

## 国際通貨としてのユーロの過去・現在・将来 —コロナ禍、ロシアによるウクライナ侵攻を超えて—\*1

伊藤 さゆり\*2

### 要 約

ユーロは、1999年の導入当初から現在に至るまで、ドルに次ぐ国際通貨としての地位を維持してきた。

ユーロの最大の特徴は、財政主権と通貨主権のミスマッチにあり、ユーロの基盤である欧州の統合は、深化と地域的な拡大による変化の余地を残す。過去の危機は統合の推進力となってきた。EUと加盟国は、コロナ禍では、ユーロ危機を教訓に、財政出動のための枠組みを整備、「復興基金」創設を実現した。ECBはユーロ危機では債務危機の連鎖に歯止めを掛け、コロナ禍では、財政出動を支える役割を果たした。ユーロ導入国は発足当初の11ヶ国から20ヶ国に拡大、2018年以降、国際通貨としての役割の強化が重視されるようになった。

ユーロは、現在、ロシアによるウクライナ侵攻という安全保障の危機と、これに伴うエネルギー危機に直面している。ユーロは、対ロシア制裁の手段の一つとして活用された。ロシアとの関係が、相互依存から対立に転じたことは、国際通貨としての役割の強化の追い風とはならない。

現在の危機は、ユーロの持続可能性への不安に発展するリスクともなり得るし、統合の深化と拡大を促す契機ともなり得る。政策面では、防衛力拡充、エネルギー安全保障、経済安全保障が優先課題となったが、コロナ対応のように共通財源を大幅に強化しようという機運は乏しい。エネルギー危機対策では政治的な対立が先鋭化するリスクがある。

ECBは、過去の危機対応とは異なり、主要な目的である「中期的な物価の安定」のために金融政策の正常化を急ぎ、さらに引き締めに動いている。現在のECBは、利回り格差が拡大する「分断化」に対処するツールも備えるが、エネルギー危機という非対称的ショックに果たせる役割には限界があり、政治レベルでの協調的な取り組みが必要である。

先行きについては、近い将来の、ウクライナのEU加盟、ユーロ導入を見通すことは難しいが、EUとユーロはウクライナの復興で重要な役割を果たすことになるだろう。デジタル・ユーロへの取り組みが示すとおり、ユーロの役割を高めることで、戦略的自立を追求する方針も維持されている。

今後も、ユーロを守るために必要な政治合意が積み重ねられ、ユーロは「欧州の基軸通貨」の様相を強めて行くだろう。他方、グローバル化の後退で、欧州を超えたユーロの国際的な役割の拡大は制約されよう。

分断を深める世界にあっても、ユーロはドルに次ぎ、人民元を上回る国際通貨として踏みとどまるが、人民元との差は着実に縮まって行くと思われる。

キーワード：国際通貨、基軸通貨、欧州連合（EU）、欧州中央銀行（ECB）、安定成長協定（SGP）、復興基金「次世代EU」、経済制裁、金融制裁、EU拡大、ユーロ拡大、戦略的自立、中央銀行デジタル通貨（CBDC）

JEL Classification：E58, E60, F02, F50, H63

\*1 フィナンシャル・レビュー論文検討会議において、河合正弘、福田慎一、櫻川昌哉の諸先生方に有意義なコメントをいただいた。ここに謝意を示す。

\*2 株式会社ニッセイ基礎研究所経済研究部研究理事

## I. はじめに

国際通貨は、国際的な貿易取引や金融取引で、貨幣の3つの機能である価値尺度、交換手段、価値貯蔵機能を果たす通貨を指す（表1）。

欧州中央銀行（European Central Bank：ECB）は、1999年の単一通貨ユーロ導入以来、毎年、これらの役割を示すデータに基づいて、ユーロの国際的な役割を評価する報告書を作成している（以下、ユーロ報告書と表記）。ECBは、ユーロ報告書で、1999年1月1日の導入

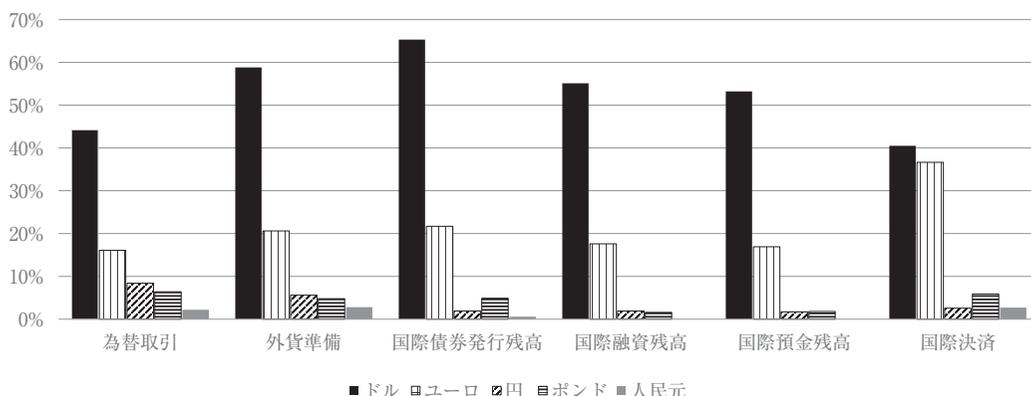
当初から現在に至るまでユーロはドルに次ぐ国際通貨としての地位を維持してきたことを確認している。

ユーロの国際通貨の順位は導入以来変化がないが、国際通貨としての利用割合の浮き沈みは経験している。ECBが国際通貨としての役割を示す6つのデータ<sup>1)</sup>を単純平均し作成している指数によれば、ユーロの利用割合は2000年代前半にかけて上昇したものの、2000年代半

表1 通貨の3つの機能と国際通貨の機能

機能	利用主体	民間部門	公的部門（通貨当局）
価値尺度		国際商品の価格表示 契約通貨	為替政策の基準通貨
交換手段		決済通貨 為替取引媒介通貨	決済通貨 介入通貨
価値貯蔵		調達・投資通貨	準備通貨

図1 国際通貨としての利用割合（2021年末）



（注） 為替取引のみ2019年時点（合計200%のデータを100%として再計算した）。

（資料） 為替取引：国際決済銀行（BIS）Triennial Central Bank Survey Global foreign exchange market turnover in 2019  
外貨準備、国際債券発行残高、国際融資残高、国際預金残高：欧州中央銀行（ECB）The international role of the euro, June 2022-Statistical Annex

国際決済：SWIFT RMB Tracker, January 2022

ばでピークアウトした後、2010年代半ばにかけて低下、その後、やや戻したところで安定している<sup>2)</sup>。結果として、為替相場の変動要因を除いた利用割合は、導入当初と最新の報告書の段階で、ほぼ同じ水準にある。ユーロは、導入前の法定通貨、特にドイツ・マルクの地位を引き継ぐことで、ドルに次ぐ国際通貨として誕生した。ユーロ導入による国際通貨としての地位向上の効果は、あったとしても一時的で限定的だったことになる。

国際通貨としてのユーロと基軸通貨ドルとの差は大きい(図1)。ドルには、ブレトンウッズ体制で基軸通貨としての地位が確立されたことによる「慣性」、ドルが広く利用されていることによる「ネットワーク外部性」も働いている。さらに、Claeys, G and G.B.Wolff (2020)が歴史的に支配的な役割を果たした通貨の7つの特徴とする

- (1) 経済規模
- (2) 資本移動の自由
- (3) 国際通貨の役割を果たすことへの通貨当局の意思
- (4) 金融政策、金融システム、財政、制度、政治、司法などの安定性
- (5) 大規模かつ弾力的な安全資産の提供能力
- (6) 発展し流動的で深みのある金融市場
- (7) 強力な国家を裏付けとする地政学的、軍事的な強大なパワー

のすべてを備えている。

他方、ユーロの場合、「慣性」や「ネットワーク外部性」は限られ、財政主権を維持しながら通貨主権を共有する「壮大な実験」であるため、支配的な通貨に見られる7つの特徴のうち、

(5) 安全資産の提供能力、(6) 金融市場の深さで米国に大きく劣後する。2010年代半ば

にかけて、国際通貨としての役割が縮小したのは、世界金融危機の打撃と圏内における債務危機の広がり、(4)の安定性への懸念が生じたからだ。(3)の国際通貨としての役割を果たすことへの意思も、EU、ECBが明確な方針として打ち出すのは、2018年と比較的最近である。

ユーロのドルへのキャッチ・アップは、(1)経済規模、(2)資本移動の自由、(3)当局の意思が維持され、財政・金融面での統合深化で、(4)安定性、(5)安全資産、(6)金融市場の問題の改善につなげられるかが鍵となる。(7)の軍事的なパワーも、ロシアによるウクライナ侵攻で、欧州の安全保障体制が挑戦を受けたことによって、(4)安定性との関わりで重要な要素となってきた。

今後、ユーロとドルの差が埋まらないまま、人民元がキャッチ・アップし、ユーロがドルに次ぐ国際通貨としての地位から転落する可能性もある。中国は(1)の経済規模では18年、(7)の軍事的パワーを図る軍事支出の規模では14年にユーロ圏の合計を上回るようになってきている(図2、3)。ユーロ未導入の国も含めたEUの合計でも、中国は20年に軍事支出、21年にGDPで凌駕するようになった。主要7カ国(G7)の一角を占める英国の離脱(20年1月)が、中国がEUを超える時期を早めた面がある。

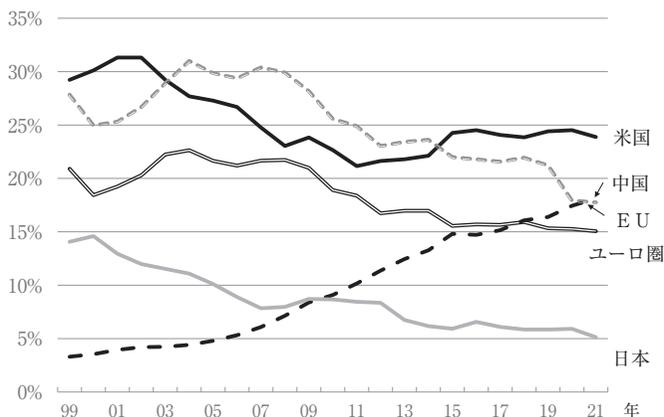
こうした中国の急成長にも関わらず、ユーロと人民元の国際的な役割の差は大きい。中国が(2)の資本移動の自由の要件を満たしておらず、国際的な調達・投資通貨としての利用が限定されることが主因である。

ユーロのドルに次ぐ国際通貨としての地位は、ユーロの基盤である欧州の統合の深化と拡大などユーロに関わる要因とともに中国当局の

1) 国際債券の発行残高(ユーロ圏内の発行体によるユーロ圏内の投資家を対象とする発行を除く狭義の定義)、国際融資残高(ユーロ圏外の銀行によるユーロ圏外の借り手に対する融資)、国際預金残高(ユーロ圏外の銀行へのユーロ圏外の預金者からの預金)、国際決済(多通貨同時決済システム(Continuous Linked Settlement:CLS)における決済比率)、外貨準備、為替相場制度におけるアンカー通貨としての利用割合に基づく。

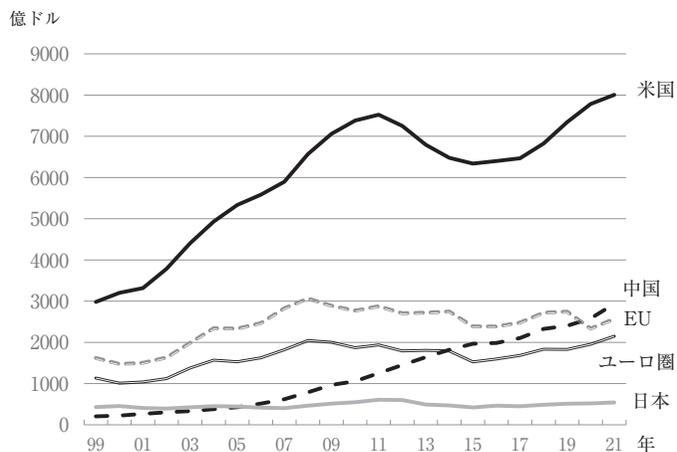
2) ECB (2022b) p. 3 Chart 1

図2 世界のGDPに占めるシェア



(注) EUとユーロ圏は各年の加盟国・導入国数の集計で算出(名目ドル・ベース)。  
 (資料) 国際通貨基金 (IMF) World Economic Outlook Database, April 2022

図3 主要国・地域の軍事支出の推移



(注) EUとユーロ圏は各年の加盟国・導入国数の集計で算出(名目ドル・ベース)。  
 (資料) SIPRI Military Expenditure Database

政策スタンスや国際社会の反応によっても変化し得る。

本稿は、国際通貨としてのユーロの「将来」を展望する視点の提供を試みるものである。そのために、続くⅡ章では国際通貨としてのユーロの特徴という視点から、コロナ禍対応までのユーロの「過去」を振り返る。Ⅲ章では、コロナ禍からの回復過程で生じたロシアによるウクライナ侵攻へのEUの対応、特に、ロシアに対

