

## 欧州におけるユーロの地位と ドル，ユーロによる重層的信用連鎖 「ユーロ体制」論構築に向けて

奥 田 宏 司

### はじめに

小論の課題は、「ユーロ体制」なるものが形成されてきているかどうかを判断することである<sup>1)</sup>。「ユーロ体制」という範疇が現実においてすでに成立しているかは難しい判断を要する。その判断は小論においてはなお不十分であるかもしれない。また、ドル体制とは様相を異にしているかもしれない。小論においてはその判断の準備作業として以下のことをはっきりさせたい。第1に、2004年時点での欧州におけるユーロの為替媒介通貨機能の進展度合いの確認である<sup>2)</sup>。「ユーロ体制」という範疇の成立のためには、ユーロの為替媒介通貨化が不可欠である、第2に、北欧、東欧においてユーロは基準通貨、為替介入通貨として機能しているかどうかをはっきりさせなければならない。第3に、ユーロによる国際信用連鎖がどれくらい進展しているか、このことも確認しなければならない。

「ユーロ体制」なる範疇の成立を判断するには、最低限これらのことを確認しなければならないのであるが、その確認ののちに、不十分なものになるうが、「おわりに」においてその判断を行なおう。

### 、欧州の外国為替市場におけるユーロの地位<sup>3)</sup>

3年ごとに行なわれている世界的な外国為替市場調査の結果、2004年4月における1日平均の外国為替取引額は1兆8800億ドルに達し、2001年調査時と比べて57%もの増加となった<sup>4)</sup>。市場別の取引額ではイギリス市場、アメリカ市場、日本市場とその順位は変わらないが、日本市場、シンガポール市場以下の中規模の市場が比率をやや低めている<sup>5)</sup>。また、今回はアルゼンチン、バルト3国が加わり途上国の市場を含め52ヶ国が調査に参加した。

さて、本論の課題である欧州市場におけるユーロの地位について、まず、ロンドン市場を見よう(第1表)。ロンドン市場は世界最大の市場規模をもち、以前の拙稿<sup>6)</sup>で明らかにしたように、全世界から為替取引がロンドン市場へ繋がられ(ハブ市場としてのロンドン市場)、ロンドン市場は主要通貨どうしの交換だけでなく、種々の諸通貨交換のデパートとしての機能を果たし、ドル、ユーロに為替媒介通貨機能を保持させている。

そのような性格を持つロンドン市場の04年の通貨別の取引(以下ではとくに指摘がない場合はインターバンク取引)は、01年の状況と基本的には変わらない<sup>7)</sup>。第1に、直物取引、スワップ取引の両者において対ポンド、対円、対スイス・フランなど、主要通貨との取引ではいずれもドルがユーロを凌駕しており、ドルは為替媒介通貨として機能している。とりわけ、スワップ市場におけるドルの地位は圧倒的である。しかし、第2に、ユーロは直物取引において、円、ポンド、スイス・フランとかなりの額の取引が存在しており、ユーロはこれらの通貨とはドルを媒介にではなく、直接的に交換が行なわれている。第3に、「その他」通貨のほとんどが北欧、東欧の通貨と考えられ、ユーロ/「その他」の取引が一定額にのぼっていることから、これらの欧州諸通貨とユーロが直接的に交換されよう。したがって、これら諸通貨の交換に際してユーロはドルとともに為替媒介通貨として機能していよう。第4に、ユーロ/ポンドのスワップ取引額がユーロ/ポンドの直物取引額の60%弱となっており、部分的にユーロとポンドの直接的な裁定取引が行なわれていることを示している。しかし、ドル/ポンドのスワップ取引額と比べるとはるかに小さい額であり、ユーロとポンドとの直接的な裁定取引はなお部分的であると言えよう。

これらの01年の特徴は04年にも基本的には変わっていない。ただし、04年には以下のことが

第1表 ロンドン外国為替市場(インターバンク<sup>1)2)</sup>)

(100万ドル)

	ドル / ユーロ	ポンド		円		スイス・フラン		カナダ・ドル, オーストラリア・ドル		その他	
		ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ
直物	57,387	19,632	7,774	18,753	5,614	5,950	5,498	9,036	326	10,916	3,709
	35,858	12,910	5,457	18,496	6,656	4,225	2,025	8,832	90	9,504	2,156
アウトライト先物	21,818	8,634	1,911	10,107	1,842	1,438	854	2,992	112	8,863	608
	10,936	6,128	1,377	3,107	755	864	237	1,958	68	4,913	228
スワップ	86,755	93,109	4,282	32,415	2,404	14,647	314	22,549	605	41,202	536
	70,680	50,020	3,214	27,576	1,141	9,644	299	13,726	80	25,994	185

1) 上段は2004年4月, 下段は2001年4月

2) それぞれの年の4月の1日平均取引額

(出典) *Bank of England Quarterly Bulletin*, Winter, 2001, pp.426-427, Winter 2004, pp.480-481 より。

指摘できる。第1に，直物ではユーロ/スイス・フランがドル/スイス・フランに迫る額になってきている。さらに，ユーロ/「その他」の取引も増大している。「その他」が北欧，東欧を含めた欧州通貨が大部分であろうから，スイス・フランと合わせて，04年にはロンドン市場の直物取引においてユーロと欧州諸通貨との取引は3年前の調査時よりもやや進んでいると言えよう。

第2に，スワップ取引ではドル/ポンドの取引額が大きく増加して，ドル/ユーロの取引額を上回った。しかも，ドル/ポンドの取引ではロンドンに所在している銀行どうしの取引が増大している<sup>8)</sup>。ドルとポンドの間の種々の裁定取引が活発化したと言えよう。第3に，ユーロとポンド，円等とのスワップ取引はごくわずかに増加したとも言えるが，基本的に01年水準と変わらない。04年におけるユーロ/ポンドのスワップの取引額は，それら通貨の直物取引額の55%であり，ユーロ/円のスワップ取引額も直物取引額の43%になっていることから，ユーロ/ポンド，ユーロ/円の裁定取引も部分的に行なわれていると言うにとどまる（後述）。

次に，ユーロ地域の最大の中心であるドイツ市場を見よう（第2表）。この表は直物とスワップの区分，インターバンク取引と顧客取引の区分が明確にならないなど，きわめて不十分であるが，ブンデスバンクは従来からこれ以上の統計を明らかにしていない。

さて，04年のドイツ市場も01年のそれとほとんど変わらない状況である<sup>9)</sup>。ユーロ/「その他」の大部分は直物取引と思われる。というのは，BISの外為市場調査の統計から，ユーロと諸通貨（ドルを除く）のインターバンク取引（01年の全市場調査）では，直物取引が，直物，アウトライト先物，スワップの合計のうちの約70%を占めており<sup>10)</sup>，また，ロンドン市場においてもドル以外の通貨とユーロが一方となる取引の大部分は直物取引である。そうすると，04年における欄のユーロ/「その他」の大部分は直物取引であろう。また，欄のドル/「その他」の大部分はスワップ取引と考えられる<sup>11)</sup>。したがって，欄のユーロ/「その他」の

うちの直物取引額は，欄のドル/「その他」のうちの直物取引額とそれほど差のない額となっていよう。つまり，ドイツ市場でも直物取引についてはユーロは，ドル以外の諸通貨と直接に交換されている。しかし，上記のBIS統計，イングランド銀行の統計を参照すると，ドイツ市場のスワップ取引については，ユーロとドル以外の諸通貨との直接交換はほとんど行なわれていないと考えられる。

また，顧客取引では直物取引においてユーロの地位は高くなる。なぜなら，顧客

**第2表 ドイツの外国為替市場  
（それぞれの年の4月の取引額 100万ドル）**

	銀行間取引		顧客取引 <sup>1)</sup>	
	2001	2004	2001	2004
直物	374	499	125	219
先物，スワップ	947	1,265	236	356
ユーロ/ドル	671	705	188	245
ユーロ/その他	145	248	66	112
ドル/その他	484	739	96	206

1) 報告銀行以外の金融機関，および顧客との取引  
(出典) Deutsche Bundesbank, *Bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in Germany*, 28. Sep. 2004 より。

第3表 デンマーク外国為替市場（インターバンク）

(2004年4月 100万ドル)

	ドル / ユーロ	クローネ		ポンド		スイス・フラン		円	
		ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ
直物	56,553	957	21,793	7,450	6,279	1,463	7,183	5,203	2,744
アウトライイト先物	882	333	989	25	71	290	480	480	57
スワップ	96,508	145,556	2,069	18,306	410	50,598	289	25,691	47

