



2008年11月4日

国際通貨としてのユーロの現状と展望¹

(財)国際通貨研究所

経済調査部 部長(金融市場担当)

福永 一樹

fukunaga@iima.or.jp

1999年に欧州統一通貨として導入されたユーロは来年10周年を迎える。欧州という大経済圏の通貨を一夜にして統一するという事業は、当初さまざまな懐疑論や楽観論によって迎えられたが、3年後の現金の導入や参加国の拡大を経て、域内の統一通貨としてはこの10年おおむね安定した航海を辿ってきた。また、非ユーロEU諸国やEU加盟候補国では、貿易・金融取引や外国為替取引でも既に高い比率でユーロが使用されるなど、地域通貨ユーロを軸とした経済圏が形成されている。一方で、ユーロは導入後数年の間に国際金融取引においても取引シェアを高め、ドルに次ぐ第二の国際通貨としての地位を確かなものとした。しかしながら、ドルに比べると取引の担い手に地理的な偏りが見られるなど、国際通貨としては基軸通貨ドルに対して“サブ”の地位にとどまっている。

本稿では、国際金融市場におけるユーロ建て取引に注目しながら、10年目を迎えたユーロの国際通貨としての現状を確認する。具体的には、まずは1)参加国の拡大にともなうユーロ域の経済規模と、ユーロ導入を契機とする金融市場の統合・深化の状況を概観する。

次に2)ユーロ域周辺国経済においては、貿易・金融取引において、また外国為替市場の媒介通貨として高い比率でユーロが使用されているなど、地域通貨としてのユ

¹ 本稿は2008年10月13日に開催された、日本金融学会2008年度秋季大会・国際金融パネル「ドルとユーロ：基軸通貨の将来」において報告された論文である

一ロがユーロ域周辺国経済に浸透している現状を確認する。

その上で、3) グローバルなユーロの使用状況を、クロスボーダー・バンキング取引、国際債務証券取引、外貨準備に焦点を当てて把握し、その上で国際的な債権・債務の決済機能におけるユーロの役割を確認するために為替媒介通貨としてのユーロの現状を検証する。

最後に4) ロンドン市場におけるユーロ建て国際金融取引に焦点を当て、域内に国際金融市場を有さないユーロの現状を考える。

1) ユーロ域内: 経済規模の拡大と金融市場の統合

① ユーロ域の経済規模と貿易

当初 11 カ国の統一通貨としてスタートしたユーロだが、その後 2001 年にギリシャ、2007 年にスロベニア、そして 2008 年にキプロス、マルタの 4 カ国が加わり、現在 15 カ国がユーロ経済圏を構成している。発足当初よりユーロは米ドルと肩を並べる経済規模を有していた。現在では人口においてユーロ域は米国を凌駕しているが、GDP については米国の約 3/4 の規模である。現在のユーロ域は EU 全体の 7 割強、またユーロ不参加の旧加盟国(英国、スウェーデン、デンマーク)が約 2 割を占める。従って、今後新加盟国が順次ユーロに参加したとしても、経済規模に与える影響は小さい。

(第 1 表) ユーロ域の経済規模

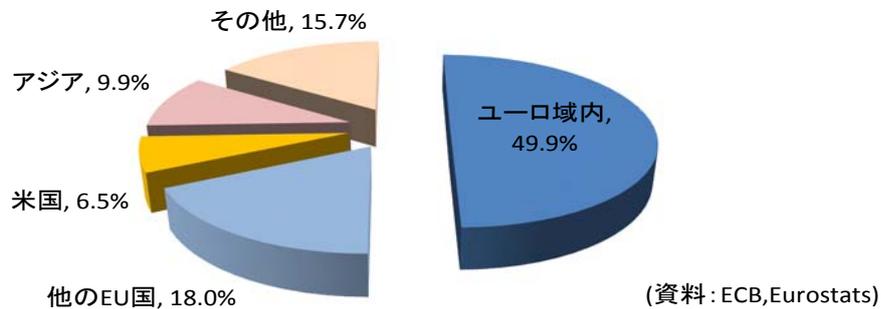
(2007 年)	ユーロ域	EU	米国	日本
人口 (mil)	320.5	496.0	302.1	127.7
GDP (Trill. Euro)	8.9	12.6	12.0	3.7
貿易 (対 GDP 比)	43.6%	28.9%	28.7%	34.9%

資料: ECB, Statistics Pocket Book

ユーロ域の貿易(財の輸出)においては、域内貿易が全体の約半分を占め、また 18% が他の EU 諸国向けとなっている。域内貿易(財の輸出入)については 1999 年の GDP 比 28% から 2007 年には 33% に伸びている。ユーロの導入に伴い、通貨交換のコストや為替変動による不確実性が消滅したことによる拡大効果があると広く認められてはいるものの、その度合いについては諸説分かれており、ECB は概ね 2-3% の拡大効果がエコノミストのコンセンサスではないかとの見方を示している²。

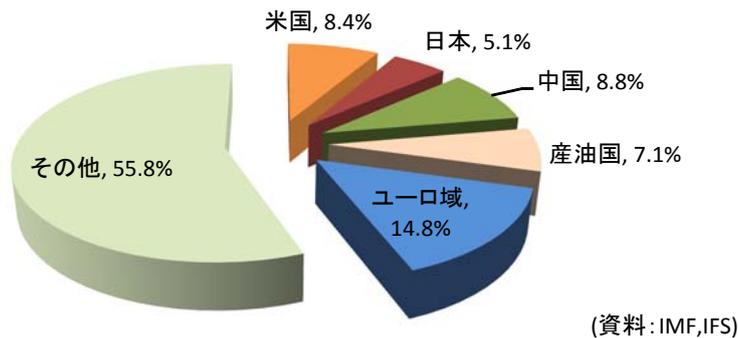
² ECB[2008a]

(第1図)ユーロ域の輸出先



また、ユーロ域外との財・サービスの貿易については1998年には対GDP比で32%であったものが2007年には44%に拡大している³。また、世界の貿易(輸出)に占めるシェアは、中国や産油国等が伸びる中であって15%(除く域内貿易)と、米国(8%)、日本(5%)、中国(9%)を凌いでいるなど、ユーロ域経済の開放性はより進んでいる。

(第2図)世界の輸出に占めるシェア



②金融市場の統合・拡大

ユーロの導入を契機に域内の各金融市場の統合が進んでいるが、無担保資金市場、国債市場、企業向け銀行業務(Wholesale Banking Activities)において大きな進捗が見られる一方で、インフラの未整備等を原因に、株式市場や個人向け銀行業務(Retail Banking Activities)の統合は遅れるなど、跛行性が見られる⁴。

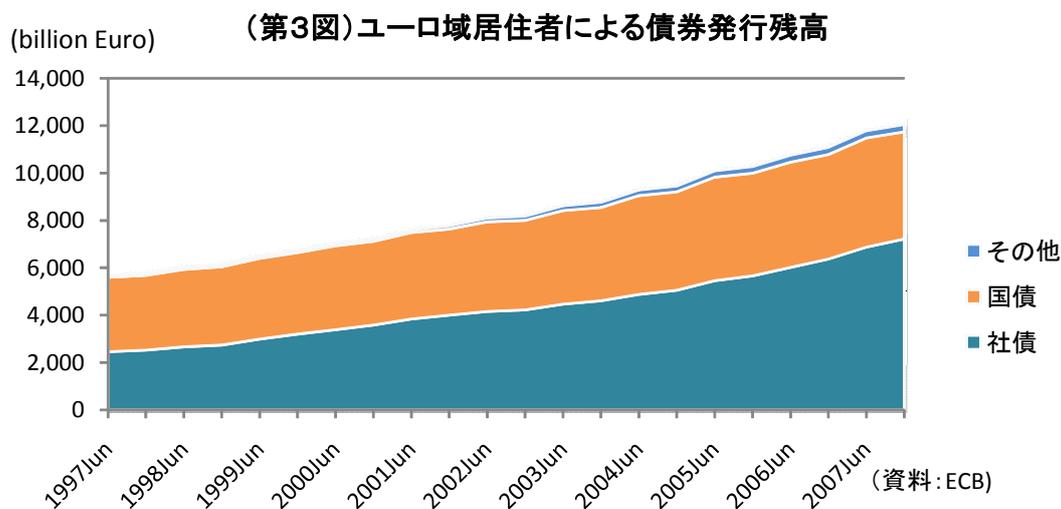
最も早期に、しかもほぼ完全に統合が進んだのは短期の無担保銀行間資金取引である。統合以前から各国に存在した資金市場は、大口資金を中銀預金にて決済するTARGETを始めとするクロスボーダー決済システムによって結ばれている。地理的な違いによる取引価格の差異はほぼ解消され、同程度の信用リスクを有する場合には同

³ この間の世界の貿易はグローバル化の進展等により拡大しており、同期間の米国は23%から29%へ、また日本については21%から35%に拡大している

⁴ ECB[2008a]

一レートで取引される等、域内の銀行間資金市場は統合・均一化している。これによって、統合後初期の段階から、域内の銀行間資金取引や、企業向け預金・貸出取引が増加した。

また、国債市場においてはユーロ導入に向けて各国国債の利回りが収斂した。信用リスクや流動性の差、及びデリバティブ取引の厚み等を要因とする利回り格差は存在するものの、発行額や残高の規模において米国、日本に肩を並べる統一通貨建て国債市場が登場した。この国債市場の統合は、社債をはじめとするその他の債券市場の拡大をもたらした。ECB のユーロ域居住者の債券取引データによれば、債券発行残高は、1998 年末の 6.1 兆ユーロから 2007 年末の約 12 兆ユーロに増加しているが、内、国債が 3.4 兆ユーロから 4.8 兆ユーロへと増加したのに対し、社債を始めとする国債以外の債券については 2.7 兆ユーロから 7.2 兆ユーロへと 2.5 倍の規模に拡大している。ユーロ域内居住者による起債の約 9 割がユーロ建てであり⁵、この間の域内経済成長やグローバルな M&A 及び証券化取引の活発化等による影響もあろうが、統一通貨の導入による市場の均質化やクロスボーダー投資の活発化が影響していると考えられる。