する制裁手段としてのユーロの活用について評価する。Ⅳ章ではロシアのウクライナ侵攻による環境変化と政策対応が、ユーロに及ぼしつつある影響という「現在」を「過去」と対比して、整理する。Ⅴ章で「将来」のユーロについての若干の考察を試みる。

## II. 過去—国際通貨としてのユーロの特徴—

国際通貨としてのユーロには、基軸通貨であるドルや、その他の国際通貨とは明確に区別される特徴がある。以下で4つの側面からユーロの特徴と変遷を辿る。

### II-1. 財政主権と通貨主権のミスマッチと統合の深化

ユーロの最大の特徴は財政主権と通貨主権のミスマッチにある。ユーロ導入国は通貨主権を委譲し、独自の金融政策の運営を手放す一方、財政主権は維持している。

ユーロは逆戻りできない不可逆的な通貨として導入された。英国がEUから離脱する手続きはEU条約50条に基づき進められたが、ユーロ離脱に関しては条約に規定はない。

ユーロの不可逆性にも関わらず、ユーロという「壮大な実験」は失敗に終わるとの懸念は常につきまとう。ユーロを巡っては、導入前から、マンデルに始まる最適通貨圏の理論をベースに持続可能性が論じられてきた<sup>3)</sup>。「ユーロ圏は最適通貨圏を超える範囲に広がっており、条件への非適合を補うメカニズムも不十分」というのが広く共通する理解であろう。ユーロは、財政統合、政治統合を欠いたままでは、いずれ行き詰まるとの見方は根強い。実際、ユーロ圏に広がった債務危機の震源地となったギリシャが、EUの支援プログラムの条件に反旗を翻したことで、ユーロ離脱が現実味を帯びる場面もあった<sup>4)</sup>。23年1月時点でユーロ導入国は20

カ国となり、最適通貨圏の範囲を超えて広がっている。制度が不完全なユーロには問題が生じ得るし、問題が生じた場合の解決は、主権国家間の政治的な合意に依存する。ユーロ懐疑論のベースには、政治的な意思に影響を及ぼす各国の有権者の選択が、必ずしも単一通貨の支持につながるとは限らないとの考えがある。

根強い懐疑論にも関わらず、ユーロの基盤である欧州の統合は、危機をバネとして深化してきた。ユーロの完成度を高める制度改革は、国家主権の更なる委譲や制限を伴う。ユーロ導入国の間には過剰債務国と財政健全国など立場の違いがあり、利害が対立する。それでも、ユーロを導入する国々は、多大な政治的資源を投入して築き上げたユーロの崩壊は望んでいないことから、土壇場ではユーロを守るために必要な合意が成立してきた。

ユーロ圏内に広がった債務危機では、財政ルール の形骸化、資金繰り支援の枠組みの欠如、単一通貨圏内での銀行監督・破綻処理制度の分散という制度的な欠陥が問題として露呈した。債務危機の未然防止に失敗した「安定成長協定 (Stability and Growth Pact : SGP)」を基盤とする財政ルールの見直し<sup>5)</sup>、自力での資金繰りが困難になった国を支援する「欧州安定メカニズム (European Stability Mechanism : ESM)」の常設化、一元化された銀行監督・破綻処理制度、単一の規則集に基づく「銀行同盟」への移行などの統合深化による対応を迫られた。

3) 最適通貨圏の理論の詳細はDe Grauwe (2020) 参照。同書の77頁で最適通貨圏の範囲に関する先行研究などが紹介されている。

4) ギリシャ危機の展開については田中 (2016) が詳しい。支援条件への是非を問う国民投票を行ったギリシャに対して金融支援が停止され、ECBはギリシャ中央銀行による商業銀行へのユーロ供給の上限引き上げに応じなかった。支援再開の交渉の場では、ドイツが一時的なユーロ離脱案を準備していたとされる。

5) 伊藤 (2021b) では、財政ルールの観点から、ユーロ危機前を「財政同盟1.0」、ユーロ危機後を「財政同盟2.0」とし、「財政同盟1.0」の問題点、「財政同盟2.0」での改善点と問題点、コロナ危機での財政ルールの運用等について論じた。

20年3月に急拡大したコロナ禍では、当初、債務危機への発展が懸念された。第1波では、過剰債務国のイタリアやスペインで当初の感染被害が深刻だった。これらの国々は、観光業への依存度が高いことから、コロナ禍でより大きな打撃を受けることが懸念される一方、財政余地が狭いために十分な政策対応を講じられず、経済がより深く傷つき、金融システム危機や債務危機が再燃するとの連想が広がった。

しかし、コロナ禍による債務危機再燃は杞憂に終わった。危機の性質が異なったことも理由であろうが、ユーロ危機対応の経験と制度改革の成果が発揮された面もあった。世界金融危機

後は、早すぎる財政緊縮と遅すぎる政治合意で、ユーロ圏内の債務危機の拡大を許した<sup>6)</sup>。しかし、コロナ禍では、初動の乱れこそあったものの、加盟国による必要な財政出動を妨げないような枠組みを異例のスピードで整備した（表2）。国家補助ルールの適用除外を認める一時的な枠組みやSGPの一時免責条項の発動など「ルールの柔軟化」に続いて、5400億ユーロの危機対応パッケージとして、1000億ユーロ規模の低利融資の枠組み「失業リスク軽減の緊急支援（Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency：SURE）」の創設や、2000億ユーロの投資動員効果を見込む欧州投資銀行

表2 EUによる加盟国のコロナ対応の財政出動支援の枠組み

分類	政策枠組み	概要
ルールの柔軟化	国家補助の一時的な枠組み（State aid Temporary Framework） 20年3月19日～	条件付きで国家補助を認める コロナ対応の枠組みは22年6月30日終了（但し、投資・ソルベンシー支援は23年末） ウクライナ侵攻を受けて、エネルギー危機対応として新たに「一時的な危機枠組み（Temporary Crisis Framework）」を始動（22年3月23日～）
	安定成長協定（Stability Growth Pact；SGP）の一般免責条項（General Escape Clause）発動 20年3月23日～	財政規律要件の適用の一時停止 ウクライナ侵攻を受けて23年度からの解除予定を1年延期
政府支援の枠組み	EUの基金の活用 （20年4月1日～）	欧州構造投資基金（European structural and investment funds：ESIF）、欧州連帯基金等のコロナ対策への活用（コロナ対応投資イニシアチブ）
	危機対応パッケージ （20年4月合意）	失業リスク軽減の緊急枠組み（Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency：SURE）（1000億ユーロ） 欧州投資銀行（European Investment Bank：EIB）汎欧州保証ファンド（2000億ユーロ相当の投資動員のための244億ユーロの基金創設） 欧州安定メカニズム（European Stability Mechanism：ESM）パンデミック危機支援（2400億ユーロ）
	復興基金「次世代EU（NextGenerationEU）」 （20年7月合意）	EUが債券を発行、補助金と融資で配分する枠組み（2058年末償還終了） 総額8069億ユーロ、中核の復興・強靱化ファシリティー（Recovery and Resilient Fund：RRF）は7238億ユーロ（補助金3380億ユーロ、融資3858億ユーロ）

（資料） 欧州委員会資料を基に作成

6) ユーロ危機対応の失敗については伊藤（2021a）で論じた。

(European Investment Bank : EIB) による「汎欧州保証ファンド」、2400 億ユーロ相当の ESM における「パンデミック危機支援」の 3 本柱の対策をまとめた。欧州委員会の資料によれば、国家補助ルールの一時的適用除外で EU の GDP の 2 割に相当する 3 兆ユーロほどの流動性支援、SGP の一時免責条項の発動で同 4% 相当の 5750 億ユーロの財政出動が可能になった。ユーロ危機を想起させる ESM の利用はなかったが、EIB の「汎欧州保証ファンド」からは 1771 億ユーロの投資効果が期待され、SURE は累計で 19 カ国が 984 億ユーロを利用、20 年のピーク時には 3100 万人、250 万社をカバーした<sup>7)</sup>。SURE の財源は欧州委員会がソーシャル債を発行した。20 年 10 月の第 1 回の発行では国際資本市場における過去最高額の注文が集まった。

さらに、大きな一歩は、1.2 兆ユーロの 21~27 年の EU 予算の多年次枠組み (Multiannual Financial Framework : MFF) と合わせて、8069 億ユーロ (名目額、以下も同じ) の復興基金「次世代 EU (NextGenerationEU : NGEU)」の創設で合意し、21 年の稼働開始に漕ぎつけたことだ。

復興基金はコロナ禍からの包摂的な復興と、グリーン移行、デジタル移行を併せて進めるための投資・改革を支える枠組みである。制度設計については別稿で論じており<sup>8)</sup>、詳細には立ち入らないが、ユーロの国際通貨としての地位との関係では、留意すべき点がある。復興基金はユーロ未導入の EU 加盟国もカバーすること、復興基金のための債券発行は 2026 年末まで、2058 年までに償還を終える 1 回限りの枠組みと位置づけられていることだ。

それでも、復興基金は、3 つの側面からユーロの地位向上につながる潜在力を有している。

1 つは、原資の調達を欧州委員会が発行するユーロ共同債で行うことが、I 章で指摘したユーロに不足している要件のうち、(5) の安全資産の提供力と (6) の金融市場の強化に貢献することだ。欧州委員会の信用格付けはムーディーズ、フィッチは最上位 (見通しは安定的)、S&P で最上位から 2 番目 (同安定的) と高い。ドイツ国債は、ユーロ圏の国債市場のベンチマークであり、格付け会社 3 社から最上位の格付け (同安定的) を得ている。その発行残高は 1.9 兆ユーロ (21 年末時点) である。国債発行残高<sup>9)</sup> はフランスの 2.5 兆ユーロがユーロ圏で最多だが、信用格付けは上位から 3 番目で EU よりも低い。フランスに続くイタリアは 2.2 兆ユーロだが信用格付けはムーディーズで Baa3 (同ネガティブ)、フィッチと S & P は BBB (同安定的) で辛うじて投資適格、EU 加盟国では下位の部類である<sup>10)</sup>。復興基金のためのユーロ共同債のおよそ 8000 億ユーロという発行規模のインパクトはそれなりに大きい。欧州委員会は復興基金のための債券の 30% はグリーン債で発行する。近年、EU は、単一市場の形成の過程で強化されたグローバルなルールメーカーとしての影響力を自覚的に行使するようになってきている<sup>11)</sup>。脱炭素化で世界をリードし、ルール作りの主導権を握ろうとの野心もある。欧州は、資本市場の全体としての発展度や流動性、深さにおいては米国に劣後するが、サステナブルファイナンス市場では優位にある。復興基金債や SURE 債は、サステナブルファイナンス市場のベンチマークとなり、市場の発展に貢献することが期待される。

復興基金の潜在力の 2 つめは EU の共通財源の強化という意味での前進となることにある。復興基金は、返済不要の補助金 (4211 億ユーロ) と融資枠 (3858 億ユーロ) からなる。復

7) EU Investor Presentation pp. 13, 4 January 2023

8) 伊藤 (2021b)

9) いずれも欧州委員会統計局 (eurostat) Government consolidated gross debt at face value - Debt securities より。ユーロ圏で 3 社から最上位の格付けを得ている国はドイツ以外に 2 カ国あり、オランダは 3727 億ユーロ、ルクセンブルクは 142 億ユーロ。

10) 現在のユーロ導入国でイタリアよりも格付けが低い国はキプロスとギリシャの 2 カ国のみ。

11) グローバルなルールメーカーとしての EU については Bradford (2020) が詳しい。

興基金以前の欧州委員会による債券発行は、SURE債も含めて、融資のための財源調達であり、償還は融資利用国からの返済が償還原資となる。融資利用国からの返済が滞った場合に備えてEU予算が保証をすることで、高格付けを維持する仕組みである。これに対し、復興基金のためのユーロ共同債の一部は補助金の財源となり、EUの独自財源から償還する。EUは共同債の償還が終わる2058年までの間は、EUの独自財源の上限の国民総所得（GNI）比1.4%に同0.6%相当の追加枠を確保し、信用の裏付けとする。