(出典) Danmarks Nationalbank, *Turnover in the Danish foreign-exchange and derivatives market*, 28. Sep. 2004 より。

取引では全為替取引に占める直物取引の比率が高いからである。したがって、顧客取引の欄（ユーロ/「その他」）のうちの直物取引額は、欄（ドル/「その他」）のうちの直物取引額にほぼ接近しよう。あるいは、前者が後者を上回っている可能性もある。

次にデンマーク市場を見よう。周知のようにデンマークはEUに参加しているが、通貨統合に参加していない。第3表を見ると、直物取引においてユーロ/デンマーク・クローネはドル/デンマーク・クローネよりもはるかに大きい取引額になっている。また、ユーロはポンド、スイス・フラン、円とも大きい額の取引になっていて、ユーロはこれら通貨と直接に交換され、為替媒介通貨になっている。しかし、スワップ取引においてはドルはどの通貨とも圧倒的である。ユーロ/クローネの取引はドル/クローネの取引の2%にも満たない。裁定取引のほとんどはドルと諸通貨の間で行なわれているのである。

さらに、スウェーデン（EUに参加しているが、通貨統合に参加していない）の市場についてみよう（第4表）。第4表はインターバンク取引と顧客取引の区別がない。しかし、直物取

第4表 スウェーデン外国為替市場<sup>1)</sup>

(2004年4月の1日平均)

	直物		スワップ	
	額 <sup>2)</sup>	%	額 <sup>2)</sup>	%
ユーロ/スウェーデン・クローナ	14.3	26.2	10.5	6.1
ドル/スウェーデン・クローナ	5.4	9.9	64.5	37.6
ドル/ユーロ	13.4	24.5	24.5	14.3
ドル/ポンド	1.9	3.5	10.0	5.8
ユーロ/ポンド	1.5	2.7	n.a.	n.a.
ユーロ/円	1.3	2.3	n.a.	n.a.
ドル/円	0.9	1.6	3.2	1.9
ユーロ/スイス・フラン	0.9	1.6	3.4	2.0
		72.3		67.7

1) 顧客取引を含む

2) 10億スウェーデン・クローナ

(出典) Riksbank survey of turnover in swedish foreign exchange and derivatives markets, 9/28/2004 より。

第5表 チェコの外国為替市場（2004年4月の取引額 100万ドル）

	直 物		アウトライト先物		スワップ	
	インターバンク取引	顧客取引	インターバンク取引	顧客取引	インターバンク取引	顧客取引
ユーロ/チェコ・コロナ	8,372	1,764	48	601	1,226	2,188
ドル/チェコ・コロナ	335	441	24	191	13,707	683
ドル/ユーロ	4,555	275	75	120	2,782	28
ドル/円	166	10	0	2	8	1
ドル/ポンド	982	2	0	7	0	1
ドル/その他	265	35	65	147	5,539	45
ユーロ/円	61	3	0	1	0	4
ユーロ/ポンド	77	7	1	10	4	4
ユーロ/その他	2,442	109	1	152	77	177

（出典）Czech National Bank, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity (2004)*, 28.9.2004, Table A1-A3 より。

引とスワップ取引の区別がある。スウェーデン市場の直物取引では、ユーロ/スウェーデン・クローナの取引額がドル/スウェーデン・クローナの取引額を大きく上回っている。また、ポンド、円との取引でもユーロはドルに接近しているか、ユーロがドルを上回っている。スウェーデン市場の直物取引ではユーロはドルを凌いで第1の主要通貨となっているのである。一方、スワップ取引ではドル/スウェーデン・クローナの取引額がユーロ/スウェーデン・クローナの取引額を大きく上回り、その他通貨でもドルが一方となる取引がほとんどである。しかし、ユーロ/スウェーデン・クローナの取引額が04年には105億クローナとなっている。したがって、スウェーデン市場を使った種々の裁定取引はドルとの取引がほとんどであるが、ユーロとスウェーデン・クローナとの直接的な裁定取引も一部行なわれている可能性がある。

次ぎは、東欧の2つの外為市場である。まず、チェコ市場である（第5表）<sup>12)</sup>。直物（インターバンク）市場においてユーロ/チェコ・コロナ取引額はドル/チェコ・コロナ取引額をはるかに上回り、ユーロ/チェコ・コロナ取引がチェコ・コロナ取引の96%を占めている<sup>13)</sup>。インターバンク直物市場ではユーロ/チェコ・コロナ取引に次いでドル/ユーロ、ドル/ポンド取引の順となっている。また、注意しておくべきことはユーロ/「その他」の取引がドル/「その他」の取引を大きく上回っており、チョコ市場においてユーロが東欧の諸通貨等と交換されていることである。つまり、チョコ市場においてユーロが為替媒介通貨機能を果たしているのである。

しかし、スワップ取引ではドルが圧倒的であり、チェコ・コロナとドルとの間の種々の裁定取引、ドルとその他諸通貨の間の裁定取引が盛んであることがわかる。だが、これまでに見てきた諸市場と同じように、チェコ市場においても自国通貨とユーロのスワップ取引も一定額にのぼっており、チョコにおいてもチョコ・コロナとユーロとの間の直接的な裁定取引が部分的に進んでいることが推測される。

第6表 ハンガリーの外国為替市場

(2004年4月の1日平均 100万ドル)

	直 物		先物, スワップ	
	額	%	額	%
ユーロ/ハンガリー・フォリント	350	51.0	121	5.6
ドル/ハンガリー・フォリント	45	6.6	1,519	70.9
ドル/ユーロ	193	28.1	213	10.0
ユーロ/スイス・フラン	23	3.4	16	0.7
ドル/スイス・フラン	4	0.6	138	6.4
ユーロ/ポンド	10	1.5	26	1.2
その他	60	8.7	109	5.1
	686	100.0	2,141	100.0

(出典) Magyar Nemzeti Bank, *Survey of the foreign exchange and over-the-counter derivatives market in Hungary*, 28. Sep. 2004. Table 2 より。

次にハンガリー市場を見よう(第6表)。この表はインターバンク取引と顧客取引が区分されていないが、チェコ市場と同様の特徴が見られる。つまり、直物取引ではユーロ/ハンガリー・フォリント取引がドル/ハンガリー・フォリント取引を大きく引き離し、ユーロ/ハンガリー・フォリント取引にドル/ユーロ取引が続いている。ユーロが主要通貨になっているのである。しかし、スワップ取引(アウトライイト先物取引を含む)においては、ドル/ハンガリー・フォリントが全体の71%を占め、ユーロ/ハンガリー・フォリント取引はそれにはるかに及ばないばかりか、ドル/ユーロ、ドル/スイス・フランに次いで4番目の順になっている。

最後はロシア市場である(第7表)。一見して、ロシア市場においてはドルが直物取引でも圧倒的である。ユーロ/ルーブル取引はドル/ルーブル取引の1%にも満たない。むしろ、ユーロ/ポンドがドル/ポンドに迫っている。と言っても、直物取引のほとんどはドル/ルーブル取引である。スワップ取引は言うまでもなくドルが一方となる取引がほとんどである。ロシア市場はこれまで見た欧州市場のいずれとも異なり、ドルの地位がきわめて高く、ロシアはドル地域の中にいると言える。

第7表 ロシア外為市場(インターバンク)

(2004年4月, 100万ドル)

	ドル ／ ルーブル	ユーロ ／ ルーブル	ドル ／ ユーロ	ドル ／ ポンド	ユーロ ／ ポンド	ドル ／ 円	ユーロ ／ 円
直 物	144,547	1,351	13,932	6,283	4,109	2,397	255
アウトライイト先物	557	419	1,526	582	777	222	26
スワップ	35,494	0	12,405	4,609	371	2,745	713

(出典) The Central Bank of the Russian Federation, *Main indicators of the Russian FX market according to the methodology of the Bank for International Settlements*, Table A1-A3 より。

以上，7つの外為市場を見てきたが，ユーロはロシアを除く欧州全体において直物取引では為替媒介通貨機能を果たしていることがはっきりと確認できた。しかも，デンマーク市場，スウェーデン市場，チェコ市場，ハンガリー市場の直物取引においてはそれら自国通貨とユーロの取引が自国通貨とドルの取引をはるかに上回り，ドルはそれらの市場においては為替媒介通貨として十分な機能を果たせていないことも確認できた。しかし，スワップ取引においてはいずれの市場でもドルが圧倒的な地位を占め，種々の裁定取引がドルを相手になされていることが再確認できた。とはいえ，ユーロに参加していない欧州諸通貨とユーロとのスワップ取引も一定額にのぼってきており，部分的に欧州諸通貨とユーロとの直接的な裁定取引が行なわれている可能性があることにも注目しておく必要がある（後述）。

