

みずほマーケット・トピック(2018年9月18日)

基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～

先週の本欄ではユンケル欧州委員長がユーロの基軸通貨化を求めるような発言をしたことについて取り上げたが、その後、「年内に何らかの提案を行うというが、例えば何が考えられるか」、「可能だと思えるか」という照会を複数受けたので、本日の本欄で追加的な議論を試みたい。基軸通貨の条件を貨幣の3機能(決済・価値尺度・保蔵)に倣って示すとすれば 国際的な貿易・資本取引における決済手段であること、非ドル通貨間の価値尺度の基準となること、各国政府の外貨準備通貨として保有されることの3つが必要条件となりそう。客観的に考えるほどドル以外に候補が無いというのが実情。重要なことはいくら通貨を「供給する側(国)」がその使い勝手(資本や外為に係る規制)を良くしたところで、その通貨を「需要する側(市場参加者)」であるユーザーがそれを使いたいと思わなければ基軸通貨にはなれないという点。例えばここ数年の外貨準備構成通貨の動向を見る限り、ユーロは嫌われており、むしろ豪ドルや人民元にシェアを奪われているのが実情。夢を語る以前になすべきことはあまりにも大きく、重い。

～いよいよ可視的になる貿易戦争の実害～

今朝方にはトランプ政権が今月24日から2000億ドルの対中制裁関税を実施すると発表し、リスクオフムードを招いている。まずは10%の追加関税で始まり、事態が変わらなければ2019年以降はこれを25%へ引き上げるといふ。既に実施されている通商法301条に基づく500億ドル追加関税の続編という位置付けであり、これで同法を根拠とする制裁額は一気に5倍の2500億ドルへ膨れ上がる。文字通り金額が桁違いとなり、これまでは意図的に避けられていた消費財にも影響は及ぶだろう。不透明という理由で市場が材料視してこなかった貿易戦争の実害がいよいよ可視的になる。

～基軸通貨の条件:供給側だけの努力だけでは不十分～

ところで先週の本欄¹ではユンケル欧州委員長がユーロの基軸通貨化を求めるような発言をしたことについて取り上げたが、思いのほか反響があったので追記してみたい。最も多かった照会が「年内に国際的な役割を強化するために何らかの提案を行うというが、例えば何が考えられるのか」というものである。また素朴な疑問として「可能だと思えるか」という照会も複数あった。先週の続きとなるが、本日はユーロの基軸通貨化について追加的な議論を試みたい。

まずは後者の「可能だと思えるか」という単純な質問を考えてみたい。やはり直感的には「全く思わない」という回答になるだろう。しかし、直感に頼らず理詰めでも答えは変わらない。いや、理詰めでも考えるほどその確信は強まるくらいである。ユーロが基軸通貨足り得るのか。それを考察するためには貨幣が備えるべき3つの機能を知っておく必要がある。周知の通り、貨幣には決済手段・価値尺度手段・価値保蔵手段の3機能が期待される。なお、貨幣と通貨は混同されがちだが

¹ 本欄 2018年9月13日号『突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～』をご参照下さい。

似て非なるものだ。貨幣が流通し使用された段階で通貨となるのである。要は「通用する貨幣」だから通貨である。貨幣を交換・流通・決済といった機能範囲で解釈し直したものとも言える。

では、貨幣ないし通貨たる条件が理解できたとして「基軸」通貨の条件はどう理解すべきなのか。上述した貨幣ないし通貨に係る一般的な定義に倣って示すとすれば①国際的な貿易・資本取引における決済手段であること、②非ドル通貨間の価値尺度の基準となること、③各国政府の外貨準備通貨として保有されることの 3 つが必要条件となろう。この条件を満たす基軸通貨国は政治・経済両面で圧倒的な存在感と優位性を持つことが必須である。より具体的に言えば、世界最大の経済力と軍事力これに裏付けられた政治力を持つ国家が発行する通貨ならば基軸通貨足り得るものと考えられる。経済・政治・軍事のいずれにおいても突出したパワーを持つからこそ世界中から資本が集まってくるのであり、結果として国際金融市場が発達し、そこで自国国債を筆頭とする様々な金融商品が取引されるようになる。結果的に基軸通貨建ての価格表示が慣例となりやすくなる。

客観的に見れば見るほどドル以外に候補が無いという感想しかあるまい。後述するが、基軸通貨は「なりたい」と思ってなれるものではなく、大多数の市場参加者から「相応しい」と思われなければなれないものだ。単純化した言い方をすれば、いくら通貨を「供給する側(国)」がその使い勝手(資本や外為に係る規制)を良くしたところで、その通貨を「需要する側(市場参加者)」がそれを使いたいと思わなければ基軸通貨にはなれない。

