

ユーロ流通20年の成果と課題

～今後10年でユーロの存在感はさらに弱まる方向へ～



土 田 陽 介

三菱UFJリサーチ & コンサルティング 調査部 研究員

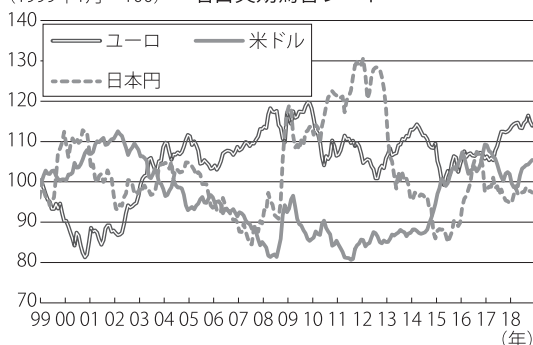
1. 導入から20年が経過した統一通貨ユーロ

欧州連合(EU)の統一通貨であるユーロは、1999年1月から決済通貨として利用が開始された。すなわち、ユーロは今年(2019年)で利用開始から20年の節目を迎えることになる。星野(1998)はEUがユーロを導入した目的を①域内市場統合戦略の補完、②金融グローバル化への対応、③ドルの覇権に対する挑戦にあったと整理している。

そもそも欧州では小国が多く、大国でも人口が1億人を超える国は存在しない。したがって一国単位だと、様々な面で日米に対抗することができなかった。それが域内市場統合を進めることによって、人口が5億人(ユーロ圏だと3億人)を超えて経済規模は米国に匹敵するほどに拡大し、また外交面でも発言権を高めることに成功した。

図表1 この20年で14%弱上昇したユーロ

(1999年1月=100) 名目実効為替レート



(注) 本来は2010年を100とする指数

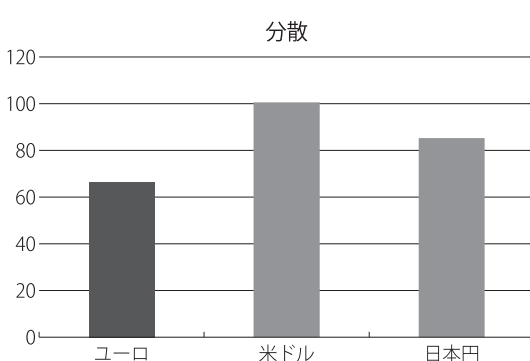
(出所) 国際通貨基金(IMF)

この傾向は通貨・金融においても同様である。現在ユーロにはEU28カ国のうち19カ国が参加しているが、言い換えればかつてはその19カ国がそれぞれ独自の通貨を持ち、金融政策を営んでいた。それらを一つにまとめることで、正に「三矢の教え」の様に安定性や存在感を高めることをユーロの導入は意図していたと言えよう。

①と②の観点においては、ユーロは一定の成果を見たと考えられる。そこで本レポートでは、この20年のユーロの軌跡を、特に基軸通貨としての位置づけの観点から評価することを試みる。つまりユーロがこの20年間で米ドルから基軸通貨としての役割をどれだけ取って代わることができたのかを、多面的な角度から検討してみたい。

なおユーロとドル、円の名目実効為替レート(図表1)を見ると、ユーロは20年間で13.9%上昇しており、結果的にはドル(同

図表2 分散も小さかったユーロ



(注) 月次の名目実効為替レートの分散(1990年1月～2018年12月)

(出所) IMF

5.5%) や円 (同 -2.7%) よりも強い通貨であった。また三通貨の 20 年間の分散 (図表 2) を見ても、ユーロが最低であった。2010 年前後にはユーロの持続可能性が問われるユーロ危機が生じたものの、結果的に見ればユーロはそれほど乱高下していなかったことになる。