### ，ユーロの基準通貨化 北欧，東欧の為替政策

欧州の外国為替市場におけるユーロの地位は前節の分析で把握できた。それでは，ユーロはユーロ地域外の欧州諸国の為替政策においてどのように使われているのであろうか。つまり，ユーロ地域外の欧州諸国においてユーロは基準通貨化しているのか，介入通貨として使われているのであろうか。このことを明確にすることによってユーロの国際通貨化の段階，基軸通貨としてのユーロの地位をよりはっきりと確定できるであろう。

まず，デンマークの為替政策であるが，デンマークはユーロに参加していないがイギリスと異なりERMにとどまり，マーストリヒト条約も批准している。同国はユーロ導入後，ERM2に参加しているが，ERM2では参加国は対ユーロで中心相場を定め，変動幅は93年以後のERMと同じ上下15%である。しかし，デンマークは92，93年の欧州通貨危機以前の変動幅上下2.25%でもってERM2に参加している。

以上のように，デンマークはERM2に参加しているのであるから，当然，ユーロを基準に自国の為替相場を維持している。ユーロが基準通貨なのである。デンマーク・クローネの対ユーロ相場，対ドル相場を確認しておこう。第8表によれば，04年の月平均相場は対ユーロ相場でクロ

第8表 デンマーク・クローネの  
対ユーロ相場，対ドル相場<sup>1)</sup>(直物)

		ユーロ	ドル
2004.	1	744.811	590.553
	2	745.112	589.249
	3	744.930	607.564
	4	744.346	621.429
	5	744.057	620.236
	6	743.422	612.493
	7	743.549	606.257
	8	743.650	610.809
	9	743.809	608.822
	10	743.785	595.651
	11	743.133	572.110
	12	743.322	555.131

1) 月平均相場  
(出典) <http://212.130.50.152/DNDK/Onlinestat.msffvw.DN.Look Files>

第9表 スウェーデン・クローナの対ユーロ、対ドル相場（直物）

	2004年7月		2004年8月		2004年9月		2004年10月		2004年11月		2004年12月	
	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル
平均相場	9.1954	7.4931	9.1912	7.5444	9.0954	7.4484	9.0610	7.2557	9.0036	6.9390	8.9786	6.7030
最クローナ安	9.2325	7.6625	9.2365	7.6625	9.1320	7.5650	9.1100	7.3725	9.1150	7.3175	9.0430	6.8275
最クローナ高	9.1660	7.3975	9.1250	7.4475	9.0430	7.3550	9.0090	7.0675	8.9130	6.7250	8.8920	6.5825
相対標準偏差	0.18%	1.11%	0.35%	0.90%	0.32%	0.89%	0.32%	1.44%	0.75%	1.87%	0.43%	0.92%

(出典) [http://www.riksbank.com/upload/Dokument\\_riksbank/kat\\_statistik](http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/kat_statistik)

ーネが最高になったのは11月で743.133クローネ，最安になったのが2月で745.112クローネである。その差，1.979クローネである。それに対して，対ドル相場でクローネが最高になったのは12月で555.131クローネであり，最安になったのは4月の621.429クローネである。その差は66.298クローネである。明らかに，デンマーク通貨当局はドルに対してではなく，ユーロに対してクローネ相場を維持している。ユーロが基準通貨なのであり，介入通貨なのである。

次に，同じくEUに参加していながら通貨統合に参加しなかったスウェーデンの為替政策について考察しよう。スウェーデンは古いEU加盟国でありながら，ERM2に参加せずに今日に至っている。したがって，スウェーデンは制度上は変動相場制である。また，スウェーデンの外貨準備は収益の向上を考慮して6つの通貨で構成されている。その比率はドル37%，ユーロ37%，ポンド11%，円8%，カナダ・ドル4%，オーストラリア・ドル3%となっている<sup>14)</sup>。ドルとユーロは同じ比率である。スウェーデンは制度上はユーロにドル以上の地位を与えていないようである。

しかし，スウェーデン・クローナはドルよりもユーロに張りつけられている。第9表を見られたい。04年下期のスウェーデン・クローナの対ユーロ相場と対ドル相場の月平均相場，最クローナ安，最クローナ高，相対標準偏差が示されている。これによると，いずれの月もユーロの方が偏差値が小さくなっているばかりでなく，最クローナ安と最クローナ高の開きがユーロよりもドルの方が大きくなっている。スウェーデン通貨当局はドルよりもユーロを基準にクローナ相場を操作していることが窺い知れる。ユーロが基準通貨であり介入通貨となっているのである。

さらに，東欧諸国の為替政策を見よう。まずはチェコである。チェコ政府は後に見るようなスロバキア，ハンガリーのように自国通貨の対ユーロ為替政策を明確にしているわけではない。しかし，いくつかの指標からチェコ通貨当局はユーロを基準に為替政策を実施していることがわかる。

第10表を見られたい。これは，チェコ・クローナの対ユーロ，対ドル相場の月平均相場の最安値（ ）と最高値（ ），およびその開き（ ）を示したものである。例えば，04年における



第10表 チェコ・コロナの対ユーロ，対ドル直物相場の最安値と最高値<sup>1)</sup>

(チェコ・コロナ)

	1999		2000		2001		2002		2003		2004	
	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル
チェコ・コロナの最安値	37.989	35.630	36.555	41.125	35.139	39.777	32.078	36.539	32.354	29.653	32.984	27.117
チェコ・コロナの最高値	36.054	30.656	34.817	35.450	32.592	36.475	29.749	29.959	31.391	26.320	30.647	22.870
-	1.935	4.974	1.738	5.675	2.547	3.302	2.329	6.580	0.963	3.333	2.337	4.247

1) 月平均相場の最安値と最高値

(出典) Czech National Bank より ([http://wdb.cnb.cz/cnbeng/kurzy.k\\_prum\\_eng?mena=EUR](http://wdb.cnb.cz/cnbeng/kurzy.k_prum_eng?mena=EUR) および USD)

コロナの対ユーロ，対ドル最安値はそれぞれ32.984 コロナ，27.117 コロナであり，最高値はそれぞれ30.647 コロナ，22.870 コロナであり，最安値と最高値の開きは，それぞれ2.337 コロナ，4.247 コロナであった。1999年のユーロ導入以後2004年までずっと対ユーロ相場の方が対ドル相場より最安値と最高値の差（ ）が小さいことがわかる。ということは，通貨当局はユーロを基準としてチェコ・コロナ相場政策を実施しているものと考えられる。さらに，そのことは，為替介入の状況を調べることにより補強されるであろう。

第11表を見られたい。これは，Czech National Bankが行なった直物為替取引額をドル表示とユーロ表示で示したものである。この表はドル，ユーロ，それぞれの通貨での取引額を示したものである。ということに注意が要るが，面白いことがわかる。それは，ドルでの表示では端数が出ているのに，ユーロでの表示では端数が出ていないということである。ユーロ表示で端数が出ていないということは，実際の取引がユーロで行なわれており，そのユーロでの取引額をドル/ユーロ相場で換算して，ドル表示額が算出されているのだと考えられる。Czech National Bankによる直物為替介入はユーロで行なわれているのである。

しかし，そのようにユーロで介入が行なわれるようになったのは1999年の秋以降であり，ユーロ導入後もしばらくはユ

第11表 チェコ・ナショナル銀行の直物為替取引(1)

(単位：100万)

	ドル表示	ユーロ表示
2004. 11	-45.040	-34.000
10	-68.774	-54.000
9	-45.917	-37.000
8	-111.412	-92.000
7	-66.214	-55.000
6	-82.620	-68.000
5	-70.755	-58.000
4	-44.200	-37.000
2004.3 ~ 2002.10	0.000	0.000
2002. 9	437.784	444.000
8	102.284	104.000
7	397.271	406.000
6	0.000	0.000
5	0.000	0.000
4	908.062	1,008.500
3	0.000	0.000
2	0.000	0.000
1	263.337	305.000

(出典) Czech National Bank

(<http://wdb.cnb.cz/cnbeng/docs>)

第12表 チェコ・ナショナル銀行の  
直物為替取引(2)

(単位: 100万)

		ドル表示	ユーロ表示
1999	12	231.376	228.500
	11	15.461	15.000
	10	1,038.091	966.200
	9	60.153	57.500
	8	10.802	10.0802
	7	4.200	4.105
	6	33.690	32.347
	5	63.527	60.381
	4	38.800	36.406
	3	34.100	31.218
	2	2.100	1.862
	1	2.750	2.371
1998	12	30.414	25.874
	11	32.200	27.486
	10	19.800	16.465
	9	29.900	25.955
	8	11.000	9.976
	7	403.377	367.003

