

ウクライナ危機とユーロ⁽¹⁾

齋藤 智美

目次

はじめに

1. ユーロへの信頼

1.1 ユーロの対ドル為替レートのこれまでの展開

1.2 危機の時期におけるユーロの信頼

2. ユーロの国際的役割の近年の展開

2.1 ロシアへの制裁と準備通貨としてのユーロ

2.2 ユーロ国際化の課題

結び

はじめに

ヨーロッパ経済は、2020年初め以来の新型コロナウイルス感染の蔓延と2022年2月からのロシアによるウクライナ侵攻に大きく影響を受けた。新型コロナ危機への対応として、各国レベルで財政措置がとられ、EUでも復興基金の創設などが合意された。ウクライナ危機では、エネルギー価格や食料価格の高騰によるインフレと景気減速に対応して、各国レベルでの補助やECBによる金融引き締めがとられた。

このような政策対応がユーロの国際的役割にどのような影響を与えたのか、本稿ではそれに焦点を当てる。まず、ユーロに対する信頼性を評価するにあたり、ユーロの対ドル為替レートの安定性をみる。次に、ウクライナへ侵攻した

ロシアへの制裁は、国際通貨体制へ影響を与えた可能性がある。本稿では国際通貨の役割のうち準備通貨に焦点を当て、世界の外貨準備の通貨構成におけるユーロのシェアをみる。このように、新型コロナ危機・ウクライナ危機、それに対するEU・ECBの経済対策の中で、ユーロの信頼性や準備通貨でのユーロの国際的役割はどのような影響を受けたのかをみる。

1. ユーロへの信頼

1.1 ユーロの対ドル為替レートのこれまでの展開

まずユーロの国際的役割をみるにあたり、ユーロの信頼性を対ドル為替レートの安定性でみる。以下ではユーロが登場した1999年から

(1) 本稿は、2023年11月26日に愛知大学名古屋キャンパスで開催された日本EU学会第44回研究大会公開シンポジウム「エネルギー危機下のEUの財政・金融政策とユーロ」での発表「ウクライナ危機とユーロ」をもとにしている。司会者の高屋定美先生、報告者の堀尾健太先生、田中理先生、中空麻奈先生、討論者の神江沙蘭先生（御登壇順）に感謝申し上げます。

現在までを5つに時期区分し、ユーロ為替レートの変動とその背景について述べる⁽²⁾。

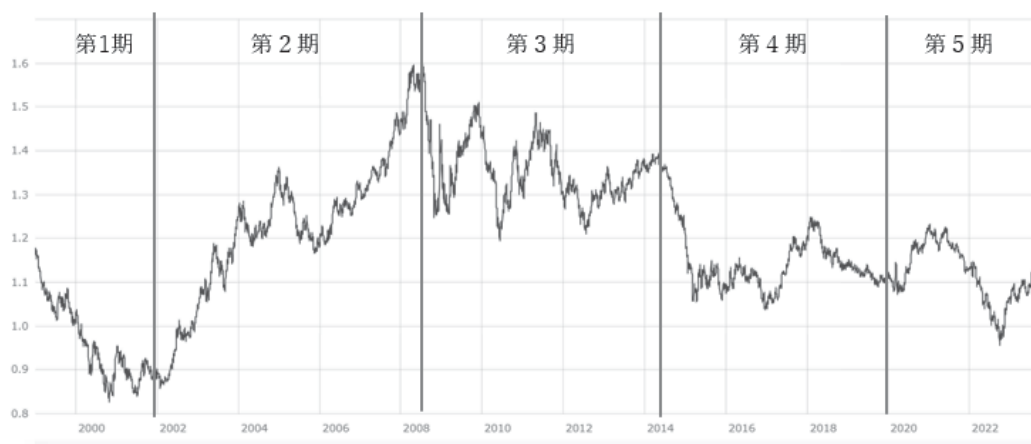


図1 ユーロの対ドル為替レート

出典：ECB, Euro foreign exchange reference rates

注：縦軸は1ユーロ当たりのドル。上に行くほどユーロ高である。

1999年1月から2001年末のユーロの下落期を第1期とする。ユーロの対ドル為替相場は、1999年1月に1ユーロ=1.168ドルで始まり、下落を続けた。2000年にはいるとユーロはさらに下落し、2000年5月4日のロンドン外国為替市場で一時1ユーロ=0.8845ドルまで下落し、最安値を更新した。これは1999年1月と比べると、ドルに対する約25%の下落であった。その後ユーロ為替レートは反転したが、2000年11月に向けてさらに下落し、10月末には1ユーロ=0.83ドルを割り込んだ。1ユーロ=1ドルのパリティ（等価水準）を回復したのは、2002年7月16日であった。このユーロ安は、ユーロエリアとアメリカの経済成長率格差や金利格差の影響といった市場要因、金融政策を担当するECBと蔵相理事会との対立やイタリアの財

政赤字問題といった制度要因、ユーゴスラビアやロシアの政治不安といった政治要因によって加速されたとみられる⁽³⁾。

2002年1月から2008年7月のユーロの上昇期を第2期とする。2002年以降はユーロ高の局面に入り、7月にはパリティを回復した。アメリカのICTバブル崩壊や相次いだ会計疑惑による株価急落、それにより欧州からアメリカへの国際資本移動が一服したこと、そしてアメリカの金利引き下げで米欧金利差が逆転したことを反映した。

第3期は、2008年7月から2014年初めまでのリーマン・ショックから欧州ソブリン危機へ至る危機期である。リーマン・ショック後にユーロは下落に転じ、欧州ソブリン危機の影響もありユーロの対ドルレートは大きく上下した。

(2) この時期区分は、田中（2018年）、岩田（2022年）に従う。

(3) 田中（2001年）。

第4期はECBがマイナス金利を開始した2014年6月から2019年末までの非標準的金融政策期で、ここで危機を脱して為替相場は安定期になった。2014年6月にECBがマイナス金利による非標準的金融政策を開始すると、ユーロは下落を始めた。2015年3月の量的緩和で1ユーロ=1.1ドル台を割り込み、ユーロ安で安定する時期が2017年春まで続いた⁽⁴⁾。低金利とユーロ安で経済が回復すると2017年からユーロは上昇に転じたが、2018年になるとアメリカの金融引き締めを反映してユーロは下落を続けた。

第5期は、2020年初めの新型コロナ危機から現在のウクライナ侵攻までの危機期である。2020年の初めに新型コロナ感染拡大の中、有事のドル買いでユーロは急落したが、アメリカが新型コロナウイルスによる経済への影響を軽減するためほぼゼロまで金利を切り下げ、量的緩和策を導入した2020年3月以降、ユーロは上昇に転じた。しかしロシアのウクライナ侵攻の影響でインフレと景気減速の中、ECBは2022年3月以降のアメリカの利上げペースに追いつけず、2021年6月以降ユーロは下落し、2022年7月に再びパリティ割れとなった。このユーロ安要因は金融政策のみならず、ロシアのウクライナへの侵攻でロシアからのガス供給停止のリスクが高まったことや、ガス価格高騰でインフレが長期化するとみられたことで、欧州の景気の先行きが不透明になったことがあげられる⁽⁵⁾。その後、アメリカはインフレ鈍化で利上げペースが減速するとの観測の一方で、ECBは大幅利上げを継続する見通しにより、

2022年末にかけてユーロは対ドルでパリティを回復した。

1.2 危機の時期におけるユーロの信頼

このように1999年から現在までのユーロの対ドル為替レートの動きについて、大きく5つの時期に分けることができる。このうち、第3期と第5期は危機期である。しかし、ユーロの対ドル為替レートの動きには大きな違いがある。

第3期は、リーマン・ショック後にユーロは下落に転じ、その後の欧州ソブリン危機の影響もあり、ユーロの対ドルレートは大きく乱高下した。ユーロの対ドルレートはEUとアメリカの金利差で説明できない不安定な時期であり、ユーロの信頼は失われていた。

