



再燃する欧州債務不安とユーロ/ドル相場

不安定化するユーロ/ドル相場

初秋の外国為替市場でユーロ/ドル相場は波乱の展開となっている。9月12日の東京市場でユーロ/ドルは一時1.3495ドルと、約4カ月ぶりの安値圏に下落する場面があった。8月29日のロンドン市場では一時1ユーロ=1.4548ドルの高値を記録しており、この間わずか10営業日で1050ポイント以上も急落したことになる。

この結果、最近のユーロ/ドルのチャート・フェイスを眺めてみると、①13週移動平均線が26週線を上から下に横切る「デッド・クロス」が完成したほか、②現値が重要な長期トレンド・ラインである52週線を明確に下抜けし、③今年高安の61.8%押しに当たる1.3662-63ドル前後の攻防線も一時突破するなど、非常に下値不安の強い相が現れている。心理的節目の1.3500ドルを割った水準ではさすがに一息入って買い戻されたが、その後も依然として7月安値の1.3836ドルを下回るレベルでの往來を繰り返しているため、これを本格反騰の兆候と

みなす向きは少ないようだ。

ここ数カ月、ごく大雑把にみるとユーロ/ドルは1.39ドル台から1.45ドル台でのレンジ取引が続いていた。近年のユーロ/ドルは、その「値動きの良さ」や「流動性の高さ」に比例した「豊富な情報量」などから、本邦のFX業界でのファン層のすそ野を着実に広げつつあるが、秋相場の出足で唐突にこのレンジを下抜けたため、「ユーロ強気の逆張り派」、「ユーロ弱気の順張り派」、「興味だけ持って様子見を決め込む傍観派」による三者三様の関心が鼓舞されて、従前にも増してその動静に注目が集まっている。果たして今後、ユーロ/ドル相場はどのような展開を迎えるのだろうか。

新たなステージに入るユーロ圏の債務問題

結論を先に述べると、当面のユーロ/ドル相場は断続的な下値不安に苛まれ易い状態が続くと考えられる。4つの理由を挙げておきたい。

第1に、ギリシャの財政問題が「債務再編回避に向けた善後策」を探る段階を既に卒業し、現在は「秩序ある債務再編の可否」を考慮せざるを得ないステージに移行している。昨年5月にユーロ圏諸国などから初回分の金融支援を受け取って以来、ギリシャ政府は既に累計5回の金融支援を仰いで財政再建に取り組んでいるが、1年数カ月以上の時を経ても、計画通りの財政再建は進んでおらず、市場復帰の目処は全くたっていない。今週、ギリシャの国債利回りが2年物で一時80%台に乗せたことに象徴されるように、欧州の債券市場は既に近い将来のギリシャ債務再編の可能性をほぼ織り込みつつある。

現在、欧州連合(EU)、国際通貨基金(IMF)、欧州中央銀行(ECB)の3者で構成される「トロイカ調査団」がギリシャの財政状況を精査しており、同国に6度

年初来のユーロ/ドル相場



(注) 足元。2011年9月15日13時現在
(出所) 外為どっとコム「FX Vision」

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



目のつなぎ融資を実施する際の条件を検討中だが、客観的にみて、「厳しい緊縮財政政策の実施と引き換えに小出しのつなぎ融資を実施する」という金融支援のスキーム自体が既に破綻しつつある。例えば、ギリシャ経済の現状をみると、実質経済成長率は現在マイナス5%台、失業率は16%台と大変な不況に陥っている。こんな状態の国に緊縮財政を強いるのは「瀕死の病人に厳しいダイエットと筋トレによる体力増強を強要する」と同じで、やればやるほど景気が悪化するので財政再建が計画通りに進む道理がない。

もちろん、無条件でギリシャに追加融資を実施するのは支援国の国民感情が許さないのも、厳しい条件を付けないと追い貸し出来ないのも理解できるが、現在の状況で緊縮財政を強要すればするほどギリシャ経済は悪化して財政再建の見込みが立たなくなり、既に貸し込んだ資金の焦げ付きリスクも増大する。だからといって、ここで支援を打ち切れば、ギリシャ政府は自ら債務不履行を宣言せずにはいられない状態に追いやられることが確実だ。要するに、ギリシャはもう自力では今の借金を返し切れなくなっており、かなり思い切った

