

# ユーロの上昇基調と今後の展望

～ 第2の国際通貨としてユーロの地位は高まる方向～

## <要旨>

近年、ユーロ相場は堅調に推移し、2006年になって対ドル、対円での上昇傾向が強まった。ユーロ相場の堅調の背景には、米国の景気減速が強まる一方、ユーロ圏で景気拡大が加速したこと、ユーロ圏の政策金利の上昇傾向（それに伴う米国とユーロ圏の金利差縮小）、通貨当局による外貨準備のドルからユーロへの分散化の動きなどがある。

ユーロ相場の強さを中長期的に展望するために、ユーロの国際的地位を国際通貨の3つの基本的機能（「交換手段」、「計算単位」、「価値保蔵手段」）から考えてみた。現状、3つの基本的機能でユーロは総じて米ドルに対して劣位にあることは否めない。しかし最近になって、国際債券市場においてユーロ建て債券の発行規模が米ドル建て債券を上回ったことや、原油輸出の受取代金をドル建てからユーロ建てに変更しようとするイラン等の産油国の動きなど、ユーロが担う「交換手段」や「計算単位」としての機能が高まる兆しがみられる。さらに、近年では米国の経常収支赤字を背景とした将来的なドル急落リスクの高まりを受けて、大幅な貯蓄超過となった開発途上国の通貨当局を中心に、ユーロへの分散投資のニーズが強まるなど、ユーロの「価値保蔵手段」としての役割も大きくなっている。このように、国際通貨の3つの機能から判断すると、第2の国際通貨としてのユーロの地位は高まる方向にある。

最近のユーロ圏の景気や近年の国際資本市場の動向からすると、当面、ユーロが大きく下落に転じる可能性は小さいと言えよう。しかし、ユーロが今後も一段と上昇し、国際通貨としての地位をさらに向上させるためには以下のような課題を乗り越えていくことが重要であろう。すなわち、ユーロ圏の経済成長の持続と加盟国の増加、インフレ圧力を抑制するための適切な金融政策運営、財政健全化等の構造改革の進展、国際資本市場におけるユーロの流動性の一段の拡大などである。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問い合わせ先】調査部 海外経済班

西垣秀樹（E-Mail：hideki.nishigaki@murc.jp）

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

## はじめに

近年、ユーロ相場が堅調に推移している。99年にユーロが導入された当時、11カ国だったユーロ圏（ユーロ参加国）は、2001年のギリシアの参加を経て2007年よりスロベニアが新しく加盟するなど、経済規模も拡大している（EU（欧州連合）も2007年よりルーマニアとブルガリアの加盟により27カ国体制に移行）。本稿では、ユーロ相場の最近の動向を見ながら、ユーロの国際的地位について国際通貨の3つの基本的機能から考えてみた。

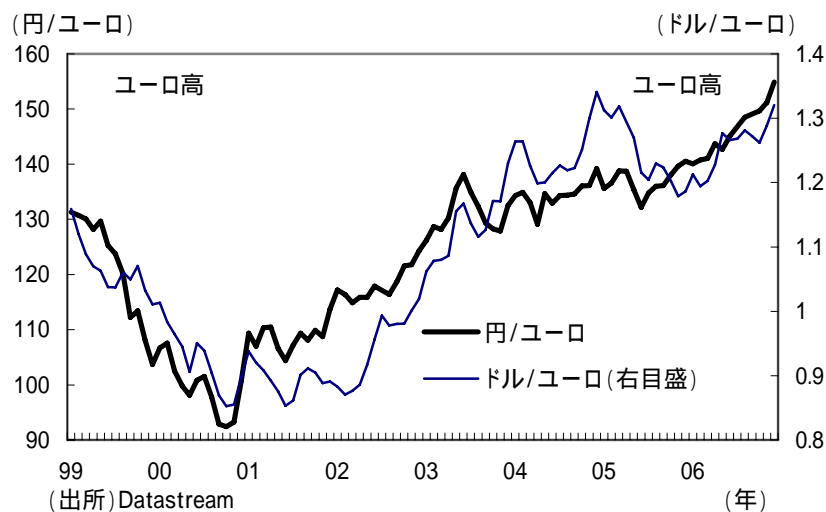
### 1. 足元で堅調に推移するユーロ相場

まず、近年のユーロ相場の推移をユーロが導入された1999年に遡って確認しておきたい。

図表1から明らかなように、ユーロ相場は、導入当初99年から2001年頃までの2年余りは、対ドルでも対円でも下落が進行した。

この背景としては、ユーロの導入当初はユーロ圏の実質GDP成長率が米国に比べて低かったことや、欧州における構造改革の遅れ、90年代後半にユーロ圏から米国に向けての直接投資（M&Aなどを目的とした欧州企業による米国企業株式の買い取りなど）や株式など証券投資が増加したことがあげられる。

図表1 ユーロ相場の推移



しかし、2000年9月に他のG7諸国とともにECBがユーロ買いの協調介入を実施したことや、翌年に米国が景気後退に陥ったことなどを背景に、2001年頃にユーロ相場は下げ止まった。その後、2002年以降は、ユーロ相場は対ドル、対円で徐々に持ち直し、特に2006年になって対ドル、対円での上昇傾向が強まった。

以下では、2002年以降のユーロ相場の堅調の背景をみておきたい。

## 2. ユーロ相場の堅調の背景

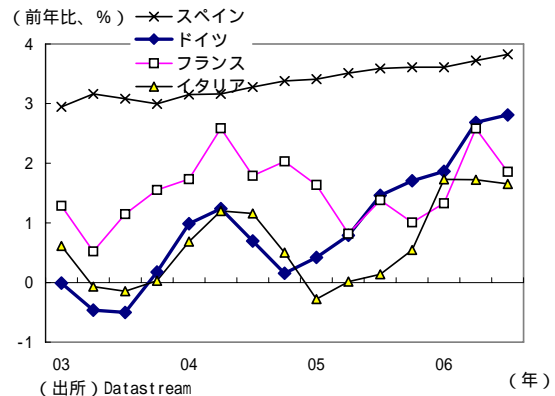
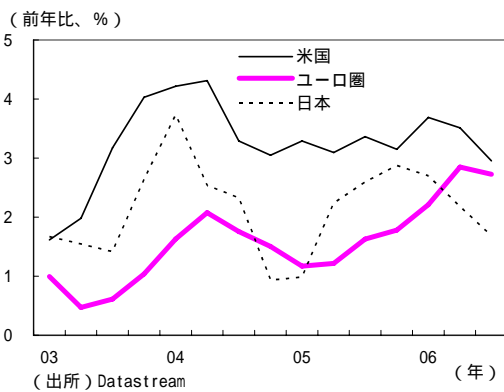
### (1) ユーロ圏の景気拡大

第1に、景気の面からみると、2006年は米国の景気減速が強まる一方で、ユーロ圏の景気拡大ペースが加速したことがある。

図表2は米国・ユーロ圏・日本の実質GDP成長率の推移をみたものであるが、2003年以降、成長率は米国、日本、ユーロ圏の順で高かったが、四半期ベースでみると、2006年になって、ユーロ圏の実質GDP成長率(前年比)は日本を上回り、2006年7-9月期には2.7%と、米国に接近した(前期比ベースでは0.5%と米国を上回った)。

