

国際通貨としてのユーロ

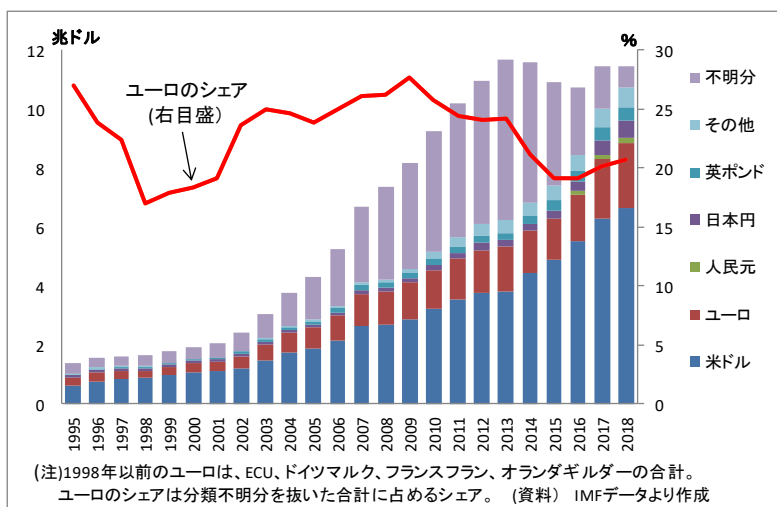
 経済調査部 上席研究員 山口 綾子
yamaguchi@iima.or.jp

ユーロの国際的役割は、2007年のグローバル経済金融危機後、ユーロ・ソブリン危機を背景としたユーロ安の効果や一部にみられたユーロ崩壊への懸念などもあって、低下傾向にあったが、2017年から2019年初めにかけて、若干の回復を示した。

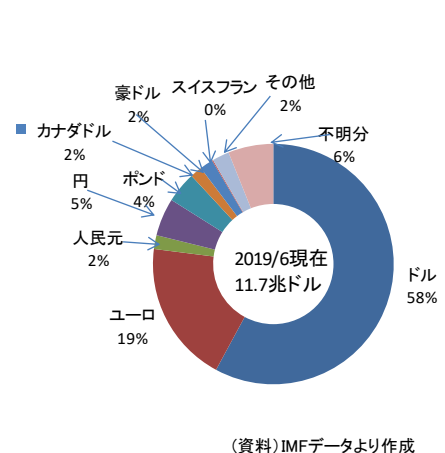
2016年頃からの米国の金利上昇に伴い国際金融市場でドル建て債券発行が減り、ユーロ建て債券にシフトしたこと、米ドル金利上昇を背景に、新興国では金融市場の動揺を抑えるために為替介入が行われ、その多くがドル建ての外貨準備を取り崩し自国通貨を買い支える形であったことから、ドル建ての外貨準備が減り、相対的に外貨準備におけるユーロ建て資産の比率が高まった（図表1）。また、国際貿易面での緊張の高まりや米国による一方的な経済制裁への懸念は、米ドルに対する過度の依存への警戒につながり、各国当局による外貨準備の多様化ニーズを高める結果となった。

なお、外貨準備におけるユーロのシェアは、グローバル危機後の低下傾向から若干上昇したものの、直近では2割程度にすぎず、欧州各国が外貨準備として各国通貨を相互に持ち合っていた時代には及ばない。他方で、米ドルのシェアが高まっているわけではなく、こちらは緩やかながら低下傾向にある。代わって増加しているのは、中国人民幣、カナダドル、豪ドルなどであり、近年では外貨準備の多様化が目立っている（図表2）。