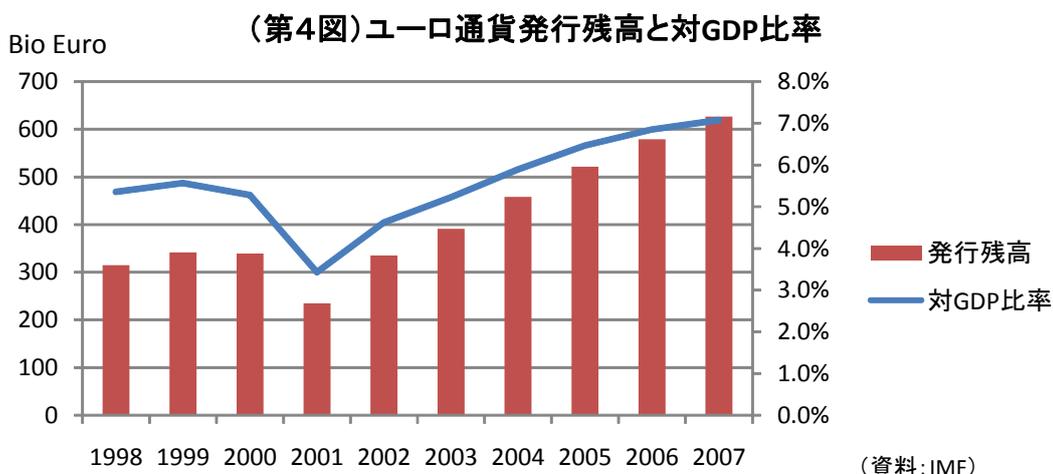
2) ユーロ圏: ユーロ域近隣諸国におけるユーロの使用

ユーロの導入を機に、ユーロ域に地理的・経済的に隣接している国々においても、貿易取引や金融取引におけるユーロの使用が増している。ここでは、主として中東欧、南欧のユーロ非参加 EU 諸国、EU 加盟候補国等 (以下、ユーロ圏) における地域通貨としてのユーロの現状を確認する。

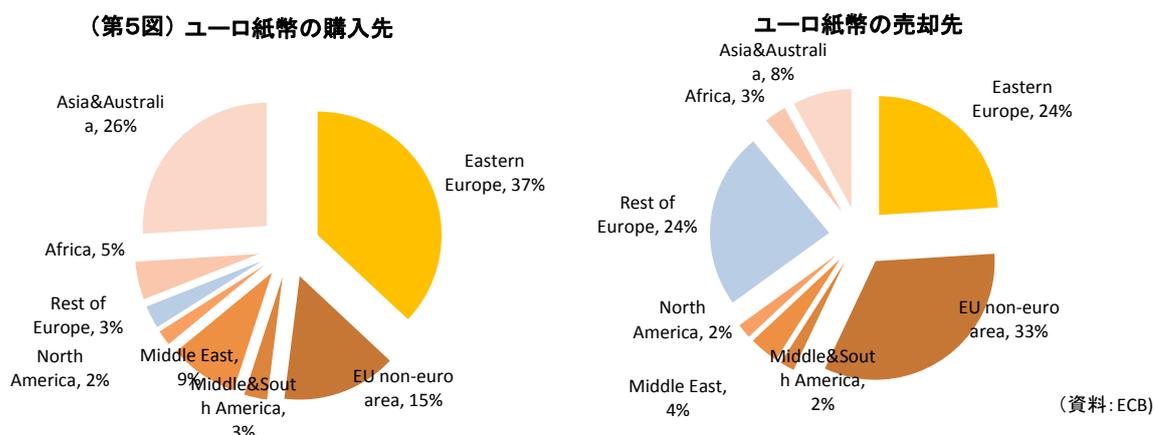
⁵ 2007 年末時点、残高基準

①ユーロ紙幣の流通

ユーロの紙幣流通残高は、今年の春に米ドルを上回った。ユーロ域居住者一人当たりが保有する現金は米国民よりも多く、米財務省がドルの流通紙幣の約 6 割に当たる 4,500 億ドルが非居住者によって保有されていると推定しているのに対し(2005 年末)、ユーロの場合は 1~2 割程度(600~1,000 億ユーロ)がユーロ域外で保有されていると ECB は推計している⁶。一方で、ユーロ紙幣流通残高の対 GDP 比率は 2002 年の 4.5%から 2007 年には 7% 台へと徐々に増加しており、ユーロ域近隣諸国での支払い手段として、あるいは価値保蔵手段としての保有が増加しているとみられている。



ECB によると、ユーロ域内銀行がユーロ紙幣を購入・売却した先は(第5図)のようになっている⁷。購入先としては観光関連と思われるアジアや中近東からの還流が目立つが、売却先としては欧州が全体の 81%を占めている。この中には大口売却先であるスイス(その他欧州)や英国(非ユーロ EU)が含まれているが、中東欧を中心とした EU の新メンバー国や候補国でのユーロ紙幣の需要が大きいことを示している。



⁶ ECB[2007]. Box 7

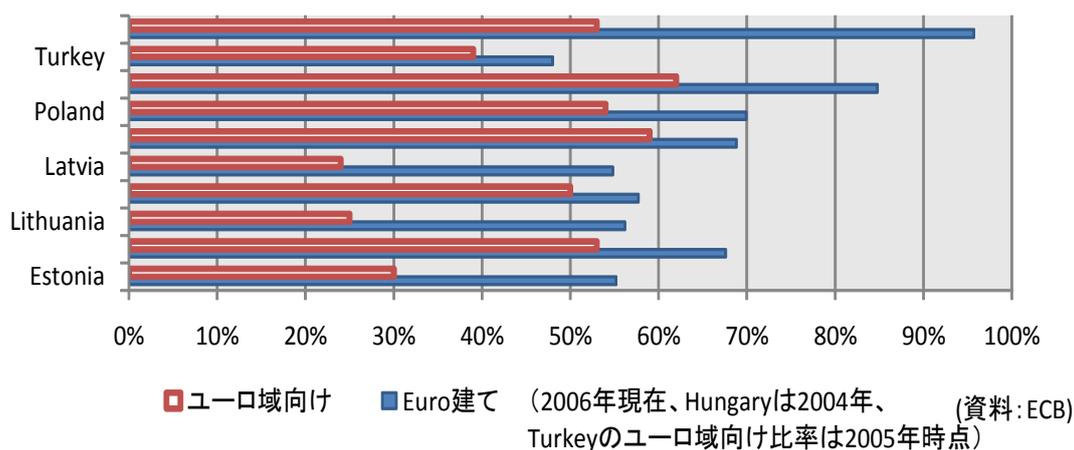
⁷ ECB[2008b]

②貿易取引におけるユーロの使用

ユーロ圏における貿易取引でのユーロの使用状況について見てみる⁸。輸出におけるユーロ域向け取引が占める比率は、バルト3国においてやや低いものの、その他の国については5割前後となっている。一方で、インボイス通貨のユーロ建て比率は、一部の突出した国を除いても概ね5割~7割である。また、どの国においてもユーロ建て比率がユーロ域向け比率を上回っており、欧州を中心とした第3国への輸出においてもユーロ建てで決済が行われていると推定される。

ユーロ建て取引比率については、Czech Republic(7割前後)やHungary(8割前後)のように、ユーロ導入直後から高い比率を維持してきている国もあるが、それ以外の国については概ね上昇傾向にある。また、非ユーロEU国である英国のユーロ建て比率が21%(但し2001年)、同じくデンマークが34.3%(2004年)であることと比較すると、中東欧、南欧諸国におけるユーロ使用比率が著しく高いことがわかる。

(第6図)輸出におけるユーロ建て比率とユーロ域向け比率



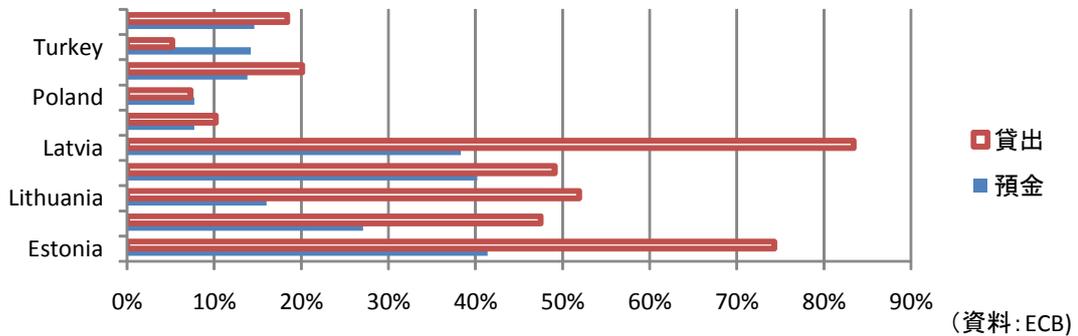
③国内金融取引におけるユーロの使用

ECBのReviewレポートでは、ユーロ域周辺国の預金・貸出取引におけるユーロの使用状況を、全取引に対するユーロ比率及び外貨建て取引に対するユーロ比率で示している(第7図)⁹。これによると、国ごとのばらつきが大きいものの、全預金に占めるユーロ建て比率はSloveniaを除く新メンバー国11カ国平均で22%、貸し出しについては37.4%、また外貨建て取引に占める比率は預金が67.6%、貸し出しが71%を占めている。個別に見てみると、ERM IIに参加しているEstonia、Latviaやユーロをベースとしたカレンシーボードを導入しているBulgariaでは、全預金に占めるユーロ建て取引が約4割、貸し出しについてもそれぞれ、74%、83%、49%と、国内金融取引の大きな割合がユーロ建てでなされていることが分かる。