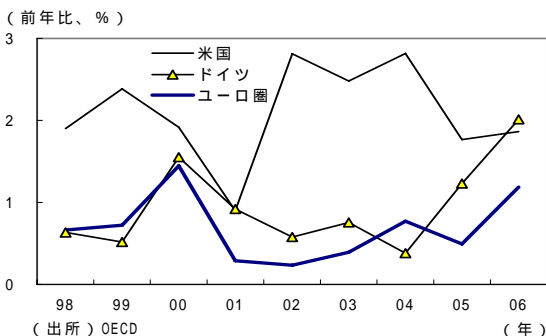
ちなみに、ユーロ圏の成長率を国別にみると、2005年半ばから2006年後半にかけてドイツやイタリア、スペイン、フランスなどユーロ圏の「大国」の成長率がいずれも高まり、6年ぶりの高水準となった見込みである。こうした中、2007年1月半ばにはドイツ株価(DAX)が2001年2月以来の高値を記録した。

図表2 米・欧・日本の実質GDP成長率 図表3 ユーロ圏内の実質GDP成長率

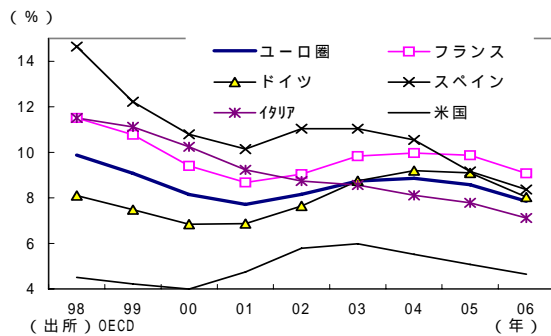


ユーロ圏で成長率が加速した背景には、ユーロ圏における構造改革の進展を背景に労働生産性や雇用環境が改善してきたことがあげられる。特に2006年のドイツの労働生産性は米国以上に伸びたとみられるほか、ユーロ圏全体でみた失業率も直近2006年11月で7.6%と統計開始(93年)以来の最低水準を記録した(図表4、5)。

図表4 労働生産性の伸び



図表5 失業率



## (2) ユーロ圏の金利上昇

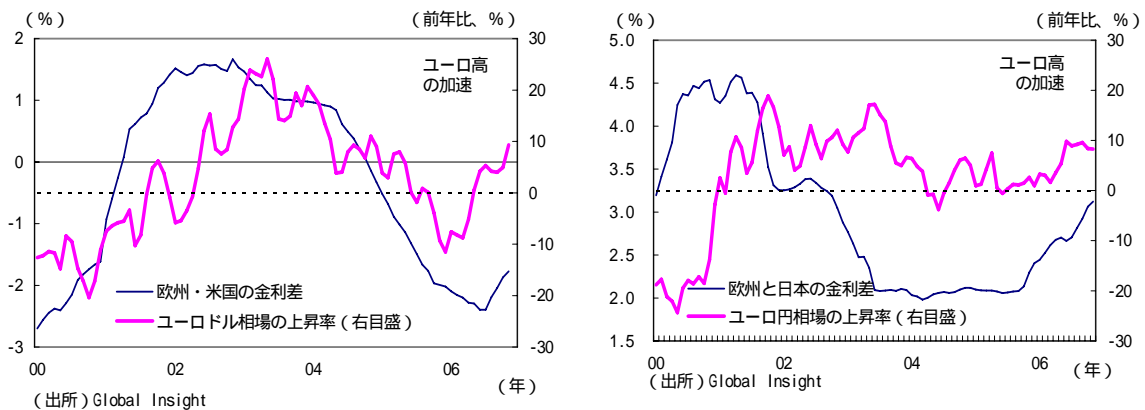
第2に、2002年以降のユーロ相場の上昇の背景には、ユーロ圏の景気拡大とともに短期金利が上昇し、米国とユーロ圏の金利差が縮小してきたことがある。

図表6はユーロ圏と米国の短期金利差（ユーロ圏から米国を差し引いたもの、3ヵ月物ベース）とユーロドル相場の上昇率（前年比）の推移をプロットしたものである。これを見ると、ユーロの対ドル相場の上昇率は概ね金利差の動きに沿って推移してきたことがわかる。

米国とユーロ圏の金利差をみると、米国の政策金利（FF金利）が2004年半ばから2006年半ばまで連続的に引き上げられる中で、米国の短期金利の水準が相対的に高まった。しかし、2006年後半以降は、米国の政策金利の据え置きが続く一方、ユーロ圏では利上げが継続したことから、米国金利は相対的に低下し、ユーロの対ドル相場の上昇率が加速してきたことが確認される。

一方、図表7は、ユーロ圏と日本の金利差とユーロ円相場の上昇率の推移をみたものである。ユーロ圏と日本の金利差も2003年から2005年までは横ばいが続いたが、2006年からは金利差が拡大傾向で推移した。こうした中で、ユーロ円相場は上昇基調で推移することになったことがうかがえる。

図表6 ユーロ圏・米国の金利差とユーロドル 図表7 ユーロ圏・日本の金利差とユーロ円

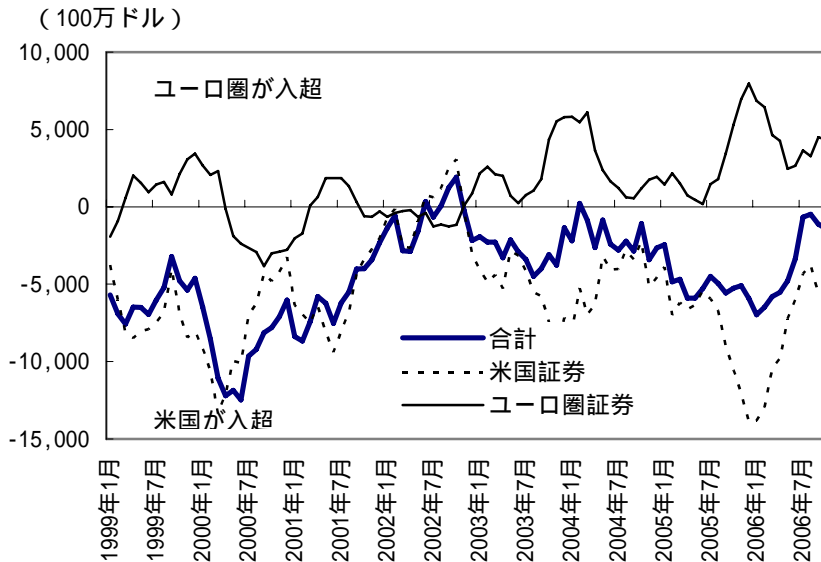


2007年の政策金利の現時点での見通しについては、景気やインフレ率等の動向からみて、ユーロ圏で利上げが継続する可能性が相対的に高いと予想される。ECBは2007年1月の理事会で政策金利の据え置き（年3.5%）を決定した。今後の金融政策については、ドイツの増税（2007年より付加価値税率の3%引き上げ）等による景気の一時的な下押し要因があるものの、ECBが重視するマネーサプライの足元の伸びが高く、インフレ圧力が根強いことを踏まえると、3月に0.25%の追加利上げの可能性が高い。

米国とユーロ圏の間の金利差の変化は米国とユーロ圏の資本移動にも影響を与えている。図表8によれば、米国の利上げ休止の観測が出てきた2006年の前半頃から、ユーロ圏

資本（投資家）による金利差を狙った米国証券購入が弱含み、足元では移動平均ベースで見れば、ユーロ圏資本による米国証券の買い越し額と、米国資本によるユーロ圏証券の買い越し額の規模は接近している。

図表 8 米国とユーロ圏の間の証券投資



(注) 6ヵ月移動平均  
(出所) 米財務省

### (3) 外貨準備の分散化

第3に、近年、ユーロ相場が堅調に推移した背景には、海外通貨当局（中央銀行など）が外貨準備に占めるドルの比率を低下させ、ユーロ比率を上昇させてきたこと（いわゆるポートフォリオの分散化）がある。