(出典) 前表と同じ。

ユーロとドルの両者によって介入が行なわれていたようである。それを示したのが第12表である。ユーロ表示で端数がなくなるのは99年の9月以降であり、それ以前はドル表示、ユーロ表示のどちらも端数が出ている。両通貨で為替介入が行なわれていたことが推測される。しかも、月によってはドルによる介入のみが行なわれていた。ドル表示で端数が出ていない月があるからである。99年4月, 3月, 2月などである。ユーロ導入(99年1月)以後99年9月までの介入政策は、ユーロ導入以前からの政策を引き継いでいると考えられ、ドルのみによる介入も頻繁に行なわれていたことが知れる。

Czech National Bankは国際準備(international reserve)についての統計も公表している。第13表である。この表

第13表 チェコの国際準備の推移

		100万ドル	100万コロナ	100万ユーロ
2003.	7	25,196	717,485	22,261
	8	24,654	731,915	22,562
	9	25,723	702,977	22,078
	10	25,619	705,989	22,042
	11	26,032	696,652	21,703
	12	26,955	691,515	21,340
2004.	1	26,645	716,503	21,517
	2	26,846	701,203	21,619
	3	26,988	724,879	22,076
	4	26,264	715,436	21,986
	5	26,600	689,582	21,805
	6	26,469	691,869	21,784
	7	26,346	693,636	21,885
	8	26,487	697,175	21,872
	9	26,797	683,641	21,593
	10	27,307	676,128	21,441
	11	28,050	653,762	21,096
	12	28,449	636,262	20,885

(出典) [http://wdb.cnb.cz/cnbeng/docs/STATISTICS/DRS\\_RADA\\_EN.HTM](http://wdb.cnb.cz/cnbeng/docs/STATISTICS/DRS_RADA_EN.HTM)

も国際準備の全体額をドル，チェコ・コロナ，ユーロで表示されており，ドル準備，ユーロ準備が示されているのではない。しかし，その変化の推移を辿ると，外貨準備がどの通貨で構成されているか，そのおおよそがわかるであろう。ユーロ表示とコロナ表示が大体同じ変化を示し，ドル表示がそれらとは異なる変化を示している。例えば，04年3月末に3つの通貨での表示額はともに1つのピークを作っているが，それ以後，ユーロ表示とコロナ表示は準備額が同じように減少しているのに，ドル表示では額が増加している。このことは，実際の外貨準備の大部分はユーロで保持されていることを意味しないだろうか。また，先に見たように，04年における Czech National Bank による為替売買はユーロであると推測された。このことから，外貨準備の大部分がユーロで構成されていると考えられる。

以上に見てきたように，チェコにおいてユーロは基準通貨であり，あわせて介入通貨，準備通貨となっているのである。

次に，スロバキアの為替政策はどのようであろうか。スロバキアは1994年7月以来98年10月まで，ドルとマルクの通貨バスケット制を採用していた。その比率はドル60%，マルク40%である<sup>15)</sup>。ところが，98年10月に通貨バスケット制は廃止され，変動相場制に移行した。しかし，99年1月（ユーロ導入）以来，スロバキア通貨当局はユーロ/スロバキア・クラウン相場をアンカーとして設定してきた<sup>16)</sup>。

このことを第14表によって確認しよう。この表はスロバキア・クラウンの対ユーロ相場，対ドル相場の最安値（ ）と最高値（ ），及びその開き（ ）を示している（04年7月～12月）。これによると，いずれの月も，クラウンの最安値と最高値の開きは対ユーロの方が対ドルよりも小さいことがわかる。すなわち，スロバキア当局は，クラウンの相場をユーロに対して維持してきたのである。したがって，ユーロは基準通貨なのである。

最後に，ハンガリーの為替政策を見よう。ハンガリーは90年代に通貨バスケット制を採用してきた。91年3月，通貨バスケット諸通貨の比率はドル50.9%，マルク23.1%，オーストリア・シリング8.1%，スイス・フラン3.9%，イタリア・リラ3.5%，フランス・フラン3.6%，イギリス・ポンド2.7%，スウェーデン・クローナ1.5%であった。それが，91年12月にはドル50%，

**第14表 スロバキア・クラウンの対ユーロ，対ドル直物相場の最安値と最高値（2004年）**  
（スロバキア・クラウン）

	7月		8月		9月		10月		11月		12月	
	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ	ドル
クラウンの最安値	40.138	33.370	40.258	33.410	40.219	33.281	40.079	32.606	39.941	31.422	39.273	29.678
クラウンの最高値	39.753	32.073	39.912	32.475	39.895	32.492	39.944	31.234	39.239	29.627	38.620	28.469
-	0.385	1.297	0.346	0.935	0.324	0.789	0.135	1.372	0.702	1.795	0.653	1.209

（出典）<http://www.nbs.sk/KL/ARCHIV/HIEN0407~0412.HTM> より。

第15表 ハンガリー・フォリント相場の変化(直物)

	市場相場	上限	セントラル ・パリティ	下限
2003.1	243.93	234.69	276.10	317.52
2	243.33	234.69	276.10	317.52
3	246.84	234.69	276.10	317.52
4	245.82	234.69	276.10	317.52
5	249.38	234.69	276.10	317.52
6	266.30	240.01	282.36	324.71
7	264.41	240.01	282.36	324.71
8	257.16	240.01	282.36	324.71
9	254.61	240.01	282.36	324.71
10	259.13	240.01	282.36	324.71
11	265.03	240.01	282.36	324.71
12	262.23	240.01	282.36	324.71
2004.1	265.05	240.01	282.36	324.71
2	257.86	240.01	282.36	324.71
3	248.92	240.01	282.36	324.71
4	252.19	240.01	282.36	324.71
5	251.28	240.01	282.36	324.71
6	253.23	240.01	282.36	324.71
7	247.93	240.01	282.36	324.71
8	249.28	240.01	282.36	324.71
9	247.02	240.01	282.36	324.71
10	246.12	240.01	282.36	324.71
11	246.67	240.01	282.36	324.71
12	245.93	240.01	282.36	324.71

(出典) <http://english.mnb.hn/resource.aspx?resourceID=mnbfle&resourcename=en0303-say> より。

ECU50%となり、また、93年8月にドル50%、マルク50%、94年5月にはドル30%、ECU70%となった。それ以後、97年1月にはドル30%、マルク70%、そして、ユーロ導入の99年1月にドル30%、ユーロ70%になった。そして、2000年1月にはユーロが100%となり、通貨バスケット制からユーロ・ペッグになった<sup>17)</sup>。第15表を見られたい。03年6月以降のセントラル・パリティは1ユーロ = 282.36フォリントであり、その上下15%の範囲内にフォリント相場は維持されることになっている。しかし、実際の市場相場はパリティと上限の中間にあり、フォリントが強含みで推移していることがわかる。いずれにしても、ハンガリーにおいてユーロは基準通貨であり、介入通貨になっている。

以上、本節ではデンマーク、スウェーデン、チェコ、スロバキア、ハンガリーの5ヶ国の為替政策を見てきた。この5ヶ国に

においてユーロは各国通貨の相場の基準になっており、介入通貨になっていることが確認された。資料の制約から、これらの国における外貨準備がどの通貨で保有されているかは、スウェーデン、チェコ以外には明確にはできなかったが、ユーロが主要な構成になっているものと思われる。

## 、欧州におけるドルとユーロの重層的国際信用連鎖の形成

### 欧州諸通貨のドル、ユーロとの裁定取引

第1節で見たように、欧州各国の外国為替市場において、直物為替取引ではユーロは欧州各国通貨と直接に交換されており、為替媒介通貨機能を果たしていることがはっきりした。また、第2節で見たように、ユーロに参加していない欧州各国はユーロを基準に為替政策を実施している。ユーロは、為替媒介通貨(直物取引において)、基準通貨、介入通貨、準備通貨、それぞれの機能を併せ持っているという意味において、欧州地域では(ロシアを除く)、基軸通貨

としての地位を確保しているといえよう。

しかし，スワップ取引においては欧州の各外為市場ともドルと欧州諸通貨との取引が圧倒的である。ユーロと各国通貨とのスワップ取引額は無視できない額にあるといっても，ドルとの取引額にとっても及ばない。しかも，欧州各国の外国為替市場におけるスワップ取引額は直物取引額をかなり上回ってきている。

