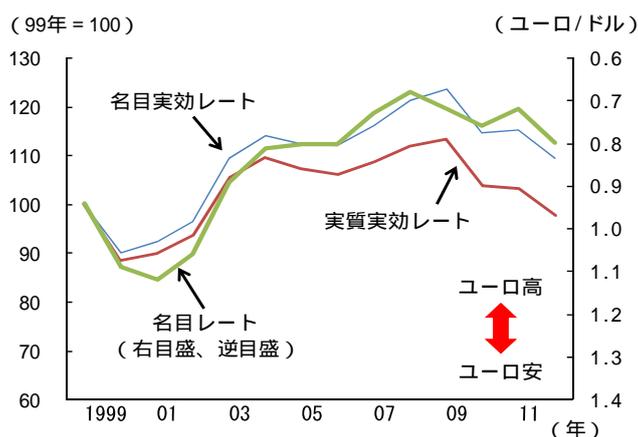


(ii) ユーロの価値

ユーロの他通貨に対する価値について、ユーロ導入以降の為替レートの推移をみると、前述のようなヨーロッパを中心とした地域でみられた貿易・金融市場取引における通貨ユーロのシェアの拡大と歩調を合わせる形で、対名目ドルレートや実効レートでも導入直後から04年頃までは通貨価値が上昇した後、08年の世界金融危機までは安定的に推移していたことが分かる（第2-1-8図）。

一方、最近では実質実効レートベースでユーロ発足当初の水準に減価しつつあることがうかがわれるが、これは世界金融危機やその後の欧州政府債務危機による世界的なリスク・オフの流れの中、ユーロからほかの安全な通貨への逃避が発生していることが影響しているとみられる。後述するが、これはユーロの価値の安定にはなお課題があることを示唆している。

第2-1-8図 ユーロの名目ドルレート・名目/実質実効レートの推移：
実質実効レートは発足時の水準に戻っている



(備考) 1. IMFより作成。
2. 直近値は12年5月末。

以上から、世界経済における通貨ユーロのプレゼンスについては、基軸通貨であるドルに対抗するほど顕著に高まっているとまではいえない。

しかし、ユーロ圏を含むヨーロッパ経済全体の取引における中心的な通貨としての地位を確立していることは否定できない。同時に、ドルに次ぐ第二の国際通貨として、すでに一定のプレゼンスを確保していることから、仮にアメリカ経済の不安定化等からドルに対する不安が高まった際、ユーロには有力な補完通貨としての役割が期待できる部分もあると考えられる。ただし、ドル離れは世界的に保有されているドル資産全体の価値下落につながることから、ドル資産保有国がドルに対する不安が大きく高まらない限り、ドルから逃避するといった動きに一齐に傾斜する可能性は低いと考えられる。しかし、例えば、通貨価値変動のリスクを分散するため、新たな資産の保有時にユーロ等の

通貨が徐々に選択されることは十分あり得よう。

ただし、世界経済全域での基軸通貨としてドル同様の役割をユーロが担うことについては、欧州委員会自身も一次産品取引ではユーロの影響は限定的である¹⁰ことや、為替相場運営の基準となるアンカー通貨としての役割もEU内の非ユーロ参加国等¹¹が大部分であることなど、まだ多くの課題があると認めている¹²¹³。ユーロが十分安定し、信認の高い通貨となり、準備通貨や取引・決済通貨等として十分なプレゼンスを示すことになれば、国際通貨としての役割が一層高まることが期待される。しかしながら、欧州政府債務危機では、ユーロのこれまでのプレゼンス拡大の傾向にブレーキがかかる事態に至っており、今後のユーロのプレゼンスは、まさに債務危機の根本的解決如何にかかっているといえよう。

(2) 経済パフォーマンスや取引への影響

(i) 全体的な成長促進効果の有無

ユーロが発足して10年余が経過し、ユーロ圏の経済規模(名目GDP)は11年には約1.2倍の規模に拡大している。しかし、例えば、他の自由貿易経済圏であるNAFTAは同期間に1.6倍以上、ASEAN主要5か国(インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム)は約4倍に成長しており、それぞれの経済圏を構成する国々の発展段階の差異もあるものの、特にユーロ圏全体のGDPの拡大ペースが他の経済圏と比べて大きいとも、あるいはユーロ導入後に加速したともいうことはできない(第2-1-9図)。

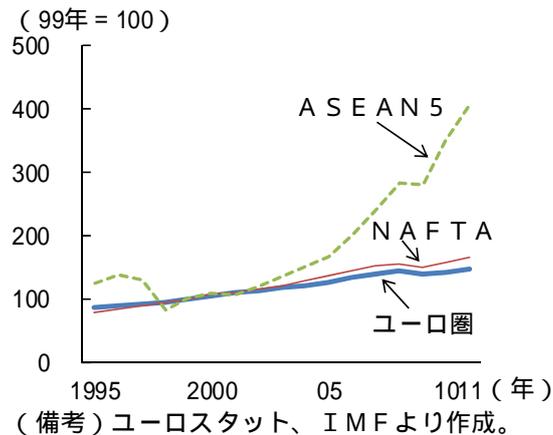
¹⁰ European Commission (2008) は原油等の一次産品取引では単一通貨による取引が有利な商慣行があると指摘。

¹¹ その他には、EU加盟候補国・潜在的加盟候補国、アフリカのCFAフラン圏の国々がある。

¹² European Commission (2008)。

¹³ 世界金融危機の際、金融市場ではドル資金の供給がひっ迫し、アメリカ連邦準備制度理事会(FRB)を中心に各国の中央銀行間でスワップ協定が結ばれて市場にドルを供給する対策が実施されたものの、ユーロについてはドルを補完し流動性を確保するといった機能は発揮されなかった。