こうした動きは、米国の経常収支赤字が拡大する中で将来のドル安リスクが強まってきたことを反映したものである。米国の経常収支赤字は2006年7-9月期で年率9,022億ドル（GDP比6.8%）と過去最高水準となっている。

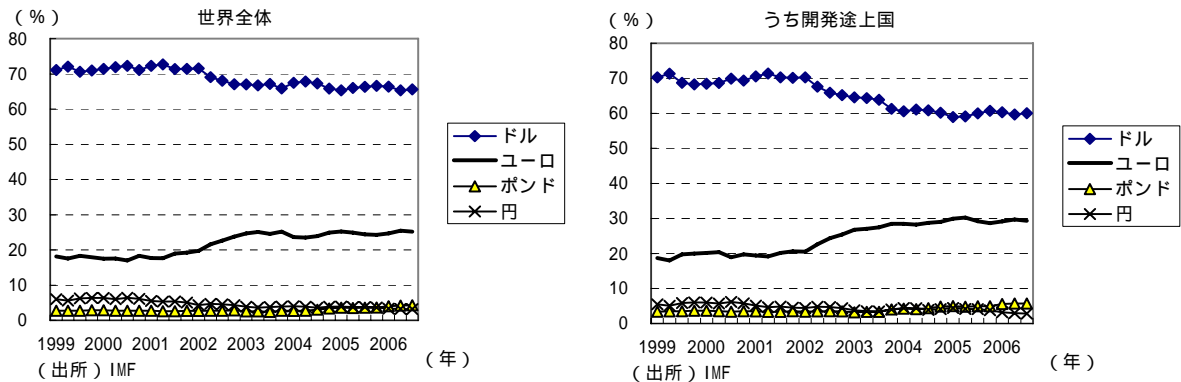
図表9はIMF（国際通貨基金）加盟国が保有する外貨準備の通貨別比率（IMFのCOFERデータ）をみたものである。ユーロ導入当初の99年3月末と直近2006年9月末を比較してみると、ドルの比率が71.1%から65.6%に低下したのに対して、ユーロの比率は18.1%から25.2%に上昇した（図表9）。

特に、近年大幅な貯蓄超過となった開発途上国の公的部門（通貨当局）の外貨準備についてみると、ドルの比率が70.3%から60.1%に低下する一方、ユーロの比率は18.7%から29.4%に大きく上昇した。このように、ユーロの比率は、開発途上国の方が先進国に比べて高い状況にある。

なお、図表9の統計を金額で見ると、過去1年間の外貨準備の増加額（2006年9月と2005年9月の差）はドル建て資産が2,523億ドルに対し、ユーロ建て資産は1,253億ドル

と、ドルの増加額の半分程度である<sup>1</sup>。ドル、ユーロともに外貨準備の増加の8割以上が開発途上国である。

図表9 世界の通貨当局が保有する外貨準備の通貨別構成比



こうして、最近では、米国の経常収支赤字の拡大を背景とした先行きのドル急落リスクの高まりなどから、中国やロシア、中東諸国などの通貨当局がドル建て資産をユーロ建て資産にシフトさせる動きが報じられている。

### 中国の外貨準備の動向

中国の外貨準備は近年急速に増加し、2006年2月に日本を抜いて世界1位の規模となった後、2006年末時点で1兆663億ドルを記録した。

このように外貨準備が急増するなか、中国では将来的なドル急落リスクへの備えや収益性の改善などの観点から、外貨準備の構成の多様化が検討されている。外貨準備の構成の詳細は明らかになっていないが、外貨準備の3分の2は、主として米国債などドル資産が占めるといわれる。今後は、米国政府機関債や社債、株式に加えてユーロ債等への分散投資が増加する可能性がある。

### ロシアの外貨準備の動向

ロシアでも、外貨準備のドル比率を引き下げ、ユーロ比率を上昇させる動きが出ている。

ロシアでは原油高による石油輸出収入の拡大を背景に、経常収支黒字が近年大幅に増加したが、これに伴って外貨準備高は2002年の446億ドルから増勢を続け、2007年1月初めには3,000億ドルを超える水準まで拡大した(現状水準は日本に次いで世界第3位)。

報道によれば、ロシアは2004年から足元までに外貨準備に占めるドル比率を70%から45%まで低下させた一方、ユーロ比率を25-30%から40%程度に高めたとみられる<sup>2</sup>。も

<sup>1</sup> この統計では、160カ国の開発途上国のうち90カ国分しか含まれないなど、カバレッジが小さい点が指摘されている。

<sup>2</sup> ロイターのロシア中銀カムプロフ市場オペ局・副局長へのインタビュー(2006年11月27日)などを参照。



とも、ロシア中央銀行のセルゲイ・カンプロフ氏のロイター通信に対する発言内容(2006年11月27日)によれば、ロシアは金・外貨準備をこれ以上ドル建てからユーロ建て資産に移し替える計画はないとのことである。

しかし、原油価格の上昇などによって外貨準備の規模が一段と拡大すれば、ユーロに対する分散投資のニーズは強まるとみられる。

なお、近年のロシアの為替制度をみると、2005年2月にルーブルのドル連動性が廃止され、ドルとユーロで構成する通貨バスケット制に移行した。ドル連動性が廃止された背景には、ドル安・ユーロ高がさらに進行していけば、ユーロに対してルーブルが下落することで、ユーロ圏からロシアへの輸入品の価格が上昇するなど、ロシアのインフレ圧力が高まることがあげられる。このため、ロシアの通貨当局は、インフレ圧力を抑えるために最近ではドル買い介入を抑制して、ルーブルの上昇を容認している。

### 中東諸国の外貨準備の動向

近年の原油価格の高騰を背景に輸出を拡大させてきた中東諸国にも外貨準備の分散化を志向する動きがある。

まず、アラブ首長国連邦(UAE)の外貨準備(約250億ドル)の内訳をみると、98%がドル資産で運用されており、ユーロの割合はわずかである。しかし、今後(6か月から9か月で)、外貨準備の8%(金額では20億ドル相当)をユーロにシフトさせ<sup>3</sup>、長期的にはドル比率を50%まで低下させ、ユーロ比率を上昇させていく見通しである。

また、中東諸国では2003年以来、ドルペッグ制を採用してきたGCC(湾岸協力会議、オマーン、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、クウェート、カタール、バーレーンの6産油国)の動向も注目されている。GCC6カ国は2006年の経常収支黒字が2,200億ドルに達する見込みであるが、GCCでは2010年に通貨統合(域内単一通貨の発行)が計画されている。2010年から2015年にかけて段階的にドルペッグ制から完全変動相場制への移行が検討されている<sup>4</sup>。

外貨準備の分散化の動きは、米国と政治的に対立するイランでもみられる。もっとも、イランの外貨準備は450億ドルのうち約70%は既に米ドル以外の資産で運用しているとみられている<sup>5</sup>。また、外国為替市場におけるユーロドルの1日あたり取引金額が5,010億ドルであることを考えると、産油国における外貨準備の分散化の直接的効果はそれほど大きな影響はないものとみられる。

---

<sup>3</sup> WSJ 2006年12月29日

<sup>4</sup> ただし、バスケット制の採用は直ちに外貨準備の入れ替え(ドル建て資産の売却)を意味しない。外貨準備の構成の決定は流動性の確保と資産運用の観点から決まるものと考えられる。

