

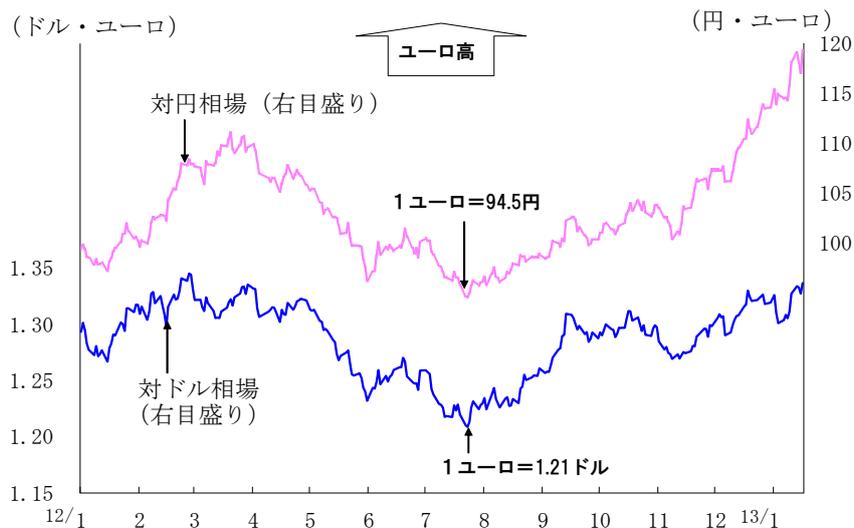
# Weekly エコノミスト・ レター

## ユーロ高の実相

経済調査部門 上席主任研究員 伊藤さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 外国為替市場では、12年7月を底とするユーロ安の修正局面が続いており、特に対円でのユーロ高には日銀の追加金融緩和期待も手伝って弾みがついている。
2. ユーロの名目実効為替相場の増価率は、制度・政策的にユーロに対する変動幅が抑えられている欧州通貨の比重が高いため、対円の増価率に比べて遥かにマイルドである。
3. 実質実効為替相場が示す競争力は、ユーロ導入国の間でも貿易相手国の構成とインフレ率に格差があるため水準や変化の方向が様々である。
4. 競争力回復のプロセスにある南欧の国々にとってユーロ相場の増価が逆風となることは否めないが、ユーロ導入国やユーロをアンカーとする為替制度・政策を採用している国との競争力は、いずれにせよ為替相場を通じて調整できない。労働市場や投資関連規制の見直しなどの構造改革は避けられないのである。

テールリスクの後退で持ち直したユーロ相場～日銀の追加緩和観測も手伝い対円のユーロ高は加速～



(資料) ECB

### （ テールリスクの後退でユーロ安は修正 ）

ユーロ圏では、2013年に入っても、昨年夏以来のリスクオフの流れが引き継がれている。外国為替市場では、2012年の7月下旬にかけてギリシャの議会選挙を巡る混乱がユーロ分裂・崩壊というテールリスクへの不安を引き起こしユーロ安が加速した。ユーロ反発のきっかけとなったのは、欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁が、「ユーロ防衛のために出来ることは何でもやる。私を信じて欲しい」と述べて、新たな国債買入れプログラム・OMTの導入への布石を打った7月26日のロンドンでの講演であり、その後、ユーロ安の修正局面に入った（表紙図表参照）。

