

# 基軸通貨としてのユーロの可能性

## 拡大するユーロ圏のチャンスとリスク



経済調査部門 伊藤 さゆり

ito@nli-research.co.jp

### 1——はじめに

米国における金融不安の広がりや基軸通貨ドルを支えてきた基盤は揺らいでおり、99年1月の導入当時に見られたユーロがドルにとってかわるという期待が現実味を帯びてきた。

以下では、ドルとの対比でユーロの特性を明らかにしながら、基軸通貨としてのユーロの可能性について考えてみたい。

### 2——ドルとの対比で見たユーロの現状

#### 1 | 国際通貨としての地位を決める要因

初めに、基軸通貨の定義を整理しておこう。基軸通貨とは、「価値尺度」、「交換手段」、「価値貯蔵」という貨幣の3つの機能を国際的な取引で果たす国際通貨の中でも、特に中心的な機能を果たす通貨をさす〔図表-1〕。

〔図表-1〕 国際通貨の3つの機能

機能 \ 利用主体	民間部門	公的部門（通貨当局）
価値尺度	国際商品の価格表示通貨	為替政策の基準通貨
交換手段	貿易契約・決済通貨 為替取引媒介通貨	介入通貨
価値貯蔵	調達・投資通貨	準備通貨

第二次世界大戦までは英ポンドとドルがともに基軸通貨としての役割を果たしていたが、第二次世界大戦後の金とドルの交換を保証したブレトンウッズ固定相場制で、ドルは制度上唯一の基軸通貨となり、その崩壊後もドルは基軸通貨としての地位を保ってきた。

国際通貨としての地位は、①経済規模の大きさ（広範な貿易・金融取引に関わる外国為替取引が存在する）、②金融資本市場の発達（金融商品が多様で流動性に富む）、③通貨価値への信認、④政治的な安定性、⑤ネットワーク外部性（利用が増えるに従って、利便性が高まる効果）によって決まる<sup>(注1)</sup>。これらの諸要因で優位に立つ通貨が基軸通貨なのである。

99年に導入されたユーロに基軸通貨としての役割が期待されたのは、①の要因、つまり当初11カ国でスタートしたユーロ参加国（以下、ユーロ圏）の経済規模や貿易額が米国を除く世界で突出して大きかったからである。

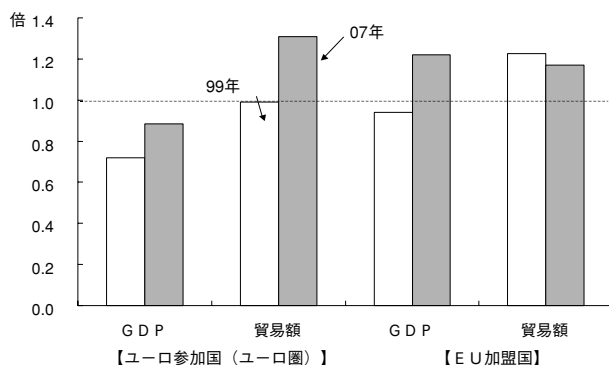
#### 2 | 拮抗する経済力

99年の導入時点で、ユーロ圏の経済規模は米国のおよそ7割であったが、2007年には9割相当まで差が縮まっている。また、ユーロ圏の域外との貿易額（輸出+輸入）は、米国の貿易総額にほぼ等しかったが、07年には米国を3割上回るようになっている。さらに、潜在的なユーロ圏、つまり将来のユーロ導入が見込まれる国々も含む欧州連合（EU）加盟国の経済規模は、米国を2割以上、上回るようになっている。〔図表-2〕。

経済力の格差縮小は、経済の成長率でユーロ圏が米国に勝った結果ではない。ユーロの対ドル相場が発足時の水準からおよそ2割ユーロ高となったことと〔図表-3〕、ユーロ圏は当初の11カ国から15カ国に、EUは15カ国から27カ国へと拡大したことが貢献したものだ。

