

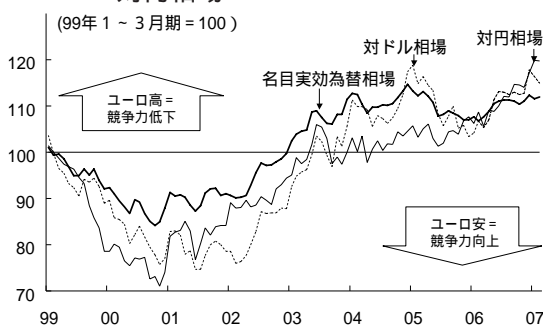
一様ではないユーロ高のインパクト

経済調査部門 伊藤 さゆり
ito@nli-research.co.jp

1. 対欧州、アジア通貨ではユーロは安定

2005年12月に欧州中央銀行(以下、ECB)が段階的な金融緩和の除去に着手してから、ユーロの対円、対ドル相場の増価ペースは加速、最安値との比較では、増価率は5割前後にまで達している。累次の利上げと通貨高で、ユーロ圏企業の経営環境は大きく変わっていると考えられるものの、景気に大きな変動が見られないのはなぜか。

図表 - 1 ユーロの名目実効為替相場と対ドル、対円相場



(注) 名目実効為替相場の対象通貨は44
(資料) 欧州中央銀行

為替面では、理由の1つとして、対円、対ドルではユーロ高でもユーロ独歩高ではないことが挙げられよう。複数の通貨に対する為替相場を貿易ウエイトで加重平均した実効為替相場のユーロ高のペースは、対円や対ドルに比べ遙かにマイルドである(図表 - 1)。これは、約半分のウエイトを占める他の欧州通貨や、ウエイトで4番目の中国・人民元を始めとするアジア

通貨との関係は安定的、あるいはユーロ安となっていることによる。対欧州通貨では、ユーロ連動型の為替制度の採用などで制度的に安定が図られているケースもある。

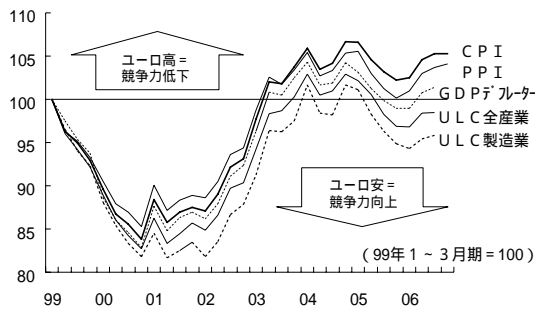
2. 製造業の競争力は賃金抑制で向上

ユーロ高でも景気拡大が続く理由としては、ユーロ高による価格競争力への影響が、低いインフレ率で緩和されていることも挙げられよう。

為替相場に、当該国と相手国・地域との物価指数の比を乗じて貿易ウエイトで加重平均した実質実効為替相場には、為替相場と物価の変動による価格競争力の変化が総合的に示される。ユーロの場合、サービス価格等を含む消費者物価(CPI)で実質化した指数では価格競争力の改善は明瞭ではないが、品目構成が貿易財により近い生産者物価(PPI)や、単位労働コスト(一人当たり雇用者報酬/労働生産性、以下、ULC)で実質化した指数は、2004~2005年にかけて大きく低下しており、競争力回復が進んだことが分かる(図表 - 2)。

ULCベースの実質実効為替相場には、生産性で調整した後の労働コストの相対的な変化が反映される。グローバルな競争に直面している製造業で、生産性の伸びに対して労働コストを抑制することで、競争力の維持・強化が図られてきたことによって、ユーロ高への抵抗力が高まったと考えられよう。

図表 - 2 ユーロ圏の実質実効為替相場



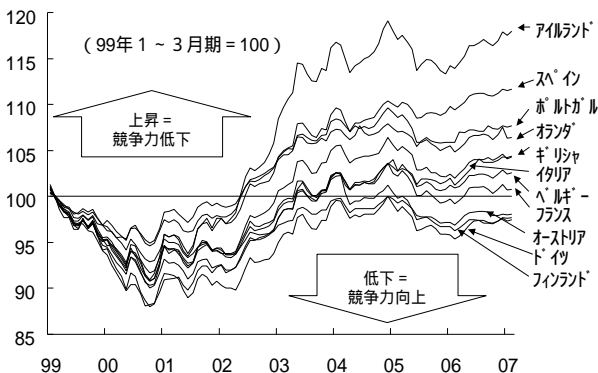
(注) 対象通貨は24
(資料) 欧州中央銀行

3. 域内での競争力格差は拡大

注意しなければいけないのは、対欧州、対アジア通貨の安定が持つ意味や、相対的な物価の変化は、ユーロ圏の中で一様ではないことだ。ユーロ圏各国の貿易依存度や、相手国のウエイトには違いがある。さらに、ユーロ圏内部での為替の変動はなくなったものの、物価上昇率の格差によって国ごとの価格競争力は変化する。ユーロ圏の中では域内貿易が域外貿易と同等か、それ以上の重みとなっている国が多く、域内の物価やコストの相対関係が変わるインパクトは軽視できないのである。

ECBが域内の物価変動率の格差を織り込み作成している実質実効為替相場 (Harmonised Competitiveness Indicators、以下HCIs) は、ユーロ導入当初の基準時点から18%上昇、すなわち対外競争力が低下しているアイルランドから、逆に2.5%低下し、競争力を高めているフィンランドまで、かなりの幅が見られる (図表 - 3)。

図表 - 3 ユーロ圏各国のHCIs (対外競争力指数)



(注) CPIにより実質化、44通貨と域内を対象
(資料) 欧州中央銀行

基準時よりも競争力が向上したフィンランド、ドイツ、オーストリアの3カ国に共通するのは、内生的なインフレ圧力となるULCの伸びが低く、経常収支は黒字という点だ。ドイツを中心に、労働移動が限られた単一通貨圏内での景気格差の調整メカニズム、すなわち失業の増大 賃金を通じた調整 物価上昇率の抑制という調整が進行したことで、価格競争力が回復した様子が窺われる。

逆に、HCIsが上昇した国の中では、スペイン、ポルトガル、ギリシャの経常赤字が対GDP比で8~9%に達しており、対外的な競争力の低下が窺われる。これら3カ国はユーロ圏の平均所得を下回っており、HCIsの上昇の一部は「バラッサ・サミュエルソン効果」と呼ばれる、キャッチ・アップ過程での賃金と物価の高い伸びによって説明可能だ。これまでは、対外競争力が低下しても、ユーロ参加による為替リスクの消滅と、単一政策金利の下での実質低金利が刺激となって、内需主導で成長を続けることが出来たが、最近ではスペインでは過熱感、ポルトガルでは停滞感が広がっており、ユーロ圏内の不安材料となっている。

4. 解消しないユーロ高への温度差

ECBの金融政策の決定は、全会一致が建前であり、為替市場の動きに対しては「静観」が基本スタンスだ。こうした基本認識は、ECBとユーロ圏財務相会合の間で共有されているはずだが、ユーロ高局面では、フランス、イタリアなど一部の国の政府高官が牽制に動き、足並みの乱れが表面化する。

各国のユーロ相場への関心は、貿易依存度やその構成比によって異なり、成長持続と両立可能なユーロ相場の水準も、生産性向上、コスト削減への努力次第で変わる。

ユーロ高への温度差は、ユーロ圏内での構造的差異や、改革の進捗度の違いの反映と見ることが出来よう。