

欧州債務危機の解決に向けた道のりは依然として視界不良だが、その深刻度合いに比べれば、為替市場においてユーロは現在までのところ（下落はしているものの）比較的安定した動きとなっている。これまでのユーロ（対ドル相場）を振り返ると、欧州債務問題が発生する直前の高値が2009年11月25日の1.5145に対して、その後の安値が2010年6月7日の1.1876（約22%下落）、そして現在（2012年1月24日ニューヨーク17時）は1.3037という推移である。過去の通貨危機（1994年のテキーラショック：メキシコペソ▲50%、1998年のアジア通貨危機：タイバーツ▲55%、2008年の東欧通貨危機：アイスランドクローナ▲47%）と比較しても、ユーロ相場が危機的な状況には至っていないことが分かる。

【図①】の通り、足元のユーロの水準は対円、対米ドルともに購買力平価が示唆する水準よりも多少割高ではあるが、乖離は縮小している。見方を変えれば欧州債務危機発生前までの水準が過度に割高であり、足元は購買力平価への収斂が進んでいる過程といえよう。また、ユーロが大幅に下落しない理由に経常収支の黒字を挙げることができる。一般的に経常収支の黒字は貿易取引等の為替決済を通じて自国通貨高に作用する。【図②】から分かるように、ユーロ圏の経常収支は（リーマンショック後に一時的に赤字となったものの）安定して黒字を維持している。

さらに、【図③】が示す通り、外貨準備に占めるユーロのシェアはこの10年余りで大幅に拡大した。その背景にはユーロ圏という巨大な市場が形成されたことが挙げられる。貿易取引の決済や証券投資等資本取引におけるユーロの利用が拡大したことにより、米ドルに次ぐ準基軸通貨としての地位が確立された結果、各国の中央銀行は外貨準備としてユーロの保有を拡大している。このような外貨準備としての需要もこれまでのユーロを支える要因となっている。

ただし、為替市場では貿易決済や利子・配当支払い等の経常取引に比べて、機関投資家や金融機関による証券投資などの資本取引のほうが額としては圧倒的に大きい。【図④】はユーロ圏の対内対外証券投資を1990年から累積したもので、2010年時点における海外投資家によるユーロ圏への証券投資累積額は約

10兆ユーロにのぼる。欧州債務問題等を背景としたユーロへの不信感が高まる局面では、海外投資家がユーロ圏から資金を回収する動きによりユーロ売り圧力が強まりやすいことを示している。それでも、ユーロ圏の投資家による海外への証券投資累積額（約9兆ユーロ）も大きく、ユーロ圏の投資家が資金をユーロに戻す動きも併せて考えれば、ユーロ売り圧力はある程度緩和され则认为られる。

以上のように、ユーロ圏全体として見れば経常収支が黒字であること等、ファンダメンタルズの観点ではユーロ相場が大幅に崩れる蓋然性は低い。一方、ユーロ圏は単一通貨導入による弊害（ユーロ圏加盟国間における経常収支不均衡拡大）からユーロ通貨システムが維持できるかどうかという試練に直面している。

【図⑤】はユーロ圏各国の単位労働コスト（一単位のモノを生産するためにかかる労働コストで競争力を示す指標）の推移を見たもので、ユーロ導入以降、ドイツとその他加盟国との競争力格差は拡大している。通常であれば通貨調整によって競争力格差は是正されるが、ユーロ圏では通貨調整は起こらない。そして、この競争力格差の拡大を背景にユーロ圏加盟国間で経常収支不均衡が拡大した。欧州債務問題の根本的な原因は、ユーロ導入により競争力格差が拡大し、その結果として経常収支不均衡が拡大するというメカニズムにあり、これがユーロという単一通貨導入の弊害である。

では、この弊害を解消するには何が必要か。ユーロ圏加盟国間では通貨調整が起こらない以上、単位労働コストの格差を縮小させなければならない。そのために必要な施策は以下の2つである。

- ① 経常赤字国の賃金引き下げ
- ② 経常赤字国の生産性向上

まず①については、痛みを伴う政策であるため政治家が国民の理解を得られるかがポイントである。次に②については、設備投資減税等の企業向け税制優遇措置や高い技術力を持つ外資企業の誘致など、国家戦略として産業競争力を高められるかがポイントである。いずれも実現には政治家の強い指導力が求められるため、各国の政治動向に注目していきたい。