それに対し第5期は、2020年初めの新型コロナ感染拡大当初、為替相場は不安定になったが、その後の為替相場の動きの多くは米欧金利差で説明できる。リーマン・ショックから欧州ソブリン危機の時期と比べて、この時期のユーロの対ドル相場は米欧の金利差で説明でき、ユーロの信頼性は確保されているといえる。

(4) 田中（2018年）pp. 448-450。

(5) 8月24日ブルームバーグ「ユーロ安に歯止めがかからず、ECBが9月に0.75ポイント利上げでも」。2022年8月19日にロシアの国営天然ガス会社ガスプロムは、8月31日から9月2日まで、欧州向けガスパイプライン「ノルドストリーム」での供給を一時停止すると発表した。2022年8月22日日本経済新聞「ロンドン外為9時半 ユーロ、一段安 一時パリティ割れ 天然ガス価格が急騰」。

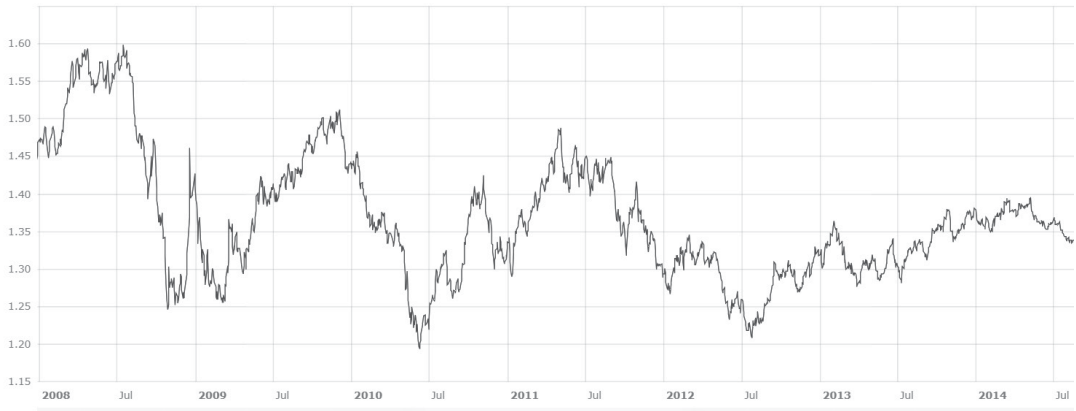


図2 ユーロの対ドル為替レート（第3期）

出典：ECB, Euro foreign exchange reference rates

注：縦軸は1ユーロ当たりのドル。上に行くほどユーロ高である。

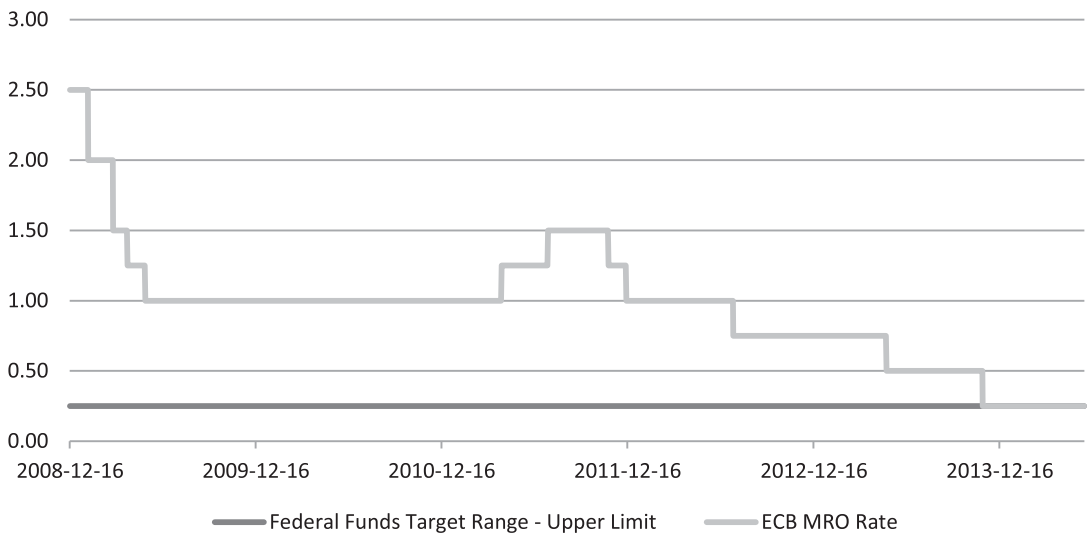


図3 アメリカとEUの政策金利（第3期）

出典：FRB, ECBより作成。

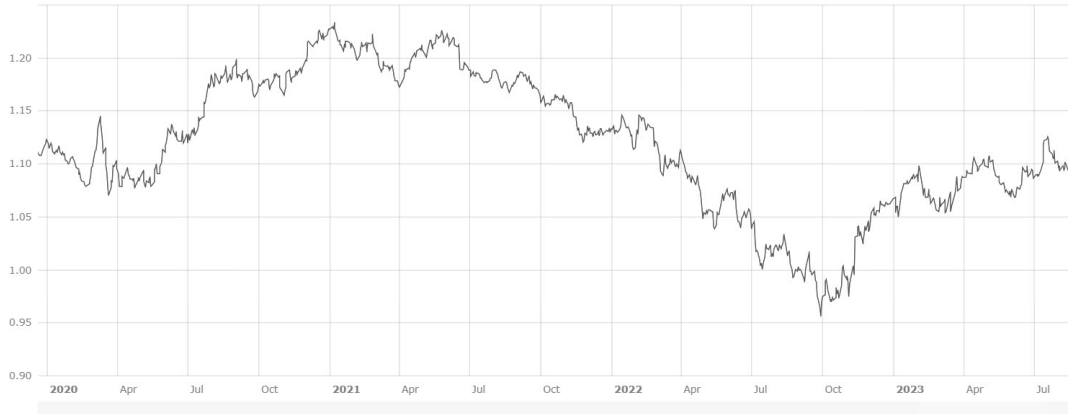


図4 ユーロの対ドル為替レート (第5期)

出典 : ECB, Euro foreign exchange reference rates

注 : 縦軸は1ユーロ当たりのドル。上に行くほどユーロ高。

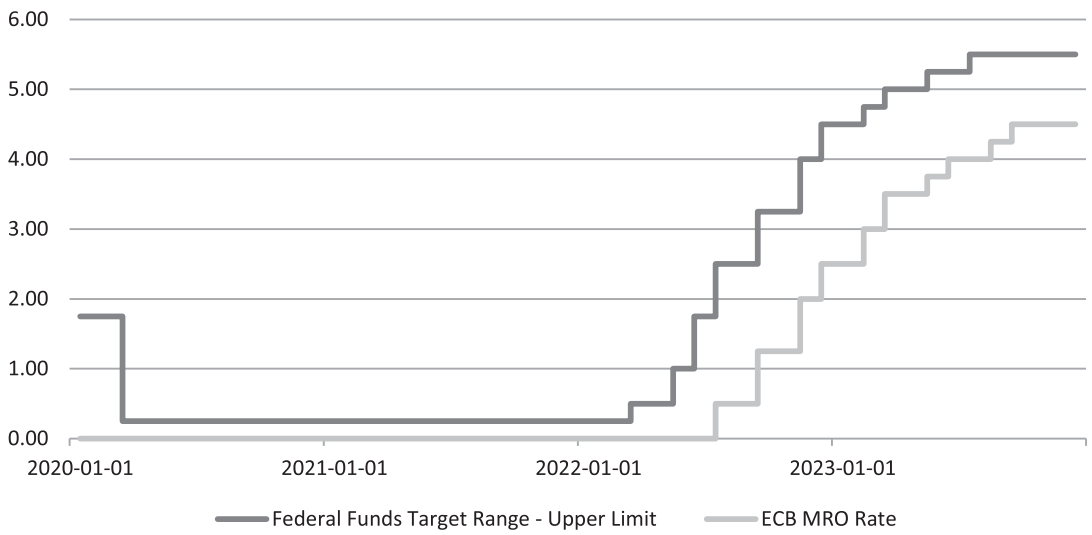


図5 アメリカとEUの政策金利 (第5期)