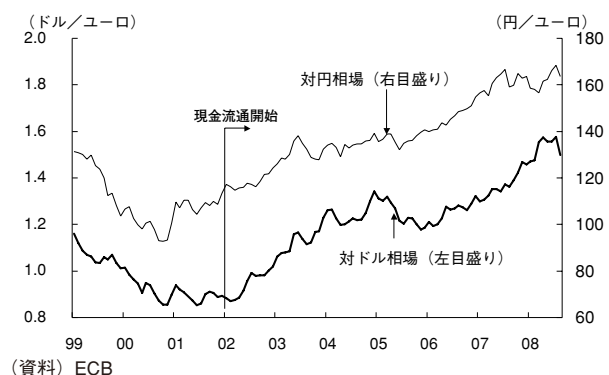
いずれにせよ、国際通貨としての地位を決める要因として、経済規模が大きな影響力を持つとすれば、ユーロはドルとほぼ対等か、それを凌ぐ地位を築いていてもおかしくないのである。

[図表-2] 米国との対比で見たユーロ圏、EUの経済規模と貿易額



(注) ユーロ圏は99年は11カ国、2007年は15カ国、EUは同15カ国、27カ国で算出  
貿易は輸出+輸入、ユーロ圏、EUは域外貿易のみ  
(資料) IMF, Eurostat

[図表-3] ユーロの対ドル、対円相場

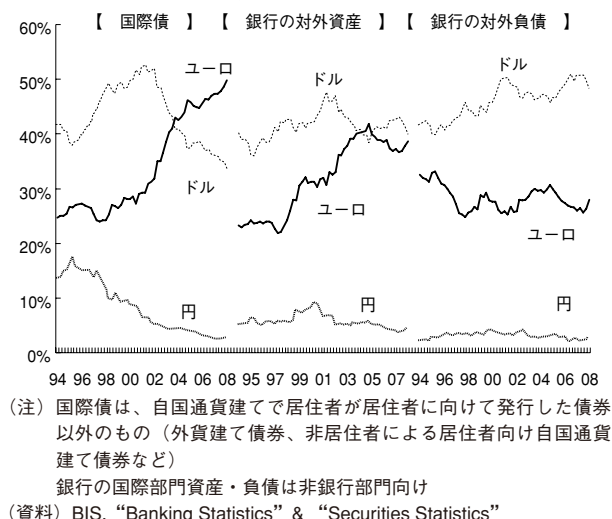


### 3 | 調達・投資通貨としてのユーロの台頭

経済規模の大きさとユーロの価値の高まりを反映した変化が最も期待されるのは、調達・投資通貨としての役割だろう。

国際決済銀行 (B I S) の統計によれば、国際債の発行残高では03年にユーロ建てがドル建てを上回り、08年3月には全体の5割がユーロ建てとなっている。また、銀行の国境を超える貸出など対外資産ではユーロ建ての比率がドル建てを上回るようになっている [図表-4]。

[図表-4] 国際金融資本市場におけるユーロ・ドル・円の比重



ただ、B I S統計は定義上、ユーロ圏内での国境を超える取引、例えばフランスとドイツ間の取引などは、国際取引として計上されていることに注意しなければならない。言わば、米国内での州をまたぐ取引も含むようなもので、これをもって国際通貨としての役割の大きさを論じるのは公平性を欠く。

欧州中央銀行 (E C B) がまとめている域内向けを除いた「狭義の」国際債の残高では2007年末時点でドル建ての43.2%に対してユーロ建てでは32.2%で、ユーロ発足時から差は縮まってはいるがドルが優位である (注2)。同様のことは銀行の対外資産、負債にもあてはまる。

B I S統計は、ユーロ導入後、参加国の金融・資本市場が活性化し、域内のクロスボーダーな取引が増えたことを示す点では重要だが、ユーロは調達・投資通貨としてドルに拮抗するようになったとは言えないのである。

