

# ユーロは基軸通貨か

桜井 錠治郎

1. はじめに
2. 基軸通貨の概念
3. 基軸通貨の要件
4. 媒介通貨としてのユーロ
5. 基準通貨としてのユーロ
6. ユーロの国際的シェア
7. むすび

## 1. はじめに

世界には多くの通貨がある。その中で国際間の取引に使用される国際通貨と呼ばれる通貨がある。国際通貨も多数あるが、その中でも、とくに中心的な役割を果たしている国際通貨、いわば国際通貨の中の国際通貨とも言える存在の少数の通貨がある。第1次大戦前の英ポンドや現在の米ドルがその代表例であるが、こうした通貨は一般の国際通貨と区別して基軸通貨 (key currency) と呼ばれている。1999年1月に欧州通貨統合がスタートし、単一通貨ユーロが誕生してから既に5年が経過した<sup>1)</sup>。この間ユーロはどのような通貨に成長したのであるか。当初予想されたように、ドルと並ぶ世界の基軸通貨と呼べる存在になったのであろうか。これが本稿で論じたいテーマである。

もっともユーロは世界の基軸通貨になることを目的に創設されたわけではない。1992年に市場統合を実現したEU (EC) が、市場統合に続く欧州統合の目標として打ち出したのが通貨統合であり、その目的は、「1つの市場に1つの通貨」(One Market, One Money)の言葉に象徴されるように、通貨統合により域内における為替手数料や為替リスクをなくして市場統合を真の意味で完成させること、それを通して域内貿易や域内

投資を活性化させて一段の経済発展を図ることであった。さらに、市場統合に続く通貨統合というより高度の目標を設定することにより、欧州統合への求心力を高めることであった<sup>2)</sup>。

このことから分かるように、通貨統合は基本的に内向き思考に基づくものであり、したがって通貨統合で創設されたユーロも、決してドルに対抗する基軸通貨になることを意図して創設されたわけではなかった。しかしこのことは、ユーロが基軸通貨として国際的に使用されることとはなんら矛盾しない。何故なら、たとえユーロが基軸通貨になることを意図しないで創設されたとしても、ユーロ自身に基軸通貨としての要件が備わっていれば、意図とは関係なく、自ずと基軸通貨として使用されることになるからである。

そこで本稿では、まず基軸通貨の概念を明らかにし、次いで基軸通貨に求められる要件からユーロが基軸通貨としての資質を備えた通貨であるかどうかを考察する。その上で、ユーロが基軸通貨としての機能をどの程度果たしているかを実際の計数から検証してみたい。

## 2. 基軸通貨の概念

一般に国際通貨が果たす機能として、①価値保蔵機能、②支払手段機能、③計算単位機能の3つの機能があげられる。さらに、これら3つの機能をそれぞれ民間部門と公的部門に分けて、表1のように6つの機能に分けるのが一般的である。これら6つの機能を国際取引において果たしている通貨が国際通貨であるが、必ずしもすべての国

際通貨がこれらの機能全部を果たしているわけではない。これらの機能の一部だけを果たしている国際通貨も存在する。例えば SDR は、表示通貨、準備通貨、基準通貨としての機能は持っているものの、取引通貨、媒介通貨、介入通貨としての機能はほとんど持っていない。またこれらの機能を持っている国際通貨の中でも、果たしている機能の程度に大きな差がある。例えば豪ドルは投資通貨や契約通貨として国際取引に使

用されているが、世界的に米ドルと比較した場合、その程度はかなり低い。

このように一口に国際通貨と言ってもさまざまな国際通貨があるが、その中で特に中心的な役割を果たしている少数の国際通貨が、基軸通貨 (key currency) と呼ばれる通貨である。第 1 次大戦前の英ポンドや現在の米ドルが代表的な基軸通貨の例である。

表 1 国際通貨の機能

	民間部門	公的部門
価値保蔵機能	投資・金融通貨 (Investment and Finance currency)	準備通貨 (Reserve currency)
支払手段機能	取引・媒介通貨 (Payment and Vehicle currency)	介入通貨 (Intervention currency)
計算単位機能	表示・契約通貨 (Pricing and Quotation currency)	基準通貨 (Pegging currency)

基軸通貨は、上記のように国際取引で特に中心的な役割を果たしている通貨であるが、基軸通貨についての定まった定義はなく、以下のように色々な説明がなされている<sup>3)</sup>。

(1) 「N - 1 ルール」の N 番目の通貨を基軸通貨とする。「N - 1 ルール」とは、独自の通貨を発行しうる国が世界に N ヵ国存在する場合、すべての国が独自の為替レート政策を追及することは不可能で、独立した為替レート政策は N - 1 個しかない。このことは N ヵ国すべてが自国通貨を他国通貨に対して切り下げることが不可能であることを考えれば明らかである。結局、N 番目の国は平価設定の権利を放棄し、N 番目以外の N - 1 個の国は N 番目の国の通貨に対して為替レートを調整することになる。こうした N 番目の国の通貨が基軸通貨である。N 番目の国の要件は、GNP や貿易の規

模が大きいこと、金融市場が発達していることなどである。

- (2) 基軸通貨の属性を公的機能に求め、準備通貨機能、介入通貨機能、基準通貨機能 (計算単位機能) の 3 つを兼備した通貨を基軸通貨とする。
- (3) 基軸通貨の属性を民間部門での機能と公的部門での機能の双方に求め、民間レベルの媒介通貨機能と公的レベルの準備通貨機能を複合的に備えている通貨を基軸通貨とする。
- (4) 通貨の交換性、購買力の安定性、国際的受容性、金融面の便宜性など国際通貨の資格要件において優位に立つ通貨が、国際通貨一般から基軸通貨の地位に上昇する。
- (5) 基軸通貨のメルクマールは、その通貨の使用と保有が他の通貨よりも広く選好されるとともに、その国の金融政策が他