出典 : FRB, ECB より作成。

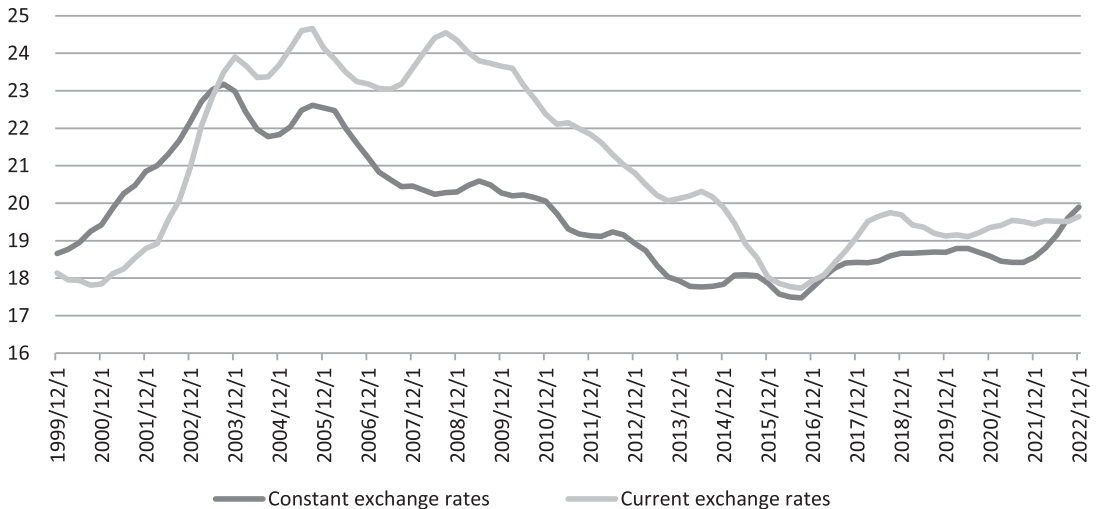


図6 ユーロの国際的役割の複合指数

(%, 2022年第4四半期の現在の為替レート, 4四半期移動平均)

出典: ECB (2023a), 3ページのChart 1より作成。

元出: 国際決済銀行 (BIS), 国際通貨基金 (IMF), CLS Bank International, Ilzetzki, Reinhart and Rogoff (2019) Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which anchor will hold? Quarterly Journal of Economics, Vol. 134, Issue 2, および ECB の計算。

元注: 複合指数は以下で構成される。国際債券の一定の(現在の)為替レートでのユーロの株式の算術平均, ユーロ圏外の銀行によるユーロ圏外の借り手への貸付, ユーロ圏外の銀行へのユーロ圏外の債権者からの預金, グローバルな外国為替決済, グローバルな外貨準備およびグローバルな為替相場制度。世界の為替相場制度におけるユーロのシェアの見積もりは, 2010年以降のIMFデータに基づく。2010年以前の株式は, Ilzetzki, Reinhart and Rogoff (2019) のデータを使用して推定。

2. ユーロの国際的役割の近年の展開

ユーロの国際的役割を, ECBによるユーロの国際的役割の複合指数でみる(図6参照)。国際通貨の使用に関する様々な指標に占めるユーロのシェアは, 2000年代初めに大きく上昇してピークに達した。その後, リーマン・ショックや欧州ソブリン危機の影響で2016年にかけてユーロの国際的役割は大きく低下した。その後反転したが, 危機前のピークを下回っている。

そして2020年代に入ると, 新型コロナ危機やウクライナ危機の中でも大きな変動は見られ

ず, ユーロの国際的役割は底堅さを保った。ユーロは依然としてドルに次いで2番目に重要な通貨であり続けている。

2.1 ロシアへの制裁と準備通貨としてのユーロ
ウクライナ危機は準備通貨やインボイス通貨の選択に大きな影響を与えたとみられる。2022年のロシアによるウクライナ侵攻で, ロシア中央銀行の外貨準備のほぼ半分の凍結や, SWIFT⁽⁶⁾からの主なロシアの銀行の除外などの制裁がロシアに課された。これらの制裁はドル準備金と決済の安全性に対する信頼を損なったとみられ, 国際通貨システムにおけるドルや

(6) SWIFTは2020年までに国境を越えた送信の90%以上で使われるようになった(Nölke(2022))。

ユーロを含む制裁国の通貨の役割に広範な影響を与える可能性がある」と指摘された⁽⁷⁾。また、ウクライナ侵攻による地政学的緊張の高まりに加えて米中の経済摩擦により、サプライチェーンのリショアリングまたはフレンドショアリングという新しい貿易パターンが現れつつある。これも準備通貨やインボイス通貨に影響を与える可能性がある。以下では準備通貨について、ウクライナ危機の影響をみる。

近年の外貨準備に占めるユーロの割合(右軸)は20%前後で安定している(図7参照)。外貨準備として最も保有される通貨はドルである

が、そのシェア(左軸)は約20年にわたり低下傾向にあり、2020年第4四半期以降、59%を下回っている⁽⁸⁾。

この外貨準備の通貨構成を見ると(図8参照)、ドルのシェア低下に伴い、ユーロや円、ポンドといった他の伝統的な準備通貨のシェアが拡大したわけではない。それ以外の通貨(非伝統的通貨)の割合は2021年末に約10%になった。

表1は2021年末のデータなので、ウクライナ侵攻後の変化を反映していない。しかし図8でみたように人民元が急増したわけではないので、ドル、ユーロ、円、ポンドといった伝統的な準備

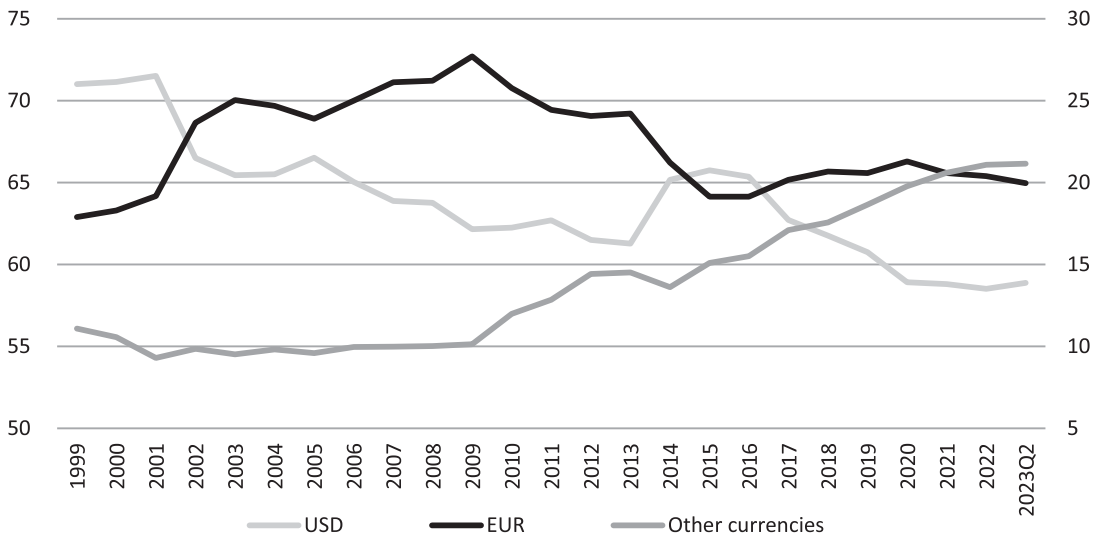


図7 世界の外貨準備におけるユーロ、米ドルおよびそれ以外の通貨のシェア (%)

