



# 「人工国際通貨」としてのECU

藤田, 誠一

---

(Citation)

国民経済雑誌, 170(2):19-42

(Issue Date)

1994-08

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00175068>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00175068>



# 「人工国際通貨」としてのECU

藤 田 誠 一

## I はじめに\*

1991年12月のEC首脳会議で合意された「欧州連合条約」（マーストリヒト条約）では、共通通貨ECUの発行による経済・通貨同盟（EMU）に至るタイムテーブルが示された。1994年1月には第2段階がスタートし、将来の欧州中央銀行（ESCB）としての欧州通貨機構（EMI）が発足した。

ECU（欧州通貨単位）は、1979年3月のEMS（欧州通貨制度）の創設時に導入された共通の計算単位・公的準備・決済通貨である。このような公的ECUと並行して、民間の経済取引にもECUが用いられており、近年その役割は拡大している。

本稿の目的は、ECUを例に国民通貨とは別に創出された人工の計算単位・準備資産が国際通貨として機能することの意味と問題点を検討することにある。ただし、本稿では欧州中央銀行によるECUの発行という最終段階（第3段階）ではなく、現状のように公的ECUと民間ECUが並存している状態を分析の対象としている。

## II 非対称性と「人工通貨」方式

これまでの国際通貨制度は、特定の国民通貨が国際通貨として機能し、国際流動性の供給や国際収支の調整についても特定国の政策に強く依存する基軸通貨制度であり、その意味ではいずれも非対称な構造を持っていた。<sup>1</sup>

\* 日本証券奨学財団1993年度研究調査助成金による研究成果の一部である。

1 国際通貨制度における非対称性の類型化については、拙稿[23]を参照されたい。

しかし、国際金本位制と IMF 体制を比較する場合、最も性格を異にするのは、固定相場制を維持するメカニズムであった。国際金本位制では、国内における自国通貨（銀行券）の金貨との兌換、金貨の鑄造・融解および金の輸出入の自由が保証されている限り、国際的な金の裁定取引を通じて為替相場は金現送点内に維持されるメカニズムが存在した。したがって、特定の国民通貨を介入・準備通貨として使用する必要性はなかった。これに対し、IMF 体制においては、アメリカ以外の加盟国は管理通貨制に移行し、自国通貨の平価を事実上ドルに対して設定したため、外貨準備として保有するドルを用いて外国為替市場に介入することによって固定相場制が維持された。このように IMF 体制においてドルが基準・介入・準備通貨という公的な国際通貨の機能を果たしたことは、国際収支調整や国際流動性の供給についてアメリカに特権を認めることを意味し（平価変更の受動性、負債決済）、国際金本位制とは異なった非対称性を持ち込むことになった。

主要国がフロート制に移行した直後の1974年に IMF 20カ国委員会により提出された『通貨制度改革概要』は、特定の国民通貨を公的な国際通貨として用いることを避けることにより、より対称的な国際通貨制度を構築しようとする試みであった。<sup>2</sup>『概要』は安定的かつ調整可能な平価制度を提案しているが、その中心には共通の価値尺度として SDR が置かれ、SDR による介入または複数通貨による介入によって固定相場制を維持しようとするものであった。国際収支調整については、各国の対外準備という客観的な指標に基づいて国際収支調整のイニシアティブを取るべき国を特定化するというアイデアが示された。また準備通貨についても、SDR が中心的な準備資産となるようその魅力を高めるための提案が行われた。

『概要』の目指す国際通貨制度は、これまで金とドルが果たしてきた公的な国際通貨の機能を IMF が創出し管理する「人工通貨」である SDR に置き換えることにより、調整・流動性・信認という国際通貨制度の 3 つの問題を同時

2 Committee of Twenty [4], 特に第一部「新しい制度」を参照のこと。

に解決しようとするねらいを持っていた。IMFがSDRの発行量を管理することで流動性と信認の間のディレンマは解決され、SDRを介入に用いるか（SDR介入）、複数の通貨を介入に用いその結果発生する債権債務残高をSDRで決済する（複数通貨介入）ことにより、黒字国・赤字国に平等に国際収支調整負担を課すことになるからである。すなわち、国際金本位制が持っていた自動性と対称性を、実物資産から切り離されたSDRを導入することで復活させようとしたのである。

しかし、『概要』が示したSDR本位制は、変動相場制の常態化とユーロ市場の発展にみられる民間の国際流動性の急増によって、公的な国際通貨の機能の重要性が低下したため現実性を失い、SDRの配分も合計で約214億SDRにとどまっている。また、81年のSDRの価値の評価方式の変更（5カ国通貨による標準バスケット方式）後成長が期待された民間SDR市場も、事実上消滅してしまった。現在SDRはIMFの公的な計算単位と、全体の1.5%を占めるに過ぎない準備資産としての機能を果たすのみである。

国際通貨制度改革案として『概要』を見ると、公的な国際通貨の機能を重視する余り、民間レベルでの国際通貨の機能が軽視され、その間の相互関係が明らかにされていないという問題点を指摘することが出来る。その意味では、60年代に展開された国際通貨制度改革に関する「多数意見」と共通の弱点を持っている。この点を批判したのが、民間レベルの国際通貨の機能に関する限りドルを中心にした制度が最も効率的であると主張する「ドル本位制」論であり、彼らの主張は国際経済におけるドルの使用と国際交流における英語の使用に類似点があるとする、Kindlebergerの論調に明解に表されている<sup>3</sup>。民間レ

3 Kindleberger は、ドルをSDRのような人工の準備資産に置き換えようとする試みをエスベラント語の例から類推し、次のように批判する。「新たに創出された国際貨幣なり新たに創造された国際語を使用させようとするのは、明らかに非効率的である。」(Kindleberger [5], 邦訳51ページ)「これらの構想は(中略)ニューヨークに基づいたドル本位制やユーロ・ダラーにみるように市場の日々の動きの中から発達してきたものでないという基本的な弱点を有していることである。」(同, 56ページ)。また、McKinnon はSDRが公的な機能しか果たさない点で、国際通貨としてのドルに取って代わるには十分ではないと、SDR本位制的な構想を批判する (McKinnon [10], /