～「見果てぬ夢」としか思えないユーロの基軸通貨化～

人口で見ればユーロ圏は約 3.4 億人と米国の約 3.3 億人を上回るものの、名目 GDP で見れば約 12.6 兆ドルであり、米国の約 19.4 兆ドルに及ばない。ちなみにユーロ 19 か国から EU28 か国までベースを広げても約 17.3 兆ドルであり、やはり及ばない(しかも、そこにはこれから去りゆく英国の約 2.6 兆ドルが入っている)。しかし、仮に経済規模で今後追いつくことがあっても(ないだろうが)、基軸通貨になれるかどうかは別の話である。例えば基軸通貨の条件である「①国際的な貿易・資本取引における決済手段であること」に照らした場合、中国や日本を含むアジア地域が貿易決済通貨をユーロにするだろうか。中南米地域で資本取引の決済通貨がユーロになるだろうか。有り得ないだろう。実際のところ、こうした決済や交換に絡む論点でドルに勝つことは非常に難しい。一旦、その通貨が一般受容性を持ってしまうとそれ自体が一般受容性を持つ理由になるという慣性が働くようになる。要は、基軸通貨はスケールメリットが物を言う「規模の経済」が働く世界であり、一度基軸通貨として既成事実化された通貨に打ち克つのは容易ではない。米国やドルについて余程のショックでもない限り崩れることは考えられない。敵失を待つしかないわけだ。

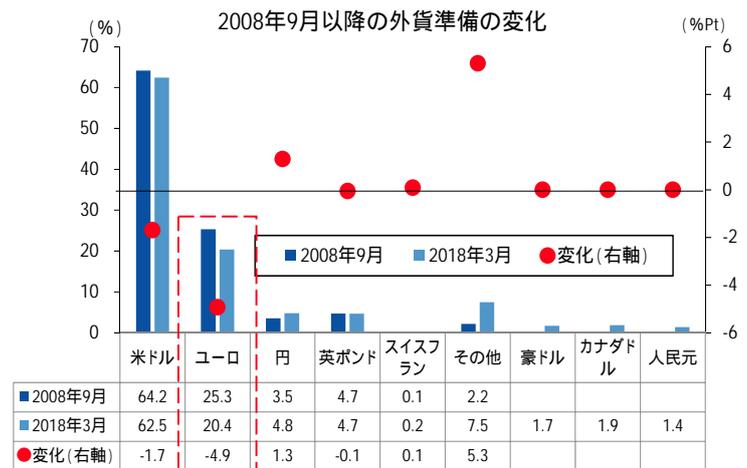
ちなみにリーマンショック後、過度なドル依存の危うさを念頭にアジア地域では貿易決済通貨の非ドル化を志向する動きが出ており、中国に至っては人民元国際化の旗印の下でオフショア人民元(CNH)取引の再開や人民元建て通貨スワップ協定の締結などが進められている。基軸通貨になりたいかどうかはさておき、ドルの一極支配に風穴を空けたいと考える向きはユーロだけではないのである。ユンケル委員長の構想を実現に近づけるためには、それらの思惑を押しつけてもユーロがドルを凌ぐ「選ばれる通貨」になることが必要なのである。

では、「②非ドル通貨の価値の尺度・基準となること」という視点からはどうか。例えば日本人の肌感覚に照らして円高・円安の評価基準を対ユーロで判断する時代が来るだろうか。原油や金など

の商品価格がドルではなくユーロ建てで表示され取引されることが常識になるだろうか。やはり想像できないだろう。既にドルが多く経済主体に使われているからこそドル建て表示なのであり、多様な相場観もこれに基づいて形成されるというインフラが出来てしまっている。崩すのは難しい。

最後の③はどうだろうか。①～③の中では最も仔細にデータが揃っている論点だが、ユーロが第二の基軸通貨と持て囃され、ユーロ相場も騰勢を強めていた時代でも世界の外貨準備に占めるユーロ比率は最高でも 28.0% (2009 年 9 月末) までしか上昇しなかった。なお、同時期のドルは 61.5% であった。債務危機以前で「第二の基軸通貨ユーロ」という幻想が最も強かった時代でもユーロ比率はドル比率と比べても半分未満だったという事実は覚えておいても良いだろう。

確かに 70% 以上が当たり前だった 2000 年以前と比べればドル比率は落ちたが、それはユーロが評価されたということの意味しない。2008 年 9 月末と 2018 年 6 月末を比較した場合、ドルは 64.2% から 62.5% へ ▲1.7% ポイント落ちているが、ユーロは 25.3% から 20.4% へ ▲4.9% ポイントへと、より激しく落ちている。ではこれら 2 大通貨が選好されなくなった分、どの通貨へ外貨準備は振られたのか。金融危機後、豪ドル、カナダドル、人民元が IMF の COFER レ