⁸ ECB[2008b] Annex Table 6 及び Supplementary data

⁹ ECB[2008b] Annex Table 12 & 13

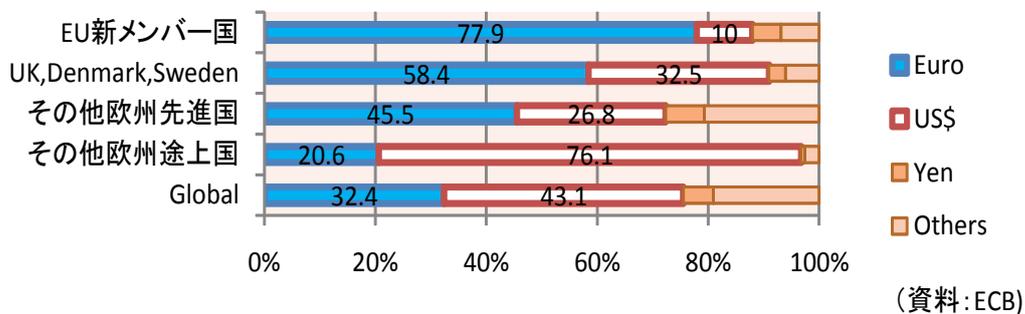
(第7図)国内預金・貸出取引に占めるユーロ建比率



④国際債務証券におけるユーロの使用

次に、ユーロ圏居住者による国際債務証券の発行状況を見てみる。ECB は「起債者の居住する国の通貨以外での発行」を狭義の(narrow measure)国際債務証券として別途定義し、地域毎のデータを取りまとめている¹⁰。発行残高に占めるユーロ建て債券の割合はグローバルには約 32%であるのに対して、EU 新メンバー国では 78%と突出している。

(第8図)国際債務証券の通貨構成



⑤為替取引におけるユーロの使用

このように、中東欧のユーロ非参加 EU 諸国や EU 加盟候補国においてはユーロ域との経済的な結びつきが強く、貿易・金融取引においても既に高い割合でユーロ建てで取引が行われている。

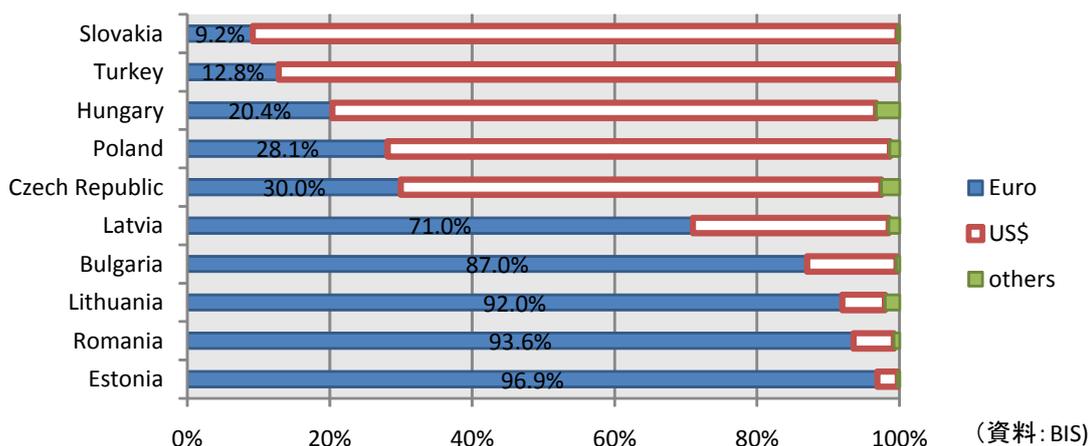
こうした実取引を背景とする各国の外国為替市場での取引状況を見てみる。BIS の「外国為替及びデリバティブに関する中央銀行サーベイ(2007 年)」¹¹によると、トルコを含めた近隣 10 カ国の外国為替市場全体では、ドルの取引シェアが 70%、ユーロは

¹⁰ 狭義の国際債務証券の定義については 3)-②の国際調達通貨としてのユーロの現状にて詳述、使用データは ECB [2008b] Annex Table 2

¹¹ BIS Triennial Central Bank Survey, BIS Quarterly Review, December 2007

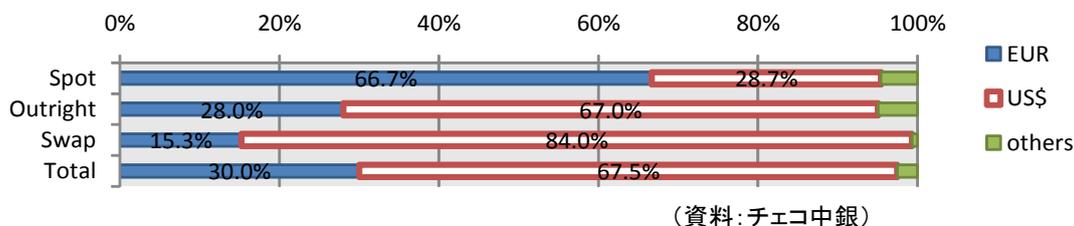
47%となっている¹²。各国の地場通貨取引に注目し、どの通貨を対価に取引されているかを示したのが(第9図)である。バルト3国及びルーマニア、ブルガリアにおいては地場通貨取引の7割以上がユーロを対価に行われており、ユーロが媒介通貨機能を果たしていることがわかる。

(第9図)中東欧市場における
地場通貨の取引相手通貨



BIS が公表しているデータは為替取引全体(直物、アウトライト、スワップ取引)を対象としているため、ユーロのシェアが小さい国について、各国中央銀行が発表しているデータを基に取引種類ごとの通貨構成を示したのが(第10、11図)である。チェコやハンガリーにおいては、取引量の大きなスワップにおけるドルのシェアが高いことが、全体のドル比重を高めている。資金取引目的で行われることが多いスワップ取引に対し、スポット取引においてはこれらの国においてもユーロを対価とした地場通貨取引が大宗を占めていることが分かる。このように、国ごとのばらつきは大きいものの、貿易や金融取引でのユーロ使用比率の高いユーロ周辺地域においては、為替の媒介通貨機能の面でもユーロが高い役割を果たしている¹³。

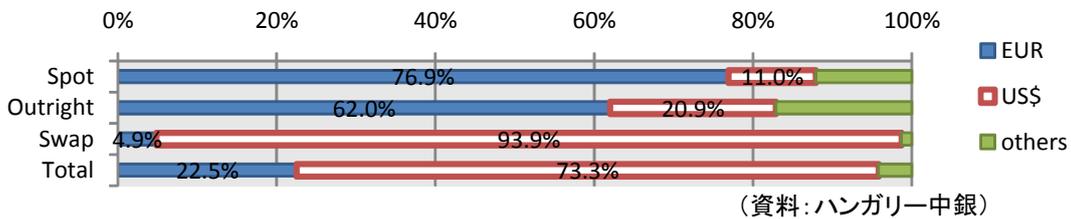
(第10図)チェコ市場



¹² 為替取引は2つの通貨ペアで行われることから合計は200%、残りの大半は地場通貨

¹³ 一方で、トルコについてはスポット取引についてもドルが9割近いシェアとなっている

(第11図)ハンガリー市場



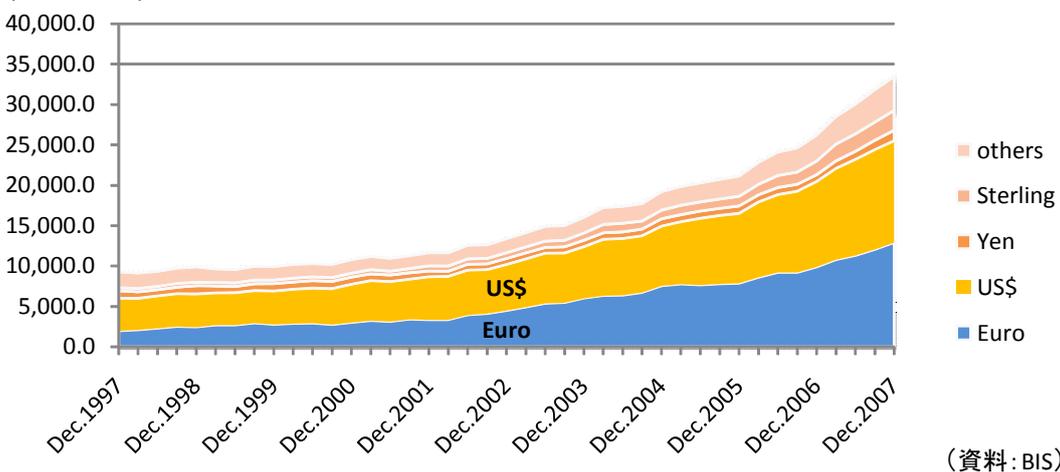
3) グローバル: 国際通貨としてのユーロの現状

次に、クロスボーダーバンキング取引、国際債務証券取引といった国際金融取引におけるユーロ建取引の状況、また外貨準備におけるユーロのシェアを把握した後に、外国為替市場における媒介通貨としてのユーロの状況を検証することで、ユーロの国際通貨としての現状を確認したい。

①クロスボーダーバンキング取引におけるユーロ

BISのバンキング統計¹⁴によると、全通貨建てのクロスボーダー取引は1998年末から2007年末にかけて3.4倍に増加しているが、その間ユーロ建て資産は5.2倍に増え、また全資産に占める比率はユーロ導入直前に25%であったものが2007年末には39%まで上昇している(その間にドル建て取引は4割前後で推移)。

