。恒久的な役割としての為替の安定は、ユニークな政治的決定によつて完全に撤廃されてしまった。そこに至る必要な理論的基礎は困難な過程の結果であり、それは「政治的」理念とも重なり合うものであった。依然として多くの人が、ブレトン・ウッズ体制の崩壊を、固定為替相場制を維持する能力がなかったことを立証するものとみなしている。しかし、柔軟で市場の意思決定に基づく通貨システムから期待されたものは、全く満たされていない。

欧州の各国政府は、ユーロ導入を決定したことによつて、そうした歪みが生ずることを不可能にした。その結果、企業と政治家の活躍の分野は眞の経済的調整に限られるようになった。こうして、経済的問題を解決するための、時間的なマネーの価値の変化に関する不適切さ(インフレ)についての広範なコンセンサスは、空間的なマネーの価値の変化(柔軟な為替相場)に関する類似の実験に拡張

されるようになった。こうした結果を基礎とすれば、ウィックセルの金融政策に関する主張は明白である。すなわち、「通貨が価値の主たる尺度であるがゆえに、ある国にとって、その基準、例えば長さ、許容範囲又は重さの基準をできる限り一定に維持することが可能でなければならない。」

ユーロの背後にある論理は、ユーロ圏を現在の国境線内に止めることはできない。このため、EUの拡大は、当初から潜在的参加候補国の通貨がユーロに対してどのように調整できるかを考慮に入れたものでなければならない。大きな通貨圏相互間の為替相場の問題と、それらと新興市場との間の為替相場の問題も、同じ論理に基づいている。

第二の効率性の要件は、単一通貨を導入するとの決定に伴い満たされた。各国の金融・資本市場は欧州市場へと変わっている。欧州中央銀行（ECB）の指針の下で、各国金融・資本市場の金利は一樣に同水準となった。こうして、配分上の決定の最も重要な要因のひとつであるマネーと資本の価格が、欧州全体で決定されることとなった。ジェボンスの無差別の法則が当てはまり、通貨の分野を通じた配分上の効率性のための前提条件のひとつは満たされた。

効率的な競争市場のための第三の前提条件は、賃金の変化に関するものである。この文脈において、同一通貨圏の中で賃金水準を引き上げる方向で調整することは、その目的とはなり得ない。とりわけ統一後のドイツの経験を背景にすれば、あのような賃金政策の方向は採るべきではない。しかし、一方において、競争を通じて賃金水準を最も低い水準に調整することも避けることができるし、避けなければならぬ。賃金政策のインフレ効果とデフレ効果の双方を防止するために、単位労働コストは

絶対水準で一定に保つとともに、相対的水準、すなわちそれぞれの国の中でも、そしてそれゆえに個々の経済の間においても、一定に保たなければならない。この前提条件は賃金の変化が生産性の変化に従うときに満たされる。中期的には、これは個々の国における生産性の上昇が賃金政策の基礎として使用されることを意味する。というのは、生産性の変化に係る基本的な決定は依然として国の枠組みの中で行われるからである。しかし、インフレ率は今後は欧州独特の現象になるであろう。したがって、適切な生産性の上昇は、共通のインフレ目標と整合性をもつ追加的な要因によって補完されなければならない。超長期的には、通貨圏を通じた生産性の上昇の平均と規範的なインフレ率が、徐々に指針的なものになっていくであろう。

個々の国のキャッチ・アップの過程は、通貨圏を通じて単位労働コストが一定であることによって妨げられることはない。しかし、その過程が富と所得の増加をもたらす唯一の源泉、つまり生産性の上昇という変数に基づくことは間違いない。個々の国のキャッチ・アップの過程を支えるために決定的に重要なことは、様々な形の実質的な減価、すなわち近隣窮乏化政策を採らずに、生産性の向上に向けた企業の競争が首尾良く行われることである。賃金の抑制策や減税を独自の戦略とする場合には、対抗措置を招くことになる。つまり、賃金削減競争や税の軽減競争である。これらは最終的には、デフレと全体的な実質所得の減少をもたらす。

EU加盟国は、効率的な競争市場のための第四の前提条件、すなわち、租税システム、特別の租税ルール、租税ベース及び税率、に対して直接の責任を負っている。租税が国によって異なることが一般的に問題であることは疑う余地がない。したがって、単一市場を機能させるという点に関して、間

接税を調和させることは、関連する条約において規定された E U 基本法規則 (Acquis communautaire) である。ユーロにより、直接税の重要性が徐々に高まりつつある。おそらく、配分上の決定が租税の多様性に支配されていることが、例えば補助金と同じように歪みをもたらしていることについては見解が一致するところであろう。それが E M U の効率性、したがって繁栄の水準に対して重荷になつていく。それゆえ、そうした問題は E U の政治的課題として取り上げられるべきである。E U 条約の中にある間接税に関する規則と同様に、直接税に関するルールも必要である。一九九八/九九年の年次報告の中で、ドイツの経済専門家会議は租税競争について詳細に述べている。同会議によれば、透明性と平等の取扱いという原則が実現されるべきであり、また、「租税競争を追求することが不適切な調和の努力を擁護することであつてはならない。」ということが保証されるべきである。その狙いは実際は直接税の調和ではなく、租税を介した「実質的な減価」を防ぐことにある。社会的・環境的な基準もこれと同様の目的を背景にして再考されなければならない。

欧州市場の枠組みとなる条件を創出することは、引き続き「経済的政府」の恒久的な責務である。市場の一般的な効率性の条件に関するコンセンサスが明確化されるほど、必要な調和策を採ることが容易になる。国ごとの方策とルールも、それらが E M U を機能させるための条件を満たすかどうかという観点から検討されるべきである。

### 賃金と財政政策による雇用の増加

ユーロ圏における競争と政策的行動によって特徴づけられる欧州市場の条件に関する枠組みが、配

分上の効率性と生産性の大幅な上昇の基礎になる。長い間、各国及び欧州のレベルにおいて経済政策の職責を担う人々の間で広まっていた考え方は、大雑把に言つてこれこそが経済政策の責務であるという考え方である。自由放任主義のモットーは、国のルールによる市場の歪みを減らして、機能する市場を創造し、貨幣価値の安定を保証せよ、というものであつた。一七世紀に始まつたこの経済的自由主義に関する主張は、逆説的ながら基本的に重商主義とは対照的であるが、七〇年代と八〇年代にサプライ・サイド政策として復活を見た。その主張するところは間違ひではないが、それは真実の半分に過ぎない。四半世紀の間に断続的に失業が増加するのを目の当たりにした結果、効率的な市場が全ての資源に関して自動的に完全雇用を生み出すという信念は消えかかつてゐる。

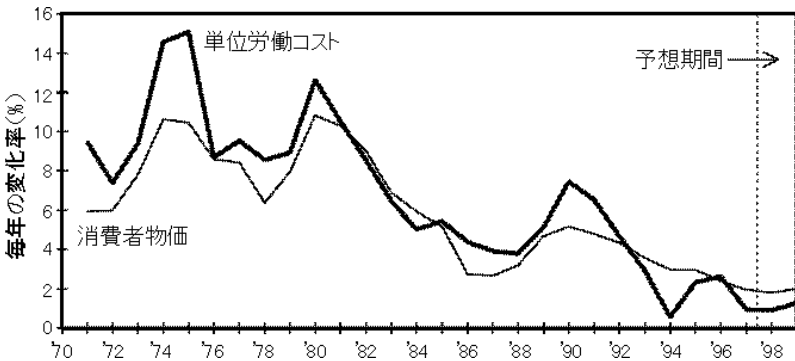
欧州では一八〇〇万人の雇用が不足している。それを輸出余剰によつて創出することは不可能である。EUは雇用問題を別の方法で解決しなければならぬ。生産性の大幅な増加を目指す供給政策も同様に解決策とはなり得ない。実質所得の増加とその結果としての需要の増加をもたらさない生産性の上昇は、雇用の減少にさえつながるであろう。欧州の市民の多くが、過去数十年間において生産工程における合理化の経験に直面している。このため、生産性の上昇が失業の理由であつて労働の再分配だけが唯一の解決であるとの間違つた結論を下している人が多い。そういう考え方は、これも逆説的だが、生産性の向上による雇用の拡大を図つた政策の結果なのである。

賃金政策も雇用の責任を一〇〇パーセント負うことはできない。全体的な経済の生産性の上昇を大幅に超える賃金の増加は、インフレ効果を持ち、緊縮的な金融政策が発動される要因になる。これが、雇用の供給に関して回避不可能なマイナスの反応を伴う安定性の危機をもたらす。しかし、雇用の水

準はまた、全体的な生産性の向上分を下回る名目賃金の増加によっても阻害されることになる。単位労働コストの減少はデフレ化の主要な要因である。一九三〇年代の大恐慌は、そのことを教訓として残した。投資家と消費者が物価の低下を予想するや否や、需要は大幅に減退する。現在の日本の経済状況は、そうした群集心理の下で循環的な景気回復に戻るにいかにかに困難を示している。このことから、新古典派のアプローチとは対照的に、賃金政策は、不適切であるばかりでなく雇用政策としては危険な道具であるとさえ言える。次のグラフが示すように、賃金政策はコストと価格を安定させることは可能であるが、それ以上のことはできないのである。

ケインジアン伝統においては、重要な雇用政策の役割はしばしば財政政策に帰せられる。この文脈において、人々は、ケインズの財政赤字支出は、金融政策を一〇〇パーセント活用して、かつ金利がゼロに向かう傾向にある場合にのみ行われるべき究極の選択肢であることを見落としている。そうした状況においては、有効需要を喚起し、また予想を逆転させるための公共支出計画が、残

欧州における単位労働コストおよび消費者物価 1



1 EU15 : 1996 年の名目 GDP を使用し、1995 年の対 US\$ レートにて換算

資料 : OECD, ドイツ経済研究所による計算および 1998 年、1999 年予想



された唯一の方策となる。しかし、欧州経済はまだこの段階には至っていない。金融政策は依然として雇用の目的に使用できる。したがって、現在は未だ財政政策は再建路線から離れる必要はない。

### 金融政策の役割

欧州の巨大な失業の克服は、時代遅れの政策パターンでは実現不可能である。サプライ・サイド政策の戦略は労働生産性を高めることはできるが、労働の量的拡大はできない。賃金政策は需要を安定させ、コストの面からマネーの価値を確保することはできるが、それを雇用政策の道具として使用することは、インフレ的又はデフレ的な変化をもたらすに過ぎない。金融政策は、民間部門から公共部門に、またその逆の方向に購買力を直接移転させることができる。しかし、短期的には金融政策は雇用の拡大を生み出さない。公共支出の赤字も失業の持続的な削減の手段とはならない。総じて、財政政策が貢献できる場面は、自動安定化装置の自由な発動と、需要の低迷を短期的に防止することに限定される。後者は、金融政策の影響があるのでとりわけ必要性が高い。

賃金政策は安定化政策を危険にさらす一方、財政政策では雇用政策に限界があることから、金融政策の戦術としてはいかなる方策を採る余地があるのかという疑問が必然的に生じる。マネーの創出は外因性の政治的行為である。金融政策は、財政政策と異なり、「反対給付」の問題に直面することがない。金融政策は、マネー、資本及び商品市場に対して収縮的效果をもたらす懸念なしに、追加的投資に対して刺激を与えることができる。マネーの価格に対する金融政策の力は、近代経済における中心的な配分メカニズムであるが、それは必然的に投資に対する、また、それゆえに雇用に対する責任を

負担することになるのである。

政治的行為は、言つまでもなく、将来を形づくることを志向している。目的は達成する必要がある。このことは、とりわけ雇用政策に関していえば、現状維持を確保することではなく、適切な条件を生み出すことによつて現状を克服することを意味する。金融政策は、例えば、高い失業という条件の下での生産の潜在的能力である現在の成長率の上昇に基礎を置く場合には、この使命をやり遂げることができない。それは、過去における失業の創出を反映する潜在的生産能力の伸びをファイナンスすることを目指しているという限りにおいて、基本的に退行的である。シュンペーターの経済発展理論によれば、金融的条件は経済発展の背後にあつてそれを推し進めるものであるとされるが、それに関連する疑問として湧くのは、中期的に雇用が大幅に拡大するためにはどれくらいの潜在的生産能力が増加しなければならないのかということ、及び、この潜在成長を達成するために必要な金融的条件とは何なのかということである。シュンペーターの理論では、経済発展は発展の過程に対する金融的な栄養補給の問題であるばかりでなく、適切な金融条件によるその創出の問題なのである。