ここでは，以上のスワップ取引の状況を踏まえながら，ドルと欧州諸通貨との金利裁定取引の実態について明らかにすることが課題である。また，それとともにユーロと欧州諸通貨の間の金利裁定取引がどの段階まで進んできているのか，このことを確認することがあわせて重要な課題である。つまり，ドルとユーロによる重層的・短期信用連鎖（短資移動）の実態を確認したいのである。

金利裁定取引の実態をドルとユーロの取引から見ていこう。第16表を見られたい。これは，ロンドンにおけるドル（ユーロ・ダラー）とユーロ（ユーロ・ユーロ）の間の裁定取引である。2つの通貨の金利差（欄）とユーロ/ドルのスワップ・コスト（直先スプレッド欄）<sup>18)</sup>がほぼ一致し，その差は0.1%以下である。「金利平価」状態が成立している。盛んに2つの通貨の間で金利裁定取引が行なわれているのである。ドルとユーロの金利裁定取引については，もう1つユーロ・ダラーとEURIBOR（ユーロ・インターバンク・オファー・レート）の間の裁定取引，および米財務省証券とEURIBORとの裁定取引を見ておこう（第17表）<sup>19)</sup>。ユーロ・ダラーとEURIBORの間の金利差（欄）とスワップ・レート（欄）がほぼ一致し，その差はユーロ・ダラーとユーロ・ユーロにおいてと同じように0.1%以下であり，「金利平価」状態が成立している。つまり，これら2つの金融資産の間でも盛んに金利裁定取引が行なわれていることがわかる。米財務省証券とEURIBORとの間の裁定取引も行なわれているが，米財務省証券とEURIBORとの間の金利差（欄）とスワップ・レート（欄）の差は，ユーロ・ダラーとEURIBORと金利差（欄）とスワップ・レート（欄）の差よりも大きくなっている。つまり，

第16表 ユーロ・ダラーとユーロ・ユーロの金利差とスワップコスト（2004年）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
ユーロ・ダラー金利 <sup>1)</sup>	1.12	1.11	1.11	1.14	1.25	1.50	1.63	1.74	1.93	2.10	2.32	2.51
ユーロ・ユーロ金利 <sup>1)</sup>	2.09	2.07	2.03	2.05	2.09	2.11	2.12	2.11	2.12	2.15	2.17	2.17
-	-0.97	-0.96	-0.92	-0.91	-0.84	-0.61	-0.49	-0.37	-0.19	-0.05	0.15	0.34
ユーロ/ドルの スワップコスト <sup>2)</sup>	-1.00	-0.96	-0.88	-0.93	-0.93	-0.53	-0.46	-0.33	-0.13	0.00	0.24	0.41

1) 3カ月金利（両金利ともロンドン市場）

2) (-) はユーロのディスカウント，(直物相場 - 先物相場) / 直物相場  $\times \frac{12}{3}$   
 (出典) Bank of England, *Bankstats* G1.1 および Federal Reserve Bank of New York, *Foreign Exchange Rates Historical Search* より。

第17表 ドル/ユーロの金利差とスワップコスト

	2001						2002							
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
ユーロ金利 <sup>1)</sup>	4.47	4.35	3.98	3.60	3.39	3.34	3.34	3.36	3.39	3.41	3.47	3.46	3.41	3.35
ユーロ・ドル金利 <sup>2)</sup>	3.75	3.57	3.03	2.40	2.10	1.93	1.82	1.90	1.99	1.97	1.90	1.88	1.85	1.77
米財務省証券金利 <sup>3)</sup>	3.54	3.39	2.87	2.22	1.93	1.72	1.64	1.73	1.80	1.72	1.74	1.71	1.68	1.66
-	0.72	0.78	0.95	1.20	1.29	1.41	1.52	1.46	1.40	1.44	1.57	1.58	1.56	1.71
-	0.93	0.96	1.11	1.38	1.46	1.62	1.70	1.63	1.59	1.69	1.73	1.75	1.73	1.69
ユーロ/ドルの スワップレート	-0.76	-0.83	-0.96	-1.25	-1.33	-1.43	-1.55	-1.49	-1.48	-1.49	-1.61	-1.65	-1.63	-1.64

1) ユーロ金利は EURIBOR (3ヶ月)

2) ドル金利はユーロ・ドル (3ヶ月)

3) 3ヶ月もの

(出典) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Sep. 2002, statistical section, p.44 and p.47.

第18表 ドルとボンドの金利差とスワップコスト (2004年) (%)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
ドル金利 <sup>1)</sup>	1.12	1.11	1.11	1.14	1.25	1.50	1.63	1.74	1.93	2.10	2.32	2.51
ボンド金利 <sup>2)</sup>	3.99	4.10	4.23	4.33	4.46	4.73	4.79	4.89	4.87	4.83	4.82	4.81
-	-2.87	-2.99	-3.12	-3.19	-3.21	-3.23	-3.16	-3.15	-2.94	-2.73	-2.50	-2.30
ボンド/ドルの スワップコスト <sup>3)</sup>	2.90	2.98	3.15	3.18	3.27	3.26	3.21	3.18	2.95	2.77	2.49	2.27

1) ユーロ・ドル金利 (3ヶ月)

2) インターバンク金利 (3ヶ月)

3) +はドルのプレミアム

(出典) Bank of England, *Bankstats*, Table G1.1 G1.2 より。

ドルとユーロの間の金利裁定取引の主なルートが、米財務省証券と EURIBOR との間ではなく、ユーロ・ドルと EURIBOR との間になっていることがわかる。今日でも、ドルと諸通貨との裁定取引において、その中軸に位置しているのはアメリカ国内資産ではなくユーロ・ドルなのである<sup>20)</sup>。

次ぎはドル (ユーロ・ドル) とボンド (インターバンク預金) の間の金利裁定取引である (第18表)。この2つの金融資産の間も「金利平価」状態が成立していることが一目瞭然である。すなわち、2つの金利差 (欄) とボンド/ドルのスワップ・コスト (直先スプレッド欄) がほぼ一致しているのである。

ロンドンでは、ユーロ・ドルとユーロ・ユーロの間で、また、ユーロ・ドルとボンドの間で金利裁定取引が盛んに行なわれ、ロンドン外為市場におけるドル/ユーロ、ドル/ボンドのスワップ取引額が大きくなっているのである。しかも、ロンドンにおける金利裁定取引は、世界各地から取引が繋がれており、それが、ロンドン外為市場におけるクロスボーダー取引を巨額

第19表 ユーロとボンドの金利差とスワップコスト

	2001年				2002年							
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
ユーロ金利 <sup>1)</sup>	3.98	3.60	3.39	3.34	3.34	3.36	3.39	3.41	3.47	3.46	3.41	3.35
ボンド金利 <sup>2)</sup>	4.48	4.20	3.82	3.87	3.86	3.90	3.97	4.01	3.99	4.02	3.88	3.80
-	-0.50	-0.60	-0.43	-0.53	-0.52	-0.54	-0.58	-0.60	-0.52	-0.56	-0.47	-0.45
ユーロ/ボンドの スワップコスト <sup>3)</sup>	0.68	0.76	0.58	0.61	0.64	0.61	0.67	0.69	0.63	0.65	0.59	0.56

1) 3ヶ月のEURIBOR

2) 3ヶ月大蔵省証券

3) +はユーロのプレミアム

(出典) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Sep. 2002, statistical section, p.44 and p.47 より。

第20表 デンマーク金利とドル，ユーロとの金利差およびスワップコスト（2004年）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
ドル金利 <sup>1)</sup>	1.12	1.11	1.11	1.14	1.25	1.50	1.63	1.74	1.93	2.10	2.32	2.51
ユーロ金利 <sup>2)</sup>	2.09	2.07	2.03	2.05	2.09	2.11	2.12	2.11	2.12	2.15	2.17	2.17
デンマーク金利 <sup>3)</sup>	2.14	2.13	2.09	2.12	2.15	2.16	2.17	2.15	2.15	2.16	2.16	2.15
-	-0.97	-1.02	-0.98	-0.98	-0.90	-0.66	-0.54	-0.41	-0.22	-0.06	0.16	0.36
-	-0.05	-0.06	-0.06	-0.07	-0.06	-0.05	-0.05	-0.04	-0.03	-0.01	0.01	0.02
ドル/デンマーク クローネのスワップコスト <sup>4)</sup>	1.56	1.59	1.49	1.60	1.35	0.91	0.78	0.60	0.26	0.02	-0.34	-0.50
ユーロ/デンマーク クローネのスワップコスト <sup>4)</sup>	0.10	0.14	0.17	0.15	0.16	0.11	0.11	0.11	0.08	0.00	-0.05	0.02