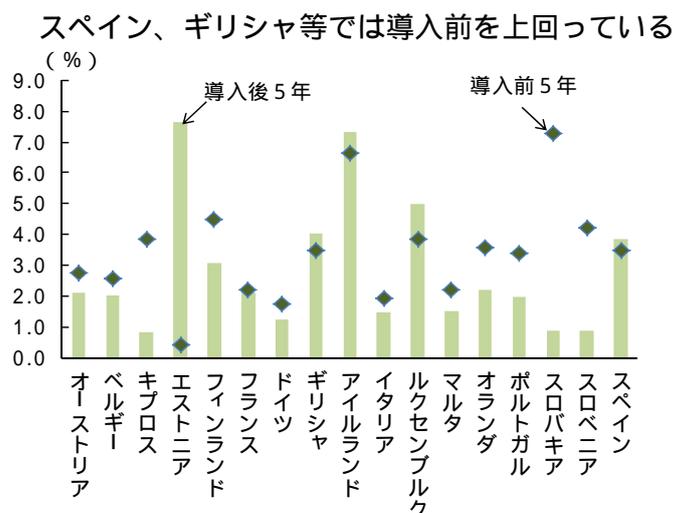
第2-1-9図 名目GDPの推移：ユーロ圏の拡大ペースが特段大きいとはいえない



しかし、ユーロ圏を構成するそれぞれの参加国の経済パフォーマンスをみると、ユーロ導入前後で変化がみられる一方、その方向については各国間でばらつきがある。各参加国のユーロ導入前後5年のGDP成長率の平均値を比較すると、ドイツ等の主要国も含め多くの国はむしろ成長率を低下させている一方で、スペインやギリシャ、アイルランド等で導入後の成長率の平均が導入前の平均を上回っているのが分かる(第2-1-10図)。

これらの国では、ユーロ導入後、後述するように大量の資金流入から名目金利の収れんと高い物価上昇率による実質長期金利の大幅な低下がもたらされ、これによって国内の企業や政府の投資活動が活発化し、ひいては経済成長率が押し上げられたとみられる。しかし、成長率が高まったこれらの国の一部は、現下の政府債務危機の渦中にあることから考えると、ユーロ導入後にもたらされた成長パターンが持続可能でなかったことも同時に推察できる。

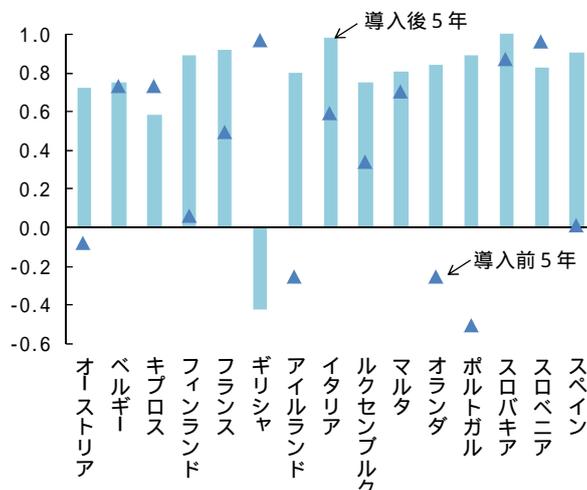
第2-1-10図 ユーロ導入前後の平均GDP成長率の比較：



- (備考) 1. IMFデータより作成(年データ)。
 2. ユーロ導入後5年経過していない国は、導入年から11年までのデータを使用。

次に、参加国間同士の経済状況の影響割合についてみる。ユーロ圏GDPの約4分の1を占める圏内最大の経済大国であるドイツとその他の圏内各国のユーロ導入前後5年のGDP成長率について相関をみると、ユーロ導入以前はかなりのばらつきがあったが、導入以降は多くの国で相関が高まっていることが分かる(第2-1-11図)。ちなみにアメリカや中国等の圏外主要国との相関についてユーロ参加国間で一致した傾向はみられなかったことから、ドイツを中心にユーロ圏としてある程度まとまった方向性があることはその背後にユーロ導入後の相互依存関係の高まりがあることを示唆しているとみられる¹⁴。

第2-1-11図 ユーロ参加国のドイツとの相関係数：
導入後は多くの国で相関が高まっている



(備考) 1. IMFデータより作成(年データ)。
2. ユーロ導入後5年経過していない国は、導入年から11年までのデータを使用。

以下では、実際にユーロ導入後に圏内及び圏外との資本・財の取引がどのように変化したのか、また、その変化が各ユーロ参加国の経済にどのような影響を与えたのかについて、詳しくみていくこととする。

(ii) 資本市場への影響

共通通貨ユーロの導入は、参加国間に存在した通貨の違いの壁を除去し、ユーロ圏内の各種の経済取引を円滑にしかつ活性化させたのではないかという仮説がたてられる。この点を確認するために、まず「カネ」の流れがどのようになったか、国際収支表からユーロ導入前後のユーロ参加17か国の資本取引の動向をみることにする。

¹⁴ なお、アメリカ、日本、英国、中国との相関係数の変化についても同様に比較してみたところ、これらの国との相関係数の変化には国によってばらつきがあり、ユーロ参加国としての一致した傾向はみられなかった。

ここで以下の分析の理解を助けるために、複式計上される国際収支統計における資本取引と経常取引等の見方を簡単に整理しておく、次のようになる。

たとえばA国の経済主体がB国の金融証券を取得した場合、A国の国際収支統計には証券投資の増加が「借方（資産側）」に計上される一方、それがすべて現預金で決済される場合、A国のその他投資の「貸方（負債側）」が同額増加し、A国内での借方・貸方の項目の合計が一致する。またB国の国際収支統計ではこれとは逆の動きが生じることになる。この場合、借方、貸方共に増加するため、資本収支全体でみると、A国、B国共に変化はない。

一方、A国がモノやサービスをB国に輸出すると、A国の経常取引においてモノ・サービスの輸出について「貸方」に計上される一方、その代金がB国の現預金によって決済されたとすると、A国のその他投資の増加として「借方」に計上され、A国内での借方・貸方の項目の合計が一致する。このとき、経常収支は輸出額だけ黒字化する一方、資本収支は同額だけ赤字化（B国から債権を輸入すると考える）する。モノやサービスを輸入したB国では、これと逆の現象が起こる。

なお、A国、B国ともにユーロ圏に属している場合、共通通貨による取引となるため、A国とB国のやり取りだけを記載した国際収支統計には外貨準備の増減は現れず、A国の経常収支黒字と同額のA国の資本収支赤字、あるいはB国の経常収支赤字と同額のB国の資本収支黒字が計上されるだけになる（詳細はコラム参照）。

つまり資本収支と経常収支は表裏の関係を表すに過ぎず、資本取引全体の動向を分析するためには、収支尻である資本収支の動きだけではなく、そのもととなる「貸方」、「借方」両方の動きを把握することが重要である。また、対外資産から対外負債を引いた対外純資産（負債）は経常収支黒字（赤字）、または資本収支赤字（黒字）の累積であるということも確認しておきたい。