ベルの貿易・資本取引を円滑に決済するためには特定国の通貨が国際通貨として機能しなければならず、しかもその通貨は市場において選択されたとする、「ドル本位制」論の主張は説得的であり、我々も国際通貨制度改革を考えるに当たって民間レベルの国際通貨の機能を軽視することは出来ない。従って、「人工通貨」の導入によって対称的な国際通貨制度を構築する可能性を検討する場合、それが民間レベルでの国際通貨の機能を果たし得るか否か、あるいは民間レベルの国際通貨とどのようにリンクするかが極めて重要となろう。

ところで、1979年3月に発足したEMSは、新たな「人工通貨」ECUを導入し、公的な国際通貨の機能に対称性を復活させようとする点で、『概要』のアイデアを応用したものといえよう。平価はECUで表示され、介入による債権債務残高の決済にもECUが用いられる。ECUは準備資産として保有され、また加盟国の介入・国際収支調整政策の負担はECU乖離指標を導入することによって明確化されることになっていた。しかし現実には、これら公的ECUのEMSにおける機能は限定的なものにとどまり、介入もドイツ・マルクによる限界点内介入 (intra-marginal intervention) が中心となり、介入あるいは金融政策についてドイツとその他の国の間に著しい非対称性がみられるなど、理念とは異なりドイツおよびドイツ・マルクを中心とする一種の基軸通貨制度として運営されてきたと言われている。<sup>4</sup>

EMSにより創出されたECUは公的な機能を果たすものであり、その意味ではSDRと同様の性格を持っているが、ECUについては民間レベルでも積極的に利用しようとする動きが80年代当初からあり、その市場規模は年々増加傾向にある。しかし、ECUがヨーロッパの中心的な通貨になるためには、解決しなければならない問題も数多く存在している。民間レベルでの利用が順調に拡大するためには、とりわけECUが「通貨」として成長するか否か重要であり、さらには公的ECUとの間の関係も問題となろう。

<sup>4</sup> p. 11)。

4 EMSにおける介入の実態とその評価については、前掲拙稿および高浜光信[17]を参照のこと。

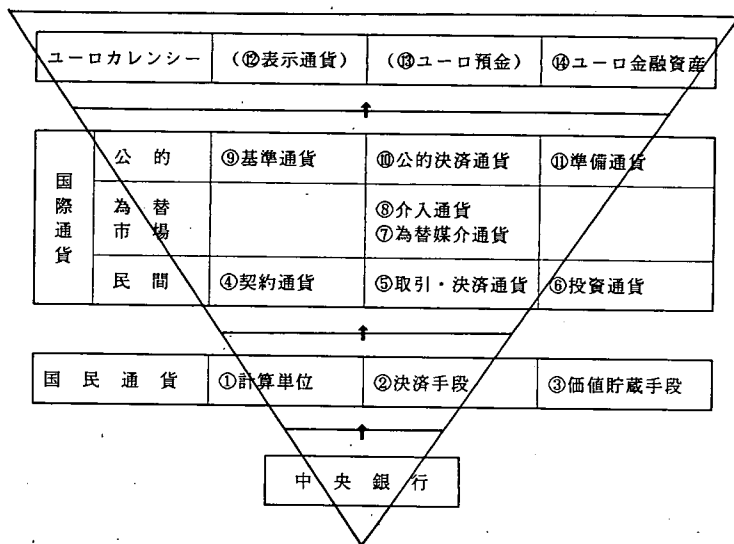
### III 国民通貨, 国際通貨, ユーロ・カレンシー

ヨーロッパの「通貨」としてのECUの可能性を検討する準備段階として、国民通貨が国際通貨、さらにはユーロ・カレンシーとして機能することの意味を整理しておくことが有益であろう。

日本において国民通貨の機能を具体的に果たすものとしては、法貨 (legal tender) 規定を持つ現金通貨 (日本銀行券および貨幣) と、民間銀行が信用創造によって供給する預金通貨がある。現金通貨はそれ自身の移転によって決済が完了する (finality を持つ) が、預金通貨の場合は非銀行当事者間での預金通貨の振替で決済が完了するわけではなく、その後仕向銀行と被仕向銀行との間でベース・マネー (中央銀行当座預金) の移転があって初めて決済が完了する。従って、現金通貨の支払約束証である預金通貨が現金通貨と並んで決済に用いられるためには、銀行間での円滑な決済を保証するメカニズムが必要とされるのである。日本の場合、「手形交換所」や「全銀システム」によって計算された交換尻を「日銀ネット」を通じて振替決済する仕組みがそれに該当する。また、外国為替取引に伴う円の決済は、「外国為替円決済制度」を通じて差額が計算され、最終的には「日銀ネット」で決済される。アメリカにおいて「日銀ネット」に該当するのが Fed Wire であり、またドルの国際的決済は主として CHIPS (Clearing House Interbank Payment System) によって最終決済が行われる。預金通貨の最終決済はこのような決済システムで行われるが、このシステムを完全なものにするためには、最後の貸し手 (Lender of Last Resort) としての中央銀行の存在が重要であり、中央銀行は一国の決済システムにおいて清算 (clearing) と銀行 (banking) という二重の機能を果たすことが要請されているのである。

ところで、通貨は自国において①計算単位、②決済手段、③価値貯蔵手段として機能するだけでなく、国際的な貿易・資本取引にも用いられる。国際通貨としての機能である。第1図には、国際通貨の機能としてしばしば用いられる

第 1 図 通貨の諸機能の重層的関係



分類を示したが、外国為替市場に固有の機能として⑦為替媒介通貨と⑧介入通貨を他と区別している。これら2つの機能は、公的レベルの機能と民間レベルの機能を仲介する役割を担っているからである。

ここではそれぞれの機能についての選択基準や、国民通貨が国際通貨となるための条件およびそのルート（民間→公的か公的→民間か）を問うのではなく、「通貨」としてのインフラストラクチャーという視点から、国民通貨と国際通貨の関係を検討する。計算単位（④，⑨）としては1ドルは1ドル，1円は1円であり，国内取引と国際取引で区別があるわけではなく，重要なのは価値（絶対価値および対外価値）の安定性である。次に，国際貿易・資本取引の決済に国民通貨が用いられる場合，国際決済用の特別な通貨が存在するわけではなく，国内の決済手段がそのままの形態で決済に用いられる。ただし国際決済に現金通貨が用いられることは無視し得るので，ここでは預金通貨のみを決済通貨（⑤，⑩）と考えればよい。公的決済通貨については中央銀行預金の形態