(第12図)クロスボーダー・バンキング資産の通貨構成

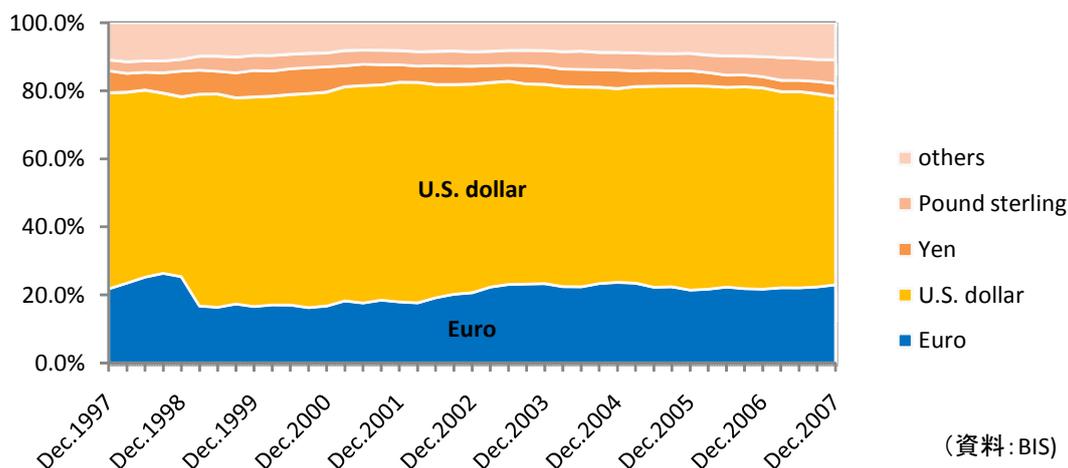


但し、このクロスボーダー取引にはユーロ域内の国相互間の取引、即ちユーロに固有の「同じ通貨圏内でのクロスボーダー取引」が含まれている。そこで、自国通貨建て取引を除いた、外貨建てクロスボーダー取引に焦点を当て、その通貨構成の推移を示したのが(第13図)である。これによると、ユーロの占める割合は導入直後の16%近

¹⁴ BIS : International Banking Statistics

辺から 2003 年には 23%程度まで増加しその後はほぼ横ばいで推移、その間ドルは 50~60%程度である。このように、クロスボーダーバンキング取引においては、導入とともにユーロ建て取引の比率が上昇したものの、ドルが占める割合 5~6 割に対してその比率は 2 割強に過ぎず、また、ここ数年は大きな変化は見られない。

(第13図) 外貨建て対外資産の通貨構成



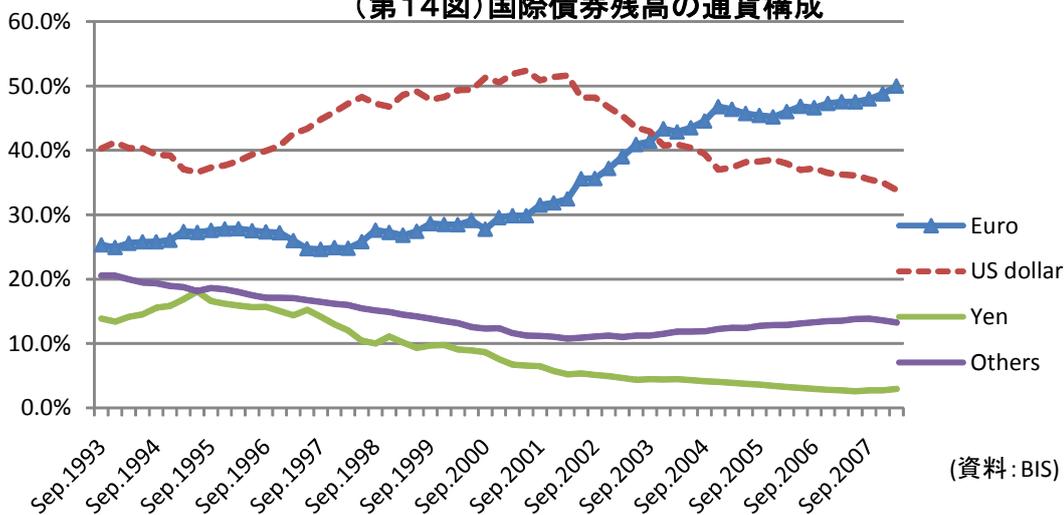
(資料: BIS)

②国際調達通貨としてのユーロ

次に、BIS の国際債務証券 (International Debt Securities) データを使って、国際調達通貨としてのユーロの役割を概観する。

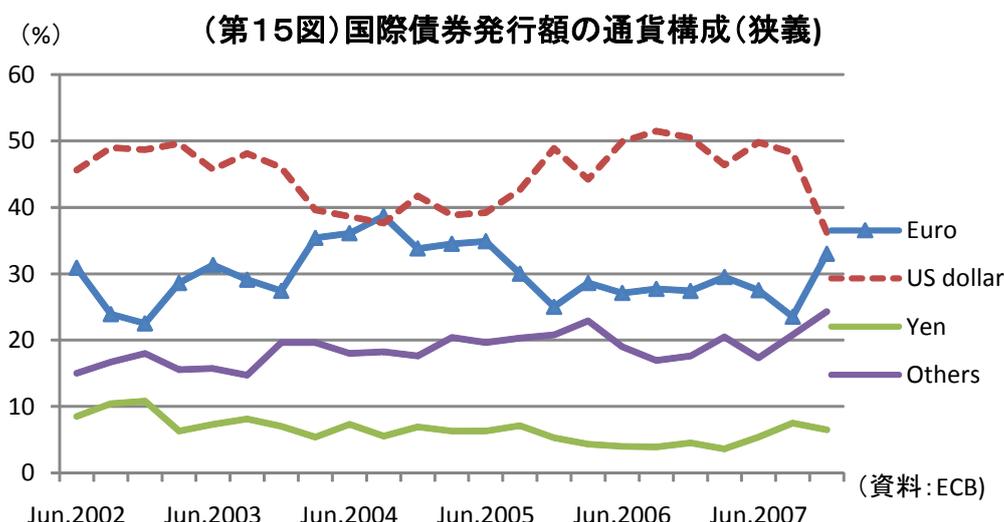
ユーロ導入後に域内居住者による起債が増加したことは1)で確認したが、同時に国際債務証券全体でのユーロ建て比率も上昇している。(第14図)は国際債券の発行残高における通貨構成を時系列に示したものである。全体の4割以上を占めていたドル建て債券のシェアは、2001 年に 50%強でピークアウトしてその後漸減。一方のユーロは 25%程度であったが、2004 年にはドルと逆転しその後は 40%台後半で推移している。

(第14図) 国際債券残高の通貨構成



(資料: BIS)

この BIS 定義に対し、ECB は国際債務証券の異なる定義を用いた分析を行っている。BIS の定義による国際債務証券¹⁵には、非居住者投資家向けの居住者による自国通貨建て発行が含まれているが、ユーロ域の場合は他の域内国居住者が非居住者とみなされるため、市場統合が進んだユーロ建て債券市場における“実質的な国内発行”が国際証券として計上される。これを修正すべく、ECB は「起債者の居住する国の通貨以外での発行」を狭義の国際債務証券(narrow measure)として別途定義し、BIS データを基に算出している¹⁶。2002 年以降の狭義国際債券発行額における通貨別シェアデータを“Review of International Role of The Euro”各号から引用し、作成したのが(第15図)である。全期間を通じてドル建て債券が全体の 40~50%を占めているのに対して、ユーロは徐々にシェアを増やして 2004 年には 4 割近くまで占めたもののその後は 30~40%で推移し、2007 年末の発行残高で見ると、ドル建てのシェア 43%に対してユーロは 32%となっている。



このように、域内居住者による起債が活発化しその相当部分が域内投資家によってクロスボーダー保有されたため、国際債務証券取引におけるユーロ建て比率はドルを上回った。一方で、自国通貨建て発行を除いた狭義のデータで見ると、国際調達通貨としてのドルの優位は変わらず、ユーロは導入後 5 年程度まではグローバルなシェアを増したものの、その後はほぼ 3 割前後のシェアで横ばい推移している。

¹⁵ BIS 統計の「国際証券」は、①居住者及び非居住者による外貨建て証券発行、②非居住者による国内通貨建て発行、③居住者による国内通貨建て発行の内、非居住者の投資家向けの発行、と定義されている。
BIS[2003],Hartmann[2000]

¹⁶ ECB Review of International Role of The Euro 各号

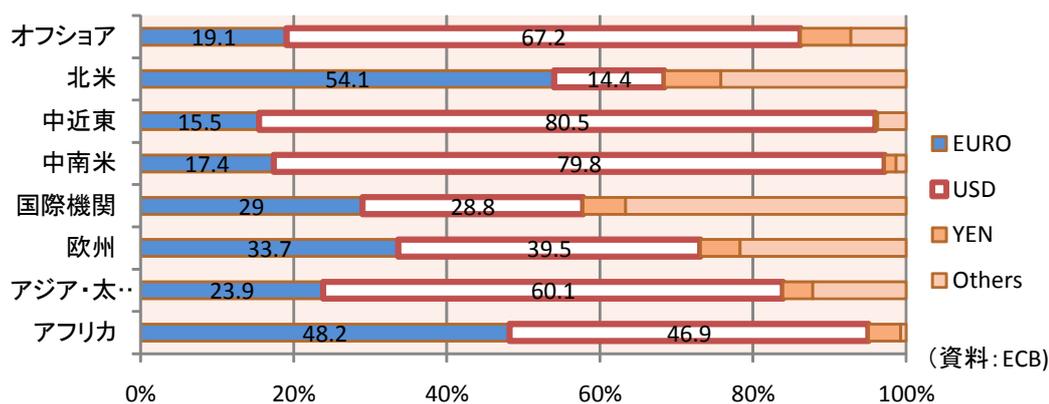
(第2表)2007 年末時点での発行残高における通貨別シェア (USD billions)

	発行残高	ユーロ	ドル	円
自国通貨発行を除いた狭義の国際債務証券	9,703	32.2%	43.2%	5.4%
BIS の国際債務証券	22,772	48.4%	34.9%	2.7%
国内発行を含む全債務証券	79,857	29.8%	40.4%	11.9%