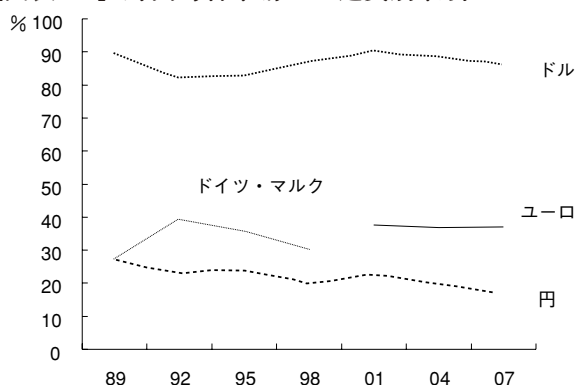
### 4 | 基軸通貨ドルを支える要因

#### (1) 為替媒介通貨としてのドルの圧倒的優位

国際通貨の諸機能の中で、最も重要なものは、為替取引の媒介通貨としての機能、つまり通貨と通貨の交換を仲介する機能である。

為替取引の媒介通貨としての役割の変化は、3年に1度行われるB I Sの中央銀行サーベイ (Triennial Central Banking Survey) で確認できる。これによると、ユーロ導入前後から最新調査 (2007年4月) まで、全通貨の取引200%のうちドルの比重は90%近く、つまり様々な通貨の取引の相手方の9割はドルという状態が続いている [図表-5]。

[図表-5] 外国為替市場での通貨別取引シェア



(注) すべての為替取引200%に対する比率  
(資料) BIS, "Triennial Central Banking Survey 2007"

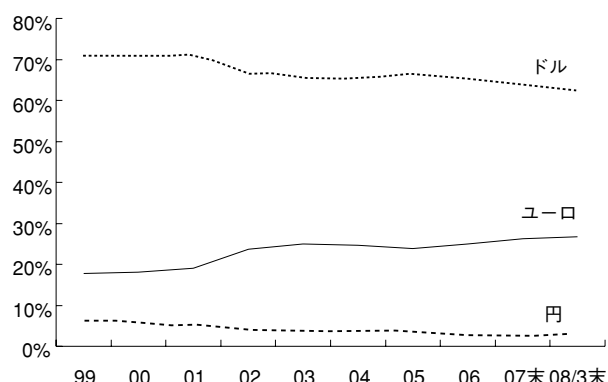
調達・投資通貨としては、リスク分散のニーズから、ある一定の水準までは、ユーロの追い上げが進むが、為替取引の媒介は、単一の基軸通貨の方が利便性が高い。為替媒介通貨としてのドルの圧倒的な地位は、ネットワーク外部性 (要因⑤) に支えられているのである。

原油などの国際商品の価格表示でもドルが独占的な地位を保ってきたのは同様の理由によると思われる。

## (2) 公的部門におけるドルの優位

公的部門における利用でもドルの優位は圧倒的だ。公的外貨準備の保有額では、ユーロのシェアは導入当初の18%から26.8%に高まっているが、6割強を占めるドルの半分以下に留まっている [図表-6]。

[図表-6] 公的外貨準備の通貨別構成比



(注) 通貨の構成比を申告している国のみ合計  
(資料) IMF, "COFER database"

外貨準備の通貨別の内訳に関する統計 (注3) は申告に基づくもので、急拡大する政府系ファンド (SWF) がカバーされないなどの問題がある。統計的に全貌は把握できないものの、①ドルは為替取引の媒介通貨であること、②為替政策運営上、対ドルでの安定を重視する国の比率が高いことから、介入通貨としてもドルを利用する国が多いと考えるのが自然であり、現時点ではドルの比重が圧倒していることは間違いのないだろう。

なお、②の為替政策については、広義の固定相場制を採用し、金融・為替政策の基準通貨としてドルを使用している国は50カ国余りに及び、世界のGDPのおよそ1割を占める。「ドル圏」は、中南米、中東、アジア、アフリカに広がっている。これに対して、ユーロを基準通貨とする国は地域がより狭く、シェアも僅か1%に過ぎない (注3)。

また、世界のGDPの4割を占める米国、ユーロ圏以外の管理変動制を含む変動相場制採用国でも対ドルでの為替相場の安定を重視する国は少なくない。米国との結びつきが強い中南米のほか、通貨・金融危機後、制度的にはドル・ペッグから離脱したアジアも、米国の市場としての大きさやリスクヘッジ上のドルの利便性から貿易契約・決済通貨のおよそ8割がドルとい

う状態にある「ドル圏」である。

### (3) 揺らぐドルの基盤

このように基軸通貨としてのドルの役割はなお大きい、それを支えてきた基盤は揺らいでいる。

初めにみたとおり、経済規模（要因①）では米国とユーロ圏は拮抗している。また、通貨価値（要因③）でも、過去10年というレンジではユーロが優位である。当面の価値不安定化のリスクもドルの方が大きいと考えることができるだろう。大幅な経常赤字のファイナンスを可能にしてきた金融・資本市場の多様性や流動性（要因②）が、サブプライム問題を引き金とする金融混乱で損なわれてしまっているからだ。