で保有されることもあるが、いずれにしても当該通貨の国内決済システムを用いて決済が行われることに変わりはない。また、国際的な価値貯蔵手段(⑥, ⑪)としては、預金ではなく利子生み金融資産の形態で保有されるのが一般的であり、リスクの点でTB(あるいは中長期国債)がより安全な資産として選択される。この意味で、政府証券が広範に取り引きされる市場の存在は不可欠である。

国際通貨の場合には、当該国内の預金通貨あるいは当該通貨建て証券がその機能を果たすが、これとは異なり当該国外でそれらが機能する場として、ユーロ市場がある。しかしながら、ユーロ市場固有の⑫表示通貨の機能があるわけではなく、また⑬ユーロ預金はそれ自身決済性を持たないため、<sup>5</sup>決済手段というよりも有利な金利を求めて保有されるという点でユーロ債と同様⑭ユーロ金融資産に含めて考えるべきであろう。ユーロ・カレンシーの特徴は当該通貨国の諸規制から自由であるということに求められるが、それらのユーロ取引が最終的には当該通貨国の決済システムを用いて決済されるということは、その基盤はあくまでも国民通貨としての「通貨」性にあることを示している。例えば、ユーロ・ダラー取引はSWIFT(Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication)が提供する情報に基づいて、ニューヨーク連銀内のCHIPS決済用口座の振替で決済が行われる。

第1図では、国民通貨から国際通貨へ、さらにはユーロ・カレンシーへという通貨の重層的発展関係が示されているが、それらを支えているのは国民通貨システムであり、貨幣価値と決済システムの安定を保証することを目的とする中央銀行の存在である。

#### IV・ECUの現状

##### 1. 公的ECU

EMSの創設により誕生したECUは、ERM(為替相場メカニズム)の中

5 ユーロ預金の性格については、例えば滝沢健三[19], 153-161ページ。

心であり、次の諸機能を果たしている。<sup>6</sup>

### (1) ERMの表示単位

EMS加盟国は自国通貨の対ECU基準相場（セントラル・レート）を設定し、それに基づき各通貨間のパリティ・グリッドが計算される。しかし、実際上介入によって維持されるのは各通貨間のパリティであり、通貨調整に当たってもまずパリティが調整され、事後的に各通貨のECU基準相場が決定されるという逆の関係にある。<sup>7</sup>

### (2) 乖離指標の基準

為替相場変動の早期警報装置としての乖離指標は、調整負担の公平化を目的に導入され、特定の通貨が上昇・下落した場合、パリティ・グリッドの限界点に達する以前に、当該通貨国に調整のイニシアティブを取らせる仕組みとなっていた。これは客観的な指標により調整負担を明確化しようとする画期的な試みであったが、実際には機能しなかった。<sup>8</sup>

### (3) 介入・信用メカニズムの計算単位

加盟国通貨間の為替相場が変動幅の限界点に達すると介入（marginal intervention）が義務づけられているが、ドルではなく加盟国通貨を用いて介入した場合には、介入によって発生する債権債務はECUに換算され、欧州通貨協力基金（EMCF）に対する債権債務として記帳される。債権債務をECU建てで記帳することで為替リスクの分担が公平化が図られているが、その反面債務国は自国通貨を切り下げることでECU建て債務の購買力を減少させることが出来るという、モラル・ハザードの問題も指摘されている。<sup>9</sup>

義務的介入によって形成されたECU建て債権債務は超短期金融（VSTF）

6 公的ECUの機能については、Vaubel [13]を参照のこと。

7 この点については、滝沢健三、前掲書、128-131ページ。

8 ECU乖離指標の問題点として、インフレ性向の高い国に甘く物価安定という目標と整合的でない、介入警告点に達する以前にパリティ・グリッドが限界に達することがある、介入などの政策は強制ではなくまた介入通貨の選択も明示的でない、などが指摘されている（Vaubel, *op.cit.*, pp. 182-192）。

9 *Ibid.*, pp. 192-3.

を受け、介入が行われた月の月末から45日後（1985年6月から75日に延長）に決済されるが、短期通貨支援、中期通貨支援を利用することもできる。

#### (4) 通貨当局間の決済手段

ECUは、加盟国が自国の金・外貨準備（ドル）の20%を EMCF に拠出した見返りに創出される準備資産である。拠出するとはいっても所有権の移転を伴うものではなく、3ヶ月ごとのリボルビング・スワップの形態を取る。また金とドルの評価は、その直前の市場の相場で行われる。

このように、EMSは限界点における複数通貨介入の結果発生する債権債務を ECU で決済することを通じて、両国のベース・マネーを対称的に変化させるというメカニズム（symmetric base-money intervention）を内蔵していた。しかし、現実にはこのメカニズムは機能しなかった。

第1に、EMSにおける介入は80年代初期にはドルによる限界点内介入が、また83年以降はドイツマルクによる限界点内介入が主流であった。さらに、限界点内介入は専らドイツ以外の国によって実施され、ドイツは他国の介入が自国のベース・マネーに及ぼす影響を不胎化<sup>10</sup>できる立場にあった。またドルによる介入は、介入国のベース・マネーのみを変化させる。このように、EMSにおける介入は非対称介入（asymmetric base-money intervention）であり、したがって介入が加盟国の金融スタンスに及ぼす効果も非対称であった。

第2に、ECUによる決済が債務の50%に限定されるなど、ECUは準備資産・決済手段として限られた役割しか果たさなかった。その後① ECUによる決済が100%まで拡大される、②限界点内介入にも VSTF が利用できる、③ ECUの金利を各国の代表的金利の加重平均とする（実質的な引き上げ）、④ ECUを EMCF を通じてドルや加盟国通貨に交換することを認める、など ECUの魅力を高める措置が取られたが、ECUの決済手段・準備資産としての機能は限られている。

10 この点については、脚注4の参考文献を参照のこと。

第3に、ECUは加盟国の金・外貨準備の裏付けを持つもののそれはスワップ形態であるだけでなく、何よりも残高自体が金価格、対ドル為替相場、加盟国の金・外貨準備額の変動によって増減するため、EMSによって管理することが出来ない。