出典：IMF, COFER より作成。

注：各年のQ4の値。2023年はQ2の値。ドルは左軸、ユーロとその他通貨は右軸。

(7) den Besten, Di Casola, Habib (2023)。

(8) ウクライナ危機以外でドル準備のシェア低下に影響を与えた要因として、2022年以降のドル高がある。保有するドル準備を大幅に減らしたのは最大のドル準備保有国である中国と日本であったが、2022年のドル高に対し、中国と日本、さらに多くの新興国が通貨の減価を防ぐための為替介入を行い、ドルを売却したとみられる。また2022年の金利上昇の中で債券価格が低下したこともある。さらに、中国はドル準備を米国債から米国政府機関債に移したり、ベルギーのユーロクリアなど保管機関の利用を増やしており、中国が表に出ない形での保有もあるという (Setser (2023))。今後、さらにドルが低下するかというと、外国が保有する米国短期資産の約50%から60%はアメリカと地政学的に強い関係を持つ政府が持っており、地政学的な理由で売却される可能性は低いとみられる (den Besten, Di Casola, Habib (2023) p. 4. 元出は Weiss (2022))。

通貨以外の通貨の内訳を表1でみることにする。世界の外貨準備に占めるドルのシェアの低下は、4分の1は人民元、4分の3は、豪ドルや加

ル、韓国ウォンといった従来、外貨準備ポートフォリオにおいて重要な位置を占めてこなかった比較的小国の通貨の増加によって説明される。

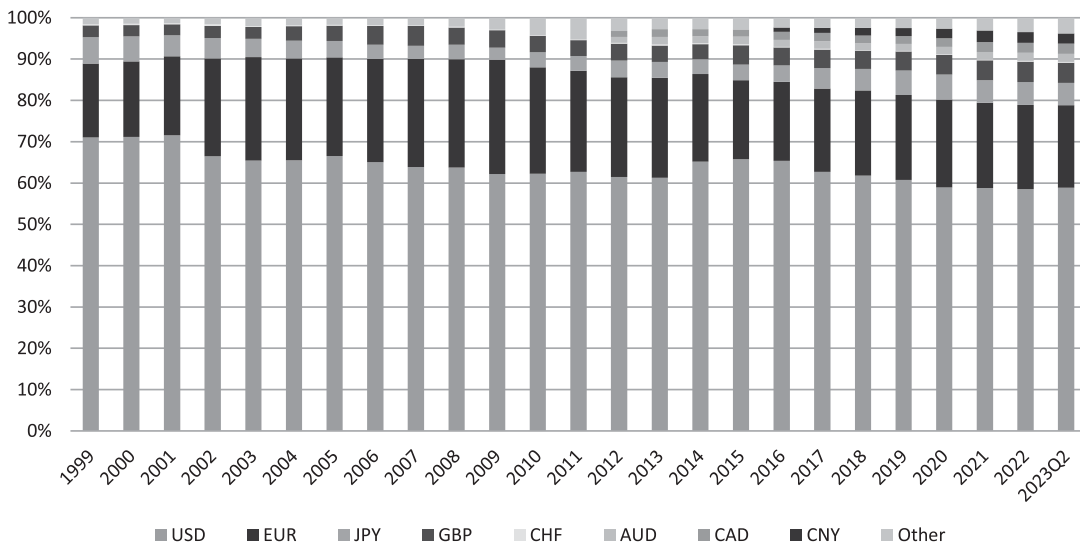


図8 世界の外貨準備通貨構成 (%)

出典：IMF, COFER より作成。

注：豪ドルと加ドルは2012年から、人民元は2016年から。

表1 外貨準備における非伝統的通貨の内訳 (2021年末)

	外貨準備	
	10億ドル	%
AUD	221	18
CAD	287	23
CNY	337	27
CHF	21	2
Other	372	30
非伝統的通貨合計	1239	100
Other内訳：		
Korean won	127	10
Swedish krona	50	4
Singapore dollar	84	7
Norwegian krone	51	4
Danish krone	30	2
New Zealand dollar	13	1
Hong Kong dollar	18	1

出典：Eichengreen (2023) Table 1 より作成。

注：非伝統的通貨とは、米ドル、ユーロ、円、ポンドといった伝統的な準備通貨以外の通貨を指す。

元出：IMF, COFER と CPIS

元注：その他通貨の規模は Arslanalp and Tsuda (2014) Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt. IMF Working Paper, WP/14/39 に基づき推計。

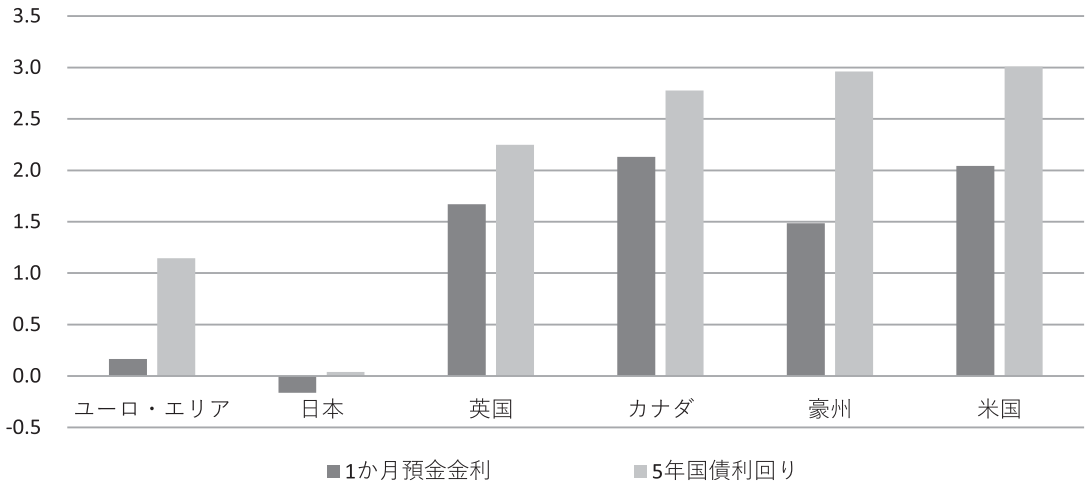


図9 2022年の主要国の金利 (%)

出典：ECB (2023a), chart 4 より作成。

元出：Refinitiv Datastream, BIS, S&P Global, ECB の計算。

元注：ユーロエリアの5年国債利回りは、スタンダード・アンド・プアーズの信用格付けがAA以上のユーロエリア5年国債利回りの債務加重平均として計算。

これらの通貨はリターンが高い一方、ボラティリティが相対的に低い。ユーロエリア債券市場は相対的に利回りが低く、日本以外の主要先進国との金利差は2022年を通じて拡大した(図9参照)。これがユーロ建て資産へのリバランスを妨げたとみられる。

2.2 ユーロ国際化の課題

ユーロはドルに次ぐ国際通貨である。しかし、ユーロの国際的役割はユーロエリアの経済規模や人口、貿易額に相当するほどではない。その理由には様々あるが、なかでもユーロ圏の国際資本市場、特に証券市場⁽⁹⁾の深さと流動性が不十分であり、国境線に沿って細分化されていることが指摘される⁽¹⁰⁾。また、ユーロ建て安全資産の供給量が不十分であるとの指摘も見られる。以下では、ユーロエリアの金融統合がいかに

進展しているか、そしてユーロ建ての安全資産が十分に供給されているかをみる。

図10はユーロエリアの金融統合の度合いを金融統合複合指標で示している。この指標は、市場の完全な断片化は0、完全な統合は1を示す。サブプライム危機(B)、リーマン・ショック(C)、欧州ソブリン危機(D)でユーロ導入時(A)のレベルまで低下したが、様々な改革や政策の導入で、統合指数は回復した。新型コロナウイルス危機(G)とウクライナ危機時(H)にも統合指標は低下したが、以前ほどではない。