コラム2-2：ユーロ圏における国際収支統計とTARGET 2について

国際収支統計については、一般に「経常収支 + 資本収支 + 外貨準備増減 = 0（誤差脱漏除く）」の恒等式が成立する。例えば、経常収支が1,000億ユーロの赤字の国なら、赤字ファイナンスのために資金を国外から借り入れる。借入額が500億ユーロなら資本収支は500億ユーロの黒字となり、足りない1500億ユーロを外貨準備の取崩しで賄うことになる（外貨準備が500億ユーロ減）。

しかし、ユーロ参加国同士の取引には外貨準備が介在せず、代わりにTARGET 2という独自の決済システムを通じて取引が行われる。そのため、ユーロ参加国同士の関係では、国際収支の恒等式は「経常収支 + 資本収支 + TARGET 2 バランス増減 = 0

(注1)」となる。

T A R G E T (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)とは、共通通貨を使用するユーロ圏内の独自決済システムのことで、圏内におけるクロスボーダー取引を各中央銀行の決済用口座を用いて国内決済と同様に行うことを可能としている。99年1月のユーロ導入時にT A R G E Tは稼働し、07年に改良版のT A R G E T 2に移行した。

このシステムを通じた決済では、ユーロ圏内でクロスボーダー決済が生じると、決済を行う中央銀行間で債権・債務が形成されることになる(注2)。例えば、スペインのS銀行がドイツのG銀行に1億ユーロの支払をする場合、スペイン中銀の当座預金が1億ユーロ減少してT A R G E T債務が1億ユーロ増加する(図1(1))。一方、ドイツ連銀の当座預金とT A R G E T債権は共に1億ユーロ増加する。

図1 T A R G E Tにおけるバランスシートの考え方

(1) S銀行からG銀行への支払

に伴う中銀バランスシートの変化

スペイン中央銀行のバランスシート

資産側	負債側
	当座預金 1億ユーロ
	TARGET債務 +1億ユーロ

ドイツ連邦銀行のバランスシート

資産側	負債側
TARGET債権 +1億ユーロ	当座預金 +1億ユーロ

(備考) バランスシート項目の内、TARGETを通じた支払に関わる項目のみフローで示している。

(2) S銀行とG銀行で相互に支払が行わ

れる際の中銀バランスシートの変化

スペイン中央銀行のバランスシート

資産側	負債側
	当座預金 1億ユーロ
	+1億ユーロ
TARGET債権 +1億ユーロ	TARGET債務 +1億ユーロ

TARGETバランス

ドイツ連邦銀行のバランスシート

資産側	負債側
	当座預金 +1億ユーロ
	1億ユーロ
TARGET債権 +1億ユーロ	TARGET債務 +1億ユーロ

TARGETバランス

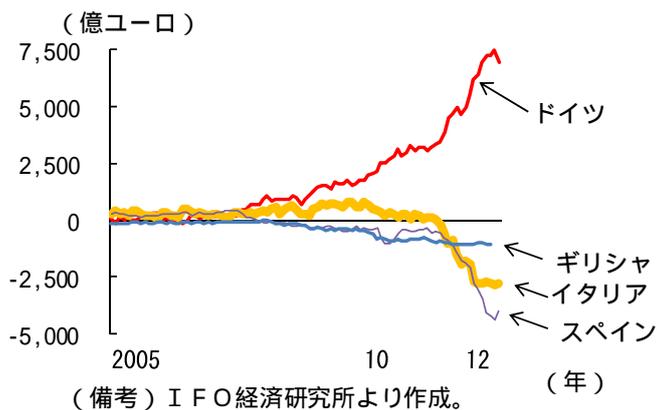
(備考) バランスシート項目の内、TARGETを通じた支払に関わる項目のみフローで示している。

S銀行の当座預金は1億ユーロ減少したので、資金調達をして積み増す必要がある。平時であれば、G銀行からS銀行への支払もあり、当座預金を増やすことが出来る。G銀行からS銀行への支払が1億ユーロであれば、スペイン中銀の当座預金は1億ユーロ増加し、T A R G E T債権が1億ユーロ増加する(図1(2)の網掛け部分)。一方、ドイツ連銀の当座預金は1億ユーロ減少し、T A R G E T債務が1億ユーロ増加する。

これら二つの取引の結果、一国の中銀のバランスシートではT A R G E T債権と同債務が共に増加するが、それらをネットアウトしたT A R G E Tバランス(=債権-債務)はゼロとなるはずであった。

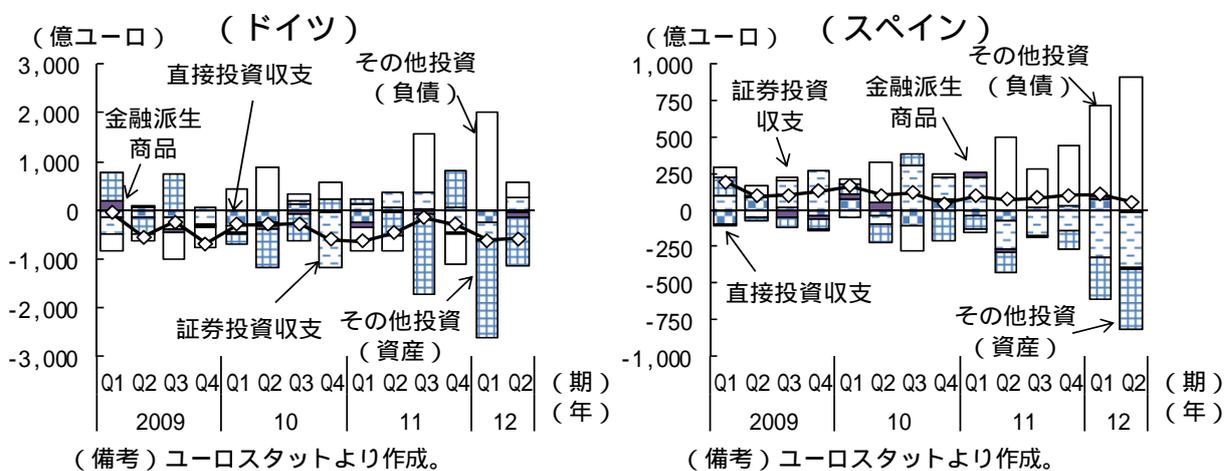
しかし、世界金融危機や欧州政府債務危機によって南欧諸国等に対する信用不安が高まる中、ドイツからスペインへの支払（G銀行からS銀行への支払）は大幅に減少し、資金調達環境が悪化したS銀行は当座預金の補填をECBの流動性供給に頼ることになった。その結果、図1（2）のような取引が行われなかったため、TARGETバランスは均衡せず、支払側であるスペインでは負のTARGETバランス（債務超）が拡大し、受手側のドイツでは正のTARGETバランス（債権超）が増加することになる（図2）

