

みずほマーケット・トピック(2020 年 8 月 3 日)

「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～

ドル全面安の中、3 月の安値から+12%近く上げたユーロの動きは目立つ。円も対ドルで騰勢を強めつつあるが、年初来高値までは距離がある。こうした状況下、「ユーロにあって円に無いもの」を検討する価値はある。筆者は需給の論点から、経常黒字構造の違いと基軸通貨性の違いに注目している。まず、ユーロ圏も日本も世界有数の経常黒字大国だが、前者は財を売ることで、後者は過去の投資からの収益を得ることで外貨を得ているという大きな違いがある。通貨高をもたらすのは圧倒的に前者だ。また、復興基金誕生はこれまで新たなユーロ建て安全資産市場の拡大を期待させるものだ。恐らくは最高格付けを得られるであろう EU 債が継続的に発行されるようになれば、ユーロがドルに対して劣後していた価値保蔵機能は強化されるだろう。これは中長期的な運用目線に立つリザーブプレーヤーにとっては立派なユーロ買い要因になる。今回の復興基金誕生がユーロ建て安全資産の市場を創造し、ユーロの基軸通貨性を高める、小さいけれども歴史的な一歩になった可能性に着目したい。

～「米国不安を映じたドル安」という流行りもの～

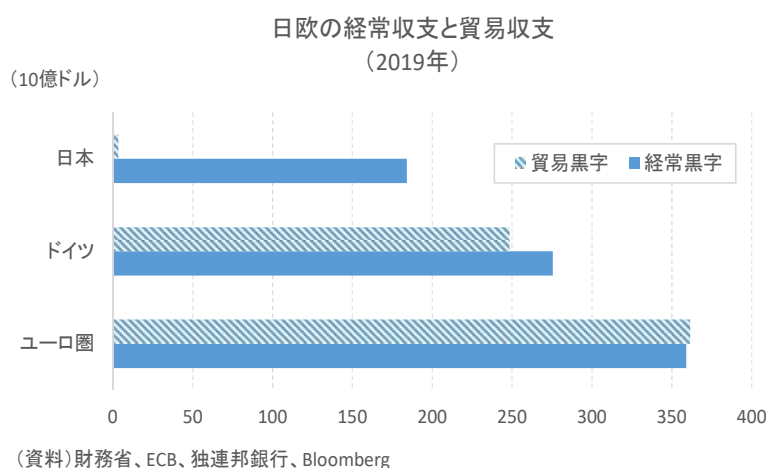
ドル安の流れは一旦落ち着きを見せているが、まだ予断を許さないだろう。繰り返し論じてきたように、ドル全面安の起点は「米財政赤字の未曾有の大きさ(2020 年は GDP 比 30%)」、言い換えれば「ドルの過剰感」ではないかと筆者は感じている。そうでなければユーロ以外の通貨まで広くあまねく上昇したことの説明がつかない。また、新型コロナウイルスの感染拡大防止においてトランプ米政権の対応の不味さが指摘されていることもドル売りの一因と言われる(相対する欧州では収束傾向が見られている)。こうして米国の政治・経済・社会への不安がドル売りとして現れていると考えるのが最も腑に落ちるが、だからといって米金利が上昇しているわけではなく、市場参加者が米国に対して心底不安を抱いているわけではあるまい。あくまで「米国不安を映じたドル安」はもっともらしいマーケットトークとして流行しているに過ぎないという理解で良いだろう。本欄では繰り返し強調しているが、そもそも 2014 年 6 月から始まったドル高局面は長過ぎた。変動為替相場制の下で当然想定されるべき揺り戻しが起き始めていると考えれば、まだこの流れは続いても不思議ではない。

～ユーロと円の違いを探る～

とはいえ、ドル全面安の中、3 月の安値から+12%近く上げたユーロの動きは確かに目立つ。円も対ドルで騰勢を強めつつあるものの、年初来高値(101.18 円)まではまだ距離がある。こうした状況下、「ユーロにあって円に無いもの」を検討する価値はあるだろう。先週までの本欄では①欧米金利差の急縮小、②欧米成長率の逆転がユーロ買いの要因として作用している可能性を指摘したが、①については日米金利差についても言える話であり、「ユーロにあって円に無いもの」とは言えない。また、②についても確かに 2021 年のユーロ圏成長率は日米欧三極で最も高いもの(米欧の成長