ECB , The International Role of The Euro, July2008 より抜粋

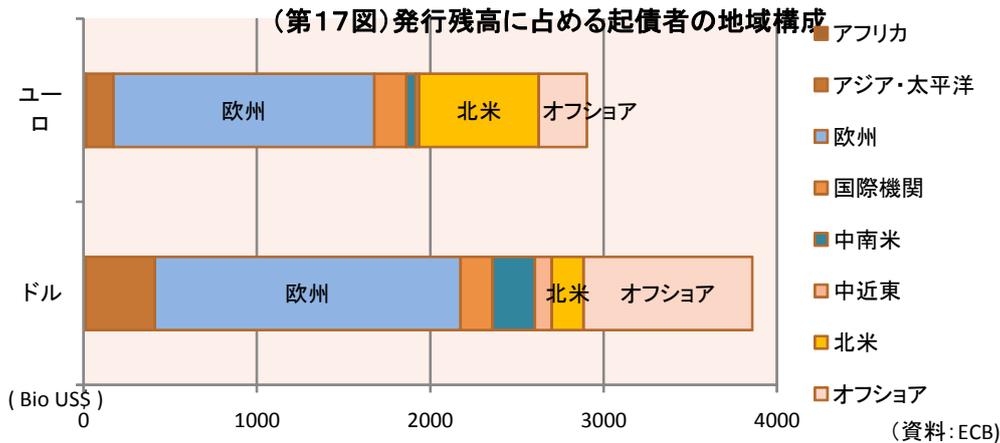
次に、ECB の狭義データを用いて「発行体の居住地ごとの通貨構成比率」を分析する¹⁷。ユーロ建ての起債は、ドル建て債が自国通貨であるため除外される米国を含む北米(54%)とアフリカ(48%)での比率が高い一方で、中近東(16%)、中南米(17%)、アジア・太平洋(24%)やオフショアセンター(19%)では低い等、地域によってユーロ選好の度合いが大きく異なる。

(第16図)国際債務証券の起債者居住地別の通貨構成



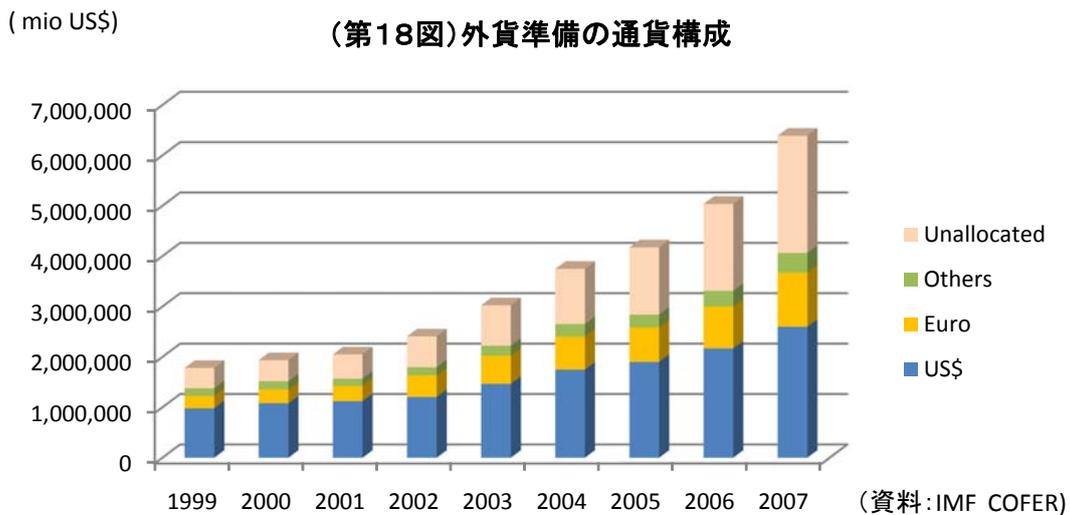
更に、発行残高に占める発行者の地域構成を示したのが(第17図)である。狭義の国際債務証券なので、ユーロ域内居住者によるユーロ建て証券は含まれないにも関わらず、欧州居住者による発行残高が占める割合が高い(52%)。そもそも、狭義国際債務証券残高の約半分は欧州居住者による発行であるが、中でもユーロ非参加国である UK、デンマーク、スウェーデン居住者による発行額は欧州の半分、グローバルの約 1/4 を占めている。2) - ④で示したように、EU 新メンバー国でのユーロ建て発行比率は 78%と突出して高いが、UK、デンマーク、スウェーデンは 58%とこれに次いでおり、このことがユーロ建て証券全体に占める欧州の割合を高めている。米ドル建て証券が米国の周辺国に偏ることなく、オフショアやアジア居住者も含めた幅広い発行者によって発行されているのに比べ、ユーロ建て証券では狭義の証券を対象とした場合においても地理的に偏った発行がされていることがわかる。

¹⁷ ECB[2008], Statistical Annex Table 2



③外貨準備通貨としてのユーロ

次に各国の外貨準備にしめるユーロの位置づけを見てみる。外貨準備の通貨配分については IMF が 4 半期ごとにデータを提供している¹⁸。これによると、ユーロ発足時には約 18%であったユーロ建ての外貨準備は 2003 年に 25%程度まで増加し、2007 年末には 26%を占めている一方、ドルのシェアは 71%から 64%まで低下している。



但し、COFER のデータにおいては一部途上国の通貨配分が申告されておらず、上記の比率は配分が明らかな部分の内訳になる。近年、配分不明部分(Unallocated)が全体の 36%まで拡大しており(2007 年末)、特に外貨準備の増加ペースが加速した 2002 年から 2007 年までの増加額 4 兆ドルの内 1.7 兆ドルの内訳は不明だ。さらにこの間、産油国やアジアの経常収支黒字国では外貨資産運用機関として SWF を設置する動きが目立ったが、そこにおける通貨配分も COFER 統計には含まれていない。SWF の規模については諸説あるが、仮に 3 兆ドルとすると、世界の公的な外貨資産運用約 9.4 兆ドルのうち、通貨配分が判明しているのは 4 兆ドルに過ぎないことには留意

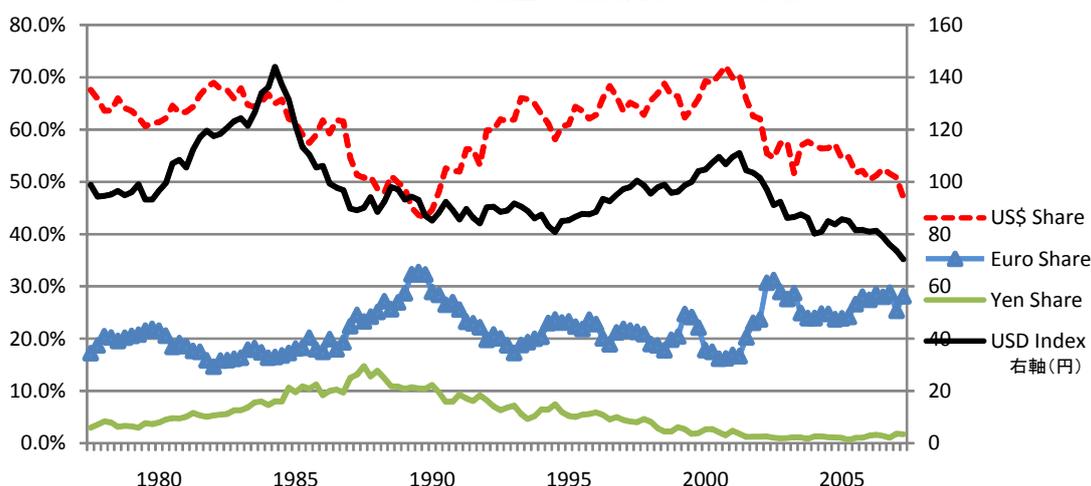
¹⁸ IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)

を要する。

外貨準備の通貨内訳は、BIS のバンキング統計における中央銀行の預金データによっても探ることができる。預金は外貨準備の運用方法のひとつに過ぎないが¹⁹、報告国40カ国の民間銀行にある中央銀行預金が対象となっていることから、途上国を含めたほぼすべての中央銀行預金がカバーされていると考えられる。(第19図)は1977年以降の民間銀行に預けられた中銀預金の通貨割合とドルの実効相場推移を示している。

ユーロ発足後、全預金残高は約4.5倍に増加した。当初19%を占めていたユーロ比率は2003年に30%台まで上昇、その後は20%台後半での推移となっている。一方の米ドル比率は2000年後半に70%台まで上昇した後、直近の47%まで徐々に低下している。

(第19図) 中銀預金の通貨内訳とドル相場



(資料: BIS Banking Statistics、FRB Dollar Index)

ユーロ導入以降、外貨準備及びその一部である中銀預金におけるユーロの比率は上昇した。特に、2001年以降ドルが下落する過程において各国中銀は通貨の分散・ドル離れを進め、その受け皿としてユーロが使用されたようである。但し、その後の外貨準備におけるユーロ比率は20%台後半で推移しており、また中銀預金においても80年代以降のレンジを抜け出していない。

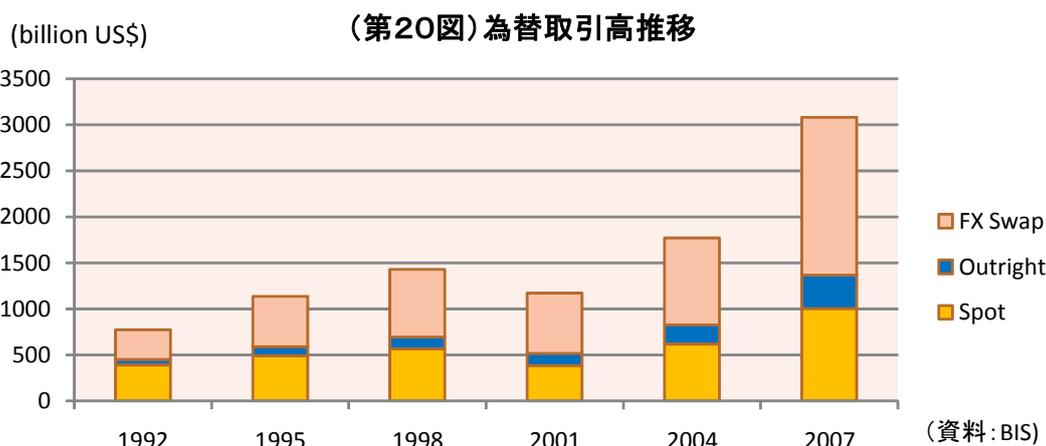
③為替媒介通貨としてのユーロ

BISが3年に一度実施している「外国為替及びデリバティブに関する中央銀行サーベイ」²⁰によれば、世界の外国為替取引は2007年4月に一日当たり3.2兆ドルとなり、