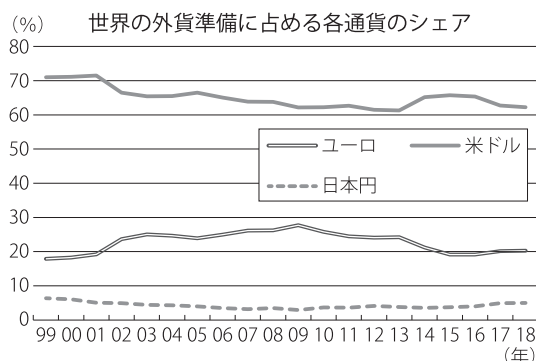
2. 準備通貨・決済通貨としての存在感は高まらず

欧州中銀 (ECB, 2018) に準拠し、まずユーロの準備通貨としての位置づけを確認してみたい。世界の外貨準備の通貨別構成比率 (図表 3) を確認すると、99 年時点は 17.9% であったユーロのシェアは 09 年に 27.7% まで上昇したものの、その後は 15 年にかけて低下が続き、近年は 20% 前後にとどまっている。この間にドルのシェアは 70% から 60% 程度に低下したが、ユーロが代替したわけではない。

09 年までのユーロのシェア上昇は、ユーロがこの間に準備通貨としての位置づけを着実に高めていたことの証左と言える。ただ 10 年以降の低下は、ユーロ危機に伴いユーロの通貨としての安定性に疑義が生じたため、各国当局が外貨準備に占めるユーロのシェアを落とした結果と考えられる。一方で日本円や中国元、また金などが、各国の外貨準備の新たな受け皿になった。

このように準備通貨の観点から整理すると、導入から 20 年が経過したユーロのプレゼンス

図表 3 世界の外貨準備の 2 割がユーロ



(出所) IMF, World Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve (COFER)

は、少なくともユーロ危機以前は着実に高まっていた。ただそれがユーロ危機の発生を受けて低下し、その後も挽回できていない状況にある。米ドルに次ぐ第二の準備通貨としての位置づけは保たれていても、言い換えれば二番手にとどまり続けている。

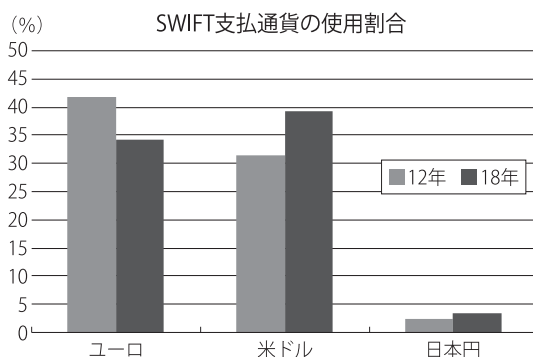
次に決済通貨としてのユーロの位置づけを見てみたい。国際銀行間通信協会 (SWIFT) が公表している支払い通貨の使用割合 (図表 4) を見ると、確認できる最も古い 12 年時点においてユーロは支払通貨の 41.7% 以上を占めており、米ドル (31.5%) を上回っていた。ただ直近 18 年時点だとユーロのシェアは 34.1% にまで低下し、首位の座も米ドル (39.2%) に明け渡している。

12 年当時はユーロ危機の最中にあり、ユーロ圏では国債の売買が盛んに行われた。つまり高リスクであった南欧諸国の国債が売却され、低リスクであった北欧諸国の国債が購入された。そのため国際決済におけるユーロのシェアは米ドルを上回ったが、危機を脱した現在では米ドルにその首位を譲ったと考えられる。つまり決済通貨としても、ユーロは二番手となっている。

3. 外為市場でのプレゼンスも依然限定的

さらに外国為替市場におけるユーロのプレゼンスを確認してみたい。まず国際通貨基金

図表 4 決済面でのシェアはユーロ危機後低下



(注) 月次データの単純平均
(出所) SWIFT, RMB Tracker

図表5 外国為替の1営業日平均取引高

	01年	04年	07年	10年	13年	16年
米ドル	45.0	44.0	42.8	42.5	43.5	43.8
ユーロ	19.0	18.7	18.5	19.5	16.7	15.7
日本円	11.8	10.4	8.6	9.5	11.5	10.8
ポンド	6.5	8.3	7.5	6.5	5.9	6.4
豪ドル	2.2	3.0	3.3	3.8	4.3	3.5
加ドル	2.3	2.1	2.2	2.7	2.3	2.6
フラン	3.0	3.0	3.4	3.2	2.6	2.4
中国元	0.0	0.1	0.3	0.5	1.1	2.0