債務再編による損害を債権者側が受容しない限り、問題解決はどのみち不可能になっているとみられる。

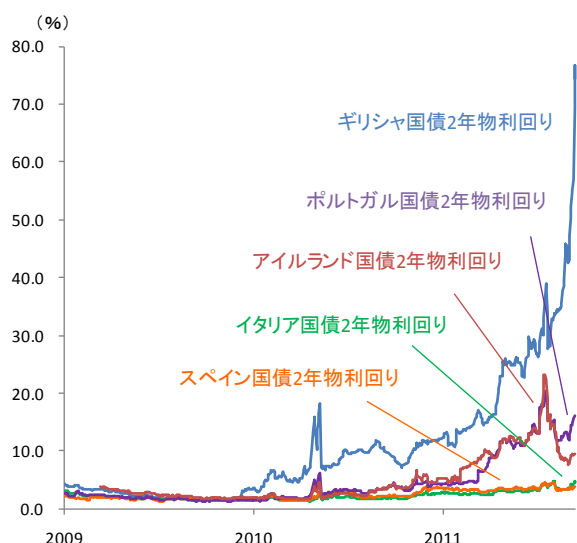
よって今問題は、如何にしてギリシャの唐突な借金踏み倒しによる大混乱を回避し、計画的かつ秩序ある債務リストラを行って2次災害や3次災害を最小限に抑えるかというところにまできている。しかしながら、「借りたお金を約束通りに返せなくなった債務者」の問題に對峙する債権者の集まりは、どうしても小田原評定に陥って最終決着にかなりの時間がかかるのが通常だ。今回のギリシャの場合は、それが国家レベルで起きてしまい、善後策の策定には欧州各国や国際機関内の複雑な政治事情も絡んでくるので、問題解決に向けた道筋は未だ見えずに五里霧中の状態にある。

進行するECBのバランスシートの劣化

第2は、ECBの保有資産の劣化懸念だ。昨年春から約1年弱、欧州債券市場の混乱を緩和する目的で、ECBは証券市場プログラム(SMP)を通じたギリシャ、アイルランド、ポルトガル等の国債買い取りを実施したが、金融不安の拡散を防ぐため、今年夏場以降はSMPの適用範囲をイタリアやスペインにまで広げることを余儀なくされている。現下の局面ではSMPによる不人気国債の買い取りをやめた途端に金融市場の不安定化するリスクが濃厚なため、その継続はECBにとってはやむを得ない選択だが、「域内の放漫財政国に財政再建の余裕を与えるために自らのバランスシートの健全性を犠牲にする」という異例の施策が、ECBの本来業務では無いことは明らかだ。

現在、ECBの負担を軽減するために、欧州金融安定ファシリティ(EFSF)による流通市場での国債購入を可能にする制度改革が模索されているが、例によってその話し合いにも時間が掛っている。また、現在のEFSFの基金規模ではイタリアやスペインなどの大国の財政破綻リスクまでカバーするのは不可能だとみられるため、たとえEFSFによる国債買入れが実現し

ユーロ圏問題国の国債(2年物)利回り



(出所)ブルームバーグ

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



たとしても、SMPによる国債購入は並行して継続せざるを得ないとの見方もある。ユーロ圏各国政府の危機管理能力の不足を補うため、ECBは不本意ながらその尻拭いをしている訳だが、中央銀行のバランスシート劣化を伴う異例の政策を一体いつまで続けられればよいのか、出口戦略がなかなかみえてこないのが実情だ。

危機対応モードに転舵するECBの金融政策

第3に、ECBの本来業務である金融政策運営に目を転じると、今春以降維持されてきた金融引き締めスタンスが急速に後退し始めている。9月8日のECB理事会では政策金利の据え置きが決定されたが、その後のトリシェ総裁の記者会見では欧州景気の見通しが下方修正されると同時に、インフレ・リスクについても「概ねバランスしている」との判断が提示され、今春に開始した利上げ政策の休止が暗示された。その後、9月12日に開かれた主要国中央銀行会議で同総裁は、ギリシャ国債の価格暴落で市場からの資金調達に支障をきたしている欧州の銀行に対し固定金利で無制限の流動性を供給することを再確認したが、これら一連の事象はECBの金融政策が「インフレ抑制」から「金融危機対応」へと急速に転舵し始めたことを物語っている。

ユーロ圏のソブリン問題に端発する金融不安が欧州全体の景気回復力を蝕むと同時に域内の銀行経営問題にも発展し始めている訳だが、いざこのような状況になってみると、域内に債務再編不可避の国があるにもかかわらず、今年の4月と7月に利上げを強行したECBの判断自体に疑問符がつく。当時のECBの説明は「域内重債務国の資金繰り問題への対応」と「インフレ抑制を旨とすべき金融政策」は全くの別物という趣旨だったが、市場の空気を読まずにインフレ抑制原理主義的な発想で金融引き締めを急いだ姿勢自体に問題があり、それが今回の金融不安拡散の触媒になった可能性も否定できない。現在、市場の一部には時期尚早の勇み足で実施した過去2回の利上げの巻き戻し観測

