

通貨ユーロの役割

藤井 眞理子

東京大学教授 先端経済工学研究センター

域内各国は、すべてユーロ建てで国債を発行することとなった。国内の投資家を主たる相手とし、国外との間ではマルクやフランといった為替リスクに大きく左右されていた状況から、資本市場における質の面での競争にさらされることとなったわけである。

ユーロの登場は、企業の“think globally”という意識を高めたこととされているが、発行体としての政府も例外ではない。各国は、統合市場における競争を強く意識し、投資家への働きかけや流通市場の整備、新しい商品設計などに積極的に取り組んでいる。国債管理政策の面でも、これまでの革新のリード役は米国市場であったが、統合に伴う協調と競争はこの数年間にほぼすべての手法や商品をヨーロッパに浸透させた。

ユーロ移行に伴う城内為替リスクの消滅は、投資家の国際分散投資にも影響を与えている。域内相互の投資が活発になることは容易に想像されるが、資本市場における投資家のポートフォリオの見直しも進んでいる。表は、ユーロ圏の各国における国債の非居住者保有の割合を示したものである。当局が国外投資家への働きかけを活発化するな

二〇〇二年一月からユーロ現金の流通が始まり、旅行者として欧州を訪れる我々にもその意味が実感されるようになってきた。通貨の統一は、取引費用を節約し、経済を効率化する。このことが実感として体験できる。ユーロ圏の企業にとってのコスト節約はかなりの額にのぼるであろうし、ユーロ圏と取引を行う各国にとっても、キャッシュ・マネジメントをはじめとして、その利益は軽視できないように思われる。

WORLD TREND

ど、投資家層の多様化を推進していることもあり、ユーロ参加国の多くにおいて非居住者保有の割合が高まっている。理論的に最適な分散投資の状況と比較すると、現実のポートフォリオにおける国際化の程度はかなり低く、ホーム・バイアスが存在するといわれていた。通貨統合後の分散投資の意味は、それ以前とは異なるものの、ユーロ圏諸国での変化をみると、ポートフォリオ投資の場合でも、為替リスクがその選択に大きな影響を与えていることが推測される。

統合通貨が与えたもう一つの重要なインパクトは、リスクのvisibilityの高まりである。リスクを取引している資本市場において、スプレッドの違いを為替リスクや信用リスク等に区分して把握しやすくなったことは、域内比較、米国市場との比較などを容易にし、グローバル・ポートフォリオを通じたより効率的な資源配分につながると期待されている。

市場における効率的な資金配分やリスク管理は、的確な価格情報の把握、価値の評価、リスクの認識から始まる。「壮大な実験」であるEMU（欧州経済通貨統合）という枠組みが、政策運営の面でその成否を問

われるのはこれからであろうが、取引手段、価値尺度としての通貨ユーロがもたらした変化は市場が機能する仕組み、グローバル化の意味を再認識する上での手がかりを与えているのではないだろうか。

市場性国債に占める非居住者保有の割合

単位：%

	(各年末)	1995年	1998年	1999年	2000年
ユーロ参加国	イタリア	n.a.	32.3	38.8	42.4
	フランス	21.0	24.0	25.3	31.0
	スペイン	23.4	25.3	31.6	40.7
	フィンランド	53.4	49.5	58.3	61.8
	ベルギー	n.a.	20	n.a.	47
	デンマーク	42.3	44.7	43.5	41.8
	英国	n.a.	19	17	18
	米国	24.0	35.9	38.8	39.9

(出所) Central Government Debt, Statistical Yearbook 2001, OECD, 各国資料。

(注) デンマーク、英国など3カ国はEUメンバー国であるが、通貨統合には参加していない。ベルギー、英国の最新値は、それぞれ2001年9月末、2000年3月末。日本の国債保有における非居住者の割合は2000年末で約5%(日本銀行の資金循環統計)である。