

最近のドル化(dollarization)・
ユーロ化(euroization)を巡る議論について

2001年3月

畑瀬 真理子

日本銀行

海外事務所ワーキングペーパーシリーズ 01-2

Chief Representative Office in Europe
Bank of Japan

7-11 Moorgate
London EC2R 6AF, UK
Tel. 020-7606-2454
Fax. 020-7726-4819
E-mail: hatase@boj.co.uk

最近のドル化(dollarization)・
ユーロ化(euroization)を巡る議論について

畑瀬 真理子

要旨

このところ、エマージング諸国においてドル・ユーロ等の国際的に信認の高い外国通貨を自国の法定通貨として導入する「公式的なドル化・ユーロ化 (official dollarization/euroization)」を巡る議論が活発化している。近年、一部のラテンアメリカ諸国では公式的なドル化を実施する例もみられており、公式的なドル化・ユーロ化が現実的な政策オプションとして議論されるケースも増加している。本稿では、エマージング諸国にとって最適な為替相場制度を考えるための一助として、公式的なドル化・ユーロ化の理論的な論点、特に、ドル化・ユーロ化政策の採用国側からみたメリット・デメリット、ドル化・ユーロ化の政策手段としての有効性を巡る議論を整理する。また、併せて、中東欧諸国のEU加盟問題と、ユーロ化を巡る議論の背景についても整理する。

備考：海外事務所ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行海外事務所スタッフによるリサーチ活動の成果をとりまとめたもので、金融市場参加者、研究者等、有識者の方から幅広くコメントを頂戴することを企図しています。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは各海外事務所の公式見解を示すものではありません。

目次

はじめに.....	1
1. 最近のドル化・ユーロ化を巡る議論の活発化.....	2
2. ドル化・ユーロ化の理論.....	4
(1) ドル化・ユーロ化の種類.....	4
(2) 公式的なドル化・ユーロ化のメリット.....	6
(3) 公式的なドル化・ユーロ化のデメリット.....	9
(4) 米国・ユーロエリアへの影響.....	11
3. 公式的なドル化・ユーロ化の有効性.....	12
(1) 導入の目的.....	12
(2) 実施の前提条件.....	14
(3) 変動相場制とドル化・ユーロ化の選択.....	19
4. EU拡大とユーロ化.....	22
結びにかえて.....	26
(補論) 公式的なドル化・ユーロ化とカレンシー・ボード制 との違い.....	28

はじめに

このところ、一部のラテンアメリカ諸国におけるドル化(dollarization)の実施や、中東欧諸国の EU 加盟交渉の進展等を背景に、国際機関、政策当局や経済学者の間で、ドル化(dollarization)・ユーロ化(euroization)を巡る議論が活発化している。従来、ドル化・ユーロ化は、主に自国通貨に対する信認の低下に伴い、ドル等の国際的に信認の高い外国通貨が、自国通貨と並んで国内で自然発生的に利用される現象として認識される例が多かった。このため、ドル化・ユーロ化を巡る議論においても、こうしたいわば「非公式的なドル化・ユーロ化 (unofficial dollarization/euroization)」¹に焦点を当てた分析が主流であった。しかしながら、最近では、ドル・ユーロ等の国際的に信認の高い外国通貨を自国の法定通貨として導入する「公式的なドル化・ユーロ化 (official dollarization/euroization)」²に議論の焦点がシフトしてきている。本稿では、後者の「公式的なドル化・ユーロ化」を巡る議論に焦点を当て、その概要を整理する。

まず、第 1 節において、ドル化・ユーロ化に関する議論が活発化した背景を概観し、次に、第 2 節において、ドル化・ユーロ化の理論的な論点を紹介する。特に、ドル化・ユーロ化政策の採用国側からみたメリット・デメリット、他国に自国通貨が法定通貨として採用される諸国 (ドルの場合は米国、ユーロの場合はユーロエリア³) への影響について言及する。次に、第 3 節において、ドル化・ユーロ化の政策手段としての有効性を巡る議論を整理する。特に、導入の目的、成功のための前提条件、変動相場制とドル化・ユーロ化の選択の問題について、ドル化・ユーロ化をサポートする立場と否定的な立場双方の観点から検討する。最後に、第 4 節において、中東欧諸国の EU 加盟問題と、ユーロ化を巡る議論の背景について整理する。

¹ 本稿では、Schuler (2000)に基づき、「公式的なドル化・ユーロ化」および「非公式的なドル化・ユーロ化」の用語を採用した。

² 脚注 1 参照。

³ 本稿では、EMU の枠組みに基づいてユーロを導入している 12 か国を指す。

1. 最近のドル化・ユーロ化を巡る議論の活発化

最近、国際機関、政策当局や経済学者の間において、ドル化・ユーロ化を巡る議論が活発化している。その背景には、97年のアジア通貨危機に始まる一連の通貨危機の経験を踏まえたエマージング諸国における望ましい為替相場制度についての議論の活発化、一部のラテンアメリカ諸国および東欧諸国におけるドル化・ユーロ化の検討ないしは実施、欧州における中東欧諸国のEU加盟交渉の進展等があると考えられる。

まず、一連の通貨危機後、その経験を踏まえ、エマージング諸国にとって最適な為替・金融政策の制度的枠組みについて議論が盛んになった⁴。現在、学界・国際機関等では、「自由な資本移動の下で存続可能な為替相場制度は、厳格な固定相場制とフロート制である (two corner solutions)」とする向きが多く⁵、クローリング・ペッグ制や通貨バスケットに対するペッグ制等、厳格な固定相場制と変動相場制のいわば中間にあたるタイプの為替相場制度については望ましくないとの立場をとる論調が多い⁶。こうした状況下、通貨危機にも耐え得る厳格な固定相場制との観点から、カレンシー・ボード制や、ドル化・ユーロ化が注目を集めている。カレンシー・ボード制については、歴史的にみて、通貨危機による制度放棄に追い込まれた事例が存在しない⁷こと、特に香港、アルゼンチン、エストニア、リトアニア等のカレンシー・ボード制が一連の通貨危機の中で維持されたこともあり、通常の固定相

⁴ 一連の通貨危機を契機とするエマージング諸国における為替相場制度・金融制度の枠組みについての議論の詳細は、藤木(1999)を参照。

⁵ 藤木(1999)。

⁶ もっとも、一部にはバスケット・ペッグ制の方が望ましいとして、two corner solutions に対して反対の立場をとる政府・国際機関もある。例えば、第3回 ASEM(Asia-Europe Meeting) 財務大臣会議に提出された日仏スタッフ共同ペーパーは、「多くのエマージング市場経済にとって採りうる一つの解決策は、自国通貨が各国通貨により構成されるバスケットをその中心値とする明示的・非明示的なバンド内を変動するような管理フロート制かもしれない。こうした制度は、適切に設計された場合、為替相場ボラティリティの低下、インフレ期待の安定、および外的ショックに対応する伸縮性を調和させる」としている。また、伊藤(2001)もアジアでは管理フロート制が望ましいとしている。なお、Edwards(2000b)では、two corner solutions は米国および欧州の政策当局者の間では受け入れられているものの、他の地域、特にアジアには反対意見も多いとしている。

⁷ Ghosh, Gulde and Wolf (2000)、白井(2000)。

場制よりも通貨危機に対する耐久性が高いとの評価が広まった。こうした中で、カレンシー・ボード制を一步進めた形として、ドル化・ユーロ化が議論されるケースがみられる。

次に、ここ 2 年程の間に実際にドル化・ユーロ化を検討ないしは実施する諸国が出てきたことが、議論の活発化に寄与している。まず、ラテンアメリカでは、1999 年初にアルゼンチンのメネム大統領が同国のドル化の可能性について前向きな発言を行い、ドル化の議論に大きな影響を与えた。また、2000 年 3 月には、エクアドルが法定通貨を自国通貨から米ドルへ切り替えるドル化を実施した⁸ほか、2001 年 1 月より、エルサルバドルにおいて、米ドルが自国通貨と並ぶ法定通貨としての地位を認められた。一方、欧州では、1999 年にモンテネグロにおいてドイツマルクが法定通貨としての地位を認められたほか、セルビア領の一部であるコソボがドイツマルク化（ユーロ化）を実施した。

加えて、欧州では、中東欧諸国の EU 加盟交渉が進展するにつれ、加盟候補国でのユーロ化の可能性が論じられるようになってきている⁹。中東欧諸国では、近年 EU 諸国との貿易を含めた経済的な結びつきが強まっているうえ、EU 加盟を政治的目標に掲げる国が多い。こうした中で、EU 加盟候補諸国¹⁰を含む一部の国において、カレンシー・ボード制により、対ユーロで為替レートを固定している例がみられる。具体的には、ボスニア・ヘルツェゴビナ、ブルガリア、エストニアの各国である。これらの諸国のカレンシー・ボード制は概ねスムーズにワークしており、ロシア通貨危機およびそれ以降の景気後退期も乗り切っている。このため、一部の論者は、中東欧諸国ではユーロを準備通貨とするカレンシー・ボード制の導入ないしは、一步進めてユーロを法定通貨として導入すべきと主張している¹¹。さらに、一部ではあるものの、EU 加盟交渉のプロセスが遅滞する場合には、EU 加盟（より正確には EMU 参加）と同等の経済的効果を早期に得るために、加盟候補国は独自にユーロ化を実施することを検討するべきであるとの議論がみられる（詳細は第 4 節）。

⁸ 実際には、9 月まで半年の移行期間が設けられた。

⁹ Robertson(1999)、Covill(1999)、Bogetic (2000a) 、Dornbusch (1999)等。

¹⁰ 現在、EU 加盟候補国となっているのは、ブルガリア、キプロス、チェコ、エストニア、ハンガリー、ラトビア、リトアニア、マルタ、ポーランド、ルーマニア、スロバキア、スロベニア、トルコの 13 カ国。このうち、トルコを除く 12 カ国が、既に EU 側と加盟交渉を開始している。