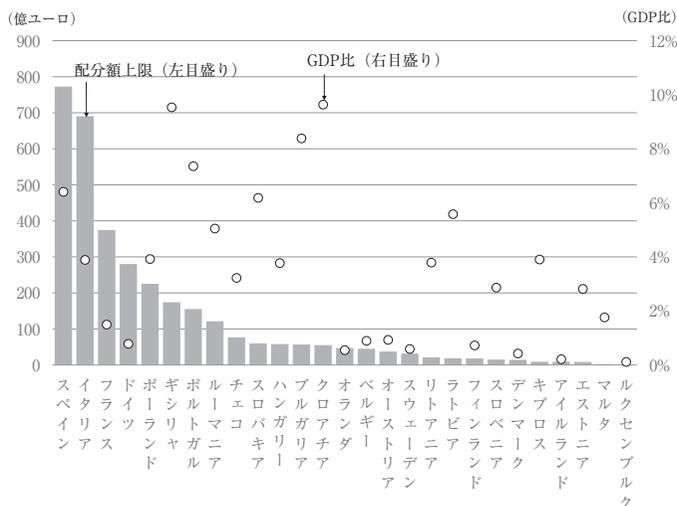
3つめは補助金の配分において、圏内の格差を抑制しながらの構造転換の促進が期待されることだ。ユーロ危機で問われた（4）の安定性の問題の改善につながる。復興基金の中核の枠組みである7238億ユーロの「復興・強靱化ファシリティ（The Recovery and Resilience Facility：RRF）」のうち、融資枠の3858億ユーロは19年のGNIの6.8%までを上限とする。返済不要の補助金の3380億ユーロは低所得国、高失業国、コロナ禍の打撃が大きい国に配分する。そのため、補助金の配分は、南欧や中東欧

諸国に厚く（図4）、圏内格差を抑制する効果が期待される。各国はRRFの利用にあたり復興・強靱化計画をまとめることを求められる。計画は、気候変動対策によるグリーン移行に全体の37%、デジタル移行に20%を配分するなどの要件を満たす必要がある。欧州委員会による審査、閣僚理事会での承認を経て、第1回分は計画の13%相当を前払い金として受け取る。その後は、計画の進捗に応じて、加盟国が追加資金を要請し、欧州委員会が計画の進捗状況を確認し、経済金融委員会による原則全会一致の承認を経て受け取ることができる。政策目標に沿った改革・投資のために基金の利用を求める制度設計である。

以上のように、コロナ禍では大胆な財政拡張を支える枠組みによって、失業やコロナ禍の後遺症を防ぎ、圏内格差を抑制しながら構造転換を促す復興基金を創設し、信認をつないだ。ユーロ危機に続いて、危機が統合の深化の推進力となった。

こうした政策対応の手厚さもあり、コロナ禍からの回復過程は、概ね順調に進むと期待されていたが、ロシアによるウクライナの侵攻によっ

図4 RRFの補助金の配分



(資料) 欧州委員会 RRF : Update of the maximum financial contribution, 30 June 2022

て、混乱を来すことになった。侵攻開始後の対応については、IV章1項で確認する。

## II-2. ユーロの番人としての欧州中央銀行

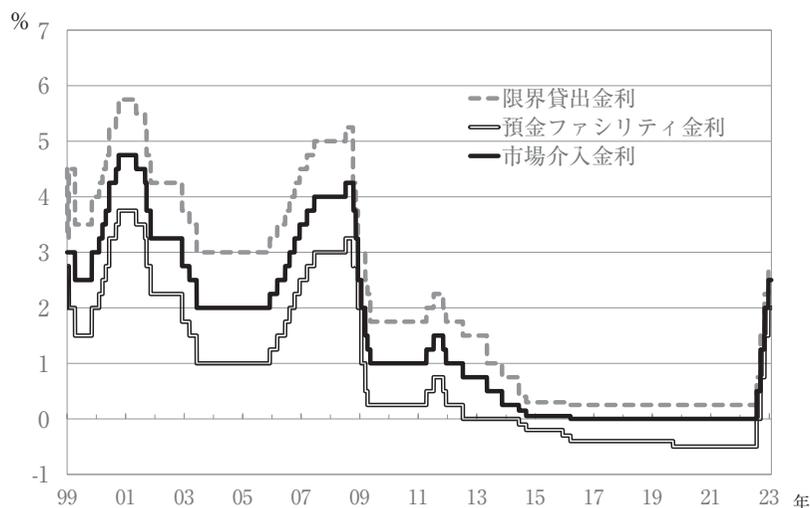
財政主権が分散する単一通貨圏の金融政策を担うのが欧州中央銀行（European Central Bank：ECB）である。EUの基本条約（EU運営条約127条）には、欧州中央銀行制度の「主要な目的（primary objective）」は「物価の安定」であり、「物価安定を妨げない限りでEUの経済政策全般を支援する」と明記されている。

ECBは、世界金融危機に大幅な利下げと（図5）と流動性供給で対応したが、ユーロ圏に債務危機が広がると、次々と新たな政策手段を導入し、危機対応にあたった。ユーロ危機では、政治的な意思決定が市場の後追いとなり、信用回復のための財政緊縮策が景気回復を妨げ、財政と金融システムの健全化も、信用の回復も、却って遠のく悪循環に陥った。ECBは2010年5月に

は信用不安から生じた利回り格差の拡大に対処する証券市場プログラム（Securities Markets Programme：SMP、12年9月まで）、3年物の資金供給（Long Term Refinancing Operations：LTRO、11年12月～12年3月）を実施した。12年9月には、ESMによる支援プログラムの履行を条件に無制限に国債を買入れるプログラム（Outright Monetary Transactions：OMT）を導入した。当時の市場では、大国のイタリアが自力での資金繰りが困難な事態に陥った場合の支援金不足への不安が燃り、自己実現的な危機のリスクが高まっていた。OMTの導入は、その布石として、ドラギ総裁（当時）がユーロ取引の中核拠点である金融センター・シティの講演<sup>12)</sup>で発した「責務の範囲内で、ECBはユーロを守るためにできることは何でもやる用意がある」というメッセージとともに、ユーロ圏内での債務危機の連鎖に歯止めを掛けたと評価されている。

ECBは、低成長とデフレ・リスクという債務危

図5 ECBの政策金利の推移



(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

12) Verbatim of the remarks made by Mario Draghi the Global Investment Conference in London 26 July 2012. 後年でのドラギ総裁の発言が転換点になったという評価として Mike Bird and Christopher Whittall “The Speech That Transformed European Markets—Five Years Later (欧州変えたドラギ ECB 総裁発言、あれから5年)” The Wall Street Journal, 27 July, 2017

機の後遺症にも、超金融緩和策の維持・強化で対応した。ECBの政策金利のうち預金ファシリティ金利をマイナスとするマイナス金利政策を14年6月に開始する。14年10月にスタートした資産買入れプログラム（Asset purchase programmes：APP）には、カバードボンド、資産担保証券（ABS）に続いて、15年3月に国債等を対象とするプログラム（Public sector purchase programme：PSPP）が加わり、本格的な量的拡大が始まる<sup>13)</sup>。以後、ECBは、14年9月、15年12月、16年3月にマイナス金利を深掘りする。APPの新規買入れは、18年末には一旦停止するが、19年9月の政策理事会で、3年半振りのマイナス金利の深掘りと共に、同年11月からのAPPの再開を決める。貸出を促進するための4年物資金供給（Targeted longer-term refinancing operations：TLTRO）の第1弾は14年9月から16年6月まで、これを引き継ぐ第2弾TLTRO IIは16年6月から17年3月まで実施、19年9月に3年物の資金を供給する第3弾TLTRO IIIを再開する。

ECBは、このように、コロナ禍に直面する前の段階で、超金融緩和の出口に辿りつけないまま、緩和強化へと舵を切りつつあったが、コロナ対応で、さらに緩和を強化し、大胆な財政政策を支える役割を果たした。コロナ対策の柱は、既存のPSPPよりも柔軟な買入れを行うパンデミック緊急支援プログラム（Pandemic emergency purchase programme：PEPP）で、20年3月に開始し、22年3月末の停止までに1.7兆ユーロの買入れを行った。一方、コロナ禍前から継続してきたAPPは、22年7月1日の停止までに国債等を中心に3.3兆ユーロを買入れた。資金供給の面では19年9月に再開したTLTRO IIIの実施期間を当初予定の21年3月から21年12月に延長、貸出上限の引き上げや、優遇金利の適用条件緩和などで利用を促した<sup>14)</sup>。その結果、コロナ禍対応

を打ち出した後の20年3月から21年12月までに実施された8回の資金供給で合計2.3兆ユーロの資金を供給した。

コロナ対応を経て、ECBのバランス・シートはピークの22年6月末時点で8.8兆ユーロに達している（図6）。コロナ対応による増加分が半分近くを占め、ECBのバランス・シートは、08年1月の水準に対して6.6倍に膨らんだ。

このように、世界金融危機以降、21年末までECBの金融政策は、ほぼ一貫して緩和強化の方向に動いてきた。

しかし、ロシアによるウクライナ侵攻後の環境変化によって、ECBは一転して急ピッチでの金融緩和策の仕舞いを迫られることになった。この点についてはIV章2項で後述する。

### II-3. 地域的な拡大

地域的な拡大の余地があることも、国際通貨としてのユーロの特徴である。新たに加わる国によっては、（1）の経済規模や（5）の安全資産の提供能力、（7）の地政学パワー、軍事的パワーを押し上げる。逆に、（4）の安定性を損なう可能性もある。

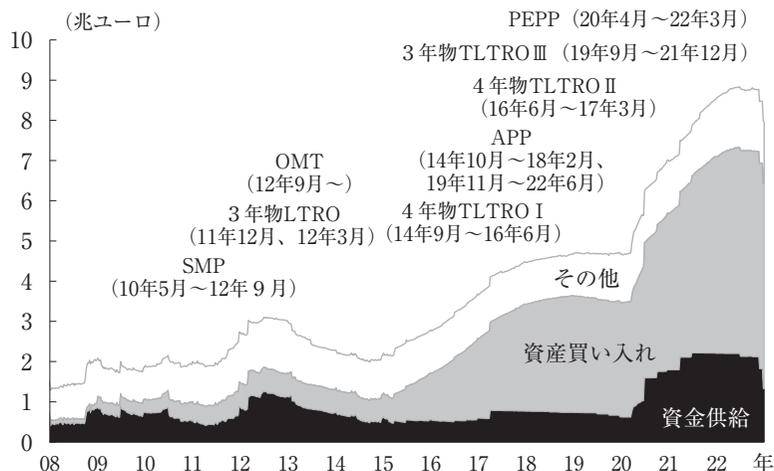
99年1月の導入時は11カ国で発足し、01年に第1陣の審査で唯一不合格だったギリシャが導入、以後、EUの東方拡大で新規に加盟したスロベニアが07年、キプロス、マルタが08年、スロバキアが09年、エストニアが11年、ラトビアが14年、リトアニアが15年、クロアチアが23年からユーロを導入した。23年1月時点でEU加盟国の27カ国中20カ国がユーロを導入している。

現在、ユーロ未導入の7カ国のうち、ユーロ導入前に統合に参加し、ユーロを導入しないオプトアウトが認められているデンマーク以外の6カ国、スウェーデン、ポーランド、チェコ、ルーマニア、ハンガリー、ブルガリアは導入の義務

13) SMPは信用緩和策であり、金融政策に影響を与えないよう流動性を吸収する不胎化が行われた。

14) 貸出金利は市場介入金利の平均、優遇金利は預金ファシリティ金利の平均とされていたが、20年6月24日から22年6月23日の期間は、それぞれ50ベーシスポイント低い水準とした。優遇金利の適用は基準の残高に対する貸出の水準で決めた。

図6 ECBの資産残高



(注) 各プログラム名に記載した年月は新規資金供給、純資産買入れの実施期間（但し、CMTは未利用のため導入時期）  
 SMP（証券市場プログラム）= Securities Markets Programme  
 LTRO（長期資金供給オペレーション）= Long Term Refinancing Operations  
 OMT（国債買い切りプログラム）= Outright Monetary Transactions  
 TLTRO（ターゲット型長期資金供給オペレーション）= Targeted Longer-term Refinancing Operation  
 APP（資産買入れプログラム）= Asset Purchase Programme  
 PEPP（パンデミック緊急買入れプログラム）= Pandemic Emergency Purchase Programme  
 (資料) 欧州中央銀行 (ECB)

を負う。

ユーロ導入にあたっては、EU 運営条約 140 条の手続きに従い、「収斂基準 (Convergence Criterion)」と呼ばれる導入条件への適合性の審査が行われる。原則として 2 年に 1 度、欧州委員会と ECB が収斂基準への適合状況に関する審査報告書 (Convergence Report) をまとめる。審査項目は、①法的な整合性、②物価の安定、③財政の健全性、④為替相場の安定、⑤長期金利の収斂の 5 つである<sup>15)</sup>。

22 年 6 月の収斂報告書の審査結果は表 3 の通りであり、13 年に加盟した最も新しい EU 加盟国であるクロアチアの収斂基準の達成が認められた。同国は、20 年 7 月に「2 年間の対ユー

