

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

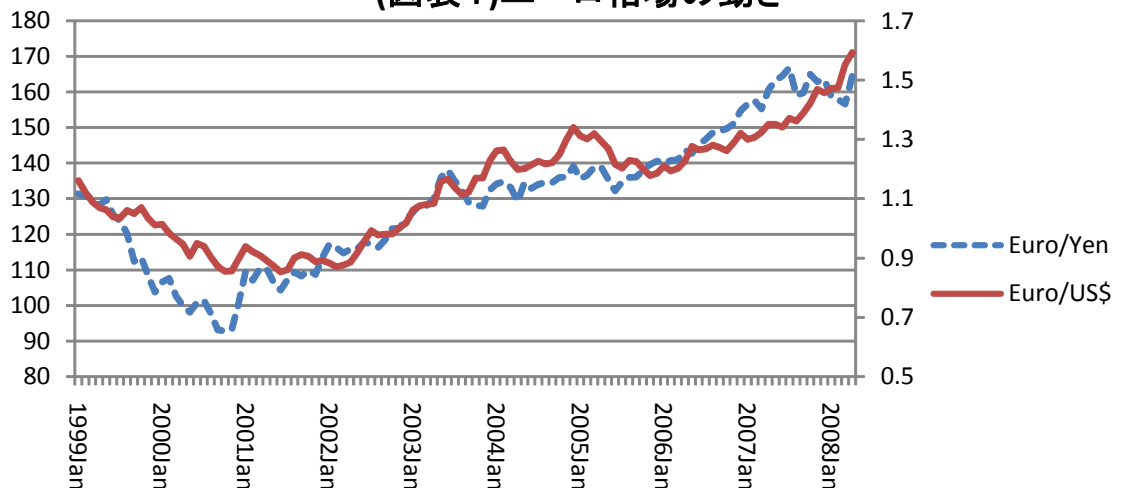
(財)国際通貨研究所

10年目の節目を迎えるユーロ¹ ～ユーロはドルにとって代わるのか?～

(財)国際通貨研究所
経済調査部 部長 福永 一樹
fukunaga@iima.or.jp

欧州中央銀行（ECB）は今年6月に設立10周年を迎える。1999年1月に導入された統合通貨ユーロは徐々に国際通貨としての役割を増してきたが、折しもサブプライム問題に端を発した世界経済の動揺とドル下落懸念の高まりの中で、導入以来の高値を更新している。本稿では、10年目の節目を迎えたユーロのこれまでの歩みをたどりつつ、国際通貨としての今後について考えてみたい。

(図表1)ユーロ相場の動き



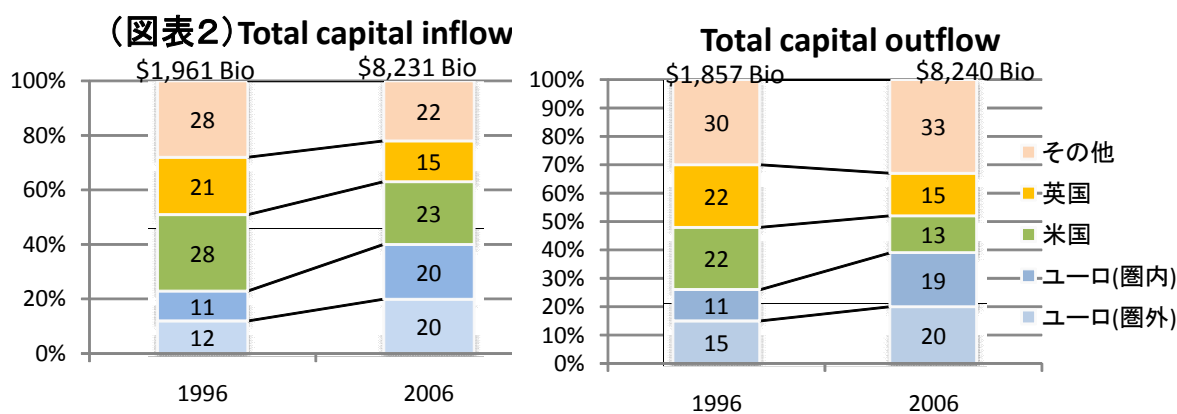
当初11カ国の統一通貨としてスタートしたユーロだが、その後ギリシャ、スロベニア、キプロス、マルタの4カ国が加わり、現在15カ国がユーロ経済圏を構成している。その経済規模はGDPで米国の約8割、人口では米国を若干上回るなど（318百万人）、経済圏として米国に遜色ない規模となっている。第二次