それでも、世界的なドル圏の広がりによって支えられたネットワーク外部性（要因⑤）、長年唯一の基軸通貨であり続けたことによる「慣性」は働く。「ドル離れ」が一気に進んだ場合のドル資産の減価に伴うコストは大きく、ドルの基軸通貨体制を支える「慣性」は根強い。

しかし、米国が経済規律の回復と金融システムの正常化に手間取れば、ドルの地位低下に拍車がかかり、第3の国際通貨である円以下を大きく引き離す地位にあるユーロが肩代わりを強いられる場面も想定できない訳ではない。

## 3——拡大するユーロ圏

### 1 | 「広義ユーロ圏」の範囲

ユーロがドルと並ぶ、あるいはドルにとってかわる基軸通貨になるという期待の裏づけとなるのは、ユーロ圏の市場規模の大きさばかりではない。中東欧、北欧など地理的に隣接する地域やユーロ参加国の旧植民地のアフリカなどに、ユーロを基軸通貨とする「広義ユーロ圏」が形成されていることも、基軸通貨としての可

能性を示すものだろう。

先に触れたとおり、「広義ユーロ圏」は「ユーロを基準通貨とする固定相場制採用国」という定義では世界のGDPの1%に過ぎないが、「ユーロの国際通貨としての利用割合が高い地域」という定義では規模は10倍になる。

「広義ユーロ圏」は、ユーロ未参加のEU加盟国、EU加盟候補国・潜在的加盟候補国、その他の国々に分けることができる〔図表-7〕。

EU加盟国では、ユーロ参加条件の1つであるERM II（欧州為替相場プログラム）に参加して、対ユーロの変動幅を管理している国が4カ国ある。ブルガリアはユーロを通貨発行の裏づけとするカレンシー・ボード制を採用している。その他のEU加盟国も、現時点で制度的にはユーロとの関係は固定的でなくても、ユーロ圏と単一市場を形成しているために貿易契約決済通貨としての利用割合や、ユーロ建ての資本取引の割合が高い「広義ユーロ圏」だ。2004年5月以降にEUに加盟した新規加盟国ではユーロ圏の金融機関のプレゼンスが高く、ユーロ未参加の8カ国でも、全銀行貸出の25.3%、全銀行預金の14.2%がユーロ建てというほど、すでにユーロが浸透している。

EU加盟候補国は現在加盟交渉の過程にある国々で、トルコ、クロアチア、マケドニアの3カ国、潜在的加盟候補国は加盟候補国になる可能性のある国で、その他の西バルカン諸国（ボスニア・ヘルツェゴビナ、モンテネグロ、セルビア、コソボ、アルバニア）である。西バルカン諸国は、政情が不安定で規模が小さい。かつての中東欧のように、EUの加盟を目標とする制度導入の動きが、対外的な信認の確立という点で重要な役割を果たしている。為替政策でも、コソボ、モンテネグロはユーロを法定通貨とするユーロ化、クロアチアやマケドニアは対ユーロでの固定為替相場制を選択している。

〔図表-7〕 ユーロを金融・為替政策の基準通貨としている国々の制度とユーロ圏・EUとの関係

	ユーロ未参加 EU加盟国	EU加盟候補国・ 潜在的加盟候補国	その他
ERM II (*1)	デンマーク エストニア ラトビア リトアニア		
公的ユーロ化			サンマリノ バチカン モナコ サンピエールとミクロン島 (仏領) マイヨット島 (仏領)
一方的ユーロ化		コソボ モンテネグロ	アンドラ
カレンシーボード制	ブルガリア	ボスニア・ヘルツェゴビナ	
対ユーロ固定相場または 管理変動相場制	チェコ ルーマニア	クロアチア マケドニア セルビア	CFAフラン圏(*2) 仏領ポリネシア ニューカレドニア (仏領) ワリスフツナ諸島 (仏領) ケープベルデ
ユーロ以外の通貨を含む バスケットリンク			セイシェル (59%) ロシア (45%) リビア ボツワナ モロッコ チュニジア バヌアツ
(参考) 変動相場制	ハンガリー ポーランド スウェーデン イギリス	アルバニア トルコ	ノルウェー スイス アイスランド