図2 ユーロ圏のTARGETバランス



では、こうしたTARGETの動きは国際収支統計にどのように現れているのだろうか。TARGETは投資収支のうち「その他投資」に現れ、TARGET債権の増加はその他投資（資産）の増加となり、投資収支赤字を拡大させる要因となる。一方、TARGET債務の増加はその他投資（負債）の増加となり、投資収支黒字を増加させることになる。実際、ドイツとスペインの投資収支みると、ドイツではその他投資（資産）が11年半ばから流出超となっており、TARGET債権の増加が現れている（図3）。一方、スペインではその他投資（負債）が11年半ばから流入超となっており、TARGET債務の増加が示されている。

図3 投資収支



資本収支だけを見ると、危機の渦中にあるスペインに依然資本が流入し、ドイツが積極的に对外投资を行っているように見える。しかし、実際にはTARGETに関する項目が寄与しているだけで、危機前のようにスペインに資本が流入し、ドイツが投資を活発化させているわけではない点には注意が必要である。ユーロ圏の国際収支統計をみる上では、TARGETの動きも踏まえる必要がある。

(注1) 資本収支のうち、その他投資のTARGETに関わる項目を除いたもの。

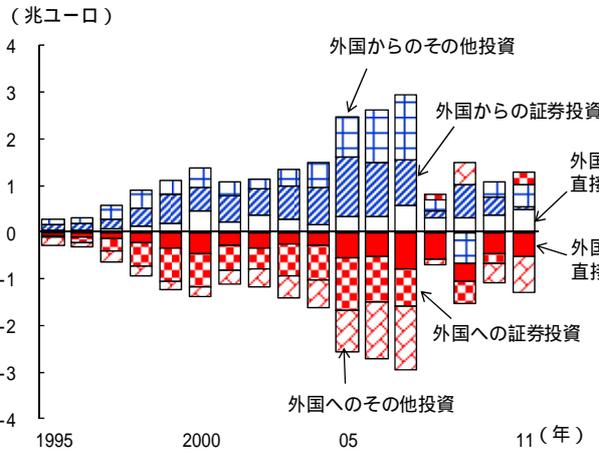
(注2) 正確にはECBに対する債権・債務。TARGET債権・債務は、毎営業日終わり後にECBに対する債務・債権に振り替えられる。

ユーロ参加国の国際収支表における資本取引についてみると、資本流入、流出ともにユーロ導入前後の2000年にかけて急速に拡大し、その後やや流出規模の拡大は一服したものの、05年から世界金融危機前の07年にかけて再び大幅に拡大しているのが分かる(第2-1-12(1)図)。ユーロ参加国の資本流出入について、投資種類別にみると、証券投資やその他の投資といった相対的に足の速い資本取引の規模がユーロ導入時以降、特に直接投資の規模を大きくしのいでおり、これらが資本取引全体の動きを左右していることが分かる。また、ユーロ参加国の資本流出入について、国別にみると、ユーロ参加国のうちドイツ、フランスの主要2か国の資本取引については、資本流出、すなわち外国への投資が拡大していることが分かる。また、ドイツやフランスといった主要2か国だけではなく、00年代半ばから世界金融危機前までは南欧諸国の資本流出入、とりわけ南欧諸国への資本流入が活発化していることが確かめられる(第2-1-12(2)図)。

第2-1-12図 ユーロ参加国の資本流出入の推移：

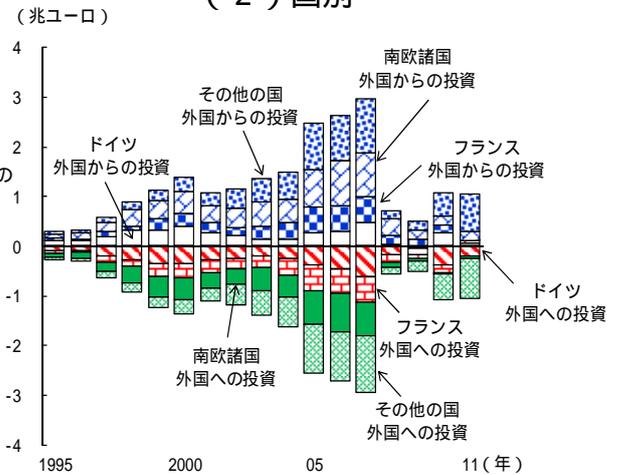
ユーロ導入前後で拡大、その後やや一服したが、05年から07年にかけても拡大

(1) 投資種類別



- (備考) 1. ユーロスタットより作成。ただし、フランスについては、フランス中銀より作成。
 2. 外国からの投資のマイナス及び外国への投資のプラスは、それぞれ資金の引揚げをさす。
 3. ユーロ圏17か国の合計。ただし、ギリシャ、キプロスは01年、以降、ベルギー、ルクセンブルクは、02年以降。

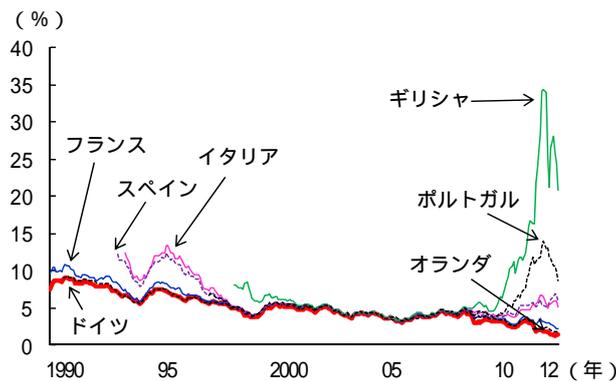
(2) 国別



- (備考) 1. ユーロスタットより作成。ただし、フランスについては、フランス中銀より作成。
 2. 外国からの投資のマイナス及び外国への投資のプラスは、それぞれ資金の引揚げをさす。
 3. 南欧諸国とは、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、イタリア、スペインの合計。
 4. その他の国とは、ユーロ圏17か国の合計から、ドイツ、フランス、南欧諸国を除いた10か国の合計。