¹¹ Dornbusch (1999)。

2. ドル化・ユーロ化の理論

(1) ドル化・ユーロ化の種類

一般に、一国の領域内において、外国通貨が自国通貨と並存して、ないしは自国通貨に替わって利用される現象を**ドル化・ユーロ化 (dollarization/euroization)**¹²と呼称する。このうち、当該国政府による法的・制度的な措置がなく、法定通貨としての地位がないまま外国通貨が利用される現象を「**非公式的なドル化・ユーロ化 (unofficial dollarization/euroization)**」と呼称する。一方、当該国政府が外国通貨の法定通貨としての地位を認め、外国通貨が自国通貨と並存ないしは自国通貨に替わって利用される現象を「**公式的なドル化・ユーロ化 (official dollarization/euroization)**」と呼称する^{13 14 15}(6 ページ図表参照)。以下では、それぞれの特徴点を整理する。

<非公式的なドル化・ユーロ化>

非公式的なドル化・ユーロ化は、政治的・経済的混乱に陥っている諸国において、自国通貨への信認が極端に低下している際に発生するケースが多い。例えば、マクロ経済ショックが発生し、自国通貨建て金融資産よりも外国通貨建て金融資産のリターンが有利になる局面においては、個人や企業は、自国通貨建てではなく、外国通貨建ての債券、預金等を保有するようになる¹⁶。また、ハイパーインフレの下で

¹² 自国通貨に替わって利用される外国通貨が米ドルであるケースが圧倒的に多いことから、dollarization の呼称が用いられることが多い。もっとも、最近では、欧州諸国における自国通貨のユーロによる代替が論じられる機会が増えてきており、euroization の呼称が用いられることも多いため、本稿では、「ドル化・ユーロ化」の呼称を用いる。

¹³ 「公式的」、「非公式的」の用語は Schuler (2000) による。

¹⁴ Schuler(2000)は、公式的なドル化・ユーロ化のうち、ドル等の外国通貨が法定通貨としての地位を得ているものの、自国通貨も引き続き法定通貨の地位を保つケースを、特に「準公式的なドル化・ユーロ化」として分類している。また、Bogetic(2000a)では、こうした制度を bimonetary systems と呼称している。

¹⁵ Bergsten(1999)では、非公式的なドル化・ユーロ化を「事実上のドル化・ユーロ化 (de facto dollarization/euroization)」、公式的なドル化・ユーロ化を「政策的なドル化・ユーロ化(policy dollarization/euroization)」と呼称している。

¹⁶ こうした価値保存目的の外国通貨の利用を資産代替 (asset substitution)、後述の支払い手段としての外国通貨の利用を通貨代替 (currency substitution) と分類することが多い。詳細は、Balino et al. (1999)。

は、決済手段に外国通貨が用いられやすい。

非公式的なドル化・ユーロ化については、特に米ドルについて多くの実例があることが知られている。例えば、Balino et al. (1999)では、広義流動性に占める外貨建て預金の割合が30%を超える国を「極めてドル化の進んだ国(highly dollarized economies)」としてアルゼンチン、ボリビア、カンボジア、ラオス、ペルー、トルコ、ウルグアイ等の例を挙げている。また、Schuler (2000)は、米ドル紙幣の55~70%、ドイツマルク紙幣の40%が国外で所有されているとの推計結果を紹介している。

< 公式的なドル化・ユーロ化 >

公式的なドル化・ユーロ化においては、政府がドル・ユーロ等の外国通貨を法定通貨として認めることにより、自国内において外国通貨が利用されるようになる。

なお、公式的なドル化・ユーロ化の中でも、自国通貨を完全に廃止するケースについて、「**完全なドル化・ユーロ化 (full dollarization/euroization)**」¹⁷と呼称することが多い。また、導入する外国通貨の発行国の承認を得ずに公式的なドル化・ユーロ化を実施する場合を、特に「**一方的なドル化・ユーロ化 (unilateral dollarization/euroization)**」と呼称することがある¹⁸。

公式的なドル化・ユーロ化と非公式的なドル化・ユーロ化との最大の違いは、前者においては、自国通貨を外国通貨に置き換えるプロセスにおいて、政府が積極的な役割を果たすことであろう。非公式的なドル化・ユーロ化は自然発生的な現象である一方、公式的なドル化・ユーロ化は、政府がとりうる政策のオプションである。

公式的なドル化・ユーロ化と極めて似た経済的効果を持つ為替相場制度に、国内のハイパワード・マネーの供給にあたって、外貨準備の保有を義務付け、準備通貨と自国通貨の交換比率を固定するカレンシー・ボード制がある¹⁹ ²⁰。もっとも、カレンシー・ボード制では、自国通貨が存続するため、完全なドル化・ユーロ化と比較すると、経済的効果は若干異なっている（両者の相違については補論参照）。

¹⁷ Berg and Borestein (2000), Bogetic (2000b)等。

¹⁸ McTeer(2000)では、通貨発行国の承認を得て実施するドル化・ユーロ化を「正式なドル化・ユーロ化 (formal dollarization/euroization)」と呼称している。

¹⁹ カレンシー・ボード制の詳細については、白井(2000)を参照。

²⁰ Bergsten(1999)は、「ドル化の概念は“currency board plus”として捉えることができる」としている。

なお、人口が百万人に満たない小国を除くと、公式的なドル化・ユーロ化を比較的長期に亘って採用している実例は、パナマ等ごく限られた国のみである。このため、公式的なドル化・ユーロ化は、理論上の政策としては有り得ても、「政治的に不可能とされてきた」²¹こともあり、この概念が活発に議論されるようになったのは、比較的最近のことである。

(図表)

ドル化・ユーロ化についての概念整理

ドル化・ユーロ化の種類	定義	具体例	
非公式的な ドル化・ユーロ化 (unofficial dollarization/ euroization)	法定通貨の地位を得ずに外国通貨が利用される	アルゼンチン、 ボリビア、 カンボジア、 トルコ等	
公式的な ドル化・ユーロ化 (official dollarization/ euroization)	法定通貨の地位を得た外国通貨が自国通貨と並んで /替わって利用される		
	準公式的なドル化・ユーロ化 (semi-official dollarization/euroization)	法定通貨の地位を得た外国通貨が 自国通貨と並んで利用される	ブータン、 ブルネイ、 レソト、 モンテネグロ等
	完全なドル化・ユーロ化 (full dollarization/euroization)	法定通貨の地位を得た外国通貨が 自国通貨に替わって利用される	エクアドル、 パナマ、 プエルトリコ等
	一方的なドル化・ユーロ化 (unilateral dollarization/euroization)	通貨発行国の承認を得ずに ドル化・ユーロ化を実施する	
正式なドル化・ユーロ化 (formal dollarization/euroization)	通貨発行国の承認を得て ドル化・ユーロ化を実施する	パナマ	

注1：非公式的なドル化・ユーロ化の具体例は、Balino et al. (1999)のTable 1において、「極めてドル化の進んだ国」として取り上げられている諸国の一部。

注2：準公式的なドル化・ユーロ化、完全なドル化・ユーロ化の具体例は、Schuler (2000)のTable1において取り上げられている諸国の一部。

注3：正式なドル化・ユーロ化の具体例として取り上げたパナマは、ドル化実施にあたり、米国と協定を締結している。

(2) 公式的なドル化・ユーロ化のメリット

公式的なドル化・ユーロ化を導入する国(以下導入国)にとっての経済的なメリットについては、以下の論点が取り上げられることが多い。すなわち、a)為替切り下げリスクの消失、b)インフレ率の低下、c)財政拡大政策に対する歯止めの強化、d)国内金利の低下、e)取引コストの低下および f)国内経済主体の国際金融市場へのアクセスの容易化である。なお、以下の議論においては、自国通貨は廃止すると考

²¹ Schuler(2000)。

える（完全なドル化・ユーロ化を想定）。

a) 為替切り下げリスクの消失

公式的なドル化・ユーロ化に伴う大きなメリットは、導入国の為替切り下げリスクが完全になくなることであろう²²。一部には、為替切り下げリスクの消失は、通貨危機の回避に効果があるとする意見もみられる²³。すなわち、エマージング諸国の経済・政治状況が悪化した場合、海外投資家が資金を引き上げたり、国内居住者が自国通貨建て資産を外国通貨建て資産にシフトする資本逃避（capital flight）が発生する。こうした状況においては、変動相場制の国では為替レートが大幅に下落し、固定相場制の国では、固定レートの切り下げないしは固定相場制の放棄に追い込まれる。通貨危機時には、為替レートの下落予想ないしは下落が一層の資本逃避を招くケースもみられるが、公式的なドル化・ユーロ化では、為替切り下げリスクがないことから、こうした資本逃避を回避することができるとしている。

b) インフレ率の低下

エマージング諸国のインフレ率は、一般に先進国よりも高いため、公式的なドル化・ユーロ化により、先進国の低インフレを「輸入」できる点がメリットとして指摘されることが多い。すなわち、為替レート的大幅下落や度重なる切り下げによる輸入インフレに悩む諸国においては、前述の為替切り下げリスクの消失により、物価上昇が抑制される。また、財政赤字の拡大によるハイパーインフレが問題である諸国においては、後述の財政拡大政策に対する歯止めの強化のルートを通じてインフレ率が低下する。

c) 財政拡大政策に対する歯止めの強化

エマージング諸国においては、中央銀行による政府の財政赤字のファイナンスが貨幣の発行増加に繋がり、それがしばしばハイパーインフレを引き起こす。ドル化・ユーロ化を実施した場合には、こうした財政赤字のファイナンス方法がなくなるため、財政に対する規律がよりよく働くというメリットがある。財政規律の強化は、期待インフレ率の低下にも繋がり、インフレ率低下や金利低下といった効果をもたらすことが期待されている。

²² もっとも、一部には、たとえ公式的なドル化・ユーロ化を実施したとしても、再び自国通貨を導入するリスクがあるため、為替リスクは消失しないとの見方がある（Bank of Estonia, 2000b）。