(\*1) EU加盟国のための対ユーロでの為替相場安定を図るメカニズム (変動幅を中心相場から±15%以内に抑制する)

(\*2) フランス・フランを基軸通貨としていた通貨圏。西アフリカ中央銀行が統括する8カ国 (象牙海岸、ブルキナ・ファソ、セネガル、ベニン、ギニアビサウ、マリ、トーゴ、ニジェールの8カ国) と、中部アフリカ中央銀行が統括する6カ国 (カメルーン、中央アフリカ、コンゴ共和国、ガボン、赤道ギニア、チャド)

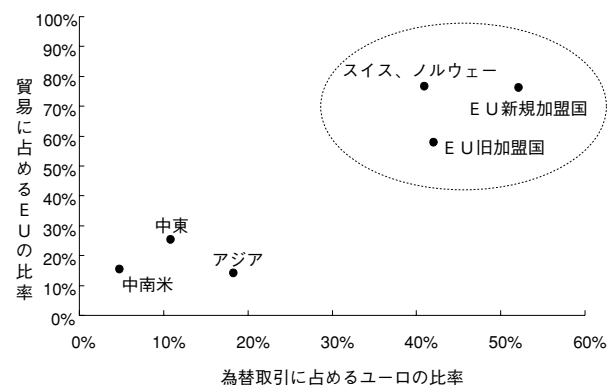
(資料) E C B, "The International Role of the Euro", July 2008ほか

その他の国々で、ユーロとの関係を強固に固定している国は、バチカン、モナコなどの欧州の極小国やEU加盟国の旧植民地など僅かに留まる。しかし、制度的にユーロとの固定は行っていないが、過去の国民投票の結果、EFTA (欧州自由貿易連合、1960年にイギリスがEUの前身・EECに対抗するために設立した自由貿易連合) に留まっているノルウェー、スイス、アイスランドなども「広義のユーロ圏」に含めることができる。為替取引に占めるユーロの割合は、ユーロ未導入のEU加盟国と並んで高く〔図表-8〕、公的外貨準備に占めるユーロの比率もおおよそ5割でドルを上回っている。自由貿易協定やEEA (欧州経済領域、EUとアイスランド、ノルウェー、リヒテンシュタインとの共同市場) を通じた貿易・資本取引面で結びつきが強さを反映したものである。

以上のように「広義ユーロ圏」は、ユーロ未導入のEU加盟国か、貿易・資本取引面でユーロ圏及びEUと結びつきが強い国々で構成され

る。EUの制度という共通の基盤の上に成立している点が自然発生的に形成されたドル圏との大きな違いである。

〔図表-8〕 貿易に占めるEUの比率と為替取引に占めるユーロの比率



(注) 為替取引はすべての為替取引200%に対する比率、2007年4月時点、貿易額は2007年時点

EU新規加盟国、EU旧加盟国はユーロ未参加の国のみ、中南米、アジア、中東はBISの中央銀行サーベイに参加している国のみ合計

(資料) BIS "Triennial Central Banking Survey 2007", IMF "DOT"

## 2 | 拡大するユーロ圏

ユーロへの参加国数は2009年1月のスロバキアの参加で16カ国に拡大する。今後も「広義ユ

ーロ圏」を取り込むことによる拡大は続く。

ユーロ未参加のEU新規加盟国8カ国では、規模が小さく、開放度が高いバルト3国や、経済力と自国通貨への信認が弱く、ユーロ化の度合いが高いブルガリア、ルーマニアの参加意欲が高い。慎重な立場を採ってきたポーランド、チェコ、ハンガリーという主要国でも、2008年9月にポーランドのトゥスク首相が2011年の導入を目指すことを明らかにするなど動きが出てきた。各国の国民の間では2010年代前半にはユーロ導入が実現するという見方が広がっている<sup>(注4)</sup>。

ユーロ導入以前からのEU加盟国でありながらユーロ参加を見送っているイギリス、スウェーデン、デンマークなど3カ国も、独自の金融政策や域内の不均衡の為替相場による調整を放棄するコストはユーロ導入のベネフィットを上回るという国民の不安が解消できるようになれば参加に動くだろう。