の国に支配的に影響を及ぼすことである。

- (6) ある通貨ブロックにおける中核的な通貨を基軸通貨とする。

上記のうち(1)の「N-1ルール」のN番目の国の通貨を基軸通貨とする定義では、基軸通貨は1個に限られることになるが、国際通貨の中で中心的な役割を果たす通貨は1個に限られないと考えられるし、N番目の国を決める基準も明確でない点で妥当性を欠くと思われる。

一般の国際通貨と基軸通貨を分ける基準をどこに求めたらよいのであろうか。この問題を解く鍵は、国際通貨の機能の中で特定の通貨しか果たし得ない機能は何かを考えることであろう。そしてこれらの機能を果たしている通貨を基軸通貨として捉えるのである。こうした観点からすると、基軸通貨の基準として重要なのは、民間部門では取引・媒介通貨としての機能とりわけ媒介通貨機能であり、公的部門では基準通貨としての機能であろう。これらの機能は、一般の国際通貨では果たすことができず、特定の通貨のみが果たし得る機能だと考えられるからである。

通貨が持つ媒介機能には、貿易取引面の媒介機能（貿易媒介機能）と為替取引面の媒介機能（為替媒介機能）がある。貿易取引面の媒介機能とは、共に基軸通貨国でないB国とC国との貿易取引が、通貨Bや通貨Cを使って行われず、基軸通貨国であるA国の通貨Aを使って行われることである。また為替取引面の媒介機能とは、通貨Bと通貨Cとの交換を行う場合に、BとCの間では容易に取引相手が見つからないか、あるいは取引コストが高いために、通貨Aを媒介としてB→AおよびA→Cの2つの取引を組合せることによりBとCの交換を実現する通貨Aの機能である。

B国とC国間の貿易取引や為替取引で通貨Aが使用されるのは、通貨Aの市場規模が大きいために取引相手が容易に見つかり取引コストも低いからである。例えば、円をタイバーツに交換する場合、まず円をドルに交換し、次にドルをタイバーツに交換するという2つの取引が行われる。つまりドルを媒介通貨として円とタイバーツの交換が行われるのである。これは一つには、円／パーツのマーケットが小さく直接の取引相手を見つけるのが困難であるのに対し、ドル／円、ドル／パーツのマーケットは大きく取引相手が容易に見つかるからである。さらに、円とパーツの直接取引よりも、ドルを媒介とした円／ドル、ドル／パーツの2つの取引を組み合わせた方が、取引コストが低下するからである。取引相手を見つけるコストはサーチコスト（探索コスト）と呼ばれるが、市場規模の大きい通貨ほどサーチコストは低いので、市場規模の大きい通貨を媒介とした取引の方が、市場規模の小さい通貨の直接取引よりも結果的に取引コストは低くなるのである。

媒介通貨に必要な条件として、①通貨の市場規模が大きいこと、②取引に規制がなく自由化されていること、③サーチコスト・取引コストが低いこと、④通貨の受領性が高いこと、⑤通貨価値が安定していること、⑥通貨に対する信認が高いこと、などがあげられるが、これらの条件を満たすのは特定の通貨に限られるであろう。したがって、媒介機能を果たし得る通貨を基軸通貨として定義することには合理性があると考えられる。

次に公的部門における基準通貨機能とは、ある通貨が他国の通貨価値や通貨制度の基準とされる機能である。例えばB国が自国通貨Bの通貨価値をA国の通貨Aに連動（ペッグ）させている場合のように、通貨Aが通貨Bの基準となる機能のことである。

る。このような機能を果たし得る通貨も媒介通貨と同じような条件を備えた特定の通貨に限られるので、こうした通貨を基軸通貨として捉えることには合理性があるであろう。

### 3. 基軸通貨の要件

既に述べたように、基軸通貨は国際通貨の中でも特に中心的な役割を果たしている国際通貨であり、その特性は、民間部門では取引・媒介通貨としての機能を、公的部門では基軸通貨としての機能を果たしている通貨である。このような基軸通貨に必要な要件はなにか、言い換えれば、どのような要件を備えた通貨が基軸通貨になり得るのであるか。基軸通貨に必要な要件として、以下の3つの要件があげられるであろう。

第1は信認である。

通貨に対する信認 (confidence) は基軸通貨に求められる最も基本的な要件である。信認を失った通貨は誰も保有しようとしなから、国内通貨であろうと国際通貨であろうと通貨として機能し得ないことは明らかである。まさに信認こそ通貨の命である。国内通貨の場合には法定通貨として通用力が法律的に保証されているので、通貨の信認といったことは通常問題にならない。しかし法律的に通用力が確立された世界統一通貨が未だ存在しない現状では、基軸通貨は相互の合意に基づき、あるいは慣習的に使用されているに過ぎない。したがって、ある通貨が基軸通貨として使用されるためには、取引双方がその通貨を信認していることが絶対的な条件になるであろう。信認の低い通貨であれば、当然にその受領は拒絶されることになるからである。

通貨に対する信認は、なにによって決まるのであろうか。それは結局、その通貨を発行する国や中央銀行に対する信頼性とい

うことになるであろう。通貨の信認の最も大きな要素は通貨価値が安定していることである。それ故基軸通貨国は、なによりもまず適切なマクロ経済政策と金融財政政策を通してインフレを抑制し、健全な経済のファンダメンタルズを維持し、持続的な通貨価値の安定を図ることが求められる。さらに経済的要因に加えて、政治的、社会的な国家の安定性や政治、経済、軍事面における世界の指導国家としての国際的地位といった非経済的要因も、その通貨に対する信認の大きな要素となるであろう。こうした経済的および非経済的諸要因が総合されて、その国や中央銀行に対する信頼性が形成され、それがその通貨に対する信認として現れるのである。

第2は利便性である。

国際取引に広く使用される基軸通貨は、当然のことながら使用する上で便利で使い易い通貨でなければならない。通貨の利便性が高いためには、特に次の2つの条件を満たすことが必要である。一つは為替管理や資本取引面で規制がなく、為替取引や資本取引が完全に自由化されていることである。しかもこのことは、居住者だけでなく非居住者にも同等に保証されていなければならない。基軸通貨は国際取引に広く使用される通貨である以上、使用する上で規制があっては、基軸通貨としての機能を果たし得ないことは明らかである。また基軸通貨は、その母国だけでなく、その他の国でも広く使用される通貨であるから、自由で規制のない取引が、非居住者にも居住者とまったく同等に保証されていることが必要である。もう一つは、基軸通貨を調達したり運用したりするための、十分に整備され高度に発達した金融資本市場や外国為替市場が域内に存在していることである。第1次大戦前の英ポンドに対するロンドン市場、

