

みずほマーケット・トピック(2014年7月10日)

巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論

大手仏銀が米当局に対し支払う巨額の和解金に絡んで、フランス高官から批難の声が上がっている。ドルの使用と米国法の適用をリンクさせ、罰則を与える動きについてはユーロ圏財務相会合(ユーログループ)内部でも「決済通貨を多様化させるべきではないか」との問題意識が芽生えている模様。もちろん、過去に欧州委員会自身がそう分析したように、基軸通貨性に関し、ユーロはドルに遠く及ばない。但し、非ドル通貨においてユーロが圧倒的な地位を築いていることも事実であり、例えば流通貨幣量などはユーロがドルを若干凌駕している。今回の一件のようにユーロ圏居住者にとって不利な扱いが米側から頻発した場合、ユーログループにおける正式なアジェンダとして-実現可能性は別にして-決済通貨の多様化の議論が進む可能性はある。

～巨額和解金がドルの基軸通貨性に疑義を呈する事態に～

大手仏銀が米当局に対して支払う巨額の和解金が話題となっているが、為替の観点からも興味深い論点に飛び火している。具体的に、同銀は米国の制裁対象国であるイランなどと違法取引¹を行ったことに関し、米司法当局に対して約90億ドルを支払うことで合意している。この和解金は経済制裁に関連する金融機関の和解金としては過去最大だが、罰金だけではなく同銀ニューヨーク支店が行う米国内の原油やガスに関する一部のドル決済業務が2015年1月1日以降、1年間停止することも合意に盛り込まれている。

この動きについてはフランス高官から批難の声が上がっており、たとえばファビウス外相は巨額の罰金について「過ちや違反があれば、罰金が科せられるのは当然だが、犯した行為に見合う合理的な額であるべき(6月3日、ロイター)」とし、金額が巨額に過ぎることに不平を漏らしている。また、ファビウス外相は巨額の罰金で銀行の財務状況が痛み、フランス国内企業への融資が停滞する懸念を口にしており、挙句はEUと米国の通商協議にも悪影響を与えとの見方も示している。

ここまでは米仏の政治対立という切り口で理解できそうだが、ノイエ仏中銀総裁に至っては「全てのドル取引に米国の規則が適用されることに関連した訴訟リスクの高まりが使用通貨の多様化を後押しするかもしれない(7月4日、ブルームバーグ)」と述べ、要するに国際決済通貨の多様化に肯定的な立場を示している。また、7月6日付のフィナンシャルタイムズ紙は『フランス、国際取引におけるドル支配を激しく批判(France hits out at dollar dominance in international transactions)』との記事で、サパン仏財務相による「我々欧州人は、例えば航空機を販売する時にドルを使う。それは必要なのだろうか。私はそうは思わない。(国際決済に使用される通貨の)リバランスは可能だし、必要だ。それはユーロに限らず、国際貿易の多くを占める新興国の主要通貨についても言える²」との発言を紹介しており、ドル一極支配への警鐘が見て取れる。なお、同記事ではフランスの大手石

¹ 2004年から2012年にかけてイランやスーダン、キューバとの取引で違法な送金業務などに関わっていたとされる。

² “France hits out at dollar dominance in international transactions”, Financial Times, 6 July 2014

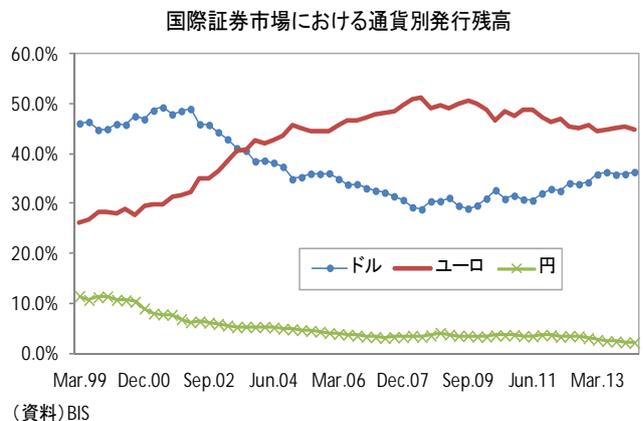
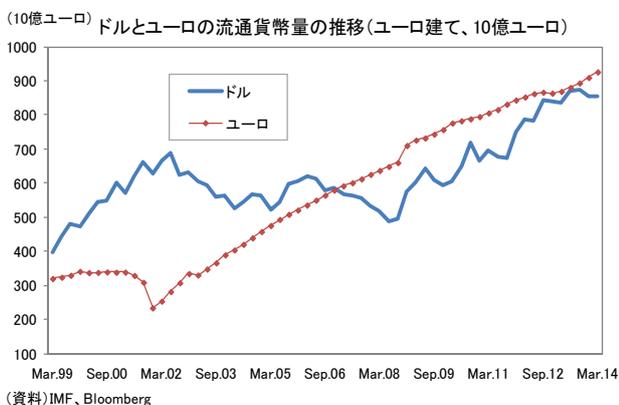
油企業幹部の「建値がドル表記のままであっても、石油購入がドル建てで行われる理由はない」といった発言も紹介されており、総じて「ドルで取引することと、米国のルール・規制で取引することは同じではない」といったフランスのトーンが報じられている。なお、サパン財務相は今週 7 日のユーロ圏財務相会合(ユーログループ)では、こうしたフランスの問題意識について議論があったと述べており、具体的な動きは出ていないものの、決済通貨の多様化が俄かに取り沙汰されている。