パンデミックの間にもどのようなことが生じたのかは、図11に示される。2020年2月以降の死者や入院者数の急増、ロックダウンの強さなどで示される危機の深刻さや丸で示される経済活動の低下により、価格ベースの複合指数は急落した。ECBのPEPP(パンデミック対応の

(9) 中央銀行は銀行預金としてではなく、主に証券で準備金を保有しているが、欧州は銀行ベースの性質を反映して株式および証券市場の規模は小さい、Arroyo (2022) p. 11。

(10) Arroyo (2022) p. 12。

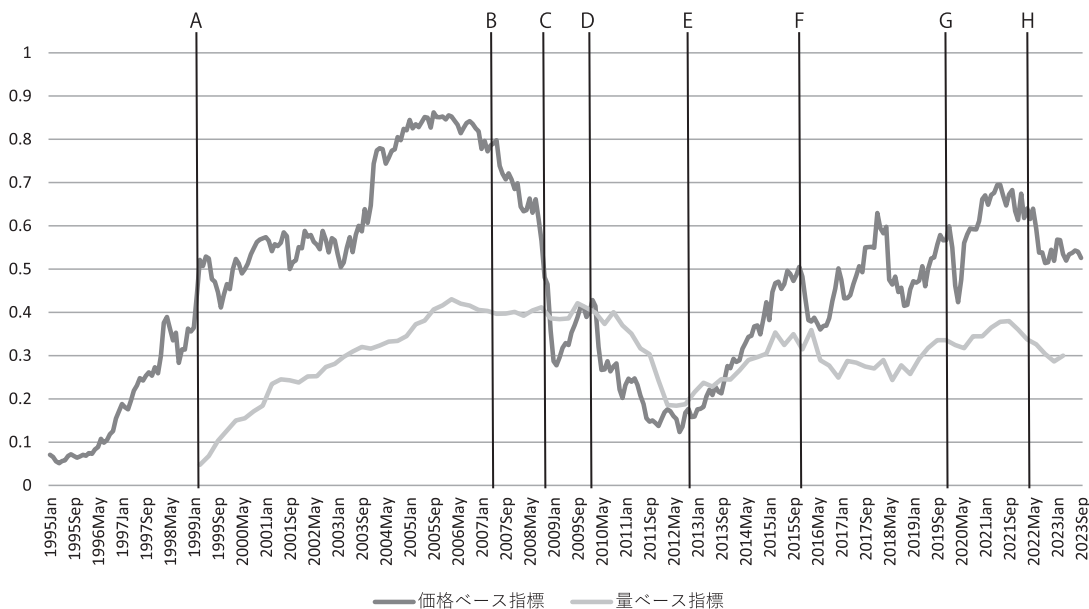


図 10 金融統合複合指標

出典：Hartmann and Molitor, Tanzarella, de Jong (2022) の Figure 1 を参考に、ECB (2023c) Chart 2, Chart 3 より作成。

注：価格ベースの複合指数は国境を越えた債券などの価格差を反映し、数量ベースの複合指数は国境を越えた投資を捕捉する。価格ベースの複合指数は、短期金融市場、株式、債券、銀行における国境を越えた価格差に基づく。数量ベースの複合指数は、ユーロエリア内の国境を越えた債券保有、株式保有、銀行間融資を集計したもの。A：1999年1月1日（ユーロ導入）、B：2007年3月1日（サブプライムローン危機の始まり）、C：2008年9月15日（リーマンブラザーズ破綻）、D：2009年10月（欧州ソブリン危機の始まり）、E：2012年8月2日（OMTと銀行同盟の発表）、F：2015年9月30日（資本市場同盟行動計画発表）、G：2019年12月（新型コロナ感染の始まり）、H：2023年2月24日（ロシアのウクライナへの侵攻）。

元出：ECB および ECB の計算。

資産購入策)を含む政策措置(7, 9, 16)で封じ込め、その後復興基金に関する欧州理事会の合意(29)等により、価格ベースの複合指標はパンデミック前の水準に達した。

しかし2021年11月から2022年1月にかけて

新規感染者数は再び急増した。欧州は世界の新規感染者の半分強、死者の約半数を占め、再びロックダウン導入検討の動きが出た⁽¹¹⁾。その中で2021年10月のユーロエリアの物価上昇率は、4.1%と推計された(47:2021年10月29日)⁽¹²⁾。

(11) 2021年11月13日付ニュースウィーク「ヨーロッパが再びコロナ・パンデミックの中心に 世界の新規感染者の半分強」。2022年1月25日に187万人の新規感染者を出し、ピークに達した。ロイター、COVID-19トラッカー 欧州。しかしオミクロン株の感染拡大に対してロックダウンのような厳しい行動制限を実施した国は少なかった。経済産業省(2022年)142ページ。

(12) インフレには特にエネルギー価格の大幅な上昇が影響していた。2021年夏以降、天然ガス価格は上昇し、ウクライナ危機前の2021年10月6日に1メガワット当たり114ユーロ、12月21日には181ユーロのピークに達した(ウクライナ危機後のピークは2022年3月7日の過去最高の215.5ユーロ)。経済活動の回復に伴う需要増加、イギリスでの風量不足による風力発電の出力低下、脱炭素の流れによる天然ガス生産の投資減少等により価格高騰が進んだ。経済産業省(2022年)145ページ。

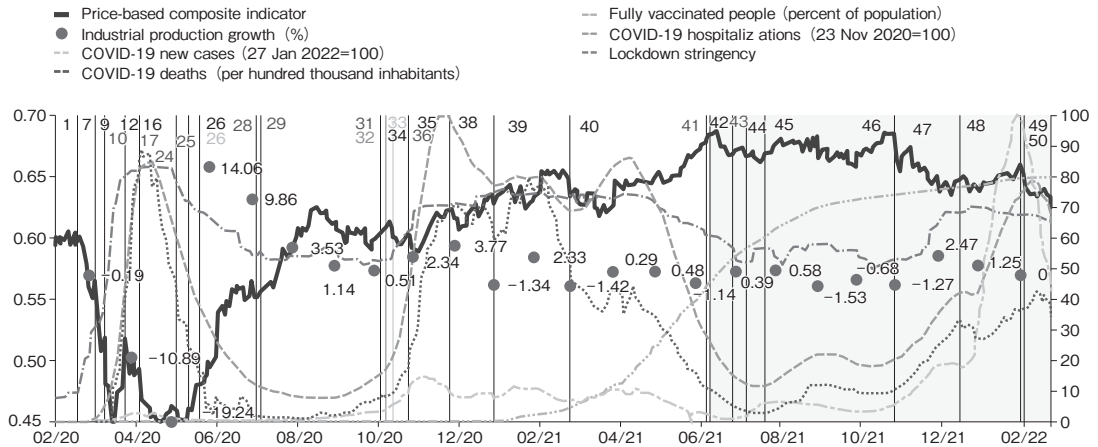


図 11 ユーロエリアの価格ベースの金融統合, 新型コロナウイルス感染症パンデミックの展開と出来事 (毎日のデータ, 2020年2月3日から2022年2月23日まで)

出典: ECB (2022b), 7 ページ, Chart 1.4 を転載。

元出: 価格ベースの複合指標と鉱工業生産: ECB および ECB の計算。新型コロナウイルス感染症の新規感染者数, 死亡者数, ワクチン接種済みの人数, 入院者数, ロックダウンの厳しさを指標: Our World in Data。