現在の米ドルに対するニューヨーク市場が典型的な例である。

第3は通貨流通量の大きさである。

これは特に基軸通貨に求められる要件である。基軸通貨は国内取引に加えて、膨大な国際取引に使用される通貨であるから、それに対応できるだけの流通量を持つ市場規模の大きい通貨でなければならない。市場規模が小さく流通量の少ない通貨は、いかに信認や利便性が高くても、基軸通貨としての役割を果たすことは出来ない。

通貨の流通量が大きいということは、言い替えば、国際取引に使用されるだけの十分な通貨供給能力を持つ国の通貨であるということである。そのためには、その通貨の母国の経済規模が大きくなければならない。一般の国際通貨は信認と利便性の2つの要件を満たせばよい。その代表的通貨がスイスフランである。しかし基軸通貨となるためには、それに加えて、通貨の流通量が大きいという第3の要件を満たすことが不可欠である。したがって基軸通貨は、必然的にアメリカ、EU、日本など経済規模の大きい国の通貨に限られるのであって、スイスフランが基軸通貨になることはできないのである。

以上に述べた通貨に対する信認、使用上の利便性、流通量の大きさという基軸通貨に求められる3つの要件に照らして、ユーロが基軸通貨としての資格を備えた通貨であるかどうかを検証してみたい。

3つの要件のうち利便性と流通量については、ユーロの基軸通貨としての資格に問題があるとは思われない。まず利便性について見れば、EUの為替管理は完全に自由化されており、資本取引についても、構成国間は勿論のこと構成国と第3国との間の資本移動も原則的に自由化されている<sup>4)</sup>。またユーロ圏にはフランクフルト、パリ、ミラ

ノなど有力な金融資本市場が存在しており、しかもこれらの市場はTARGET（欧州即時グロス決済システム）で結ばれて<sup>5)</sup>、事実上一体化された欧州単一市場を形成している。さらにEU域内には、ニューヨーク市場と並ぶ2大国際金融市場であるロンドン市場が存在する。ロンドン市場は世界最大のユーロマネー市場であり、単一通貨ユーロ建取引も活発に行われている。イギリスは現在通貨統合に参加しておらずユーロ圏に属していないものの、いずれ通貨統合に参加すると見られており、そうなればユーロ圏は、ニューヨーク市場と並ぶ世界最大の国際金融市場であるロンドン市場を圏内に持つことになる。以上の状況を考えると、利便性の面で、ユーロの基軸通貨としての資格に問題があるとは考えられない。

通貨流通量についてはどうであろうか。表2にユーロ圏およびEUの経済規模がアメリカおよび日本との比較において示されている。この表から一見して分かることは、単一通貨ユーロの背後にあるユーロ圏の経済規模が極めて大きいことである。ユーロ圏の人口は3億7百万人と、アメリカを上回り、日本の2.4倍である。GDPは、アメリカの約8割、日本の2.3倍の規模に達する。輸出金額および輸入金額は、いずれも3地域の中で最も大きく、日本の4倍にも達している。ユーロ圏は、日本を大きく上回り、アメリカに匹敵する大経済圏を形成していることが知られよう。イギリスなど通貨統合に参加していないEU諸国を加えると、人口でアメリカを約1億人上回り、GDPでアメリカの95%、日本の3倍と、経済規模はさらに大きくなる。こうした大経済圏を背景とするユーロの流通量は相当に大きくなる筈であり、通貨流通量の面でもユーロの基軸通貨としての資格に問題があるとは考えられない。

最後に信認について考えてみたい。通貨に対する信認の一つのメルクマールは通貨の価値を示す為替相場であろう。1999年1月にユーロが誕生して以降2000年10月に最安値をつける迄、ユーロ相場は一貫して下落を続けた。これを対ドル相場で見ると、1999年1月4日に1ユーロ=1.1842ドルでスタートしたユーロは、2000年10月25日には1ユーロ=0.8228ドルと最安値をつけ、スタート時に比べ実に31.5%の下落を記録した。ユーロ下落の主因となったのは、ユーロ圏からの巨額な投資資金の流出、とりわけアメリカへの流出であった。1995年に始まったIT革命により、IT産業を軸に好況を持続してきたアメリカ経済は、ITバブルが崩壊する直前の2000年第3四半期まで、毎年4%を越す高い経済成長率を続けてきた。この間ユーロ圏の経済成長率は2%台であり、こうした両地域の成長率格差が、ユーロ圏からアメリカへの巨額な投資資金の流出を引き起こした。経済成長率の高いアメリカでは、金利水準も高く投資収益率が高かったからである。表3に示されているように、通貨統合が開始された1999年からITバブルが崩壊する2000年まで、ユーロ圏からの対外投資は大幅に増加し、これがユーロ売り、ドル買いを引き起こして、ユーロ下落の主因となったのである。

しかし、ITバブル崩壊によるアメリカの景気減速が鮮明になる2000年第4四半期を境に、ユーロの対ドル相場は一転して上昇傾向に転じた。03年12月下旬には1ユーロ=1.25ドル台へ、さらに04年2月中旬には一時1ユーロ=1.29ドル台まで上昇した。その後若干ドルが値を戻し、本稿執筆時点の04年3月中旬では1ユーロ=1.21~1.23ドル台で推移している。2000年第4四半期以降、ユーロの対ドル相場が上昇した主因は、アメリカの景気減速に伴いユーロ圏との成長率格差が縮小し、ユーロ圏からの対外投