<sup>5</sup> WSJ 2006年12月18日

### 3. 国際通貨としてのユーロの地位（米ドルとの比較を中心に）

ユーロは現在、米ドルと並んで国際金融市場の様々な取引に用いられる主要な通貨となっている。以下では、ユーロ相場の強さを中長期的に展望するために、第2の国際通貨<sup>6</sup>としての地位を検討しておきたい。

一般に、国際通貨は以下の3つの基本的な機能を果たすと考えられている。

第1は、「交換手段(medium of exchange)」である。交換手段（支払い手段ともいわれる）とは、民間部門（経済主体）にとっては、財やサービスの取引や契約上の債権・債務を清算するための決済通貨として利用される機能のことである。公的部門にとっては為替介入手段としての機能である。

第2は、「計算単位(unit of account)」である。計算単位とは、民間部門にとっては国際取引の単位としての機能（表示通貨・契約通貨）であり、公的部門にとっては固定相場や中心値を設定する際の基準となる通貨（公的基準通貨）である。

第3は、「価値保蔵手段(store of value)」である。価値保蔵手段とは、民間部門にとっては、対外資産を保有する手段としての機能であり、公的部門にとっては経常収支不均衡や国際金融システムの不安に対処するための準備手段としての機能に相当する。

こうした3つの基本的な機能を十分に果たす通貨は中長期的にみて強い通貨と考えられる。以下では、国際通貨としてのユーロの地位について考えてみる。

#### （1）交換手段～債券の発行規模でユーロは米ドルを上回る

第1に、交換手段としての機能を比較してみたい。交換手段を測る方法は多数考えられるが、ここではその代表的なケースとして外国為替市場の取引や債券発行市場の流動性に着目することにしたい。

#### 外国為替取引～米ドルが優位

現状把握できる統計からみる限り、外国為替市場における取引は米ドルを介したものが圧倒的に多い。BIS統計によれば、2004年時点では1日あたりの取引量でみて米ドルが全取引の89%（米ドル-ユーロは全取引の28%、米ドル-円は17%、米ドル-ポンドは14%、米ドル-その他は30%を占める）に関連している一方、ユーロの取引は37%にとどまり、ユーロと第3通貨との取引は9%にすぎない（図表11）。米ドルの取引シェアは95年の82%

---

<sup>6</sup> 国際通貨とは、一般には国際経済取引や為替取引の目的で使用・保有される流動性通貨のことを指す。ある通貨が国際通貨であるためには、交換性の維持、すなわち居住者・非居住者を問わず、その通貨を用いて通貨発行国から財・サービス・資産を購入する際に為替管理上の制限を受けないことと、価値（対外的・対内的な購買力）の安定性、使用・保有上の利便性、国際的な受領性（国際通貨として通用するという信頼感）という条件を満たす必要があるといわれている。



からむしろ上昇している。

このように、外国為替市場の取引量からみると、ユーロの地位が米ドルに対して劣位にあることは否めない。

図表 10 外国為替市場の取引量（1日の平均取引量）の推移

(単位:10億ドル、%)

	1995年		1998年		2001年		2004年	
	Amount	% share	Amount	% share	Amount	% share	Amount	% share
米ドル/ユーロ	.	.	.	.	354	30	501	28
米ドル/マルク	254	22	291	20	.	.	.	.
米ドル/フランスフラン	51	4	58	4	.	.	.	.
米ドル/ECU	18	2	17	1	.	.	.	.
米ドル/その他EMS	104	9	176	12	.	.	.	.
米ドル/円	242	21	257	18	231	20	296	17
米ドル/ポンド	78	7	118	8	125	11	245	14
米ドル/スイスフラン	61	5	79	5	57	5	78	4
米ドル/カナダドル	38	3	50	3	50	4	71	4
米ドル/豪ドル	29	3	42	3	47	4	90	5
米ドル/その他	72	6	172	12	195	17	292	16
ユーロ/円	.	.	.	.	30	3	51	3
ユーロ/ポンド	.	.	.	.	24	2	43	2
ユーロ/フランスフラン	.	.	.	.	12	1	26	1
ユーロ/その他	.	.	.	.	21	2	39	2
マルク/円	24	2	24	2	.	.	.	.
マルク/ポンド	21	2	31	2	.	.	.	.
マルク/スイスフラン	18	2	18	1	.	.	.	.
マルク/フランスフラン	34	3	10	1	.	.	.	.
マルク/ECU	6	1	3	0	.	.	.	.
マルク/その他EMS	38	3	35	2	.	.	.	.
マルク/その他	16	1	18	1	.	.	.	.
その他のペア	30	3	31	2	26	2	42	2
全体	1,137	100	1,430	100	1,173	100	1,773	100

(注) 4月時点の1日あたりの平均ベース  
(出所) BIS

### 債券発行市場～政府証券の発行規模でユーロが優位

次に、債券発行市場についてみることにする。

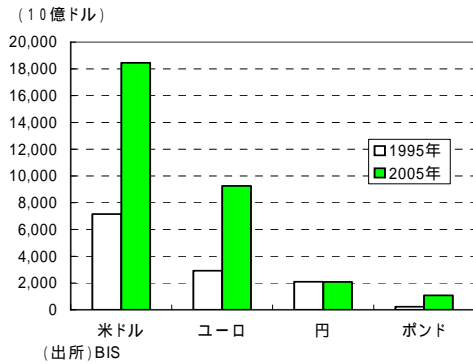
図表 11 は非政府証券(Non Government Debt Securities)の発行残高をみたものであるが、ユーロの発行残高は拡大しているものの、依然して米国を大きく下回っている。

一方、国内市場において中央政府が発行した政府証券(Government securities)の残高に注目してみると、ユーロ圏の中央政府が発行した証券の負債残高が 2005 年末に 4.7 兆ドルに拡大し、米ドルの 4.2 兆ドルを上回るなど、ユーロの発行規模は拡大している(図表 12)

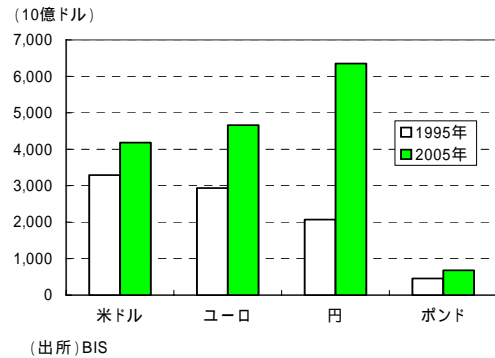
7。

<sup>7</sup> ただし、政府証券の発行残高でユーロは米ドルを上回ったが、米国債市場をみると Bill の市場規模が大きく、為替介入を実施する海外通貨当局にとって魅力が大きいことや、信用格付が総じて高いこと、1日あたりの取引量では米国債が他の国債に比べて大きく米国市場に厚みがあるという特徴がある。このため、債券市場における交換手段としての機能を総合的にみた場合には依然として米ドルが優位であるとみられる。