ロでの為替相場の安定」という為替の安定の条件への適合に向けて、欧州為替相場メカニズム II (Exchange Rate Mechanism II : ERM II) に参加、準備を進めてきた。6 月の首脳会議はクロアチアの適合を認める審査結果を支持、7 月の財務相理事会での承認を経て、23 年 1 月からの導入が決まった。クロアチアのユーロ導入の決定を受けて、22 年 7 月にクロアチアの信用格付けを S&P は BBB- から BBB+、フィッチは BBB から BBB+ (ともに見通しは安定的) に引き上げ、ムーディーズは Baa2 (見通しは安定的) の格付けを付与しており、「投資適格 (フィッチと S&P で BBB- 以上、ムーディーズで Baa 以上)」の地位を固めたことになる。

15) European Commission (2022d) pp. 5-8. なお、EU 運営条約 140 条では、①-⑤のほかに、経済の統合と収斂に関わる「その他の要素」も考慮することを求めている。

表3 収斂報告書の評価

		①法的 整合性	②物価の 安定		③財政の健全性				④為替相場の安定			⑤長期金利の 収斂	
		適合	HICP 上昇率%	適合	発動中の過剰 な財政赤字 是正手続き	財政 赤字 対GDP比%	政府債 務残高 対GDP比%	適合	ERM II 参加	対ユーロ 相場変動幅	適合	年平均	適合
ブルガリア	2020	×	1.2	×	なし	-4.0	24.7	○	あり	0.0	○	0.3	○
	2021		2.8			-4.1	25.1			0.0		0.2	
	2022		5.9			-3.7	25.3			0.0		0.5	
チェコ	2020	×	3.3	×	なし	-5.8	37.7	○	なし	-3.1	×	1.1	○
	2021		3.3			-5.9	41.9			3.1		1.9	
	2022		6.2			-4.3	42.8			3.9		2.5	
クロアチア	2020	○	0.0	○	なし	-7.3	87.3	○	あり	-1.6	○	0.8	○
	2021		2.7			-2.9	79.8			0.1		0.4	
	2022		4.7			-2.3	75.3			-0.2		0.8	
ハンガリー	2020	×	3.4	×	なし	-7.8	79.6	○	なし	-8.0	×	2.2	×
	2021		5.2			-6.8	76.8			-2.1		3.1	
	2022		6.8			-6.0	76.4			-3.1		4.1	
ポーランド	2020	×	3.7	×	なし	-6.9	57.1	○	なし	-3.4	×	1.5	×
	2021		5.2			-1.9	53.8			-2.7		1.9	
	2022		7.0			-4.0	50.8			-1.5		3.0	
ルーマニア	2020	×	2.3	×	あり	-9.3	47.2	×	なし	-2.0	×	3.9	×
	2021		4.1			-7.1	48.8			-1.7		3.6	
	2022		6.4			-7.5	50.9			-0.5		4.7	
スウェーデン	2020	×	0.7	○	なし	-2.7	39.6	○	なし	1.0	×	0.0	○
	2021		2.7			-0.2	36.7			3.2		0.3	
	2022		3.7			-0.5	33.8			-3.0		0.4	
参照値			4.9		なし	-3.0	60.0		あり	2年間切り下げ なし		2.6	
(参考) デンマーク	2021	×	1.9	○	なし	2.3	36.7	○	あり	0.2	○	-0.06	○

(注) 財政赤字のGDP比が3.0%を超えていても財政の健全性の基準に適合とされたのは、コロナ対応やウクライナ難民支援などの一時的要因が認められたことによる。

デンマークはユーロを導入しないオプトアウトの権利が認められているため、収斂報告書の評価対象となっていない。

②の物価の安定の参照値はEU加盟国で物価安定の観点から最も良好なパフォーマンスの3カ国の12カ月平均の単純平均値プラス1.5%以内、⑤の長期金利の収斂の参照値はEU加盟国で最も良好なパフォーマンスの長期国債利回りの12カ月平均の単純平均値プラス2%以内。

(資料) ECB (2022a) pp.42 Table 3.1 を基に作成

ユーロ導入を目指す国では、収斂基準の達成のために財政健全化や構造改革が進む。小規模で信用力の低い国にとってユーロ導入には信用補完の効果が働く。

ブルガリアは、ユーロ導入で、クロアチアに続くと思われる。ブルガリアは07年にルーマニアとともにEUに加盟した。99年から対ユー

ロでの固定相場制を採用しており、ユーロ導入による金融政策・通貨政策の権限を手放すコストが小さい。クロアチアと同じ20年7月にERMIIに参加し、ユーロ導入の準備段階に入っているが、22年6月の報告書で、①の法的な整合性と②の物価の安定が非適合とされた。同国は24年からの導入を目指している。信用格

付けはフィッチがBBB、S&PがBBB、ムーディーズがBaa1である。フィッチは21年2月にユーロ導入に向けた進展を理由として見直しを「ポジティブ」に引き上げている。

ルーマニアも、フィッチとS&PがBBB-、ムーディーズがBaa3と投資適格ぎりぎりの水準で、信用補完のニーズが高い国の1つであり、ユーロ導入の意欲は高い。しかし、22年の報告書では5項目のすべてが非適合と判断されており、ユーロ導入までにはまだ距離がある。政府の目標は24年<sup>16)</sup>だが、実現は2020年代後半になると見られる。

ポーランド、チェコ、ハンガリーの3カ国はユーロ導入に向けて前進している3カ国と異なり、具体的な目標年限を掲げていない。欧州委員会が22年4月に実施したユーロの未導入国のユーロ導入時期に関わる世論調査<sup>17)</sup>でも、これら3カ国については「5年以内」、「10年以内」、「決してない」のうち、「5年以内」の割合が最も低い。但し、「10年以内」がハンガリーでは46%、ポーランドでは37%と最も多く、将来のユーロ導入は意識されている。チェコは「10年以内」が38%で最多だが、「決してない」も36%を占めており、中東欧諸国の中ではユーロ懐疑が最も高い。チェコは3カ国のうち最も信用格付けが高く、信用補完の必要性が相対的に低い。ユーロ導入機運が高くない理由としては、ユーロ導入のベネフィットが実感しにくく、政策の自由度が狭まるコストが意識されやすいことが考えられる。

ユーロ未導入の北欧2カ国は、ともに最上位の格付け国であり、信用補完のためのユーロ導入は必要としていない。スウェーデンは、22年の審査に適用された物価の安定、財政の健全性、長期金利の収斂の基準はクリアしている。しかし、2003年の国民投票でユーロ導入が否決されたことから、法律の整合化やERM II参

加などの準備段階に進まず、敢えてユーロ未導入国に留まってきた。ユーロ導入時期に関する世論調査では「5年以内」、「10年以内」、「決してない」のうち「決してない」が最多で35%を占めるが、「5年以内」が11%、「10年以内」は32%を占めており、ユーロ導入を巡る世論は割れている。

デンマークは、オプトアウトの権利を有するため、収斂基準の達成状況に関する報告書の対象ではなく、EUによるユーロ導入に関わる世論調査も行われていない。しかし、1999年のユーロ導入に合わせてERM IIに参加、対ユーロでの変動幅を上下2.25%とする固定相場制度を採用しているため、法的な整合性以外のすべての条件を満たしており、政治的な意思さえあれば、速やかな導入が可能だ。

ユーロ未導入国の世論調査からは、ユーロ導入に対して、「物価上昇要因となる」、「経済のコントロールの喪失」、「アイデンティティーの喪失」などの不安が確認される<sup>18)</sup>。

いずれにせよ、近い将来見込まれるユーロ圏の拡大は信用力が低い小規模国の導入であるため、ユーロの国際的な地位を押し上げる効果はほぼ期待できない。(4)の安定性を損なうリスクも、クロアチアのユーロ導入によるユーロ圏の拡大はGDPで0.5%、人口で1.2%、さらにブルガリアが加わっても同1.0%、同3.2%に留まることから、やはり限定的と考えられる。

#### II-4. 国際通貨としての役割強化への政治的な意思

単一通貨ユーロの導入は、ドルの通貨覇権への挑戦と捉える向きもあったが、単一市場形成と為替安定化の取り組みの延長上にある「資本自由化の下で為替市場を安定化させる手段」<sup>19)</sup>として導入されたと見るのが適当であろう。

EUは、ユーロの国際通貨としての役割に関し

16) European Commission, Romania and the euro (2022年7月20日最終アクセス)

17) European Commission (2022e) pp. 29

18) European Commission (2022e) pp. 31, pp. 35, pp. 36

19) 神江 (2020) pp. 99

ては基本的に「中立」を原則としてきたが、18年に積極姿勢へと転換する。欧州委員会が同年12月に「国際通貨としてのユーロの役割強化に向けて」と題する政策文書をまとめ<sup>20)</sup>、同月のユーロ圏首脳会議では同文書の方針に沿った作業を奨励することを確認した<sup>21)</sup>。

欧州委員会の政策文書は、「ユーロの国際的な役割を政治、経済、金融面での重みに釣り合ったものに発展させる余地」があり、役割を高めることは「市民と企業を守り、価値と利益を促進」するばかりでなく、国際経済にも「単一の支配的な通貨に関連するショックへの脆弱性を緩和し、バランスの取れたルールに基づく国際政治経済秩序をサポートする」としている。

地位向上策の柱は、これまでの政策の延長上にある銀行同盟と資本市場同盟の推進による経済通貨同盟（EMU）の完成である。その他に、ドルが事実上独占しているエネルギーや原材料、国際商品化された食料、航空機、船舶、鉄道といった運輸セクターでの利用促進などを選択肢として明記した。

ECBが毎年発行しているユーロ報告書でも、18年6月発行号の序文では「ユーロの国際的な地位は主に市場の力によって決まる。ユーロシステムはユーロの国際通貨としての利用を妨げも、促進もしない」と「中立」姿勢が強調されていたが<sup>22)</sup>、19年6月発行号では、欧州委員会が報告書で示したユーロの国際的役割拡大の方針を支持する文言に変わった<sup>23)</sup>。

18年の姿勢転換の背景にはEUを取り巻く環境の激変がある。まず、英国が、16年6月の国民投票でEU離脱を決め、かつ、EUの単一市場からも離脱する「ハードな離脱」に向かい始めた。EUは、ユーロの取引が集中する欧州最大の金融市場がEU圏外に去ることに対処

する必要に迫られた。米国は、トランプ政権期に米国第一主義の傾向を強め、米国とEUの関係が悪化していた。そして、中国経済の強大化、単一市場における影響力の拡大から、中国への警戒を引き上げたのも、この時期である<sup>24)</sup>。

通貨当局としてのECBの認識の変化は、19年の報告書で示した「ユーロ20年のコストとベネフィットの変化」に関する論考<sup>25)</sup>にまとめられている。発足時の99年時点では、国際化のベネフィットは、「通貨発行益」、「取引コスト・ヘッジコストの低下」、「対外ファイナンスのコストの低下（とてつもない特権）」の3つ、その見返りのコストが「通貨量のシグナルの不明瞭化」、「資本フローの不安定化」の2つと認識されていた。それが19年時点では、金融政策に関わるベネフィットとして「金融政策の自立性向上」、「金融政策の国際的な波及による好影響」、「為替の急変動による国内物価への影響の低下」が加わり、金融政策外のベネフィットとして「第3国による一方的な決定の影響軽減」が加わった。米国が金融制裁を多用するようになり、イランの核合意から一方的に離脱したことで、欧州が影響を被ったことへの問題意識が投影されている。他方、コストと認識されていた「通貨量のシグナルの不明瞭化」、「資本フローの不安定化」に疑問符が付き、新たに「世界的なストレス時の通貨高圧力（とてつもない義務）」と「輸入物価に対する金融政策の効果の低下」が加えられた。ユーロの国際的役割の強化には、米国の政策に翻弄されない自立性を強化する狙いもある。

19年12月に始動したフォンデアライエン委員長率いる欧州委員会は、国際舞台におけるEUの役割を重視する「地政学的欧州委員会」を掲げた。新欧州委員会は、21年1月に、ユ

20) European Commission (2018)

21) Euro Summit meeting (14 December 2018) statement

22) ECB (2018) pp. 2

23) ECB (2019) pp. 2

24) 伊藤 (2022) pp. 98

25) ECB (2019) pp. 38-44

ンケル委員長体制の18年にまとめた「国際通貨としてのユーロの役割強化に向けて」に続く政策文書として、「欧州の経済・金融システム：開放性、強さ、レジリエンス」をまとめている。この文書では、経済・金融面での戦略的自立のために、「ユーロの国際的役割の強化」を「金融市場インフラの強化」と「EUの制裁の執行体制の強化」とともに3本柱の1本に据えた<sup>26)</sup>。「不公平で悪意のある慣行からEUを守る

り、EUが世界経済のガバナンスで主導的な役割を果たしやすくする」という表現などから、権威主義国家に対抗する意識を高めたことが感じられる。

コロナ禍を経て、EUがグローバルな環境変化に対応するためのモデルとして掲げた「開かれた戦略的自立」<sup>27)</sup>の一環として、ユーロの国際的な役割の強化を重視する姿勢は一段と強くなった。