さらに将来的には、EUに新たに参加する国々のユーロ導入の可能性もある。加盟候補国・潜在的候補国のほか、EFTAの国々も、解決すべき問題はあがるが、加盟の可能性は排除できない。また、地理的に欧州に位置する旧ソ連のウクライナ、ベラルーシ、モルドバ、さらにグルジアのように南コーカサス地域でもEU加盟に意欲を示している国がある。

欧州に広がる「広義ユーロ圏」がユーロ圏に取り込まれるだけで、中東やアジア、中南米などでのユーロの利用が広がらなければ、ユーロは欧州の基軸通貨という地位にとどまる。それでも、ユーロ参加国の増加は、裏づけとなる経済規模（要因①）と金融資本市場（要因②）の拡大、利用者の拡大によるネットワーク外部性の高まり（要因⑤）を通じて、欧州経済の平和的な発展と国際的な影響力を高めるといった導入の目的達成に十分な効果をもたらすだろう。

### 3 | 拡大のリスク

拡大によるユーロの地位向上の可能性は、ユーロの信認低下、存続自体を揺るがすリスクと表裏一体でもある。

#### (1) 難しくなる最適通貨圏化

1つめのリスクは、最適通貨圏としての条件達成が難しくなることだ。

単一通貨圏への参加にあたって、各国は独自の金融政策を放棄しなければならず、域内の不均衡を為替相場で調整するルートも断つことになる。このため、基本的には、単一通貨圏は、同質な国々で構成するか、そうでない場合は、何らかのショックで生じた景気やインフレ率の格差が固定化しないよう、資本・労働など生産要素の移動や、賃金、価格の調整、域内諸国間での公的な所得移転などの調整ルートが備わっている必要があると考える（最適通貨圏の条件）。

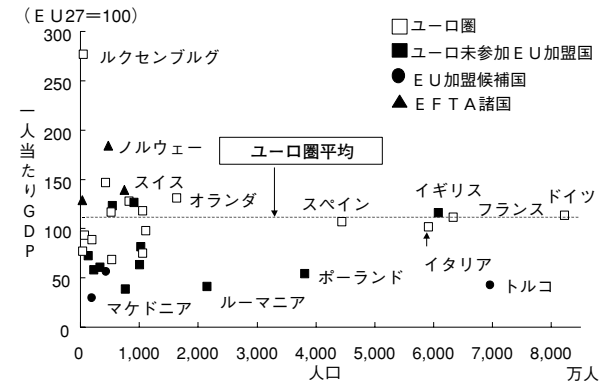
発足当時のユーロ圏は、税制や法規制、社会保障制度などに相違がある不完全な統合市場であった。また、構造的な多様さから原油価格の高騰などの外的なショックの影響が一様ではないと想定されること、さらに、いったん開いた格差を解消するメカニズムが十分に働かないことが問題視された。

これらの問題は、単一通貨の導入が圧力となって解消するという期待もあったが、10年目を経過しようとする現在でも、域内の景気格差や競争力の差が十分に調整されない状態は続いている。ドイツは、2000年代前半の不況を、労働市場の改革と実質的な賃金の切り下げで乗り越えたが、足もとでは、スペインが、住宅バブルの崩壊と対外的な競争力の喪失からくる不況に陥っている。デフレ調整を容認して回復の道筋をつけられるのか予断を許さない状況だ。

ユーロを新たに導入する国が、所得水準がユ

ユーロ圏の中核国とほぼ同等のイギリスや北欧であれば新たに生じる問題は少ない。また、相対的な規模が小さければ吸収可能だろう。しかし、近い将来の参加が見込まれる中東欧の国々は、ユーロ圏の平均よりも所得水準がかなり低く、経済規模はこれまでにユーロを導入した新規加盟国よりも大きくなる。まして、西バルカン諸国やトルコなどがEU、さらにユーロに参加する場合には、加盟条件の達成の期間に市場の一体化とキャッチ・アップが進展するとしても、単一の政策金利によるコントロールが難しさを増すことは避けられない。

【図表-9】 EU加盟国と加盟候補国、EFTA諸国の所得水準と人口



(注) 2007年実績 (一部推定も含む)  
一人当たりGDPは購買力平価ベース  
EFTA (欧州自由貿易連合) はノルウェー、スイス、アイスランドのみ図示  
(資料) Eurostat

