

100年に1度といわれた金融市場の危機は2009年に一旦解消したかにみえたが、本年4月以降は株価が大幅に下落するなど、再び世界的な動揺がみられる。今回の動揺の激震地はギリシャ問題に端を発した欧州(ユーロ圏)であり、既に語り尽くされた感もあるが、欧州金融市場の現状をみる限り、神経質な取引環境は継続している。そして、今回こうした金融環境の変化をいち早く敏感に反映してきたのが為替市場、特にユーロの動向である。図1は2000年以降のユーロの対ドルレートの推移をみたものであるが、昨年11月下旬からの下落率は一時21%を超える大幅なものとなった。また、最近の水準は5月時点での10年移動平均値である1.20とほぼ肩を並べた水準にあり、100年とまで言わずとも、まさに10年に1度の市場変動を経験していることになる。それでは、こうしたユーロの調整が既にほとんどの悪材料を織り込んだ水準に達したと言えるのかどうか。以下では、ユーロ下落の背景にあるいくつかの視点を検証することにより、今後のユーロのトレンドについて探ることとしたい。

昨年末以降、ユーロの下落トレンドが継続するなかで浮き彫りになった問題点については、大きく分けて二つのポイントに集約されると考えている。一つはユーロ圏が発足以来抱えてきた制度上の矛盾であり、もう一つは通貨の信認という視点である。

まず、前者の制度上の矛盾という点であるが、ユーロ圏は発足時よりマーストリヒト条約の下での経済通貨同盟を標榜してきたが、その実態は、通貨同盟こそECBによる金融政策を軸に統一されたものの、経済同盟については財政政策で各国に裁量権を残した形となっている。通常、一国家で流通する通貨の価値については、その国のなかで地域的に多少の経済的なパフォーマンス格差が生じたとしても同一である。ただ、今回ユーロ圏が抱えた問題は通貨や金融政策が統一される一方、域内各国における経済的な格差が累積的に拡大し、その格差が域内での同一の通貨価値という大前提では許容できない水準まで達したということになる。図2は通貨の相対的な価値を判断するツールの一つである購買力平価の考え方(一物一価)を参考に、ユーロ発足以来の累積的な生産者物価の上昇率の格差をみたものであるが、4月時点でギリシャとドイツの格差は実に30%強まで

拡大している。これはユーロの通貨価値が域内コア国のドイツではなくギリシャの物価水準を基準に決定されるとすれば、3割程度の調整が必要であったことを意味しており、これはこれまでの下落幅と概ね平仄が合う。

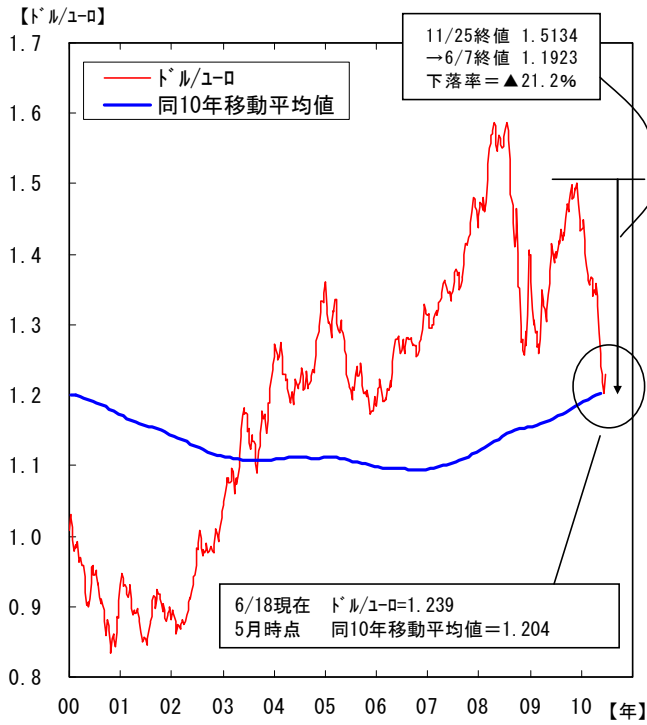
次に、後者の通貨の信認という視点であるが、これは通貨の根源的機能である決済性を基盤とする。この点、現状ドルに代わる基軸通貨は存在しないものの、近年ユーロの準備通貨としての地位は上昇を続けてきた。図3は各国の準備通貨におけるユーロ比率とユーロの対ドルレートとの関係をみたものであるが、2007年以降、世界的に準備通貨のドルからユーロへのシフトの動きが強まり、ユーロ準備比率が上昇するなか、ユーロが対ドルで上昇基調を強めてきたことが分かる。そして、ユーロ準備比率が25%弱と安定していた2004~6年頃のユーロの平均的な水準は1.25ドル弱であり、現在の水準は既にそれを下回っている。つまり、準備通貨としての側面からみた調整については、足下で相当進展したとも言える。

ただ、今回物事はそう単純ではない。ユーロの信認については、ギリシャ問題が既にユーロ圏各国のソブリン債のファイナンス能力の問題へと発展していることを考慮する必要がある。そして、これは究極的にはユーロ圏の問題国が域内でファイナンス可能かどうかという点に尽きる。図4はユーロ圏における最大の経常黒字国であるドイツの黒字額と主な経常赤字国(フランスを含む6カ国)の赤字総額を比較したものである。図で明らかなように、2007年時点でドイツの黒字額は赤字総額の9割近くをカバーしていたが、今回の危機を経た2009年時点では6割強まで低下しており、ユーロ圏の域内でのファイナンス機能が低下していることが分かる。