（2012年1月25日記）

図1：購買力平価（ユーロ円、ユーロドル）

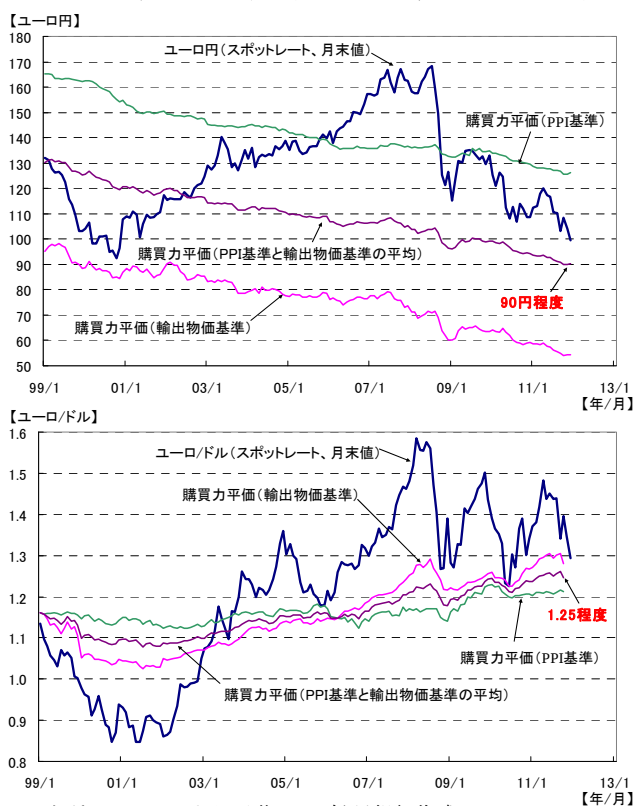


図2：経常収支（対名目GDP比率）

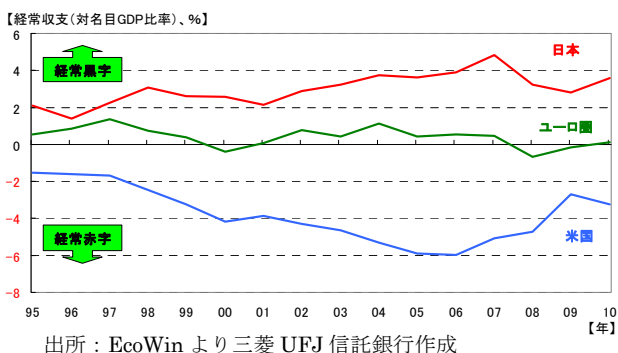


図3：外貨準備構成比（米ドル、ユーロ）

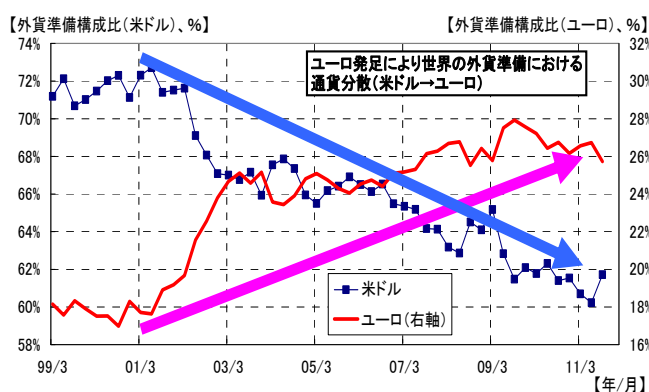


図4：ユーロ圏対内対外証券投資（累積）

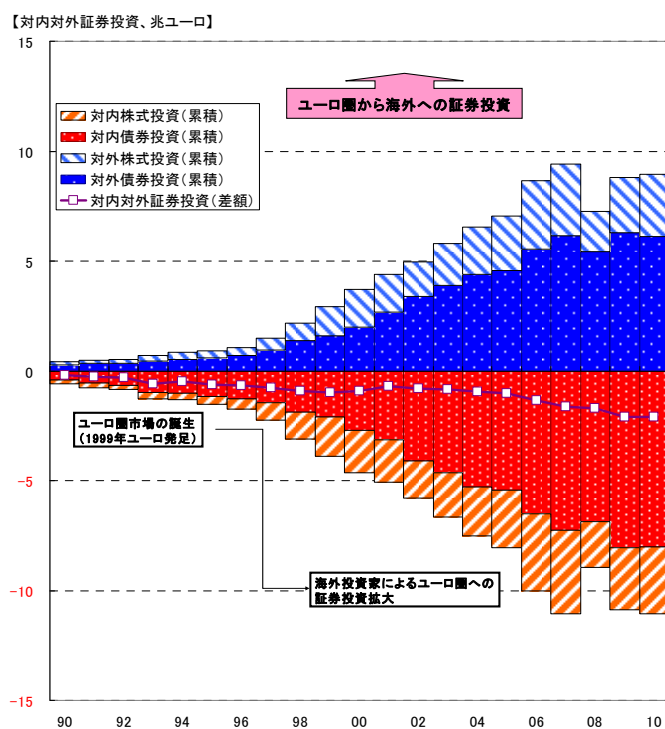
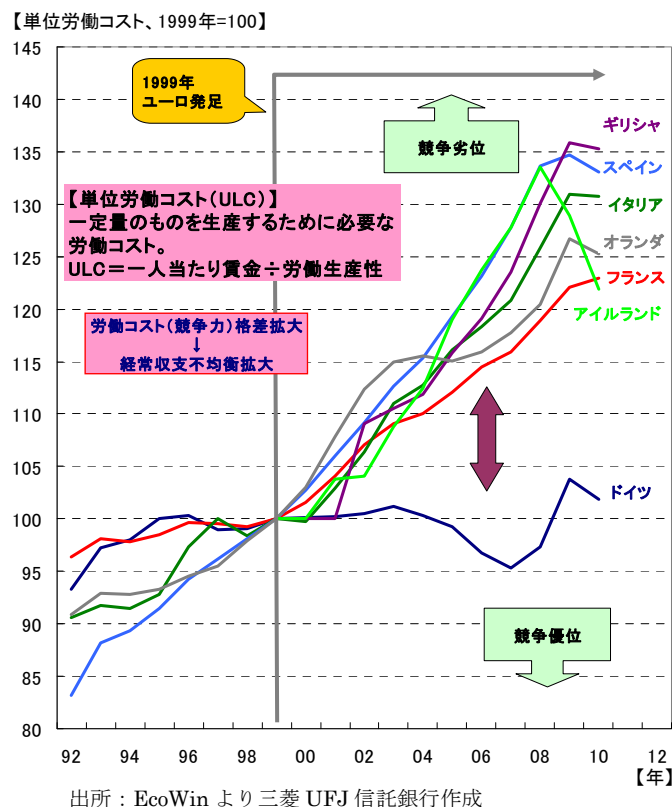


図5：ユーロ圏各国単位労働コスト



本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、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。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）