資が減少する一方で、逆に海外からユーロ圏への対内投資とりわけ証券投資が増加したことである。表3に見られるように、1998年から2000年まではユーロ圏からの対外投資がユーロ圏への対内投資を上回り、ユーロ圏の資本収支は大幅なマイナスになっていたが、2001年にはマイナス幅は大きく縮小し、2002年以降は、逆に対内投資が対外投資を上回って資本収支はプラスに転じている。このように資本流出が資本流入に転じたことがユーロ相場を上昇させる主因となったのである。

ユーロ圏への資本流入とりわけユーロ建証券への投資増加はなにを意味するのだろうか。それは、ユーロが海外の投資家から投資対象通貨として信認されたということであろう。なぜなら、ユーロの信認に問題があれば、当然に海外投資家はユーロ建証券に投資する筈がないからである。アメリカの財政赤字と貿易赤字という双子の赤字の再現によりドルへの信認が低下しつつある中で<sup>6)</sup>、投資家が、ドルから信認がより高いと判断されるユーロへ投資対象を振り替え、それがユーロ建証券への投資の増加となって現れたのである。

通貨統合の開始以降この5年間に、ユーロは着実にドルに次ぐ国際通貨としての信認を得てきたと言えよう。上に述べたように、財政、貿易の双子の赤字によるドルの信認が低下する中で、ユーロがドルからの逃避資金の受け皿になっている事実が、これを物語っている。

こうしたユーロへの信認の高まりは何に基づくのだろうか。まず通貨統合自体の成功があげられよう。通貨統合開始前は、特にアメリカを中心に通貨統合に批判的は見方も強かったが、今日、通貨統合を失敗とする見方は皆無と言っていい。史上にも前例のない通貨統合が混乱もなく実現され順調に推移している事実そのものが、ユーロ

への信認を高める大きな要因となっていることは間違いないであろう。また通貨統合により欧州市場が事実上一つの市場にまとまることによって企業間の競争が激しくなり、企業活動が活発化した。域内における為替リスクや為替手数料も消滅した。ユーロはこうした現実の経済的効果を生み出している。さらにユーロ圏の財政構造の健全性もあげられるであろう。通貨統合参加国は、「安定成長協定」(Stability and Growth Pact)により、財政の健全性の維持を義務付けられている(財政赤字の対 GDP 比率 3% 以下、政府債務残高の対 GDP 比率 60% 以下)。この結果、表 2 に示されているように、ユーロ圏の各国はアメリカや日本などよりはるかに健全な財政構造を持っている。こうしたユーロ圏の財政構造の健全性も、ユーロへの信認を高める要因の一つになっていると考えられる。

しかし、ユーロへの信認に対する何より大きな要因は、国際社会における EU のプレゼンスの増大であろう。表 2 で見たように、EU はアメリカに匹敵する大経済圏を形成し、また EU 憲法の制定や欧州独自防衛軍の設置構想の動きに見られるように、政治面、軍事面でも EU の一体化は年々強化され、国際社会における EU のプレゼンスは一段と高まってきているのが現状である。今や EU は、国際社会でアメリカと並ぶ指導的地位を確立していると言っても過言ではない。2004 年 5 月には中東欧・地中海 10 カ国の EU 加盟が実現し、EU 加盟国は 25 カ国に拡大する。現在、通貨統合に参加していないイギリス、デンマーク、スウェーデンも、いずれ通貨統合に参加する可能性が高いであろう<sup>7)</sup>。こうした EU およびその中核を成すユーロ圏の国際的プレゼンスの増大こそが、ユーロへの信認の根幹にある要因として指摘されよう。

ただ一方で、通貨統合が抱える構造的問題も指摘しておきたい<sup>8)</sup>。構造的問題の一つは、ユーロ圏における金融と財政の分離問題である。現状、ユーロ圏の金融政策は ECB (欧州中央銀行) の単一金融政策の下に一元化される一方、財政政策については依然各国の主権の下に置かれ、金融政策と財政政策が分離された形となっている。本来、金融と財政は同一主権の下で、両者が一体の形で整合性を持って運営されるべきものであろう。そうでなければ政策の実効性が保たれないからである。しかし現状、ユーロ圏では金融と財政が分離されている。金融と財政の分離は、ECB の金融政策の実効性を損なう可能性を持つものであり、通貨統合が抱える最も大きな構造的問題と言える。

ユーロに関するもう一つの構造的問題は、ユーロ圏の為替政策について ECB の権限と責任が曖昧で、EU 蔵相理事会との間で二重構造になっている点である。マーストリヒト条約では、為替政策の全般的な方針 (general orientation) は EU 蔵相理事会が決定し、為替オペレーションは ECB が担当することになっている。しかも実際の市場介入は、双方の理事会が協議し多数決で決定するという複雑な手続きが決められている。こうした ECB と EU 蔵相理事会との二重構造は、為替政策の主体を不明瞭にし、為替操作の機動性を損なう。これは、ECB がどの国にも属さない超国家的な中央銀行であるという特異性によるものであるが、こうした ECB の権限と責任の曖昧さは、ECB に対する信頼性の欠如をもたらし、ユーロへの信認を損なう可能性を秘めている。

これまで基軸通貨に求められる信認、利便性、通貨流通量の 3 つの要件から、ユーロが基軸通貨としての資格を備えた通貨であるかどうかを見てきた。結論的には、通

貨統合には依然構造的な問題が残されているものの、ユーロの資質を総合的に考えると、ユーロは基軸通貨としての資格を十分に備えた通貨であると判断していいであろう。

表 2 ユーロ圏の経済規模

	ユーロ圏 (A)	EU	アメリカ (B)	日本 (C)	A/B	A/C
人口 (2002. 百万人)	307	382	288	127	106.6%	241.7%
GDP (2002. PPP. 10 億ユーロ)	7,064	8,824	9,287	3,024	76.1%	233.6%
一人当たり GDP (2002. ユーロ)	23.0	23.1	32.3	23.4	71.2%	98.2%
輸出金額 (2002. 億ユーロ)	1,392	1,244	864	348	161.1%	400.0%
(対 GDP 比 %)	(19.7)	(14.1)	(9.3)	(11.5)		
輸入金額 (2002. 億ユーロ)	1,250	1,244	1,235	308	101.2%	405.8%
(対 GDP 比 %)	(17.7)	(13.4)	(13.3)	(10.2)		
財政赤字 (2002. 対 GDP 比 %)	-2.3	-1.9	-3.4	-6.1		
政府債務残高 (2002. 対 GDP 比 %)	69.1	63.2	46.2	134.6		