そうした政策が中期的にどれくらいの成長率とどの程度の大きさの潜在的生産力を達成できるのかを予測できる人は誰もいない。我々は経済的なダイナミズムと潜在的生産力を知ることができない。経済政策はモデルによる説明に依存することができる（ハイエク）が、それは理論的に保証された相互関係に基づいており、経験的に証明されることが可能な場合である。金融政策は追加的な基礎は有していない。しかし、潜在的生産力についての不確実性があるからといって、金融政策に関する後向き志向をもたらしたり、現在の潜在的成長のトレンドを適切な基準として確定することにつなげるべ

きでない。退行的な金融政策には将来の発展に対する責任を引き受ける能力はなく、かつ他の政策分野がこの責任を引き受けることを阻むものである。

### マクロ政策の協調

経済政策の共同責任に関する現在のコンセンサスは、雇用政策の成功と物価の安定確保のための前提条件として、必要条件であるが十分条件ではない。協調を図ることは過程を管理することを意味する。しかし、協調の目的とその基にある戦略的概念はしばしば不明確である。間違つた政策は協調という手段によつても是正できない。むしろその反対である。マクロ経済的意味において議論のある理論的パターンを基礎とする景気順応的な財政政策は、雇用危機を悪化させる可能性すらある。この理由から、すべての経済政策の協調は、それぞれについて、予め経済的相互関係、すなわち雇用の理論に関する議論からはじめるべきである。この作業は単に科学だけに任せきりにしてはならない。政治家は世論の形成の過程に参加し、批判的な質問を行うことによつてそれをさらに促進しなければならない。

理論的な立場と問題に対する処方に関するコンセンサスに関する限り、最近顕著な進歩が見られる。基本的な経済政策の理念に関しても収束がみられる。したがつて、協調的経済政策戦略の基礎は生みだされてきているといえる。

以上を要約すれば、欧州の経済政策に関して指摘すべき重要な点は次のとおりである。

---

欧州市場における競争を妨げる障害物と歪曲的な各国の優遇措置は排除すべきである。この作業はユーロの発足後においてはさらに緊急を要する事項となっている。しかし、それがやがて完遂されるだろうと考えるのは幻想である。一方においては市場のダイナミズム、他方においては十分に調和のとれた枠組的条件が富を増加させるという考え方が、過去におけると同様将来においても引き続き政策収斂と統合を支える原動力となるであろう。

EU加盟国の財政政策は、中期的な再建に向けた方向性を有するものとの信頼性が高いものでなければならぬ。これは自動安定化装置の働きを否定するものではない。財政政策は景気の振幅を拡大させるような支出削減を通じて経済的な低迷を不安定化させることはないという事実には産業界が信頼を置く必要がある。

賃金政策は安定化政策の中で中心的な役割を演ずる。賃金政策は賃金の上昇を全体的な生産性のトレンドの枠組みの範囲内に収め、インフレ及びデフレの潜在的可能性とともに防止しなければならぬ。賃金政策はEMUにおける安定化の錨である。

こうした条件下、すなわち、明白な財政の再建戦略と、インフレ目標と整合的な若干の単位労働コストの引上げという条件の下においてこそ、投資に対する刺激を与えると同時に安定化という目的を危険にさらすことのない、新たな金融政策の道が拓けるのである。

---

## 五、ユーロ、ドル、そして円

ドイツ銀行グループ アジア パシフィック

チーフ・エコノミスト兼ストラテジスト ケネス・S・カーティス

本日、このようなハイレベルのパネルの一員としてお招きを頂いた国際通貨研究所、欧州委員会、およびフリードリッヒ・エーベルト財団に感謝したい。これは極めて時宜を得た会議である。会議はちょうど小渕首相の北京訪問の直前、またユーロの軟調と、日本の円安への誘導に努力が関心が集められている中で開催されている。ドルにペッグされている中で、中国の通貨は最近対円および対ユーロで高目に推移しており、そのため北京は現在大きい経済的困難に直面し、中国が対処しなければならぬ諸問題を尚更複雑にしている。

また本日は、二週間前のG7のケルン・サミットで議論された、そして今週間もなく上海で行われる中央銀行総裁会議でも取り上げられる金融政策、金融市場、為替レートなどの諸問題と基本的に同じようなものが議論されることにも興味を覚える。世界中でこのような討議が行われることこそが、市場と政策がいかにグローバルに統合されてきているかを示す尺度といえる。その統合を体現する個人がいるとすれば、行天氏こそが、その人である。過去数十年間にわたり国際金融界の眞の第一人者の一人として、行天氏の發揮したリーダーシップは日本のみならず世界各地の人々に及んでおり、深く尊敬申し上げる。このことを一人のバンカーとして、また友人として遇して頂く榮譽を担う者とし

て、申し上げたい。

しかし本日、行天氏は私をこのパネルの中で、誠に微妙な立場においた。私より先には、欧州中央銀行のクリスチャン・ノワイエ副総裁と、ドイツ連邦のハイナー・フラスベック前大蔵省次官という二人の著名な政策通が話しをしており、そして私のすぐ後には実にあざやかに日本の大蔵省財務官としての責務を果たし、程なく次なる重要な新任務に移られる榊原氏その人がおられるが、本日のシンポジウムは、サヨナラ・パーティーのような感じもする。このように、皆様とご同席させて頂くことは誠に光栄であり、心から感謝申し上げます。

私のプレゼンテーションを三つの部分にわけようと思う。最初の部分ではユーロについて考えるが、バンカーの視点からの話しではなく、むしろ将来に一〇年ほど踏み込んだ時点でのユーロ、つまり現時点と、新しく到来する千年紀の最初の一〇年が過ぎた時点とはさまざま何が起きているかを、皆様と共に考えたい。

二つ目の部分では、現在に立ち戻ろうと思う。欧州についての討議内容はすでにご案内の通りで、きわめて直接的で単純である。欧州はどうすれば生産性を上げられるのか。どうすれば現在欧州にはびこる政治面の硬化症を打ち破り、経済改革を実現させられるのか。これらの改革は、欧州の競争力を強め、生産性上昇をもたらし、そしてそれによって欧州の実質賃金を維持向上させ、終末論者が好んで口にするユーロの前途悲観論を排除してくれよう。

結論部分では、国際通貨市場関連の問題、特にG3通貨の中期的問題点について考えたい。私以外の他のパネリストのほつが、ここ数日のうちに起こりうる変化に通じており、私も皆様と同様に彼の発言に多いに期待している。

## 欧州 バック・トゥー・ザ・フューチャー

未来へ一〇年間さかのぼった時点に立つて、欧州と世界経済を振り返ってみると、一九九〇年代が世界経済システムの構造形成、そして世界政治運営の創成的、ないし歴史的シフトの時期を象徴していることが判るだろう。我々が一九九〇年代に経験した一連の変化は、互いに計画されたわけではなく同時に発生しており、我々の未来観、世界の国家システム、市場と国家の関係、そして企業、資本移動および国際市場の役割の拡がりなどに直接の関連性を持っている。

この発展を二〇一〇年から振り返ると、ユーロを採用した欧州は、民族国家、すなわち国家主権そのもの、そして公共政策の役割や範囲などのような、それまで既知として受けとめていた基本問題を、あらためて見直し始めたと言える。今日、これらの問題点はグローバルイゼーションについての討議の中心にある。またこれらは、円、ユーロ、ドルの三通貨間のバランス関係、およびこれら通貨とその近隣地域との関係を検証する上で、中心的位置を占めている。

欧州を通貨統合に導いてくれた歴史の重要遺産という動力は、襲ってくる当面の経済動向に対処する政策を作る上でも重要である。二〇一〇年の欧州を考える場合、脳裏に浮かぶのは一種の一九一四

年以前の欧州で、一部の人が「黄金時代の欧州」呼ぶものであろうか、あるいは各レベルで深く政治統合が進んでいると同時に世界経済にも強固に組み込まれた姿の欧州であろうか。

二〇一〇年までには、欧州連合は二五ヶ国ほどまでに拡大しているはずであり、その通貨と資本市場は世界の金融システムの柱に成長していよう。その規模、そして将来的にはそのダイナミズムによって、ユーロを手にした欧州は、中東、東欧諸国、CIS、そして北アフリカ諸国に対して大きいインパクトを与えることになろう。次の百年の最初の二〇年を通じて欧州が発展するにつれて、ユーロは強力で接着力のある力となり、欧州諸国の集団、すなわち欧州連合を今日の想像を超えるほど強く結び付けると同時に、他の地域と欧州との統合を強化してゆく方向に動くものと考えられる。

二〇一〇年までに、欧州は五億五千万〜六千万の人口を持ち、現在の物価水準で見ると約三万五千ドルの一人当たり年間収入を持つと考えられる。この米国を遥かに凌ぐ巨大市場は、世界一大きい石油消費圏である。また、世界一のトレーダーでもある。現在、事実上通貨をドイツマルクまたはユーロにペッグしてきた多くの東欧諸国とCISは、外貨準備の大半をユーロで保有することになろう。これら諸国の経済再建の大部分は、二〇一〇年までには米国の市場規模を上回るユーロ主体の欧州の資本市場で調達する資金で賄われることになろう。

更に今後の一〇年先を見たら、英国のユーロへの参加問題にも決着がついている可能性が高い。最近の欧州選挙は英国内の反対の強さを示す警告と受け取ったほうが良いが、諸般の事情は英国のユーロ加盟の方向に動いている。しかも、シティーと英系企業、従って大半の英国労働者の利害がユーロ



と強い結び付きを持つに至っているので、時と共にこのような見方は定着する可能性が高いと思われる。

ユーロが欧州の企業経営に与える影響がどのようなものになるかは、今後一〇年を過ぎても取り沙汰にされていると思われる。高い流動性を持つ資本市場および、企業経営の中心に株主利益と消費者利益が置かれているアングロ・アメリカン型の企業経営が台頭するのか。あるいは、企業・政府の親密関係が保たれ、国家が資本市場に深く関わり、国ごとに大規模の株式持合いが行われ、そして欧州の大企業グループが市場シェア争いに明け暮れるような欧州大陸系のアプローチが続くのか。

私の見解としては、現在大多数の人々が考えているよりも早く、欧州はアングロ・アメリカン型の企業経営に移行すると考えている。そのシフトと共に、欧州全土から人が集まり、同じように考え行動し、そして似た経営価値を共有する全欧州にまたがる経営者層が生まれてこよう。

二〇一〇年までには、欧州は米国のものに比肩する、今一つの、同じく流動性の高い資本市場を提供するようになると思われる。投資通貨、貿易通貨、準備通貨としてユーロが使われ、ユーロはドルと直接に競争する。その結果として、東欧、中東、アフリカの中央銀行、いやまさに世界各地の中央銀行は、外貨準備のかなりの部分をユーロに交換しなければならぬ。カナダ、メキシコ、およびベネズエラなどの国は依然として米国にドルで石油を売っていることだろうが、二〇一〇年までには、石油価格はユーロでもドルでも建値され、決済されるようになってくる可能性が高い。このような条件下では、世界の主要企業にとっては、本部がどこにあるかに関係なく、欧州に重要なオペレーショ

ンを置かなくては済まないことになっているだろう。

次の一〇年の終わりまでには、欧州は規模的には東欧やCISのみならず、ラテン・アメリカやインドの一部、それに次第にアジアの一部への世界一の国際投資家になりそうだ。その同じ力の働きで、現存する依然として米国色の強い国際金融機関の多くが、組織変更を余儀なくされることにもなる。国際通貨基金、世界銀行等の機関がそうである。米国は現在頂点にあり、日本は底にいる。日本の前途にある課題は重く複雑であるが、対応は日本自身の責務である。欧州が直面する課題も同じように重い。ユーロを手にして再生への道のりが始まった。今後に残されている宿題も多い。

### 変化と改革の触媒

このような変化の大部分について、ユーロは種々の方法で触媒役を勤めていくことになる。生産性、成長、競争力、雇用創出等の諸問題への対応に当って、またダイナミックな政策変更への政治的抵抗を殺ぐ上で、ユーロはいかに働くのだろうか。