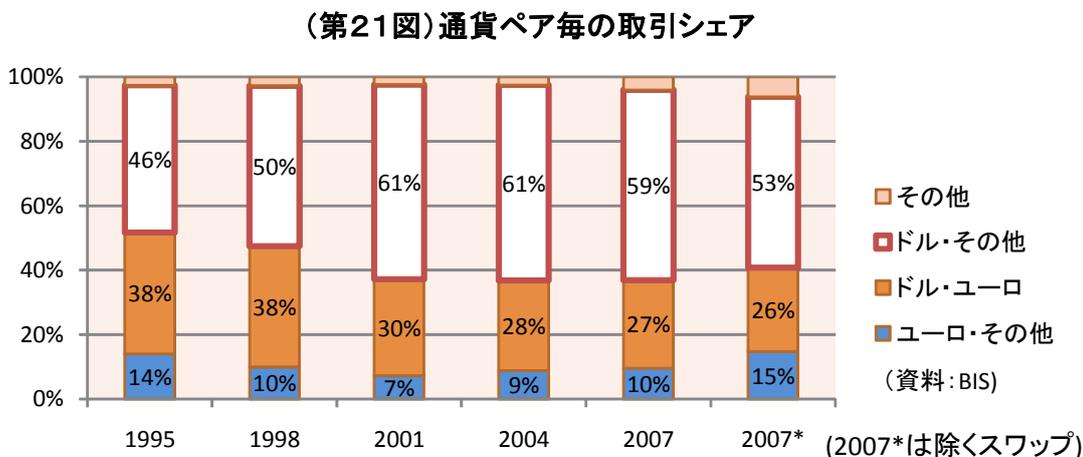
¹⁹ Wooldridge(2006)によれば、1980年には外貨準備の50%を占めた預金は1990年後半には23%まで低下し、その後2006年には30%まで戻っている

²⁰ BIS Triennial Central Bank Survey, BIS Quarterly Review, December 2007

前回 2004 年調査時の 1.9 兆ドルに比べて 1.3 兆ドル、約 70%もの増加を示した。取引の増加はすべての項目で見られるが、中でもスワップ取引は約 80%の増加となっており、直物取引 (59%) やアウトライイト先物取引 (73%) を上回っている。取引相手先別に見てみると、ヘッジファンドや年金基金といった機関投資家を中心とするその他金融機関 (サーベイ対象外の金融機関) との取引増加が全体の伸びの半分を占めている。これは、これら投資家が短期・中長期の投資を活発に行ってきたことや、電子取引基盤やアルゴリズム取引の広がりによって、取引頻度が高まったためと考えられる。



このように外国為替市場全体が取引量を増やしている中で、主要 3 通貨のシェアはドルが 86%、ユーロ 37%、円 17%と大きな変化は見られない²¹。米ドルは僅かながら減少傾向にあるものの 85-90%の高いシェアを維持している。ユーロについては EMS 通貨間の取引が消滅したため、統合後初の調査となった 2001 年にはドイツマルク単体のシェア (30%) より高いものの、EMS 通貨合計 (53%) 比 15%減少して 38%となった後は、37%前後で横這い推移している。



²¹ 外国為替取引は通貨ペアで行われるため、通貨毎の取引シェアの合計は 200%になる。

次に、媒介通貨の現状を確認するために、通貨ペア毎の取引シェアを見てみる(第21図)。2007年調査において、ドルもしくはユーロが少なくとも一方の通貨となっている通貨ペア取引は全体の96%を占めている。最も取引量の多い通貨ペアはドル・ユーロ取引(27%)であるが、「ドル対(ユーロ以外の)その他通貨」が59%を占めるためドルは全取引の86%にかかわっていることになる。他方ユーロの状況を見てみると、「ユーロ対(ドル以外の)その他通貨」取引が占める割合は10%に過ぎず、ユーロがかかわる取引は全体の37%だがその太宗はドル・ユーロ取引になっている²²。

(第3表) EBSにおける通貨ペアと取引シェア

対 US\$ / ユーロとも	JPY (17), CHF (7), GBP (15), RUB (1), PLN (1), ZAR (1)	6 通貨 (42%)
対 US\$ (87) のみ	AUZ (7), NZD (2), CAD (7), HKD (3), MXN (2), SGD (1), THB, TRY	8 通貨 (22%)
対 ユーロ (37) のみ	SEK (4), NOK (3), DKK (1), CZK, HUF, ISK, SKK	7 通貨 (8%)
その他	AUD/JPY, AUD/NZD, CAD/JPY, CHF/JPY, GBP/CHF, GBP/JPY, NZD/JPY, ZAR/JPY,	

(資料: ICAP “Guide to Pair Parameters on the EBS Platform, BIS)

(第3表)は代表的な外為電子ブローキングシステムであるEBSにおいてスポット取引が可能な通貨の組み合わせを示したものである²³。ユーロ圏周辺の通貨の太宗はすでに対ユーロ取引のみになっており、為替の媒介通貨機能におけるユーロ圏の形成が確認できる。一方で、それぞれの通貨の取引シェア²⁴をみると、そもそもユーロ圏周辺通貨の取引量は小さく、ユーロが今後媒介通貨機能を拡大するためには、円、スイス・フラン、ポンドといった主要通貨での対ユーロ取引が増加する必要があることがわかる。

次に、地理的な視点からグローバルな外国為替取引を分析してみる。世界の主要な外国為替市場の取引シェアは、第一位のUKが概ね世界の取引の1/3を占めていることを始めとして、近年大きな変化はみられない。(第22図)は地域毎の取引通貨構成を示している。ユーロはユーロ域内における取引の62%、また欧州の46%と高いシェアを占めているが、一方でアジアでは10%台の低いシェアとなっており、日本(71%)やアジア(35%)でのシェアが突出している円と同様に強いローカル性が伺われる。これに対し、ドルはどの地域においてもまんべんなく8割以上の高いシェアを有しており、

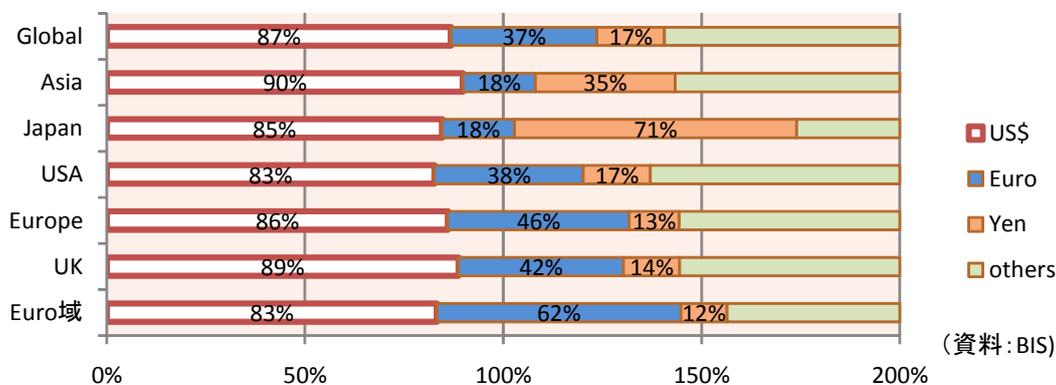
²² ユーロ圏での分析同様に、資金取引目的で行われることの多い為替スワップ取引を除いた場合は、「ユーロ対(ドル以外の)その他通貨」取引の比率は約15%に上昇する

²³ 勿論銀行間市場ではこれ以外の通貨ペアも取引されているが、ここでは市場にて「代表的な取引ペア」として認識されているものの一例として使用

²⁴ 2007年BIS調査におけるグローバルな取引シェア(数値なしは0.5%未満)

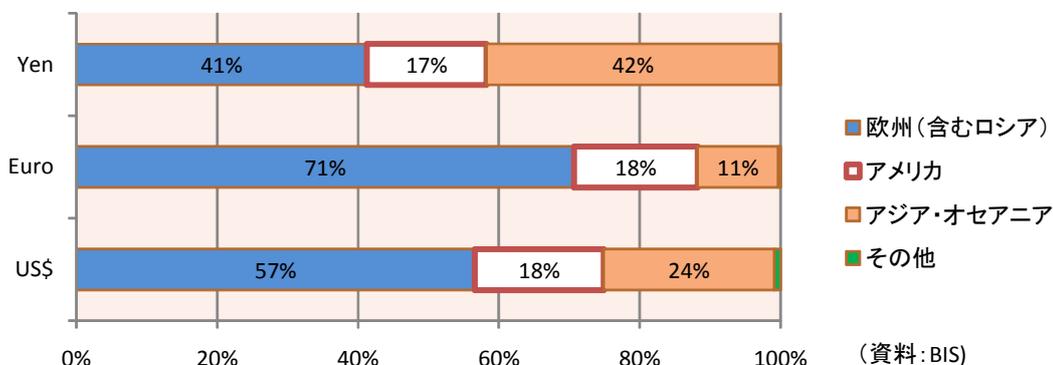
世界の外国為替取引における媒介通貨として機能していることがよくわかる。

(第22図) 地域(国)毎の取引通貨構成



これらのデータを基に、主要通貨がどこで取引されているかを地域毎にまとめたのが(第23図)だ。英国の取引高が世界の1/3を占めることから、どの通貨も欧州の比率が高くなるが、ユーロについては全世界の取引の7割強がロシアを含めた欧州内で取引されており、円のアジアでの比率に比べても、地域的な取引集中傾向が顕著になっている。