### Ⅲ. 現在（1）ロシアのウクライナ侵攻と金融制裁の発動

ユーロは、現在、ロシアによるウクライナ侵攻という安全保障の危機と、これに伴うエネルギー危機に直面している。

EUは、ロシアによるウクライナ侵攻を安全保障上の重大な脅威であると同時に、EUの基本的価値の根幹を揺るがすものと受け止めている。米国など主要7カ国（G7）で足並みを揃えて、ウクライナを支援すると同時にロシアに対する厳しい制裁に動いた。EUは、2014年のクリミア併合以降、ロシアへの経済制裁を継続してきたが、今回の大規模な軍事侵攻に対する制裁は、それ以前とはまったく異なる広範囲に及ぶ（表4）。侵攻の長期化、軍事行動のエスカレートともに、段階的に範囲は拡張されている。

EUは制裁の有力な手段として、国際通貨としてのユーロの地位を圧力として利用する金融制裁にも動いた。

エネルギーを通じた相互依存関係を築き上げてきたロシアとEUの関係が制裁と対抗措置を応酬する関係に転じたことは、必然的にユーロの国際通貨としての地位に影響を及ぼす。以下で制裁の内容や影響について確認する。

#### Ⅲ-1. EUの対ロシア経済・金融制裁

EUによる経済・金融制裁は加盟国による全会一致で決定する。本稿執筆時点で、EUは第10次までの制裁パッケージで合意している。

ロシアに対する西側の優位は技術力、通貨・金融にある。うち、技術力を武器とする制裁は、「貿易制裁」のハイテク製品、軍事・兵器に転用可能なデュアルユース品目、化学物質の輸出禁止など、「エネルギー制裁」の新規投資等の禁止、「運輸制裁」における航空機・同部品等の輸出、販売、供給、譲渡等禁止などがある。

金融制裁には、ドル、ユーロのほか、円、英ポンド、カナダ・ドルなど主要な国際通貨を発行する国・地域が参加した。特定の銀行を対象とする資産凍結・資金調達禁止のほか、国際銀行間通信協会（Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication: SWIFT）からの排除、中銀との取引制限、国債購入禁止、信用格付けサービスの提供禁止などが行われた。SWIFTからの排除はロシア中銀との取引停止とともに22年2月28日及び3月2日に発動された第3次制裁に盛り込まれたが、この段階では対象行は7行に絞られた。同

26) European Commission (2021a) pp. 1

27) コロナ対応の方針をまとめた20年5月の政策文書（European Commission (2020) pp.13）で示されたモデル。21年5月には、その実践のための通商戦略が示されている（European Commission (2021b)）。

表4 EUによる対ロシア制裁の概要

スマート制裁	特定政治家、個人、企業の資産凍結、渡航制限等
貿易制裁	ハイテク製品、デュアルユース品目、化学物質、奢侈品など輸出禁止
	最恵国待遇取り消し
	鉄鋼、木材、セメント、海産物、酒類など輸入禁止
金融制裁	中銀との取引制限
	SWIFT 排除
	銀行との取引制限、資産凍結など
エネルギー制裁	新規投資禁止
	エネルギー産業向け装置、技術、サービスの供与禁止
	石炭・石油（除くパイプライン原油）の輸入停止
運輸制裁	航空機、同部品等輸出、販売、供給、譲渡禁止、領空通過、離発着禁止
	船舶、無線通信技術の輸出禁止、ロシア船籍の入港禁止（例外あり）
	道路輸送業者の入境禁止（例外あり）
EUの公共調達市場、EUプログラムからの排除	
偽情報への制裁（ロシア・メディアへの規制）	
ロシアにドローンを供与しているイランへの制裁	

（資料） 欧州委員会（European Commission）“EU sanctions against Russia following the invasion of Ukraine”などを元に作成

年6月3日に閣僚理事会が採択した第6次制裁では最大手のズベルバンクを含む3行の追加排除に踏み込んだ。

本稿執筆時点で、ロシアによるウクライナ侵攻は長期化の様相を呈している。ロシアは食料やエネルギーを武器として、西側に揺さぶりをかけて、制裁解除に動かそうとしている。しかし、西側では、武力による現状変更を試み、数々の国際法に違反し、重大な人権侵害を重ねるロシアへの不信感は募っている。戦争の長期化で支援疲れが指摘されるものの、中東欧、バルト3国、北欧など、ロシアへの脅威認識が高い国を中心にウクライナへの強い連帯意識が維持されている。一方的に軍事侵攻し残虐な行為に及んだロシアが何らかの勝利を手にはすることは認められないとの思いは強くなっている<sup>28)</sup>。

早期停戦の目は立たず、仮に停戦に至って

も、ロシアへの制裁が早期に解除される可能性は低い。EUとロシアの相互依存関係の切り離しは進むと見られる。

### Ⅲ－２．ロシアの脱ドルとユーロ・人民元傾斜

プーチン大統領のウクライナ侵攻には、クリミア併合時のような短期制圧を可能とみるなど、幾つかの「読み違い」があったとされる。EUが対ロシア金融で米国と足並みを揃え、厳しい金融制裁に踏み切ることはないと「読み違い」をしていた可能性もある。クリミア併合後、ロシアは脱ドル・ユーロ傾斜を進めていたからである。

ロシアは、ウクライナ侵攻直前の22年1月1日時点で外貨準備高の33.9%をユーロ建てで保有していた。人民元の17.1%、米ドルの10.9%を大きく上回る割合である。17年6月末

28) Ivan Krastev and Mark Leonard (2023)

の段階では、ドルが46.3%と最も高い割合を占めていたが、1年後の18年6月末には21.9%と大きく低下している。米国が、トランプ政権（2017年1月～2021年1月19日）誕生後に、次々と追加制裁を打ち出したことへの防衛策として外貨準備高の根本的な見直しをせざるを得なくなったことを反映している<sup>29)</sup>。ロシアのドル離れ、ユーロ傾斜は、貿易決済などを通じて獲得する外貨に占めるユーロの割合を高めていたことを示唆する。エネルギー分野におけるユーロ建ての契約や支払いの割合の向上というユーロの国際化戦略と、利害が一致していたと見ることもできる。

為替相場制度の面でもロシアはユーロとの関係が深い国の1つだった。クリミア併合後の2014年11月、ロシアは変動相場制に移行し、2015年には金融政策の枠組みをインフレターゲット制に移行するプロセスも完了している。変動相場制移行以前のロシアは、ドルとユーロの2通貨からなる通貨バスケットで公式の為替相場を算出する管理変動相場制を採用していた<sup>30)</sup>。国際的な原油や天然ガス価格の下落による景気下押し圧力と、欧米の経済制裁による資金流入の減少で、通貨バスケット制度の維持が困難になり、変動相場制への移行に追い込まれた。ただ、変動相場制に移行した後も、ルールはドルとユーロの双方に対する関係の安定を保つ傾向があったことが、2019年版のECBのユーロ報告書の2018年12月時点の為替相場の運動性に関わる推計結果から確認できる<sup>31)</sup>。

### Ⅲ-3. 金融制裁がドル・ユーロの地位に与える影響

ロシアがユーロへの傾斜を進めていたという事実は、ユーロが制裁の手段となったインパクトは、想定内であったドル以上に大きかった可

能性があることを示唆する。

しかし、ユーロ圏の経済とユーロの国際的な役割にとっても、ロシアとの関係が、相互依存から対立に転じたことは、追い風とはならない。

ドルに比べて、ユーロの国際通貨としての利用は地域的な広がりには乏しく、その分だけ、ユーロの国際化戦略において、ロシアや、米国と覇権を争う中国との関係は、重要であったと思われるからだ。

国際通貨基金（IMF）の為替相場制度と資本規制に関わる報告書によれば、2020年の段階で為替相場制度のアンカー通貨としてドルを利用する国は38カ国、ユーロを利用する国は25カ国あり、円や人民元を利用する国はない<sup>32)</sup>。ドルをアンカー通貨とするドル圏は、地理的に隣接する中南米ばかりでなく、アジア、中東・アフリカに広がる。他方、アンカー通貨としてユーロを利用する言わば広義のユーロ圏は、ユーロ未導入のEU加盟国、EU加盟候補国・潜在的加盟候補国、西アフリカ経済通貨同盟（WAEMU）8カ国、中部アフリカ経済通貨共同体（CEMAC）6カ国など欧州諸国と歴史的な関わりを持つアフリカ諸国であり、地域的な広がりには乏しい。

ウクライナ侵攻は、EUと中国の溝を深める要因ともなっている。EUは、ウクライナ侵攻以前から、中国に対する「体制上のライバル」としての意識を高めてきたが、ウクライナ侵攻後、一段と警戒の度合いを引き上げている。中国はウクライナ侵攻直前の22年2月、北京オリンピックの開会と合わせた首脳会議で、ロシアと「無制限の友好と協力」を約束した。侵攻後、中国は、西側の二次制裁の対象とならないようロシアを積極的に支援する立場はとっていないが、ロシアの行動の原因は西側にあるとして、ロシアの侵攻の動機には理解を示している。侵攻後初となる上海協力機

29) 蓮見（2021）pp. 183

30) ドルとユーロの2通貨で構成する通貨バスケットは2005年2月に導入された（Bank of Russia, Archive database, Dual-currency basket, 22年6月23日アクセス）

31) ECB（2019）pp. 19

32) IMF（2021）pp. 9

構（Shanghai Cooperation Organization：SCO）首脳会議に合わせて開催された22年9月15日の首脳会談でも、習近平主席は、ウクライナ情勢への疑問や懸念を呈しつつ、「ロシアと協力して責任あるグローバルパワーとしての範を示し、急激に変わる世界を持続的で前向きな軌道に乗せるためのリーダーシップを引き受ける準備が出来ている」と述べるなど<sup>33)</sup>、西側主導の国際秩序を批判している。

EUは、単一市場のアクセスに関わるルールや、人権・環境関連の法規制の強化など、様々なツールを用いて、中国との競争条件の公平化、中国への過度の依存の引き下げを進めようとしている<sup>34)</sup>。

中国も、ロシアに対する西側の制裁を研究し、自国の経済安全保障上のリスク削減に動くことが想定される。

西側の制裁とロシアによる対抗措置、第3国の制裁回避の動きは、国際通貨としてのそれぞれの機能に影響を及ぼす。ロシア中銀資産の凍結は、準備通貨としてのドル離れ、ユーロ離れにつながる。西側が国際通貨としての地位を利用してロシアに金融制裁を課したことへの対抗措置として、ロシアは制裁を課した非友好国・地域にエネルギー代金のルーブル払いを求める対抗措置に動いた。ロシアによるエネルギーの武器化は、EUに調達先の多様化を促したように、西側による通貨の制裁手段化は、決済手段、決済通貨の多角化につながる<sup>35)</sup>。

しかし、金融制裁が国際通貨の利用状況における基本的な構図を変えらるゝとは見られていな

い。最大の理由は、ドルに代替する市場の規模、流動性を備えた代替通貨が存在しないことによる<sup>36)</sup>。22年版のECBのユーロ報告書のウクライナ侵攻の影響に関する議論もこの点を指摘している<sup>37)</sup>。ロシアは外貨準備の脱ドルを進めたが、中国は3.1兆ドル（23年2月時点）もの外貨準備を保有している。中国には、当然のことながら外貨準備としての人民元の保有という選択肢はなく、ドル、ユーロ離れを進めようとするれば、安全資産の不足という問題に直面する。

ウクライナを侵攻したロシアに対して金融制裁が行使されたことは、国際通貨としての地位を変えないが、金融のグローバル化の後退にはつながり得るとの指摘がある<sup>38)</sup>。今後、グローバルに広がる供給網のリスク削減と同様の動きがクロスボーダーな資本取引でも生じることは十分に考えられよう。

ロシアのウクライナ侵攻を契機とするグローバル経済の分断の深まりは、ユーロの国際通貨としての役割強化の追い風とはならない。

33) President of Russia “Meeting with PRC President Xi Jinping” September 15, 2022

34) 伊藤（2022）pp. 100-101

35) インドは、西側が制裁対象とし、価格が下落したロシア産の石油輸入を増やしている。22年7月11日にインド中央銀行（RBI）はルビー建ての貿易決済を円滑化するための制度の導入を発表している（Reserve Bank of India “International Trade Settlement in Indian Rupees (INR)” July 11, 2022; India Unveils Rupee Settlement Plan to Smoothen Russia Trade, Bloomberg, 11 July 2022（22年7月18日アクセス）。ウクライナ侵攻後、急増しているロシアからの石油輸入の代金支払い、制裁発動で滞っている輸出代金受け取りの円滑化の狙いがあるとされる。

36) Brunnermeier et al. (2022) では、3名の専門家による対ロシア制裁の国際通貨体制への影響に関する見立てがまとまっている。

37) ECB（2022b）pp. 8-11

38) Brunnermeier et al. (2022); Harding (2022)