数週間前にわずか二年半前には破産寸前にあつたオリベッティが、自分より一二倍も大きいイタリアン・テレコムを乗っ取ったことにより、この設問に対しとりあえずの回答が出た。それはユーロにとって最初の敵対的レベレッジド・バイアウトであつた。ユーロ抜きには成立しなかつた取引である。なぜならば単純にイタリア国内の資本市場だけでは六百億ドルもの調達は不可能であつたからだ。

加えて、イタリア内の多くの既得権益が左右されることになるため、ユーロ導入以前の欧州では成立不可能の取引であった。要するに成立するには余りにも問題が多すぎたのである。

更に、イタリアン・テレコムのキャッシュ・フローは国内で発生していたので、そのような投資のファイナンスは国内通貨で行う必要があった。しかし、欧州大陸諸国にとつて、今やユーロは名実ともにナショナルな通貨である。この単純かつ極めて重要な事実こそ、本取引の中心にあつて、その成立を可能にした要因であつた。

結論として、オリベッティによるイタリア・テレコムの敵対的乗っ取りのケースに見られたものは、欧州企業社会を再編するに当つてユーロ資本市場が持つことになる強力なインパクトの一例だつた。オリベッティが結果的にユーロ債務市場に行き、膨大な額の資本を調達できたのは、ユーロ市場の境界が伝統的イタリア金融の限界を超えて広がつたからである。

具体例を挙げてみよう。スウェーデンのウプサラにある消防士年金ファンドのマネージャーは、イタリアの既得権益がどうなるかと全く関心がない。この取引に彼等が見せた関心は、自分達の投資に対する収益率、自分達のリスク・テイクの水準、それにオリベッティが発行する証券の質にあつた。そのような投資家の数が十分出揃つて取引に興味を示し、その上、彼等の支援があればオリベッティはイタリアン・テレコムを管理下において資産をリストラし、より効率的にダイナミックに利益を上げ、運営できそつだと考えた時、ユーロ誕生前なら決して起こりえなかつたこの取引が、突如として可能になつたのである。オリベッティ株主の二五%〜三〇%がこのような考えでまとまつた時、イタ

リアン・テレコム株主構造の中心が完熟果実のように切開されて、その取引を可能にしたのである。

この会議が行われている間にも、欧州第四位の石油会社が、第三位のエネルギー会社に、ユーロで賄われる敵対的な乗っ取りを仕掛けた。同時にパリでは、出現しようとしている広域ヨーロッパの国際金融市場の中で競争を通じた繁栄の達成を可能にするように三大銀行が再編を巡って苦闘を繰り広げている。ここでも、新しいユーロ資本市場が、その取引のファイナンスを可能にしているのである。個人的見解だが、このフランスの三大銀行間の競争の唯一の有効な選択肢は、より狭い仏仏連合よりは欧州立地であると思う。現在の第一幕がどう転ぼうと、その後の段階では、より広範な欧州立地の構造が出てくると考えている。

ユーロ建て新債券・株式市場は米国の資本市場にほぼ匹敵する規模になるが、欧州のどの国を取ってみてもそのコントロール能力をはるかに超えている。例えば、イタリア政府がユーロ新債券市場に及ぼす影響力はいえば、米国債券市場を動かすオハイオ州の力のようなものである。つまり、殆どゼロである。ユーロが創り出したともいえる全欧的に統合された資本市場の発展は、今や在欧資産の大規模な再構築を触発しようとしており、やがて「欧州株式会社」の既存構造に閉じ込められて現在不完全燃焼している資本の大半を解き放つことになろう。

ユーロが変化を起こし、欧州経済の大部分に再構築を迫る強力な触媒作用を持つのは、資本市場を通じてである。時とともに、このような変化は遙かに競争力のある欧州に導いてくれよう。マネージャー達は、厭でも利益率を高め、的をしぼり、知恵をしぼらなければならなくなる。その結果、時間

が経てば、今我々が考えているよりも早く、成長と所得が伸び始めよう。足を踏ん張ってそのプロセスに抵抗する人もいようが、すでにギアは入っており、大きい牽引力になるのは眼に見えている。時とともに、これらの変化は基本的にユーロを強くし、そしてその変化の行く手にはG3の三大通貨がある。

## 円、ユーロ、そしてドル

ドルの対円相場を上げようとして多くの努力が、ここ数週間なされてきた。この努力が成功したのかどうか、しかも日本が今そのような措置をとるべきかどうかについて、疑問があるものの、とにかく、円高になれば、日本経済にせつかく始まっている回復の芽が摘まれてしまう状況にある、といえる。しかし、現時点で円を低目誘導しても、この先を見ると、円ファイナンスされた、かなり投機的なレバレッジを突然に再現させてしまう可能性がある。もしそのような事態になると、わずか数日で円が一五%も動いた昨秋のような事態の急変に見舞われる条件が再現しかねない。

ファンド・マネージャーは主要市場の指標銘柄に基づく成績で評価されるのが一般的である。今年は現在まで、北米や欧州に比べて日本株の上昇が際だっている。この傾向が、私が考えているように夏の間続き、米債券がさらに値下がりすれば、第三四半期の終わり頃までには、世界各地のファンド・マネージャーは、パニック状態に見舞われていよう。彼らは日本の資産への投資を大きく押さえてきたにもかかわらず、日本市場は優位がつづいている。その結果、世界のファンド・マネージャーは日本株購入のため急遽、円の大量買いに走らざるをえない。そのため、本年後半を通じて日本への資金

流入は大規模に達しよう。円は劇的に高騰する。現時点で市場に出される新規のレバレッジは、状況をいつそう複雑にし、後日の管理を困難化させるだろう。

同時に、米金利の上昇傾向が続ぎ、そして現時点の観測以上に米国株式市場は下げに転じると思う。日本の資金フローへの影響では、対外流出が減り、流入が増えることになる。結果は単純明解に円高になる。私見では、円は年末までには一〇五〜一〇〇の水準に達していると見ている。その時点で、日銀は特に困難な選択を迫られよう。しかし、その決定は、端的に言って、市場が命じることになる。

一九九一年の日本の政府債務のGNP比は五―%であった。二〇〇一年までには、それが一五―%にもなるが、それがピークであるとは考えにくい。しかも、より完全な全体像を見るには、現在GNPの約一―%に達する公的年金制度が抱える将来債務の割引現在価値を加える必要がある。このように、普通の企業や家計が当然と考える方法でバランス・シートを検証してみると、対政府請求権はすでに日本のGNPの二・五倍を上回っているのである。

日本は、高齢化する人口の動態を背景に、この事態にどう対処するのだろうか。このような負債のファイナンスのため、世界から資本を充分集められるよう名目金利を充分高い水準に引き上げることが容認するとすれば、途方もない円高に終わることもなる。そうなれば、いまだに足腰の弱い金融機関や経済の足元をすくうことになる。他のアジア諸国や世界経済への悪影響も巨大になる。従って、金利を上げることが解決にはなりえない。

もうひとつの選択肢は税金を充分に高くして債務削減に当てることである。しかしこれでは、一九六六年の橋本増税と同じく、経済を弱体化させる。それでは、この財政の袋小路からの日本の脱出戦略はどのようなものなのか。

今後数ヶ月の間に円高が進むと、日銀は不可避の決断に直面することになる。他の選択肢が皆無の状況下で、とる道は一つ、すなわち過去数年間に蓄積されてきた債務のかなりの部分をマネタイズすることである。この貨幣化措置は、時とともに日本からのマネー流出を招き、結果として過去数年間の経験を上回る大幅円安をもたらそう。また、新規供給された流動性の多くは資産市場へと流れ、日本の株価と地価を押し上げるので、国内で消費者主導で消費を底上げすることになる。それはまた世界の各地でも資産価格を支える重要な役割をはたすことになる。

このような展開は近隣地域に対し別の、より直接的な影響を与えよう。韓国と東南アジアはアジア危機の時に、実態的に通貨のドル・リンクを捨てているので、大して影響をうけない。現在では、これらの国の通貨は事実上円リンクになっている。もし円が対ドルで一六〇になれば、対円で一〇対一の水準にある韓国のウォンは、対ドルで一六〇〇の方向に下落する。しかし、円の下落がもたらす本当の問題は、ドル・リンクの通貨を持つ中国で現れる。こうした条件下では、私見では、中国が切り下げるのは不可避であり、北京の視点からは、悪者は東京、ということになる。

米国については、見たところ最強を誇るアメリカ経済のアキレス腱は、それが他国のマネーで賄われていることにある。本年、世界からの米国の借入はネットで約三三〇億ドルになる。ほとんど一

日ほぼ一〇億ドルのペースである。昨年 of 借入はネットで二八八〇億ドルであり、一昨年はやはりネットで二六二〇億ドルである。一九九六年には米国はその他の世界から、ネットで二四八〇億ドルの借入があった。これは年間九%の増加になる。このペースでいけば、二〇〇三年までには米国の対外債務は自国の全経済の二五%を上回ってしまう。しかし、ある時点で今日のようにこの状況をピナイン・ネグレクトで片づけ続けることは無理となろう。我々が直面している一つの大きいリスクは、この増大局面が為替市場を通して処理されていることにある。歴史的に見ても、今日の米国のようなペースと規模で対外純債務を蓄積した国は、その後の時点で極めて弱い通貨を経験している。進行方向に変化がなければ、ドルにもその時機がくるであろうし、控え目に見ても、それは世界経済にとつても、不安定化どころではなくなる。

ユーロについては、日本が債務の貨幣化に追い込まれかねない事態となり、アメリカの対外純債務増大が人々の頭痛の種子になり始める丁度その頃に、ユーロは回復局面を迎えることになろう。また、ユーロの影響下で欧州の企業資産の再編成が触発されると、外国投資家にとつて欧州の株式市場の魅力が増える。そのため、次の数年間には、世界各地の投資家から大量の資金がユーロに流れ込む可能性が大きい。つまり、ユーロの次の大きい動きは、下落ではなく上昇になる。

一九九九年の始まりと共に世界各地の中央銀行の期待がユーロに集まったが、現在では多少後退している。しかし、欧州が回復するにつれて、中央銀行は外貨準備を長期的にユーロへ再配分し続けるだろうと見ている。現時点では軟調のユーロが、今後二―三年の内にかなり強くなると見るのは、このような背景による。



---

G3通貨は巨大な地表プレートのようなもので、今それが動きかけている。それが動くにつれ、震動はグローバル市場に巨大な衝撃を与える。それに比較すると、過去二年間に新興市場危機で見られた通貨の波乱もかすんで見えるかも知れない。

この関連では、オーストラリアン・ファイナンシャル・レビューの最近の記事が目にとまった。本日のパネリスト、榊原氏の発言が正しく記事になっているのかどうか判らないが、そうだとすれば、私も賛成したい。その報道によると、アジア危機を誘発した原因の一つとして、氏は円安ドル高を取り決めた一九九五年の日米合意があったと指摘している。アジア通貨が事実上対ドルで固定されていたので、一九九五年以降の日米間の円安ドル高政策は、多くのその他アジア諸国の競争力を失わせ、その地域の大半の採算基盤をほとんど一夜にして崩した。結果として、これらの国は債務返済ができなくなり、それこそが過去二年間のアジア危機のみならず、グローバルな新興市場の危機と、グローバルな銀行セクターに多大の困難をもたらせた原因であった。もちろん他の要因も存在したが、私が某所で“逆プラザ合意”と呼んだ一九九五年の東京・ワシントン合意こそは、その危機の根源的な発火点である。

私は世界経済にはG3通貨を不安定化させるマグマが溜まっていると見ており、そこそこの均衡と安定を維持するために我々は何ができるか、ここにおられる他のパネリストたちと、解決策を探る努力は極めて重要と考えている。

---

## 結論

終わりに際して、この為替市場安定問題の中心に日本を据えてみる。日本は銀行システムの資本再構築という難問を抱えている。同時に、保険業界では長期債市場回りと業界の保証利回りに大きい食い違いが生じているため、資本の大流出に見舞われている。視野をさらに広げると、日本経済の前途には重い課題が山積になっている。人口問題、すでに述べた政府債務の対GNP比率の問題、大規模のバランス・シート改革、主要輸出先である東アジアの不振などである。その上、日本は一九九〇年代にテクノロジ的に遅れをとった。これらの問題への対策はどうなるのか。日本の対応の如何によつて、次の一〇年間とその後の世界経済における日本の役割の、およその枠組みが決まつてこよう。