公的ECUは「人工国際通貨」として、ドルやドイツ・マルクに代わり得る国際通貨の機能を果たしてきたとはいえない。

## 2. 民間ECU

公的ECUの価値は、EMS加盟12ヶ国通貨の加重平均で表示され（通貨バスケット）、その相場は日々の為替相場を反映して変動する。民間ECUとは、公的ECUの通貨バスケットをそのまま財・サービス・資本取引に利用したものである。民間ECUの相場は市場の需給によって決まるが、実際の相場が理論値から乖離した場合には裁定メカニズムが働くため、ここでは民間ECUの価値は公的ECUと全く同じであると仮定しよう。<sup>11</sup> 民間ECUは、主として金融市場における表示通貨として発展してきた。

### (1) ECU債市場<sup>12</sup>

ECU債の発行第1号は、1981年4月にイタリアの電子通信会社 SOFTE による3500万ECUの発行であったが、その後順調に市場規模は拡大し、1991年9月末で国内債・ユーロ債の残高は1,110億ECUにのぼっている。国際債発行の通貨別シェアでも1991年は11.1%と、ドル、円に次ぐ第3の通貨となった。発行主体では政府および政府機関が29%、国際機関が22%であり、地域ではECが65%を占めているが、アメリカやカナダなどの域外の主体による発行も増加しつつある。

ECU債市場における注目すべき傾向は、フランス政府・イタリア政府によ

11 公的ECUと民間ECUの関係については、瀧口 治[18]、51-54ページ。

12 "Recent Developments in the ECU Financial Markets," BIS International Banking and Financial Market Developments, Feb. 1992, "ECU Securities Markets," Bank of England Quarterly Bulletin, May, 1992, Levich and Sommariva [6], 中川辰洋[20]などを参照した。

るECU建て長期国債の発行と、イギリス政府によるECU建てTBの発行である。前者は市場における指標銘柄（benchmark）としての機能が期待され、後者は民間ECU市場の流動性を高める効果が期待できよう。

ECU債市場の拡大にもかかわらず、問題はEC域外およびEC内の企業によるECU債の大半がスワップによってECU以外の通貨に転換されているということである。<sup>13</sup>このことは、ECUに対する実需がまだ限られたものとどまっていることを示している。

## (2) ECU銀行預金市場<sup>14</sup>

1991年9月末の銀行のECU建て資産は1760億ECUで、ユーロ・カレンシー市場における第4の通貨となっている（5.2%）。ECU銀行預金市場は銀行間市場であり、特に負債構成においてその傾向が強い（資産の74%、負債の79%）。非銀行との関係では一貫して資産が負債を大きく上回っているが、全体では90年から負債が資産を上回った。ECU銀行預金市場における最近の注目すべき点は、中央銀行による民間ECUの保有であり、1991年9月末でその残高は341億ECUと推定されている。

## (3) 商取引におけるECU

1986年と89年に行われたEC内の国際企業に対するアンケート調査の結果によると、ECUを輸出入の契約通貨として使用する比率は、86年で輸出の0.02%輸入の0.3%、89年では輸出の0.5%輸入の2.4%と、拡大傾向にはあるものの依然として低い水準にあることが判る。<sup>15</sup>ECにおける輸出国通貨建て貿易の比率の高さを考慮しても、第3国通貨に占める比率もそれぞれ1.6%、9.2%と低い。アンケートでは、取引相手による拒否、情報や親近感の欠如、ECU建て国際価格の不存在などがECU建て貿易取引の障害として指摘されている。また、既存の国民通貨建ての場合には先物為替を利用することで為替リスクを

13 Bank of England, *ibid.*, p. 181, Allen [1], p. 15.

14 BIS, *op. cit.*

15 河合隆彌[15]、および瀧口 治、前掲論文、61-2ページ。

ヘッジすることが出来るのに対し、ECUについては先物為替市場の未発達のためこれを利用できないことも、ECU利用を妨げる要因となっている。<sup>16</sup>

## V 民間ECUの「通貨」性

Ⅳで見たように、公的ECUは限定的ながらも第1図における公的国際通貨の機能を果たしてきている。すなわち、ERMの表示単位、乖離指標の基準、介入・信用メカニズムの表示単位としての機能は⑨に該当し、⑩公的決済通貨および⑪準備通貨の機能も果たしている。また、「通貨」としての基盤は、EMCFへ抛出された金・外貨準備によって裏付けられている。

これに対して、民間ECUは国民通貨と同レベルの「通貨」性を有していると言えるのであろうか。

表示通貨としてのECUは、単一通貨にない特性を持っている。第1に、ECUが通貨バスケットであるため、単一通貨を使用する場合に比べて為替リスクは分散されるが、バスケットを構成する通貨の殆どが準固定相場制を採っているため、ECUは価値の安定性からはその他の通貨バスケットにない魅力を有している。第2に、ECUの金利は構成国の市場金利の加重平均であり、また上記のように為替変動リスクが小さいため、高金利国にとっては借入れ通貨として、また低金利国にとっては投資通貨として魅力的である。第3に、ECUは既製の(ready made)通貨バスケットであるため、複数の加盟国との取引を持つ機関や企業にとって、ECUを利用することはそれぞれの通貨についてヘッジするのに比べて、より低コストのヘッジ手段となる。第4に、EC諸国や諸機関がECUを共通通貨に育成する政策を実施してきたことも、ECU市場の発展にプラスに作用している。第5に、94年1月より公的ECUのバスケットの構成通貨単位が凍結されたため、5年ごとの構成の見直しにともなう不確定要因が軽減された。

「通貨」の機能という観点からECUを見た場合、次のような問題点が挙げ

16 Allen, *op. cit.*, p. 19.

られよう。

#### (1) 計算単位としてのECUの同一性

ECUの交換比率は構成通貨の加重平均で表示されるため、それを直接管理する主体がない。ECUは外国為替市場で各国通貨を対価に取り引きされているが、通貨バスケットから計算される理論値と市場の需給で決まる交換比率の一致を保証するのは、価格差を利用した裁定取引である。例えば、ECUの外国為替市場における交換比率が理論値よりも高い場合には、バスケットに含まれる通貨でECUを合成 (bundle) し、市場でECUを売却することで、また理論値よりも低い場合には、市場で購入したECUを構成通貨に分解 (unbundle) することで利益を得ることができる。ただし、合成や分解には取引コストがかかるため、市場の交換比率は理論値から取引コストを差し引きした狭い幅の中を変動することになる<sup>17</sup>。したがって、計算単位としてのECUの同一性は、各構成通貨の入手可能性に大きく依存することになる。