図表1：外貨準備の通貨別残高の推移

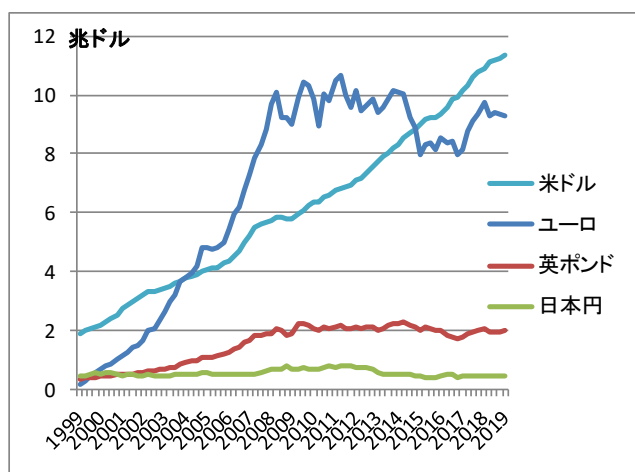


図表2：外貨準備通貨別内訳



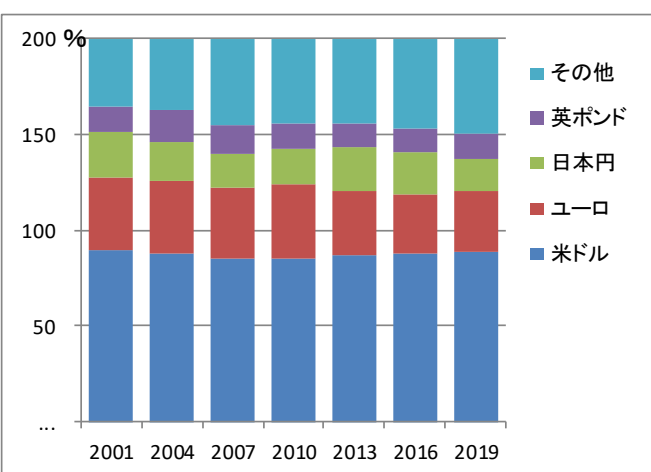
また、外国為替の取引高のシェアで見ても、米ドルがグローバルな取引の圧倒的なトップであり、ユーロは第2位の通貨である（図表4）。ユーロが誕生して20年の歴史をみると、ユーロのシェアは若干低下している。ここでも代わってシェアを拡大したのは、米ドルではなく、人民元をはじめとした其他通貨である。国際決済銀行（BIS）の統計では2013年に新興国のカバレッジを拡大したため、2010年以前のデータは新興国分については過小評価の可能性はあるが、統計の連続性が確認できる2013年以降についてみても、其他通貨のシェア拡大は一貫している。

図表3：国際債券発行残高（建値別）



(資料)Bank for International Settlementment データより作成

図表4：外国為替取引の取引高シェア



(注)取引通貨それぞれでカウントしているため、合計は200%となる。
(資料)Bank for International Settlementment データより作成

ある国の通貨が国際通貨として使われるための条件として、①その国の経済規模およびその通貨の取引規模の大きさ、②効率的で開かれた金融市場の存在、③強い政治力に基づく通貨への国際的信認などがあげられることが多い。

図表5：ユーロ圏の経済と金融市場の規模 単位：兆ドル

	GDP 2018	株式時価総額 2017末	債券発行残高 2019年6月末	国内信用残高 2019年6月末
ユーロ圏合計	13.6	7.9	11.0	35.3
米国	20.6	32.1	37.8	52.5
日本	5.0	6.2	12.3	19.5
中国	13.4	8.7	13.6	35.6

(注)ユーロ圏の株式時価総額はデータのない国があるので、過小評価の可能性はある。GDPはIMF推計。債券発行残高は国際債を除く。(資料)IMF,IBRD,BISデータより作成。

図表5に示すように、①の経済・金融市場規模についてみると、ユーロ圏19か国は、一つの国としてみれば、米国に次ぐ第2位の経済大国であるが、経済規模でも、金融市場の規模でも、米国にははるかに及ばない。それどころか、中国経済の急速な拡大に伴い、2018年時点でユーロ圏と中国のGDPはほぼ拮抗するに至っており、IMFによる今後の経済予測によれば、今後中期的に中国がユーロ圏のGDPを上回り、その差は広が

る見込みとなっている。②の金融市場については、現在欧州の金融取引の多くはロンドン市場で行われており、ロンドンがニューヨークと国際金融市場のトップを争う立場である。今後英国の EU 離脱に伴い、大陸欧州の金融市場がどこまでシェアを伸ばせるかが注目されているが、いずれの市場も、市場の厚み、成熟度、様々な関連産業の発展度合いなどからみて現状ではロンドンとは差がある。③の強い政治力については、欧州では通貨統合は実現したものの、政治統合には至っていない。直近では移民問題を巡り各国で EU 懐疑派のポピュリスト勢力が伸長するなど、欧州統合への求心力低下が懸念される事態である。

このように国際通貨としてのユーロの条件は、中国をはじめとする新興国の台頭に伴い、今後低下していくように見える。ユーロの国際的役割も低下していくのだろうか。そもそも通貨の国際化は、国として推し進めるべき政策なのだろうか。ユーロ導入前のドイツ連邦銀行が、国内金融政策への悪影響を懸念して、ドイツマルクの国際化には消極的であったことはよく知られている。