(注) 1. 人口 アメリカは 2002.6 末、日本は 2001.10.1

2. 財政赤字 日本は 2001 年

(出所) ECB “The monetary policy of the ECB” (2004)

表 3 ユーロ圏の資本収支

(単位 億ユーロ)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003.1 ~ 6
対外投資						
直接投資	1,830	2,868	3,261	2,558	1,510	496
証券投資	3,021	3,095	4,130	2,880	1,761	1,349
小計 (A)	4,851	5,963	7,391	5,438	3,271	1,845
対内投資						
直接投資	804	1,662	3,031	1,543	1,299	452
証券投資	2,168	2,678	2,926	3,261	2,265	1,694
小計 (B)	2,972	4,340	5,957	4,804	3,564	2,146
資本収支 (A - B)	-1,879	-1,623	-1,434	-634	293	301

(注) 1. 対外投資はユーロ圏から外国への投資、対内投資は外国からユーロ圏への投資

2. 直接投資は経営権を持つための投資、証券投資は資金運用のためのポートフォリオ投資

(出所) ECB Monthly Bulletin



#### 4. 媒介通貨としてのユーロ

先に述べたように、基軸通貨とは、民間部門では取引・媒介通貨としての機能を、公的部門では基準通貨としての機能を果たしている通貨である。本項ではまず、ユーロが民間部門で媒介通貨としてどの程度使用されているかを見てみよう。

表4は、ドル、ユーロのスポットの取引高シェアを国別にまとめたものである。ただし相手通貨のシェアも同時にカウントされているため、シェアの合計は200%である。表の中の(A)は各国のスポットの外国為替取引高全体に占めるドルの取引シェアであり、同様に(B)はユーロの取引シェアである。(C)はドルとユーロの直接取引のシェアである。したがって(A)-(C)は、ユーロを除くその他の通貨とドルとの取引シェアを示し、(B)-(C)は、ドルを除くその他の通貨とユーロとの取引シェアを示している。(A)-(C)の数値が高いほど、その国ではドルが取引・媒介通貨として多く使用されていることを示し、(B)-(C)の数値が高いほど、その国ではユーロが取引・媒介通貨として多く使用されていることを示している。つまり、これらの数値が高ければ高いほど、ドルあるいはユーロが基軸通貨として機能していることを示している。

例えばデンマークで見てみよう。ドルの取引シェアは43.2%で、その内、ドル/ユーロの直接取引シェアが28.4%であるから、これを差し引いた14.8%(A-C)が、ユーロを除くその他の通貨とドルとの取引シェアである。一方、ユーロの取引シェアは83.2%で、ここからドルとユーロの直接取引シェア28.4%を差し引いた54.8%(B-C)が、ドルを除くその他の通貨とユーロとの取引シェアである。デンマークでは、(A)-(C)より(B)-(C)の方が高いことから、ドルよりもユーロが取引・媒介通貨として多く使用

されていること、つまりドルよりもユーロが基軸通貨として機能していることが分かる。この54.8%(B-C)の中味は、一つはデンマークとユーロ圏との直接取引に伴うユーロとデンマーク・クローネとの取引であり、もう一つはデンマークと第3国との取引に伴うデンマーク・クローネと第3国通貨の取引で、ユーロが媒介通貨として使用された取引である。

こうした視点から表4を見ると、ユーロの取引シェアが高く、ユーロが基軸通貨として機能していると考えられるのは、デンマーク、スウェーデンなど北欧の一部や中東欧のチェコ、スロベニア、ハンガリーなどである。ノルウェーやスロバキア、トルコなどもユーロの取引シェアが高いが、中味はドルとユーロの直接取引が大半を占めており、これらの国ではユーロが基軸通貨として機能しているとは必ずしも言えない。

一方、ドルについて見ると、南米を代表として、アジア、オセアニア、中東、ロシアなど世界の広範囲にわたりドルが高い取引シェアを持ち、基軸通貨として機能していることが分かる。特にブラジル、チリ、ロシア、タイなどは、ユーロを除くその他通貨とドルとの取引シェアが90%を越えており、ドルが取引・媒介通貨として圧倒的に使用されていることが知られる。

以上のように民間部門における取引・媒介通貨としての機能からユーロとドルの基軸通貨性を見ると、ユーロが基軸通貨として機能しているのは、北欧や中東欧の一部の国に限定されているのに対して、ドルは全世界的な規模で基軸通貨の役割を果たしている。基軸通貨としてのドルとユーロを比較した場合、厚みの面で両者には圧倒的な格差が存在していることが読み取れる。

## 5. 基準通貨としてのユーロ

次に基軸通貨のもう一つの特性である公的部門における基準通貨としての機能から、ユーロがどの程度、基軸通貨としての機能を果たしているか見てみよう。ユーロがなんらかの形で基準通貨としての機能を果たしている通貨制度には、以下のような色々な形態がある。

- (1) ユーロの国内通貨化
- (2) ユーロベースのカレンシーボード
- (3) ERM II
- (4) ユーロへの固定相場制
- (5) ユーロを基準通貨とする管理変動相場制
- (6) 通貨バスケットへの連動制

(1) のユーロの国内通貨化 (Euroisation) は、ユーロを自国の国内通貨としてそのまま使用する通貨制度である。これには、ユーロ圏との合意がなく一方的にユーロを国内通貨としているケース (コソボ、モンテネグロなど) とユーロ圏と合意の上で国内通貨化しているケースがある (バティカン、モナコなど) がある。

(2) のユーロベースのカレンシーボードは、国内通貨の発行量を外貨準備として保有するユーロに連動させる通貨制度である。この通貨制度の下では、自国の金融政策の自立性は放棄されることになる。バルト3国のエストニア、ラトビアや東欧のブルガリア、さらにバルカンのボスニア・ヘルツェゴビナなどが、この通貨制度を採用している。