#### (2) 決済手段としてのECU

ECU建て預金がEC内における国際経済取引の決済手段として用いられる時、どのような決済が行われるのであろうか。ドイツの企業がイギリスの企業にECU建ての決済を行う場合を想定しよう。まず、ドイツの企業は銀行にマルクを持ち込むか、あるいはECU建てのローンを受けることによりECU建ての預金を獲得する。次にドイツの企業がECU預金に対して小切手を振出しイギリスの企業に支払を行うと、ドイツの銀行のECU預金が減少し、イギリスの銀行に新たにECU預金が創出される。企業間の決済はこれで終了するが、最後に銀行間でのECU決済が残される。国民通貨による決済の場合には、銀行間の決済はベース・マネーの移転により行われるが、ECUにはECUベース・マネーは存在しないため、ドイツの銀行がECUバスケットの構成通貨を

17 この場合、通貨バスケットの合成・分解に必要な取引コストが、金本位制における金現送費と同様の機能を持つことになる。これについては、Allen, *ibid.*, pp. 30-32 を参照されたい。

調達しイギリスと銀行に移転するか、イギリスの銀行がドイツの銀行から受け取ったマルクかポンドを売ってECUバスケットの構成通貨を買う必要が生じる。ECUの決済において最後の貸し手の役割を担っているのは、各構成通貨の金融市場ということになる。<sup>18</sup>

### (3) ユーロ・カレンシーとしてのECU

多くの論者が指摘するように、ECUはユーロ・カレンシーに近い性格を持っている。<sup>19</sup> EC各国政府はECUを「外貨」として認知しており、したがってユーロ市場と同様にECUは国民通貨に課せられる準備規制などの規制を免れているからである。ユーロ・カレンシーが国民通貨の存在を前提にした国際金融市場における金融革新だとすれば、ECUも金融市場における一種の革新といえよう。<sup>20</sup> しかし、ECUをユーロ・カレンシーと比較すると、次のような違いがあることが判る。

第1に、ユーロ・カレンシーがすでに存在する国民通貨を当該通貨国の法的規制の範囲外で、特に金融市場における計算単位として用いたものであるのに対し、ECUはそれを発行し管理する政府が存在しない。

第2に、したがって、ユーロ・カレンシーが国民通貨をそのまま計算単位として使うことが出来るのに対し、ECUは政府によって管理された計算単位とは言えない。

第3に、ユーロ・カレンシーは当該国民通貨の決済システムを通じて決済されるが、ECUにはそのような決済システムの国民的基盤が存在しないため、上記のように民間の銀行がそれを肩代わりすることで決済システムを維持している。

第4に、にもかかわらず、ユーロ・カレンシーが決済性を持たないためEC

<sup>18</sup> Louw [8], p. 128.

<sup>19</sup> Allen [2], p. 26, Allen, op. cit., pp. 26-29, Masera [9], pp. 24-28. などを参照のこと。

<sup>20</sup> このような評価については、Levich [7] を参照のこと。

国内において国民通貨の代替物とはならないのに対し、ECUは国内取引および国際取引に広範に利用された場合、潜在的には代替物（parallel currency）となり得る。

#### (4) 通貨の発展段階としてのECU

このようなECUの性格を踏まえたうえで、第1図のフレームワークを用いてECUの「通貨」性を検討しよう。

まずECUについて特徴的なことは、ECUは国民通貨としての基盤を有しないという意味で国民性を持たない通貨であるということである。通常は、国民通貨から国際通貨へ、さらにはユーロ・カレンシーへと、その機能する範囲が重層的に発展していくのに対し、ECUの成長はいわばユーロ・カレンシーから国際通貨、国民通貨（EC中央銀行によるECUの発行）へという逆の発展プロセスを辿ることを意味している。そのため、ECUは国民通貨の持つベース・マネーを中心とした決済のためのインフラストラクチャーを利用できないという、「通貨」としての決定的な弱点を持つことになる。

第1図では、ユーロ・カレンシーの⑫表示通貨と⑬ユーロ預金が括弧つきで示されている。それはすでに述べたように通常のユーロ・カレンシーがこれらの機能を果たすと言うよりも、⑭ユーロ金融資産の機能で代表されるのに対し、ECUは独自の表示通貨として、また決済通貨として機能しつつあるからである。

ところで、公的ECUはEMSの中で限定的ではあっても⑨基準通貨、⑩公的決済通貨、⑪準備通貨の機能を果たしているが、ECUがECにおいて第13番目の通貨として機能するためには、民間レベルでの国際通貨の機能を果たすようになること、とりわけ④契約通貨、⑤取引・決済通貨の機能を果たすことが求められる。また、外国為替市場を通じる公的ECUと民間ECUのリンク（⑦、⑧）や、介入の在り方も問題となろう。次節では、ECUの決済メカニズムと、ECU市場への介入について検討する。

## VI ECU 決済システムと中央銀行

最後に、民間 ECU が「通貨」として機能するための基盤としての銀行間における ECU 決済システムの問題と、公的 ECU と民間 ECU の関係を検討しよう。

## (1) ECU 決済システム

すでに述べたように、民間 ECU についてはベース・マネーもそれを供給する中央銀行も存在しない。したがって、銀行間の決済や資金調整は、国民通貨の銀行間市場のそれとは異なる特殊な方式をとらざるを得ない。バスケットを構成する通貨をすべてそれぞれの比率に応じて調達することにより ECU を創出する合成 (bundle) と、ある通貨を構成通貨に分散投資をすることにより ECU を分解 (unbundle) という作業がそれに当たる。<sup>21</sup>

このような煩雑な作業を簡素化し、ECU の利用を促進する目的で、ECU 決済システムの整備が行われてきた。<sup>22</sup>

ECU 業務に熱心な銀行 5 行が 1982 年より開始した MESA (Mutual ECU Settlement Account: ECU 相互決済勘定) は、これらの銀行以外の ECU 決済を 5 行に集約し、5 行間の差額は相互に合成・分解によって決済するシステムであった。これにより、すべての銀行が個々に合成・分解を行う必要はなくなった。その後 7 行となった MESA 加盟銀行は、85 年 ECU 銀行同盟 (EBA) を設立した。