¹ 本稿は、あおぞら銀行バーチャルエコノミスト2008年4月24日号に掲載されたものである。

大戦直後に英国ポンドから基軸通貨の座を奪ったドルだが、1970年代後半の高インフレや80年代以降の慢性的な経常収支赤字といった不安定なマクロ経済運営時期にもその座を脅かされなかったのは、国際通貨としての米ドルと比肩しうるだけの経済規模を有した通貨が見当たらなかったために他ならない。その意味でユーロは発足当初から米ドルの地位を脅かしかねない潜在力を備えている。

【拡大するユーロ金融市場】

国際通貨として機能するためには、十分に発展した金融市場の存在が不可欠である。McKinsey社の試算によると²、株式・社債市場が活況であった2006年には世界の金融資産総額は前年比17.5%増加して167兆ドルとなった。ユーロ圏(38兆ドル)は米国(56兆ドル)に次ぐ



規模であり、日本(20兆ドル)、英国(10兆ドル)と合わせ4地域で全体の75%を占めている。ユーロ圏の金融資産は1990年以降年率で9.2%増加しており(米国8.7%、日本3.6%、英国9.2%)、欧州全体の伸びを牽引している。同時に、世界の国境を超えた資本の流れ(Global Capital Flow)については、90年代との比較において英国・米国がシェアを低下させている一方で、ユーロ圏がその分を補う形で増加し、流入・流出いずれにおいてもグローバルの4割のシェアを占めている(内、約半分はユーロ圏内のクロスボーダー取引)。

また、国際債券市場を見てみると、BIS統計(International Bonds and Notes)によれば発足当初はドル建て債券の半分程度の規模であったユーロ建て債券の発行残高は、2003年末には米ドルを抜き、昨年末時点では市場全体の半分を占めようとしている。金融市場の優位性は単にその規模だけで測ることはできないものの、ユーロの導入を機に規模の拡大ペースを速めてきた。

20世紀前半までのスターリングにとってのロンドン市場、また、現在のドルにとってのニューヨーク市場がそうであるように、資金の運用や調達、或いは各種ヘッジ取引を効率的かつ安価なコストで可能にする金融市場の存在は国際

² McKinsey Global Institute, Mapping Global Capital Markets 2008

通貨としての魅力を増す。現状、ユーロ圏内には単一の圧倒的な金融市場は存在せず、各国市場の集合体として機能している他、多くの取引がユーロ圏外のロンドン市場を経由している。このこと自体は必ずしもユーロ市場の機能を阻害しているとは言えないものの、他方で、ECBには金融機関の監督権限はなく、ユーロ金融システムの安定は各国固有の権限とEU内の協調に委ねられているなど、統一通貨ならではの制度的な枠組みの弱さが懸念として指摘される。

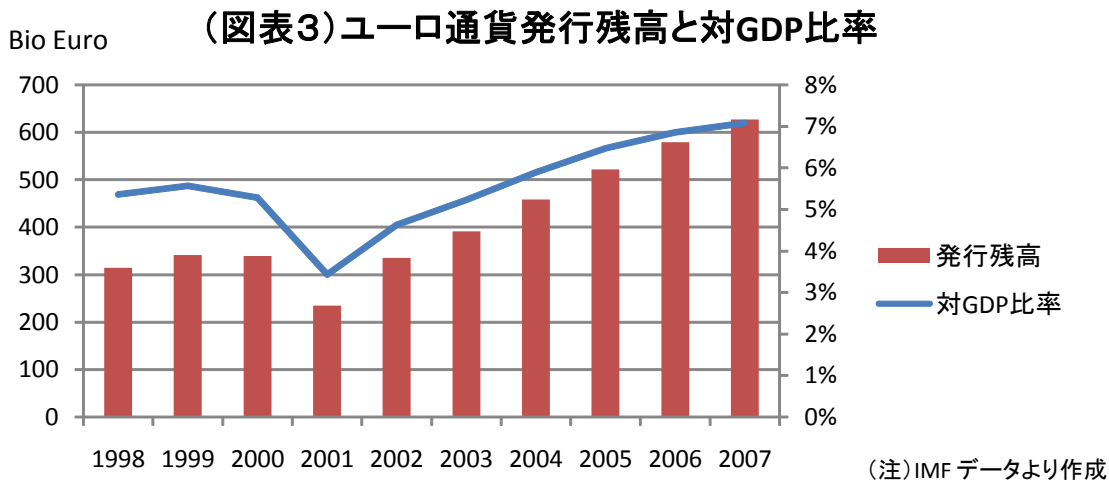
【ドルを上回ったユーロの流通残高】

そのユーロにとって、昨年一つの出来事があった。折しも導入以来の対米ドル高値を更新していた昨年春、ユーロの貨幣流通残高がドルのそれを初めて上回ったのである。もっとも、これをもって国際通貨としてのユーロ紙幣がドル紙幣より好まれていると言える訳ではない。ECBの分析によれば³、ユーロ圏の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て、ユーロの場合は歴史が浅いことから推定が難しいものの、約2割程度の1,000億ユーロがユーロ圏外で保有されていると推計している。