ユーロ導入後から世界金融危機に至るまで、ユーロ圏での資本取引が活発化していた証左として名目金利の低下・収れんがある。ユーロ導入前までは各国の金利にはかなりの違いがあったが、導入直前にインフレ率の収れんを図りながら各国中銀が一斉に政策金利を引き下げる一方で、相対的に金利が低い資金余剰国から金利の高い資金不足国に資金が流入する動きが活発化したことが金利の収れんを促したとみられる。

第2-1-13図 ユーロ参加7か国の長期金利の推移：ユーロ導入後に収れん



- (備考) 1. ブルームバーグより作成。
 2. データは各年の月中平均値をつないだもの。

こうしたユーロ圏における資本取引の動きの背景や影響を更に探るため、以下では、ユーロ圏の中核国であるドイツ・フランスと世界金融危機前まで特に大規模な資本流入超の状態がみられたスペイン及びギリシャを取り上げて分析する。

(ア) 中核国ドイツ・フランスの資本取引

まずドイツの資本の動きを投資種類別にみると、ドイツ国内への資本流入については、ユーロ導入前の2000年にかけてと05年から07年にかけて証券投資を中心に増加している。一方、資本流出については、2000年にかけては証券投資が、07年にかけてはその他投資が増加している(第2-1-14図(1))。また、ほとんどの年で対外・対内ともに証券投資の規模が直接投資の規模を上回っており、相対的に足の速い資本取引がより活発におこなわれていたこともうかがえる。さらに直接投資については、ほとんどの年で対外直接投資が対内直接投資額を上回っており、証券投資が活発におこなわれていたのと同時期に活発な対外直接投資が行われていたこともうかがえる(ドイツの直接投資の内容については後述(iii)(エ)参照)。

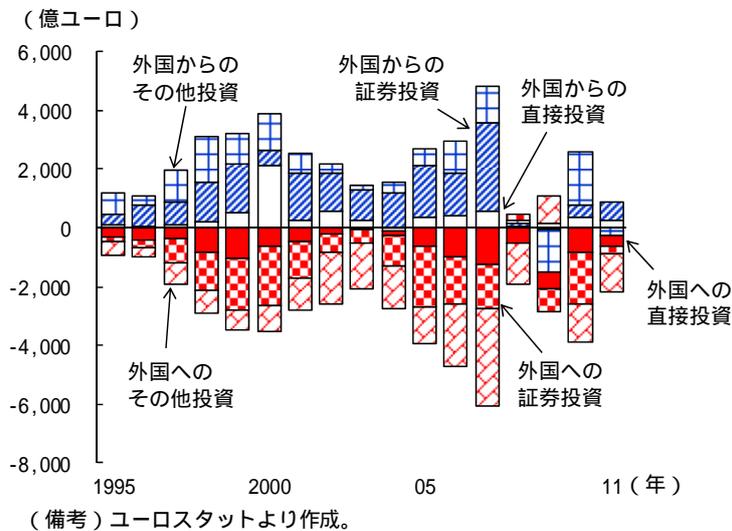
なお、11年は欧州政府債務危機が再燃し、ドイツとその他の国の国債利回り格差が大幅に拡大すると共に、ドイツ国債の利回りが大幅に低下したものの、ドイツへの証券投資資金の流入が過去と比較して大幅に増加した訳ではなかった(第2-1-14図(1))。

ドイツから流出した投資資金が具体的にどこの国へ向かっていたかをみるために、ドイツの民間銀行の対外与信残高の推移をみると、アメリカ・英国向けの与信が期間を通じて大きなシェアを維持しているものの、フランス、イタリア、ルクセンブルクといった近隣諸国に加え、05年から07年にかけて特にスペインに対する与信を拡大させていることが分かる(第2-1-14図(2))。

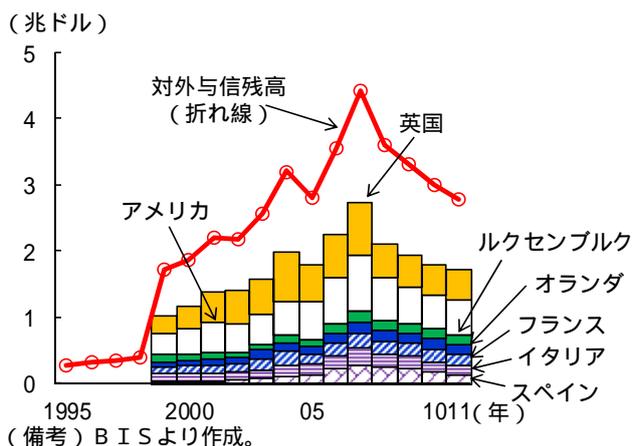
ドイツは、後述するようにユーロ導入によって経常収支の黒字額を拡大させる一方で、主として企業の直接投資とともに金融機関による証券投資を拡大させる形でスペインを始めとする南欧諸国に資金を還流させていた可能性がある(第2-1-14図(3))。このことは、別の統計からスペイン向けドイツ民間銀行の対外債権の推移をみても、99年以降07年にかけて対外債権が大幅に増大しており、その増加ペースと同程度にスペインの銀行向けの債権も増大していることから確認できる。

第2-1-14図 ドイツの資本の動き：ユーロ導入後、外国への投資が拡大

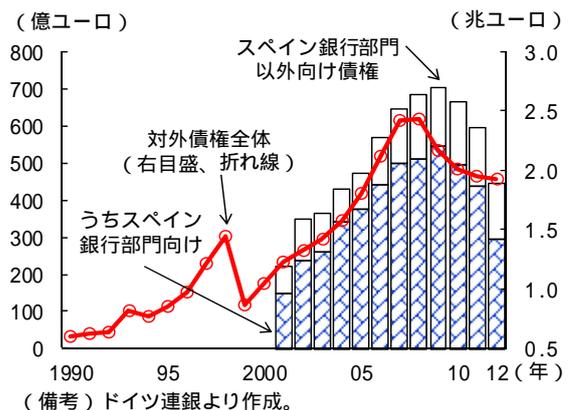
(1) 投資種類別資本取引の推移



(2) ドイツ民間銀行の対外与信残高の推移



(3) ドイツ民間銀行のスペイン 向け債権の推移



次に、フランスの資本の動き全体をみると特に05年から07年にかけて対外、対内ともに証券投資やその他投資を中心にドイツ以上に資本取引が盛んにおこなわれていたことが分かる(第2-1-15図(1))。

投資種類別にみると直接投資については、ドイツ同様、対外直接投資額が対内直接投資額を上回っており、資金の出し手となっていることが分かる。フランスについては、ユーロ導入前後にかかる2000年にかけて外国への直接投資額が拡大している点も特徴的である。