欧州では基盤的变化が注目を集める時期が始まつており、今後そのグローバルな意味合いも膨大なものになる。そのプロセスは大きくはユーロの誕生が契機となつている。日本については、一日もゆるがせに出来ない、さらに大きい変化の必要性に直面しているが、何がその触媒役になりうるのかを我々はよく考えるべきである。一方、アメリカは未曾有の繁栄にやや浮かれていた面があるが、時間があるうちに、積み上がったドルの弱点に手を打つておくことが望まれる。

## 六、ユーロの誕生とアジア地域の将来

大蔵省財務官 榊原 英資

最後のスピーカーはアドバンテージがあつて、今までの皆さんの話をうまく吸収しながら話ができる。この一ヶ月に起こつたことで、マーケットからも政府からもあまり注目されなかつた二つの非常に面白い事態があつた。一つはG7の中でのユーロ圏の代表問題である。これは、この一年ぐらいヨーロッパとアメリカが非常に激しく争つてきたが、その最終的な決着がケルン・サミットでついたものである。その結果、ECB総裁と欧州理事会議長が前半に入つて、各国中央銀行総裁が後半に入ることでは決着がついた。そのこと自体は大したことではないが、ヨーロッパの通貨統合後意思決定のプロセスがスムーズになり、ヨーロッパがひとつのユニットとして動き出してきたことの一つの象徴的な出来事である。

もう一つは六月十八日に、ここにいるノワイエ氏と私も関係したわけだが、日本がECBに委託介入を要請し、これが非常に効率的に実行されたことである。当時のマーケットの認識は、ユーロ・円に問題があつてユーロが一三二円まで下がり、非常に弱くなつたことが問題であるということだった。ここにかなり投機的な動きがあることは、我々もわかつていたし、マーケットのトレーダーも全てわかつていた。ただ、ECBがユーロ・円に介入することも委託介入もできない、あるいはECBに委託があつても反対するだろうというマーケットの認識があつたが、日本政府が委託介入を要請した後、

非常に短時間で、非常に効率的にヨーロッパで介入が実行された。かつて七年ほど前に日本政府がシ  
ンガポールでマルクを買ったことがあるが、ヨーロッパの中央銀行に正式に委託してヨーロッパの中  
央銀行が日本のアカウントで介入したのは初めてである。

これはおそらく後から振り返ると歴史的な出来事だったのではないか。つまりECBやユーロ評議  
会（ユーロ イレブン）の意思決定プロセスが非常に明解になってきており、いろいろ複雑な要素が  
無いわけではないが、きちっとしたかたちをとってきたことである。二つの非常に小さな出来事では  
あるが、これがヨーロッパの通貨統合が非常にスムーズなものになってきたことの一つの証左である。

先ほどからカーティス氏もノワイエ氏も中長期的にはユーロは強いと言っているが、恐らくその通  
りだろう。短期的にヨーロッパの景気がどうなるかという点、第一四半期で大体底を打ち日本とヨー  
ロッパは似ていると思うが、本当に底を打ったのかどうかよく分らないところが日本にもドイツに  
もある。短期的なユーロの強弱は景気動向あるいはアメリカの動向などに左右されるが、中長期的に  
はユーロへの統合は非常に大きなダイナミズムを持って動き始めたということではないか。

カーティス氏が一〇年後の「絵」を書いたが、これは違う言葉でいえば新しい帝国、エンパイアが  
できるということである。野田宣雄氏に言えば、帝国の時代に我々は入ってきた、そしてヨーロッ  
パ帝国が相当結束の強いかたちで今後一〇年、二〇年の間に創られていくということではないか。

ヨーロッパの話を繰り返しても仕方がないので、日本はどのような選択肢があるのかだが、選択

肢は三つある。一つはヨーロッパ帝国に加わることである。ユーロを基本的な通貨としてヨーロッパに加わることで、もう一つは米ドル圏に入ることである。それが二つの最も明白な選択肢だが、もう一つの選択肢は、何か地域的な通貨、あるいは地域的な統合とまではいえないが協力して、その「絵」を第三の極にするという選択肢である。これは非常に難しい選択肢であるし、見込みとしては第一、第二の選択肢よりも小さいかもしれない。しかし、日本の国益を考えるとこの第三の選択肢が最も望ましいのではないかと我々は考えている。

我々が新宮澤構想や円の国際化などを非常に精力的に推進している真意は、円圏をつくるということでは必ずしもなく第三の極としてのアジアを考えていかなければならないということがその根底にあるからである。ヨーロッパは五〇年かかって通貨統合まで来た。ヨーロッパも非常に多様な文化、特色があるが、アジアと比べるとヨーロッパは一地域(One Region)であり、アジアは世界(World)であると言える。アジアの場合には民族的に見ても宗教的に見ても文化、あるいは歴史から見ても極めて多様な地域である。アジアといっても全く一様ではない。日本と韓国、西アジアは全く違つし、あるいはインド、パキスタンとも全く違つたため、アジアという概念でこの地域を括することはできない。ヨーロッパの反対概念としてのアジアということであつて、アジアという概念そのものが明解にあるわけではないのでこれは非常に難しい。しかし、何らかのかたちで我々が新しい地域的な協力を進めていかなければ、日本はいずれどちらかの極に吸収されると思つている。

私は可能だと思つているが、それがどのようなかたちで可能になるのかは明確な「絵」があるわけではない。しかし通貨ということであれば、今ある程度部分保証をしながらアジアの政府や政府関係

機関に債券発行を促しており、できればサムライ債市場で債券発行してもらうことを考えている。アジアの危機から我々が学んだ最大のレッスンは、これは恐らくアジアの国々が共通に学んだレッスンだと思うが、アジアを日本、中国、インドまで含めて考えると、世界の貯蓄のかかなりの部分、重要な部分を生み出している地域である。その地域のお金は基本的にグローバル・キャピタリズムの中心であるニューヨークやヨーロッパに流れ、それからまた逆流して来るのである。逆流して来た資金はドル建てで来るため、当然のことながら為替リスクはアジアの国々が取らざるを得なかった。それ故に先ほどカーティス氏が話していたが、円・ドルの変動に非常に強く影響を受けたのである。

できれば、アジアで生み出された貯蓄をアジアの中で回していくことができないかを考えており、シンガポールも香港もオーストラリアもそう考えている。これはアジアに債券市場 (bond market) を創っていくことであり、これがどのような通貨建てになるのかはわからない。円建てなのか、通貨バスケットになるのか、あるいはユーロなのか、ドルなのか。しかしアジアの地域に懐が深く活発な債券市場を創っていくことが、アジアの貯蓄を中央に吸い上げられてまた戻されるということをなくし、地域に活用するために非常に重要なことである。アジアに株式市場はかなりあるが、投機的な活動の拠点になっている。債券市場を見ると、日本は最近違ってきているが、実はアジアは、あまり財政赤字を出していなかったため、債券市場の核になる国債市場というものができていない。そういう意味でアジアでは債券市場が育っていないが、そのアジアに何とか債券市場を創るということ、我々も部分保証で債券を出すということと同時に、アジアにどのようなかたちで債券市場を創っていくかということを考えてようと、話し合っているところである。

これには実際に決済の問題やあるいは中央銀行間同士の色々なメカニズムの問題など、非常にテクニカルな問題がある。社債市場で DVP (delivery versus payment) やグロス決済、あるいはユーロクリアのような決済機構を創るとか、非常にテクニカルで主として中央銀行が関係するような話であるが、アジアで共通のインフラを作っていくことにより債券市場を育てていくこと、第三の地域としてのアジアを今後一〇年、二〇年の見通しで創っていくことが非常に重要なことである。その中で共通通貨ができるとは思わないが、少なくとも円・ドル、あるいはドル・ユーロ、ユーロ・円などに大きく翻弄されないようなメカニズムを創っていくことが非常に重要である。

恐らくそれらに翻弄されないために、先ほどカーティス氏の言ったように中東や東ヨーロッパやアフリカはユーロとリンク、固定していく戦略をとると思う。また、アルゼンチンが言い始めているようにだが、アメリカ大陸にはある種のドル化 (Dollarization) あるいはカレンシーボード・システムができてくる。それに対する代わりとしてアジアに債券市場を創りつつ、アジア固有の金融システムを創り出していくことが今我々がやらなければならない中長期的な課題である。

短期的には、最初の話に戻るが、日本とヨーロッパの協調というのは非常に重要である。通貨の分野でも、あるいは経済の分野でも、安全保障の分野でも日本にとってアメリカの影響力というのは圧倒的に大きかったし、今も大きい。その一つの対局の関係としてヨーロッパとの関係を大事にすることは非常に重要なことである。

ささやかながら、円・ユーロで介入したのはそういう我々の意志の表れであり、G7等でもできる

---

だけ日本とヨーロッパで問題によつては共同戦線を張つてアメリカに対抗することが非常に重要であり、フラスベック氏と私もG7Dではそのようなことをだいで試みた。あまりすべて成功したとは言えないが、短期的にはユーロとの関係を非常に大事にしていくことが日本の戦略として非常に重要である。実際にもうヨーロッパには円・ユーロの非常に大きな市場ができてゐる。まだ東京での円・ユーロ市場というのは若干底が浅いが、ヨーロッパではそういう市場がしっかりとできてゐる。従つて、三の極を創つていく努力をする必要がある。

---



## 七、パネル・ディスカッション

行天：それでは、第一ラウンドの四人のパネリストによる最初のプレゼンテーションを終わり、次の約一時間ほどはパネリスト間での議論とする。お互いにプレゼンテーションを聞いた上で、質問なり、コメントなり、あるいは反論なりをして頂きたい。

まずきっかけとして、私が司会者の特権を乱用し、四人の方に一つずつ質問したい。その後で四人の方にそれぞれお話を頂きたい。

まずノワイエ氏には、欧州中央銀行の役割、つまりユーロ圏域内における物価の安定という責任について非常に明確な話を伺い、大変説得的であった。しかし、ユーロ圏域外の者から現在のユーロ圏を見ていると、一番気になるのはユーロ圏内部の物価安定というよりは、第一に新通貨ユーロの国際的な価値の安定の問題、第二にはユーロ圏内部の財政状況の収斂の問題、これはご承知の通り最近プロディ氏の発言でユーロが急落したことからも分かるように大変関心が高い。第三にはユーロ圏における依然として非常に高い失業率、この三つの問題は世界的に見てユーロ圏についての最大の懸念ではないか。そこで欧州中央銀行は、あるいはもうちょっと言葉を代えて欧州中央銀行による金融政策は、ユーロ圏全体の問題に対しどのような役割を果たしているのか、また果たそうとしているのかという点について伺いたい。

フランスベック氏の話もある意味で非常に新鮮な刺激を受けた。賃金の偏向と労働生産性の関係や、あるいは税金面での悪しき競争を避けねばならないという話や、いわゆる対称的ショック(symmetric shock)とか非対称的ショック(asymmetric shock)に対する対処方法など非常に知的な刺激を受ける話が多かった。ただ、結局そういう問題を解決するにはユーロ圏の経済情勢の収斂が鍵になる。しかし、正にこの収斂という問題こそが現在のユーロ圏にとつての最大の問題になっており、フランスベック氏にはユーロツパの収斂を実際に実現をしていくために、特にその中で一番大きな責任を持つていられると思われるドイツ政府の政策について、つい最近までその中で非常に責任のある地位におられた立場から、どのように見ているのかお話しいただきたい。

カーティス氏の話は、大変興味津々とする話が多かった。特に二〇一〇年を見通してユーロツパが世界を動かす大きな存在になるであろうという話は大変刺激的であった。私もユーロがユーロツパの将来にとつて非常に大きな触媒になり、それによってユーロツパの中で巨大な粘着力が生まれるであろうということに全く同感である。しかし、カーティス氏が二〇一〇年の段階で欧州二六カ国という言葉を使い、その中にはいずれもEUSや中近東、あるいは北アフリカなど現在EUに入っていない地域もユーロツパという一つの大家族の中でまとめていくだろうという話だが、もしユーロツパがそこまで外延を広げた場合には、ユーロツパの性格が今日とは全く変わってしまうだろう。榊原氏が先ほどアジアとユーロツパは違うということを話されたが、現状では確かにその通りである。しかし、ユーロツパがもしEUS、中近東、北アフリカまで含む大家族になった場合、ユーロツパはもはや水平分業が可能な地域ではなく現在のアジアと同様あるいはそれ以上に垂直的な分業が必要になる地域になってしまう。そうなると先ほど話していた収斂へのチャレンジが恐らく想像を絶する難しさにな