～非ドル通貨としての流動性は圧倒的なユーロ～

ユーロがドルの基軸通貨性にどこまでチャレンジできるのかといった議論は 2001 年から 2008 年半ば頃において流行った。ちょうどユーロが「第二の基軸通貨」として囃された時代である。欧州委員会は 2008 年に「EMU@10: 経済通貨同盟から 10 年。成功と挑戦 (EMU@10: Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union)」³と題したレポートを発表したが、その中で「ユーロの国際的役割の傾向 (Trends in the international role of the euro)」と題し、「ユーロの基軸通貨性」について分析が行われた。結論として、報告書では「ユーロが国際通貨としての役割を拡大し続けていくためには依然として相当の余地がある」との見解が示されており、一種のユーロフォリア(ユーロに対する陶醉状況)の最中であって、欧州委員会は冷静な分析を行っていた。

基軸通貨性を検討するにあたっては通貨の三つの基本機能「価値尺度の手段」、「交換の手段」、「価値保蔵の手段」に照らして、議論を行うことになる。「価値尺度の手段」では貿易決済や商品価格の建値における通貨の機能など、「交換の手段」では外国為替市場における媒介通貨の機能など、そして「価値保蔵の手段」では外貨準備としての通貨の機能などが分析対象となる。為替市場で頻繁に議論になるのが「価値保蔵の手段」だが、最盛期より比率を落としたとは言え、依然として世界の外貨準備の 6 割以上がドルで保有される現状を踏まえればユーロとの差は歴然である。

だが、例えば、流通貨幣量を比較した場合、ドルとユーロはほぼ互角であり、ユーロ建てで見ればユーロは若干ドルを凌駕する(下図・左)。また、世界の債券市場に関し、通貨別の発行残高を見ると、金融危機後にユーロ建て発行債券は減少しつつあるものの、依然としてドル建て発行残高を上回っている(下図・右)。ユーロ/ドル相場のボラティリティ(変動率)がドル/円相場のそれよりも低い背景にはこうした高い流動性もあるのだろう。投資家にとってボラティリティとはリスクであり、低い方が使い勝手も良い。ユーロがドルにとって代わることはほぼ不可能であるにせよ、非ドル通貨

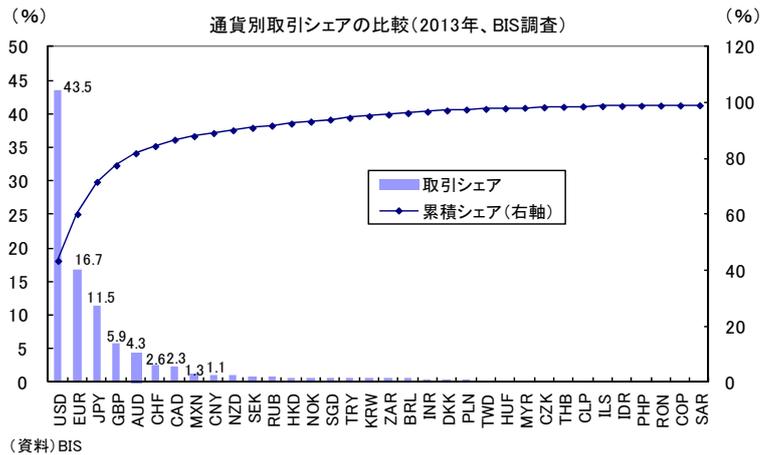


³ Economic and Financial Affairs, European Commission 「EMU@10 : Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union」 2008。なお、筆者も同論文の執筆陣の 1 人として参加している。

でユーロが圧倒的な地位を築いていることもまた事実である。また、本欄で繰り返し述べてきたように、仮にユーロが円化していくのだとすると、ユーロは対ドルで慢性的に騰勢を強めることになるが、そのような相場動向もユーロ圏居住者にとって「ドルではなくユーロで取引したい」という誘因に成り得る。円では全くの絵空事ではあったが、ユーロならばある程度は進捗するかもしれない。

～同様の事案が続けばユーログループのアジェンダにも？～

今週 8 日のブルームバーグはセントラル・バンキング・パブリケーション (CBP) の調査結果として「中銀の 6 割が 1 年前と比較してユーロの (外貨準備通貨としての) 魅力が乏しくなったと回答」と報じているが、仮にユーロを大きく減らしたとしても、それをどこに付け替えるのか。ドルに回帰しないのだとしたら、豪ドルやカナダドルに向かいそうだが、受け皿としてはあまりにも小さいだろう。国際決済銀行 (BIS)



バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/esson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に立立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらざる
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「美感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10～20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～