## IV. 現在（2）ロシアによるウクライナ侵攻下でのEUとユーロ

ロシアによるウクライナ侵攻は、エネルギー危機を誘発し、EUは、政策の優先順位の変更を迫られた。現在の危機は、非対称的なショックとなり、ユーロの持続可能性への不安に発展するリスクともなり得るし、統合の深化と拡大を促す契機ともなり得る。

### IV-1. 財政主権と通貨主権のミスマッチと統合の深化

ウクライナ侵攻後、EUの優先的な課題となったのは、ウクライナへの侵攻開始から間もない22年3月10～11日に開催した特別首脳会議で合意した「ヴェルサイユ宣言」でうたわれた防衛力の強化、脱ロシア産化石燃料によるエ

ネルギー安全保障の強化、経済安全保障の強化である（表5）。その実現には、多額の投資が必要となる。

EUとしての防衛力強化は、I章で指摘したユーロに不足している要件の（7）に関わる。ユーロの国際的地位を変えるほどの軍事的パワーに転化するようなものでないが、大きな方針転換ではある。これまで、EUの安全保障協力は、北大西洋条約機構（North Atlantic Treaty Organization：NATO）とのバランスの問題もあり、ごく緩やかに限定的な進展しか見られなかった。しかし、ウクライナ侵攻後に採択した政策文書「戦略コンパス（Strategic Compass for Security and Defence）」<sup>39)</sup>では、

表5 22年3月10～11日のEU特別首脳会議合意（ヴェルサイユ宣言）の3本柱とその後の進展

防衛力拡充	【安全保障と防衛の戦略コンパス（22年3月）】	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>5,000人規模の即応部隊設立、定期演習の実施など</li> <li>インテリジェンス、ハイブリッドな脅威、サイバー防衛政策の強化</li> <li>防衛費の大幅増加</li> <li>戦略的パートナー、志を同じくする国々などとの協力関係強化</li> </ul>	
エネルギー安全保障	緊急対策	<ul style="list-style-type: none"> <li>家計・企業負担軽減策（価格安定化、所得支援）</li> <li>電力価格高騰によるエネルギー企業の利潤への上限設定（超過分を支援の財源化）</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>（不需要期の）備蓄強化*（22年は11月1日までに80%、23年以降は90%以上）</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>省エネルギーのための「調整されたガス需要削減措置」（22年7月）→23年3月まで15%削減→24年3月まで延長</li> <li>ピーク時の5%の電力削減義務化、全体で10%目標設定（22年9月）</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>天然ガスの市場価格高騰時に発動する「価格調整メカニズム」（22年12月）</li> </ul>
	脱ロシア産化石燃料	<ul style="list-style-type: none"> <li>供給元多様化</li> <li>クリーンエネルギー推進</li> <li>投資拡大（3000億ユーロを確保）</li> </ul>
	【REPowerEU】 （22年5月～）	
経済安全保障	原材料、半導体、医療、デジタル、食料	

(\* ) 22年7月1日に施行したガス備蓄に関わるEU規則で、22年11月1日までに自国内のガス貯蔵施設の備蓄上限の8割、23年11月以降は9割の備蓄が義務化された。

(資料) EU首脳会議“The Versailles declaration, 10 and 11 March 2022”ほか各政策文書より作成

39) Council of the European Union (2022a)

NATO、国連など戦略的パートナーとの協力関係の下、EUとしての5,000人規模の即応部隊設立や定期演習の実施などのほか、インテリジェンス分析能力の拡充などを進める方針を確認した。ドイツがウクライナ侵攻を受けて、軍事費をGDP比1.5%から2024年のNATOの目標2%へと即時引き上げを決めたように、加盟国による防衛費の大幅な増加も既定方針となった。

エネルギー安全保障の強化は、中期的にはエネルギー単一市場を強化し、再生可能エネルギーの安定供給と脱炭素化の実現、近隣諸国も含めた統合深化につながり、ユーロの国際化を支持することになる。脱ロシア産化石燃料のための「REPowerEU」計画は、22年5月18日に公開された政策文書によれば<sup>40)</sup>「省エネルギー」、「ガスの供給元の多様化」、「クリーンエネルギーの推進」、「投資の拡大」の4本の柱からなる。「ガスの供給元の多様化」では、ガス、LNG、水素を有志国で共同購入する「EUエネルギープラットフォーム」を設立し、西バルカン、ウクライナ、モルドバ、ジョージアにも開放することや、持続可能なバイオメタン、再生可能水素などでの国際的パートナーとの協力などを掲げる。「クリーンエネルギー推進」では、2030年の再エネ比率目標を引き上げ（40%→45%）、その実現のための認可手続きの短期化・簡素化、水素戦略の加速、複数の国にまたがる投資計画を、欧州のための重要プロジェクト（Important Project of Common European Interest：IPCEI）として、EUが原則禁止している加盟国による補助金を認めるなど、政策的な支援を強化する。欧州横断エネルギーネットワーク（Trans-European Networks for Energy：TEN-E）の完成も目指す。

他方、エネルギー危機はユーロ圏にとって非対称的なショックとなる。次項で見る通り、

ECBは、単一通貨圏内の利回り格差がファンダメンタルズからは正当化できないレベルまで拡大する「分断化」に対応する手段を拡張し、リスクに備えている。それでも、ヴェルサイユ合意（表5）の実現には、多額の投資が必要となるため、ECBのパネック専務理事が22年7月の講演で述べたとおり、これらの投資がもたらば加盟国の責任となる場合、過少投資や投資効率の低下、財政余地の縮小を引き起こしかねない。金融の分断を回避するためにも、共通のショックに対応する政治的な対応の強化が求められる<sup>41)</sup>。

しかし、エネルギー危機対応が、コロナ禍での復興基金のように、財政統合へのさらなる前進につながる動きは今のところない。コロナ禍では、行動制限による後遺症を防止するための大規模財政出動が正当化されたが、足もとは高インフレ下にある。財政出動はインフレを助長し、省エネルギーや脱炭素化という目標に逆行する効果も持ちうる。エネルギー危機対応は、価格上昇などの影響を受けやすい低所得世帯や省エネルギー、再エネ推進などにつながるような内容に的を絞って行う方向が理想とされる。しかし、Sgaravatti et al. (2022)による21年9月から23年1月までの各国の対策の集計によれば、的を絞らない価格抑制策が広く用いられており、内容や規模にも、国によってかなりのばらつきがある<sup>42)</sup>。

「REPowerEU」計画のファイナンスも、まずは復興基金のRRFの融資枠の未利用の資金の活用と、EU予算の基金と排出量取引制度（ETS）収入をベースとする200億ユーロの追加の補助金枠の活用を見込む。

エネルギー危機を克服するプロセスでは、圏内での政治的な対立が先鋭化し、統合の基盤が揺らぐリスクもある。経済・社会活動の維持に

40) European Commission (2022c) pp. 17

41) Panetta (2022b)

42) Sgaravatti et al. (2022)によるデータベースは21年9月以降に各国が導入したエネルギー危機対策の規模や内容を逐次更新している。内容は、①エネルギー関連の減税、②小売価格規制、③卸売価格規制、④脆弱な層への支援、⑤国有電力企業を通じた対応、⑥企業支援、⑦その他に分類されている。

必要なエネルギーを確保できない状況に対処するには「苦痛の分担」を迫られるからだ。

しかし、これまでのところ、協議の過程で対立が先鋭化し、意思決定に時間を要しても、最終的には合意に至っている。欧州委員会が22年7月20日に提案した「調整されたガス需要削減措置」は、ロシアのガス供給停止のリスクに備えるために全加盟国に22年8月1日から23年3月末までの期間、過去5年間平均の消費量の15%相当の削減を求めるという内容であったが、提案から6日後という異例のスピードで政治合意に漕ぎつけた。但し、合意のためには、天然ガスへの依存度や貯蔵量の差異に配慮した例外措置を設けるなどの妥協が必要だった<sup>43)</sup>。ロシアによるEUへのガス供給の大幅な削減で天然ガスが高騰したことを受けて始まった価格高騰時に発動する「価格調整メカニズム」の合意も、アジアなどとの液化天然ガス(LNG)調達競争への影響を恐れるドイツなどの反対によって、22年12月にずれこんだ<sup>44)</sup>。

ロシアのウクライナ侵攻に端を発する危機が、統合深化の推進力となる可能性を考える場合、ユーロ危機やコロナ危機対応で前面に立ったドイツとフランスが、リーダーシップを発揮し辛くなっていることに留意が必要である。ドイツは、米国など同盟国の反対にも関わらず、ロシアによるクリミア併合後も、ロシアとドイツをつなぐパイプラインの建設を進めてきた。政権は交代したものの、シュルツ首相の与党も大連立のパートナーとして当時のメルケル政権の意思決定に関与してきた。対ロシア融和政策の失敗とエネルギー危機への責めを負う立場にある。フランスもエネルギーの相互融通などの政策で出遅れている。マクロン大統領の二期目に

入ったが、大統領与党が議会の過半数を割ったことで、一期目よりも政権運営の厳しさは増している。危機対応の補助金規制の緩和によって、独仏の二大国の補助金が急増していることに、一部の加盟国は不満を抱くようになってもいる。

#### Ⅳ-2. ユーロの番人としての欧州中央銀行

ECBは、過去の危機でユーロを守る役割を果たしたが、高インフレを症状とする今回の危機には、主要な目的である「物価の安定」に最優先であらなければならない。

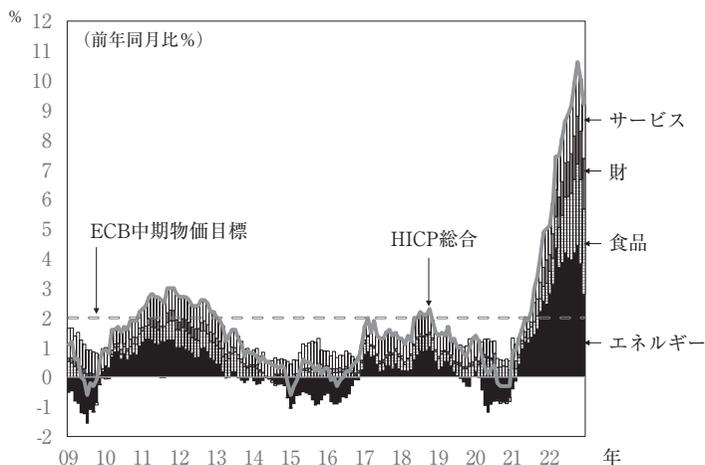
ユーロ圏のインフレ率は、21年10月に前年同月比4.1%とユーロ導入以来の最高水準に並んだ後も上昇し続け、22年10月の前年同月比10.6%でようやくピークアウトした(図7)。インフレ高進の最大の原因は、エネルギー価格にあるが、市場価格のピークアウトと各国が導入したエネルギー価格対策、特にドイツの対策の効果によって、エネルギーの物価上昇に対する寄与度は縮小しつつある。22年12月には食料品の寄与度がエネルギーを上回る形となり、財、サービス価格の上昇傾向も続いている。

ECBの「中期的に2%」という目標を大きく上回る物価の上昇が続いた結果、中期的なインフレ期待も上向き気配があり、ECBは賃金と物価のスパイラルに陥るリスクへの警戒を強めている。エネルギー危機下にあっても、ユーロ圏の労働市場はタイトな状況にあり、失業率は23年1月時点でも、6.7%と現行統計開始以来の最低水準圏にある。コロナ禍への対応で、雇用維持を重視する政策がとられたこと、コロナ禍の後遺症で働き方に変化が見られることなどが影響していると思われる。物価上昇による実質所得の目減りを、賃上げに求める動きが広

43) European Commission (2022f) では、需要削減策実施にあたり共通原則と基準を指針とすることや、一般家庭、病院、学校などの必須の社会サービスは「保護された消費者」とし、産業界を主要な削減対象とすること、エネルギー需給逼迫時は欧州委が「警報」を発動し、15%の削減を義務化することなどが盛り込まれた。「警報」の発動にあたって、閣僚理事会の関与を強めることも盛り込まれた。

44) 調整メカニズムが自動的に発動される価格水準1メガワット時あたり180ユーロと同300ユーロを超えた22年8月のピーク時に比べ低めの水準に設定された。しかし、上限価格を世界のLNG参照価格よりも35ユーロ高い水準とすることや、ガス供給の悪化などの緊急事態は適用解除とするなどの規定を設けて反対派の懸念に配慮した(Council of the European Union (2022b))。

図7 ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP）



（資料） 欧州委員会統計局（eurostat）

がしやすい環境にある。

ECBの金融政策にとって悩ましいのは、エネルギー危機は、ユーロ圏全域に影響を及ぼすものの、エネルギー構成や各国の政策対応の内容や規模、企業の価格設定行動の違いなどから、その表れ方にはかなりの差があることだ。インフレ率の直近のピークである22年10月時点のインフレ率は、バルト3国では前年同月比20%を超える一方、エネルギー価格抑制策を導入しているフランス、スペインは同7%台である。