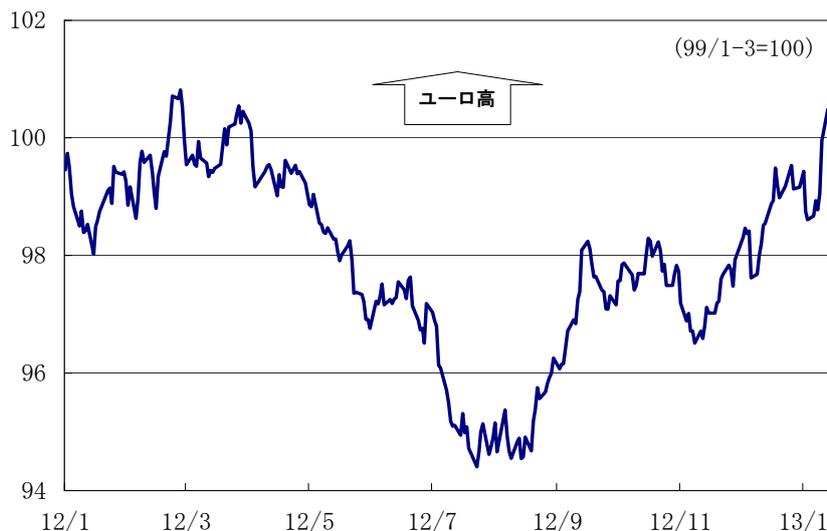
### （ 目立つ対円でのユーロ高 ）

昨年7月下旬以降、ユーロは主要な貿易相手国通貨に対して増価しているが、中でも目立つのが対円でのユーロ高である。特に足もとは2つの要因から、対円でのユーロ高に弾みがついている。1つはECBが、今年10日の政策理事会後で利下げを協議した12月から一転して全会一致で金利据え置きを決め、当面様子見を継続するとの思惑が広がったこと<sup>(注1)</sup>。もう1つは、日銀が中長期的な物価の安定について検討することになっている1月21日～22日の決定会合を控えて、追加緩和期待が広がっていることである。

2012年にユーロの対円、対ドル相場が、年初来で最もユーロ安の水準であったのはドラギ発言の直前の7月24日であるが、このボトム水準と直近（1月17日）のユーロ相場とを比較すると、ユーロの増価率は対円が26.1%と対ドルの10.6%を大きく上回っている。

ECBは、主要貿易相手国の20通貨に対するユーロの変動幅の加重平均値である名目実効為替相場は日次で公表しているが、名目実効為替相場の増価率は6.7%と、対円相場はもちろんのこと、対ドル相場の変動率と比較しても小幅である（図表1）。

図表1 ユーロの名目実効為替相場



(注) 20の主要貿易相手国・地域の通貨でウェイト付けしたもの

(資料) ECB

(注1) 1月のECB政策理事会の結果については「経済・金融フラッシュ」1月ECB政策理事：全会一致で政策金利を据え置き」をご参照下さい。

### ( 名目実効為替相場安定の背景－欧州におけるアンカー通貨としての位置づけ )

ユーロの名目実効為替相場の変動幅が対円、対ドルに比べてマイルドなのは、欧州通貨が算出対象の20通貨のうちの12通貨、全体の47.6%を占めるからだ(図表2)。12の欧州通貨のうち10通貨は欧州連合(EU)加盟国で、単一市場には加わっているが、ユーロは導入していない国々の通貨である。12の通貨の裏付けとなっている経済基盤は様々だが、ユーロ圏経済との結びつきが押し並べて強いため、EU第3の経済大国であるイギリスを除けば、対ユーロでの相場の安定を多かれ少なかれ意識した制度・政策を採用している、つまりユーロがアンカー通貨としての位置づけを果たしているのである。

ラトビア、リトアニア、デンマーク、ブルガリアの4カ国は対ユーロの固定為替相場制度を採用している。

ラトビアとリトアニアの場合、ユーロ導入への意欲が高く、ユーロ導入の条件の1つである為替相場の安定を図るため、対ユーロ相場の変動幅を±15%の範囲に抑える為替相場メカニズム(ERMII)に参加している。

デンマークは、EU加盟国でありながら、イギリスとともにユーロを導入しないオプトアウトの権利を認められている。しかし、完全変動相場制を採用しているイギリスと異なり、ERMIIに参加、対ユーロ相場を中心相場から±2.5%という狭いレンジに維持している。

ブルガリアは、カレンシーボード制度による強固な対ユーロ固定為替相場制度を採用している。

その他、ECBが毎年まとめているユーロの国際的な役割に関する年次報告書の最新版(注1)では、チェコとルーマニアの為替相場制度を、ユーロを参照通貨とする管理変動相場制に分類している。ユーロが名目実効為替相場でボトムをつけてから足もとまでの動きに限れば、チェコ・コ罗纳は対ユーロで横這い、ルーマニア・レイは、ポーランド・ズロチとともに、20通貨の中では例外的にユーロに対して増価(ユーロが減価)した。