1) ユーロダラー金利（3ヶ月）

2) ユーロ・ユーロ（3ヶ月）

3) デンマーク・インターバンク金利

4) +はドル，ユーロのプレミアム

(出典) デンマーク・ナショナル銀行のホームページ（<http://www.nationalbanken.dk/DNUK/Statistics.nsf/side>）, Bank of England, *Bankstats*, Table G1.1 より。

にしているのである。

さらに注目しなければならないのは，ユーロとボンドの間でも部分的に直接の金利裁定取引が行なわれている可能性があるということである。第19表を見られたい。これによると，ユーロとボンドの金利差がユーロ/ボンドのスワップ・コストに極めて近くなっている。

しかし，ここで確認しなければならないことは，このスワップ・コストが現実の取引のコストなのか，もしくは金利差と直物相場から計算されて算出されたものか<sup>21)</sup>，そのどちらであるかということである。第1節で見たように，ユーロ/ボンドのスワップ取引額はそれら通貨の直物取引額の55%に達しており，このスワップ・コストは金利差と直物相場から計算されたものではなく，現実の取引によるものと考えられる。そうであるなら，ユーロとボンドの間で，ドルとボンドの間での裁定取引と比べるとはるかに額は少ないが，直接的な金利裁定取引が行なわれていると見てよいだろう。

ユーロ地域外の裁定取引はどうであろうか。デンマークについてみてみよう。第20表である。これを見るとデンマーク・インターバンク預金とユーロ・ユーロの間での裁定取引の方が、デンマーク・インターバンク預金とユーロ・ダラーとの裁定取引よりも盛んのように見える。欄の数値と欄の数値が近く、それと比べると、欄の数値と欄の数値は離れているからである。

しかし、このように言うのは間違いであろう。というのは、デンマークはERM2に参加しており、デンマーク・クローネはユーロにほぼ釘付けされている(第2節の第8表)。また、デンマーク金利もユーロ金利とほぼ同じ金利水準で推移している<sup>22)</sup>(第20表)。デンマーク金利とユーロ金利に差がなく、クローネの直物相場がユーロに釘付けされているのであるから、デンマーク・インターバンク預金とユーロ資産の間で金利裁定取引が行なわれる余地は少ない。現に、第1節で見たように、クローネとユーロのスワップ取引額はクローネとドルの取引額と比べて極めて少ない。したがって、デンマーク・クローネの対ユーロ先物相場は、直物相場と両金利差から計算されて算出されており、現実の相場ではない可能性が高い。デンマークで現実に行なわれている裁定取引はドルとクローネとの間、ドルとユーロやその他の通貨との間で行なわれていると考えられる。

それでは東欧ではどうであろうか。各国の先物相場についての統計が乏しく、ここではスロバキアについて見てみよう。スロバキア・ナショナルバンクは対ドル、対ユーロの先物相場を公表している。それを元に作成したのが第21表である。これによると、月によっては金利差がスワップ・コストから大きく離れており、裁定取引が成立していない時期がある。2月などである。この2月には2つの金利差と2つのスワップ・コストが乖離しており、スロバキア・クラウンは、ドルともユーロとも裁定取引が成立していないのである。

第21表 スロバキア・クラウン金利とドル、ユーロとの金利差、スワップコスト(2004年)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
クラウン金利 <sup>1)</sup>	5.80	5.77	5.31	5.00	4.88	4.05	3.89	4.07	4.20	4.28	3.94	3.66
ドル金利 <sup>2)</sup>	1.12	1.11	1.11	1.14	1.25	1.50	1.63	1.74	1.93	2.10	2.32	2.51
ユーロ金利 <sup>2)</sup>	2.09	2.07	2.03	2.05	2.09	2.11	2.12	2.11	2.12	2.15	2.17	2.17
-	4.68	4.66	4.20	3.86	3.63	2.55	2.26	2.33	2.27	2.18	1.62	1.15
-	3.71	3.20	3.28	2.95	2.79	1.94	1.77	1.96	2.08	2.13	1.77	1.49
クラウン/ドルの スワップコスト <sup>3)</sup>	4.33	6.46	4.49	5.09	4.07	2.97	2.37	2.57	3.34	3.30	2.25	1.29
クラウン/ユーロの スワップコスト <sup>3)</sup>	3.24	4.16	3.89	3.08	3.22	2.62	1.94	2.51	2.23	2.63	2.12	1.55

1) 3ヶ月オファーレート

2) ロンドンでの3ヶ月オファーレート

3) +はドル、ユーロのプレミアム

(出典) <http://www.nbs.sk/KL/INDEX.HTM>, <http://www.nbs.sk/KLFW/FWEN0401.HTM>, <http://www.nbs.sk/SDDS/UROX/BRIE0401.HTM>, Bank of England, *Bankstats*, G1.1 より。



また，ドル金利とスロバキア・クラウン金利の差が，ドル/クラウンのスワップ・コストと大きく乖離している月がある。4，9，10月である。ユーロ金利とクラウン金利の差の方が，概して，ユーロ/クラウンのスワップ・コストに近い。このことから，ユーロとクラウンの間で金利裁定取引が行なわれている可能性が高いといえるかもしれない。しかし，この結論には慎重さが必要である。というのは，スロバキアの外為市場については資料が乏しいのであるが，他の東欧市場と同じように，スワップ取引の大半がドルを一方とする取引である。ユーロとクラウンのスワップ取引はごく部分的である<sup>23</sup>。したがって，市場規模が極めて小さいユーロ/クラウンの先物相場は現実の取引によって「自立的」に形成されているというよりも，2つの金融資産の金利と直物相場に大きく規定されて計算上算出される相場に近いものになっている可能性がある<sup>24</sup>。逆に，ドル/クラウンの先物相場の方は，その市場規模が大きいことから「自立的」に形成されて裁定取引が行なわれているが，一時的に金融諸規制等によって裁定取引が成立しない時期があるのであろう。

それゆえ，スロバキアでの裁定取引は西欧諸国のような水準にはなく，諸規制によって不充分にしか成立していないし，裁定取引も主にはドルと行なわれており，第21表にもかかわらず，ユーロとクラウンの間での直接的な裁定取引が行なわれているとしてもごく部分的であらう。

以上に見てきたように，欧州での裁定取引の大部分はドルと西欧諸通貨の間で行なわれているが，部分的にユーロと西欧諸通貨の間でも行なわれるようになってきていると言えよう。

### ユーロ建・信用連鎖の形成

前項において裁定取引に伴う短資移動について見たので，次ぎに，ユーロによる国際銀行信用連鎖について見よう。まずは，BIS報告銀行のクロスボーダー債権の状況についてである（第22表）。この表の推移を検討する前に，この表における「国内通貨」「外国通貨」の意味を確認しておこう。「国内通貨」の項のユーロについてであるが，ユーロ地域の銀行が，同じユーロ地域の外国も含め，外国へユーロで融資等を行なえば「国内通貨」として表示され，「外国通貨」のユーロとして表示されるクロスボーダー債権はユーロ地域外の銀行がユーロ地域も含め外国へユーロで行なう融資等である。

以上のことを踏まえた上で，この表を見ると「国内通貨」の項におけるユーロ建債権が99年に大きく増加している。もちろん，これはユーロ地域の諸国が同じユーロ地域の他の諸国へユーロで融資しても99年以後は「国内通貨」として表示されるからである。そのかなりの部分は98年までは「外国通貨」として表示されていたのである。例えば，ドイツの銀行がフランス・フラン，ギルダー等の西欧諸通貨でのちのユーロ地域に融資しても「外国通貨」として表示されていたのであるが，99年以降にはユーロで融資されることになったから「国内通貨」となり，99年には「外国通貨」の項のユーロが大きく減少した。

第22表 BIS報告銀行のクロス・ボーダー債権(年末, 月末)(億ドル)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004.6
国内通貨	25,223	35,406	37,832	41,512	50,531	64,470	70,433
ドル	7,348	7,919	8,945	10,393	10,819	13,198	15,137
ユーロ <sup>1)</sup>	8,517	18,854	19,969	21,697	29,485	39,945	42,837
円	5,357	4,957	4,515	3,828	3,535	3,324	3,347
債券	2,128	1,914	2,204	2,388	3,962	4,799	5,608
スイス・フラン	944	878	732	771	879	768	816
その他	929	884	1,466	2,436	1,850	2,435	2,688
外国通貨	60,544	50,909	59,759	64,525	74,261	85,593	92,715
ドル	31,412	31,241	37,734	41,976	45,210	49,787	54,085
ユーロ <sup>1)</sup>	15,564	8,600	9,980	11,423	15,504	20,184	20,974
円	4,605	3,956	4,370	3,319	3,945	4,519	4,860
債券	2,050	2,290	2,428	2,645	3,181	4,020	4,974
スイス・フラン	1,594	1,510	1,611	1,709	1,843	2,045	2,152
その他	5,319	3,312	3,636	3,454	4,578	5,038	5,670