ECBが警戒する物価と賃金のスパイラル的な上昇に陥るリスクも、インフレ率の格差に加えて、労働市場の環境や労使関係、賃金形成の方式などによって、国によってかなり異なる形で表れるおそれがある。

市場では、ECBがインフレ対応のための金融政策正常化を急ぎ、さらに引き締め動くことが、債務危機再燃の引き金になるとの懸念も燃える。ECBは22年6月9日の政策理事会で、同年7月1日の資産買入れによる量的緩和の拡大停止を決定、7月21日の政策理事会で利上げ開始を決めた。7月の初回の利上げ幅は

50bpで、およそ8年にわたり続いた預金ファシリティ金利のマイナスを一気に解消した（図5）。さらに9月と11月の政策理事会では75bpというECB創設以来で最大の幅の利上げを連続で決めた。12月の政策理事会では50bpに利上げ幅を縮小したものの、同様の幅の利上げを複数回利上げするという「タカ派」的なメッセージ発信した。さらに23年3月からはAPPの買入れ資産のうち、償還される国債の再投資を一部停止し、資産残高を6月まで150億ユーロずつ縮小する。

ECBは、22年7月の利上げ開始の決定と合わせて、圏内の利回り格差が拡大する「分断化」を防止するための新たな政策ツールとして「伝達保護措置（Transmission Protection Instrument：TPI）」を導入した<sup>45）</sup>。

TPIは、①EUの財政ルールを順守している（過剰な財政赤字は正手続きの適用や勧告の対象となっていない）、②深刻なマクロ経済的不均衡の是正手続きの対象ではない、③財政が持続可能である（欧州委員会やESM、IMF、ECB内部の分析に基づく）、④健全で持続可能なマクロ

45) 22年6月の政策理事会での利上げ予告によってイタリアの国債利回りに上昇圧力が掛かったことで、同月15日に急遽臨時の政策理事会を開催し、導入の準備を進める方針を確認した。

表6 欧州中央銀行（ECB）の利回り格差拡大（市場分断化）対応の手段

名称	導入時期	内容	発動実績
国債買い切りプログラム（OMT）	12年9月～	欧州安定メカニズム（ESM）支援プログラム履行を条件とする（金額無制限）	なし
パンデミック緊急買い入れプログラム（PEPP）	22年6月～	分断化の防止のために償還された国債などの元本の再投資を活用	あり
伝達保護措置（TPI）	22年7月～	健全で持続可能な財政・マクロ経済政策運営国が対象 不当で無秩序な市場の変動が金融政策の伝達を妨げている場合に ECBの政策理事会の裁量で活用（事前の上限設定なし）	なし

(注) OMT=Outright Monetary Transactions  
PEPP=Pandemic Emergency Purchase Programme  
TPI=Transmission Protection Instrument

(資料) 欧州中央銀行（ECB）

経済政策運営を行っている（RRF計画の約束の履行、EUの年次の政策監視サイクル「ヨーロッパ・セメスター」の国別勧告（country-specific recommendations：CSRs）を順守している国を対象とする。ECBの裁量の下で実施するが、各国政府の代表からなる閣僚理事会が関与するEUの政策監視のメカニズムにリンクさせることで、「財政健全化のインセンティブを削ぐ」との批判がある程度かわすことができる。

TPIの導入によって、ECBは、従来から活用する方針を示してきたPEPPの償還資金の再投資、ドラギ前総裁がユーロ危機鎮静化のために導入したOMTと合わせて、正当化されない国債利回りの上昇に対処するための3つの手段を備えることになった（表6）。ユーロ危機対応で常設化されたユーロ導入国の支援の枠組みであるESMも、5000億ユーロ（71.5兆円）の支援枠のうち、23年5月時点で、4174億ユーロは利用可能であり、一定の余裕がある。ESMの機能も、ギリシャ等が利用した①支援プログラム付き融資、スペインが利用した②政府経由の銀行増資支援のほか、利用実績はないものの、③発行市場での国債買い入れ、④予防的プログラム、⑤パンデミック危機支援（22年末まで）、⑥流通市場での国債買い入れへと拡張されている。ESMとECBの枠組みが補完

しあうことによって、自己実現的な危機につながる市場の動きを牽制する機能を果たすことはできるだろう。

ECBは、過去の危機では大胆な金融政策でユーロを守る役割を果たしたが、エネルギー危機に付随する非対称的なショックに対してECBが果たせる役割には限界がある。必要とされるのは、政治レベルでのエネルギー問題への協調的な取り組みにより、非対称的なショックの増幅を抑制することである。

#### Ⅳ-3. 地域的な拡大の可能性

Ⅱ章4項で紹介したとおり、ユーロ圏はクロアチアの導入で23年に20カ国に拡大し、ブルガリアも後に続こうとしている。しかし、これらの国々のユーロ導入に向けたプロセスは20年に始動しており、ウクライナ侵攻が契機となっている訳ではない。

ウクライナは、北欧のEU加盟国の安全保障政策に対する姿勢を変えたが、通貨政策には結びついていない。デンマークは、22年6月1日に、ユーロと同様にオプトアウトしてきたEUの共通安全保障政策の参加の是非を問う国民投票を実施、有効票のうち賛成が66.9%を占め、参加の方向が固まった。しかし、フレデリクセン首相は、ユーロのオプトアウトに関する

国民投票実施の意向はないと明言している<sup>46)</sup>。

スウェーデンも、ウクライナ侵攻後に、フィンランドとともにNATOに加盟申請し安全保障政策を見直したが、ユーロ導入のための収斂条件への適合を見送る姿勢に変化の兆しはない。

他方、将来のユーロ予備軍となるEU加盟国の拡大のプロセスには大きな変化がある。ウクライナは、ロシアによる大規模軍事侵攻開始から5日目の22年2月28日にEU加盟を申請した。3月3日にはジョージアとモルドバが続いた。EUは、22年6月23～24日首脳会議で、新たに加盟を申請した3カ国のうちウクライナとモルドバにEU加盟候補国の地位を付与することを決めた。欧州委員会の勧告を受けて、EU首脳が全会一致で決定したものである。欧州委員会はジョージアも幾つかの優先事項への対処が確認されれば、加盟候補国としての地位の付与を勧告できるとしている。

EU加盟候補国の地位が付与されてから、加盟交渉の開始が認められ、実際に交渉に入るまでにも時間を要する。本稿執筆時点で、EUの加盟候補国の地位を得ているのは西バルカン諸国のモンテネグロ、北マケドニア、アルバニア、セルビアの4カ国とトルコの5カ国である。北マケドニア、アルバニアは、まだ加盟交渉開始が認められていない。ボスニア・ヘルツェゴビナとコソボは加盟候補国以前の潜在的加盟候補国に留められている。

加盟交渉は35分野にも及び時間がかかる。ウクライナのケースでは加盟承認までに10年単位の時間を要すると見られる。EU加盟後も、ユーロ導入には収斂条件を満たす必要がある。予見可能な将来において、加盟候補国の地位にある国々のユーロ導入までは見通すことができない。また、仮に、ユーロ圏が、EU加盟という選択肢を事実上放棄しているトルコ以外の加盟候補国をカバーする範囲に拡大しても、I章でとりあげたユーロの国際通貨としての地位に

関わる(1)～(7)の要素への影響は限定的である。導入国間のばらつきが広がる分だけ、金融政策運営などの難易度は増し、(4)の安定性への懸念が強まる可能性もある。

EUのウクライナへの支援は幅広く、長期的にコミットしている点に特徴がある(表7)。ウクライナにEU加盟候補国としての地位を認めたことは、復興のプロセスまで、息長く支援する覚悟を示すものである。欧州委員会が22年5月18日に公表したウクライナ支援と復興に関わる政策文書<sup>47)</sup>には、欧州委員会とウクライナ政府が共同で主導し、G7やG20、その他の第3国や国際金融機関、国際機関などと連携する復興計画のガバナンス機関「ウクライナ復興プラットフォーム(The Ukraine reconstruction platform)」と、復興資金を支援する「ウクライナ復興ファシリティー(‘RebuildUkraine’ Facility)」の新設などの構想が盛り込まれている。

ウクライナ復興ファシリティーは、II章1項で紹介した復興基金を青写真とするが、両者には類似点と相違点がある。

類似点は「高いレベルの復興計画」の作成を求め、プラットフォームが計画の承認と支援計画に沿った利用を確保する制度設計だ。この点は、復興基金の中核の「復興・強靱化ファシリティー(RRF)」と類似している。支援枠が、返済不要の補助金と融資からなる構想も復興基金と同じである。

相違点は財源にある。復興基金は欧州委員会が発行するユーロ共同債で全額調達する。これに対し、「ウクライナ復興ファシリティー」では、援助枠は、加盟国からの追加の拠出やEU域外の第3国からの支援、EU予算のプログラムの組み替えなどで捻出する。ユーロ共同債の発行は、将来返済を必要とする融資枠に限定する。さらに、ウクライナ政府が強く主張している西側が制裁として凍結したロシアの中央銀行や新興財閥などの資産の復興財源としての活用の可能性も

46) Christian Wienberg “Denmark’s Premier Pledges Not to Put Euro Opt-Out to Vote” Bloomberg, 22 June 2022

47) European Commission (2022c)

表7 EUのウクライナ支援の概要

① 主要国・地域のウクライナへの支援額（22年1月24日～23年1月15日までの累計） 単位：億ユーロ

	EUと加盟国	米国	英国	日本
軍事支援	137.9	443.4	48.9	0.0
金融支援	347.4	251.1	30.2	5.7
人道支援	63.9	37.2	4.0	4.8
上記合計	549.2	731.8	83.1	10.5
難民コスト	259.5	0.0	0.2	0.0

②ウクライナ支援のためのEUによる特別措置

EU市場へのアクセス	ウクライナ製品への1年間の輸入関税免除
エネルギー	EUの電力網との相互接続、パイプラインガスの「逆流」
ヒト	難民一時受け入れ保護措置（最低1年の居住権、住居、教育、社会福祉、労働市場アクセスを認める。500万人に適用*）
物流	EU-ウクライナ間の物流網強化の「連帯レーン」行動計画（ボトルネック解消の短期計画とインフラ接続の中期計画）
EU加盟	加盟候補国の地位の付与

③EUによるウクライナの復興・戦後処理支援構想

ウクライナ復興プラットフォーム	ウクライナ政府とEUが主導し、国際的パートナーと連携して復興計画の策定と実行を促すガバナンスの組織
ウクライナ復興ファシリテーター	復興資金支援のための融資と補助金からなる枠組み 国際支援とユーロ共同債を資金源とする
その他	経済制裁で凍結した資産を国際法に適合する形で復興に使う方策の検討 ロシアによる戦争犯罪の捜査と起訴を支援する体制整備

（\*）23年3月28日時点（類似の枠組みの適用対象者も含む）

（資料）キール経済研究所“Ukraine Support Tracker Data”，欧州委員会“EU solidarity with Ukraine”，国連難民高等弁務官事務所（UNHCR）Operational Data Portal Ukraine Refugee Situationなどを元に作成

検討する方針だ。但し、ロシアの資産の活用に関しては、EUの基本的価値である「法の支配」との整合性の観点から、適正な法的な手続き（デュープロセス）を見出す必要がある<sup>48)</sup>。現時点では、ウクライナ復興の財源としてのロシアの資産の活用の実現可能性は高いとは言えない。いずれにせよ、ウクライナの復興でEUとユーロは重要な役割を果たすことになるだろう。

#### IV-4. 国際通貨としての役割強化への政治的な意思

ロシアのウクライナ侵攻によって、EUが掲げてきた戦略的自立は、長期的な戦略のスローガンから、速やかに実現すべき目標に変わった。22年3月の特別首脳会議で「ヴェルサイユ宣言」で掲げた3本の柱も戦略的自立を加速するものである。

国際通貨としてのユーロの役割を高めること

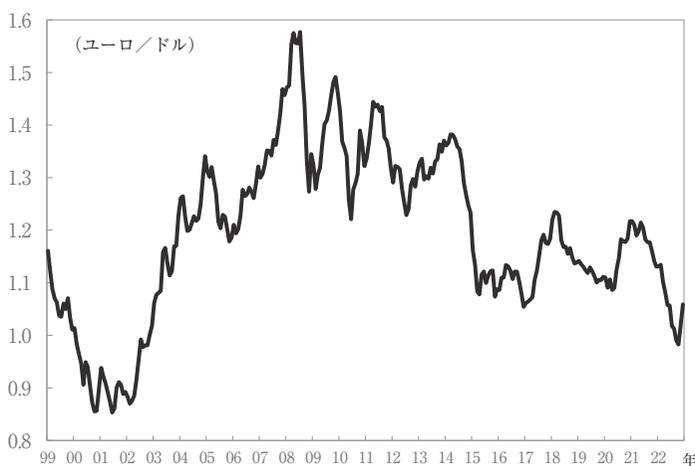
48) ジリアン・テッド「[FT] ロシア資産、没収できるか 手続き踏まなければ禍根」日本経済新聞電子版22年6月1日（2022年6月1日アクセス）。