2021年12月16日のECBの理事会(48)は、PEPPを2022年3月での終了を決定するなど、金融政策の段階的正常化に向かうとみられた。

次に図12は金融統合複合指数を、ウクライナ侵攻直前からの時期に焦点を当てた図である。ウクライナへの侵攻直前から金融統合指数は急激に悪化した。ロシアがウクライナ攻撃を計画しているかどうかをめぐる国連安保理でロシアとアメリカが対立した1月31日(A)以降で顕著である。Fは2月24日でロシアがウクライナに侵攻し、EU首脳は対ロシア制裁パッケージに合意した。次に大きな下落は欧州諸国とアメリカが追加制裁に合意した2月26日(G)である。この制裁でロシア中央銀行の外貨準備の約半分が凍結され、一部のロシアの銀行がSWIFTから除外された。紛争緩和の兆候(H:2022年3月8日、EUはエネルギーと防衛支出増加のため共同債発行を検討、J:2022年3月16日ロシアとウクライナの停戦交渉)で回復するも停止し(L:2022年4月1日プーチン大統領は外国の買い手は4月1日から

ロシア産天然ガスの代金をルーブルで支払うよう要求)、ウクライナ危機以前の水準で推移した。

ただし、ユーロエリアの金融統合に対する影響は、新型コロナウイルス危機初期よりもウクライナ危機初期の方が小さい。図13の濃い実線は新型コロナ危機開始時(2020年2月21日を起点)の金融統合指数の変動を示す。ウクライナ危機開始時を金融統合指数は薄い実線と点線で示される。薄い実線はロシアがウクライナに侵攻し、EUでロシアに対する制裁が合意された2022年2月24日を開始日とする。点線は1月31日が開始日で、それはロシアがウクライナ攻撃を計画しているかどうかをめぐる国連安保理でロシアとアメリカが対立した時期である。

新型コロナ危機やウクライナ危機の開始により金融統合指数は低下したが、ウクライナ危機開始の方が悪影響は小さかったことが示される。これは新型コロナ危機が全面的な経済活動の停止につながり、ウクライナ危機とは危機の性質が異なっていたことに加え、これまでの対策でユーロエリアの金融統合の回復力が高まっ

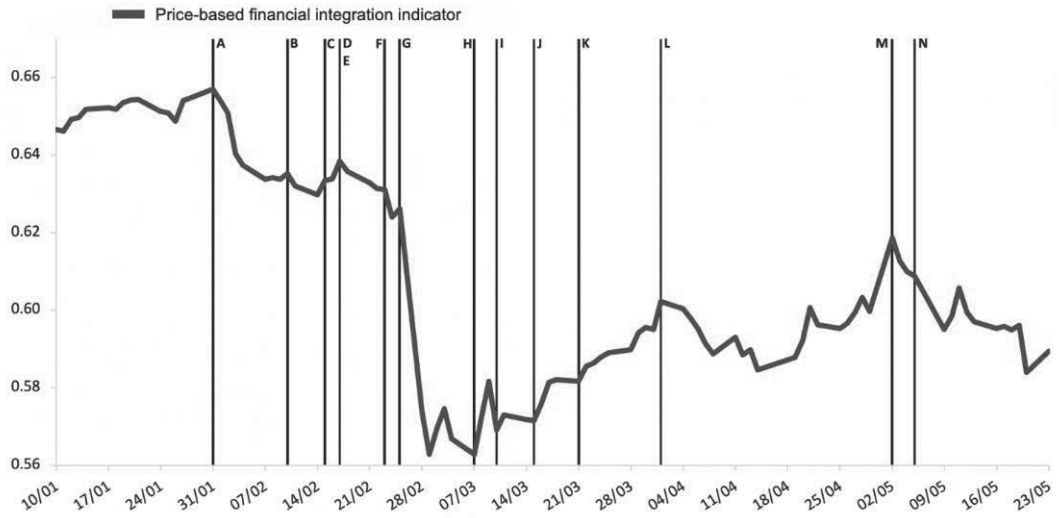


図12 ウクライナ危機時のユーロエリア金融統合複合指標
(価格ベース指標。2022年1月10日から2022年5月23日まで)

出典：Hartmann and Molitor, Tanzarella, de Jong (2022) の Figure 2 を転載。
元出：ECB や ECB の計算。

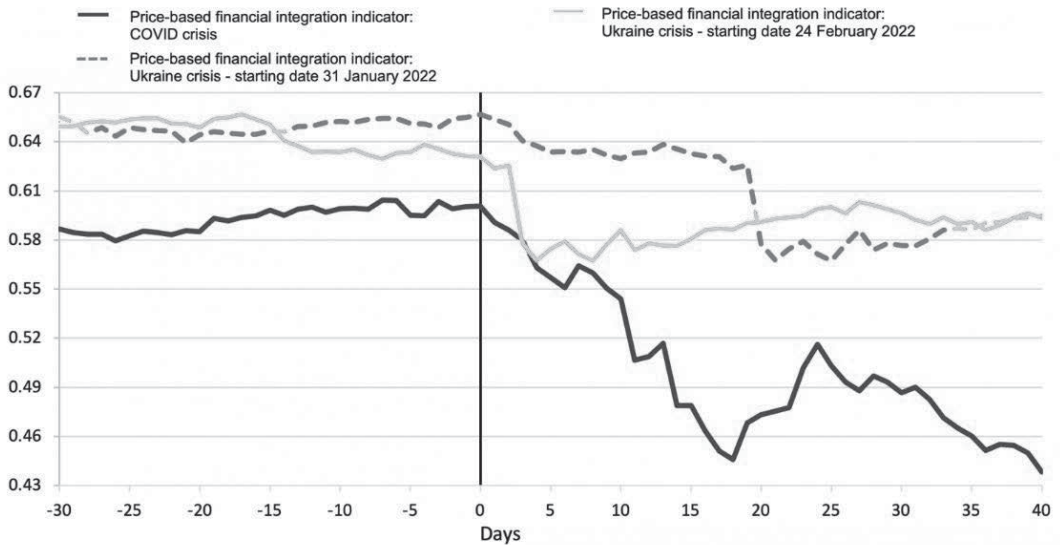


図13 ウクライナ危機時と新型コロナウイルス危機の開始前後におけるユーロエリア金融統合複合指標
(価格ベース指標)

出典：Hartmann and Molitor, Tanzarella, de Jong (2022) の Figure 3 を転載。
元出：ECB や ECB の計算。

たことを示唆する⁽¹³⁾。

さらにユーロ建ての安全資産の供給が不十分なことも、ユーロの国際的役割がその経済規模と比べて小さい要因とみられている（図14参照）。安全資産の資格としてはAAA格付けが必要であるが、この格付けと持っているのは2023年現在、ユーロエリアでドイツ、オランダ、オーストリアの3か国と共同債のみである。ユーロエリアの安全資産の供給量は、米国財務省債の発行残高と比べると小さい。

パンデミックによる景気後退への対応の一環として導入された復興基金、SURE（緊急時の失業リスク緩和のための一時的支援策）などの

下でEU機関が発行するユーロ建て資産は、2020年から2026年の間に最大1.2兆ユーロとみられる⁽¹⁴⁾。復興基金とSUREを合わせると、パンデミック前のEU超国家債の1.5倍の大きさであり、ユーロ圏AAA債のほぼ半分、ユーロで保有される外貨準備のほぼ半分に相当する⁽¹⁵⁾。さらに国レベルで採用した金融財政パッケージで財政赤字が拡大し、高格付けのユーロエリア国債による安定資産の発行が増加した。

しかし、これらは一時的な性質のものであり、新規債券発行は2026年までに完了する必要がある。ただし満期債券と手形の借り換えの発行は2058年まで続く可能性がある。また、

(outstanding general government debt securities, USD trillions)