図表 11 非政府証券の発行残高



図表 12 政府証券の発行残高



### 国際債券市場～ユーロ建てが米ドル建てを上回る

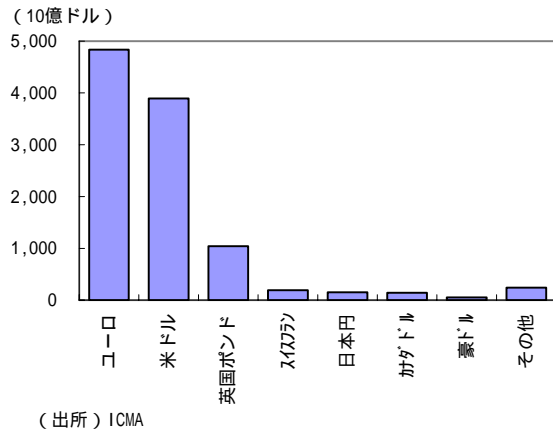
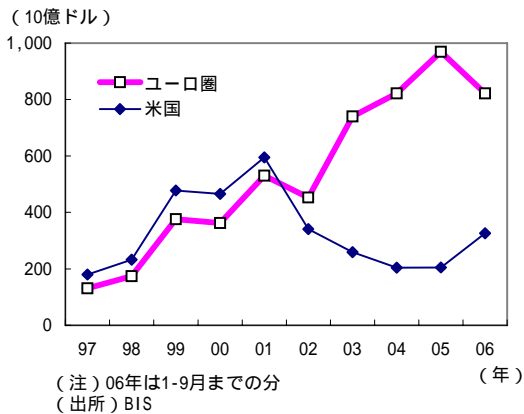
さらに国際債券(International Bonds and Notes)の動向をみる(図表 13)。

BIS 統計によれば、ユーロの導入以来、ユーロ建て債券の純発行額は増加傾向で推移し、2002 年には米ドル建て債券の純発行額を超えて、足元では 1999 年の 2 倍以上の規模に拡大している。また、ストックベースでも、ICMA(国際資本市場協会)統計によれば、2006 年末時点のユーロ建て債券の発行残高は 4 兆 8,360 億ドルと、米国の 3 兆 8,920 億ドルを上回った。この結果、国際債券市場におけるユーロ建てのシェアは 2006 年には 45% と米ドル建てのシェア(37%)を上回った。

図表 13 国際債券の発行規模

(純発行額ベース)

(発行残高ベース、2006 年末)



ユーロ建て債券が増加している背景としては、投資家(債券の需要サイド)からみると、ユーロ導入前には存在した厳しい投資規制が、通貨統合によって緩和されたことや、近年、貯蓄超過幅を拡大させているアジアや中東諸国を中心に、対外資産の分散化ニーズが高まっていることがあると考えられる。一方、発行体(債券の供給サイド)からみると、M&A 関連の資金を銀行借入に依存してきた欧州企業が、長期のユーロ建て債券の発行によって資金を調達し、短期の銀行借入を完済できるようになったこともあろう。

債券発行と通貨の関係については、投資家からみると、一般には（長期）金利の水準が高く、通貨価値が強いほどその国の債券投資の魅力が増すと考えられている。このため、今後、ユーロ圏の経済規模が拡大し、ユーロ相場の上昇基調が続くとすれば、ユーロ建て債券の発行量は一段と増加する可能性がある<sup>8</sup>。

## （２）計算単位～米ドルが優位だが変化の兆し

第２に、計算単位についてみる。図表 14 は、主な国における輸出・輸入取引の通貨建て比率（インボイス）を示したもの（判明分のみ）である。これによると、国際貿易取引においてユーロは米ドルとともに多く用いられているが、米ドルの優位性がうかがえる。

例えば、米国（2003年時点）では輸出の99%以上、米国輸入の92%がドル建てである。これに対して、ユーロ圏の多くの国では、ユーロ建ての比率が高いものの、輸出の3分の1及び輸入の約40%がドル建てである。

ユーロ圏以外についてもドル建て比率が大きい。例えば、韓国やタイ、マレーシアなどアジアではドル建て比率が圧倒的に大きい。また欧州地域については、英国（2002年）では輸出、輸入のいずれもドル建てがユーロ建てを上回っている。さらに、その他の非ユーロ圏をみると、ポーランド、チェコ、スロバキア、ハンガリーなどのように輸出・輸入ともにユーロ建て比率が高い国があるものの、キプロスやエストニアでは、輸出面でドル建ての方がユーロ建てよりも大きくなっている。

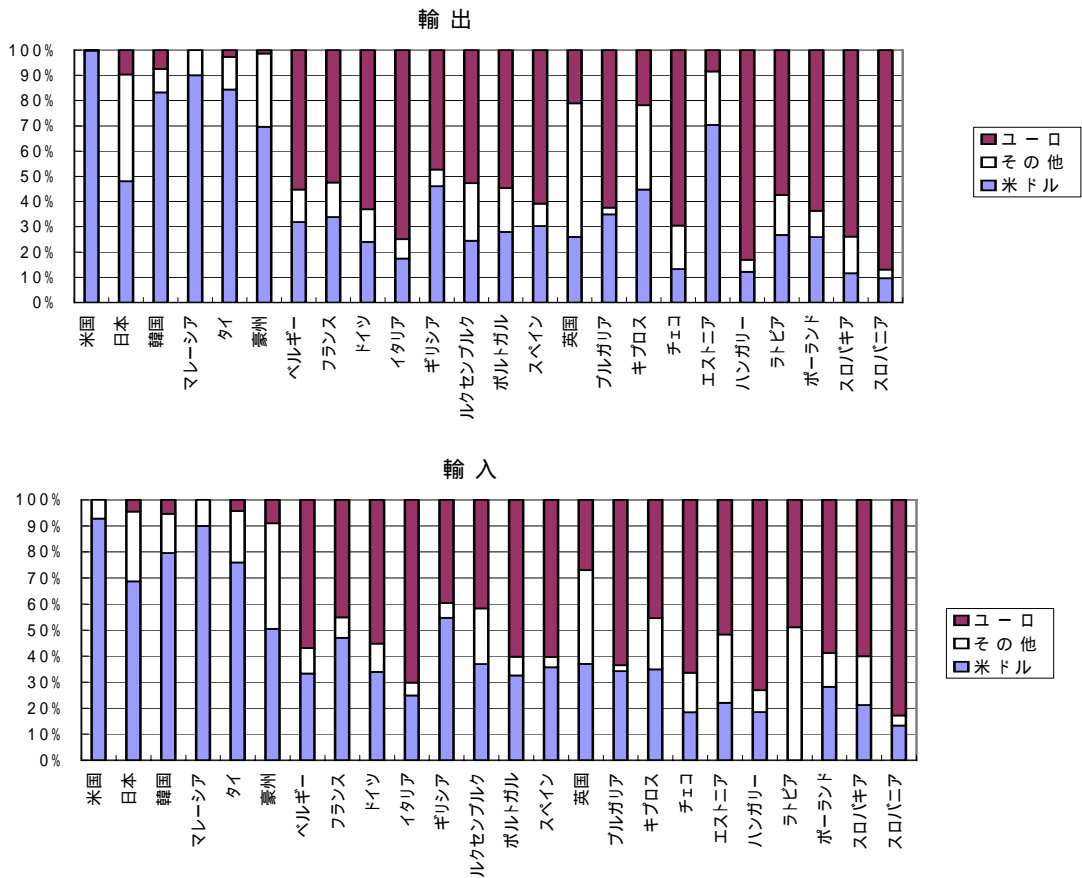
産油国のインボイスについては、図表 14 の資料からは判明しないが、国際通商契約の大部分がドル建てで行われており、国際商品の建値の多くもドル建てであることから判断すると、ドル建て比率が極めて高いと予想される。

ドルは原油や小麦、銅など、主な商品のインボイス通貨(invoice currency)となっている上に、ユーロ市場取引やデリバティブのベースもドルの金利や為替相場であることが多い。こうしたインボイスに使用される通貨を選択する上で重要な基準となるのは、流動性が高く取引コストが小さいことである。このように計算単位の点でユーロが米ドルに対して劣位にあることは否めない。

---

<sup>8</sup> なお、ユーロ圏の国際債券については、ユーロ圏居住者が発行し、ユーロ圏が投資している分（実質的には「国内債」とみなされるもの）も含まれるため、注意が必要である（Lim(2006)）が、ユーロ圏では経済統合で市場規模が拡大する中で流動性や効率性が改善してきているとみられる。