ってくるだろう。そういうことを見据えた上で、なおかつ二〇一〇年のユーロゾッパに非常に大きな期待を持っているのか伺いたい。また、カーティス氏が言っておられたドルについても、ユーロについても、円についてもこれから数年間は多くの動きがあるだろうということには全く同感である。

最後に、榊原氏の話で特に東アジアの地域で債券市場 (bond market) を発展させることが地域的な自助努力の育成、あるいは地域的な協力関係の促進の上で非常に役立つであろうということに全く同感である。現にこの東アジアの中でもシンガポールにしろ香港にしろシドニーにしろ、それぞれの国で自国の債券市場を含んだ資本市場を育成したいという希望は非常に強い。こういうアイデアは正にその意味では地域全体の願望に一致するものである。ただ、榊原氏も話していたが、具体的にどういう通貨のマーケットになるかという点はかなりデリケートな問題という気がする。それぞれの地域はやはりそれぞれ通貨を育てたいと思っており、ユーロドルやユーロユーロに代わってアジア域内の通貨がより多く使われるということはいいのだが、果たしてそれがユーロ円になるのかあるいはそれぞれシンガポール・ドルや香港ドルやオーストラリア・ドルといった地域の通貨になるのかは、微妙な問題であり難しい側面がある。ユーロゾッパを見ても北アメリカを見ても資本市場、債券市場を含めて成功する最大の要件は流動性であるため、やはり大きなマーケットにならなければならず、東アジアの場合どうしたら国際的に通用するような流動性を持った、かつ地域の特性を活かすマーケットができるかが非常に大きな課題になるのではないかと思う。

では、パネリストのどなたかからでも私の質問に答えていただきたい。他の人への質問でもいいし、コメントだけでも、あるいは他の人の意見に対する反論でも結構である。どなたか、ノワイエさん？

ノワイエ：ありがとう。行天さんの質問項目から始めてみたい。あなたが仰られた三つの大きな項目は、ユーロ圏の外側から観察している人々にとって大きな関心事項だと思うが、ユーロ圏の内側にいる一般市民にとっても極めて関心度の高い点である。最初の問題は為替相場の変化に関するもので、いわゆる対外価値である。誰もが留意しなければならないひとつのとても大ことな問題は、出発点として今年一月一日が選ばれたこと、もちろんこれはユーロが開始した日であるが、このことが全くの偶然ながら、全く間違った認識を与えているということである。もう少し遡ってみると分かることだが、九八年の最後の三か月か四か月の間に、ユーロを構成するいくつかの通貨は米ドルに対して急騰していた。さらに、一月一日の後に、ユーロは元の地位、すなわち、おおざっぱに言うところ九七年から九八年の大部分を通じて見られた欧州諸通貨と米ドルの交換レートの幅の中に戻ったが、これは多かれ少なかれファンダメンタルズを反映したものである。

もちろんこの動きが今後も続くなら心配である。なぜならこれはファンダメンタルズに沿ったものではないからである。しかし、このこと自体、この動きが通常のものであると考えられる理由がある程度説明している。ユーロの初めの六ヶ月間に何が起きたかを理解するためには、このことを頭に入れておかねばならない。こういえば、ユーロが弱い通貨である証拠と考えることはできないだろう。もちろん、為替レートは金融政策決定において重要な要素である。なぜなら、それは価格の変化と通貨の信頼性というどちらも欧州中央銀行が全面的に管理しているものに影響を与えるからである。従って、我々は為替レートの変化を常に監視しているし、弱いユーロには興味がないということをはっきり表明してきている。我々はしっかりと安定した通貨を望んでいる。もうひとつ覚えておいてい

ただきたいことは、我々は物価の安定を重視しているので、購買力を完全に維持するために、短期、中期、及び長期の通貨を供給していることである。通貨の購買力を維持すれば、結局は強い通貨を手にするようになる。そうなるより他はない。なぜなら我々は価値のあるものを与えられているからである。このように、私はユーロが国際的な分野で強い通貨になるということに絶対的な自信を持っている。

あなたの二番目の質問は財政状況の収斂についてであった。もちろんこの収斂は既にかんりの程度で実現している。ご承知のとおり、これは通貨同盟参加の基本的基準のひとつであり、全ての参加国はこれを満たさなければならぬ。しかし、通貨同盟が開始してから、各国政府は引き続きこれまでと同じ財政戦略に財政を収斂させることを約束している。いわゆる安定と成長に関する協定である。もちろん同じ国の中でも地域によって差があるように、また、国同士の間でもたまたま景気循環のタイミングが異なることを反映して、いくらか違いはある。しかし、戦略的な最終目標は同じであり、それは中期的に財政を均衡に近いものあるいは黒字にすることである。ここに、三年間の力強い景気拡大により、いくつかの国では既にこれを達成している。成長率はその期間低かった国々でも、これを達成しなくてはならない。我々はいつもこの目標を再確認しなければならない。なぜなら、国によつては、たとえ既に多大な努力が払われたとしても、さらなる進展がなければならぬからである。

失業率については、高い失業率は全く受け入れられないものであり、我々の経済の抱える主要な問題であることについては異論はないと思う。しかし、私が先ほど申し上げたような認識は、OECDやIMFといった機関や多くの民間機関も同じ意見だが、欧州の失業は概して構造的な性格を持って

いるということである。したがって、もしマクロ経済政策が高水準の失業の理由ではなく、もしその多くが構造的なものであるのであれば、金融政策の責めに帰すべきでない問題を金融政策が解決できる方法はない。この点は我々がずっと主張したり警告し続けていることである。いまや、それは中央銀行の仕事ではなく、各国政府の仕事なのだ。私が強調したいのは、長期にわたる伝統ゆえ、この問題の解決が欧州においては他の地域よりも難しいとしても、通貨同盟の創設は解決のための絶好の機会であるという点である。さらに強調しておきたいのは、国によって硬直性の度合いが異なるために、欧州委員会は個々の国に対して具体的な提案をするという多大な進歩を遂げたということである。時には著しい変化がもたらされることもあったが、結果が出るまでに時間がかかるということだけの単純な理由で、誤解を受けたり十分に評価されないこともあった。しかし、多くのことが達成されたし、私は、さらに多くのことが達成されるものと信じている。欧州各国政府はその方向を続けて行くであろうし、その結果はそれなりの時間がたてば現れるということを私は強く確信している。時間はかかるだろうが、効果は必ず現れるだろう。

行天：ありがとうございます、ノワイエさん。この点に関して他のパネリストへの意見はありますか。

ノワイエ：フランスベック氏の発言に対して若干コメントしたい。通貨同盟の創設に伴って、欧州が世界の中で世界経済を強化しアジアの回復を支援するのに役立つ地域のひとつになるとの見方には全く同感である。おそらく欧州における景気の減速は欧州諸国にとってある程度失望させるものであった。しかし、数字や実際の変化を見ると、相当興味深いものがある。例えば、いわゆるアジアの虎と呼ばれる四ヶ国か五ヶ国についてこれらの国々からアジア以外への輸出の変化を見てみると、昨年の欧州

への輸出の伸びは米国への輸出の伸びと同じであった。米国経済は欧州経済より急速に成長していることを考えると、欧州は世界に対してかなり開放されているということが分かり非常におもしろいと思う。景気が減速しているときですら、景気後退期から今や回復に転じているアジア経済に対して何がしかの支援を供給しているのである。このことはよく心得ておくべきだ。

行天：ありがとう。ではフラスベックさん？

フラスベック：ありがとう、行天さん。同席しているそれぞれの方にコメントしたい。みなさんは私が簡単に触れたに過ぎないが重要な問題を話題にしておられる。欧州の経済通貨同盟における真の収斂の問題について、さらに細かいところまで詳しく述べる機会を与えてくださり感謝したい。欧州統合の過程における現在の段階において真の収斂は本当に最も重要なポイントである。私はドイツ人なので、ドイツの政治・通貨統合を経験したが、その私の目からすると、現在の局面において重大なポイントとは真の収斂であることは明らかである。なぜなら、通貨同盟は欧州における通貨の収斂を達成することを意味するからだ。残された問題はただひとつ、つまり、真の収斂という問題である。

私は前の発言の中で、通貨同盟は参加者全てがゲームのルールをしっかりと守った場合にのみ適切に機能しうるのだと申し上げた。ゲームのルールは簡単だ。みんなが収入に合わせて生活をするのである。収入を超えた生活も収入以下の生活もしないことである。このことが理解されれば、欧州は真の収斂の問題を解決できると私は思う。ごく簡単に分かりやすい例を挙げてみたい。例えば、欧州の中でも賃金と生活水準が低い国としてポルトガルを例にとり、ポルトガルの生産性上昇率が年五パー

セントだとする。このかなり高い水準は低い賃金に起因するものであり、これが資本の流入を誘う。一方、豊かな国々のひとつとしてドイツを例にとってみよう。ドイツの生産性上昇率が二パーセントしかなかったとする。この場合に私が言うところのゲームのルールは、ポルトガルの名目賃金は六パーセント上昇する（欧州中央銀行の物価上昇率目標である一パーセントを生産性上昇率に加えた）というものである。ドイツの名目賃金は結果として年三パーセント増加するだろう。そうすれば、両国間の競争上の地位は均衡を維持する。両国の企業は依然として競争を続けるだろう。企業によっては市場シェアを拡大するものもあれば、失うものもある。しかしこれは「平均を超えて」生じるものである。平均すれば均衡しているのであり、同時に真の収斂が実現している。ポルトガルの実質賃金は五パーセントずつ上昇し、ドイツの実質賃金は二パーセントずつ上昇する。こうして、ポルトガルが貧乏な国であるうちは、真の収斂が得られるのである。

これが示唆することは、そしてこれが我々が欧州において学んだ教訓であり、ドイツの経験から学ぶことができる教訓のだが、欧州のどの国も、依存できるのは自らの収入だけだということだ。誰も他人が自分の問題を解決する手助けをしてくれることを期待できないし期待すべきではない。つまり、誰も「兄貴」を頼りにして、ある国から他の国へ実質所得を移転することに基礎を置いた問題解決を図ることはできないのである。移転はドイツにとって依然として非常に大きな問題だ。欧州にとっては、巨額の移転が行われることは壊滅的な結果をもたらすだろう。これは欧州一五カ国にとつて当てはまるし、それ以外の国を入れた場合、どの国を含めるかによって二一カ国としたり二五カ国とすることもあるが、どの国を含めようと、そのことはなおさら当てはまる。国が多くなればなるほど、生活水準の分散の幅は大きくなり、貿易不均衡の解決策としての移転の有効性は低下する。今年



三月にベルリンで行われた財政に関する交渉において財政的な結束が欠如していたことが明らかに認識できる。欧州は巨額の所得の再配分を達成することは決してない。政治的にも経済的にも、移転は何の解決にもならない。この政治的袋小路から抜け出す方法は、比較的貧しい国々がより速いスピードで成長することである。生産性上昇率を高めることによって、そうした国々は貿易の流れを混乱させることなく長期間のうちには追い付くことができる。我々は我々の財市場を開放し、彼らは我々の資本市場にアクセスする。これが各国においてより生産的な投資が行われるための大きな機会をもたらすのである。したがって、真の収斂は通貨の収斂があってもなくても可能であると、私は考える。しかし、真の収斂は、一義的には欧州全体の問題ではなく、個々の国のレベルで答えを見出すべき問題である。

榊原英資氏の発言に対して私がコメントしたい点は、欧州統合の過程に関する私の一般的な発言に密接に関係している。つまり、今日の世界経済にとって主要な問題の一つ、アジアにとって代替的な通貨システムはあるのか、という問題である。今ここで考えてみると、我々はそうした幻想に捕われたことが非常に多かったと思う。我々は、参加国の金融の状態がどのようなものであっても、財・資本市場を開放できると信じている。我々が市場を開放「できる」のは、金融の状態に大きな差があっても、貿易と資本の流れを円滑に調整することができる為替レートが存在すると強く信じているからである。エコノミストは、残りの問題を全て解決するはずの柔軟な為替レートシステムを「創造」した。しかし、考えていただきたい。金融が収斂していないまま、したがって、欧州通貨システムと比肩するような適切な為替レート・システムを築き上げる機会がないまま、アジアにおいてさらに市場を開放するとどうなるか。そうした場合にはきっとこれまでよりもっと大きな危機が生まれると思