²³ Berg and Borestein (2000)、Bogetic(2000b)等。

d)国内金利の低下

導入国においては、前述の財政規律強化のほか、裁定、導入国のインフレ率低下と為替切り下げリスクの消失等のルートを通じて金利の低下が実現すると考えられている。まず、裁定についてみると、導入国の債券金利が通貨発行国債券の金利に比べて大幅に高い場合、導入国債券に投資を行った方が高いリターンを得られる。このため、投資家は、両者の金利がある程度近接するまで、導入国の債券に投資を行うことから、導入国の金利は低下する。なお、ドル化・ユーロ化実施後も、各国の信用リスクプレミアムは、引き続き残存するため、導入国金利と通貨発行国金利は、完全には収斂しないと考えられる^{24 25}。

また、インフレ率低下と為替切り下げリスク消失の影響についてみると、まず、変動相場制を採用している国において、自国の予想インフレ率が外国の予想インフレ率を上回る場合、自国の為替レートは下落すると予想される。また、固定相場制を採用する国において、ペッグ対象国との予想インフレ率の格差が拡大すること等により、制度維持が困難と予想される場合も同様である。こうした為替レートの下落予想は、自国金利のレベルが外国金利に比べて高くなる要因となる。このため、完全なドル化・ユーロ化によるインフレ率低下や為替切り下げリスクの消失は、導入国金利の低下要因となる。

e)取引コストの低下

導入国と通貨発行国間との貿易量が多い場合には、貿易決済のための為替取引が不要となるため、取引コストが低下する。

f)国内経済主体の国際金融市場へのアクセスの容易化

先進国と同じ通貨を利用することにより、導入国国内の経済主体の国際金融市場へのアクセスが容易になる点がメリットとして指摘されることも多い²⁶。例えば、通常、導入国の自国通貨建て債券に対する需要は限定されていると考えられるが、導入国の自国通貨建て債務がドル・ユーロ等の国際的に利用されている通貨建てに

²⁴ 通貨統合を実施したユーロエリアの例をみても、統一通貨導入後も、各国の国債利回りには、信用リスクおよび流動性リスクを反映した差異が残存している。

²⁵ 一部には、公式的なドル化・ユーロ化により通貨危機のリスクがなくなり、それがデフォルトの可能性を低下させるとして、信用リスクプレミアムそのものも低下するとの意見がみられる(Bogetic(2000b)等)。

²⁶ 白井(2000)、Balino et al.(1999)、Schuler(2000)等。

切り替わると、潜在的な投資家のベースが拡大するため、国内の借り入れ主体がより有利な条件で資金調達できる可能性がある。もっとも、外国通貨を導入した場合でも、規制・税制・市場慣行等の制度要因により自由な金融資本取引が阻害される場合にはこのメリットは享受できないと考えられるため、制度面からの手当てが必要となろう²⁷。

(3) 公式的なドル化・ユーロ化のデメリット

導入国にとっての公式的なドル化・ユーロ化のデメリットについては、以下の論点が議論されている。すなわち、a) 独自の金融政策の喪失、b) 自国の中央銀行による最後の貸し手機能の喪失、c) シニョリッジの喪失および d) 為替レートの変動を通じた調整機能の喪失である。なお、本項でも、完全なドル化・ユーロ化を想定して議論を進める。

a) 独自の金融政策の喪失

完全なドル化・ユーロ化により自国通貨を廃止すると、導入国が独自の金融政策を行うことは不可能となる。仮に導入国の景気が拡大期にあり、インフレ抑制のためには金利引き上げが有効な場合であっても、通貨発行国が景気後退期にあり、当該国の中央銀行（Fed、ECB等）が金融緩和スタンスにある場合は、導入国の金利も低下する。このため、国内経済に対して悪影響が及ぶ可能性がある²⁸。実際、実例の豊富な非公式的なドル化・ユーロ化が進んでいる諸国においては、こうした問題が発生していることが知られている²⁹。

b) 自国の中央銀行による最後の貸し手機能の喪失

導入国は、自国通貨を発行しないことから、自国中央銀行による最後の貸し手機能（Lender of Last Resort、以下 LLR 機能）を喪失する。通常、中央銀行は、自国の銀行の流動性に問題が発生した場合、金融システム全体への流動性危機の波及

²⁷ ユーロエリアでの通貨統合に際しては、金融資本市場統合のため、各種規制・税制・市場慣行の調整が行われた（市場慣行の統一については、日本銀行(1998)参照）。もっとも、現在でも域内において制度面での不整合が残存するため、完全な金融資本市場統合の実現にはいま暫く時間がかかるとみられている。

²⁸ ちなみに、ユーロエリアでは、一部の諸国（アイルランド等）において、自国の景気が他の域内諸国を上回るペースで拡大を続けた結果、インフレ率が高止まりする現象がみられている。

²⁹ Balino et al. (1999)。

を避ける目的で、一時的に流動性を供給する機能を有している。もっとも、導入国ではこうした機能が失われるため、銀行部門の危機が経済全体に波及しやすくなる可能性が指摘されている。

c) シニョリッジの喪失

自国通貨を発行している諸国は通貨の額面価値と発行コストの差額から発生する収入（シニョリッジ）を得ている。公式・非公式を問わず、ドル化・ユーロ化により、この収入が失われることになる。論者によっては、この点をドル化・ユーロ化の最大のデメリットとしている³⁰。

公式的なドル化・ユーロ化により、導入国が喪失したシニョリッジは、通貨発行国に移転する。このため、公式的なドル化・ユーロ化を主張する論者の中には、シニョリッジを通貨発行国と導入国間で分配するスキームを作ればこの問題は解消するとの意見がみられる^{31 32 33 34}。

なお、シニョリッジの喪失による実際の損失額がどの程度になるかは、各国の事情によってまちまちであり、一概に論じることができない。ちなみに、Bogetic (2000b)によれば、90年代前半における対GDPで見たラテンアメリカ諸国のシニョリッジは、アルゼンチンでは0.5%、エクアドルでは7.4%、平均値は2.3%となっている。

d) 為替レートの変動を通じた調整機能の喪失

完全なドル化・ユーロ化では為替切り下げリスク消失のメリットがある一方、他の固定相場制と同様に、名目為替レートによる調整機能が失われることになる。通常の固定相場制やカレンシー・ボード制では、何らかのショックが発生した場合、固定レート切り下げや、制度放棄によりこのデメリットを回避することが可能であ

³⁰ Fischer (1982)。

³¹ Bogetic (2000b)等。

³² Hausmann and Powell(1999)は、導入国と通貨発行国との間でシニョリッジの分配協定を締結し、それを導入国の緊急時の国内金融市場への流動性供給の資金源にあてることを提唱している。

³³ 南アフリカおよび、南アフリカ・ランドが法定通貨としての地位を認められているレソト、ナミビア、スワジランドでは、南アフリカが他の参加国にシニョリッジの一部を分配する協定が締結されている(Bogetic(2000a))。

³⁴ 1999年11月、米国上院銀行委員会に、導入国に対してシニョリッジの15%を移転することを主眼としたThe International Monetary Stability Actが提出されている。

る。完全なドル化・ユーロ化においても、理論的には自国通貨の再導入という退出のオプション(exit option)が存在するが、実現に要するコストや時間等を考慮すると、退出のコストが他の固定相場制に比べて著しく大きいと考えられ、退出が実際的な政策の選択肢になるとは言い難い。

(4) 米国・ユーロエリアへの影響

ドル化・ユーロ化は、公式・非公式を問わず、米国やユーロエリア等の当該通貨の発行国に対して影響を与える。この分野については、非公式的なドル化の歴史が長いこともあり、米国についての研究の蓄積が多いが、主な論点は、a)シニョリッジの獲得、b)金融政策への影響、c)導入国からの LLR 機能負担要請の可能性等である。もっとも、公式的なドル化・ユーロ化を政策オプションとして検討・実施している諸国の経済規模が、米国ないしはユーロエリアに比べて圧倒的に小さいこともあり、公式的なドル化・ユーロ化の推進論者を中心に、これらの論点は理論的にはともかく、実際上の問題は少ないとする分析も多い^{35 36}。

a) シニョリッジの獲得

導入国において公式的なドル化・ユーロ化が実施されると、通貨発行国のシニョリッジは増加する。もっとも、米国のケースでは、シニョリッジが連邦政府の収入に占める割合は 1.5%以下³⁷と規模が小さいことから、公式的なドル化によるシニョリッジ獲得の影響は大きくないとみられている³⁸。

b) 金融政策への影響

理論的には、通貨発行国外で流通しているドル・ユーロ等の流通量が、通貨発行国内の経済状況とは全く関係ない何らかの理由で増減し、通貨発行国の金融政策遂行上問題が生じる可能性が指摘されている³⁹。もっとも、実際問題としては、導入

³⁵ Hanke and Schuler(1999)等。

³⁶ 公式的なドル化・ユーロ化概念の広まりに合わせ、米国では、1999年以降、政府・議会や中央銀行サイドでドル化の影響についての分析が活発化している。これらの分析においては、現時点では米国への経済的影響は少ないとの見方が多い。

³⁷ Schuler(2000)。

³⁸ Bogetic(2000b)。

³⁹ 例えば、Bogetic(2000b)では、米国のハイパワード・マネーのボラティリティが高まる可能性を指摘している。仮に通貨発行国がマネー・サプライを金融政策遂行上の重要な指標と位置付けている場合には、ハイパワード・マネーとマネー・サプライ間の信用乗数の不安定化が政策

国の経済規模が小さいケースが多く、通貨発行国において金融政策上、導入国の事情を勘案する必要に迫られる可能性は低いとの見方が多い^{40 41}。

また、導入国より、通貨発行国の金融政策を遂行するにあたって、導入国の経済状況も勘案するよう要請される可能性が懸念材料として指摘されることもある^{42 43}。

c) 導入国からの LLR 機能負担要請の可能性

前述の通り、公式的なドル化・ユーロ化の導入国では、自国の中央銀行による LLR 機能が失われる。このため、導入国が、通貨発行国に対して、LLR 機能の供与を要請する可能性が指摘されることがある⁴⁴。この要請が受け入れられた場合、通貨発行国が、導入国の金融システムの安定性にある程度責任を負うことになる⁴⁵。