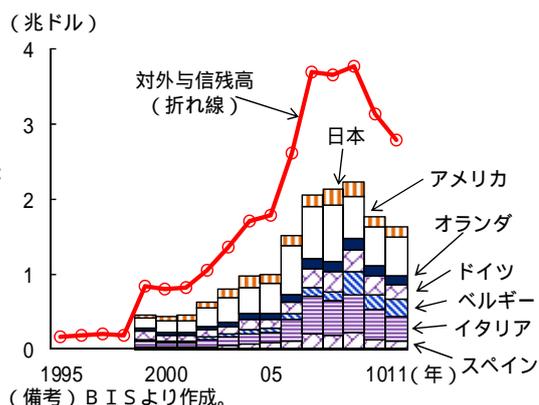
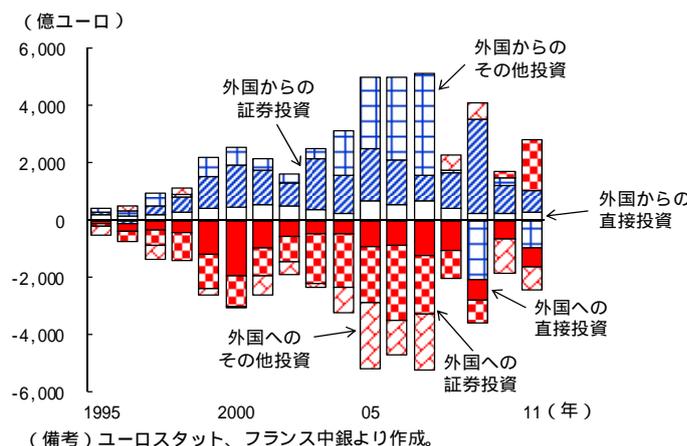
一方、資本取引の大きなシェアを占める証券投資については、06年までは、外国への証券投資を拡大させていたが、10、11年はそれらの資金を引き揚げている。フランス民間銀行の与信状況をみてみると、欧州政府債務危機が発生するまではドイツ以上にイタ

リアやスペイン向けの与信を増大させていたが、11年にかけてこれらの国に対する与信残高が減少しており、こうした証券投資資金の引揚げは、やはりイタリアやスペインから行われた可能性が指摘できる。

第2-1-15図 フランスの資本の動き：ユーロ導入後、外国への投資が拡大

(1) 投資種類別資本取引の推移

(2) フランスの銀行の対外与信残高の推移



(イ) 資本流入先となったスペイン・ギリシャ

一方、前述のようにドイツやフランスからの大きな投資対象国の一つとなったスペインについてみると、まず資本取引全体は外国からの証券投資を中心に06年をピークに大幅に拡大したことが分かる。しかし、08年の世界金融危機以降、取引規模は大幅に縮小し、10～12年には証券投資は逆流していることも分かる。

投資種類別にみると、直接投資はドイツやフランスに比べ規模は小さいものの、00年前後以降ほぼ一貫して対外直接投資額が対内直接投資額を上回る状態が続いている(第2-1-16図(1))。

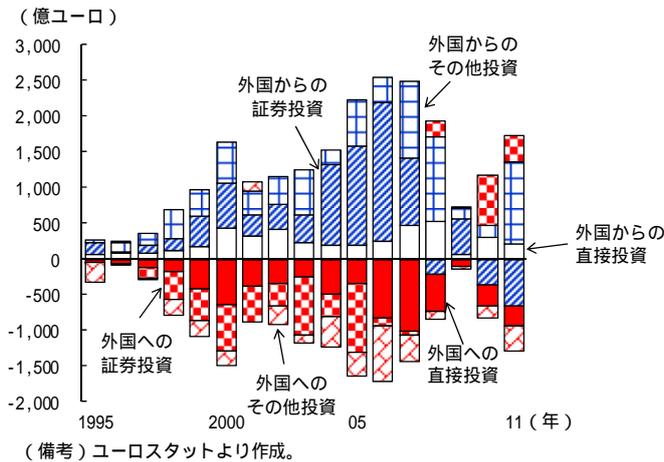
しかし、スペインの資本取引の動きの特徴を際立たせているのは対内証券投資である。ユーロ導入以降06年にかけてスペインへの証券投資額が大幅に増加しているが、スペインへの証券投資額と住宅価格指数の推移を比較すると、スペインへの証券投資が流入超となっている06年までは住宅価格が上昇しており、活発な資本流入が住宅価格高騰の背景となっていたと考えられる(第2-1-16図(2))。同時期における実質住宅ローン金利やローン残高といった住宅関連指標の動きからもこうした資金流入が住宅市場に影響を及ぼしていたことが推測される(第2-1-16図(3))。その後、世界金融危機が発生した08年以降は、09年を除いて、スペインへの証券投資資金の引揚げが起きている。

民間銀行部門におけるスペイン向け与信残高の推移をみると、ユーロ導入直後からピークをつけた07年にかけて特にドイツとフランスからの与信の拡大が大きく寄与しているのが分かる。それ以降残高が縮小したものの、11年時点でもスペインに対する与信残

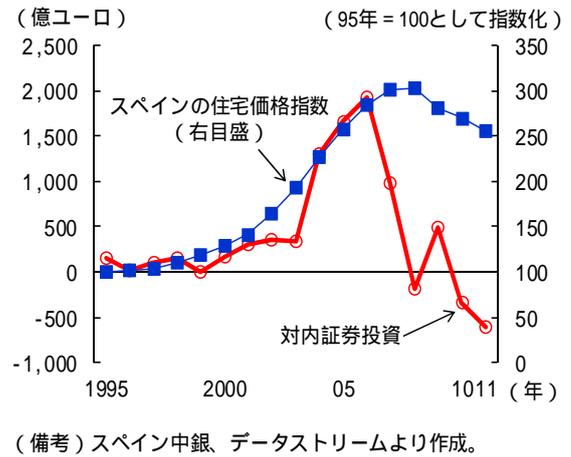
高に占めるドイツと、フランスの割合はほぼ4割と相対的に依然高いシェアを占めている(第2-1-16図(4))。