欧州中央銀行 (ECB) による「ユーロの国際的役割」と題するレポート (後掲参考文献) では、通貨の国際化に伴うメリットとデメリットの分析 (図表 6) を行うとともに、経済活動のグローバル化が進み、金融政策の機能も変化した現在において、従来考えられていた通貨の国際化のコストのいくつかは、重要性が低下したかもしれないとしている。むしろ米国トランプ政権の「自国ファースト」姿勢を背景に、米ドルへの過度の依存は、米国の一方的な政策決定が欧州の利害と異なる場合に、欧州へ悪影響を与えることが懸念され、ユーロの国際的役割の高まりはこうした懸念を軽減できるとしている。

図表 6 : 通貨の国際化の便益とコスト

便益	コスト
シニョレッヂ 取引コスト・ヘッジコスト低下 とてつもなき特権1 (対外ファイナンスのコスト低下) 金融政策の自律性の高まり 金融政策の国際的波及効果による好影響 外国為替相場変動が国内物価に与える影響を軽減 第三国の一方的政策決定による悪影響の低減	国内通貨総量への悪影響(?) 資本フローの不安定化(?) とてつもなき義務2 (グローバル危機時に為替相場が増値する) 金融政策が輸入価格に与える影響の低減

(注) 1.exorbitant privilege: 国際通貨の発行国は自国通貨で対外ファイナンスができる。2.exorbitant duty: とてつもなき特権の裏返しで、国際通貨発行国は国際金融市場での流動性供給に責任があり、グローバルな危機時には為替相場が増値しやすい。(出所) ECB (2019) より作成。

グローバルにみて、すべての国際経済取引を 1 つの通貨で行うことによる取引コストの低下 (ネットワーク効果) というメリットと、(米ドルに匹敵する国際通貨が存在しないという現実のなかで) 米ドルへの過度の依存への懸念とのバランスを考えると、第 2 の国際通貨としてのユーロの役割の高まりは引き続き望まれる。近年アジアやアフリカなどでも存在感を強めている人民元の存在を考えるとなおさらである。ユーロの地位が低下し、米ドル一極集中、あるいは米ドルと人民元がグローバル取引を二分する姿は日本にとっても望ましくはあるまい。民主主義、資本主義といった価値観を共有する米

国と欧州の通貨が牽制しあうことで、米国の一方的な政策にも一定の歯止めをかけることができると考えられる。

ではユーロの国際的役割を強めるために何が必要なのだろうか。2018年12月欧州委員会はユーロの国際化を推し進める方針を公表した。特に目新しい具体策が示されたわけではないが、今後の方針として、①域内金融セクターの強化、②国際金融の安定への欧州の寄与、③戦略部門（エネルギー、一次産品、運輸セクター）でのユーロの使用促進があげられている。

ECB はユーロの国際化については、基本的には市場参加者が決めることであり、推進もせず、妨げもしないという「中立」の立場をとってきた。

英ポンドから米ドルへの基軸通貨の交代の歴史を振り返ってみると、大英帝国の衰退と新興国米国の台頭というグローバル経済の構造変化を背景に、長い時間をかけて、より良い条件を求め取引慣行が変化していったとみることができよう。もちろんその過程で、ブレトン・ウッズ協定による「金・ドル本位制」構築に際しての米国の政治力が大きな役割を果たしたことも事実である。

ユーロについては、まずはユーロをとりまくさまざまな制度を、欧州通貨同盟 (EMU) 加盟国にとってより安定的で効率的なものにすることが、EMU への求心力を高め、最終的には域外からの国際的利用を高めることにつながる。具体的には、欧州委員会の提案にもあるような、銀行同盟の完成、資本市場同盟の進捗、および加盟各国のマクロ経済政策協調などを通じた、EMU の深化により、国際通貨としてのユーロの魅力を高めることが重要であろう。ユーロの国際的役割の強化は最終目的ではなく、結果としてついてくるものであり、そこに至る近道はないといえよう。国際的に高い信認のあるユーロの存在は、EMU 加盟国にとっても、域外国にとっても望ましいことと思われる。

【参考文献】

ECB, "International role of euro", 2019/6

European Commission, "Towards a stronger international role of the euro", 2018/12

Poul M. Thomsen, "International Role of Euro", 2019/9/19

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、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、宜しくお願い申し上げます。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、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。

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: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0887, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0887 (代) ファックス：03-3273-8051

e-mail: admin@iima.or.jp

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