(第23図) 取引量における地域構成



以上のように、グローバルな外国為替市場での媒介通貨機能に関しては、取引数量的にもまた取引の地域的な広がりでも、依然としてドルが圧倒的な役割を果たしている。

4) ユーロ建て金融取引の現状 : ロンドン市場の役割

このように、国際通貨としてのユーロはドルに次ぐ第2の地位を確立し、国際取引において重要な役割を果たしている。4) ではユーロ建て金融取引におけるロンドン市場の役割を検証し、課題を探ることとする。

①国際金融市場としてのロンドン

ロンドン市場は基軸通貨であったスターリングポンドの国際決済センターから、ドルを始めとするユーロ資金市場の中心となり、以来さまざまな通貨建ての国際金融サービスをグローバルに提供する、ニューヨーク市場と並ぶ世界の 2 大金融センターの一つとして機能している。ニューヨーク市場が巨大な国内金融取引市場を背景にしているのに対し、ロンドン市場は多通貨建ての国際金融取引において主要な地位を占めていることに特徴がある。

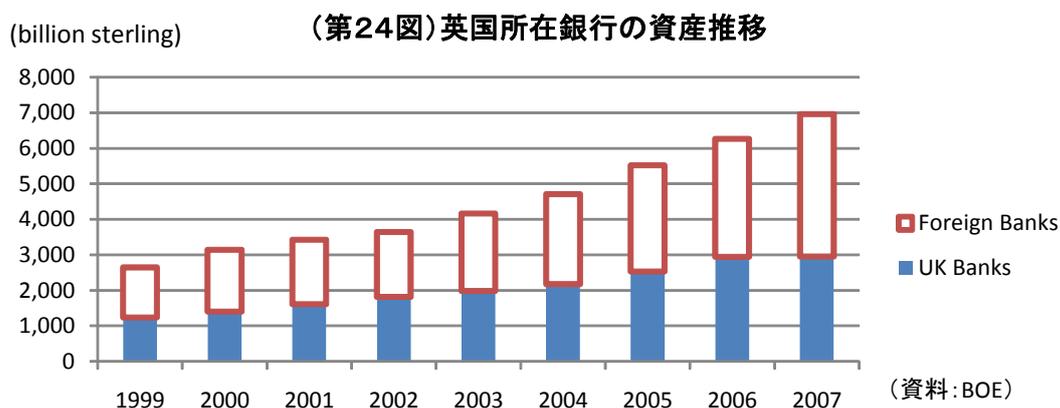
(第4表) 英国所在銀行数

英国	その他 EU	米国	日本	その他先進国	その他	合計
65	106	31	9	48	68	327

★ Bank of England, Monetary & Financial Statistics June 2008 より

現在英国には 327 の銀行があるが、内 262 行を外国銀行が占めている²⁵。中でも他の EU 諸国の銀行数は 106 行と、外銀の中でも最大の勢力になっている。

英国所在銀行の資産を見てみると、1999 年から 2007 年末にかけて 2.6 倍に拡大した。その間の伸び率を比較してみると、外銀の資産の伸び(2.9 倍)は英銀(2.4 倍)を上回っており、2007 年末時点では資産の英銀、外銀比率は 43:57 と外銀保有の資産が国内銀行を上回っている。また、出身国別内訳を見てみると、EU 諸国銀行の資産が全体に占める割合は 29%、米国については 7%、日本が 2%と、EU 出身銀行が保有する資産は英国所在商業銀行資産の約 1/3 を占めている。

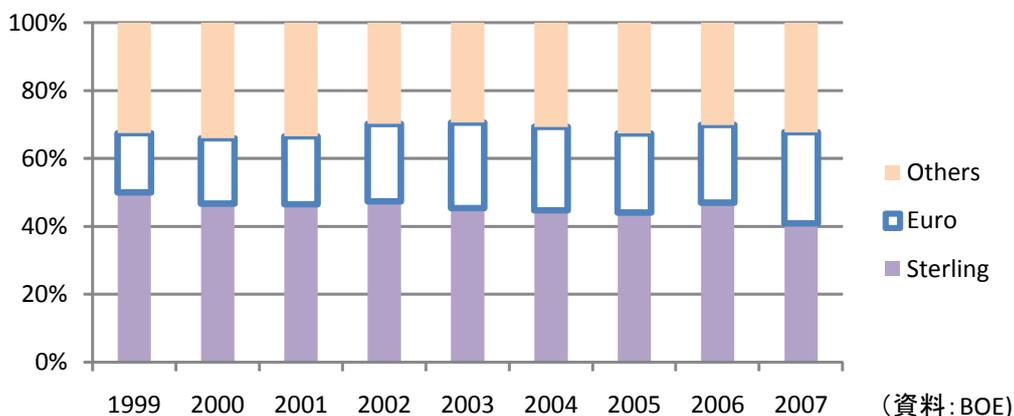


次に資産の通貨構成を見てみると、2007 年末において地場通貨である STG 建て資産が 41%であるのに対して、外貨建て資産は 59%を占めている。英国所在銀行資産全体は 1999 年から 2007 年かけて 4 兆 3 千億ポンド増加しているが、STG が 1 兆 5 千億ポンド増加したのに対して、ユーロ及び米ドル等その他外貨はいずれも 1 兆 4 千億ポンド増えている。通貨毎の伸び率を見ると、STG220%、その他外貨 260%に対し

²⁵ 2008 年 6 月現在の BOE 金融統計ベース

てユーロは 400%であり、ユーロ資産の伸びが著しい。結果として英国所在銀行資産における通貨割合は、1999 年には STG:ユーロ:その他外貨の比率が概ね 5:2:3 であったものが、2007 年末には 4:3:3 に近づこうとしている。

(第25図) 英国所在銀行資産の通貨構成



このように、英国の銀行業においては、外銀の資産が国内銀行を上回り、また外貨建ての取引が地場通貨建て取引を凌駕するといった、他の金融センターには見られない特徴的な姿を見ることができる。

②ユーロ建て金融取引におけるロンドンの役割

ロンドンの国際金融取引においては、多くの外国銀行、特に EU 諸国出身の銀行が大きな役割を果たしている。以下ではロンドンにおけるユーロ建て金融取引の現状を概観する。

②-1 バンキング取引

英国所在銀行資産に占めるユーロ比率が高まってきていることは、①で述べたとおりであるが、このロンドンにおけるユーロ建てバンキング取引の担い手について見てみる。ユーロ導入以降、英国所在銀行はどの地域出身の銀行もユーロ建て資産を増加させており、特に英銀においては 1999 年に 7%に過ぎなかったユーロ資産比率は 2007 年には 19%まで拡大した(米銀は 27%から 35%、邦銀は 15%から 35%へと増加)。

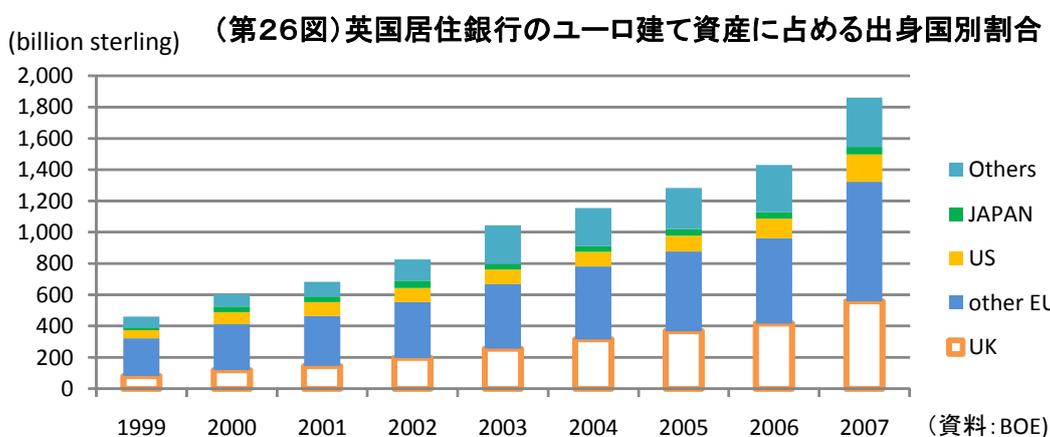
(第5表) 英国所在銀行資産の通貨構成

(%)	英国銀行	EU 銀行	邦銀	米国銀行	その他	全体
STG	60	31	13	20	26	41
Euro	19	37	35	35	24	27
US\$その他	21	32	52	45	50	32

(資料:BOE)

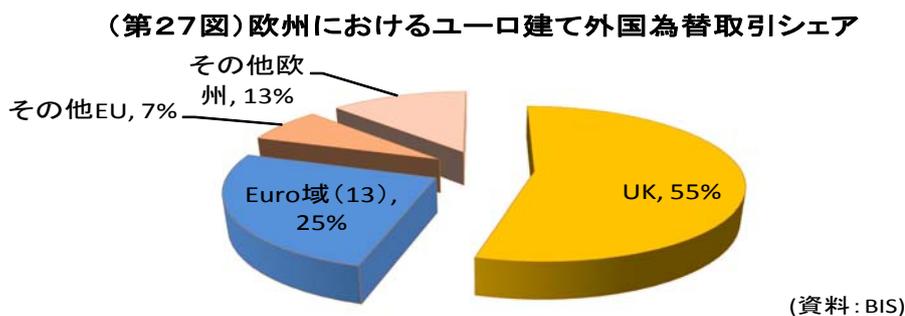
(第26図)は英国所在銀行のユーロ建て資産における出身国構成であるが、確かに英国銀行は1999年から2007年の間にユーロ建て資産残高を6.8倍に増やし、全体に占める比率も18%から30%へと拡大した。但し、相変わらず最大の比率を占めているのはEU出身銀行であり、1999年時点の5割からはシェアを落としているものの、2007年時点でも全体の4割強と依然として最大の資産を有している。