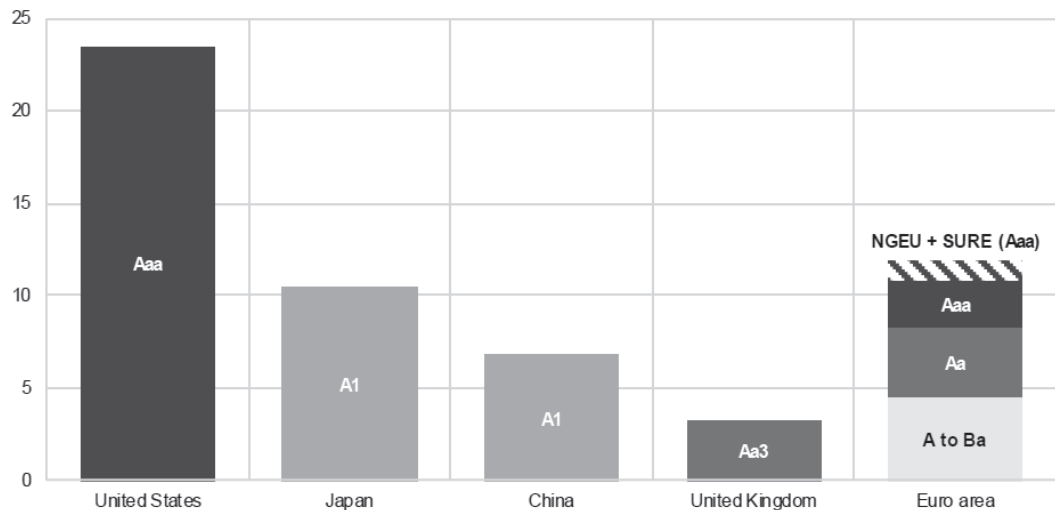


図14 高格付け国債残高（兆ドル）

出典：ECB（2023b）、123ページのChart 50を転載。

注：AAAは2021年にはドイツ、ルクセンブルク、オランダで、AAはオーストリア、フィンランド、フランス（S&Pではアイルランドも）。NGEUは復興基金。

元注：債務証券残高は2020年第3四半期、信用格付けは2021年3月。

(13) Hartmann, and Molitor, Tanzarella, de Jong（2022）。

(14) Arroyo（2022）p. 27。

(15) Arroyo（2022）p. 27。

ECBによる資産購入プログラムを通じてこれら債券の大部分が吸収される可能性がある⁽¹⁶⁾。例えば、2014年から2018年の間にECBはPSPP（公的部門購入プログラム）の下で約2.2兆ユーロの国債を購入した。この約60%は安全資産を提供する4か国の国債に費やされたので、海外投資家が利用できる金額は、2019年末時点で1.1兆ユーロに制限された⁽¹⁷⁾。2020年3月にPSPPの拡張版であるPEPPが開始されたことで、世界の投資家が利用できる安全な国債の供給量は1.0兆ユーロに減少した⁽¹⁸⁾。PEPPの下での購入は、各国の発行シェアに応じて国

債購入を割り当てているため、政府および超国家によって発行されたAAA債券が39%以上で、さらにAA国債は30%である⁽¹⁹⁾。このように新しいファシリティとコロナ危機に対する国の財政対応が、ユーロ建ての安全資産の供給に与える影響が期待したほど大きくない可能性がある。また表2に示すように、ユーロエリアの国債格付けは、欧州ソブリン危機以前の水準にまだ戻っていない。

表2 ユーロエリアの国債の格付けの変遷（年末、2023年は11月）

	2005			2014			2023		
	S&P	Moody's	Fitch	S&P	Moody's	Fitch	S&P	Moody's	Fitch
ドイツ	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa	AAA
ルクセンブルク	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	Aaa	AAA
オランダ	AAA	Aaa	AAA	AA+	Aaa	AAA	AAA	Aaa	AAA
EU							AA+	Aaa	AAA
オーストリア	AAA	Aaa	AAA	AA+	Aaa	AAA	AA+	Aa1	AA+
フィンランド	AAA	Aaa	AAA	AA+	Aaa	AAA	AA+	Aa1	AA+
フランス	AAA	Aaa	AAA	AA	Aa1	AA+	AA	Aa2	AA-
アイルランド	AAA	Aaa	AAA	A	Baa1	BBB+	AA	Aa3	AA-
スペイン	AAA	Aaa	AAA	BBB	Baa2	BBB+	A	Baa1	A-
ベルギー	AA+	Aa1	AA	AA	Aa3	AA	AA	Aa3	AA-
スロベニア	AA-	Aa3	AA-	A-	Ba1	BBB+	AA-	A3	A
イタリア	AA-	Aa2	AA	BBB-	Baa2	BBB+	BBB	Baa3	BBB
ポルトガル	AA-	Aa2	AA	BB	Ba1	BB+	BBB+	A3	A-
エストニア	A	A1	A	AA-	A1	A+	AA-	A1	A+
スロバキア	A	A2	A	A	A2	A+	A+	A2	A
マルタ	A	A3	A	BBB+	A3	A	A-	A2	A+
リトアニア	A	A3	A	A-	Baa1	A-	A+	A2	A
ラトビア	A-	A2	A-	A-	Baa1	A-	A+	A3	A-
キプロス	A	A2	A+	B+	B3	B-	BBB	Baa2	BBB
ギリシャ	A	A1	A	B	Caa1	B	BBB-	Ba1	BB+
クロアチア							BBB+	Baa	BBB+

出典：Arroyo (2022), table 4.1 を元に、2023年は報道より作成。

(16) 以下は、Eichengreen, Gros, Capolongo (2020)。

(17) ドイツ、オランダ、オーストリアに加えてフランス。2020年Q2の格付けによる。

(18) Eichengreen, Gros, Capolongo (2020)。

(19) Arroyo (2022) p. 35。

結び

本稿は、新型コロナ危機・ウクライナ危機、それに対する EU・ECB の経済対策の中でユーロの信用や国際的役割はどのような影響を受けたのかをみた。

ユーロの対ドルレートを見ると、ユーロレートの変動は、新型コロナ危機やウクライナ危機の影響というよりは、アメリカとユーロエリアの金利差で説明できる正常な関係であった。よって、ユーロの信用はこの時期確保されていたといえる。

また、地政学的な緊張が高まり続けるにつれて、ドルの国際通貨としての役割の低下は一部見られたが、それが必ずしもユーロの役割の上昇を伴ったわけではなかった。ユーロエリア内の金融統合は進展しているが、課題は残る。

参考文献

- Arroyo, Heliodoro Temprano (2022) The EU's Response to the COVID-19 Crisis: A Game Changer for the International Role of the Euro? European Commission Discussion Paper 164.
- Arslanalp, Serkan, Barry Eichengreen, and Chima Simpson-Bell (2022), The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies. WP/22/58 IMF Working Papers.
- Beckmann, Elisabeth and Alejandro Zamora-Pérez (2023) Box 5 The impact of war: extreme demand for euro cash in the wake of Russia's invasion of Ukraine. in ECB (2023a) The international role of euro.
- Bertaut, Carol, Bastian von Beschwitz and Stephanie Curcuru (2021) The International Role of the U.S. Dollar. Fed FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, October 06, 2021, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2998>.
- den Besten, Tamar, Paola Di Casola and Maurizio Michael Habib (2023) Special Features A Geopolitical fragmentation risks and international currencies. in ECB (2023a) Review of the international role of euro.
- Bank for International Settlements (2022a) Triennial Central Bank Survey OTC interest rate derivatives turnover in April 2022.
- Bank for International Settlements (2022b) Quarterly Review. December 2022.
- Boz, E., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G., Le Mezo, H., Mehl, A. and Nguyen, T., (2020) Patterns in invoicing currency in global trade, Working Paper Series, No. 2456, ECB
- European Central Bank (2015) Review of the international role of euro.
- European Central Bank (2018a) Review of the international role of euro.
- European Central Bank (2018b) Financial Integration in Europa. May 2018
- European Central Bank (2019) Review of the international role of euro.
- European Central Bank (2020) Financial Integration and Structure in the Euro Area. March 2020.
- European Central Bank (2021) Review of the international role of euro.
- European Central Bank (2022a) Review of the international role of euro.
- European Central Bank (2022b) Financial Integration and Structure in the Euro Area. April 2022.
- European Central Bank (2023a) Review of the international role of euro.
- European Central Bank (2023b) The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective. Challenges to the Monetary Policy Landscape from a Changing Geopolitical Environment. ECB Occasional Paper No. 311/ March 2023.
- European Central Bank (2023c) Financial integration and structure in the euro area Statistical annex. November 2023.
- Eichengreen, Barry, Arnaud J. Mehl and Livia Chitu (2018) Mars or Mercury? The Geopolitics of