3. 公式的なドル化・ユーロ化の有効性

(1) 導入の目的

第1節で述べた通り、公式的なドル化・ユーロ化については、エマージング諸国における通貨危機を防止するための望ましい為替相場制度の議論の一環として検討されるケースが多い。このため、エマージング諸国の抱える経済的問題の原因や、通貨危機の原因を何に求めるかによって、前節で述べた種々のメリット・デメリット

判断をより難しくする可能性がある。

⁴⁰ Schuler(2000)。

⁴¹ Noyer(1999)は、現在のところユーロエリア域外におけるユーロの流通は、ECBの金融政策遂行上大きな問題ではないとしている。一方、Bergsten(1999)は、仮にカナダやメキシコ等がドル化を実施した場合には、米国における金融政策上の配慮や財政政策の調整が必要になるとしている。

⁴² Bogetic(2000b)等。

⁴³ FRBのGreenspan議長は、1999年4月の上院銀行委員会において、FRBは、常に米国以外の国からその国の事情も勘案するよう圧力を受けているが、外国のために米国の金融政策の意思決定を行うことはないと言明している(Schuler(2000)、Joint Economic Committee(2000))。

⁴⁴ Bergsten(1999)、Bogetic(2000b)、Schuler(2000)等。

⁴⁵ ちなみに、米国政府のスタンスをみると、1999年4月の上院銀行委員会証言において、サマーズ財務副長官(当時)は、“it would not, in our judgment, be appropriate for United States authorities to extend the net of bank supervision, to provide access to the Federal Reserve discount window, or to adjust bank supervisory responsibilities”として、米国政府が導入国に対し、LLR機能を供与する可能性を否定している。

トの評価、ひいては公式的なドル化・ユーロ化の評価が異なってくる。こうした点を踏まえ、本項では、通貨危機の原因に対する異なる見方および、それに伴う公式的なドル化・ユーロ化の評価の違いについて整理する。

まず、第一の立場は、エマージング諸国における適切な経済・金融政策の欠如が経済の不安定化、ひいては通貨危機の原因であるとするものである。例えば、Dornbusch(1999)は、「殆どのエマージング諸国は、国民および市場参加者に対して、自国の国家機関が通貨価値の安定をもたらすことができると確信させることができなくなっている」として、エマージング諸国にとっては、「カレンシー・ボード制、あるいは完全なドル化がとりうべき正しい戦略である」としている⁴⁶。こうした立場では、低インフレ率、低金利（を実現可能とする政策）を通貨発行国から輸入することや、財政拡大政策に対する歯止めの強化が公式的なドル化・ユーロ化の主な目的となろう。

次に、エマージング諸国の政治・経済に対する信認低下に伴う資本逃避が通貨危機の原因とする立場がある。例えば、Berg and Borensztein(2000)は、「国内通貨が存在しなければ、急激な通貨切り下げの可能性や、切り下げ懸念による資本逃避は発生しない」として、「ドル化は、通貨危機および国際収支危機の発生を防ぐ効果がある」としている。この立場においては、為替切り下げリスクの消失が公式的なドル化・ユーロ化の主な目的となろう。

また、エマージング諸国の各経済主体ないしは銀行部門の資産と負債のマチュリティおよび通貨のミスマッチが通貨危機の原因とする立場がある⁴⁷。Eichengreen and Hausmann (1999)は、エマージング諸国の経済主体が自国通貨建ての長期借入れを行えないという現象が、国内経済の不安定化に結びつくメカニズムを紹介している。すなわち、エマージング諸国の国内企業は、自国通貨の信認がないことや、自国通貨建て金融市場の発展の遅れ等の理由から、自国通貨建ての長期借入れを行うことができない。この場合、国内企業に残されている選択肢は、外貨建て借入れを行うか、短期での自国通貨建て借入れを行うかのどちらかである。を選択した場合、当該企業の資産が自国通貨建てであれば通貨のミスマッチに直面することになり、自国通貨が切り下がった場合、自国通貨建ての負債金額が増加し、

⁴⁶ Dornbusch(1999)は、エマージング諸国にとって、「もやは中央銀行を持つことは、“liability”である」としている。

⁴⁷ Hausmann and Powell(1999)は、こうした見方を「原罪仮説 (original sin hypothesis)」と名付けている。

返済不能に陥る可能性がある⁴⁸ ⁴⁹。一方、 を選択した当該企業が、長期プロジェクトの資金調達を短期借入れで行うような場合、マチュリティのミスマッチが発生し、金利上昇時の損失発生の原因となるほか、既存融資の借り替えを拒否された場合、返済不能に陥る。また、当該国内企業が銀行である場合は、本国通貨の切り下げや、金利の上昇が銀行危機の発生に繋がることになる。仮に完全なドル化・ユーロ化を実施すれば、これらの国内企業がドルないしはユーロ建てで資金調達を行っても、通貨のミスマッチに繋がらない。また、ドル・ユーロ等の通貨は投資家の信認も高いため、ある程度信用力のある企業では長期借入れが可能となり、マチュリティのミスマッチも緩和される。この立場は、国内の経済主体の国際金融市場へのアクセスの容易化や、本国通貨の廃止に伴う通貨ミスマッチの解消をドル化・ユーロ化実施の目的としている⁵⁰。

なお、通貨危機の発生原因の見方によっては、ドル化・ユーロ化は何ら解決策を提示しないとの立場もありうる。Eichengreen and Hausmann (1999)は、通貨危機の原因を借入れの返済を担保する制度の不備に求める場合、ドル化・ユーロ化では通貨危機は防げないとしている。この立場によれば、解決策は、貸し手の権利強化や、担保制度の整備等となる。

(2) 実施の前提条件

これまでみてきた公式的なドル化・ユーロ化のメリット・デメリット、あるいは導入の目的に対する見方の違いは、これがどのような条件で成功する政策か、すなわちどのような国で政策として採り入れるべきかとの判断にも影響を与えている。本項では、公式的なドル化・ユーロ化実施にあたって必要な前提条件、成功の条件についての議論を整理する。

⁴⁸ Calvo(2000)は、国内経済主体の外貨建て借入れの割合が高くなる現象を「負債のドル化(liability dollarization)」と名付けている。

⁴⁹ 国内企業が外貨建て借入れを行ったうえで、為替リスクをヘッジすればよいとの見方もありうるが、Eichengreen and Hausmann (1999)は、国内企業が為替リスクをヘッジしようとしても、取引に応じる相手がいないため、ヘッジによる通貨のミスマッチの回避は困難であるとしている(仮に国内企業が他の国内企業を相手にヘッジ取引ができたとしても、最終的に海外の主体に為替リスクを転嫁できない限り、一国全体での通貨のミスマッチの問題は解決しない)。

⁵⁰ 通貨ミスマッチの解消を目的とする場合、カレンシー・ボード制では目的を達成し得ないため、こうした立場では、厳格な固定相場制の中でも、特に公式的なドル化・ユーロ化の採用が望ましいとされる。

まず、公式的なドル化・ユーロ化では、自国通貨を外国通貨に置き換えることから、ドル化・ユーロ化の実施時点において、導入国がハイパワード・マネーをカバーするだけの外貨準備を保有していることが重要な前提条件である（公式的なドル化・ユーロ化の具体的な実施手順については、ボックス1参照）。もっとも、ハイパワード・マネーをある程度上回る水準の外貨準備を保有する方がよいとの意見も多い。実際、M1 あるいは M2 のどの程度までカバーする必要があるかという点については、論者によって主張が異なっており、現時点では、コンセンサスは形成されていない。例えば、Hanke and Schuler(1999)においては、「最低でもハイパワード・マネーをカバーする外貨準備が必要」とされており、Ghosh, Gulde and Wolf(2000)では、「長期的に全ての M3 負債がドル建て負債となることを考慮すると、ハイパワード・マネー以上の範囲をカバーすることが望ましい」とされている。また、Dornbusch(1999)では、「M2 を全てカバーする必要はない」とされているが、適切なカバー範囲については言及されていない。

それ以外の前提条件については、議論が分かれている。エマージング諸国における適切な経済・金融政策の欠如の解消を公式的なドル化・ユーロ化の目的とする立場をとる論者の中には、「公式的なドル化・ユーロ化を検討している先が、これらの前提条件（健全な銀行システム、健全な財政政策や柔軟な労働市場等）を満たしていれば、そもそも金融政策は問題なく運営できるため、ドル化・ユーロ化は魅力的な政策オプションとなり得ない」⁵¹として、前提条件は不要とする見方もある。これは、換言すれば、公式的なドル化・ユーロ化は比較的多くの諸国にとって適用可能な政策であると判断しているとも考えられる。もっとも、公式的なドル化・ユーロ化の推進論者の間でも、「ドル化の実施は極めて影響の大きい選択であり、全てのエマージング諸国にとって適切な政策というわけではない」⁵²との見方も多い。

一般的には、公式的なドル化・ユーロ化により自国の中央銀行による LLR 機能が失われること等から、導入前に健全な銀行システムを構築することが条件とされることが多い⁵³。もっとも、LLR 機能喪失のデメリット自体については、代替的な流動性供給の手段を構築することにより解消できるとの見方もある。例えば、Calvo(1999)は、LLR 機能の代替的手段として、流動性供給のための資金を事前

⁵¹ Schuler(2000)。

⁵² Calvo(1999)。

⁵³ 白井(2000)等。

にプールする、民間銀行からのクレジット・ラインの確保、米国からの LLR 機能提供に関する協定の締結を挙げている。特に については、アルゼンチンにおいて、中央銀行と外国の民間銀行との間で実施されている例がある⁵⁴。また、パナマの事例にみられるように、自国の主要な銀行が海外、特に通貨発行国所在銀行の子会社である場合、流動性に問題が発生しても親会社の支援を仰げることから、LLR 機能の喪失はさほど問題ではないとの見方もある^{55 56}。