両通貨の歴史を考えれば、「非居住者によるドル紙幣保有高はユーロの4-6倍」というECBの推計は感覚的には頷けるが、足もとで両者の差は縮小している。ユーロ紙幣が導入された2002年以降、ドル紙幣流通残高の対GDP比率が約6%程度で安定しているのに対し、ユーロの場合は4.5%程度から2007年末には7%強へと着実に増加している。紙幣導入に際してECBは構成国における過去の実績をもとに紙幣流通残高を予想していたが、実際にはそれを上回るペースで伸びており、2006年末時点で実際の残高は予想値を約2割強上回っている。ユーロ圏居住者の現金保有志向が更に強まったとの説明も可能だが、むしろ導入を機に統一通貨ユーロに対する非居住者からの現金需要が高まったと考えるのが自然だろう。

一般に途上国の居住者は、支払い手段目的や自国通貨の下落に対するヘッジを兼ねた価値の貯蔵目的で、その金融資産の一部を紙幣や預金といった形の外貨建て資産で保有する傾向がある。従来はドルがもっぱらその役割を果たしてきたが、特にユーロ圏周辺国や自国通貨価値がユーロに紐つけられている国において、ユーロがその役割の一部を果たしてきている。昨今のドル安を契機に、ユーロ紙幣がドルを代替する流れが強まっている可能性もあり、今後の動向には注意を要する。

³ European Central Bank, Review of the International Role of the Euro 2007



【増加するユーロ建て外貨準備】

次に各国の外貨準備金におけるユーロの位置づけを確認してみたい。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⁴。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2007年末現在で27%弱と、約10%増加している。一方で、ドルのシェアは71%から64%まで低下、その間に円は6%から3%へと半減し、ポンドに次ぐ4番目の外貨準備通貨である。

そもそも外貨準備は為替市場での自国通貨防衛等に使われる資金であることから、為替市場での媒介通貨として圧倒的な位置を占めるドルで保有されることが多い。ところが、近年アジア諸国や産油国などの途上国を中心に経常収支黒字の累積として外貨準備が急速に積み上がっており、介入時の利便性に加えて資産運用の効率性により配慮した運営がなされているようである。そのため、通貨配分についても「ドル一辺倒よりも分散」の動きが進み始めており、ユーロはその受け皿になってきている。事実、過去数年の間に、「産油国等の中銀が通貨分散を図っている」との報道が時折なされ、為替相場の変動要因になっている。とはいえ、上記の比率の変化をみる限り、通貨シフトは緩やかであるように見受けられるが、これに関しては注意が必要である。

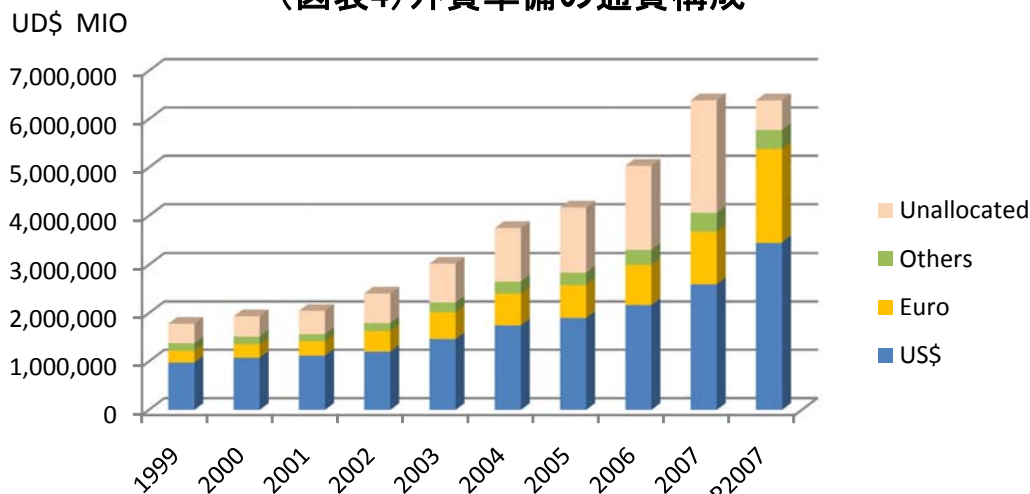
COFERのデータには先進国27カ国すべての国の配分が含まれているが、途上国については158カ国中、95カ国しか通貨配分が申告されていない。上記の通貨比率は配分が明らかな部分の内訳になるわけだが、近年途上国を中心に外貨準備が積み上がっている結果、配分不明部分(Unallocated)が全体の23%(1999年)から36%(2007年末)まで拡大している。