図表 14 輸出入取引の通貨建て比率（インボイス）



(注) 基準年は国によって異なる (2002年から2004年)  
 (出所) ニューヨーク連銀資料

もっとも、最近になって、産油国が原油代金の受け取りをドルからユーロに変えようとする動きもみられる。こうした原油輸出代金の受け取りをドル建てからユーロ建てにシフトさせる動き自体はイラクの旧フセイン政権でも話題になったが、最近ではイランが原油の輸出先(相手国)に対してユーロでの支払いを求めているといわれる(2006年12月)。イラン国営石油会社(NIOC)によれば、イランの原油輸出収入(日量238万バレル)の約57%は現在ユーロ建てとされる。

イランにみられる原油輸出代金のユーロ建て化を求める動きに対しては、ベネズエラが関心を抱いているとも報じられている<sup>9</sup>ほか、ロシアでもエネルギー輸出でドル建てからの転換が模索されているといわれている。

原油輸出国による輸出代金受取のユーロ化は、原油輸入国(相手国)の選好(ユーロをどの程度魅力ある通貨と捉えているか)にも依存するため、原油輸出国の意向だけで容易に実現するとは考えにくい。しかし、ユーロの交換手段としての機能が高まり、利便性が改善していけば、中長期的には、ユーロのユーザーが欧州の国にとどまらず、アジアなどの原油輸入国に広がっていく可能性も否定できないといえよう。

<sup>9</sup> 2006年12月21日ロイター

### (3) 価値保蔵手段～ユーロの地位は高まる方向

第3に、価値保蔵手段についてみる。保有している資産価値を保蔵するためにどの通貨を選択するかという問題は、その通貨を供給する国のマクロ経済政策の安定性にも左右される。マクロ経済政策が安定しているほど、将来の購買力を確保する上で信頼できる通貨となる。

ここでは公的準備通貨の側面に注目してみる。各国の通貨当局が保有する外貨準備（ポートフォリオ）に占める米ドルのシェアを長期的にみると、米ドルのシェアは70年代から90年代前半にかけて低下したが、その後90年代後半に上昇し、足元も6割を超える水準を維持している（図表15）。米ドルのシェアが90年代後半に高まったのは、基本的には米国のマクロ経済の強さを反映したものと捉えられる。このように、公的準備通貨の側面からみると、米ドルの優位性は否定できない。

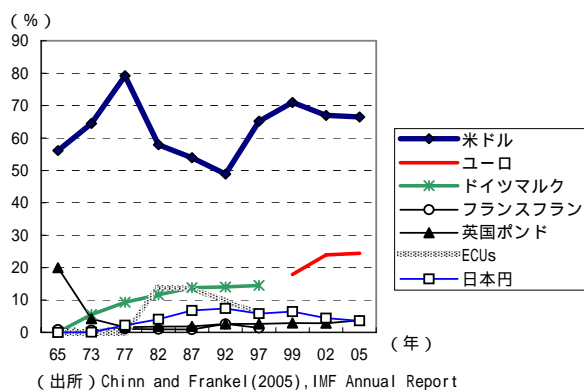
もっとも、ユーロが導入された時点と足元を比較すると、ユーロのシェアは高まっている。既にみたように、これはドルからユーロへの分散化を反映したものである。

中長期的な通貨価値を左右する経常収支の動向をみると、ユーロ圏ではほぼ収支が均衡している一方、米国では赤字が拡大する傾向にある（図表16）。足元では、こうした米国の経常収支赤字の拡大を背景とした将来的なドル急落リスクの高まりを受け、大幅な貯蓄超過（外貨準備の急増）となった開発途上国の通貨当局を中心に、ユーロへの分散投資ニーズが高まっている。

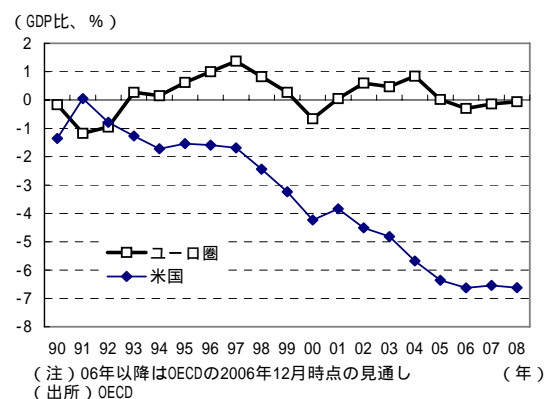
近年の構造的な変化として注目されるのは、世界の通貨当局が保有する外貨準備の規模が既に為替介入に必要な量を超える水準まで拡大しているとみられる点である。このことは、通貨当局にとっては、交換手段としての機能（為替介入手段）よりも価値貯蔵手段としての機能（ポートフォリオの効率的運用）が重要になっていることを示唆している。したがって、中国やロシアをはじめとする開発途上国の外貨準備が今後も拡大基調で推移するとすれば、ユーロの価値保蔵手段としての機能は一段と大きくなっていくと考えられる。

以上みたように、国際通貨の3つの基本的機能からみると、ユーロの国際的地位は高まる方向にあると判断される。

図表15 通貨当局の外貨準備のシェア



図表16 ユーロ圏と米国の経常収支





#### 4. 国際通貨としてのユーロの一段の発展に向けた課題

先にみたように、最近のユーロ圏の景気や資本市場の動向からすると、当面はユーロが大きく下落に転じる可能性は小さいと判断される。現時点で2007年を展望すると、2007年はユーロ圏の方が米国よりも利上げの可能性（利上げの幅）が大きいとみられ、総じてみればユーロ相場の堅調が続くとみられる。もっとも、ユーロが今後、中期的に（数年間にわたって）一段と上昇し、国際通貨としての地位をさらに向上させていくためには課題が少なくない。

##### （1）マクロ経済の面での課題

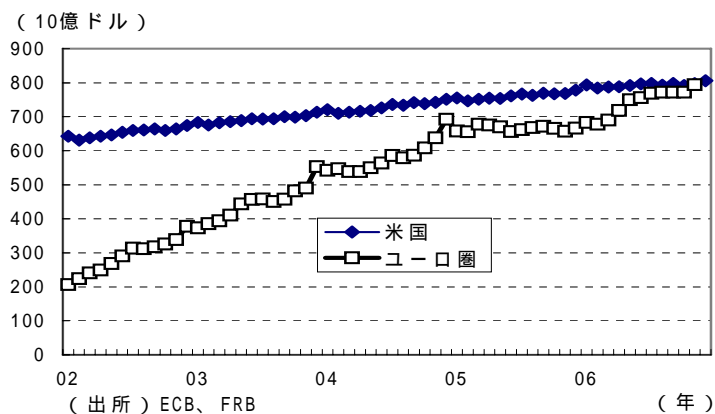
###### ユーロ圏の成長持続と加盟国の増加

第1に、ユーロ圏が経済成長を持続させるとともに、経済規模を拡大していくことである。先にみたように、2006年頃から内需拡大や生産性の向上などを背景に、ユーロ圏の実質成長率が高まっている。国際機関等の見通しによれば、2006年は6年ぶりの高い成長率を記録した見込みである。

ユーロ圏と米国を比較してみると、人口で見れば、ユーロ圏は3.1億人と、米国の2.9億人を超えている。一方、経済規模（GDP）で見ると、ユーロ圏の規模は米国の約8割程度にとどまっている。しかし、ユーロ圏の景気拡大などを受けて、2002年に現金の流通が始まった欧州単一通貨ユーロの紙幣流通量は、徐々に拡大し、2006年12月にドル換算価値で米ドル紙幣を超える見込みである（図表17）。