導入国は、為替レートの変動による調整機能を喪失することから、柔軟な労働市場を条件とすることもある。すなわち、最適通貨圏の議論においては、2 国間において生産要素市場が十分統合されていない場合、通貨統合は困難であるとされている。仮に生産要素市場が統合されていない 2 国間において、両国の産出する財に対する需要が変化した場合、為替レートによる調整機能がない場合には、自国の財に対する需要が増加した国ではインフレ率が上昇し、自国の財に対する需要が減少した国では失業率の上昇が発生する⁵⁷。この場合、労働市場の構造、特に賃金構造が柔軟であれば、こうしたデメリットを回避しうる⁵⁸。

また、Bergsten(1999)は、種々のメリット・デメリットを考慮したうえで、ドル化・ユーロ化が成功する国について、2 つのタイプを挙げている。すなわち、非常に小さな開放経済で、為替レートの変動が大きな問題となる国、ないしはハイパーインフレを経験した国で、国内物価の安定に対する強力なアンカーを必要とし、かつ、国民が高金利、景気後退、失業等の対価を払ってでも物価安定を望んでいる国である。また、最近では、既に米国経済と統合が進んでいる国というタイプも追加されつつあるとしている。もっとも、Bergsten(1999)は、「こうした条件を満たす国は非常に限定されている」として、ブラジル、インドネシア、メキシコ、ロ

⁵⁴ アルゼンチンでは、1996 年 12 月に、Contingent Repurchase Facility と呼ばれるスキームが導入された。このスキームでは、アルゼンチンの中央銀行は、一定量の国内通貨建て資産と引き換えに、ドル建て資産を購入するオプションを持つ。1998 年 10 月時点で、14 の民間銀行がスキームに参加している (Hanke and Schuler(1999))。

⁵⁵ Schuler(2000)。

⁵⁶ 一方、このケースでは、国外の親会社にあたる銀行の流動性に問題が発生した場合、導入国に波及する可能性もある。

⁵⁷ Mundell (1961)。

⁵⁸ Hausmann and Powell(1999)では、ハイパーインフレを経験した国においては、賃金の物価スライドを保証する慣行がみられるとして、公式的なドル化・ユーロ化の実施前にこうした制度を改革する必要があるとしている。

シア等はドル化・ユーロ化の成功条件を満たしていないと言明している。

一方、Calvo(1999)は、自国の政策では対応不可能な外部要因に影響されやすい経済構造となっている国、および非公式的なドル化・ユーロ化（特に資金調達を外貨建てに頼らざるをえない負債面でのドル化・ユーロ化）が既に進行している国では、公式的なドル化・ユーロ化の実施が有効であるとしている。特に、については、ラテンアメリカ諸国の大半が、実質為替レートの変動および外貨準備の増減について米国サイドの要因（金利等）に大きく依存する状態にあるため、この条件に当てはまるとしている。

このほか、通貨発行国の同意の要否についても議論がある。理論的には、通貨発行国の同意がなくとも公式的なドル化・ユーロ化が可能であることについてはコンセンサスとなっている。もっとも、通貨発行国の同意を得た方が経済的・政治的にメリットがあるとの意見も多い⁵⁹。すなわち、通貨発行国の同意を得たうえで、シニョリッジの移転、LLR機能の提供等について事前に協定を締結すれば、ドル化・ユーロ化に伴うデメリットをある程度軽減できる。また、特に欧州の場合、EU加盟交渉とユーロ化の議論が結びつきやすいこともあり、政治的には同意を得ることが望ましいとの意見もみられる（この点は第4節参照）。

ボックス1：公式的なドル化・ユーロ化の実施手順

ここでは、Hanke and Schuler (1999)、Schuler(2000)をベースに、公式的なドル化・ユーロ化の実施手順を整理する（完全なドル化・ユーロ化を想定）。

導入通貨の決定

まず、自国通貨に替わって導入する通貨を決定する。この場合、貿易額、輸出入の決済に利用されている通貨の種類、対外債務の通貨単位、通貨発行国との景気サイクルの相関度合い、既に非公式に利用されている外国通貨の種類等を考慮して決定することになる。固定相場制やカレンシー・ボード制を採用している国においては、既に中央銀行が政策のターゲットとしている通貨が採用される可能性が高い。また、状況によっては、政治的な理由も加味されることになる。

外国通貨と自国通貨の交換レートの決定

自国通貨と、導入するドルやユーロ等の外国通貨との交換レートを決定する。

⁵⁹ パナマでは、1904年の公式的なドル化実施にあたり、米国との間で協定を締結している。

このレートの水準は公式的なドル化・ユーロ化を実施した後の経済状況に大きな影響を与えるため、ドル化・ユーロ化を成功させるうえで、非常に重要な要因である。すなわち、均衡値に比べて高めに設定された場合は、輸出の減少に繋がる一方、低めのレートとなった場合には、輸入物価の上昇を通じたインフレを招く等の弊害が予想される。

外貨準備の確保

次に、公式的なドル化・ユーロ化に必要な量の外貨準備を確保する。その際、外貨準備は、ドル化を実施する場合にはドル建て、ユーロ化を実施する場合にはユーロ建て資産である必要がある。また、最終的に資産を現金のかたちで流通させることを想定し、市場ですぐに換金できる流動性の高い資産であることも要求される。

法定通貨の変更宣言

通貨当局がドル・ユーロ等の外国通貨が法定通貨となることを宣言し、これに伴い、国内の財・サービスの価格、賃金、金融資産・負債等を自国通貨建てから外国通貨建てに切り替える。なお、コンピューター・システムの切り替え、小売業者の価格書き換え等、種々の実務上の準備をスムーズに進めるため、一定の移行期間を設ける必要がある。

自国通貨の回収

自国通貨の紙幣および硬貨を回収する。この措置も、必要に応じて移行期間を設けることになる。なお、Hausmann and Powell(1999)では、この措置に要する期間は、中央銀行がどれだけの期間で外国通貨の現金の必要量を確保できるかにも依存するとしている。

中央銀行の組織形態の変更

必要に応じて中央銀行の組織形態を変更する。中央銀行を廃止する選択肢もありうるが、金融システムの安定化を目的とした組織として中央銀行を残す選択肢も有り得よう。

なお、Hanke and Schuler(1999)では、上記の外国通貨への移行プロセスは30日間で完了させることができるとしている。一方、Hausmann and Powell(1999)は、欧州通貨統合の経験を踏まえ、公式的なドル化・ユーロ化を成功させるための経済改革(財政バランスの改善等)をスムーズに実行させるためには、2~3年の準備期間をとるべきであるとしている。

(3) 変動相場制とドル化・ユーロ化の選択

第1節で述べた通り、現在、国際機関や学界では、「自由な資本移動の下で存続可能な為替相場制度は、厳格な固定相場制とフロート制である」との見方が多いが、どちらの制度が望ましいのかについては、議論が分かれている。前項で述べた通り、一定の条件を満たした場合には、公式的なドル化・ユーロ化は有効な政策であるとする立場がある一方、変動相場制の方が望ましいとの議論もある。本項では、変動相場制と公式的なドル化・ユーロ化の選択を巡る議論について整理する。

藤木(1999)は、エマージング諸国の政策対応の評価にあたっては、「『独自の金融政策・自由な資本移動・為替レートの安定の3つは並存し得ず、経済政策としては、この3つのうちで最大2つしかターゲットに出来ない』といういわゆる『開放経済のトリレンマ』から出発することが有益である」としている。そのうえで、為替相場の固定という政策に他の政策目標を従属させるという、固定相場制運営にあたって必要不可欠な条件が満たされなかったことが一連の通貨危機の本質的な問題である可能性を指摘している。

上記のトリレンマを前提とすると、自由な資本移動の下で独自の金融政策を遂行しようとする場合、政策当局は為替レートのコントロールを放棄しなければならない。厳格な固定相場制を主張する立場の論者は、エマージング諸国では、名目上は変動相場制を採用しながら、政策当局が為替レートのコントロールを試みて、結果的に独自の金融政策と為替レートの安定を同時に達成しようとする可能性が高い点を、変動相場制を採用する際の弊害として指摘することが多い。例えば、Calvo(1999)は、変動相場制をとるエマージング諸国の為替レートのボラティリティが、一般的に先進諸国の為替レートのボラティリティより低いという事実から、エマージング諸国の中央銀行は、変動相場制の下においても為替レートの変動を抑える政策をとりがちであるとしている。そのうえで、変動相場制の国において為替レートに影響を与える目的で金融政策を変更したり、為替市場に介入したりする現象を「変動に対する懸念 (fear of floating)」と名付けている⁶⁰。また、Eichengreen

⁶⁰ McKinnon(2000)は、通貨危機以前、危機時および危機後それぞれの期間について、東アジア諸国の対ドルレートの変動を分析した結果、通貨危機時にドルペッグ制を放棄し、変動相場制へ移行した諸国も、2000年までには、インフォーマルなドルペッグ制に復帰していると結論付けている。なお、McKinnon(2000)は、金融資本市場の状況を前提とすると、こうした事実上のドルペッグ制への復帰は各国政策当局による合理的な反応であるとしており、two corner

and Hausmann(1999)は、国内経済主体の借り入れに占める外貨建ての割合が大きい場合、為替レート的大幅な変動は、倒産の多発、ひいては金融システムの脆弱化を招くおそれがあるため、中央銀行は為替レートの変動抑制を目的に金融政策を遂行しがちであるとしている。こうした見方をする論者は、一般に、エマージング諸国においては、独自の金融政策という政策目標に為替レートの安定という政策目標を従属させることは困難であるため、一定の条件を満たす国においては、公式的なドル化・ユーロ化により独自の金融政策を放棄し、為替レートの安定を達成する方が望ましいとしている。