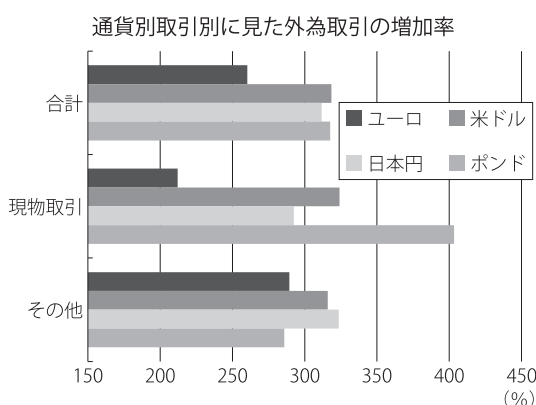
(注) 4月1日の平均取引高。本来の合計(200%)を2で除して作成。
(出所) BIS, Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets

(BIS) が3年に一度公表している4月1日時点における外国為替の1営業日平均取引高の推移を見てみよう。これによると、ユーロ導入(99年)直後の01年時点でユーロのシェアは19%であり、10年まではその水準を保っていたが、13年は16.7%、16年は15.7%と徐々に低下している。

一方で米ドルはこの間に44%程度のシェアを保っており、圧倒的な存在感は揺るいでいない。なお日本円も10%前後で推移しており、ユーロが失ったシェアは中国元や他のマイナー通貨に振り替わった形である。つまり外為市場での取引においては、ユーロは米ドルの座を脅かせなかったばかりか、存在感が顕著に後退している。

また図表6より外為市場における取引の増加率をユーロ導入直後(01年)と直近(16年)時点で比較すると、米ドルと日本円、ポンドは300%を超えた一方で、ユーロは260%と後

図表6 取引の増加率もユーロは低い



(注) 01年4月1日時点と16年4月1日時点の比較
(出所) 図表5と同じ

塵を拝している。取引別に見ると、現物取引においてはユーロの増加率が最も低かった。また「その他」の取引(デリバティブ取引)の増加率も日本円と米ドルに比べれば低い。

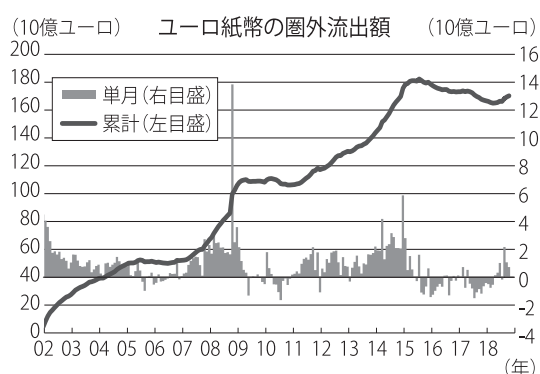
デリバティブ取引は為替リスクを軽減するために実施されるが、新興国のように資本規制が実施されている国だと取引は増えない。ただ既にドルに次ぐ基軸通貨であるユーロの場合、そうした規制は廃されて久しい。したがってデリバティブ取引におけるユーロの取引増加率の低さは取引のやり難さを反映したものではなく、そもそものユーロの不人気を反映した動きであると考えられる。

このように外為市場におけるユーロのプレゼンスは、ドルに次ぐ位置づけを維持しているとはいえ、ユーロ危機後は存在感を顕著に弱めている。ユーロ危機前も1営業日当たりの平均取引高のシェアを高められていなかったという点も考慮すると、基軸通貨・決済通貨の観点から評価する以上に、ユーロはそのプレゼンスを失ったと判断される。

4. 停滞するユーロ紙幣への需要

一般的に、基軸通貨は資産防衛の手段として好まれる傾向がある。特に新興国では、自国通貨安が進む局面で資産防衛の観点から米ドル紙幣を手に入れようとする動きが強まる。このような動きはドル化と呼ばれるが、ユー

図表7 世界のユーロ紙幣需要は近年停滞



(注) ユーロ圏外の金融機関で捕捉できているユーロのみが対象の純額ベース(総流出額-総流入額の差分)