ユーロの紙幣流通量が拡大している背景には、2006年になって成長率が加速するなかで、現金保有の需要が高まったことや、ユーロ圏の金利が低水準であるために、銀行口座に預金するよりも現金を保有するメリットが大きい（現金保有の機会費用が低い）こと、さらには、コソボやモンテネグロなどEUの域外でユーロが使用されるようになってきていることなどが影響していると考えられる。ECBによれば6,000億ユーロの10-20%は海外で使用されている。

図表17 米国とユーロ圏の現金通貨流通量



ユーロ圏の経済規模の一段の拡大にとって重要なのは、加盟国の増加である。2007年よりスロベニアが中・東欧諸国では初めて欧州単一通貨ユーロを導入し、ユーロ圏は13カ国に拡大した。もっともスロベニアの加盟の経済効果は、同国の人口200万人の小国であり、ユーロ圏のGDP成長率を0.3%押し上げるにとどまるとみられ、ユーロ圏の経済規模が大きく拡大するわけではない<sup>10</sup>。EU（欧州連合）も2007年よりルーマニア、ブルガリアの加盟によって27カ国体制に移行した。EU27カ国は人口が4.9億人、経済規模（GDP）が約11.4億ユーロと米国を上回っている。今後、EUの非ユーロ加盟国がユーロを導入し、ユーロ圏の経済規模が拡大していけば、ユーロの流動性は中長期的に高まっていくことも期待できよう。

ただし、ユーロ圏が統合効果を発揮するためには、補助金の削減や社会保障改革といったユーロ導入に伴うコストの問題や、域内の経済格差や移民問題への対応など、多くの政治的な課題を乗り越えていく必要があり、これが円滑に進展するかどうかは不透明な面もある。

ユーロ圏の拡大で特に鍵を握るのは、英国やデンマーク、スウェーデンなどであろう。仮に英国を含むEU統合が実現すれば、ユーロの地位は大きく高まり、2022年までにユーロが米ドルにとって代わるという試算もある<sup>11</sup>。

### 適切な金融政策運営

第2は、マクロ経済政策が適切に運営されることである。特にユーロ通貨が安定するためには、ECBの金融政策によって域内のインフレがコントロールされることが重要である。

ユーロ圏の物価動向をみると、2006年は原油価格の上昇によって上振れした米国とは対照的に比較的安定的に推移し、消費者物価上昇率はECBが目標とする2%ラインを維持してきた（図表18）。この背景にはECBの金融政策に対する信頼性もあったとみられる。欧州委員会によれば、2007年のユーロ圏の消費者物価上昇率は2.1%と予測されている。

しかし、ユーロ圏でも米国と同様に、インフレ懸念が完全に払拭されているわけではない。例えば、マネーサプライの動向をみると、足元で2006年11月のM3（現金・要求払い預金・2年未満の定期預金などを含む）が前年比9.3%と一段と拡大した（ECBはM3の参考レート（3ヵ月移動平均、前年比）を4.5%に設定しているとされる）。足元の伸びは90年代初め以来の高水準となっている（図表19）。

ECBがマネーサプライを重視する動きについては、内外から批判の声があるものの、こうしたECBの姿勢は当面大きく変化しないと予想される。ECBとしては過剰なマネーによるインフレ期待を適切にコントロールしていくことが重要な課題である。

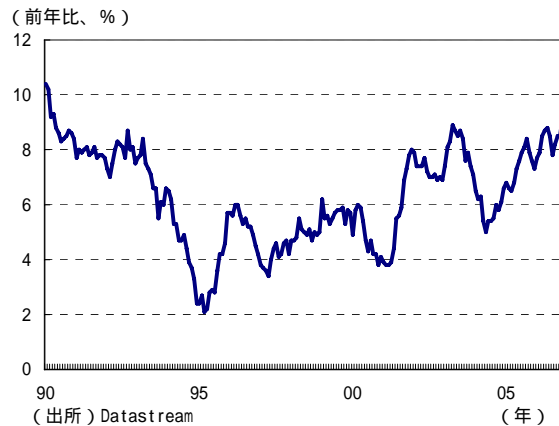
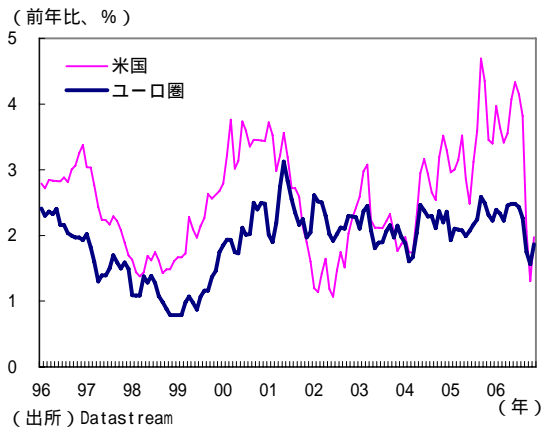
---

<sup>10</sup> ただし、金融政策においては、ガスパリ総裁はスロベニアのユーロ導入とともにECB理事会メンバーに就任するため、理論上はドイツと同様の影響力をもつ可能性がある。ガスパリ総裁はタカ派で知られる。スロベニアにとって3.5%という水準は低すぎるとしている。

<sup>11</sup> Chinn and Frankel(2005)

なお、ユーロ相場の動向は、ユーロ圏の政策だけでなく、米国のマクロ経済政策にも左右されよう。米国では、これまでのところインフレ期待が金融政策によって抑制されているものの、将来的には経常収支赤字・対外負債の拡大によって、米国のインフレ率が加速し、仮にFRBがインフレを抑制できなくなると、米国に対する投資意欲が減退（米ドルの交換手段や投資先としての役割が低下）し、ユーロが急速に上昇することも考えられる。

図表 18 ユーロ圏と米国の消費者物価上昇率 図表 19 ユーロ圏のマネーサプライの伸び



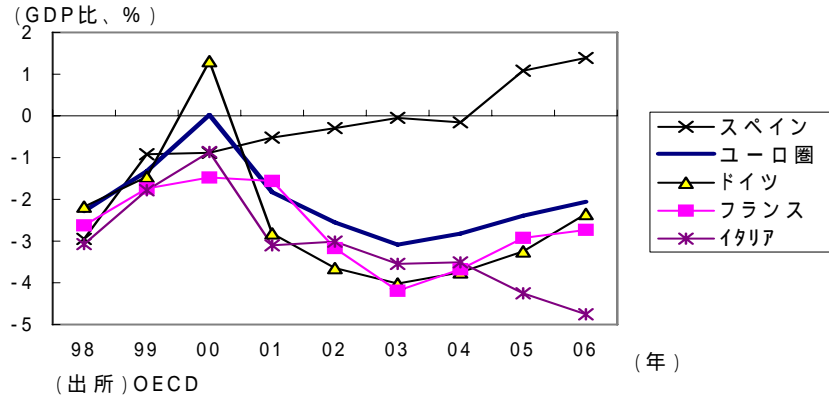
### 財政健全化などの構造改革の進展

第3は、ユーロ圏における規制緩和や雇用の流動化など構造改革が進展していくことである。

ユーロ圏の金融・資本市場については、ユーロ建て債の発行規模の拡大が示すように、調達や投資面の利便性が向上してきているとみられる。他方、金融市場の統合に比べて、实体经济の統合（特に労働市場）では法的な問題、言語や制度の障壁もあって遅れている。図表4でみたように、ユーロ圏全体の労働生産性の伸びは米国に比べて依然として低い。仮にユーロ圏の労働生産性の伸びが継続的に改善しなければ、個人消費の持続的な増加（家計の恒常的な所得の増加）による景気拡大を期待することは困難となり、ユーロの見通しは暗いものとなるだろう。