また、独自の金融政策を遂行する上での技術的な難しさを理由に、厳格な固定相場制が望ましいとする意見もある。固定相場制を放棄して変動相場制を採用する場合、金融政策や物価安定に対する信認が失われている可能性があること、従来の為替レートという名目アンカーが失われること等から、同時にインフレーション・ターゲティングを採用するケースが多い。インフレーション・ターゲティングを実効的に運営していく上では、信頼するに足る物価指数が作成されること、中央銀行自身が向こう数年にわたるインフレを予測するモデルを開発する能力があること、中央銀行の独立性が確保されること等の条件を満たしていることが望ましい。エマージング諸国におけるこれらの条件の達成に懐疑的な見方をする論者は、公式的なドル化・ユーロ化を含む厳格な固定相場制度が望ましいとしている⁶¹。

これに対して、Edwards(1999)は、財政の健全性等の諸条件を満たしていない諸国においては、厳格な固定相場制は成功しないため、大半のエマージング諸国では、変動相場制の採用が望ましいとしている⁶²。すなわち、Edwards(2000a, b)は、カレンシー・ボード制および公式的なドル化・ユーロ化の実例を分析しつつ、厳格な固定相場制の導入のみでは、経済・金融の安定性は確保できないとしている。また、変動相場制を採用しているメキシコの事例を分析し、エマージング諸国においても、変動相場制および政策ルールに従った独自の金融政策の組み合わせによる政策遂行能力を有する国もあり、一律に厳格な固定相場制を適用すべきではないとしている。

solutions に否定的な立場をとっている。

⁶¹ 詳細は藤木(1999)参照。

⁶² なお、Edwards(2000a)は、非公式的なドル化・ユーロ化が進んでいる国においては、変動相場制ではなく、厳格な固定相場制が望ましいとしている。

上記 および についてやや詳しくみると、まず については、カレンシー・ボード制を採用しているアルゼンチンが、一連の通貨危機において他のエマージング諸国よりも contagion の影響を強く受けたほか、香港も大きな影響を受けたとする実証分析の結果を紹介している⁶³。また、健全な財政、健全な銀行システムや十分な外貨準備等の裏付けなく厳格な固定相場制を導入しても効果はないとして、アルゼンチンの例を挙げている。すなわち、同国においては、1996 年以降、財政改革が遅れたため、対外債務残高が増加し、これが労働市場改革等の構造改革の遅れとあいまって、信認の低下および経済の不安定化を招いたと評価している。また、ドル化を実施しているパナマにおいては、構造的な財政赤字が長年問題となっており、それが恒常的に IMF の支援を仰ぐ結果になっているとしている。実際、1973 年以降、パナマは 16 回にわたる IMF の支援プログラムの対象となっており、パナマ経済の安定は、公式的なドル化政策ではなく、IMF の支援に依存していると評価している⁶⁴。

次に、 についてみると、90 年代後半のメキシコの金融政策を分析した結果、メキシコ銀行は、為替レートの変化に反応し、市場への流動性供給量を変化させる政策ルールに従って金融政策を遂行していると結論付けている。従って、エマージング諸国においても、変動相場制の下で、一定の政策ルールに従った金融政策を遂行する能力を有する国もあるとしている。また、1995 年以降のメキシコ・ペソの対ドルレートの変動とメキシコの市場金利の相関関係に関する分析結果を紹介しているが、時期によって両者の相関関係は異なっているため、メキシコ銀行は状況の変化に応じて異なった政策のリアクションをとっていることは明らかであるとしている。同時に、こうした中央銀行の行動は、近代的なインフレーション・ターゲティングのモデルとも整合的であるとしている。一方、Calvo の主張する「変動に対する懸念(fear of floating)」については、90 年代のドイツマルク、円、ポンド等の主要通貨とメキシコ・ペソの対ドルレートの動向を分析したうえで、ペソ/ドルレ

⁶³ アルゼンチン、ブラジル、チリ、香港、メキシコについて、エマージング・マーケット全体に対するカントリー・リスクの変化（JP モルガン EMBI 指数の変動を利用）が各国の国内金利の変化に与えた影響について、VAR モデルを利用して分析している。

⁶⁴ 一方、Eichengreen and Hausmann(1999)では、以下の事実から、パナマでのドル化は効果があったとしている。90 年代のインフレ率が平均前年比 1%以下と、2 桁台のインフレ率を記録している他のラテンアメリカ諸国に比べて圧倒的に低いこと、90 年代の成長率が年平均 4.9%と、ラテンアメリカではチリに次ぐ高成長となっていること、ラテンアメリカにおいて唯一 30 年の住宅ローン市場が成立するなど、金融システムが発展していること。

ートのボラティリティは、他通貨と同程度ないしはそれを上回っており、メキシコ銀行は為替レートに反応する政策ルールに従って政策を遂行しているが、特定の為替レート水準の維持を目的としているわけではなく、「変動に対する懸念」を示す明らかな証拠はないとしている。

4. EU 拡大とユーロ化

第1節で述べた通り、最近の公式的なドル化・ユーロ化の議論活発化には、欧州において中東欧諸国の EU 加盟交渉が進展していることも影響している。欧州での公式的なユーロ化の議論については、特有の論点もあることから、本項では、中東欧諸国の EU 加盟問題とユーロ化の議論の関係について整理する。

これまで述べてきた通り、カレンシー・ボード制や公式的なドル化・ユーロ化を導入するメリットは、低インフレ・低金利の実現、財政支出に対する規律の強化等を通じたマクロ経済安定の実現であり、ひいては、導入国に対する信認の向上である。もっとも、ユーロ化導入の必要性が議論されている中東欧諸国の中には、これまでの経済改革の成功により、他の為替相場制度の下において、マクロ経済の安定をある程度達成している諸国がある。こうしたスムーズな体制移行および経済成長を達成した諸国では、現在、EU への早期加盟が各国の政策目標となっており、金融政策や為替政策の決定についても、EU 加盟を考慮して議論されるケースが多い⁶⁵。このため、公式的なユーロ化を巡る議論についても、EU 加盟に結び付けて議論されるケースが多く、この点が際立った特徴となっている。

現在、EU には中東欧諸国を中心とする 13 カ国が加盟申請を行っており、うち 12 カ国が EU との加盟交渉を行っている(中東欧諸国の新規加盟手続きについては、ボックス 2 参照)。加盟審査を担当する欧州委員会では、最短で 2002 年末に新規加盟国を歓迎できるとしている。もっとも、新規加盟に際しては、欧州委員会における審査終了後に、既存加盟国全てにおける EU 拡大の条約批准が必要となることから、実際の加盟までには更に年数を要する。

一部のメディアや政府関係者等の間では、EU 加盟交渉に数年の時間を要する場

⁶⁵ 例えば、エストニアでは 2000 年 4 月に金融政策ツールの変更を行っているが、プレスリリースにおいて、「改革を実施するにあたっては、ECB 側の観点も考慮した」(Bank of Estonia (2000a))として、既に自国の金融政策枠組みと ECB の政策枠組みとの整合性も念頭に置いていることを明確にしている。

合、一方的なユーロ化により、ユーロ導入のメリットを早めに享受すべきであるとの論調もみられる⁶⁶。加盟候補国における一方的なユーロ化については、一般の公式的なドル化・ユーロ化を巡る論点に加え、通常の EU 加盟手続きによるユーロ導入との制度的な整合性の確保という論点が問題となる。

通常の EU 加盟手続きに即したユーロ導入までのプロセスをみると、まず、加盟申請国は、コペンハーゲン基準を達成して EU に加盟する。その後、コンバージェンス・クライテリアを達成したところで EMU に参加し、ユーロを導入することとなる（両基準についてはボックス 2 参照）。このうち、コンバージェンス・クライテリアでは、EU 加盟後に 2 年間の ERMII への参加を義務付けている。

上記の手続きを前提とすると、EU 加盟候補国がユーロを導入する時期は、2002 年末に EU 理事会において加盟が承認され、欧州議会の承認および各国での条約批准が 1~2 年で終了し、EU 加盟と同時に ERMII に参加し、ERMII の最低参加期間となる 2 年間にコンバージェンス・クライテリアを達成するという最短ルートをとる場合、2005~6 年となる。もっとも、~ により時間がかかる場合、すなわち、コペンハーゲン基準の達成により時間を要したり、EU 側の事情により加盟交渉のプロセスが遅滞するケースや、EU 加盟後、ERMII 参加の経済的条件が整うまで ERMII に加盟しない場合等⁶⁷には、更に年数を要することになる。このため、EU 加盟問題と絡めた公式的なユーロ化の議論では、ユーロ導入までの年数の短縮がメリットとして論じられることが多い。

前節で検討した通り、理論的には、EU 側の同意の有無に拘わらず、中東欧諸国が公式的なユーロ化を実施することは可能である。また、現行の加盟手続きにおいては、加盟候補国が加盟前に利用する通貨の種類についての制限はないとの解釈も多い⁶⁸。もっとも、現時点では、加盟候補国の公式的なスタンスは、「現行の EU 加盟手続きに沿った EMU への参加は、ユーロ導入に向けた経済的に最も安定的な道筋である」⁶⁹とする意見に代表される通り、EU 側との合意に沿った手続きを重視するものが多い。これは、現時点では、加盟申請国において、既に EU 側との合意に基づき、コペンハーゲン基準およびコンバージェンス・クライテリアの達成に向

⁶⁶ Robertson(1999)、Covill (1999)等。

⁶⁷ 新規加盟国は、EU 加盟と同時に ERMII に参加する必要はない。

⁶⁸ 例えば、Bank of Estonia (2000b)。

⁶⁹ Bank of Estonia (2000b)。

けて種々の改革が進行中であること、 プログレス・レポート(ボックス 2 参照)等を通じて、加盟までのタイムスケジュールがある程度明確にされていることを背景に、ユーロ導入のメリットを享受できるまでの期間短縮のためだけに公式的なユーロ化を実施するニーズが小さいためと考えられる。また、エストニア、ブルガリア等の対ユーロでのカレンシー・ボード制を既に導入している諸国においては、公式的なユーロ化によって得られる追加的なメリットが小さいということもあろう。