う。「柔軟性に任せろ。」という経済理論が用意した単純な解決策は当てはまらないのだ。欧州やアジアの小さな開放経済の国においてはそれが解決策にならないことが、かなりの頻度で見られた。市場が決定した為替レートに伴う柔軟性が解決策にならないとしたら、アジア全体で他の解決策を一生懸命考えなければいけない。とりあえずどんな種類の解決策が考えられるか。機能することが明らかになっているいくつかのモデルがあると思う。各国の通貨を単にドルに連動させるだけなら、絶対に排除すべきである。それはあまりに単純なモデルであり、誰もが永久に続けられないことを知っている。欧州で試したことがあるものに似ており、アジアでも使えるかもしれない通貨制度がある。それは、クローリング・ペッグの変形、あるいは「調整可能な固定相場制」だ。これらはどんな通貨危機も防げるというわけではないが、アジアに何のシステムもないよりは、通貨危機の再来を抑制するためには役立つと思う。この点において、欧州の経験は重要であり、アジアと欧州の間でのより密接な協力が必要であることは明らかだ。なぜなら、欧州は米国よりもこの分野においてより豊富な経験を持っているからだ。

欧州の経験が示したことは、モデルが違ってても、通貨システムが違ってても、同じゴールに到達できる、つまり金融の収斂を達成できるということである。そして、最低限の分析でも明らかだが、真に開放市場を獲得するためには金融の収斂が必要だということだ。なぜなら金融の収斂がない開放市場は、為替レートの大規模な変動と通貨危機によって常に混乱させられ、したがって、通貨同盟又は絶対的な固定相場制に比べて真に開放されないからである。

カーティス氏の発言については、中期的にはユーロは明らかに強い通貨であろうということを強調

したいと思う。これはユーロの対内的な価値についてのみ当てはまるのではない。カーティス氏は、ユーロの国内における安定は遅かれ早かれ対外的な価値の安定につながるということを強調した点で明らかに正しいと思う。この点については疑う余地はない。ただし、我々がこれまで経験し、今も存在する唯一の問題は、ファンダメンタルズは別の方向を向いているにもかかわらず、市場はある通貨を特定の方向に押ししていく傾向があるということだ。そして、ファンダメンタルズは、ここでも私はカーティス氏の発言に全く賛成なのだが、ユーロにとって好ましい状態にある。經常収支について欧州と米国の大きな不均衡を取り上げてみよう。ファンダメンタルズは明らかにユーロの値上がり有利である。しかし、金利差やその他の「雑音」のために、市場はオーバーシュートする傾向があり、このために初めのうちは不均衡が拡大することがある。そして、しばらくすると市場の爆発的な方向転換によって修正を受けるのである。

最後にノワイエ氏のスピーチについてコメントしたい。彼の発言のほとんど全ての点について賛成だが、欧州の「病气」についての彼の分析のひとつの側面については、全く同意できない。それは「構造的な失業」の問題に関するものである。この場において学問的な話して脱線したくはないが、構造的失業の問題はかなり複雑なものであり、その言葉を使用する場合には注意する必要がある。しかし、どのような失業の「構造的な」側面の定義を好むにせよ、ひとつのことが絶対に明らかにされなければならない。「構造的失業」と戦うためにできることが何であるかと、力強い成長と活発な投資という環境がなければ成功しないのである。すばらしい構造改革を成し遂げて実際に失業の減少に成功した国を見てほしい。彼らはみな、構造改革の方策に加えて、かなり高い成長率を有していた。高成長が必要不可欠な条件なのだ。高成長を生み出すことができれば、その他の構造改革の方策として何が必

要かを議論することが可能になる。欧州においてもこの種類の構造改革が必要だという議論に私は反対しない。しかし、もっと高い成長率が実現しない限り、マクロ経済学的な努力の全ては無駄になってしまう。九〇年代における欧州と米国の成長率の実績を比べると、欧州の成績は極めて悪かった。アジア危機の後に我々が直面する新しい衝撃に対して戦うことができなければ、我々はさらに立ち遅れることになるだろう。

行天：ありがとうございます。ノワイエさん、フラスベックさんの言ったことに対して反論はありますか。

ノワイエ：どの問題を重要なものとして取扱うかは、その人のウエイトのつけ方によるということには全く同感である。私が言いたかったのは、成長率が相当高かったとしても、構造的な環境を変えなければ、失業の問題を本当に解決したことにはならないくらい少ない人数の雇用しか創出できないだろうということだ。もちろん、成長率が高ければ構造改革は実施しやすくなる。しかし、構造的な施策により、事業を始めたり拡大することが促進されるかもしれないし、開店時間が延長されたり、同じ事業で雇用を生み出すことができるようになるかもしれない。そのような私の言ったことが、成長の潜在力を生み出し、成長率を潜在的成長力に近づけ、そして所与の成長率の下でより多くの雇用をもたらすのだ。しかし、これらは経済成長が順調な場合にはよりよく働くということには全く賛成だ。したがって、私はフラスベック氏の意見に同意する。

行天：それでは貴方も賛成された訳ですね。それでは次にカーティス氏にお話を伺いたい。

カーティス：行天さん、有難う。私はノワイエ氏に賣方がされた質問を少しフォローし、その後賣方が私にされた質問にお答えしたいと思う。

ノワイエさん、貴方は講演の中で、ECBの政策方針は物価の上昇率を2%以下におさめることだとおっしゃった。貴方は低すぎる物価の水準もあるという意見に賛成されるか。そしてその為に、私達はそれ以下に物価が下がらない様な下限を設定しなくてはいけないとお考えにならないか。

ノワイエ：私たちはある非常に単純な理由によってその明確な数字を出していない。それは所謂「統計誤差 (measurement bias)」についての非常に複雑な議論に発展する可能性がある為である。主に米国ではそれについて実に多くのことが書かれているが、しかし、多くの国では統計誤差が何であるか誰も分かっていない。私たちはヨーロッパにおいてはそれが比較的小さいと確信している。それは私たちが他の人々より賢いからではなく、私たちの統一消費者物価指数 (HICP) がとても新しいものだからだ。私達は他の人達に指摘されたバイアスの難しさに取り組もうと努力してきたが、私達の考えでは、それは非常に小さいものである。しかし、その値は小さいとは言え存在する。それでも私達がそれは0から2%の間だと言ったならば、「統計誤差」というのはゼロポイントいくつという値でなくてはならない。」と、すぐに発言する人がいると思う。そのため、そのような議論を避ける目的で、私達は2%以下の上昇と言った訳である。上昇と言ったのは、物価の永続的な下落は物価の安定と当然矛盾してしまうからである。デフレとインフレはともに私達にとって避けたいと思う二つの害悪であり、私達がそのような事態になりそうになった場合は直ぐ対処する方針だと言ったのはそのためである。しかし、私は統計誤差の見積もりを示すことは避けたいと思う。

行天：ノワイエさん、日銀に居る私達の友人は、貴方に賛成すると思う。

カーティス：統計誤差は両方向に存在するので、目標とする物価の上限を決めたならば、それ以下となった場合にはECBが通貨の再膨張を行うという下限を設定することも必要だという意見もあると思う。

行天さんは欧州連合に更に一〇から十二の国を加えるという欧州の約束についてお尋ねになった。「それは難しいから私達は続けられない。」と言う人もいると思う。誤解を招くような言い方かもしれないが、私は広い意味でヨーロッパにとって一番簡単な部分は済んだと思っている。ある意味では難しいことはこれから始まるのである。

過去二〇、三〇年間の出来ことについて考えてみると、この新生ヨーロッパの中心はフランスとドイツの間の非常に注目すべきバランスに基づいていた。しかし、そのバランスは、この間に一つの地域から別の地域への非常に巨額の資金移動を引き起こした。共通の農業政策に予算の非常に大きな部分を使っていること、そして地域開発政策が残りの予算の大きな部分を占めているということを我々は皆知っている。これらの政策が今の形のままでは将来通用しないと断言することは、非常に明白である。事実、フラスベック氏が先程非常に外交的におっしゃったように、議論は既に始まっているのである。

数週間前には、その議論が困難と緊張を伴っていたことは皆知っている。困難はあるかもしれない

が、これらの政策がもう維持できないのであれば、その議論を避けることはできない。欧州連合が大きくなるにつれてこの議論は益々激しくなり、二〇力国、そして最終的には二五 二六力国から成る欧州の新しい、安定した維持し得る予算への移行について話し合っていくには、非常に優れた政治的手腕とリーダーシップを必要とするだろう。

これらの二五前後の国が全て、最初からユーロに参加する必要はない。ユーロに参加できる条件は勿論とても厳しく、その水準は高い。しかしこれらの国が欧州連合の正式で同等の参加者として認められ、共通の市場を得ることになれば、コストの安いこれらの国は他のヨーロッパよりもっと高い成長率を中長期的に達成することになるだろう。具体的に言えば、これが今日アイルランドとポルトガルで実際に起こっていることである。時が経つにつれてもっと広く統合が進み、これらの新しいメンバーは、大多数の人が思っているより早くユーロに参加する条件を満たすことになるだろう。

新しいメンバーの多くは中央ヨーロッパに偏っているので、これらの進展はヨーロッパ内の政治力のバランスを変えることになるだろう。結果的には過去数十年間ドイツ・フランスにあった力の重心をもっと中央ヨーロッパ寄りに移すことになるだろう。この力の移行は特にフランスにとって非常に複雑な政治的問題をもたらすだろう。

私の二つ目のコメントというのは、ユーロが既に私達が見過ごしてはならないある力を市場に解き放ったという点である。実質的には、今までの政治家達が出来ないうでいた、若しくはやるうとしなかったヨーロッパという会社の再建を、市場自体が果たすことになるだろう。結果として言うことは、

政治家が最後になるといふことである。その意味でヨーロッパは日本に似ている。

この流れと同時に、この過渡期を通過するに当たって、社会的政策の果たす役割を私達が理解することがとても重要である。過中に居る人々は改革により脅かされていると感じたらそれに抵抗し、そのために手の届く寸前の可能性でもその実現をより困難にしようかも知れない。そのため過渡期の間、支えを必要とする人々を助けるために、社会的政策を使う必要がある。

行天さんの三番目の質問はG3の通貨についてである。ここで物事をはつきりさせよう。今日の世界経済の特徴は何か。私達が取り引きする殆ど全ての物は過剰気味である。新興国の市場だけでなく、世界的に見ても私達は非常に高い負債を抱えている。構造的に成長率は低下している。もし、ある企業が過剰設備と多額の負債を抱え、売り上げが伸び悩んでいるとしたら、貴方はその企業に投資しないだろう。正にそれが今日の世界経済の姿である。

これらの流れは昨年の秋アジアと新興国市場の危機に始まった。世界的な信用収縮が起こり、金融機関は大きな危機に瀕した。世界経済の中で言わば金融血栓症が起こり、その制度は機能を停止しかかった。

もし貴方が血栓症にかかってしまったら、医者は血液を薄める薬を処方するだろう。その薬は血液の流動性を高め、もつと流れを良くして血圧を低くする。医者は時を経ては、血の固まりは小さくなって繊維化し、新しい組織がそれを覆い、血が再び自由に流れることを期待する。しかし、当然のこ



とながら、血液を薄める薬を長く取り過ぎたりその薬が強すぎると、脳の毛細血管から出血が起こりそれが命取りになりかねない。

敢えて言うならば、経済界の医者は、非常に強い経済面での薬を投与した。昨年末以来、OECD諸国で一三二回の金利引き下げがあり、先週一回の引き上げがあった。同時に新興国経済では、急激な金利引き下げを行ってきた。この広範囲での金融緩和は世界の金融システムを大いに流動的にし、その流動性資金が金融市場に流れ込むことで、血圧は下がってきた。

現在の問題は、この流動性が金融市場から実態経済へと流れ始めたことだ。特に今年第一四半期には世界経済成長率の六二%を占め、世界経済にとって鍵となるアメリカで、この問題が顕著である。不動産価格は急騰している。マイナスの貯蓄率にも拘らず、消費者はまるで明日がないかのようにお金を使っている。米労働市場は、益々きつくなつて来ている。これらが鈍化しなければ、遅かれ早かれ物価そしてひいては金利に真の問題がおこってくるであろう。