率格差は過去最大になる見通し)だが、2020 年について言えばユーロ圏が最低の成長率見通しであることを忘れてはならない。①や②以外で「ユーロにあって円に無いもの」を検討する価値はあるだろう。そこで、今回の本欄では需給の論点から 2 つの重要な事実を指摘しておきたい。結論から言うと、經常黒字構造の違いと基軸通貨性の違い、に注目したい。まず、經常黒字の規模に着目した場合、ユーロ圏は世界最大、日本は世界第 2 位である。例えば 2019 年の場合、ユーロ圏は 3200 億ユーロ(季節調整前、以下同じ)の黒字で、GDP 比では+2.7%に相当した。このうち、貿易収支は 3220 億ユーロの黒字、第一次所得収支は 810 億ユーロの黒字である。周知の通り、このユーロ圏が誇る世界最大の經常黒字はほぼドイツに由来している。2019 年、ドイツの經常黒字は 2455 億ユーロであり、このうち貿易黒字は 2213 億ユーロだった。ユーロ圏の經常黒字は確かに世界最大だが、ドイツ単体でも世界最大であることを忘れてはならない。

これに対し、日本の經常収支は 20 兆円の黒字で、GDP 比では+1.7%だ。經常黒字の大きさは世界第二位であるが、貿易収支は 3812 億円の黒字にとどまる一方、第一次所得収支は 21 兆円の黒字となっている。つまり、日欧共に非居住者から多額の外貨を稼ぐことで經常黒字を積み上げているものの、ユーロ圏は財を売
ることで、日本は過去の投資からの
収益を得ることで外貨を得ているとい
う大きな違いがある(図)。



こうした構造の違いは為替需給を考える上で小さくない意味を持つ。というのも、第一次所得収支を構成する証券投資収益や直接投資収益は外貨のまま再投資される部分が相応に大きい項目として知られる。黒字額がそのまま通貨高圧力に転化されるわけではない。片や、貿易黒字は外貨の売り切り(自国通貨の買い切り)となることが期待される。ユーロも円も世界有数の經常黒字大国の通貨だが、それを理由として上昇が期待されるのはユーロの方である。これが「ユーロにあって円に無いもの」の象徴と言える。

～基軸通貨性で半歩進んだユーロ～

もう 1 点が基軸通貨性の違いだ。もちろん、金融市場において広範に使用されるという点で円がユーロに劣後するという事実を改めて説明する必要はない。しかし、ユーロ発足以来、断続的に注目されてきた「ユーロは第二の基軸通貨になれるのか」という論点に関し、最近の復興基金誕生を受けて状況に変化が見られてきているように思う。

この点を議論する前に「基軸」となる通貨の条件を整理しておく必要があるだろう。細かく挙げればキリがないが、大まかに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ドル以外の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 つが必要条件と考えられる。まず①。人口で見ればユーロ圏は約 3.4 億人と米国の約 3.3 億人をやや上

回るものの、名目 GDP(国内総生産、2019 年)で見れば約 13.3 兆ドルであり、米国の約 21.4 兆ドルには距離がある。ユーロ圏 19 か国から EU27 か国までベースを広げても約 15.6 兆ドルと及ばない(離脱した英国の約 2.8 兆ドルを加えても追いつかない)。

しかし、仮にユーロが加盟国を増やし続け、経済規模で米国に追いつくことがあったとしてもドルを超えて「①国際的な貿易・資本取引における決済手段」となる展開は想像が難しいものだ。中国や日本を含むアジア地域、あるいは中南米地域が決済通貨をドルからユーロに切り替えることがあるだろうか。決済通貨の選択は「規模の経済」が働く世界であり、いったん「現在の基軸通貨」という既成事実ができると、その慣性(inertia)が強みとして作用するものだ。米国やドルの地位を揺るがすようなショックでもない限り、崩れることないと考えるのが自然だろう。