1986 年には、BIS と EBA の間で BIS を ECU の決済機関とする決定が

21 ECU 建ての資産が負債を上回る銀行は、為替リスクを負うと同時に資金不足状態にある。この場合、銀行は構成通貨を借り入れることにより ECU を合成することで、為替ポジションと資金ポジションをスクウェアにすることが出来る。逆に ECU 建て負債超過の銀行は、構成通貨を貸し出すことで両ポジションをスクウェア化出来る。

22 ECU 決済システムの発展については、Sunt [12], pp. 82-86, 藤井保紀 [21], 18-21 ページ, 勝 悦子 [16], 192-95 ページ。

なされた。クリアリング・バンクは、B I SにECU建ての決済勘定を開設し、クリアリング・バンク間の決済は SWIFT を通じてB I Sに集中され、最終的にはその決済勘定を通じて行われる、という仕組みである。

しかしながら、クリアリング・バンク間の債権債務残高は、クリアリング・バンクがECUを合成・分解することによって行われねばならず、B I Sが信用とを供与するのではない。B I Sは清算 (clearing) 機能を果たすだけで、銀行 (banking) として、すなわち最後の貸し手として機能しているわけではない。

## (2) 公的ECUと民間ECUのリンク (補論を参照)

80年代初頭に民間SDR市場の成長が見られた時期に、公的SDRと民間SDRをリンクすることによって民間SDRの「通貨」性を高めようとする提案が行われた。<sup>23</sup>ここでは、そのアイデアをECUに応用したいいくつかの決済機構を検討しよう。<sup>24</sup>

### ①中央銀行が公的ECUと民間ECUを転換する方式 (A—I図)

この方式では、民間銀行が中央銀行にECU建ての預金を保有し (ECU<sup>p</sup>)、企業間のECU建て取引の最終決済にそれを用いることが考えられている。したがって、民間銀行は個別にECUを合成・分解することなくECU建ての決済を行うことが出来る。最終的なECU決済は、中央銀行相互間で公的ECUを移転することによって行われる。この場合には、中央銀行が公的ECUと民間ECUをリンクさせる役割を果たしている。この方式の問題点は、民間のECU取引が直接公的ECUの移転を伴い、ベース・マネーを変化させることである。

### ②クリアリング・ハウス方式 (A—2図)

公的ECUの「その他の保有者」としてのクリアリング・ハウスを中央銀行と民間銀行の間に設置することにより、民間ECU取引が公的ECUの移転に

23 岩本武和[14]を参照のこと。

24 Masera, *op. cit.*, pp 19-24, Allen [2], pp 42-47.

直結するという欠点を取り除こうとするのが、これである。公的 ECU と民間 ECU のリンクは、クリアリング・ハウスを通じて行われる。民間銀行間の ECU 取引はクリアリング・ハウスの帳簿上の振替によって決済され、公的 ECU の移転を伴うことはない。民間銀行は、中央銀行から公的 ECU を購入することによるだけでなく、バスケット通貨をクリアリング・ハウスに持ち込むことによって、民間 ECU 預金を獲得できる。また、中央銀行は民間銀行から購入した ECU を外国為替市場への介入に用いることが出来る。しかし、クリアリング・ハウスはあくまで帳簿上の清算を行うのみで、最後の貸し手機能を担うものではない。

#### ◎EMCF による民間 ECU の発行<sup>25</sup>

Allen による提案は、民間 ECU を支援する目的で、中央銀行および民間銀行に対して民間 ECU を発行する権利を EMCF に与えるというものである。まず、各国中央銀行は EMCF に自国通貨を預託し ECU を受け取る。各国の預託額は ECU バスケットに占める各国通貨の比率に等しく（一種のクォータ）、EMCF は供給する ECU 負債に等しい各国通貨を資産として保有することになるため、初期の為替リスクは存在しない。中央銀行がこうして獲得した民間 ECU は凍結される。こうして各国が預託した各国通貨をワーキングバランスとして活用することによって、EMCF は民間銀行の ECU 決済を円滑にするよう行動することが期待される。すなわち、EMCF は構成通貨のいずれかと交換に ECU 預金を提供し、構成通貨のいずれかで引き出せる ECU ローンを提供する。これによって、民間銀行は ECU の合成・分解という煩雑な手続きから解放され、EMCF が自らの責任で ECU の合成・分解を行うことになる。また、中央銀行の ECU 預金は凍結されるためベース・マネーは不変であり、民間銀行が EMCF に保有する ECU 預金も EMCF に対する負債が対応するため、民間銀行のネットの流動性を増加させるわけでもない。したがって、EMCF による民間 ECU の発行は、インフレ圧力とはならない中立的

25 Allen, *op. cit.*, pp. 44-47.

な性格を持っている。民間でのECU取引の決済はEMCFの帳簿上で行われるため、それが公的ECUの移転を伴わないことは、⑤と同様である。

### (3) 中央銀行による介入と最後の貸し手機能

上記の諸提案のうち、④と⑤が公的ECUと民間ECUをリンクさせることで民間ECU市場の育成を図ろうとするのに対し、⑥は公的ECUとは独立に民間ECU市場の流動性を確保することを目的としていた。ここでは、ECUの成功は民間ECUが市場で「通貨」として選択されるか否かにかかっているという考え方から、<sup>26</sup> ⑥と同様に公的ECUとは切り離れた民間ECU市場の育成を念頭におき、さらに、各国中央銀行が民間ECUの決済システムにより積極的に関与することを通じて最後の貸し手機能を果たすと同時に、⑥のアイデアであるECU為替市場への民間ECUを用いた介入も可能にするような民間ECU決済システムを検討しよう。

第2図は、Allen の提案をいくつかの点で修正したものである。

第1に、1994年1月にEMIが設立されたのにもない、クリアリング・ハウスをEMCFからEMIに変更した。EMIは、公的ECU (ECU<sup>0</sup>) を供給するというEMCFの機能と、民間ECU (ECU<sup>P</sup>) の清算というBISの機能を兼務し、新たに中央銀行と民間銀行に民間ECUを供給する。

第2に、中央銀行はEMIに対してだけでなく民間銀行にもECU預金を保有し、それを用いてECUと自国通貨の外国為替市場に介入する(92年4月の調査では、ECUはロンドン市場において直物で2.3%、先物で2.6%のシェアを占めている。また、IMF年報によると、先進国の外貨準備に占めるECUの比率は17%である。) 公的ECUを介入に用いることは、公的ECUの民間保有が認められない限り不可能であるが、中央銀行が民間ECUを保有しそれで介入することによって、介入のイニシアティブの明確化というECU乖離指