そもそも、ユーロへの信認は強固な経済基盤やインフレファイターとして名を馳せたドイツ連銀を持つドイツ(マルク)への信頼を受け継いだものであり、そのドイツの弱体化はユーロへの信認を損ねることを意味する。こうした点から、今後のユーロのトレンドは域内コア国、特にドイツの経済基盤が今回のユーロ安で大きく改善するかどうかにかかっているとみられ、今後特に注視する必要があると考えている。

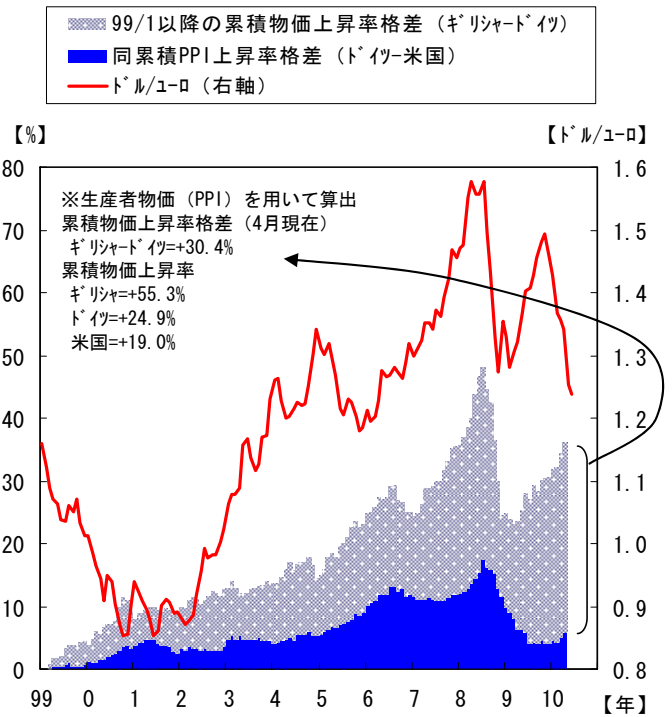
(2010年6月21日記)

図1：ユーロの対ドルレートの推移



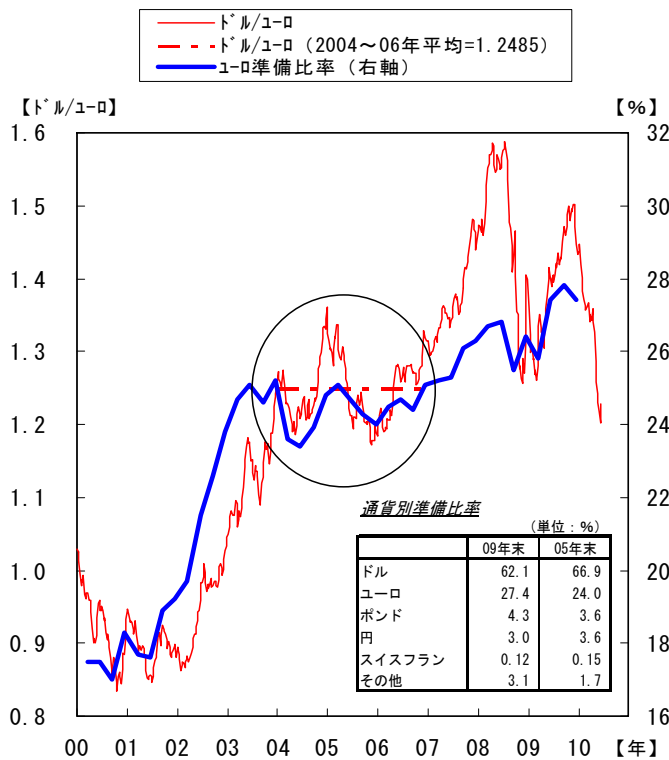
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図2：ユーロ発足以来の物価上昇率格差



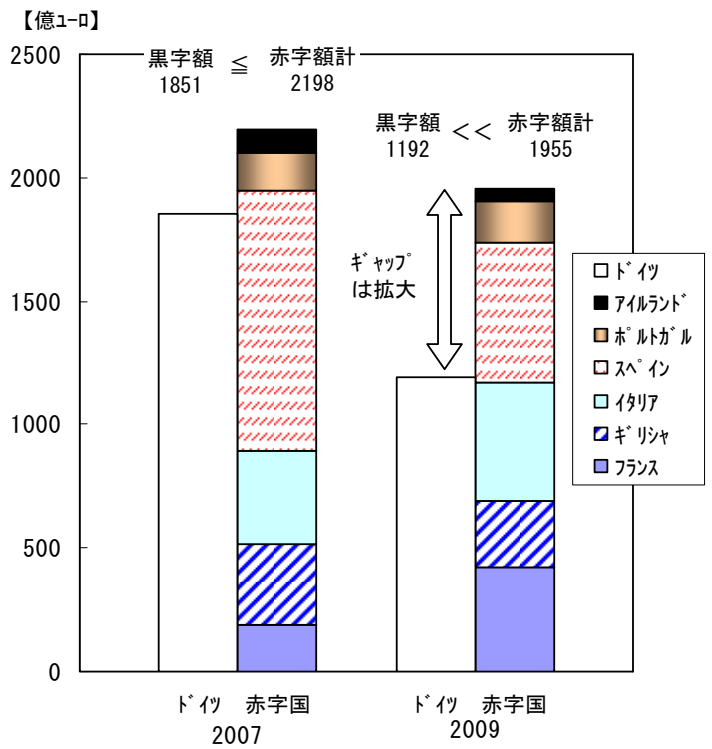
出所：Datastream より三菱UFJ信託銀行作成

図3：ユーロの対ドルレートとユーロ準備比率の推移



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図4：ユーロ圏経常収支の状況



出所：Datastream より三菱UFJ信託銀行作成

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）