EU加盟国以外の欧州通貨で名目実効為替相場の算出通貨となっているのはスイス・フランとノ

図表2 ユーロの実効為替相場に占める各通貨のウェイトと対ユーロ相場の変動率

| 構成通貨        | 比重     | 12/7/24~13/1/17までの変動幅<br>(プラスがユーロの増価) |
|-------------|--------|---------------------------------------|
| 中国・人民元      | 18.8%  | 7.7%                                  |
| 米国・ドル       | 16.9%  | 10.6%                                 |
| イギリス・ポンド    | 14.9%  | 7.1%                                  |
| 日本・円        | 7.2%   | 26.1%                                 |
| スイス・フラン     | 6.5%   | 3.7%                                  |
| ポーランド・ズロチ   | 6.2%   | -2.2%                                 |
| チェコ・コ罗纳     | 5.0%   | 0.0%                                  |
| スウェーデン・クローナ | 4.7%   | 2.6%                                  |
| 韓国・ウォン      | 3.9%   | 1.7%                                  |
| ハンガリー・フォリント | 3.2%   | 1.6%                                  |
| デンマーク・クローネ  | 2.6%   | 0.3%                                  |
| ルーマニア・レイ    | 2.0%   | -6.7%                                 |
| カナダ・ドル      | 1.7%   | 7.2%                                  |
| 香港・ドル       | 1.6%   | 10.5%                                 |
| シンガポール・ドル   | 1.5%   | 7.5%                                  |
| ノルウェー・クローネ  | 1.3%   | 0.5%                                  |
| オーストラリア・ドル  | 0.9%   | 8.0%                                  |
| ブルガリア・レフ    | 0.6%   | 0.0%                                  |
| リトアニア・リタス   | 0.4%   | 0.0%                                  |
| ラトビア・ラツツ    | 0.2%   | 0.2%                                  |
| 上記計         | 100.0% | 6.7%                                  |

(注) 水色はEU加盟国、黄緑はEU未加盟の欧州諸国  
(資料) ECB

ルウェー・クローナである。両国ともに国民投票でEU加盟を見送っているが、ノルウェーはEUと欧州自由貿易連合（EFTA）にまたがる共同市場を目指す欧州経済領域（EEA）に参加、スイスもEUとの自由貿易協定や人の移動の自由に関するシェンゲン協定などを締結、EU加盟国・ユーロ導入国と強い結びつきを持っている。ユーロ危機の最中、経済力が高く、高格付けの両国通貨には、逃避先として通貨高圧力が加わった。スイス中央銀行は、11年9月に急激なユーロ安スイス・フラン高への対応として1ユーロ=1.2スイス・フランを超えるスイス・フラン高については「無制限介入」を行う政策を導入した。ユーロ安の修正が進んだここ半年間も、対ユーロでの変動幅は比較的落ち着いた動きとなっている。

日本から見ると短期間で大幅なユーロ高が進み、現在後退局面にあるユーロ圏経済がさらに悪化するリスクが著しく増大しているようにも感じられる。しかしながら、足もとの為替相場の動きが、域外貿易を通じてユーロ圏の経済に及ぼす影響は、対円相場の変動から感じられるよりも遥かにマイルドと考えることができる。

（注2）ECB, “The international role of the euro”, July 2012

### （実質実効為替相場の水準、方向はユーロ参加国でも様々）

ECBは為替相場の指標として、先述の名目実効為替相場の他にHCI（Harmonized Competitiveness Indicators）と称する実質実効為替相場、すなわち主要貿易相手国通貨に対する為替相場をインフレ格差で調整した実質為替相場の加重平均値も公表している。ユーロの為替相場は単一だが、ユーロ導入国の間でも貿易相手国の構成とインフレ率に格差があるため、HCIによって示される競争力の水準や変化の方向は様々である。

ECBは、ユーロ導入からの3カ月間（99年1～3月期）を基準時点とする消費者物価上昇率（CPI）、GDPデフレーター、単位労働コストで調整した3種類のHCIを作成している。速報性の面で優れているのは月次で作成されるCPIベースのものであり、GDPデフレーター、単位労働コストベースの直近が12年7～9月期であるのに対し、CPIベースは12年12月である。