第2-1-16図 スペインの資本の動き：
ユーロ導入後、スペインへの証券投資が拡大

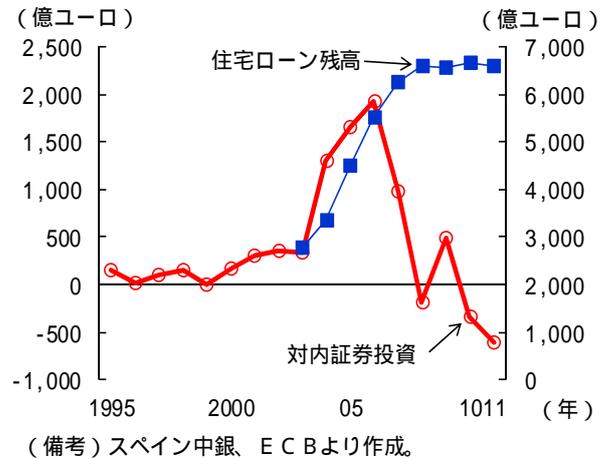
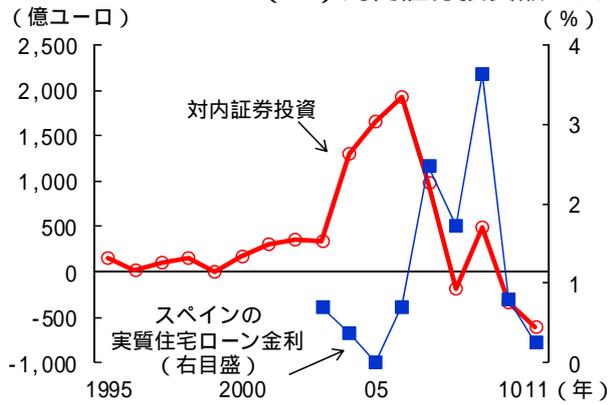
(1) 投資種類別資本取引の推移



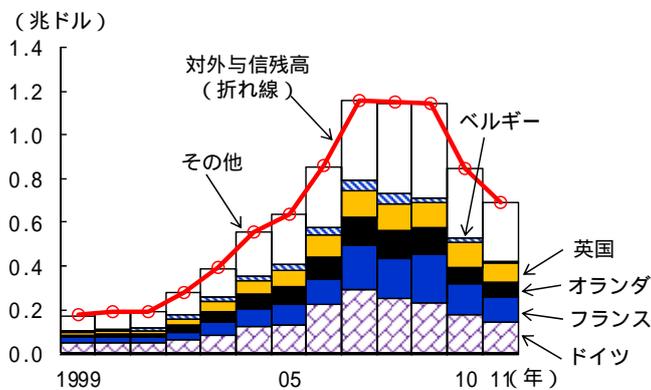
(2) 対内証券投資と住宅価格指数の推移



(3) 対内証券投資額とスペインの住宅関連指標との関係



(4) 各国の銀行のスペイン向け与信残高の推移



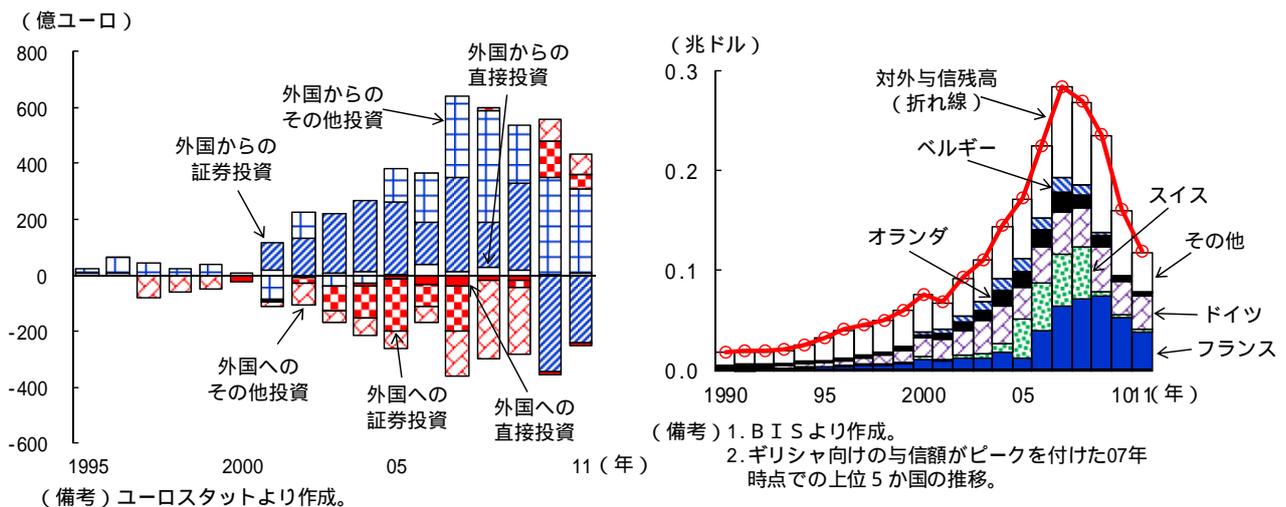
次に、ギリシャについてみると、資本取引全体は同国のユーロ圏加盟の02年から07年にかけて外国からの証券投資を中心として急速に拡大した反面、08年の世界金融危機以降縮小に向かっており、特に10～11年では証券投資資金が大幅に引き揚げられており、この点はスペインの動きとよく似ている。

一方、直接投資についてはユーロ導入後も06年に対内直接投資がやや増加したものの、あまり活発とはいえず、証券投資の動きとは対照的である（第2-1-17図(1)）。

民間銀行部門におけるギリシャ向け与信残高の推移をみると、08～09年までスイスとフランスが与信額を大幅に拡大させていることが目立つ。しかしそれ以降、スイスやフランス、オランダ、ベルギーがみな残高を減らしており、これらの国が資金をギリシャから大幅に引き揚げていることが推察される（第2-1-17図(2)）。