1) 1998年はユーロ地域の諸通貨の合計

(出典) BIS, *Quarterly Review*, Table 5A (March 2001 - 1998, 1999, Dec. 2002 - 2000, 2001, Dec. 2004 - 2002, 2003, 2004. 6) より。

第23表 BIS報告銀行の対内・外貨建債権(億ドル)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004.6
ドル	6,151	6,174	7,623	8,196	8,477	10,596	11,459
ユーロ <sup>1)</sup>	3,996	1,691	2,526	3,110	4,306	6,758	7,479
円	758	747	828	810	771	1,079	1,147
債券	455	511	539	470	468	611	709
スイス・フラン	771	829	908	900	1,116	1,461	1,543
その他	879	849	1,518	1,546	873	1,232	1,314
未分類	906	897	1,127	597	1,414	1,657	1,621
全通貨	13,916	11,698	15,070	15,629	17,425	23,394	25,271

1) 1998年はユーロ地域の諸通貨の合計

(出典) BIS, *Quarterly Review*, Table 5D (前表に同じ)。

しかし、「国内通貨」の項のユーロ建は99年以後も急速に伸びており、アメリカ所在銀行によるドル建・対外融資等を大きく上回っている。それはユーロ地域所在銀行が同じユーロ地域の外国へ融資等を行なうばかりでなく、北欧、東欧等のユーロ地域外へもユーロ建・融資等を伸ばしているからだと考えられる。

「外国通貨」の項のユーロは99年に先に記した理由により大きく減少したが、それ以後徐々に増加している。ユーロ地域外に所在している銀行がユーロ建で融資等を伸ばしているのである。また、対内・外貨建債権、つまり、外貨での国内融資等を示したのが第23表である<sup>25)</sup>。ユーロ地域外に所在している銀行が99年以後ユーロ建債権を順調に伸ばしていった。ユーロ地域外の銀行が外国からユーロ資金をとり入れ、そのユーロ資金を国内で運用しているのである。

とくに，ロンドン所在銀行，北欧，東欧の銀行が外国からユーロ資金を調達し，そのユーロ資金を一方では外国へ融資し，また，一部は国内向けユーロ建の融資等に当てているのである。

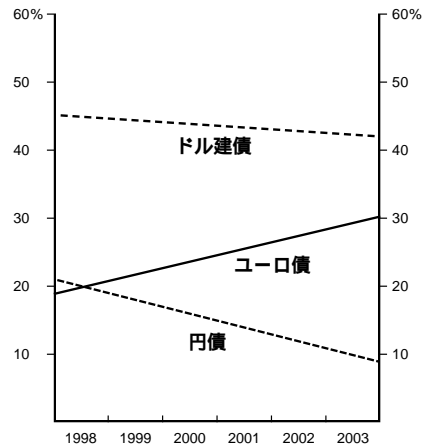
もちろん，欧州においてユーロ建の信用連鎖だけが形成されているのではない。欧州各国は同時に多額のドル建の債務をもっている。とくに，ロンドン市場からユーロ地域へはもちろん，北欧，東欧へもドル建で対外貸付等の融資が行なわれているであろう（「外国通貨」のドル建部分）。かくして，ユーロ建とドル建の重層的な国際銀行信用連鎖が形成されているのである。

ユーロ建信用の展開は銀行信用連鎖だけではない。国際債においてもユーロ建の比率が全世界的に拡大している。第1図を見られたい。ユーロ導入の99年1月に20%ぐらいであった比率が03年末には30%にまで成長している。逆にドル建債が率を低下させてきている。補足的に第24表も掲げておこう<sup>26)</sup>。これはユーロ地域外の居住者によるユーロ建債の発行残高を示している。これも着実に伸びてきており，ユーロ地域外の非銀行レベルにおいてもユーロ建信用連鎖が拡大してきていることが把握できよう。

，おわりに

それでは，「ユーロ体制」という範疇は成立しているのであろうか。ドル体制は，少なくとも以下の契機を含んでいる。ドルの基軸通貨としての機能，ドルによる国際信用連鎖の形成，「国際金融協力」の強制，IMF，世界銀行等の国際機関によるドル体制支持<sup>27)</sup>。ドル体

第1図 国際債の通貨別シェア（残高）



（出典）European Central Bank, *Monthly Bulletin* Nov. 2003, p.72.

第24表 ユーロ地域外の企業，金融機関等によるユーロ建債の発行残高<sup>1)</sup>  
（億ユーロ）

	合計	うち長期
1999	6,293	5,947
2000	7,930	7,394
2001	9,279	8,734
2002	10,515	9,859
2003. 9	11,963	11,109

1) 株式を除く  
（出典）European Central Bank, *Monthly Bulletin*, Euro area statistics, Table 3.6, Table 3.5 より。

制という時、何らかの「通貨・金融の権力構造」が形成されていると言わなければならない。ドルの基軸通貨としての機能、及びドルの信用連鎖形成を土台に、「国際金融協力」、諸国際機関が、この「権力構造」をかたちづくっている。これと同じように「ユーロ体制」が成立しているのであろうか。

第1節において、ユーロは直物取引において為替媒介通貨として機能していること、第2節において、ユーロは北欧、東欧（ロシアを除く）で基準通貨、為替介入通貨、準備通貨としての機能を保持していることが明らかになり、ユーロは欧州において不十分であるが基軸通貨としての地位をほぼ獲得していることがわかった。さらに、第3節において、ドルとともに、ユーロによる国際信用連鎖が形成されてきていることも確認できた。

しかし、「ユーロ体制」の確立を言うには以下のことが述べられなければならない。つまり、ユーロ導入に伴い、欧州中央銀行が設立され、ユーロ参加各国は独自の金融政策を放棄しECBの実施する金融政策に任している。したがって、そこには「協力」とともに強制力が働いている。また、ユーロの「国際通貨発行特権」は1つの国には属していないで、協同保有となってドルに対抗しているばかりでなく、周辺国に及んでいる。

さらに、ユーロが基準通貨化しているということは、周辺国における為替政策がユーロを基準に行われているということであり、その国の金融・財政政策もユーロ相場によって左右されるということである。以上の意味において、一定の「通貨・金融の権力構造」が形成されてきていると考えられるであろう。「ユーロ圏」という表現では不十分である。

以上のことを考慮すると、「ユーロ体制」はなお脆弱さをもっているが、形成されつつある。今後、ユーロと欧州諸通貨との裁定取引は徐々に進展しよう。ユーロの基軸通貨化が一層進展し、また、ユーロによる短期・長期の信用関係が進んで、それにしたがって、北欧、東欧の為替政策、金融・財政政策もますますユーロへ「収斂」していくものと考えられる。「ユーロ体制」は、体制として確固たるものになっていくであろう。また、「ユーロ体制」は周辺国が通貨危機に見舞われた時に、体制としての諸特徴をあらわにするかもしれない。

(2005年3月3日脱稿)

#### 注

- 1) 筆者が「ユーロ体制」という言葉を最初に使ったのは『現代用語の基礎知識』（自由国民社、2004年）の巻頭特集においてであった（「ドル体制の変化とユーロ」）。
- 2) 筆者は01年の外為市場調査について以前に次のように述べた。「ドイツ・インターバンク市場における直物取引では、ユーロはドルとともに為替媒介通貨として機能している」（拙書『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社、2002年、208-209ページ）。また、「ユーロは98年時点のマルクよりも国際通貨としての地位は高くなっている」（同上書223ページ）。これに対して田中素香氏は筆者に対して次のように言われた。「それはフランクフルト市場やパリ市場でユーロが

為替媒介通貨として機能しているという誤解に由来している」（田中素香，藤田誠一編著『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版，2003年，117ページ），「フランクフルト市場やパリ市場ではユーロは自国通貨なのだから，為替媒介通貨として機能することはありえない。東京市場で円が為替媒介通貨でありえないのと同じことである」（同上）。