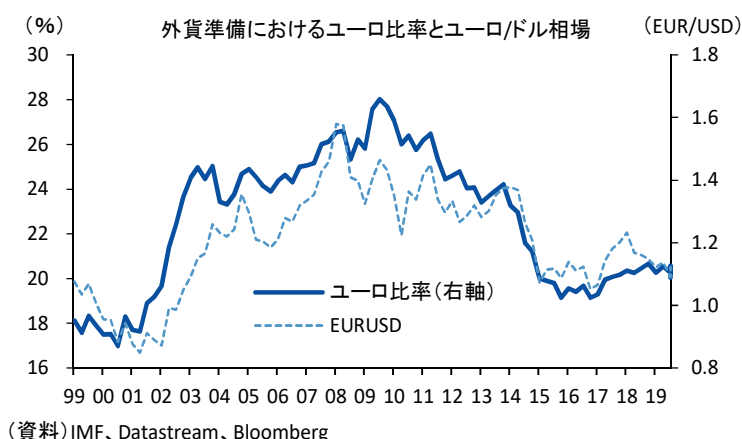
～「ドルの敵失」は期待できるか？～

要するに、「米国(ドル)の敵失」を待つしかないわけだが、最近ではそれを期待する向きも多少は出てきているように思う。冒頭言及したように、米国の財政赤字は今年、経験の無い領域に突入しており、ここもとのドル安はそうした「ドルの過剰感」、より踏み込んで言えば「ドルの信認」がテーマ視された結果という見方もある。これは立派な敵失と言えよう。また、コロナショック以前から中銀デジタル通貨(CBDC)を突破口としてドル一極集中の現状を打破しようというムードはあった。その代表格がデジタル人民元を通じて自身の通貨圏拡大に意欲的な中国の動きだが、ユーロ圏もデジタルユーロへの関心を隠していない。来たるべき CBDC の時代において技術的な規範(先行者利益)を獲得したいという思いは当然だろうが、ドルの基軸通貨性にチャレンジしたいという思いも抱いているのではないかと想像する。いずれにせよ、現状を「ドルの一極支配に風穴を空けるチャンス」と捉えるムードは元々あって、①の論点が昔よりはつけ込む余地があるようには感じられる。とはいえ、その可否は別問題であり、筆者は覇権交代の可能性は限りなく低いと考えている。

一方、「②ドル以外の通貨の価値尺度・基準となること」という視点からはどうか。この点はかなり難しそうだ。例えば、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。すでに、多くの経済主体がドルを価値尺度として使い、多様な相場観もこれに基づいて形成されている。ドルのインフラを変えるのは難しく、変える理由もない。

～外貨準備需要には変化も？～

しかし、上述の①や②と異なり、「③各国政府の外貨準備通貨として保有されること」についてはユーロに期待する部分もある。そこそがユーロと円の間横たわる基軸通貨性の違いではないかと筆者は考えている。結論から言えば、復興基金誕生を契機として、ユーロ建ての安全資産市場が新しく生まれることは外貨準備運用を司るリザー