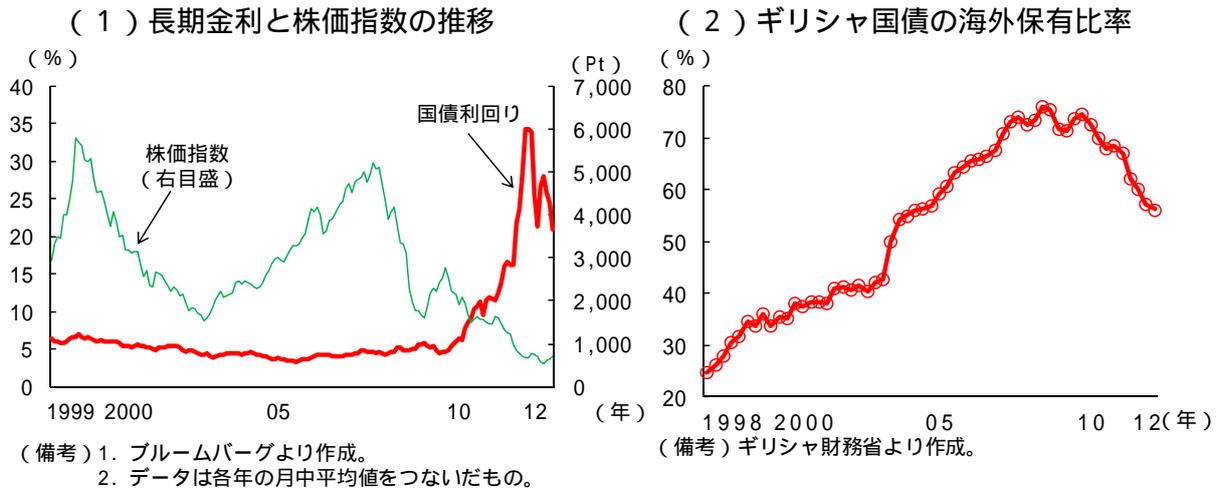
第2-1-17図 ギリシャの資本の動き：
ユーロ導入後、ギリシャへの証券投資が拡大

(1) 投資種類別資本取引の推移 (2) 各国の銀行のギリシャ向け与信残高の推移



各国の民間銀行は、07年にかけてギリシャ向け与信残高を増加させているが、この間のギリシャの国債利回りと株価指数の推移をみると、株価が上昇した03年から07年にかけては一部の資金が株式市場に向かった可能性はあるものの、長期金利が安定的に推移していたこと、ならびにこの間、一貫してギリシャ国債の海外保有比率が高まっており、与信の多くがギリシャ国債に向かっていたものと推測される。

第2-1-18図 ギリシャ国内での証券投資の動き：国債へ流入



このようにユーロ導入の結果、特に証券投資を中心にユーロ圏参加国間で資本移動の動きが活発化したといえるが、後述するように十分なチェック機能が整備されない状態で金融システムが適切な資金配分機能を果たせなかったため、例えばスペインではその資金流入が一部で住宅価格の急上昇を招くなど非効率な用途に回ってしまった。また、ギリシャを始め南欧諸国ではユーロ導入に伴って長期金利が低下したことで資金調達が容易になった結果、財政再建や構造改革を行うインセンティブが失われ、さらなる財政赤字の拡大を招くこととなった。こうしたことが欧州政府債務危機の背景にあることを銘記すべきである。

(iii) 貿易面への影響

ユーロ発足以前、共通通貨導入のメリットの一つとして、前項でみた「カネ」の動きとともに「モノ」の流れである圏内貿易が活発化し、圏内経済の相互依存の高まりとともに、互いの経済成長を促進することが期待されていた。関税等の貿易障壁が除去された段階で共通通貨を導入すれば、為替変動リスクが除去され、圏内の貿易コストが更に引き下げられるからである¹⁵。以下では、ユーロ導入により実際に貿易の量的拡大や構造的変化がもたらされたか否かについて検証する。

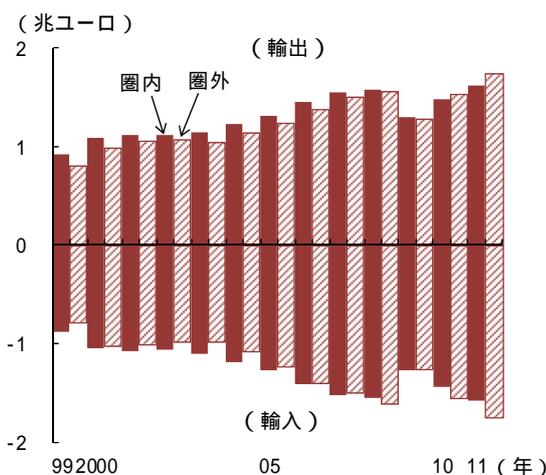
(ア) 貿易取引とユーロ圏内貿易依存度への影響

実際の貿易取引拡大効果の有無を確認するため、まずユーロ圏全体の圏内・圏外貿易の推移をみると、発足当初の99年に比べ、11年には圏内貿易は1.8倍、圏外貿易は2倍以

¹⁵ ユーロ発足前の欧州委員会の試算では、共通通貨導入による取引コスト引下げ効果は、当時のEUのGDPの0.5%程度になるとされていた。

上の規模に拡大している（第2-1-19図）。圏内貿易依存度も99年のGDP比28%から11年には34%に上昇し、圏外貿易依存度も25%から37%にそれぞれ上昇した。ただし、世界の貿易総額は同期間に約3倍に増加しており、ユーロ圏の貿易が世界のトレンド以上に拡大したわけではないことから、ユーロ導入が貿易拡大にどれだけ効果をもたらしたかは明確ではない。なお、ECBによれば、ユーロ導入による貿易拡大効果についてのエコノミストのコンセンサスは平均2～3%ポイントとされている¹⁶。

第2-1-19図 ユーロ圏の輸出入の推移：
ユーロ発足当初に比べ圏内は1.8倍、圏外は2倍以上に拡大



(備考) 1. ユーロスタットより作成。
2. 輸入は逆符号。

次に、ユーロ導入により参加各国の貿易依存関係にどのような変化がみられたかについて、ユーロ圏主要4か国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン）及び貿易依存度が相対的に高い国（オランダ、ベルギー、オーストリア）を中心にみている。各国のユーロ圏内・圏外に対する輸出・入依存度（名目GDPに占める財・サービスの輸出・入総額の割合）の変化をそれぞれ図にプロットすると、仮にユーロ導入によってユーロ圏参加国同士の結び付きが圏外国との結び付きよりも相対的に強まったとすれば、図の45度線より下へ向かう動きが観察されるはずである。

しかし、実際にはオーストリアや2000年代半ばまでのベルギーを除き、ほとんどの国で輸出・入ともにユーロ圏内よりもむしろユーロ圏外との結び付きを相対的に強めていることが分かる（第2-1-20図）。特にドイツの圏外依存度の高まりは輸出入ともに著しく、フランス、イタリア、スペインでも変化の程度は小さいもののいずれも圏外依存度を相対的に高めていることがうかがわれる。

¹⁶ ECB (2008)