(出所) ECB, Statistical Data Warehouse

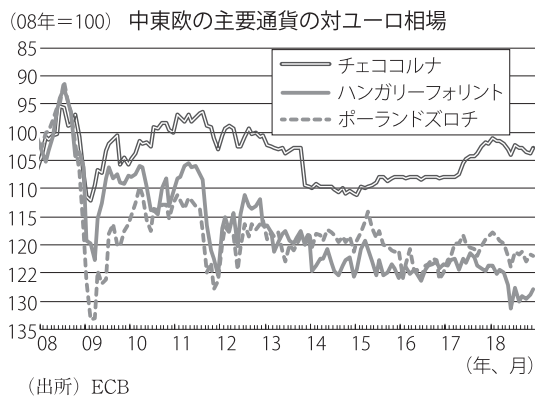
ロもまた周辺諸国を中心に資産形成の手段として用いられる。これはユーロ化と呼ばれる動きであるが、この観点からユーロの基軸通貨としての存在感を確認してみたい。

図表7はECBがユーロ圏外で利用されているユーロ紙幣の需要を測る上で重視している、ユーロ紙幣の圏外流出額の推移である。これによると、ユーロ紙幣のユーロ圏外での需要は2000年代中頃に一時足踏みしたものの、08年の世界金融危機を受けて急増した。その後ユーロ危機の発生により再び足踏みするが、危機が一巡した12年中頃に増加へ転じている。

ユーロ紙幣の需要はユーロ圏と地理的に近い経済、具体的には中東欧諸国や地中海諸国において旺盛とみられる。うち中東欧主要3カ国の対ユーロ相場（図表8）を見ると、チェコを除きユーロ危機下でも通貨が軟調だったことが分かる。そのため中東欧諸国では、ユーロ危機下でもユーロ紙幣を資産防衛に利用したいという人々が多く、それが12年頃からの図表7の伸びの一因になったと考えられる。

なお欧州ではモンテネグロなど一部の国で自国通貨を廃止し、一方的にユーロを法定通貨に利用する動きがある。また旧仏領のアフリカ諸国の共通通貨（CFA）フランはユーロと完全に固定されているため、ユーロ紙幣のニーズは強い。ただ米国に近い中南米諸国やアジア諸国では、資産防衛の手段として米ドルが圧倒的に好まれており、ユーロへの需要は少ない。

図表8 ユーロよりもさらに弱い中東欧通貨



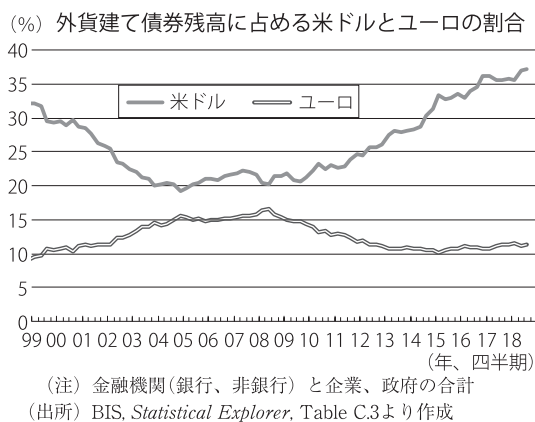
また15年以降、ユーロ圏外で利用されているユーロ紙幣の需要が停滞しているが、これは世界的に進んだ米ドル高を受けた動きと考えられる。米国は14年10月に量的緩和策を打ち切り、15年12月以降は利上げを進めている。ドルの実効レートが歴史的な高水準となる中で、中東欧や地中海の諸国でも資産防衛の手段として米ドル紙幣が好まれるようになったが、この動きに反映されていよう。

5. 危機後に存在感を弱めた世界のユーロ建て債務

最後に資金調達手段としての側面から、ユーロの存在感を確認してみたい。図表9は世界の外貨建て債券の発行残高に占める米ドルとユーロの割合の推移を見たものである。これを見ると、ユーロ建ての比率は導入直後の10%程度からユーロ危機直前の08年には15%を超える水準まで上昇した。一方米ドル建ての比率は低下したが、その分のシェアはユーロのみならず円やスイスフランにも振り替わった。

ただユーロ危機が生じて以降は、ユーロ建ての比率は低下に転じ、13年頃には10%近傍とユーロ導入時の水準に戻ってしまった。17年頃から再び上昇するが、そのテンポは緩慢である。こうしたトレンドは、危機によりユーロが通貨としての信任を失ったことを反映した動きとみられる。他方でドル建ての比率はユーロ危機後に一貫して上昇し、足元で