特に2002年以降は産油国やアジア途上国における経常収支の積み上がりから外貨準備の増加ペースが加速しているが、2007年までの全体の増加額4兆ドルの内、1.7兆ドルの内訳が不明だ。極めてラフな試算だが、仮に配分不明部分の

⁴ IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)

既存の配分は不変ながら、2002 年以降に新たに流入した部分（配分不明部分の増加額）についてはドルとユーロに折半されていたとすると、2007 年末時点でのそれぞれの配分比率は 60%、33%になっている事になる（下図 P2007 にて表示）。

(図表4)外貨準備の通貨構成



(注)IMF COFER データより作成

さらにこの間、産油国やアジアの経常収支黒字国では、急増する外貨準備を背景に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なる。外貨準備の積み上がりと歩調を合わせたようなユーロ相場の上昇を考えると、公的部門におけるユーロの運用比率 27%はやや過小評価との感が拭えない。まだドルの地位を脅かすほどのシフトではないが、この傾向が今後長期に持続すればドルの基軸通貨としての地位も安泰ではなからう。

【為替の動きに歩調を合わせる中銀預金】

外貨準備の通貨内訳を探ることができるもう一つのデータに、BISの国際資金取引統計がある⁵。報告対象となっている 40 カ国の民間銀行にある中央銀行預金を含むことから、上記のIMF・COFERデータと違って、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。一方で、預金は外貨準備の運用方法のひとつに過ぎないことには注意を要する⁶。図表 5 は、70 年以降の民間銀行に預けられた中銀預金の通貨割合推移を示している。基軸通貨ドルが概ね 6 割前後で圧倒的なのは当然としても、80 年代後半のドル下落局面ではドルが 43%まで低下する一方で、欧州通貨（33%）、円（15%）がそれぞれピークを付け、その後 2002 年のドル高局面ではそれぞれ反転しているなど、ドルの実効相場の推

⁵ BIS, Locational International Banking Statistics

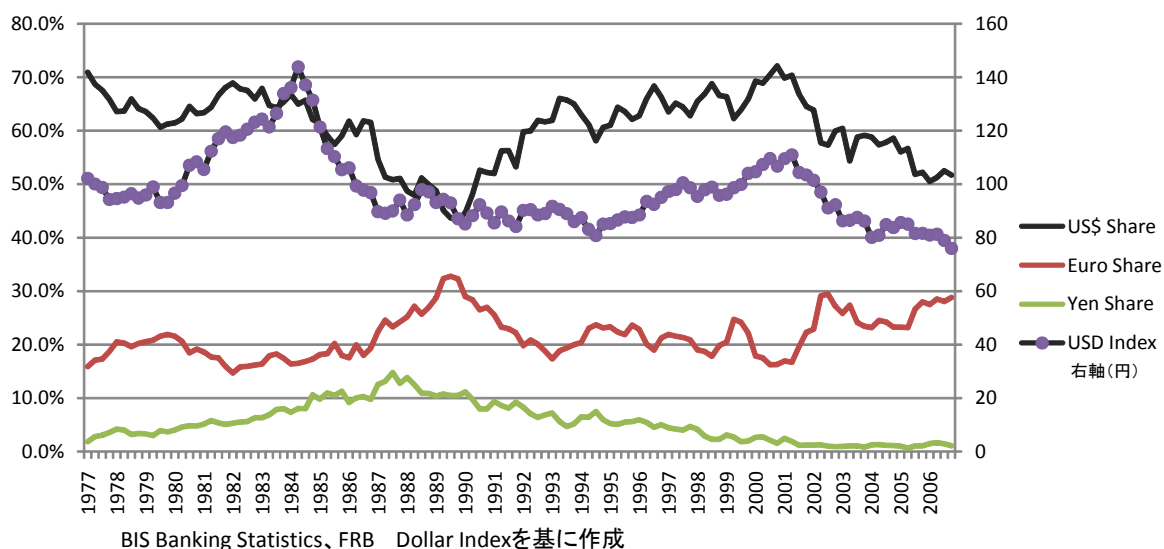
⁶ Wooldridge(2006)によれば、1980 年には外貨準備の 50%を占めた預金は 1990 年後半には 23%まで低下し、その後 2006 年には 30%まで戻っている