もっとも、将来的に加盟候補国を取り巻く政治的・経済的環境が変化した場合には、公式的なユーロ化が政策オプションとして検討される可能性も残っているとの見方もある。例えば、エストニア中銀は、「この問題(公式的なユーロ化)は、2004年から2005年までの間に、エストニア経済が安定的な成長を実現し、EUの経済領域により統合されると共に、必要な経済制度改革⁷⁰が終了しているにもかかわらず、EUへの加盟が我々のコントロールできない理由から遅延する場合、取り上げるトピックとなろう」⁷¹としている。

なお、加盟候補国の為替相場制度についてのEUのスタンスをみると、EU加盟前については、特定の制度の導入を義務付けているわけではない。例えば、対ユーロでのカレンシー・ボード制については、「奨励も反対もしない」⁷²との方針が明確にされている。次に、EU加盟後、ユーロ導入までの段階については、前述の通り、2年間のERMIIへの参加が義務付けられている。特に、EUサイドでは、加盟候補国が対ユーロでのカレンシー・ボード制を採用している場合にも、同基準は緩和されない点を強調している⁷³。また、一般に、EUサイドは「一方的なユーロ化」については反対のスタンスをとっているとの受け止め方が多い。例えば第3回ASEM財務大臣会議に提出されたスタッフペーパーには、「一方的なユーロの採用ないし『ユーロ化』は、条約の経済的存在意義により明確に排除されるものであり、交渉過程の基礎となる原則に反するものとなるであろう」との文言がみられる。

⁷⁰ 財政改革、年金制度改革、エネルギー部門の改革および土地制度改革等。

⁷¹ Bank of Estonia (2000b)。

⁷² Duisenberg and Noyer (2000)。

⁷³ Duisenberg and Noyer (2000)。

ボックス 2：中東欧諸国の EU 新規加盟手続きについて

これまでの中東欧諸国の EU 加盟交渉の経緯をみると、まず、1997 年 7 月に、欧州委員会が 2000 年以降の EU の課題をまとめた報告書「アジェンダ 2000」において、中東欧 5 カ国（チェコ、エストニア、ハンガリー、ポーランド、スロベニア）との新規加盟交渉開始を提言した。これを受けた 1998 年 3 月のルクセンブルク欧州理事会において、上記 5 カ国およびキプロスの計 6 カ国との加盟交渉が正式に開始された。その後、1999 年 12 月のヘルシンキ欧州理事会において、更に 6 カ国（スロバキア、ラトビア、リトアニア、ブルガリア、ルーマニアおよびマルタ）およびトルコが加盟候補国として追加され、トルコを除く 6 カ国と交渉が開始された。

EU への新規加盟・申請についての法的な枠組みをみると、欧州連合条約第 49 条において、同 6 条第 1 項に定める基本原則（自由、民主主義、人権、欧州法の遵守）を尊重する欧州の国全てに EU 加盟申請資格を与えている。また、新規加盟申請を受領した EU 理事会は、欧州委員会への諮問、欧州議会の承認を経て全会一致で加盟を認めるべきことを定めている。また、加盟に際しての条件等については、既往加盟国と加盟申請国の間で合意される必要があり、また、この合意は全ての既往加盟国において批准される必要がある。

なお、実際の EU への新規加盟にあたっては、1993 年のコペンハーゲン欧州理事会において制定された 3 つの基準（コペンハーゲン基準）を満たすことが必要である。コペンハーゲン基準は、民主主義、法の支配、人権、マイノリティの尊重・保護を保証するための制度的安定性（政治基準）、正常に機能する市場経済の存在、ならびに EU 内の競争・市場圧力に対処する能力（経済基準）、政治・経済・通貨統合の実現を含めた加盟国の義務に従う能力（*acquis communautaire*、アキ・コミュノテール）から成る。このアキ・コミュノテールを満たすためには、加盟候補国は、EU の法体系に沿った制度の構築を行わなければならない。この中には EMU 参加も含まれており、加盟候補国は、EU 加盟の後、条件が整ったところでユーロを導入することになる（新規加盟国は、加盟からユーロ導入までの期間は、EMU に関して、「完全参加前の参加国（*EMU membership with a derogation*）」のステイタスとなる）。なお、EMU 参加の条件となるコンバージェンス・クライテリアは、インフレ率（CPI 上昇率が EMU 加盟国中最も低い

3カ国の平均から+1.5%ポイント以内)、長期金利(CPI上昇率がEMU加盟国中最も低い3カ国の平均から+2.0%ポイント以内)、財政赤字(原則として、一般政府部門の財政赤字が対名目GDP比3%以内)、政府債務残高(原則として、一般政府部門の債務残高が対名目GDP比60%以内)、為替相場(最低2年間、ERMの「通常の変動幅」の下で中心相場の切り下げを行わない)の5項目である。ユーロ導入後、ユーロ未導入国と既導入国の間において締結されたERMIIにおいては、ユーロ未導入国の対ユーロでの為替相場が予め定められた中心レートから上下15%(あるいは国によってはそれ以下の変動幅が定められる)以内の変動幅で推移することが要求されている(予め定められたバンドを逸脱する恐れがある場合は、当該国の中央銀行およびECBは介入義務を負う)。

ちなみに、欧州委員会では、1998年以降、毎年、加盟申請国の加盟基準達成度合いを評価する報告書(Regular reports on progress towards accession by each of the candidate countries、プログレス・レポート)を公表しているが、2000年11月に公表した報告書では、「EUでは、加盟候補国が加盟に必要な全ての基準を満たした場合、2002年末から新規加盟国を歓迎することが可能である」としている⁷⁴。

結びにかえて

これまでみてきた通り、アジア通貨危機以降、公式的なドル化・ユーロ化を巡る議論が活発化してきており、実際の導入例もみられ始めている。公式的なドル化・ユーロ化は概念としても、実際の政策手段としても歴史が新しく、理論上はともかく、政策としての有効性についての評価は現時点では必ずしも確定したものではない。もっとも、類似の経済的効果を持つカレンシー・ボード制については、一連の通貨危機後、政策としての有効性についての評価が高まった。こうした状況下、公式的なドル化・ユーロ化についても、エマージング諸国やEU加盟候補国を中心に現実的な導入可能性が議論される状況が暫く続くものとみられる。

カレンシー・ボード制については、アルゼンチンを始め、エストニア、リトアニア等90年代前半に既に制度を導入した諸国が、それぞれ銀行セクターの危機を経

⁷⁴ European Commission (2000)。

験しているが、カレンシー・ボード制のデメリットとされる LLR 機能の喪失にもかかわらず、こうした危機を乗り切っている。また、一連の通貨危機時において、これらの諸国のカレンシー・ボード制は維持された。もっとも、公式的なドル化・ユーロ化については、こうした経験が乏しく、経済的なショックに直面した場合、通常の固定相場制ないしは変動相場制への復帰のオプションの有無という、平時にはマージナルなカレンシー・ボード制との経済的効果の違いが、どのように影響してくるかが必ずしも明らかではない。また、アルゼンチンやパナマの例にみられる通り、厳格な固定相場制の導入により、経済の安定化が自動的に達成されるわけではなく、併せて適切な国内経済政策をとることが重要であると考えられる。導入各国の経済の安定、ひいては国際金融市場の安定のためには、政策当局においては、公式的なドル化・ユーロ化の導入にあたって、デメリットや自国が成功の前提条件を満たしているかどうかについての検討を慎重に行う必要があるほか、学界における今後の研究の積み重ねも必要であろう。

以 上

（補論） 公式的なドル化・ユーロ化とカレンシー・ボード制との違い

本文で述べた通り、近年、エマージング諸国における望ましい為替相場制度の議論において、カレンシー・ボード制が注目を集めており、これが公式的なドル化・ユーロ化の議論の活発化にも繋がっている。両制度の経済的な効果には共通性が多く、「ドル化はカレンシー・ボード制を一步進めた形態」と受け止められることが多い。もっとも、実際には両者の効果の差異に着目し、アルゼンチン、エストニア等の既にカレンシー・ボード制を導入している国についても公式的なドル化・ユーロ化が議論されることが多いため、ここでは両者の相違について言及する。

カレンシー・ボード制においては、国内のハイパワード・マネーの供給にあたって、外貨準備の保有が義務付けられる。従って、自国が保有する外貨準備の範囲内においてのみ自国通貨を発行することができる⁷⁵。なお、実際の運用例においては、自国通貨に対する準備通貨のカバー率を、105～110%程度とするケースが多い⁷⁶。

カレンシー・ボード制と公式的なドル化・ユーロ化の両制度における共通の経済的効果は、a)インフレ率の低下、b)財政拡大政策に対する歯止めの強化、c)独自の金融政策の喪失、d)為替レートの変動を通じた調整機能の喪失である。

一方、カレンシー・ボード制においては自国通貨が維持されることから、公式的なドル化・ユーロ化とは、以下の経済的効果の差異が生じると考えられる。まず、両制度において効果が全く異なるものは、a)シニョリッジおよび b)取引コストである。一方、共通点はあるが、若干効果が異なるものは、メリット面では c)為替切り下げリスクの低減、d)国内金利の低下、e)国内経済主体の国際金融市場へのアクセスの容易化、デメリットでは、f)自国中銀による LLR 機能の喪失である。

a)シニョリッジ

カレンシー・ボード制の下では、自国通貨が発行されるため、シニョリッジは維持される一方、公式的なドル化・ユーロ化においては導入国のシニョリッジは失われ、通貨発行国にその利益が移転する。

⁷⁵ 一部には、一定量の準備通貨の裏付けが義務付けられていれば、外貨準備を超えて自国通貨を発行できる制度もカレンシー・ボード制とする定義がみられる（例えば、Ghosh, Gulde and Wolf(2000)では、自国通貨に対する準備通貨のカバー率が50%を超えている制度をカレンシー・ボード制としている）。