- International Currency Choice. VoxEU CEPR
<https://cepr.org/voxeu/columns/mars-or-mercury-geopolitics-international-currency-choice>
- Eichengreen, Barry, Daniel Gros, Angela Capolongo (2020) Safely increasing the supply of safe assets: Internationalising the euro in the age of COVID-19. VoxEU CEPR
<https://cepr.org/voxeu/columns/safely-increasing-supply-safe-assets-internationalising-euro-age-covid-19>
- Eichengreen, Barry (2023) Is de-dollarisation happening? VoxEU CEPR
<https://cepr.org/voxeu/columns/de-dollarisation-happening>
- Ferrari, Massimo (2019) Box 2 Global currency areas. in ECB (2019) The international role of euro.
- Georgiadis, Georgios and Helena Le Mezo and Arnaud Mehl (2021), Special features C The euro as an invoicing currency for global trade. ECB (2021) Review of the international role of euro.
- Hartmann, Philipp and Philippe Molitor, Annachiara Tanzarella, Bruun de Jong (2022) The Russia-Ukraine war, European financial integration, and crises. VoxEU CEPR
<https://cepr.org/voxeu/columns/russia-ukraine-war-european-financial-integration-and-crises>
- Hoffmann, P., Kremer, M., and Zaharia, S. (2019) Financial integration in Europe through the lens of composite indicators. Working Paper Series, No 2319, ECB
- Huang, Wenqian and Karamfil Todorov (2022) The post-Libor world: a global view from the BIS derivatives statistics. BIS (2022b) Quarterly Review, December 2022.
- Ilzetzki, Ethan and Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff (2020) Why is the euro punching below its weight? Journal of Economic Policy July 2020.
- Ilzetzki, Ethan and Suryaansh Jain (2023) Euro weakness in 2022. VoxEU CEPR
<https://cepr.org/voxeu/columns/euro-weakness-2022>
- Mehl, A., M. Mlikota and I. Van Robays (2023), Special features B How is a leading international currency replaced by another? Old versus new evidence. in ECB (2023a) Review of the international of role euro.
- Naef, A., Monnet, E., Macaire, C., Mehl, A., and Eichengreen, B. (2022), “The renminbi’s unconventional route to reserve currency status”, VoxEU, 31 October.
<https://cepr.org/voxeu/columns/renminbis-unconventional-route-reserve-currency-status>
- Nölke, Andreas (2022) The weaponization of global payment infrastructures: A strategic dilemma. SAFE White Paper No. 89 June 2022. Leibniz Institute for Financial Research SAFE
- Rau-Goehring, Matthias (2023) Box 4 Impact of Brexit on the international role of the euro. in ECB (2023a) The international role of euro.
- Robinette, Amélie (2022) Paris maintains its rankings in FX and rate derivatives markets. 11/04/2022 Banque de France
<https://www.banque-france.fr/en/publications-and-statistics/publications/paris-maintains-its-rankings-fx-and-rate-derivatives-markets>
- Schnabel, Isabel (2023) Monetary and financial stability — can they be separated? Speech, London, 19 May 2023. ECB
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230519`de2f790b1c.en.html>
- Schout, Adriaan (2023) The Paradox of a stronger Global Role for The Euro. Clingendael
<https://www.clingendael.org/publication/paradox-stronger-global-role-euro>
- Setser, Brad W. (2023) China Isn’t Shifting Away From the Dollar or Dollar Bonds. Council on foreign relations
<https://www.cfr.org/blog/china-isnt-shifting-away-dollar-or-dollar-bonds?s=09>
- Weiss, C. (2022), “Geopolitics and the U.S. Dollar’s Future as a Reserve Currency”, International Finance Discussion Papers, No 1359, Board

- of Governors of the Federal Reserve System, October
 サーカン・アスランアルプ, バリー・アイケンダリーン, チーマ・シンプソンベル (2022年)「ドルの優位性と非伝統的な準備通貨の台頭」IMF BLOG 2022年6月6日
<https://www.imf.org/ja/Blogs/Articles/2022/06/01/blog-dollar-dominance-and-the-rise-of-nontraditional-reserve-currencies>
- サーカン・アスランアルプ, チーマ・シンプソンベル (2021年)「世界の外貨準備 米ドル比率が過去25年で最低に」2021年5月6日 IMF BLOG
<https://www.imf.org/ja/Blogs/Articles/2021/05/05/blog-us-dollar-share-of-global-foreign-exchange-reserves-drops-to-25-year-low>
- 岩田健治(2022年)「第15章 世界経済の中のユーロ」田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治『現代ヨーロッパ経済』第6版
- 経済産業省 (2022年)『令和4年版 通商白書』
- 田中素香 (2001年)「EU 経済とユーロの展望」『世界経済評論』2001年3月
- 田中素香 (2018年)「第15章 ユーロ基軸通貨圏の生成と役割」田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治『現代ヨーロッパ経済』第5版
- (2023年12月4日アクセス)
- IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)
<https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4> (2023年12月4日アクセス)
- 厚生労働省「新型コロナウイルス感染症の世界の状況 報告 COVID-19 Weekly Epidemiological Update (WHO) 2021年12月14日」
https://www.forth.go.jp/topics/20211228_00001.html (2023年9月8日アクセス)
- 日本安全保障戦略研究所「2021年のウクライナ情勢に関する報道」
https://www.ssri-j.com/MediaReport/BlackSea/Ukraine_2021.html (2023年9月6日アクセス)
- ロイター, COVID-19 トラッカー 欧州
<https://www.reuters.com/graphics/world-coronavirus-tracker-and-maps/ja/regions/europe/> (2023年9月8日アクセス)
- 2021年9月14日付 (2021年9月17日更新) KWP News 「ロシアのプーチン大統領が冷戦以来最大規模の合同軍事演習視察」
<https://kagonma-info.com/c0019/russia-belarus-zapad-2021/> (2023年9月6日アクセス)
- 2021年11月13日付ニューズウィーク「ヨーロッパが再びコロナ・パンデミックの中心に 世界の新規感染者の半分強」
<https://www.newsweekjapan.jp/stories/world/2021/11/post-97454.php> (2023年9月8日アクセス)
- 2022年8月22日日本経済新聞「ロンドン外為9時半ユーロ、一段安 一時パリティ割れ 天然ガス価格が急騰」。
- 2022年8月24日ブルームバーグ「ユーロ安に歯止めかからず、ECBが9月に0.75ポイント利上げでも」。
<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-08-24/RH3ZFRT0G1KW01>

参考ウェブサイト

- ECB, Euro foreign exchange reference rates.
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.html (2023年12月4日アクセス)
- ECB, statistics, Key ECB interest rates
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (2023年11月13日アクセス)
- Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED Graph Observations
<https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTARU>

The Impact of Russia's War in Ukraine on the International Role of the Euro

Tomomi Saito

Abstract

This paper examines the stability of the euro and the impact of the international role of the euro as a reserve currency in the context of COVID-19 pandemic, Russia's war in Ukraine, and the economic measures taken by the EU and the ECB.

The fluctuation of the euro's exchange rate against dollar can be explained by the interest rate differential between the United States and Euro area. This means the stability of the euro has been secured.

Also, as geopolitical tensions continued to escalate, there was some decline in the dollar's role as an international currency, but this was not necessarily accompanied by an increase in the euro's role. Financial integration within the euro area, which supports the international role of the euro, is progressing, but challenges remain.