ユーロ域銀行は、自国内或いは域内の対顧客バンキング取引や、中銀取引を軸に据えたインターバンク資金取引等を地元で行う一方、国際的な取引については歴史やインフラ面において優位性があり、また顧客や同業者の多いロンドン市場の利点を追求しながら、ロンドンをユーロ建てバンキング取引の拠点として利用している。



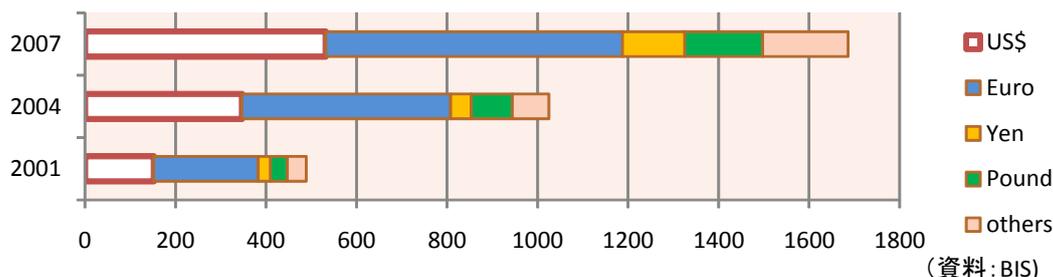
②-2 外国為替取引及びデリバティブ取引

為替取引については3)で検証したように、世界の外国為替取引全体の34%が英国でおこなわれている。ユーロの取引は全体の約7割が欧州内で行われているが、BISの「中央銀行サーベイ(2007年)」に参加している国のデータを用いて、具体的に欧州のどの市場でユーロ建ての取引が行われているのかを示したのが(第27図)である。「その他EU」はデンマーク、スウェーデン及び新加盟国計11カ国、「その他欧州」はノルウェー、スイス、ロシアの3カ国での取引を示している。このように、欧州内でのユーロ建て為替取引の半分はロンドンで行われており、地場通貨圏であるユーロ域内での取引は全体の1/4に過ぎない。

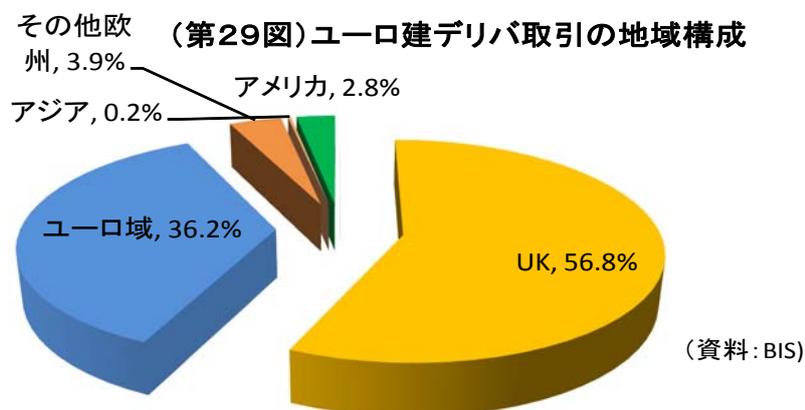


次に、同じくBISの「中央銀行サーベイ」を用いて、OTC金利デリバティブ取引について見てみる。FRA、スワップ、オプションからなるOTC金利デリバティブ取引は、スワップ取引を中心に市場規模が拡大しており、2001年から2007年までの間に3.4倍になっている。通貨別でみるとユーロ建て取引が最も多く、2007年時点ではユーロ(39%)、ドル(32%)、ポンド(10%)、円(8%)の順になっている。

(第28図) OTC金利デリバの通貨構成



ユーロ建てのOTC金利デリバティブ取引の地域構成を示したのが(第29図)である。ユーロ建デリバティブ取引の97%は欧州で取引されているが、UK市場において全体の過半が取引されており、地場通貨であるユーロ域での取引を大きく上回っている。



③ユーロ建て金融取引の課題

通貨の統一によって、域内各国では金融サービスの競争が激しさを増してきた。それまで各国市場や金融機関が有していた「地場通貨取引の優位性」が消滅し、業務の統合や規模の拡大を通じた効率化を追求する流れが、金融機関や市場の統合を促してきている。

国内業務に特化している金融機関は別としても、域内の大手銀行の多くはユーロ建ての国際金融取引のみならず、それに伴う資本市場業務やトレーディング業務、またトレジャリーやリスク管理機能をロンドンで行うなど、ロンドンと自国市場との間でそれぞれ

れの市場特性を生かしながら地理的な機能配分を行っている。ロンドン市場はグローバルにはユーロ建て金融取引の玄関口として、また域内各国に対しては他の域内市場にはないグローバル顧客や金融サービスを提供する場として機能し、全体としてユーロ建てビジネスの競争力を高める働きをしているというのが、現時点でのユーロ建て金融取引におけるロンドンの役割といえよう。

欧州中央銀行がフランクフルトに本拠地を置き、英国がユーロの導入を見送った際、国際金融市場としてのロンドンの地位が脅かされるとの懸念が広がったが、ロンドンユーロ建ての国際金融取引を取り込むことで国際金融市場としての位置づけを保ってきた。また、ユーロ域の金融機関は「地場通貨消滅後の業務効率化」において、ロンドンの特性を利用してきている。

一方で、このようにユーロ建て金融取引の多くの部分を、ユーロ非参加であるロンドン市場に依存しているという現状にはいくつかの課題がある。

非ユーロ域である英国に所在する銀行はユーロシステムの取引先ではなく、ユーロ域内銀行のロンドン支店は本店経由で、また英国銀行は域内所在の支店もしくは現地法人経由でユーロの中銀性資金にアクセスしている。ロンドンにおいては中央銀行がユーロの最後の貸し手機能を持たないため、平時においてはともかく、市場混乱時にはユーロシステムの協力なしにはユーロ建て市場の機能が維持できなくなるという危うさを秘めていることになる。

このことは、ユーロ域の金融当局にとっては、自国通貨取引が混乱を来した際に、自ら監督する金融機関を通じて直接的に正常化のための手段を講ずることができないことを意味する。また平時においても、国際取引の場が域外にあるユーロにおいては、域内市場を整備し優位性を高めることが必ずしも直接的にユーロの国際性に作用しない。ECB はユーロの国際化に対しては中立的な立場を取っているが、こうした自国通貨域内に国際的な金融市場を持たない状況では、意図的な国際ユーロ戦略が描きにくいともいえよう。

通貨の国際化を促すための条件の一つとして、開放的で流動性の高い金融市場の存在が挙げられる²⁶。ユーロが域内に国際金融市場を持たないことが、ユーロの国際性に与えている影響については更に分析を深める必要がある。また、金融市場のありようだけが通貨の国際性を規定するわけではないが、今後、ロンドンの国際金融市場としての優位性と、域内に育成されてきた巨大なユーロ国内金融市場をどのように結び付けていくのかは、国際通貨としてのユーロの将来に影響を与える一つの大きな要因となる。

²⁶ Lim[2006]

5) 国際通貨としてのユーロの展望

米国と比肩する経済圏を有するために当初から将来的な基軸通貨候補とされてきたユーロだが、その後も統一通貨としての信任を得ながら参加国を増やし、来年にはもう一カ国(スロバキア)が加わった 16 カ国で最初の 10 周年記念を迎えようとしている。その間、域内の金融市場では国境を越えた統合が進展し、またユーロ域に隣接する周辺国においては、ユーロを為替相場政策の基準としたり、貿易・金融取引でのユーロ建て比率が高まるなど、広域地域通貨ユーロを軸としたユーロ圏が形成されてきている。更に、株式市場や金融のリテール業務のように統合が遅れている分野についても、制度やインフラを見直して「統一市場」の実現を目指す動きは続いていこう。

ドルの基軸通貨としての持続可能性の議論と並行して、ユーロの基軸通貨化の可能性が論じられることが多い。既に域内統一通貨及び広域地域通貨としての地位を固めつつあるユーロであるが、基軸通貨としては未だドルに取って代わり得る存在には至っていない。当面のユーロは、参加国を徐々に増やしつつ域内の制度や市場の統合をさらに進め、国際金融市場におけるプレゼンスにおいて「ドルと並ぶ2極体制」を実現する過程にあるのではないだろうか。ただし、ユーロのドルに対する関係が「代替関係」となるのか、「補完関係」に収斂するのか、その点はまだわからない。

以 上

(参考文献)

- BIS[2003] : BIS Papers No14 "Guide to the international financial statistics" Feb 2003
BIS[2007] : Triennial Central Bank Survey, BIS Quarterly Review, December 2007
ECB[2007] : European Central Bank, Review of the International Role of the Euro 2007
ECB[2008a] : European Central Bank, Monthly Bulletin, 10th Anniversary of the ECB
ECB [2008b] : European Central Bank, The International Role of the Euro, July 2008
Frankel, J. & Chinn, M. [2008] : "The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency"
Hartmann, P. & Detken, C. [2000] : "The Euro and International Capital Market" ECB Working Paper No.19, April 2000
Galati, G. & Wooldridge, P. [2006] : "The Euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?" BIS Working Papers October 2006
Lim, E. [2006] : "The Euro's Challenge to the Dollar : Different Views from Economists and Evidence from COFER and Other Data" IMF Working Paper, June 2006
UK HM Treasury [2003] : "The location of financial activity and the euro"
Woodlidge, P. [2006] : "The changing composition of official reserves" BIS Quarterly Review, Sept. 2006
岩田健治 [2005] : 「グローバル化・地域統合時代の国際通貨論試論」 東北大学研究年報経済学
奥田宏司 [2005] : 「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」 立命館国際研究 18-1
田中素香・藤田誠一 [2003] : 「ユーロと国際通貨システム」 蒼天社出版
田中素香・春井久志・藤田誠一 [2004] : 「欧州中央銀行の金融政策とユーロ」 有斐閣

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2008 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihonbashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話: 03-3235-6934 (代) ファックス: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>