(3) の ERM II は、EU 加盟国で通貨統合に参加していない国の通貨とユーロとの為替変動幅を一定範囲に制限する準固定相場制の通貨制度である。ERM (Exchange Rate Mechanism; 為替相場メカニズム) は、もともと EMS (欧州通貨制度) の準固定相場制を維持する仕組みで、ユーロの前身である ECU を基準通貨として、その中心相場から

EMS 参加通貨相互の基準相場を設定し、相互間の為替変動をこの基準相場の上下一定範囲に規制する通貨制度であった。これに対し ERM II は、1999 年の通貨統合開始に伴い、EU 加盟国で通貨統合不参加国の通貨とユーロの間の為替変動幅を一定範囲に規制するために創設された仕組みである。ERM II への参加国は、自国通貨の対ユーロ変動幅を一定範囲に維持することが義務付けられる。現在、ERM II を導入している国は、デンマーク、キプロス、ハンガリーの3カ国で、ユーロに対する自国通貨の変動幅を、デンマーク (クローネ) は上下 2.25% 以内に、キプロス (キプロスポンド) は上下 15% 以内に、ハンガリー (フォリント) は上下 15% 以内に、それぞれ規制している。ERM II についても、ユーロ圏との合意の上で導入している国 (デンマーク) と、合意がなく一方的に導入している国 (キプロス、ハンガリー) がある。なお、新たに通貨統合に参加する場合、参加に先立つ最低2年間、ERM II を導入していることが条件となっている。

(4) のユーロへの固定相場制は、自国通貨をユーロに釘付けし、ユーロとの間で完全な固定相場を維持する通貨制度である。かつてのユーロ圏諸国の植民地であり、現在もユーロ圏諸国と経済的な繋がりが深いアフリカ諸国が、この通貨制度を採用している。

(5) のユーロを基準通貨とする管理変動相場制は、変動相場制を採用しながら、その変動幅を、ユーロを基準に管理する通貨制度である。中東欧のルーマニア、スロバキアやバルカンのスロベニア、クロアチア、マケドニア、ユーゴスラビア、さらにアフリカのチュニジアなど、いずれもユーロ圏と経済的な繋がりの強い国が採用している。

(6) の通貨バスケットへの連動制は、自国通貨をユーロを含む通貨バスケットに連動させる通貨制度である。独自の通貨バス

ケットに連動させるケースと SDR に連動させるケース（ラトビアなど）がある。この通貨制度では、通貨バスケットにおけるユーロのウエイトが高いほどユーロとのリンクが強くなる。マルタのように通貨バスケットにおけるユーロのシェアが 70% にも達する場合には、ユーロにリンクした通貨制度と言えるが、SDR へ連動させる場合には、SDR に占めるドルのウエイトが最も高いだけに（ドル 42%、ユーロ 31%）<sup>9)</sup>、必ずしもユーロにリンクした通貨制度とは言えない。

表 5 はユーロにリンクした通貨制度と採用国をまとめたものである。なんらかの形でユーロにリンクした通貨制度を採っているのは、EU 加盟国で通貨統合に参加していない国（デンマーク）、新たに EU への加盟

を目指している国（バルト3国、中東欧・地中海諸国）、欧州の都市小国家（バチカン、モナコなど）、さらに歴史的にユーロ圏と経済的に繋がりの強い国（バルカン諸国やかつてのユーロ圏の植民地であったアフリカ諸国）などで、地域的には、欧州周辺地域とアフリカの一部に限られている。なお EU 加盟国で通貨統合に参加していない国の中でも、イギリスとスウェーデンは自由変動相場制を採っており、EU への新規加盟を目指す国の中でも、チェコ、ポーランド、トルコなどは自由変動相場制を採っている。表 5 から知られるように、ユーロにリンクした通貨制度を採用している国は地域的に限られており、ユーロの基軸通貨性は、この面からも未だ限定的であると言える。

表4 ドル、ユーロの国別取引高シェア

		(単位 %)				
		ドル(A)	ユーロ(B)	ドル/ユーロ(C)	A-C	B-C
西ヨーロッパ (除;ユーロ圏)	デンマーク	43.2	83.2	28.4	14.8	54.8
	ノルウェー	71.4	93.4	66.2	5.2	27.2
	スウェーデン	46.5	78.9	29.8	6.7	49.1
	スイス	70.2	49.0	25.9	44.3	23.1
	イギリス	83.9	48.8	33.5	50.4	15.3
中・東欧	チェコ	39.6	91.3	31.0	8.6	60.3
	ハンガリー	64.2	86.3	51.9	12.3	34.4
	ロシア	99.7	3.8	3.5	96.2	0.3
	スロバキア	82.0	80.6	63.0	19.0	17.6
	スロベニア	2.4	97.6	0.0	2.4	97.6
	トルコ	91.7	70.7	62.5	29.2	8.2
アフリカ	南アフリカ	88.1	25.0	14.3	73.8	10.7
南アメリカ	ブラジル	95.6	5.8	1.7	93.9	4.1
	チリ	99.8	2.1	1.9	97.9	0.2
中東	バーレーン	86.5	35.2	22.3	64.2	12.9
	サウジアラビア	91.7	39.1	33.6	58.1	5.5
アジア・オセアニア	香港	90.9	34.0	27.8	63.1	6.2
	日本	89.3	22.9	14.0	75.3	8.9
	シンガポール	91.7	32.6	26.4	65.3	6.2
	タイ	98.2	5.5	4.6	93.6	0.9
	インド	97.8	15.5	13.8	84.0	1.7
	オーストラリア	94.2	18.9	14.9	79.3	4.0

- (注) 1. 計数は2001年4月中の取引高シェア  
 2. 相手通貨も同時に計上されるためシェアの総合計は200%になる  
 (出所) ECB “Review of the international role of the euro” より作成