図表9 世界のユーロ建て債券は危機後に減少



はユーロ導入前よりも高水準である。

世界のクロスボーダー与信（国際与信）に占めるユーロの割合（図表 10）の推移を見ても、外貨建て債券と同じ傾向がうかがえる。つまり同比率は 02 年頃から上昇し、05 年頃からユーロ危機まで高止まりしていたが、危機後はその比率が顕著に低下した。この間、ユーロとドルはほぼ代替関係にあり、ユーロ危機以降はドルの比率が上昇した。

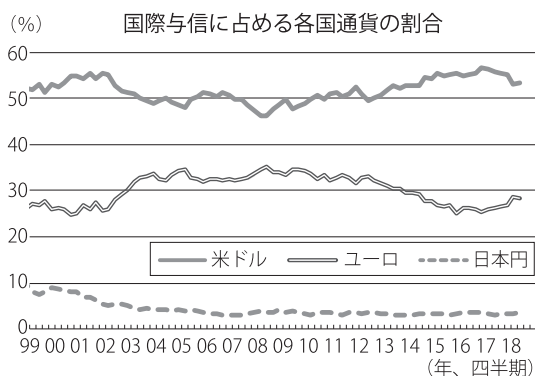
なおユーロ圏各国間のクロスボーダー与信はユーロ建てで行われる。そのため、先進国のクロスボーダー与信に占めるユーロの割合は常に一定程度保たれる。ユーロ危機後の比率の低下は、特にユーロ圏外の先進国（具体的には米国や英国など）においてユーロへの信任が失われたことを意味する動きと解釈されよう。

このように、外貨建て債券と国際与信の両面から資金調達手段としてのユーロの位置づけを確認してきたが、いずれも危機前後でそれが後退している動きが見て取れる。米ドルに次ぐ二番手としてのポジションは維持できており、足元では回復傾向にあるものの、そのテンポは緩慢である。ユーロ危機前のようなプレゼンスに戻るかどうかは定かではない。

6. 基軸通貨としての必要十分条件は財政統合

以上、導入から 20 年が経過した EU の統一通貨ユーロについて、基軸通貨としての位置

図表 10 国際与信に占めるユーロの割合も低下



（出所）BIS, *Statistical Explorer*, Table A6, 1-F より作成

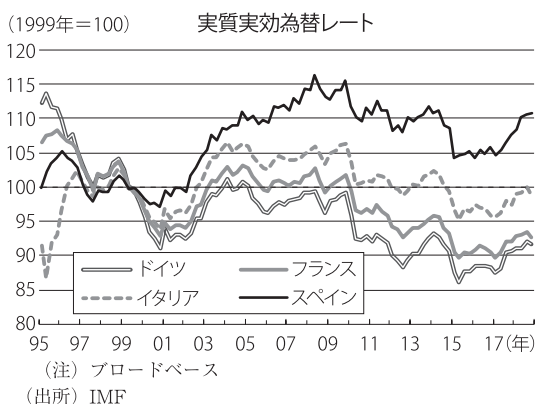
づけの観点から多面的に評価してきた。準備通貨・決済通貨としての性格のみならず、資産防衛の手段、資金調達の手段としても、ユーロは依然ドルには及ばない。それでもユーロ危機まではプレゼンスを高めることにある程度成功していたが、ユーロ危機以降はむしろ存在感を弱めている。

ユーロの存在感を高めるためには、財政統合の深化は避けて通れない。通貨に対する信認は、第二次大戦後のドイツ政府が戦間期のハイパーインフレの教訓から健全財政を維持しているように、基本的にはその通貨を発行する国の財政運営の健全さに依存する。ただ EU の場合、各国財政が統合されていないという他の先進国にはない構造的な欠陥があった。

ギリシャの財政危機に端を発したユーロ危機は、金融市場が EU の中で所得移転機能が整備されていないこと、つまり財政統合が進んでいないことを問題視したために生じた現象である。欧州委員会はユーロ危機以降、財政収支や公的債務残高といったマクロ経済指標の管理を通じて各国財政の健全化を図っている。ただ財政統合の深化に関しては殆ど進んでいないのが現状である（土田, 2018）。

なお実質実効為替レート（図表 11）の推移が示すように、ユーロの導入は元来輸出競争力があつたドイツやフランスなどにとって為替切り下げを意味し、イタリアやスペインなどにとって切り上げを意味した。一方、財政統合が進まず所得移転機能が整備されなかつた。