米国の中央銀行である米連銀は、消費者心理と期待を壊すことなく抑制していくという、金融政策の中で最も微妙で難しい政策を採っている。もし消費者心理が崩壊し、米国が急速かつ急激に落ち込んだら、そしてもし日本とヨーロッパの経済が依然として低迷を続けているとすれば、発展途上の国々はあまり輸出に頼れず銀行にお金を返済出来なくなってしまうだろう。もしそのようなことが起きてしまうと、私達が昨年の秋に経験したような危機に陥ってしまうだろう。

私は、また、榊原さんに彼が東京から中国のことをどのように見ているか尋ねたいと思っている。良きにつけ悪しきにつけ、中国は自国通貨を米ドルに連動させることを言明し、実行している。米ドルはユーロに対し値上がりしており、円に対しても値上がりを期待している日本人もいるようだが、それは結果的には人民元も同時に上げてしまうことになる。弱いユーロと日本の円を弱めようとする努力は、既に多くの負債を抱えている銀行と公営企業の故にデフレの悪循環の中にある中国が、より強い通貨を通じて更にデフレを輸入するという結果を招くことになる。中国の政府債務も急速に増えているし、私達が知っているように彼等の税制は未だ旧態依然のままである。

二つ目の点は、今年の始めWTO（世界貿易機構）に関して米国が中国との合意を達成する時に生じた困難に加え、中国国内の改革過程における困難とバルカン半島での出来事の結果、中国の改革の流れが弱まってしまったということである。それで私は、中国の主要な一 三の輸出先の通貨に対して人民元を更に強くするのに今が適した時期なのかお伺いしたい。このような政策を通じ、又、より広範囲な地域的政策協調がないことにより、我々は中国が直面する問題を大きくし、結果として地域のリスクを非常に増大させることになるのではないだろうか。

行天：有難う。最後に榊原さんにコメントをお願いしたい。

榊原：まずカーティスさんの中国についての質問について。私は政治的に不適切とされる意見を述べることで有名であるが、今日は日本の首相が中国を訪問する前日に当たるので、私は中国についての批判的なコメントを言うことは避けたいと思う。私は後二日ほど財務官でいなければならないので。

ノワイエさんとフランスベックさんの議論について面白いと思つたのは、フランス人であるノワイエさんが、伝統的なドイツ連銀的な立場に立ってドイツ内の批判に対して中央銀行の立場を弁明していたことである。私は数ヶ月前ドゥイセンベルグ総裁に会つた日のことを思い出す。それは彼が、ECOFIN会議（EU蔵相理事会）に出席する前の日だった。総裁はそれが一一対一の対決だと言つたのだが、しかしそこにノワイエさんが居て、彼はそれを一一対二に訂正した。それで彼はラ・フォンテーヌ氏に責められるだろうが、それが彼の言つた感想だった。あなた方はお二人ともそのシナリオを非常に外交的に演じたが、私は次のような質問が重要だと思つた。つまり、ECBはこれから物価の安定に執着する伝統的なドイツ連銀の立場を持続して、フランスベックさんの言つた対称的シヨック、需要シヨックや供給シヨック等を吸収することに関心を持つ気はないのか。又は、ECBは為替相場に関する政策を幾らかでも持つているのか。これらがノワイエさんに伺いたい二点である。

そして二番目に、カーティスさんのご意見について。勿論、市場主導の企業の再編は多分多数多く行われるだろうし、また実際に行われており、かつそのペースは非常に速い。貴方もそれを指摘されたが、一つ心配なのはヨーロッパが少なくとも過去三、四年の間に非常に社会民主主義的になつてきたという点である。そのためこの様な積極的な企業の再編については、労働組合や中産階級などからはかなり強い抵抗があるだろう。貴方は、この積極的な企業の再編とそれに対する労働組合からの抵抗の両立性について、どう考えられるか。

行天：有難う。では最後に皆さんの意見を述べるチャンスだが、有志の方は？ ノワイエさん？

ノワイエ：私は今まで申し上げたことに付け足すだけなので、比較的短くしたい。もし中期的なマクロ経済政策の基礎がしっかりしていれば、物価の上昇と経済の成長は同じ方向に進むと思う。即ち、外部からのショックや対称的ショックがあれば、それは勿論経済成長に影響を及ぼすが、それと同時に物価の動向にも影響を与える。そのため、例えば私達がデフレ・スパイラルの危険に対抗する措置を採った時は、それは物価を安定させるだけではない。ここで強調しておきたいが、私達にとって物価の安定というのは可能な限り低い価格ということでもないのだ。我々の採る措置は、中期的に経済がデフレとインフレの両方のスパイラルを起こさない様にし、その結果、経済の発展と失業と戦う為に可能な限り調和のとれた環境を確保するためのものである。だからこそ私達は、両方向に効果が出るように行動しなくてはならない。そして、経済の過熱を招く外部からのショックについても同じことが言える。勿論ファンダメンタルズ以外の理由によりインフレの力が大きくなった場合は、別の方法で対処しなくてはならない。それは例えば、フラスベック氏が言ったように、賃金上昇が生産性向上に見合わず、経済の状態に関わりなくインフレの圧力が大きくなってくる危険がある時には、中央銀行は行動を起こさなければならぬ。しかし通常対称的ショックの場合、矛盾はない。

為替相場についてはあまり議論したくない。私達はあまりに頻繁に為替相場について聞かれる。私達がこれらを注意深く見守っていることは前にもはっきりと言ったつもりである。為替相場は私達の金融政策の重要な指標であり、私達がそれに注意を払っていることは証明されている。再度申し上げるが、私達は弱いユーロには興味を持っていない。私達が目標とするのは、短期、中期、長期の全てにおいてしっかりと安定したユーロである。

行天：有難う。フラスベックさん、貴方の最後のコメントをお願いしたい。

フラスベック：最後の意見だが、金融政策の効果についての出された質問は最も重要なもので、それは価格と数量の問題だ。価格が「完全に柔軟な」教科書通りの世界に住んでいるのでなければ、金融政策が価格と数量に及ぼす影響を分別することはできない。しかしそのような世界は存在しないし、存在してはならないと私は考える。数量に大きな変化のない世界というのはより貧しい世界なので、私達はそのような世界が存在しないことを幸福だと思わなければならない。これらの変化こそ本当の成長と言われるものだから、私達は数量の大きな変化を好むのである。私達が成長、発展と構造的な変化を望む限り、価格と数量を切り離すことはできない。そしてこういう場合、金融政策が数量と価格に作用していくのは自然の流れである。

この点についてのヨーロッパでの議論というのは、少し時代遅れだと感じるのがまあある。ある例を使ってそれを表わしてみよう。ヨーロッパの経済学者達に、「経済運営のために、金融政策の微調整をしたらどうか」と、質問したとしたり、「微調整なんて駄目だ。それは時代遅れだ。微調整は七〇年代ぐらい迄の手法だ。」と、皆言うだろう。しかし、先程カーティスさんも言われたが、米国で九〇年代に連銀がしていたことを見て欲しい。それは金融政策において考え得る、微調整の最も良い例である。毎週そして毎月の持続的な微調整は、今だかつてない好景気を九〇年代の米国にもたらした主な要素だった。これこそヨーロッパが学ばなければならない大事なレッスンだと私は思う。ミクロ経済調整がマクロ経済運営によって補われなければならないということ、ヨーロッパとECBが学んだ時に初めて、私達はアメリカ人に追いつくチャンスを得るだろう。

## 八、質疑応答

行天：それでは、これで第二のパネリストのディスカッションを終らせることとし、あと二〇分が二分五秒くらいしか残っていないが、会場の方からのご質問やご意見をお受けしたい。

質問者：まず、カーティス氏に質問したい。私は、二週間ほど前ケルンサミットに行ってきた。そこでこのユーロに対する欧州国民の非常に微妙な気持ちのゆれのようなものを感じたので、そのことについて伺いたい。先ほどカーティス氏が少し言及されたが、欧州議会の選挙の結果トニー・ブレア英首相に対するかなり厳しい答えが出た。シュレーダー独首相に対してもそういう面があったと思う。実はその後ブレア首相がユーロ加盟に対するこれまでの積極的な姿勢を一八〇度転換したという訳ではないが、かなり冷たい言い方をしている。つまりそれは国民の声がどのようにに彼の耳には聞こえたためだろうと私は思うが、英国の加盟はどうなるのか？

次に、フラスベック氏への質問であるが、実はサミットで小渕首相がシュレーダー首相に「ユーロは如何ですか」という質問をしている。これに対してシュレーダー首相は、「四千万人の人が支持しているからいいのだ。」と答えている。どうして四千万人という数字が出たのか、通訳が四億人と間違えたのかとも思うが、いずれにしても国民が支持していると答えている。ところがいろいろ聞いてみると必ずしもそうでもなさそうで、つまりユーロは欧州の様々な市民レベル、国民のレベルで言うところ多量いろいろな細波を立てる、或いはそれがどうもうねりみたいな感じもする。つまり、中道政治に対

するうねりが関係あるのかどうかということをお伺いしたい。

フラスベック：私が質問を正しく理解しているならば、ヨーロッパにはまだユーロに対する支持はあると思うが、ヨーロッパの人々が何に優先順位を置いているかということを考慮に入れなければならぬ。彼らにとつてユーロの順位というのは一〇位か一五位かもしれない。人々にとつて一番切実な問題は失業であることは間違いない。人々は仕事を必要としている。ユーロを導入する前にはユーロが雇用を創出するというような約束もあちらこちらでされていた。しかし通貨が雇用を創出するということはない。そこが問題である。通貨が出来る事というのは雇用を創出する条件を整える政策の骨組みになり得るということである。それは単に通貨が雇用を創出すると言うより少し複雑な過程である。このような約束は危険なものであり、実際危険なものであったと私は思っている。しかし一般の人々はユーロの成果をこの約束を基準として計るので、三年後彼らが実際にユーロのお札や硬貨を手にした時、「私達がやってきたことの結果は何か」と、聞くだろう。

ご承知の通り、今までのところユーロは具体的な形をとつて存在していない。それは銀行家達の頭の中にある概念に過ぎず、地についたものではない。そしてそれが現実のものになった時、私達はユーロが支持されているかどうか分かるだろう。

しかし、私は欧州選挙でのブレア/シュレーダー両首相の結果でもっと重要な事実が浮き彫りになったと思つている。興味深いことにヨーロッパ全体に社会民主主義の政府がある。殆どの国、一か二三の国で社会民主党が政権を握つている。これは何故だろうか。これは人々が社会民主主義は九〇

年代の初めから我々の上に覆い被さってきているグローバリゼーションから守ってくれるかもしれないと期待しているからだと思う。誰もがグローバリゼーションについて話しているしそれは大きな脅威になっている。それは発展途上国にとっても工業国にとっても脅威である。グローバリゼーションについては誰も理性的でも論理的でもなく、皆否定的なことばかり話している。一般の人にとってはそのようなものだと思ふ。彼らが社会民主党から望むのはこのグローバリゼーションの脅威からの何らかの助けや保護だと私は思ふ。そして彼らにそれが出来なかつた時　つい最近ドイツで発表されたブレアノシュレーダー白書はその例だが　社会民主党さえ、「私達はあなたがたを助けることは出来ない。あなたがたは自分でその挑戦に応じなければならぬ。」と、言うだろう。そうなる、人々は不満に思ひ、もう社会民主党に投票しなくなるだろう。私は欧州選挙の結果を見る時、このことがユーロの問題よりもっと重要だと思ふ。

行天：有難う。カーティスさん、あなたへの質問は英国のユーロへの参加だと思ふが。

カーティス：ある意味では英国の反対派が、英国のユーロへの参加を先の選挙で争点の中心にし、ユーロに関わる問題において欧州選挙を国民投票にした。政府は自信過剰だったのかもしれないが、バルカン半島での紛争に気を取られていて、不意を突かれてしまった。もし私が素人の政治的な心理学が出来るならば、ブレア氏は多分自分のことを首相として三回の任期を務める機会と意志と願望を持っている人間だと見ていると思ふ。そのため、彼は次の選挙で、首相に再選されたとして、その後二〇〇二年か二〇〇三年に行われるユーロに関する国民投票では簡単に承認を得ることが出来ないということを納得しなければならない。また議論を終わらせるためには五八から六〇%の票をかちとるこ