26 「新しい形態の貨幣が誕生するとき、政府ではなく市場が中心的役割を果たすということを、歴史的な事実は支持している。」(Bordo and Schwartz [3], p. 13)

## 第2図 民間ECU決済システム

| イングランド銀行           |         | ブンデスバンク            |         |
|--------------------|---------|--------------------|---------|
| - 金                |         | - 金                |         |
| - 外 貨              |         | - 外 貨              |         |
| + ECU <sup>o</sup> | + ボンド預金 | + ECU <sup>o</sup> | + マルク預金 |
| (EMCF)             | (EMCF)  | (EMCF)             | (EMCF)  |
| + ECU <sup>p</sup> |         | + ECU <sup>p</sup> |         |
| (EMCF)             |         | (EMCF)             |         |
| + ECU <sup>p</sup> |         | + ECU <sup>p</sup> |         |
| (ロイズ銀行)            |         | (ドイツ銀行)            |         |

| EMI<br>(クリアリングハウス) |           |                               |  |
|--------------------|-----------|-------------------------------|--|
| 公的ECU              | + 金       | + ECU <sup>o</sup> (イングランド銀行) |  |
|                    | + 外 貨     | + ECU <sup>o</sup> (ブンデスバンク)  |  |
|                    | + バスケット通貨 | + ECU <sup>p</sup> (イングランド銀行) |  |
| 民間ECU              |           | + ECU <sup>p</sup> (ブンデスバンク)  |  |
|                    | + ECUローン  | + ECU <sup>p</sup> (ロイズ銀行)    |  |
|                    |           | + ECU <sup>p</sup> (ドイツ銀行)    |  |

| ロイズ銀行              |                    | ドイツ銀行              |                    |
|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                    | + ECU <sup>p</sup> |                    | + ECU <sup>p</sup> |
|                    | (イングランド銀行)         |                    | (ブンデスバンク)          |
| + ECU <sup>p</sup> | + ECU <sup>p</sup> | + ECU <sup>p</sup> | + ECU <sup>p</sup> |
| (EMCF)             | (EMCF)             | (EMCF)             | (EMCF)             |

標のアイデアを復活させることが出来よう。

第3に、中央銀行はEMCFに保有するECU預金を凍結せず、銀行間ECU決済システムにおける一種のベース・マネーとして利用する。民間銀行間決済でECUが不足した場合には、中央銀行はEMIの勘定の中でECUを民間銀行に貸すことにより、最後の貸し手機能を果たすことが期待される。この場合ベース・マネーは増加するが、それは一時的であり、中央銀行がEMCFに保有するECUをその他の目的で使用することを禁止することで、永久的なベース・マネーへの影響は排除できる。

第4に、中央銀行や民間銀行はEMIに必要に応じて自国通貨を預託する見返りにECUを入手するため、EMIの勘定の中では負債側のECUと資産側の構成通貨が完全にマッチせず為替リスクが発生するが、そのリスクは各国中央銀行が負担する。例えばフランがECUに対して弱くなった場合、フランの価値低下による為替差損はフランス中央銀行が補填する。このような取り決めにより、イギリスのハードECU構想が想定したように、通貨間の競争を通じた弱い通貨国に対する一種の強制力が期待できる。

上記の決済システムは、民間ECUの決済に最後の貸し手機能を導入することと、ECUを介入に用いることで対称性を復活させるという二つの狙いを持っている。これにより、ECUが並行通貨(parallel currency)として機能するためのインフラストラクチャーは整備されるが、それだけでECUが自動的に「通貨」として機能するわけではない。特に商取引にECUが殆ど用いられていない点<sup>27</sup>は、ECUの今後の発展を考える際重要な課題となろう。

さらに、ECUが並行通貨として機能し始めた場合、EC内の資本移動、金融政策や為替相場などにどのように影響し、さらには通貨統合という目標にとって一歩前進となり得るかなどが問われねばならない。これらは、今後の研究課題である。

#### 〈補論〉

公的ECUと民間ECUのリンクに関する提案は、以下のように図示することが出来る。ここでは、簡単化のため  $IECU = DMI = \text{£}1$  とする。

第A—1図では、中央銀行が公的ECUと民間ECUをリンクする役割を果たして

27 EBA (ECU銀行協会) は、1989年にECUの民間利用を促進するための12の具体的提案を行っているが、主要なものは次の通りである。①ECUをEMUの共通通貨とするという政策決定を行うこと、②ECUを可能な限り各国通貨と同等に扱うこと、③ECUを制限された法貨として強制通用させること、④EC諸機関は官民各部門との取引に可能な限りECUを使用すること、⑤各国政府は規格化されたECU建て短期免税国債を発行すること、⑥各国政府はECU建て長期債発行を積極的に行うこと。(Steinherr [11])

第A—1図 公的ECUと民間ECUのリンク案(1)

| EMCF                               |                             |                                   |                             |
|------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|
| 金<br>外 貨                           |                             | ECU <sup>0</sup> (イングランド銀行)       |                             |
|                                    |                             | -100                              |                             |
|                                    |                             | ECU <sup>0</sup> (ブンデスバンク)        |                             |
|                                    |                             | +100                              |                             |
| イングランド銀行                           |                             | ブンデスバンク                           |                             |
| ECU <sup>0</sup><br>(EMCF)         | ECU <sup>P</sup><br>(ロイズ銀行) | ECU <sup>0</sup><br>(EMCF)        | ECU <sup>P</sup><br>(ドイツ銀行) |
| -001                               | -100                        | +100                              | +100                        |
| ロイズ銀行                              |                             | ドイツ銀行                             |                             |
| ECU <sup>P</sup><br>(イングランド<br>銀行) | ECU <sup>P</sup>            | ECU <sup>P</sup><br>(ブンデスバン<br>ク) | ECU <sup>P</sup>            |
| -100                               | -100                        | +100                              | +100                        |

いる。ロイズ銀行とドイツ銀行は、民間企業のECU預金の裏付けに、それぞれイングランド銀行とブンデスバンクにECU預金を保有する。この場合、例えばイギリスの企業がドイツの企業へECU建ての支払を行うと、公的ECUはEMCFの勘定の中で、イングランド銀行からブンデスバンクに移転される。