しかし，「自国通貨だから自国市場において為替媒介通貨になり得ない」というのはおかしい議論である。これは氏が為替媒介通貨概念について，誤解されているからであろう。われわれが為替媒介通貨概念を獲得していく時期に重要視した1つの文献をここで振り返っておこう。ニューヨーク連銀のR.M.クバリッチは，「国の内外を問わずすべての銀行間取引において，外国通貨はそれに対応するドルの売買により行なわれている。たとえ銀行の狙いが，ポンドあるいはフランス・フラン対価のマルク買であっても，やはりドルを介在させるのである」（*Foreign Exchange Markets in the United States*, 1983, 東京銀行ニューヨーク支店訳『アメリカの外国為替市場』東銀リサーチインターナショナル，1984年，33ページ，下線は引用者）と述べて，ニューヨーク市場においても，そうであることを実証するために1977年と1980年におけるニューヨーク市場のドルと諸通貨との為替取引高を明示している（表は同訳書の38ページに掲載，これは多くの研究者周知の表であり，紙幅を考慮して小論では引用しない）。ドルはニューヨーク市場で為替媒介通貨として機能しているのである。

現在もニューヨーク市場においてドルが為替媒介通貨として機能していることには変わりがない。紙幅を考慮し2004年の統計は割愛して01年のアメリカの外為市場の通貨別取引を見られたい（前掲拙書の219ページの表）。ドルは種々の通貨と交換されている。また，この表には示さなかったが，インターバンク直物取引のうち27%がローカル取引（二重計算は修正済）であり，73%がクロスボーダー取引である（219ページの表と同じ資料）。つまり，ドル以外の2つの通貨を交換する際に，各国の銀行はニューヨーク市場を利用するかたちでニューヨーク所在銀行へドルと諸通貨の取引をつないでおり，また，アメリカ所在銀行も同市場を利用してそれらの諸通貨の交換を行なっているのである。すなわち，ニューヨーク市場においてドルは為替媒介通貨として機能しているのである。

同じことはユーロについても言える。フランス市場は規模が小さいのでニューヨーク市場におけるドルと同じように扱えないが，フランスの直物為替市場においてユーロはポンド，円，スイス・フラン，その他の通貨と取引されている（前掲拙書210ページの表）。フランス所在の銀行は外国所在の銀行（多くはロンドン所在，ニューヨーク所在，北欧・東欧所在）とそれらの取引を行ない，また，フランス所在銀行どうしそれらの取引を行なっているのである。つまり，ユーロ，ドル以外の2つの通貨の交換に際し，ユーロがドルとともに為替媒介通貨して機能し，フランス市場が利用されているのである。ユーロ地域の外為市場は各国に分散しているが，フランクフルト，パリなどの2，3の市場に集中すれば取引規模が大きくなり，このことはより明確になるだろう。

また，円が為替媒介通貨として成長したとすれば，東京所在銀行は海外の銀行に対して円と諸通貨の交換を行なうとともに，東京所在銀行どうしでもそれらの取引を行なうであろう。東京外為市場において円は為替媒介通貨として機能するのである。

以上のことから次のように言えよう。為替媒介通貨となった国の外為市場においては，海外の外為市場と取引がつながらながら，自国通貨が為替媒介通貨として機能し，また，為替媒介通貨となった国の外為市場においてもローカル取引が行なわれて，自国通貨が為替媒介通貨として機

能するのである。かくして、田中素香氏の「本国通貨だから為替媒介通貨として機能することはありえない」という主張は正しいものとは言えない。

- 3) 小論では外国為替市場の調査を詳細に論じることが目的ではないので(その課題は別稿で行いたい)、04年調査の結果については要点のみを記す。また、小論の脱稿時にはBISの最終的なSurveyが公表されていないので、小論では各国別の市場の分析にとどまる。
- 4) BIS, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004, Preliminary global results*, September 2004, Table 1.
- 5) *Ibid.*, Table 5.
- 6) 拙稿「西欧外国為替市場の中核としてのロンドン市場 諸市場間の連携と「多層構造」」『立命館国際研究』10巻2, 3号, 1997年12月, 同論文は以下の拙書に収録。『ドル体制とユーロ, 円』日本経済評論社, 2002年, 第6章。
- 7) 01年の欧州における外国為替取引の状況については前掲拙書の第7章「国際通貨としてのユーロ」を参照されたい。
- 8) 01年にはロンドン所在銀行どうしの取引額は22%であったが, 04年には43%になった(Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Winter 2001, p.426, Winter 2004, p.480)。
- 9) 01年のドイツ市場の状況については, 前掲拙書『ドル体制とユーロ, 円』208-209ページ参照。
- 10) BIS, *Triennial Central Bank Survey 2001*, March 2002, p.56.
- 11) ドルとユーロ以外の通貨との取引では全インターバンク為替取引のうち, 先物, スワップ取引が66%を占めている(*ibid.*, p.54)。
- 12) チェコ市場は, 東欧市場では直物, アウトライト先物, スワップ取引, インターバンク, 顧客取引の区分が公表されている数少ない市場である。
- 13) チェコ・コ罗纳が一方となるインターバンク直物取引額は全体で87億2200億ドルである。
- 14) <http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=12468>, Gold and foreign exchange reserve.
- 15) <http://www.nbs.sk/KL/INDEX.HTM>
- 16) 同上。
- 17) [http://english.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbexchange\\_rates&ContentID=3396](http://english.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnbexchange_rates&ContentID=3396)
- 18) (直物相場 先物相場) ÷ 直物相場 × 12 ÷ 先物期間(月)
- 19) ブンデスバンクは *Monthly Report* において2002年8月までのユーロ/ドル, ユーロ/ポンドのスワップコスト(スワップレート)を公表してきたが, 現在, それは中断されている。したがって, 第17表も2001年から2002年中期までのものにせざるを得なかった。
- 20) 1970年代におけるドルとマルクの間金利裁定取引の主なルートが米国内の金融資産とマルクではなく, ユーロ・달러とドイツ・インターバンク預金の間で行なわれていたことを以下の拙書で示した。『多国籍銀行とユーロ・カレンシー市場』同文館, 1988年, 第4章。
- 21) 1960年代の金利裁定取引を分析したE.W.クレンデニングはユーロ・スターリング市場規模が小さく, そのために裁定資金の供給弾力性が小さいことから, ユーロ・달러とユーロ・スターリングの金利差が, 先物相場の決定を促進するよりもユーロ・달러と英国内資産の間の裁定取引で主に決まった先物相場とユーロ・달러金利がユーロ・スターリング金利を決定していることを明らかにした(E.W. Clendenning, *The Euro-Dollar Market*, 1970, pp.110 - 119, 坂田真太郎訳『ユーロ・달러・マーケット』日本経済新聞社, 1971年, 139 - 148ページ)。同じことが70年代のユーロ・マルク金利についても言えた。ユーロ・マルク市場規模が小さかった時期, その

欧州におけるユーロの地位とドル，ユーロによる重層的信用連鎖（奥田）

金利はユーロ・달러金利と直先スプレッドから計算されて算出されたのである（注20）の拙書，第4章参照）。小論では，スワップ市場規模が小さいために供給弾力性が低く，先物相場が実際の裁定取引からではなく，2つの金利差と直物相場から「金利平價」に近い水準に算出されることがありうることを強調しているのである。

22) デンマークはユーロに参加できる環境にあると言えよう。

23) NBS, Basic Characteristics of the Slovak Foreign Exchange Market SR

24) 注21)を参照されたい。

25) この債権も以前に記した理由により99年には大きく減少している。

26) ECBは *Monthly Bulletin*でのこの表の公表を2003年12月号で終わらせている。

27) 筆者はドル体制について次のように述べてきた。ドル体制は，ドルが基軸通貨として機能し，その上でドルによる国際信用連鎖が形成されている国際金融の全体系であり，その体系の下で，「G5，G7や先進国の協調的介入等の「国際協力」とともにIMF，世界銀行等の国際機関が編成替えさせられ，ドル体制を維持すべく機能して」（前掲拙書『ドル体制とユーロ，円』，4ページ）いる。

## On the Euro Regime

The purpose of the present paper is to consider whether the Euro Regime has progressed or not. In order to arrive at a conclusion, three issues are to be studied. Firstly, how much is the Euro used as a vehicle currency in foreign exchange markets? Secondly, in Scandinavia countries and eastern European countries how much is the Euro utilized as a standard currency and intervention currency in foreign exchange policies? Thirdly, how much do the credit relations of the Euro develop in European countries, especially in non-Euro countries?

After considering such three issues, we can arrive at the conclusion that the Euro Regime is progressing in European area.

( OKUDA, Hiroshi 本学部教授 )