図表 11 ばらつきが固定化された輸出競争力



（注）ブロードベース

（出所）IMF

たため、割安な通貨を持つ国と割高な通貨を持つ国の固定化が進んだ。

ユーロの導入がイタリアやスペインにとって購買力の向上につながった面も評価すべきである。ただユーロ危機を受けて EU が対外輸出主導の経済成長モデルへの転換を推進する中で、イタリアやスペインは財政緊縮などデフレ政策を採用することでしか競争力を向上させることができなかった。そうした痛みを伴う経済政策は、その後の反 EU 運動につながる一つの大きな原因にもなった。

そうしたこともあり、世論調査（図表 12）ではユーロ圏の有権者の 2 割が依然ユーロに不信感を持っている。最悪期よりは改善傾向にあるとはいえ利用者の 2 割が否定的という環境で発行される通貨ユーロが、米ドルの基軸通貨としての位置づけを揺るがすようなことは考え難い。米国内で 2 割の有権者が米ドルへの信認を否定するような事態はまず発生しないからである。

7. 今後 10 年でユーロの存在感はさらに弱まる方向へ

EU の執行機関である欧州委員会のユンケル委員長は 18 年 9 月 12 日、欧州議会での一般教書演説において、ユーロの基軸通貨としての存在感を高めていく方針を示した。英国の EU 離脱や各国における反 EU の動きに直面する中で、ユーロを統合深化のシンボルとして

掲げたというところだろう。ただ基軸通貨としての存在感を高めるためには、厳しい現実を乗り越える必要がある。

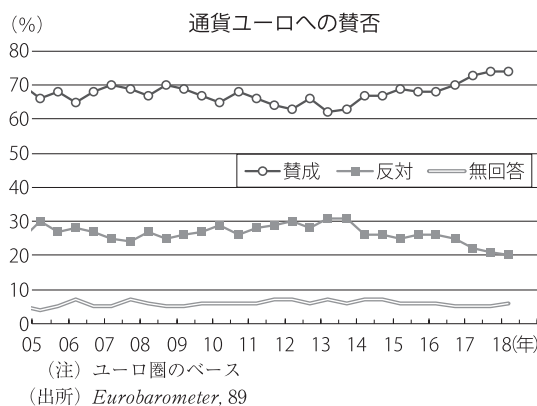
基軸通貨は国際公共財であるため、その供給のためには相応のコストがかかる。米ドルの場合、米国が軍事力で国際秩序を維持しており、その対価として各国は米国債を購入する。EU が国際秩序の安定に寄与する軍事力を米国に代わって提供するか定かではないし、また財政統合がなされない中で各国がユーロ圏の国債を積極的に購入するとは考え難い。

EU が財政統合の深化という非常に大きな課題を克服して、ユーロの基軸通貨としての位置づけを高めることができるかという、各国で反 EU の流れが止まらず、また各国の指導者も及び腰であるという現状を踏まえれば、極めて悲観的とならざるを得ない。ユーロはこの先の 10 年も米ドルに次ぐ二番手通貨としての位置づけを維持することが限界と言える。

むしろ中国やインドなど新興国の台頭が著しい中で、ユーロの位置づけはさらに埋没する方向にあると言えよう。現に外為市場の取引においては、ユーロに代わって中国元が着実にプレゼンスを高めている。ドル依存から脱却したいという新興国も少なくないが、かといってユーロがそれに代わることができるかという、極めて困難だろう。

【注記】本稿は拙稿（2019）を転載したものである。

図表 12 依然 2 割の人々がユーロに否定的



参考文献

- 土田陽介 (2018) 「金融危機 10 年と欧州経済～財政政策の統合深化と合わせて問われる今後の成長モデルの在り方～」三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング『調査レポート』(2018 年 9 月 13 日付)
- (2019) 「ユーロ流通 20 年の成果と課題～今後 10 年でユーロの存在感はさらに弱まる方向へ～」三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング『調査レポート』(2019 年 1 月 24 日付)
- 星野 郁 (1998) 『ユーロで変革進む EU 経済と市場』東洋経済新報社。
- ECB (2018) *The International Role of the Euro Interim Report*, June 2018.