第A—2図は、中央銀行が民間ECU市場に介入することによって、民間銀行がクリアリング・ハウスにECUを保有する場合が示されている。例えば、中央銀行が民間銀行に自国通貨を対価に公的ECUを売ると、ベース・マネーが減少し、民間銀行の公的ECUが増加する。公的ECUを手に入れた民間銀行はその保有を認められていないので、クリアリング・ハウスであるBISに預託し、民間ECU口座を開設す

第A—2図 公的ECUと民間ECUのリンク案(2)

| EMCF                        |  |                             |  |
|-----------------------------|--|-----------------------------|--|
| 金<br>外 貨                    |  | ECU <sup>0</sup> (イングランド銀行) |  |
|                             |  | -100                        |  |
|                             |  | ECU <sup>0</sup> (ブンデスバンク)  |  |
|                             |  | -100                        |  |
|                             |  | ECU <sup>0</sup> (BIS)      |  |
|                             |  | +200                        |  |
| イングランド銀行                    |  | ブンデスバンク                     |  |
| ECU <sup>0</sup><br>-100    |  | ECU <sup>0</sup><br>-100    |  |
| ECU <sup>P</sup><br>(ロイズ銀行) |  | ECU <sup>P</sup><br>(ドイツ銀行) |  |
| +100                        |  | +100                        |  |

## B I S

(クリアリング・ハウス)

|                            |                                    |                            |                                   |
|----------------------------|------------------------------------|----------------------------|-----------------------------------|
| ECU <sup>0</sup> (EMCF)    |                                    | ECU <sup>P</sup> (ロイズ銀行)   |                                   |
| +100                       |                                    | +100                       |                                   |
| ECU <sup>0</sup> (EMCF)    |                                    | ECU <sup>P</sup> (ドイツ銀行)   |                                   |
| +100                       |                                    | +100                       |                                   |
| ロイズ銀行                      |                                    | ドイツ銀行                      |                                   |
| ECU <sup>P</sup><br>(EMCF) | ECU <sup>P</sup><br>(イングランド<br>銀行) | ECU <sup>P</sup><br>(EMCF) | ECU <sup>P</sup><br>(ブンデスバン<br>ク) |
| +100                       | +100                               | +100                       | +100                              |

る。また、中央銀行は自国通貨を対価に、民間銀行に ECU 預金を持ち、民間銀行は中央銀行に対する ECU 債務をカバーするため B I S に構成通貨を持ち込み ECU 預金を保有する。この結果公的 ECU は中央銀行から B I S に移転され、また民間の ECU 取引は公的 ECU の移転を伴わず、B I S の勘定の中で決済されることになる。

## 参 考 文 献

- [1] Allen, Polly Reynolds, *The ECU: Birth of a New Currency*, Occasional Papers No. 20, Group of Thirty, 1986.
- [2] ———, "The ECU and Monetary Management in Europe," in Paul De Grauwe and Theo Peters eds., *The ECU and European Monetary Integration*, Macmillan, 1989, pp. 25-54.
- [3] Bordo, Michael D. and Anna J. Schwartz, "The ECU-An Imaginary or Embryonic Form of Money: What Can We Learn from History?" in Paul De Grauwe and Theo Peters eds., *The ECU and European Monetary Integration*, Macmillan, 1989, pp. 1-21.
- [4] Committee of Twenty, *International Monetary Reform*, IMF, 1974.
- [5] Kindleberger, Charles P., *International Money*, George Allen & Unwin. 1981: (益戸敏也訳『インターナショナルマネー』, 産業能率大学出版部, 1983年)
- [6] Levich, Richard M. and Andrea Sommariva eds., *The ECU Market: Current Developments and Future Prospects of the European Currency Unit*, Lexington Books, 1987.
- [7] Levich, Richard M., *Developing the ECU Markets: Perspectives on Financial Innovation*, NBER Working Paper, No. 2276, June 1987.
- [8] Louw, Anddre, "The ECU and Its Role in the Process towards Monetary Union." *European Economy*, No. 48, Sep. 1991, pp. 115-148.
- [9] Masera, Rainer Stefano, *An Increasing Role for the ECU: A Character in Search of a Script*, Essays in International Finance. No. 167, June 1987.

- [10] McKinnon Ronald I., *Private and Official International Money: The Case for the Dollar*, Essays in International Finance, No. 74, Apr. 1969.
- [11] Steinherr, Alfred, "Concrete Steps for Developing the ECU" *EBA Newsletter*, Special Issue 2, April, 1989.
- [12] Sunt, Chris, *Legal Aspects of the Ecu*, Butterwords, 1989.
- [13] Vaubel, Roland, "The Return to the New European Monetary System,: Objectives, Incentives, Perspectives," in *Monetary Institutions and the Policy Process*, eds. by K. Brunner and A. H. Meltzer, North-Holland, 1980, pp. 173-221.
- [14] 岩本武和「1970～80年代における SDR(1), (2)」, 『経済評論』, 1989年11月, 37-54ページ, 同12月, 31ページ。
- [15] 河合隆彌「商取引における ECU の利用状況と展望」, 『東銀週報』, 1991年2月7日。
- [16] 勝 悦子「ECUと単一通貨 *ecu* : マーストリヒト条約の抱える技術的問題点」, 『証券研究』, 104号, 1992年10月, 175-212ページ。
- [17] 高浜光信「EMSにおける非対称性に関する一考察: ドイツ・マルクの準備・介入通貨化がもつ意味」, 『六甲台論集』, 1993年7月, 164-82ページ。
- [18] 瀧口 治「欧州通貨制度における ECU の役割について」, 『国民経済雑誌』, 160巻3号, 1989年9月。
- [19] 滝沢健三『国際通貨論入門』, 有斐閣, 1990年。
- [20] 中川辰洋『EC通貨・金融統合と資本市場』, 東洋経済新報社, 1993年。
- [21] 藤井保紀『ECU: 欧州通貨単位』, 金融財政事情研究会, 1986年。
- [22] 拙稿「基軸通貨制度と非対称性」, 『国民経済雑誌』, 165巻1号, 1992年1月, 95-114ページ。
- [23] \_\_\_\_\_「EMSにおける非対称性」, 『国民経済雑誌』, 166巻2号, 1992年8月, 1-22ページ。