また、ユーロ圏の経済の信頼性を高める上では財政政策の動向も重要である（図表20）。欧州委員会の見通し（2006年秋）では、多くの国で2007年の財政赤字のGDP比が3%以内におさまるとみられている。しかし、中長期的に財政が健全となるには歳出改革など一段の努力が必要とみられる。

図表 20 ユーロ圏の財政収支の推移



## (2) 通貨・債券市場の課題

ところで、国際通貨の3つの機能の中でも最も重要なのは、交換手段である。すなわち、ある通貨（米ドル）が交換手段として用いられるのであれば、その通貨は価値表示として使用され、さらに価値保蔵手段として用いられる可能性も高くなると考えられている。

ここでは、ユーロの課題として2点指摘しておきたい。

### ユーロの流動性の一段の拡大

第1は、ユーロの国際通貨としての利便性を高めながら、ユーロ建て債券の取引量などユーロの流動性を量的に拡大させていくことである。言い換えれば、ユーロの交換手段としての機能の一段の改善である。

例えば、政府証券（国債）市場についてみると、ユーロのレポ市場は標準化された法制度が不整備であるため、統合が加速させることが重要であると指摘されている。また、ユーロの国際的地位の向上のためには、債券市場だけでなく、外国為替市場においてもユーロの取引量を拡大させていくことが求められる。

もっとも、ユーロの流動性が拡大していったとしても、米ドルはこれまで世界の多くの国で利用され、交換手段としての機能が既に確立されているため、ユーロが米ドルにとって変わるということは容易でない面がある<sup>12</sup>。つまり、国際通貨には、一度、国際通貨としての地位を確立すると、（経済規模、人口や価格の安定性などで多少、他の有力通貨に劣ったとしても）簡単に他の通貨に置き換えられることはないという特性（「慣性」(inertia)）があると考えられている。また、一般にある通貨が交換手段として多く使用

<sup>12</sup> ブレトンウッズ体制下ではドルが金とリンクしていたため国際的に使用されたが、ブレトンウッズ体制の崩壊後は、ドルを使用する必然性がないのに国際的に利用されてきた。米ドルはブレトンウッズ体制の崩壊後、70年代後半や80年代後半に大幅な下落がみられたにもかかわらず国際通貨の地位を維持できたのは、交換手段としての機能が他通貨に対して優位であったためとされる。足元でも国際通貨としての米ドルの優位性は大きく崩れておらず、世界の超過貯蓄の多くが米国に還流している。

されるほど、その取引コストが低下し、流動性が大きくなり、新規のユーザーにとってもその通貨を使用するメリットが高まるという特徴（ネットワーク外部性）がある。

こうした国際通貨（基軸通貨）の慣性やネットワーク外部性は、米ドルの地位を有利にするとともに、結果的に今後のユーロ相場の上昇テンポを緩やかにする要因になると考えられる。

### ユーロ債の質的改善と種類の多様化

第2は、ユーロ債の質的な面での改善と証券種類の多様化である。

政府証券市場(Government Securities Markets)についてみると<sup>13</sup>、米ドルの流動性が優れているが、さらに中身をみると、米国ではBill Market（短期債市場）やレポ市場の流動性が高い。また信用格付についてみても、米国債はAAAであるのに対して、ユーロ債の格付はAA+<sup>14</sup>となっている。このように米国債の信用力が高いことは、世界の通貨当局の準備通貨としての米ドルの需要を支える要因となっている。

一方、非政府証券市場をみると、米債はAAAが全体の60%を占めるのに対してユーロは49にとどまっている（図表21）。このような信用力の違いは、企業の収益性だけでなく担保証券（MBSなど）の規模の大小にも依存している。米国では、国債以外にも、エージェンシー債やMBSなどの割合が高いのが特徴である。MBSをみると、米国では証券全体の41%を占めているが、ユーロ市場では1%に満たない状況である（図表22）。

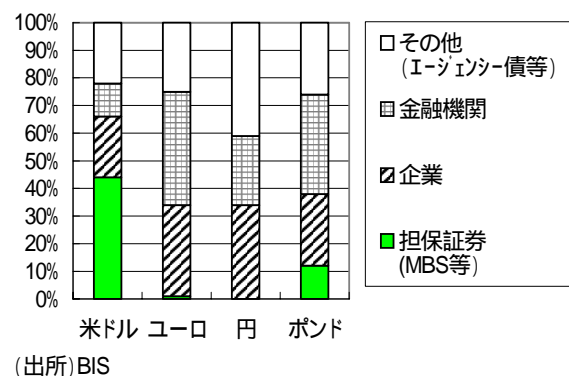
図表 21 通貨別証券の信用格付シェア

（構成比、%）

	米ドル	ユーロ	円	ポンド
AAA	60	49	6	39
AA	6	19	26	20
A	12	19	62	27
BBB	11	9	6	12
<BBB	11	5	0	2

（注）非政府証券、2006年2月時点評価、  
1年以上の債券  
（出所）BIS

図表 22 発行主体別シェア



このような米国におけるMBSの発達の背景には、プライシング<sup>15</sup>や、流動性拡大のための条件（売買によって価格が大きく変動しないような十分な市場規模や、多数の市場参加者の存在、適正な価格で売買されることなど）が備わっていたことがある。

<sup>13</sup> Galati and Wooldridge(2006)を参照。

<sup>14</sup> ドイツとフランスはAAAだが、イタリアはAA-となっている（Galati and Wooldridge(2006)）

<sup>15</sup> 例えばヒストリカルデータの整備、セグメント別・信用セクター別のリスク、デフォルト率や延滞率、資産価格や価格の安定性などに関する情報など）



したがって、ユーロの国際的地位が一段と高まるためには、ユーロ債の質的改善（格付の向上）や種類の多様化など、ユーロ圏が国際的投資家にとって魅力のある証券を供給していくことも重要と考えられる。

以 上

#### 【参考文献】

- Bordo, Michael (2003) “Does the Euro have a Future?,” Paper Prepared for the Cato Institute 21st Annual Monetary Conference, “The Future of the Euro,” Washington, D.C., November.
- Cavallo, Michele and Cédric Tille (2006) “Could capital gains smooth a current account rebalancing?” Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2006-03, January.
- Chinn, Menzie, and Jeffrey Frankel(2005) “Will the Euro Eventually Surpass the Dollar?” Paper presented at the NBER Conference, G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Cambridge, Massachusetts, June.
- Clarida, Richard H, Gorette, Manuela and Taylor, Mark.P.(2005) “Are There Thresholds of Current Account Adjustment in the G7?” Paper presented at NBER Conference, G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Newport, June 1-2.
- Cohen, Benjamin H (2005) “Currency Choice in International Bond Issuance,” *BIS Quarterly Review*, June.
- Debelle, Guy and Gabriele Galati (2005) “Current Account Adjustment and Capital Flows,” BIS Working Paper No.169. Basel: Bank for International Settlements
- Galati, Gabriele and Wooldridge, Phillip(2006) “The euro as reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?” BIS Working Papers No 218
- International Monetary Fund, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve
- Lim, Ewe-Ghee(2006) “The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data,” IMF working paper 06/153
- Mohanty, M S and Philip Tuner(2006) “Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?” *BIS Quarterly Review*, September.
- 小川英治 (1998) 『国際通貨システムの安定性』 東洋経済新報社
- 河合正弘 (1994) 『国際金融論』 東京大学出版会

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。