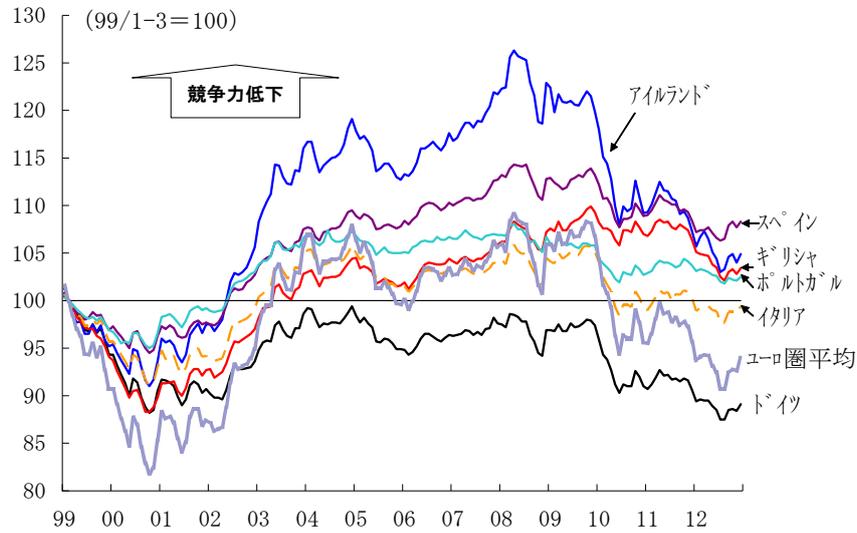
いずれの物価指標を採用した場合でも、ユーロ平均では世界金融危機以前に見られたユーロの割高感は解消している（図表3）。また、域内最大の経常黒字国であるドイツはいずれのベースでも実質的な競争力を高めている。他方、債務危機に見舞われた南欧とアイルランドは、世界金融危機までの間、競争力の低下が進んだことが確認できるが、この3年間は、緩急の差はあるものの雇用や賃金、物価の調整が進み、域内の競争力の格差は縮小方向にある。しかし、価格競争力の回復が、新たな雇用の創出につながる兆しは、輸出セクターの発展度が高い上に、労働市場が柔軟で、調整が急ピッチで進んだアイルランドで辛うじて見られる程度である。

### （競争力回復に避けて通れない構造改革）

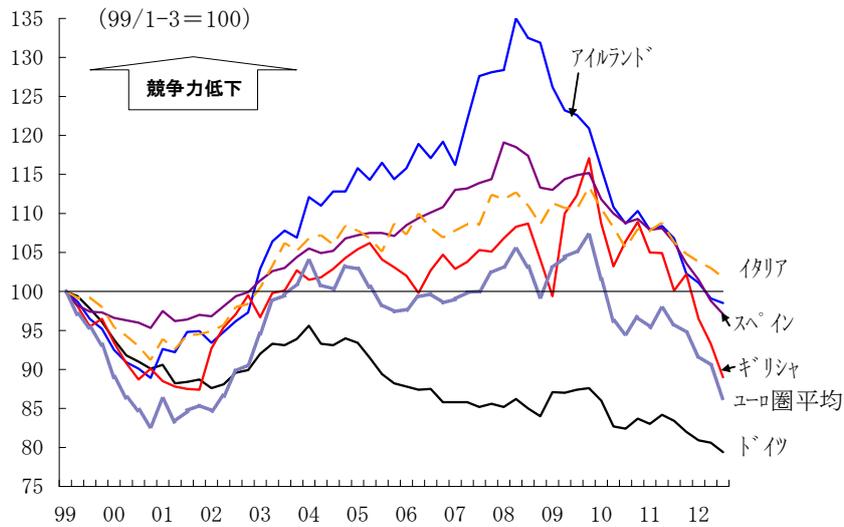
競争力回復のプロセスにある国々にとってユーロ相場の増価が逆風となることは否めないが、ユーロ導入国やユーロをアンカーとする為替制度・政策を採用している国との競争力は、いずれにせよ為替相場を通じて調整できない。競争力の回復のためには労働市場や投資関連規制の見直しなどの構造改革が避けられないのである。

図表3 ユーロの実質実効為替相場（H C I）

【 C P I ベース 】



【 単位労働コストベース 】



(注) C P I ベースは 40、単位労働コストベースは 20 の主要貿易相手国通貨でウェイト付けしたもの

(資料) ECB

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。