表5 ユーロにリンクした通貨制度と採用国

通貨制度	国名
ユーロの国内通貨化	Kosovo, Montenegro, Vatican, Monaco, San Marino, Andorra
ユーロベースのカレンシーボード	Bulgaria, Estonia, Lithuania, Bosnia Herzegovina
ERM II	Denmark, Cyprus, Hungary
ユーロへの固定相場制	西アフリカ経済通貨同盟 8カ国, 中央アフリカ経済通貨同盟 6カ国, 旧フランス植民地国 3カ国, Cape Verde, Comoros
ユーロを基準通貨とする管理変動相場制	Romania, Slovakia, Slovenia, Croatia, Macedonia, FR Yugoslavia, Tunisia
ユーロを含む通貨バスケットへの連動制	Malta (ユーロシェア 70%), Latvia (SDR), Israel (21.8%), Botswana, Kuwait, Morocco, Jordan, Saudi Arabia, Qatar, UAE

(注) 西アフリカ経済通貨同盟 8カ国 Benin, Burkina Faso, Cote d'Ivoire, Senegal, Guinea-Bissau, Togo, Niger, Mali

中央アフリカ経済通貨同盟 6カ国 Cameroon, CAR, Chad, Congo, Guinea, Gabon,  
旧フランス植民地国 3カ国 French Polynesia, New Caledonia, Wallis and Futuna

(出所) ECB “Review of the international role of the euro” より作成

## 6. ユーロの国際的シェア

最後に、国際金融取引の主要な項目におけるユーロのシェアを見てみよう。表6に見るように、ユーロのシェアは項目によりかなりバラツキがあるが、注目されるのは、国際債残高におけるシェアの高さである。ユーロのシェア 30.4% はドルの 43.7% とほぼ拮抗しており、国際資本通貨としてユーロは、すでにドルと並ぶ地位を獲得している状況にある。他方、世界の各国が保有する外貨準備高では、ユーロのシェアは 13% とドルの 68% を大幅に下回っているが、これは独マルクや仏フランなどの旧欧州通貨が、通貨統合によりユーロ圏では外貨準備通貨でなくなったことが一因になっている

と思われる。しかし外貨準備高に占めるユーロのシェアは、将来的には高まって行くであろう。すでに中国に見られるように、ドル下落の危険性に備えて外貨準備の通貨構成を見直し、ドルへの過度の依存を是正する動きが、今後世界各国に広まることが予想されるからである。

円はドルは勿論のことユーロのシェアも大きく下回り、残念ながら今や円は、ドル、ユーロと並ぶ国際通貨とは言えない存在になっている。表6が示していることは、円は3極通貨体制から脱落し、世界はドルとユーロの2極通貨体制の時代に入っているという現実であろう。

表 6 3 通貨の国際的シェア

	ユーロ	ドル	ユーロ・ドル (小計)	円	その他 通貨
(1) 国際債残高 (2003.6 末)	30.4	43.7	(74.1)	10.5	15.4
(2) 外国為替取引高 (2001.4 月中)	21.5	42.2	(63.7)	13.0	23.3
(3) 外貨準備高 (2001.12 末)	13.0	68.3	(81.3)	4.9	13.8
(4) 国際的銀行負債残高 (2002.12 末)	24.6	53.2	(77.8)	6.2	16.0

(単位%)

- (注) 1. 国際債残高には債券の外、ノートおよび市場性金融商品を含む  
 2. 外国為替取引高はスポット、スワップの合算。取引相手通貨も同時に計上されるため合計シェアは200%となるが、表の計数は100%ベースに換算  
 3. 外貨準備高は世界各国の外貨準備高の通貨別シェアである  
 4. 銀行負債残高には金融機関のクロスボーダーの負債の外、自国における外貨負債も含む
- (出所) ECB “Review of the international role of the euro”  
 ECB Monthly Bulletin (2003.11)

## 7. むすび

1999年の通貨統合開始から5年が経過した現在、単一通貨ユーロはどのような通貨に成長したのか、当初期待されたようにドルと並ぶ世界の基軸通貨と呼べる存在になったのか、これが本論文で論じたいテーマであった。このテーマに対する結論は、確かにユーロは基軸通貨としての機能を果たしているが、その地域は限られており、ドルと比べ基軸通貨としての機能は未だ限定的である、ということであろう。

本文でも述べたように、基軸通貨に求められる3つの要件、つまり通貨に対する信認、使用上の利便性、通貨流通量の大きさから見て、ユーロは基軸通貨としての資格を十分に備えた通貨である。しかし、基軸通貨の特性である民間部門における媒介通貨としての機能と公的部門における基準通貨としての機能から見た場合、ユーロがこうした機能を果たしている地域は、現状、EU加盟が予定されている中・東欧諸国、それにバルカン諸国や欧州小都市国家、さらにはアフリカの旧植民地諸国など欧州近辺地域とアフリカの一部に限定されている。

これに対し、ドルが基軸通貨としての機能を果たしている国は、中南米を初め、アジア、中東、ロシア、オセアニアなど世界の広い地域にまたがっており、ユーロと対照的である。同じ基軸通貨と言っても、ドルとユーロには基軸通貨としての厚みに大きな格差の存在しているのが現状である。

しかし見逃されてならないのは、ユーロが誕生して以降のこの5年間に、ドルとユーロの2極通貨体制が着実に進行してきた事実である。表6が示しているように、あらゆる項目で円のシェアはドルおよびユーロを大きく下回り、円はもはやドルやユーロと並ぶ国際通貨とは言えない存在になっている。国際通貨体制は、今やドルとユーロの2極通貨体制の時代に入っていると言える。

ユーロは、第1次大戦以降、世界の基軸通貨の地位を独占してきたドルが当面した初めての本格的なライバル通貨と言える。本文で分析したように、ユーロの基軸通貨としての機能は未だ限定的で、現状ではドルと比べ大きな格差が存在する。しかし将来的にはどのように展望されるであろう

か。ユーロが基軸通貨としての資格を十分に備えた通貨であるだけに、ドルへの信頼が低下した場合にドルからユーロへのシフトが生じ、ユーロの基軸通貨としてのプレゼンスが高まる可能性は十分に考えられるであろう。基軸通貨の座をめぐるドルとユーロの覇権争いが、今後一段と激しさを増すことが予想される。