移を重ねてみると、ドルの上下に合わせて通貨の割合が変化するさまがよく分かる。

ユーロ発足後以降、中央銀行の預金残高は約 4.4 倍に増加している。当初 19% を占めていたユーロ比率は 2002 年半ばに 30% 手前まで上昇、その後は 20% 台半ばで推移した後 2007 年 9 月には再び 29% となっている。一方の米ドル比率は 1999 年の 67% から 2000 年後半に 70% 台まで上昇した後、直近の 52% までほぼ一貫して低下してきた。この間円の比率は 1-2% で低迷、一方でポンド建て預金比率が最近では 9% まで高まってきている。

こうした動きはある程度各通貨の相場変動を反映した相場換算額の変動である面もある。80 年代以降の動きと比較するに、ドル・ユーロ共に過去の推移レンジをまだ抜け出てはいない。2001 年以降ドルが下落する過程で各国中銀は預金通貨の分散・ドル離れを進め、その受け皿としてユーロの比率が上昇し国際通貨としての役割は大きくなってきているものの、ユーロがドルに代わる状態が視野に入ってきているというのは、まだ時期尚早であろう。

(図表5) 中銀預金の通貨別内訳とドル相場



【ドル・ユーロの複数通貨体制へ】

その誕生当初からドルの将来的な競争相手として意識されてきたユーロだが、その国際通貨としての将来性については楽観論・悲観論が繰り返されてきた。発足 10 年の節目を迎えて、ユーロの現状についてさまざまな評価がなされようが、以上見てきたように、ドルと肩を並べる規模の経済圏を背景に誕生したユーロは、金融市場の規模の拡大を伴いながら国際通貨として徐々に大きな地位を占めてきている。

ただし、国際商品取引や為替市場取引においてドル建て取引が圧倒的であるように、世界の「計算単位」及び「支払い手段」としての米ドルの優位は揺らいでいない。そもそも取引の大半がドル建てで行われることは当事者全体のコ

ストを下げ、利便性を増している（ネットワーク外部性⁷）。ドル建て取引に長年馴染んできた当事者にとって、それを今ユーロに変更する必然性は乏しい。一方で、本稿で検証したのは紙幣発行残高と公的資金運用という限られた切り口に過ぎないものの、「価値の保蔵手段」としてのユーロは従来ドルが一手に引き受けてきた役割の一部を担い始めているようだ。資産運用における「分散」は「ネットワーク外部性」に勝るということであろう。ユーロは運用通貨としてドルと肩を並べる存在になろうとしていると考えていいのではないだろうか。このように、ドルとユーロは国際通貨としての役割を分担し始めている。

折しも、2006年の年初来ほぼ一本調子で上昇してきたユーロは、昨年夏以降のサブプライム問題を契機とする混乱の中でその上昇スピード増してきた。今月開催されたG7の共同声明においても、ドルの全般的な下落とユーロの上昇を念頭に置いたと思われる「主要通貨の急激な変動」に対する懸念が盛り込まれた。本来不均衡調整のために対ドルでの通貨高が進むべきは、アジア諸国や産油国等の経常収支黒字国通貨との議論はあるが、米国とユーロ圏の金融政策がねじれ現象を起こしている中で、ドル圏におけるインフレ懸念がドル建て資産価値の下落懸念を生みかねない状況が続いている。

加えて、世界を覆うインフレ圧力の中で、米ドルにリンクした為替制度を有する国の中にはドルペッグからの離脱を検討する動きなども見られ、目先はドル離れの材料に事欠かない。一方のユーロ圏においても、米国以上のバブルといわれる住宅市場を抱える国もある中で、インフレ阻止に政策の主眼を置くことを使命付けられているECBが景気対応において後手に回るリスクなど、年後半に向けては不透明要因が多い。

米国を中心に世界のマクロ経済運営は正念場を迎えており、当面はドル下落懸念が基軸通貨体制を揺るがすとの論調につながりかねない局面も想定される。こうした波乱を経ながら、「ユーロの比重を増しつつも、ドル基軸・ユーロが一部補完」といった国際通貨体制に向かっているというのが、現時点で想定できるシナリオではなかろうか。

以上

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, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-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>

⁷ ネットワーク外部性：同じ製品・サービスを利用するユーザが増えると、それ自体の効用や価値が高まる効果のこと