とが必要だと思う。もし彼にそれが出来る自信がないならば国民投票を行う危険は避けるだろうし、英国は国民投票の承認なしではユーロに参加できないだろう。

ユーロには発足当時、欧州経済の周期的な落ち込みの中で、初期的な問題があった。これらの問題は英国とヨーロッパの間の溝を深くし、実績にもっと大きな差をつけてしまった。ブレア首相と彼の政府は一般の国民にユーロを売り込むためには大変な努力をしなければならぬ。もしユーロに加わった国々がそれぞれの改革を進めることが出来れば、その努力はそれ程困難を要するものではなくなるだろう。

社会民主主義政府がある一方で、欧州経済圏の硬直した状況に対し市場に導かれた解決法で挑もうとしているという一見矛盾した点については先程指摘されたし、榊原さんからもご質問があったが、実際には私はこれが矛盾だと思っていない。事実これが九〇年代にアメリカが成功した理由のひとつである。クリントンは中道だが、政治的には左派に偏っており、社会主義的政策を実行に移そうと努力してきた。それによりこれらの改革の犠牲になる恐れのある人達を犠牲にせず、彼らが経済改革に反対しないように雇用機会を与えようと努力した。これこそヨーロッパで社会民主主義の政府が計画しなければならぬ役割だと思う。

榊原さんへの中国についての質問はかわされてしまったが、榊原さんが現職におられる間は日本の首相はもう米国を訪問しないと思う。なので米国について一つ質問したい。あなたはコメントの中でアジアは他国に対し中期資本のネット輸出をする地域だとおっしゃった。そしてその輸入先であるい

くつかの国が経済的に繁栄している理由の一つはアジアからの資金のためだとおっしゃった。私もその通りだと思う。あなたはアジア地域のお金はアジアの中で使うよう提案されたがそれは実際のようにするのか。アジアが米国に資金を輸出せずに自分達の地域でそれを使うとそれは米国や世界経済にとってどのような意味があるのだろうか。米国の金利への影響はどうか。太平洋を挟んだ国々の間の政治への影響、アジアにおける防衛政策の調整への影響はどうか。これらの問題は非常に重要且つ肝要な問題である。

神原：アジア地域内に発展力のある債券市場を開発するという私の提案は中長期的な案だ。そのために私たちは世界の金融市場に大きな混乱を起こさないような方法を考え出さなければならぬ。あなたが指摘されたように米国の輸入資本は毎年増え続け、未払いの債務は一兆五千億ドルにも達しており、これは勿論持続持続できない状態である。そのため、米国側の方でも何らかの調整を行わなくてはならない。しかし、その移行は、円滑に問題なく行われなければならない。私は円滑な移行への筋書きを描く事は出来ないが、この問題はここ二・三年の間に我々が直面するチャレンジである。(あなたへの質問には答えていないかもしれないが…)

質問者：ノワイエ氏にお聞きしたい。ユーロの登場以来ヨーロッパの金融市場の発展、統合の動きには目覚ましいものがあるように思う。新しいオーバーナイト・ユーロの市場もでき、また、ユーロ国債のマーケットもドイツとフランスの間でベンチマークをめぐる争いがあつたと伝えられている。こうした金融資本市場の統合の中で各国市場の役割はどうなっていくのかということに関心がある。昔ユーロができる前には、ユーロ参加国一ヶ国の一の市場が共に栄えていくというのはなかなか難し

く、統合がおこるのではないかと思われていた。現に証券取引所や証券の決済或いは金融先物、そうしたところではかなりの提携、統合の動きがあるようだが、ヨーロッパ各国中央銀行、ECBは、金融政策の実際のオペレーションを各国市場で行っているので現在は各国市場はそれなりの役割を果たしていると思う。しかし、将来、仮に英国が加盟しロンドン市場が参入すると本当に一二も金融政策のオペレーションの市場として共存していけるのであるうか、何らかの統合がおこって大きないくつかの市場に絞られていくのではないかと思うのだが、その辺についてのお考えを伺いたい。

ノワイエ：私は固定金利収入の市場は本当の意味での統合の過程にあると思う。事実顧客と投資家にとっては殆ど統合された市場となっている。あなたはベンチマークについての問題を指摘されたが、基準となる債券の発行によって生じた先物取り引きの混乱から起きた一〇年物を除けば、イールド・カーヴ全体としては独・仏とも一ニベーシスの違いで全く同じである。従って基準となるイールド・カーヴがあり、決済と支払のシステムがリンクされ、そのネットワークは益々効率的になっており、非常にうまく機能している。債券市場と短期固定金利証券市場のマーケットは非常に広い範囲で日々統合されつつあると考えられる。そして誰でも、どこでも証券の売買が出来、その証券を自分の望む所に預託できる。これも非常にうまく機能している。統合直後からこのようなことが可能になっている。そしてこのことが統合前のマーケットより統合後の市場の方がより流動的になった理由であり、そしてこれが急激な取引増大をもたらしたのである。カーティス氏は資金調達と事業拡大の能力に関して非常に印象的な結果を例示してくれた。従来欧州では考えられなかった規模での企業の起債が起こってきたというのは明白である。

通常統合された市場の出現は米国に比べて相対的に未整備な欧州市場の育成に効果があるはずだと、九ヶ月前に我々が議論していたのを記憶している。これは企業の社債や金融市場証券等についてであり、事実効果があったので統合市場は実現できると思つてゐる。しかしながら、欧州の組織は米国市場それとは全く違つてゐる。なぜならばアメリカは二十世紀初頭に統合市場を作つたのに対し我々は二十世紀末にそれを設立しようとしてゐるからだ。

中央銀行の金融操作に例をとるならば、米国に市場が発達してきた段階でそれは物理的に一つの金融センターでなければならなかつた。従つて主要な金融センターであつたニューヨークに市場を作つたのである。そして連邦準備銀行による全ての為替介入（主として資金市場に於いて）はニューヨークで行われた。手形割引機能のみが一二の連邦準備銀行に付与された。しかしながら欧州ではコンピュータ及び通信回線ネットワークによりそれは必要なかつた。我々は中央銀行間のネットワークを設立しており、各国中銀のコンピュータ經由で欧州全域に流動性を供与できる。流動性供与は集中操作で出来るが、我々は分散された方法で実施してゐる。各国中銀（NCB）のコンピュータに接続されているという意味で分散されているが、操作そのものは完全に集中化されており金額も平等に表示されている。そしてマネーマーケットが機能する場所は、フランクフルトであれパリであれ集中する必要はない。何故ならパリに在る銀行がマネーマーケットで活発であれば、その銀行はフィンランドで資金調達をし、ポルトガルの銀行に貸し付けるかもしれない。またミラノで資金調達をし、フランクフルトで放出するなどということは、非常にうまく機能してゐる。そしてこれら全ての取引引きが、相互接続されたペイメント システムを通じてゐる。TARGETのペイメント システムは、ユーロ導入の当初、すなわち最初の週から世界で最初の支払システムとなつた。それは非常に印象的

出来事だった。この統合は引き続き継続され、投資家にとって広範囲な流動性市場の利点は既に存在すると思う。

英国が参加したらどうなるか？ 大きな違いは出てこないと思う。というのは、フランクフルトやパリに集中する必要がないのと同様、今日ではロンドンに集中する必要も無いからである。勿論全ての金融市場は可能な限り最適な環境を提供しようとして競争するだろう。しかし導入済みの技術のお陰で、将来的には非常に広範囲に互り分散された金融市場が近代的且つ効率的な手段で運営され、どこかに集中されるということはないと思っている。最大の金融市場といえども、コストが上がり過ぎると相対的強さを維持できなくなると思う。

**質問者：**ECBの監督機能がはつきりしていないと思う。欧州における金融市場統合に関するノワイ工氏のお気持ちをお伺いしたい。資本市場が統合されれば、国境を越えた金融機関の合併が起ってくるのは、明白である。しかしながら現在のところ、各国政府は、特にポルトガルひいてはフランスも、銀行合併について明らかに国粹主義というか自国主義的アプローチをとっている。長期的に見て、統合し、強力なプレイヤーを作り、銀行規制を撤廃するというのは、明らかにECBの目標に沿うと思う。しかし自国主義的アプローチをとっている各国政府にとっても、資本市場の統合は将来の青写真に適うのだろうか？

それからカーティス氏に、フランスでのこの金融戦争の欧州における結果とはどういうことなのか簡単に説明をお願いしたい。

行天：ノワイエさん、皆さん貴方に関心があるようです。

ノワイエ：貴方を落胆させて申し訳ないが、欧州の各国政府の政策についてコメントすることは避けさせて頂きたい。

しかし貴方のご質問の機会を捉え、金融監督の体系と責任の分担について手短かに議論してみたいと思つ。

我々は複雑な体制をとっており誰も責任をとっていない、またこのEMUは誰もコントロールしてないので非常に危険だとか、ひいては皆自国の観点からしかコントロールしていないとか、もし何時か危機が起きればEMUは機能しないと、しばしばご批判を頂戴している。しかし敢えて言わせて頂ければ、これは決してアメリカに対する批判ではないのだが、アメリカの制度に比して欧州のそれは、責任の所在が単純・明解で誰にでも理解し易いものだということである。大西洋の向こうでは、州の監督局、通貨監督局、連邦準備銀行、預金保険機構、更に沢山の機関がある。しかし現実には皆協力し合っているので、この体制が機能している。もし連邦準備制度の内面をみれば、Manufacturer tolover に問題が起こった時、それがワシントンではなくシカゴで解決されたという事は明らかである。LTCMに問題が起こった時、誰が会議を招集したかと言えばそれはニューヨーク連銀だった。そういう形で機能している。勿論これらの人々は協力し協調しているので、同じ基本政策をとっている。米国ではこういう形で非常に上手く機能している。欧州でそれが機能しないはずはないのである。

描かれている体制は相対的に非常に単純である。「然し監督体制が同じではない」という疑問が続いて起きて来る。しかしこれは事実ではない。我々は長年にわたり所謂「銀行法」を作り上げてきた。

共通の体系、欧州における銀行規制は銀行法のコピーであり、実際欧州各国とも共通の監督体制をとっている。これは少なくとも一五年から恐らく二〇年間に亙って育まれてきた。現在では、欧州各国とも、全体的には殆ど同じ銀行活動や金融サービスを行っている。従ってこの体制は健全で非常に良く機能していると確信している。確かに、本日午後議論されたような統合市場の出現は、金融部門の統合を促し、いつの日かそれは国境を越えたものになると思う。それは明白である。然し個人的には、そのような発展を促進するか遅効させるかということが金融当局次第だとは思わない。我々は、起こってくるのが金融システムの健全性を阻害しないかを単にチェックするだけである。それ以外の事は各国の経済主体に任せたいと思う。

**質問者：** 榊原氏に。ユーロが登場する直前まではユーロ誕生で大量の資金移動がユーロに対して起こるのではないか、特に米ドルからユーロに対して大きなお金が動き、場合によってはドルの危機が起こるのではないかというような思惑が特に日本において言われていたように記憶しているが、どうも起こっていないと思われる。その理由について例えば、アメリカから強烈なプレッシャーがかかっているためである、或いは各中央銀行、通貨当局が自制心を働かせてそういうことを慎んでいる、或いはまた、ユーロにあまり魅力が無いためお金が動いていないなど、様々な疑問が生じるが、何かコメントがあればお願いしたい。

**榊原：** 恐らく九八年のユーロ発足前はかなり理屈のつかないユーロ・フォリアがあったのではないかと。それに関して日本の機関投資家などは比較的ファクションに敏感でハード・ビヘイビアが非常に顕著なので極端なユーロ・フォリアが特に日本において進行したということであり、少なくとも当局者が

---

急激にドル資産をユーロに移すということは、別にアメリカのブレッツシャーがなくなるともやるつもりはないし、この間のように円ユーロで介入した時はその介入で増加した部分だけユーロの資産が増えるが、急激なシフトを起こそうと考えている当局者はあまりいないと思う。従って、勿論、皆さんの言うとおり、中長期的にはユーロは非常に強い通貨になると私も思うが、急激なシフトが起こることはないと思う。行き過ぎたユーロ・フォリアが若干修正されたということではないか。

行天：ちょうど時間となったのでこれをもって第七回国際通貨シンポジウムを閉会する。ユーロヨーンゲンセン大使、並びに四人のパネリストには大変刺激に富んだ面白い話を聞かせて頂き、更にその後活発な討論が行われたことを主催者の一人として大変嬉しく思う。

---