⁷⁶ 白井（2000）。

b)取引コスト

公式的なドル化・ユーロ化においては、同一通貨の導入により、通貨発行国と導入国間の貿易における取引コストが低下する一方、カレンシー・ボード制ではこのメリットは発生しない。

c)為替切り下げリスクの低減

カレンシー・ボード制においては、名目為替レートが固定されるほか、通常の固定相場制に比べて信認が高いこともあり、為替切り下げリスクが低減する。もっとも、カレンシー・ボード制からの離脱も理論的にはありうる⁷⁷ことから、為替切り下げリスクはゼロにはならない。一方、公式的なドル化・ユーロ化においては、為替切り下げリスクは消失する。この両者の差異は、後述の国内金利の低下にも影響を与える。

d) 国内金利の低下

カレンシー・ボード制においては、為替切り下げリスクの残存等から、公式的なドル化・ユーロ化に比べて、国内金利低下の効果は低減すると考えられる。

カレンシー・ボード制を採用している諸国の金利における為替切り下げリスクの影響をみると、対米ドルでのカレンシー・ボード制を採用しているアルゼンチンの場合、米ドル建てと自国通貨建てユーロ債の спреッドが 97-98 年の平均値で 250bp 程度となっている⁷⁸。また、対ドイツマルク（ユーロ）でのカレンシー・ボード制を採用しているエストニアの場合、spreッドは 100bp 程度である。これらのspreッドのうち、ある程度の部分は、カレンシー・ボード制における為替切り下げリスクに対する市場参加者の見方を反映しているとみられ、公式的なドル化・ユーロ化を実施すれば、その分金利が低下すると考えられる。

e)国内経済主体の国際金融市場へのアクセスの容易化

カレンシー・ボード制の下においては、自国通貨の価値が準備通貨に比較的安定して固定されるため、国内居住者の準備通貨発行国をはじめとする先進国の金融市場へのアクセスが容易になるとみられる⁷⁹。もっとも、前述の通り、為替切り下げ

⁷⁷ 歴史的には、1950年代から60年代にかけて、カレンシー・ボード制を導入していた欧米諸国の旧植民地が、政治的な目的からカレンシー・ボード制を離脱する例が相次いだ（Ghosh, Gulde and Wolf (2000)）。

⁷⁸ Berg and Borensztein (2000)。

⁷⁹ 白井(2000)。

リスクが残存することや、為替取引にあたっての手数料などのコストも残存することから、公式的なドル化・ユーロ化の場合の方が、よりメリットを享受できると考えられる。

f) 自国中銀による LLR 機能の喪失

カレンシー・ボード制の場合、中央銀行には、自国通貨の発行量を外貨準備のレベル以上に増加させる余地がないことから LLR 機能は失われるが、以下のケースにおいては限定的ながら LLR 機能は残されることになる。まず、前述の通り、カレンシー・ボード制の場合、自国通貨に対する外貨準備のカバー率が 100%を超えるケースが多い。この場合、中央銀行（ないしは類似の機関）は、外貨準備の範囲内において流動性不足となる市中金融機関への資金供給を行うことが可能となる⁸⁰。また、カバー率が 100%の場合であっても、緊急時には一時的に準備通貨の裏付けがなくとも一定額の自国通貨を発行できるスキームにし、限定的な LLR 機能を果たすという選択肢も有りうる^{81 82}。一方、公式的なドル化・ユーロ化においては、自国通貨が廃止されるため、自国中銀による LLR 機能は完全に失われる。

上記の点を踏まえると、政策としてカレンシー・ボード制ではなく公式的なドル化・ユーロ化を選択する場合には、シニョリッジの喪失および自国中銀による LLR 機能喪失というデメリットを受け入れてでも、為替切り下げリスク消失に伴う金利低下や国内経済主体の国際金融市場へのアクセスの容易化というメリットを享受すべきか否かが判断の基準となろう。

⁸⁰ この場合、カレンシー・ボード制の枠組みを定める法律において、市中金融機関への流動性供給が禁止されていないことが必要である。

⁸¹ Berg and Borensztein (2000)。

⁸² もっとも、このスキームを利用する場合、国内の流動性危機が外貨危機に転化する可能性がある。すなわち、中央銀行により国内通貨建ての流動性供給を受けた銀行が、国内通貨を中央銀行に持ち込んで外国通貨に交換しようとする場合、外貨準備以上の外貨需要が生じることになるからである。また、Hanke and Schuler(1999)は、メキシコ通貨危機時に、アルゼンチンにおいて、この例外的なスキームにより、一時的な流動性不足に陥っている銀行のみならず、支払い不能に陥り、本来であれば LLR 機能の対象外となるべき銀行にまで資金が供給されたことが、問題を大きくしたとしている。

《参考文献》

- 伊藤隆敏「アジア新興国・地域の通貨体制：管理フロート制が最適」日本経済新聞 2001年2月14日
- 島野卓爾・岡村堯・田中俊郎編著『EU入門』有斐閣 2000年
- 白井早由里『カレンシーボードの経済学』日本評論社 2000年
- 日本銀行国際局「euro 導入に対する実務面での対応について 欧州資本市場を中心に」日本銀行調査月報 1998年5月号
- 藤木裕「エマージング・マーケット諸国の為替相場制度・金融制度の選択について」日本銀行金融研究所 Discussion Paper No. 99-J-35 1999年
- 第3回 ASEM 財務大臣会議日仏スタッフ「エマージング市場経済における為替相場制度(仮訳)」日仏スタッフ共同作成ディスカッション・ペーパー、第3回 ASEM 財務大臣会議 2001年1月
- Balino, Tomas J.T., Bennett, Adam and Borensztein, Eduardo et al. (1999) "Monetary Policy in Dollarized Economies," IMF Occasional Paper 171, International Monetary Fund, 1999
- Bank of Estonia (2000a) "The Board of Eesti Pank approved the reform plan of the Estonian monetary policy operational framework," Press release, 26 April 2000
- (2000b) "Different views on the euro: definitions, economic policy issues and upcoming tasks," <http://www.ee/epbe/en/EU_euro.html>
- Bank of Lithuania (1999) "Statement of the Bank of Lithuania (13 10 1999)," October 1999
- Berg, Andrew and Borensztein, Eduardo (2000) "The Pros and Cons of Full Dollarization," IMF Working Paper WP/00/50, International Monetary Fund, March 2000
- Bergsten, C. Fred (1999) "Prepared Testimony of Dr. C. Fred Bergsten", Hearing on Official Dollarization in Emerging-Market Countries, Before the Joint Hearing of the Subcommittee on Economic Policy and Subcommittee on International Trade and Finance, Senate Banking, Housing and Urban Affairs Committee, United States Senate, 22 April, 1999

Bogetic, Zeljko (2000a) "Seigniorage sharing under dollarisation," *Central Banking vol.X no.4*, May 2000

(2000b) "The calculus of full dollarisation," *Central Banking vol.XI no.2*, November 2000

Calvo, Guillermo A. (1999) "On dollarization," University of Maryland, 20 April, 1999

(2000) "The case for hard pegs in the brave new world of global finance," Paper prepared for the ABCDE Europe, Paris, 21 June 2000

Covill, Laura (1999) "The quick and dirty way into EMU," *Euromoney*, October 1999

Dornbusch, Rudiger (1999) "The Euro: Implications for Latin America," MIT, March 1999

Duisenberg, Willem and Noyer, Christian (2000) "Introductory statement," ECB Press Conference, 13 April 2000

EBRD (2000) "Transition report 2000: Employment, skills and transition," European Bank for Reconstruction and Development, November 2000

Edwards, Sebastian (1999) "Remarks on dollarization," Deutsche Bank, Global Emerging Markets Vol.2, April 1999

(2000a) "Exchange rate systems in emerging economies," Paper prepared for U.S. Department of the Treasury project on the international financial system, 1 January 2000

(2000b) "Exchange rate regimes, capital flows and crisis prevention," Paper prepared for the National Bureau of Economic Research Conference, 15 August 2000 (revised 31 August 2000)

Eichengreen, Barry and Hausmann, Ricardo(1999) "Exchange rates and financial fragility," Paper prepared for the symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 26-28 August, 1999

European Commission (2000) "Enlargement strategy paper: report on progress towards accession by each of the candidate countries," European Union, November 2000

Fischer, Stanley (1982) "Seigniorage and the case for a national money," *Journal of Political Economy*, vol.90 no.21, April 1982

Ghosh, Atish R., Gulde, Anne-Marie and Wolf, Holger G. (2000), "Currency boards: more than a quick fix?" *Economic Policy*, 31 October 2000

- Hanke, Steve H. and Schuler, Kurt (1999) "A dollarization blueprint for Argentina," Friedberg's Commodity and Currency Comments Experts' Report, February 1999
- Hausmann, Ricardo and Powell, Andrew (1999) "Dollarization: issues of implementation," Paper prepared for the seminar held by the Inter-American Development Bank, 23-24 July, 1999
- Joint Economic Committee (2000) "Dollarization: a guide to the international monetary stability act," US Senate Joint Economic Committee Staff Report, Office of the Chairman, Connie Mack, March 2000
- McKinnon, Ronald I. (2000) "After the crisis, the East Asian dollar standard resurrected: an interpretation of high-frequency exchange-rate pegging," Stanford University, August 2000
- McTeer, Bob (2000) "Concluding comments at the Dallas Fed's dollarization conference," 7 March 2000
- Mundell, Robert (1961) "A theory of optimum currency areas," *American Economic Review*, vol.51 no.4, September 1961
- Noyer, Christian (1999) "The International Role of the Euro: Trends, Advantages and Risks," Speech before the Monetary Commission of the European League for Economic Co-operation, 26 November 1999
- Robertson, Charles (1999) "Emerging Europe: Euro-isation, Anyone?" ING Barings Emerging Markets Weekly Report, 30 July 1999
- Schuler, Kurt (2000) "Basics of dollarization," US Senate Joint Economic Committee Staff Report, Office of the Chairman, Connie Mack, July 1999, updated January 2000