

# Monthly Report

発行：経済産業調査部門

1999年5月号

## 目次

今月の視点	・・・1
過剰でも足りない貯蓄の謎	・・・3
通貨危機後も深まるASEANとの生産リンケージ	・・・11
経済指標	・・・13

## 今月の視点

### 「下落傾向が続くユーロの行方は？」

主任研究員：石川 達哉

Email: ishikawa@nli-research.co.jp Tel: (03)3597-8420 Fax: (03)5512-7162

#### 1. 1ユーロ=0.97ドル適正レート説を検証する

統一通貨ユーロが発足して4カ月が経過した。スタート時の1ユーロ=1.18ドルから下落傾向が続き、5月12日現在1.07ドルとなっている。こうした状況に対して、5/1付のThe Economist誌はユーロ地域の将来を悲観する必要は全くないとしている。ユーロ下落は当面の景気減速を反映したものであって、回復のためにはむしろ望ましいという。また、購買力からみた適正水準は0.97ドルだという試算も4/3号で披露している。

確かに、統合メリットで域内の生産性が上昇し、物価上昇率を域外よりも低位にとどめることができれば、通貨の購買力が増すので中長期的にはユーロ高が期待できる。しかし、その生産性上昇効果が本当に現れたかどうかを論ずるのは時期尚早である。ユーロの将来展望はさておくとしても、当面の水準が適正かどうかを考えてみよう。

「適正水準」の基本にあるのは、世界各国で取引されている商品（貿易財）の内外価格を等しくする交換レートである。米国で2.43ドルの商品がユーロ地域で2.52ユーロであれば、購買力からみたユーロの適正水準は0.97ドルとなる。Economist誌が選んだその商品はMcDonald'sのBig Macである。もし、世界の市場で輸出入される商品がBig Macだけであれば、この「Big Mac 平価」が均衡レートになる。GDPを構成する各種品目の価格に基づいたユーロの購買力平価はないが、マルクやフランなどに関してはOECDによる試算が公表されている。そこで、これらユーロ構成国のレートをGDP規模に応じて加重平均すると1.18ドルとなり、発足時の水準に偶然一致する。ただし、非貿易財やサービスも計算に含まれているから、適正為替水準を示す指標という意味ではBig Mac 平価よりも優れているとは限らない。

ニッセイ基礎研究所 経済産業調査部門

(お問い合わせは、(03)3597-8419までお願い致します。)

(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はありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)

Big Mac による 0.97 ドルと OECD 方式の 1.18 ドルのいずれが真の適正水準か定かではないので、これら 2 方式による購買力平価の推移をみると、いずれも現実の為替レートの長期的なトレンドを追うのには有効である。しかし、短期的な乖離幅は決して小さくない。市場レートが購買力平価と比べて高い状況とは、商品の国内価格が外国での価格を市場レートで換算した水準よりも高いということである。このような内外価格差が大きければ、裁定取引による利益機会が生じるのでそれを縮小させる力が働く。だから、長期的には購買力平価と市場レートの乖離も縮小する。

市場レートと購買力平価の推移

年	市場レートのOECD購買力平価からの乖離率(+ : 割高、- : 割安)												購買力平価	Big Mac平価	市場レート
	80	85	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99			
ユーロ(ECU)	26%	-29%	22%	19%	23%	13%	14%	27%	23%	6%	5%	-8%	1.18*	0.97*	1.07*
マルク	41%	-24%	29%	26%	32%	27%	27%	44%	36%	15%	14%	9%	1.99	2.04	1.83
フラン	33%	-26%	21%	15%	21%	16%	19%	33%	28%	12%	10%	6%	6.50	7.20	6.12
リラ	-4%	-36%	19%	18%	18%	-3%	-5%	-2%	6%	-6%	-7%	-11%	1602	1852	1808

(注) \*はドル/ユーロ。他は各国通貨/ドル。市場レートは99年4月平均

(資料) BigMac平価: Economist誌、購買力平価: OECD。ただし、ECUと99年のユーロ、マルク、フラン、リラはOECD資料に基づき当研究所試算

現状に関しては、どちらを基準にしても「市場レートの購買力平価からの乖離」が過去と比べて著しく大きいとは言えない。したがって、乖離を縮小させる力は現状ではさほど強くないと考えられる。つまり、短期的に重要なのは購買力平価からの乖離をもたらす力、すなわち、資本流出入の力である。その基本要因はユーロ地域と域外との金利差である。Economist 誌の言うとおり、年初からのユーロ安は景気減速を反映した金利低下が原因ということになる。ユーロ安がこの先も続くか、反転するかは景気と金利の先行き次第である。そして、域内の景気減速は年内続き、回復は早くても 2000 年からという見方がほぼコンセンサスとなっている。しかし、話はここで終わらない。

## 2. 統一通貨は景気の国別格差を埋められるか

実は、「ユーロ域内」という言葉で括れるほど各国の景気は一樣ではない。中核の 3 カ国でさえ、状況は大きく異なる。ドイツは内需が自律的回復過程に入ったところで外需が悪化し、回復の腰折れが懸念される状況にあり、フランスはピークを過ぎて減速が明確になった段階、イタリアは最悪期を過ぎて反転し始めた段階である。回復の方向に収斂するか、減速の方向に収斂するか、それとも中間か、はたまた景気のすれ違いが助長されるのか。これは統一の求心力に関わる問題である。

以前ならば各国の通貨が変動し、国ごとの景気格差を縮小させる力が働いていた。現在は直接変動するのは統一通貨ユーロのみである。ユーロも域内の平均的な状況を反映して下落しているが、ユーロとの固定レートを介在して加盟各国の通貨に換算したとき、そのレートがその国の景気状況に見合った水準になっているとは限らない。ユーロとドルの交換レートが適正水準から大きく逸脱していないとしても、昨年末に固定されたユーロと加盟各国通貨との交換レートが適切であるかどうかとは別問題である。域内平均よりも減速に向かう力が大きい国に関して為替水準がまだ割高で外需を下押しするというような状況も考え得る。その場合、景気の国別格差はむしろ拡大する。

今さらそのレートは変えられないとすれば、打開策はあるのか。1つの可能性は、どの国の景気にもプラスとなる水準までユーロが下落することである。それは域内平均を反映した適正水準より当然低くなる。冒頭の「適正水準」も、そこまで考えるべきかもしれない。