豪ドル・加ドル・元は08年9月時点で未公表。表中の「その他」はこれら3通貨を含む。
(資料) IMF, Datastream

ポートにおける公表対象通貨に加わっているが、2008 年 9 月末時点ではこの 3 通貨を含めた「その他」の比率が合計しても 2.2% しかなかった。それが 2018 年 3 月末時点では 7.5% である(図)。比率の変化だけに着目すれば、ユーロを手放した分が人民元や豪ドルやカナダドルにシフトした可能性が推測される。ユーロが基軸通貨を目指す上では、ドルから比率を奪う以前の問題として、こうした「新たな準備通貨」と比べても魅力ある通貨だということを示せねばならない。

客観的に①～③の基軸通貨の条件と照らし合わせるだけでも、ユーロの基軸通貨化は「見果てぬ夢」としか言いようがない。前向きな言い方に換えれば、たとえそれが小さいものであってもドルと伍する可能性を秘めているだけで稀有な存在であるのは確かであり、この点、ユーロは「欧州地域の基軸通貨」であることは間違いない。

～欧州委員会は何が出来るのか:まず、当然のことを～

そのような厳しい「ユーロの基軸通貨化」という遠大な目標に対し欧州委員会は何が出来るのか。既に述べたように、基軸通貨になるには供給者(国)の希望だけではなく、ユーザーであり需要者である市場参加者の支持が必要である。例えば、当該通貨を使用する際、為替リスクをヘッジするためのデリバティブ商品(先物やオプションやスワップ)が整備され、これを阻害するような資本・外為管理が残存していないことなどが重要になってくる。これは通貨の供給側である国家として対応可能な部分となる。この点、途上国などは投機アタックを懸念して規制を残しがちだが、ユーロについてはさほど心配が要らない問題であろう。

だが、ユーロの問題はそれ以前のところにある。今、ユーロ圏としてやるべきことは優先順位が高い順に①財政政策の統合、②銀行同盟の確立、③貿易決済通貨の拡大と考えられる(もちろんこれだけとは言わない)。本来、③の優先順位は高いが、そもそも①や②は「一国の法定通貨」が具備すべき当然の能力であるため、ここに欠陥を抱えている状態は捨て置けない。裏を返せば、ここに悩みを抱えるような通貨はユーロくらいしかない。①や②が無かったからこそ欧州債務危機が不必要に長期化・深刻化したのであり、ここに手を打たないことは過去への無反省を意味する。

～夢を語る前になすべきことは大きく、重い～

先に③から言及しておく、例えば 2012 年 6 月から円と人民元の間では直接取引が開始されるようになった。それまではドル/人民元とドル/円というドルを媒介とした 2 つの取引が必要であったところ、ドル抜きでも取引が出来るようになったのである。こうした取引が相応の厚みを持ち、市場に効率性が備わってくるにはまだ歴史が必要にせよ、日中貿易の規模が巨大化する中で合理的な流れと言える。ユーロが基軸通貨として成り上がるためには、まずは周辺地域でこのような流れを作ることが求められるだろう。この文脈において「ユーロ加盟国を増やせば物理的にユーロが使用されるエリアが増える」という発想はあり得るかもしれない。これもユーロが基軸通貨を目指す上で有用な動きとは思いますが、相応しくない加盟国を増やしても後の混乱の「芽」を増やすだけであり、焼け太りに終わる可能性がある。あまり真っ当な手段とは言えない。

それよりも重要なことは①そして②である。①に目をやると、6 月 19 日、メルケル独首相はマクロン仏大統領と EU 改革について議論し、ユーロ圏共通予算を創設することで合意している。規模・時期などが明示されている話ではないが、マクロン大統領は 2021 年にはその運用が始まると表明している。これは「年間の歳入と歳出で構成される、真の意味での予算(マクロン大統領)」だといふ。しかし、肝心要の財源はこれから決めるという状態であり、まだ近い将来の話として期待は持ちにくい。共通予算の裏付け財源が「ユーロ圏としての収入」なのか、それとも「各加盟国からの拠出金」なのかで政治的調整の難しさも全く変わってくるだろう(当然後者ならば相当揉めるはずだ)。また、その会合では当然、単一銀行監督、単一破綻処理に続く欧州銀行同盟最後の柱である単一預金保険(正式名称は欧州預金保険スキーム(EDIS))の必要性も論点となったはずだが、ここについては踏み込んだ議論が避けられている。先週の本欄でも述べたように、ユーロ圏共通予算やこれを所管するユーロ圏財務省の存在もなく、また EDIS(ひいては欧州銀行同盟)の創設見通しも立たないという制度欠陥が放置されている状況こそが、ユーロが今一つ外国為替取引において人気が出ず、地域通貨に甘んじている根本的な理由として存在することは忘れてはならない。夢を語るのは大いに結構なことではあるが、その前になすべきことがあまりにも大きく、重いというのが実情である。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本、の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き?～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～敵寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか?～BISビューに基づき抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の変心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう一つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか?
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	債券安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場を基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか?
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」?～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい理由なきドル/円上昇～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混乱を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か?～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試験の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか?～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き?～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか?
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか?～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)