## (2) 政治的な意志統一の困難化

拡大には、国際通貨の地位を決める5つの要因の1つ、政治的な安定性を損なうおそれもある。

欧州の統合は、石炭・鉄鋼の共同管理に始まり、関税同盟、市場統合、通貨統合へと深まり、次の目標は政治統合という段階にある。

欧州には、十分な経済統合の進展、経済政策の収斂を伴わず、政治統合を欠いた19世紀の通貨統合の破綻という教訓がある<sup>(注5)</sup>。域内に不均衡を抱えざるを得ない中では、政治的な意思

の統一を図ることはますます重要になる。

しかし、政治統合への歩みは滞っている。EU加盟国間での統合の最終的な姿に対する見解は異なったままだし、統合の前進に必要な新たな条約も発効に必要な全加盟国の批准の段階でつまづいている。「欧州憲法条約」は2005年春のフランス、オランダの国民投票での否決という結果に終わった。この条約から、憲法という名称を始め政治統合を想起させる用語を削除する修正を加えた「リスボン条約」も、2008年6月にアイルランドの国民投票で否決され、当初2009年1月に予定していた発効は難しくなった。背景には、一般市民の間に広がる失業の増大、移民流入、社会福祉の削減など統合の前進に伴う痛みへの警戒感がある。

新条約がなんとか発効に漕ぎ着けても、新たな加盟国を迎える段階では、優先順位を巡って加盟国間の亀裂が深まるもおそれがある。西バルカン諸国については、この地域の経済発展の基盤構築がEUの繁栄と平和の実現に不可欠という点でおおむね一致しているが、トルコの加盟を巡っては、移民流入への懸念から慎重な立場の国々 (ドイツ、フランス、オーストリア) と、地政学的な重要性から前向きな立場の国々 (英国、スウェーデン) に分かれる。ウクライナの加盟も、英国、スウェーデン、チェコ、バルト3国など推進に積極的な立場の国々と、ロシアとの関係への配慮から慎重な立場を採るドイツ、フランス、イタリアなどとの温度差がある。

EUの財政には域内の所得格差の是正のための所得移転の機能があり、意思決定が人口比で行われることも利害対立の火種である。人口が少なく豊かな国は、財政的負担の一方、意思決定の面で影響力が低下する懸念がある。人口4,664万人のウクライナ、6,968万人のトルコなど、平均で2000万人足らずの現在のEU加盟国

に比べて人口が多い国を受け入れる場合EUの重心も変わることになる。

#### 4—おわりに

ユーロは市場規模が大きく、欧州では基軸通貨的な機能を果たしていることから、現時点でドルの機能を肩代わりできる唯一の通貨に見える。

しかし、ユーロ圏の統合は、政治統合を欠き、域内格差の調整メカニズムが上手く働かない不完全な段階にある。

足もとでは、米国の金融不安が欧州の金融システムにも大きな影響を及ぼしており、「金融・為替政策は一元化されているが、金融監督、財政の権限は各国に分散する」ユーロ圏の体制が試されている。

現状では、不完全な統合の上に成立するユーロは、ドルの信用失墜が急激に進むことによる負荷の増大に耐えられないおそれがある。

そもそも、ユーロ導入の目的は、欧州経済の平和的な発展と、米国とドルに対する影響力を獲得することにあった。そのためにはユーロが欧州の基軸通貨として着実に広い範囲に浸透して行くことが望ましい。構造改革と国民との意思疎通、多国間での対話の積み重ねで問題を解決して行かなければならず、そのためには十分な時間が必要である。

---

(注1) Lim, Ewe-Ghee, “The Euro’s Challenge to the Dollar : Different Views from Economists and Evidence from COFER and Other Data” より

(注2) ECB, “The International Role of the Euro”, July 2008より

(注3) IMF, “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2007” の分類を基にIMFのWorld Economic Outlook Databaseの2006年のドル建てのGDPで算出。図表-7のECBの分類とは一部異なる。

(注4) European Commission, “Introduction on the euro in the new Member States”, July 2008

(注5) ドイツ-オーストリア通貨同盟 (1857年~1867年)、ラテン通貨同盟 (1865年~1926年)、スカンジナビア通貨同盟 (1872年~1931年) など