で戦略的自立を追求する方針には変わりなく、意欲の高まりも感じられる。米国との距離は、ロシア・ウクライナ侵攻で共同歩調をとることで近づいているが、Ⅱ章4項で述べた「米国の政策に翻弄されない自立性の強化」の必要性は、むしろ強く意識されていると思われる。ユーロの対ドル相場は、22年秋に20年ぶりに等価（パリティ）を割り込んだ（図8）。ロシアからのエネルギー供給の問題を抱えるユーロ圏の景気後退懸念とともに米連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board：FRB）の利上げピッチ加速の思惑からドル全面高が進んだこともユーロを押し下げる要因となった。その後、FRBの利上げペース縮小でユーロ安は修正に転じたが、米国の金融政策にユーロやECBが「翻弄される」状況は続いている。

22年4月5日の閣僚理事会では、EUの経済・金融面での戦略的自立に関わる結論として、21年1月の欧州委員会の政策文書で示されたEMUの強化・深化も含め、「ユーロの国際的な役割強化」を3本柱の1つとする方針を確認している<sup>49)</sup>。

ユーロの国際的な役割の維持・強化のためには、中国の人民元による挑戦への「対抗」も課題となる。習近平体制下の中国が米国型資本主義を指向しているとは思われず、中国の資本取引に関わる慎重な姿勢が大きく転換する可能性は低い。他方、中銀デジタル通貨（Central Bank Digital Currency：CBDC）への取り組みでは主要中銀よりも先行しており、国際標準における主導権を握る可能性を秘める。ECBは、21年7月、デジタル・ユーロについて、9カ月にわたる「予備実験」を経て、同年10月から24カ月にわたる「調査段階」に入った。23年秋には「調査段階」の結果を踏まえて、「実現段階」開始について判断をすることになる。ECBのパネッタ専務理事によれば<sup>50)</sup>、「実現段階」は、デジタル・ユーロの発行にあたり必要となる技術的解決策や実務的な取り決めをテストする段階である。デジタル・ユーロの発行は、23年4～6月期に欧州委員会が提案する規則案が、欧州議会と閣僚理事会で採択された後となり、順調に進んだとしても、なお数年を要する。

図8 ユーロの対ドル相場



(注) 月中平均値

(資料) 欧州中央銀行 (ECB)

49) Council Conclusions on the EU's economic and financial strategic autonomy: one year after the Commission's Communication

50) 欧州議会経済通貨委員会での発言（Panetta（2023））による。

パネッタ専務理事の発言<sup>51)</sup>からは、デジタル・ユーロの導入は、デジタル金融の世界でのアンカーを提供するもので、国際通貨としての

地位、単一通貨圏の主権と戦略的自立を確保する狙いもあることが見て取れる。

## V. おわりに—将来のユーロの国際的な地位と役割—

ウクライナ侵攻に関わるショックの大きさや持続力は著しく不透明である。現時点では、ロシアのウクライナ侵攻が引き起こしたエネルギー危機に、的を絞った時限的な財政措置、既存の枠組みを活用した投資の拡大、ECBによる「分断化」リスクに配慮しながらの金融政策正常化の組み合わせで対処しようとしている。しかし、こうした政策の組み合わせでは、非対称的なショックを吸収しきれず、債務危機の再燃を許すおそれもある。財政措置の過大化、長期化、大国の補助金が域内の競争を歪めるリスクも浮上している。23年3月に入って、急激な利上げを背景とする複数の米銀の破綻、スイスの大手銀行の経営危機が連鎖的に生じ、ユーロ圏の金融システムへの圧力となる懸念も芽生えた。ユーロの地位が、安定性への懸念から低下し、脅かされる事態を回避するために、より踏み込んだ政治レベルでの協調が求められる場面も出てこよう。

II-1で確認した通り、コロナ禍対応は、初動こそややもたついたものの、復興基金に象徴される協調的な取り組みが実現した。ユーロ危機対応は、時間こそ要したが、ECBの政策による時間稼ぎもあり、最低限必要な合意が成立し、危機を超えた。

ロシアによるウクライナ侵攻に端を発するエネルギー危機、安全保障の危機においても、ユーロを守るために必要な政治合意を積み重ねて行くことができよう。ロシアへの制裁、ウクライナ支援では、EUは基本的価値の共有を基礎とする結束力を発揮した。世論調査では、単一市場、単一通貨へのEU市民の支持の着実な上昇も確認できる<sup>52)</sup>。ハンガリーのオルバン首相は、ロシアへの第6次制裁に反対し、パイプライン・ガスの例外化を引き出す勝利を上げる一方、復興基金の「復興強靱化ファシリティ」の計画承認を得るために、法の支配に関わる違反については修正に動いた。一連の動きのベースには、ユーロ圏、EU加盟国は、広く価値観を共有し、価値観での一体性が弱いケースでも、利害は共有していることがある。

ユーロは「欧州の基軸通貨」の様相を強めて行くことになるだろう。ユーロ参加国は、信用力が低く、小規模な国家が中心ではあるものの、拡大し、EUの新規加盟に向けた動きも続く。EUは、ウクライナ復興支援にも深く関わる見通しである。

しかし、西側とロシア、中国という主要国・地域間の相互不信によるグローバル化の後退で、欧州を超えたユーロの国際的な役割の拡大

51) Panetta (2021) ではCBDCの国際的側面をテーマに、非居住者が利用可能なCBDCが「(自国通貨に置き換わって流通する)ドル化」や、為替相場や資本フローの変化、通貨の国際的役割に影響する可能性を指摘している。Panetta (2022a) では、効率性、規模の経済性、流動性、安全性を備える大国のCBDCが国際的決済手段としての役割を高め、ユーロの地位が低下する将来の可能性に備えた行動の必要性も訴えている。

52) Flash Eurobarometer 512 The euro area November 2022によれば、「ユーロを有することはEUにとり良いことか悪いことかという問いに「良いこと」と答えた割合は、ボトムスの11年11月調査では66%だったが、22年10月時点では78%となっている。「自国にとって」「良いこと」と答えた割合は、07年9月調査の45%から趨勢的に上昇しており、22年10月調査では69%に達している。

は制約されるだろう。

今後もユーロがドルに続く地位を保てるか否かは、ユーロに関わる要因だけで決まる訳ではない。米国と覇権を争う中国の政策当局のスタンスと国際社会の反応によっても、ユーロの地位は変化し得る。習近平体制下の中国で資本取引に関わる慎重な姿勢が大きく転換する可能性は低く、西側は中国の影響力の拡大に慎重な姿勢をとり続けそうだ。他方、中国は新興国・途上国との結びつきが深く、西側から切り離されるロシアは中国への傾斜を強めるだろう。中国

はウクライナ侵攻1年にあたり示した12項目の文書で紛争終結後の復興でも支援を提供し、建設的な役割を果たす用意があるとしている<sup>53)</sup>。こうしたことから、人民元はドルやユーロとは異なる性格の国際通貨としての役割を高めるように思われる<sup>54)</sup>。

分断を深める世界にあっても、ユーロは、ドルに次ぎ、人民元を上回る国際通貨として踏みとどまるが、人民元との差は着実に縮まって行くと思われる。

## 参 考 文 献

- 伊藤さゆり (2021a) 「ユーロはいかにして鍛えられたのか—ユーロの軌跡と課題」, 蓮見雄・高屋定美編著『沈まぬユーロ』文眞堂
- 伊藤さゆり (2021b) 「ユーロの今後: ユーロ制度改革の成果と課題②—財政同盟の課題と復興基金の意義」, 「EUの成長戦略」[欧州グリーン・ディールの課題と方向性], 須網隆夫編『EUと新しい国際秩序』日本評論社
- 伊藤さゆり (2022) 「変わるEUの対中スタンス 2022年7月アップデート」『ニッセイ基礎研所報 Vol. 66』93-109頁
- 神江沙蘭 (2020) 『金融統合の政治学』岩波書店
- 田中素香 (2016) 『ユーロ危機とギリシャ反乱』岩波新書
- 蓮見雄 (2021) 「中ロ接近とユーロ」, 蓮見雄・高屋定美編著『沈まぬユーロ』文眞堂
- Bank of Russia (2022), “Russian Financial Sector Investor Presentation”, January (22年6月23日最終アクセス)
- Anu Bradford (2020) “*The Brussels Effect: How the European Union Rules the World*” Oxford Univ Press (アニユ・ブラッドフォード著, 庄司克宏監修・翻訳 (2022) 『ブリュッセル効果 EUの覇権戦略: いかに世界を支配しているのか』白水社)
- Council of the European Union (2022a) “A Strategic Compass for Security and Defence” 21 March
- Council of the European Union (2022b) “Proposal for a COUNCIL REGULATION Establishing a market correction mechanism to protect citizens and the economy against excessively high prices, 19 December 2022”
- Giovanni Sgaravatti, Simone Tagliapietra and Georg Zachmann (2022) “National policies to shield consumers from rising energy prices” Bruegel Datasets, Last updated 13 February, 2023 (23年2月21日最終アクセス)
- Grégory Claeys and Guntram B. Wolf (2020) “Is the COVID-19 crisis an opportunity to boost the euro as a global currency?” Bruegel Policy Contribution 11/2020 (22年7月21日最終アクセス)
- European Central Bank (2018), “The international role of the euro”, June (23年

53) Ministry of Foreign Affairs of the People’s Republic of China (2023)

54) 人民元の国際化戦略は本特集号掲載の関根論文, ドルと人民元の違いについては櫻川論文をご参照頂きたい。

- 5月25日最終アクセス)
- European Central Bank (2019), “The international role of the euro”, June (22年7月20日最終アクセス)
- European Central Bank (2022a) “Convergence Report”, June (23年2月21日最終アクセス)
- European Central Bank (2022b), “The international role of the euro”, June (22年7月12日最終アクセス)
- European Commission (2018) “Towards a stronger international role of the euro” COM (2018) 796/final (22年7月15日最終アクセス)
- European Commission (2020) “Europe’s Moment: Repair and Prepare for Next Generation” COM (2020) 456 final (23年2月21日最終アクセス)
- European Commission (2021a) “The European economic and financial system: fostering openness, strength and resilience”, COM (2021) 32 final (22年7月15日最終アクセス)
- European Commission (2021b) “Trade Policy Review- An Open, Sustainable and Assertive Trade Policy” COM (2021) 66 final (23年2月21日最終アクセス)
- European Commission (2022a), “SURE at 18 months: third bi-annual report”, COM (2022) 128 final (22年7月20日最終アクセス)
- European Commission (2022b), “REPowerEU Plan”, COM (2022) 230 final (22年6月22日最終アクセス)
- European Commission (2022c), “Ukraine Relief and Reconstruction”, COM (2022) 233 final (22年6月22日最終アクセス)
- European Commission (2022d), “Convergence Report 2022”, Institutional Paper 179, June (22年7月21日最終アクセス)
- European Commission (2022e), “Introduction of the euro in the Member States that have not yet adopted the common currency”, Flash Eurobarometer 508, June (22年7月21日最終アクセス)
- European Commission (2022f) “Save gas for a safe winter” COM (2022) 360 final, July
- Fabio Panetta (2021) “Hic sunt leones” – open research questions on the international dimension of central bank digital currencies”, 19 October (23年2月21日最終アクセス)
- Fabio Panetta (2022a) “The digital euro and the evolution of the financial system”, 15 June (23年2月21日最終アクセス)
- Fabio Panetta (2022b) “Europe as a common shield: protecting the euro area economy from global shocks”, 1 July (23年2月21日最終アクセス)
- Fabio Panetta (2023) “The digital euro: our money wherever, whenever we need it”, 23 January (23年2月22日最終アクセス)
- International Monetary Fund (2021), “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2021” July (2023年1月27日最終アクセス)
- Ivan Krastev and Mark Leonard (2023) “Fragile unity: Why Europeans are coming together on Ukraine (and what might drive them apart)” *European Council on foreign Relations (ECFR) POLICY BRIEF*, 16 March
- Markus K Brunnermeier, Harold James, Jean-Pierre Landau (2022) “Sanctions and the international monetary system” VoxEU CEPR (22年7月22日最終アクセス)
- Ministry of Foreign Affairs of the People’s Republic of China (2023) “China’s Position on the Political Settlement of Ukraine Crisis”, 23-02-24
- János Allenbach-Ammann, “State of play in eurozone enlargement”, 2022年1月11日 (updated: 2022年6月2日)
- Paul De Grauwe (2020) “*Economic and Monetary Union 13<sup>th</sup> edition*” Oxford Univ

Press.

Robin Harding (2022), “Toppling the dollar as reserve currency risks harmful fragmentation” *Financial Times*, March 11

(23年5月25日最終アクセス)

Robert A. Mundell (1961) “A theory of Optimal Currency Area” *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4, pp. 657-665