## 注

1) 通貨統合は以下の3段階を経て完成した。

- (1) Phase 1 (1998.1.1 ~ 1998.12.31)
  - ・ 第1陣の通貨統合参加国を決定
  - ・ 欧州中央銀行 (ECB) の設立
- (2) Phase 2 (1999.1.1 ~ 2001.12.31)
  - ・ 単一通貨ユーロの創設 (ECUがユーロへ移行)
  - ・ 非現金取引でユーロ取引開始
  - ・ ECBの単一金融政策の実施
- (3) Phase 3 (2002.1.1 ~ 2002.2.28)
  - ・ 2002.1.1よりユーロの一般流通開始 (各国通貨と並行流通)
  - ・ 2002.3.1よりユーロの専一流通開始
  - ・ 2002.3.1以降、ユーロが唯一の法定通貨になり通貨統合が完成

2) 欧州委員会は EMU (経済通貨同盟) の目的として以下の各点をあげている (拙著「EU 通貨統合」P146 ~ 148)。これを見ても通貨統合は基本的に内向き思考に基づいたプロジェクトであることが分かる。

- (1) 効率の向上  
単一通貨の導入により域内での為替手数料の削減、為替リスクの消滅、為替事務コストの減少などを実現する。
- (2) 経済成長、雇用拡大  
単一通貨と共通政策の導入により投資家の不透明感を減少させ、域内における投資を活発化させ雇用機会の増大を図る。
- (3) 物価の安定、金利の低下  
EMUの第1の目的は物価の安定であり、単一金融政策の導入により域内の物価の安定を実現する。さらにインフレ率の低下や為替リスクの消滅により域内における金利低下が期待できる。
- (4) 国際収支問題の解消  
EMU 域内取引はすべて単一通貨で行われること、また域外地域に対する外貨準備は

EMU 全体で管理されることにより、個々の加盟国は外貨準備を持つ必要がなくなり、加盟国の国際収支問題は解消される。

(5) 国際取引上の有利性

ユーロが国際取引に使用される機会が増加すれば、域内の企業はユーロ建てで取引ができるので為替リスクがなくなり有利である。また通貨発行特権 (シニョーレージ) を享受できる。

(6) 国際的交渉の有利性

EMU として一体になることにより、国際的な交渉の場で有利な立場を占めることができる。

3) 島崎久彌著「通貨危機と円の国際化」(P143 ~ 153)

4) 資本取引の自由化は、EU のコア諸国 (独、仏、伊、ベネルックス 3 国) では 1990 年 7 月までに完了、その他の加盟国でも 1994 年迄にすべて完了した。マーストリヒト条約は、1994 年以降、加盟国間ならびに加盟国と第 3 国間すべての資本移動の規制を禁止している。

5) TARGET (Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer; 欧州即時グロス決済システム)

ユーロのクロスボーダー取引の国際的決済システム。通貨統合がスタートした 1999 年 1 月から稼働。イギリスなどの通貨統合未参加国も一定の接続装置を通して利用できる。

6) ブッシュ米大統領は 2004 年 2 月に発表した予算教書で、2004 年会計年度のアメリカ財政赤字が 5,210 億ドルに達する見通しを明らかにした。これは国内総生産 (GDP) の 4.5% に相当する。イラク戦争に伴う支出の増加などで財政赤字は今後さらに膨らみ、GDP 対比 5% を超えると見られている。

7) 通貨統合への参加についてデンマークでは、2000 年 9 月の国民投票で否決された (賛成 47%、反対 53%)。スウェーデンでも 2003 年 9 月の国民投票で同様に否決された (賛成 42%、反対 56%)。いずれも共通する理由は、通貨統合への参加によりドイツ、フランスなどの EU 大国に支配されてしまうことへの懸念、福祉水準が切り下げられることへの警戒感であった。

イギリスは通貨統合への参加について、次の経済 5 条件が整ったと判断された段階で、参加の是非を国民投票で決定するとしている。①景気循環や経済構造がユーロ圏と収れんしていること、②問題が生じた時に柔軟な対応がとれる

ること、③企業のイギリスへの投資決定に好影響を与えること、④シティなどの金融サービス業に好影響を与えること、⑤安定的でより高い成長と雇用の拡大に役立つこと。ブレア政権は、2003年6月、5条件がまだ整っていないとして、年内に予定していた国民投票を当面先送りすると発表した。

- 8) 通貨統合の構造的問題については、拙稿「ユーロの展望」(名古屋商科大学論集、第47巻、第1号、2002.7)を参照。
- 9) 通貨統合前のSDRの構成は、ドル42%、独マルク19%、円15%、仏フラン12%、英ポンド12%であった。通貨統合で独マルクと仏フランがユーロに統合された結果、SDRの構成は、ドル42%、ユーロ31%、円15%、英ポンド12%となった。

#### 参考文献

- 河合正弘「国際金融論」東京大学出版会(1994)
- 桜井錠治郎「EU通貨統合-歩みと展望(最新版)」社会評論社(1998)
- 島崎久彌「通貨危機と円の国際化」多賀出版(1999)
- 田中素香、長部重康、久保広正、岩田健治「現代ヨーロッパ経済」有斐閣(2001)
- 益田安良「三極通貨体制の要としてのユーロの可能性」日本金融学会(2001)
- 田中素香「ユーロ-その衝撃と行方」岩波書店(2002)
- 奥田宏司「ドル体制とユーロ・円」日本経済評論社(2002)
- 桜井錠治郎「ユーロの展望」名古屋商科大学論集第47巻第1号(2002)
- 田中素香、藤田誠一「ユーロと国際通貨システム」蒼天社出版(2003)
- 嘉治佐保子「国際通貨体制の経済学」日本経済新聞社(2004)
- C. Detken, P. Hartmann, "The euro and international capital markets", (2000)
- J. Santillan, M. Bayle, "The impact of the euro on money and bond markets", (2000)
- ECB Publications, "The euro bond markets", (2001)
- ECB Publication "Review of the international role of the euro", (2002)
- ECB Monthly Bulletin, "The international role of the euro: main developments since the inception of Stage Three of Economic Monetary Union", (2003)