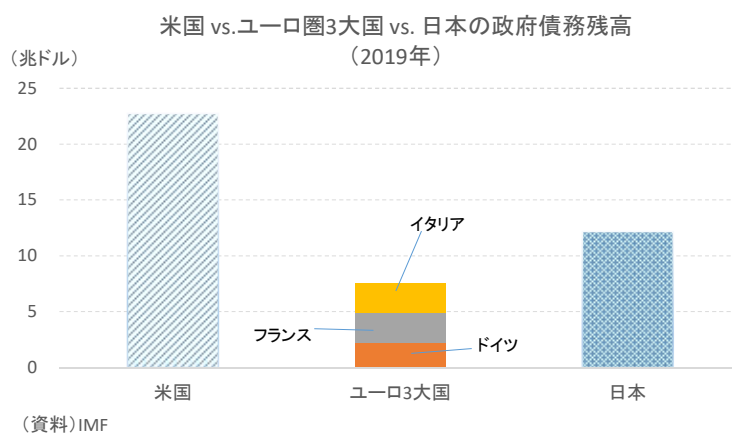
プレイヤーにとって重要な可能性を秘めている。

歴史を簡単に振り返っておこう。ユーロが第二の基軸通貨と持てはやされ、相場も騰勢を強めていた 2000～2009 年の 10 年間で世界の外貨準備に占めるユーロ比率は約 18%から約 28%へ、10%ポイントも上昇した。この間、ドル比率は約 72%から約 62%へ 10%ポイント低下している(前頁図)。上述の①や②の論点はさておき、③の論点に関して言えば、10 年間で 10%ポイントのリザーブマネーがドルからユーロへシフトしたのは事実であり、「第二の基軸通貨はユーロ」という議論が熱を帯びたのは根拠のない話ではなかった。もっとも、欧州債務危機を経て、ユーロ圏の瓦解・崩壊を囁き立てる論調が勢いづく中でユーロ比率は 19.1%(2016 年 6 月末)まで低下し、足許でも 20%程度にとどまる。「第二の基軸通貨ユーロ」に対する期待は完全に剥落したと言える。

しかし、復興基金の誕生が中銀を筆頭とするリザーブプレイヤーに与える影響は注目する価値があるだろう。7500 億ユーロの規模を有する復興基金の大きな部分は欧州委員会が EU 債として調達する。年限や金利、格付けなどは明らかになっていないが、過去に発行された欧州金融安定ファシリティ(EFSF)や欧州安定メカニズム(ESM)が発行した債券の例を見れば、最高格付けで発行されるはずだ。この点、「ユーロ圏に大きな市場を持った安全資産が誕生する」という期待は自然と生まれるはずであり、それはリザーブマネーを引き付ける一因になった可能性はある。こうした動きは明らかに「ユーロにあって円に無いもの」であり、買い材料になり得る。

～政府債務残高で比較するドル、円、ユーロ～

現在に至るまで、ユーロは安全資産(≒国債)の市場規模という点に関してドルに劣後している。市場規模を大まかに掴む意味で 2019 年の政府債務残高を参考にとすると、米国は約 22.7 兆ドルであるのに対し、ユーロ圏 3 大国(ドイツ・フランス・イタリア)では約 7.6 兆ドル(≒6.8 兆ユーロ、2019 年、1 ユーロ=1.12 ドル換算)となっており、米国が 3 倍程度の規模を誇っている。安全資産としてユーロ建て資産



の価値を保蔵しようにも受け皿としての市場規模が比較にならないほどドルの方が大きいという現実がある。ちなみに、日本は約 12.1 兆ドルとユーロ圏 3 大国の合計よりも大きい、周知の通り、この 9 割が国内で消化されており価値保蔵機能の提供という点ではより小さな規模だ(また、世界の為替取引においても円のシェア(約 8%)はユーロのシェア(約 16%)の半分であることも勘案する必要がある)。こうした状況を踏まえた上で、恐らくは最高格付けを得られるであろう EU 債が継続的に発行されるようになれば、ユーロに欠けていた価値保蔵機能が強化されることになる。これは中長期的な目線に立つリザーブプレイヤーにとっては立派なユーロ買い要因になるのではないかと。

もちろん、復興基金の 7500 億ユーロ全てが EU 債で調達されたところで米債市場に伍する存在には到底ならない。もっと言えば、復興基金は文字通り、復興のための一時的なスキームであるた

め EU 債が継続的に発行されるかどうか不明だ。かつて暫定的なスキームとして設置された EFSF が ESM として恒久化されるプロセスも一筋縄ではいかなかった。債務共有化を実現する復興基金 (という名称も恐らく変わるだろう) の恒久化はよりハードルが高いはずである。

だが、「第二の基軸通貨」として準備通貨面で大きな拡がりを見せることができなかった過去 20 年の経緯を踏まえれば、今回の復興基金誕生がユーロ建て安全資産の市場を創造し、ユーロの基軸通貨性を高める、小さいけれども歴史的な一歩になった可能性はある。最近のユーロ相場の突出した上昇について、そのような大きな視点から語ることも重要ではないかと筆者は考えている。

市場営業部・金融市場部
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
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分) 臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動」に関するアンケート調査)を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか？～)
2020年3月18日	FOMCプレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと……～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情