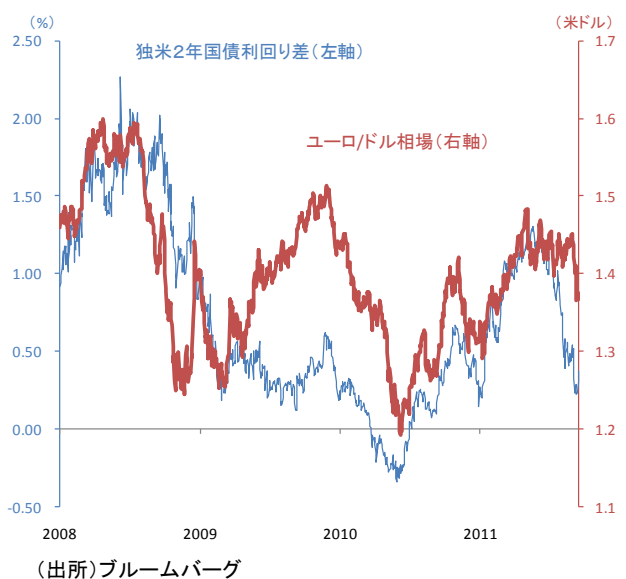
も台頭しており、近年のユーロ/ドル相場との相関が強いことで知られる独米2年国債の利回り格差は、ここに来て急速に縮小している。

スイス中銀の為替政策による需給の歪みにも要注意

第4に、9月6日にスイス中銀(SNB)が無制限のフラン売り・ユーロ買い介入を宣言して以来、欧州債務問題に起因するユーロ売り圧力の有力な受け皿の一つとなるべきユーロ/スイス市場が、事実上その機能を喪失している。SNBが「無制限為替介入」を宣言した週のユーロ/ドルは今年最大の大陰線を記録しており、ユーロ/円も一時103円台と約10年3か月ぶりの安値まで差し込む場面がみられた。SNBの強硬なユーロ安・フラン高対抗策によって行き場を塞がれたユーロ売り圧力がスイス・フラン以外の通貨に対して余計に染み出し易くなっているのではなかろうか。

もちろん、既往のユーロ安・フラン高の根本因がユーロ域内の金融不安にある点を考慮すると、SNBの為替介入の神通力だけで「1ユーロ=1.20フラン」の防衛線を守り切れるかどうかは分からない。最近のユー

独米2年国債利回り差とユーロ/ドル相場



本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



ロ/スイスの下落が「フランの強さ」に起因している現象であるならば、SNBがフラン高対策を強化することで、ある程度の抑止は可能かもしれないが、「ユーロの弱さ」に主因がある場合、ECBの協調行動なしではその効力に限界があるとみられるからだ。実際、近年SNBが非公式に設定してきたフラン高阻止のための単独介入の防衛線は悉く突破されている。

自国通貨高を阻止する介入の場合、理論上は自国通貨を増刷すれば幾らでも売ることができるため、SNBの「無制限為替介入宣言」によるフラン高抑止力を甘くみるべきではない。しかし、ユーロ誕生以前の欧州で採用されていた為替相場安定メカニズム(ERM)が当該国に為替介入等の義務を課していたにもかかわらず、1990年代初頭の欧州通貨危機の前後には「頻繁な平価の変更」、「一部問題国の離脱」などを経て、結局は「許容変動幅の大幅拡大」に追い込まれた経緯を忘れるべきではない。SNBの為替介入によるフラン高阻止の試みが今後もしも破綻した場合には、それまで抑圧されていた分、ユーロ/スイス市場でのユーロ安の

動きが加速する可能性もあるだろう。

要するに、SNBが激しく嫌悪するフラン高圧力の発生源がユーロの側にある限り、スイス当局によるフラン売り・ユーロ買い介入が奏功している間は他通貨市場に余分なユーロ安圧力がかかり易い一方、もしも「介入防衛ラインの後退」や「一時的な介入放棄」に追い込まれた場合には、それまで抑圧されていた分だけ、投機的なユーロ売り圧力がむしろ助長される可能性もあるのではなかろうか。ユーロ圏の債務不安が収束に向かわない限り、SNBによる人為的な為替操作の成否に関わらず、断続的なユーロ安圧力の台頭を抑え込むのは容易ではないだろう。

当面のユーロ/ドルは戻り売りが中心か

以上の諸点を総合的に勘案すると、最近のユーロ/ドルは「値段が下がって安くなった」という以外の理由では、積極的に買い進める材料があまり見当たらないように思われる。今後難航が予想されるギリシャ債務再編問題の最終着地点が見えてくるまでの間、何らかの理由で反発した場合でも、芯から強くなって逞しく上昇し続けるユーロの姿を想定するのは難しそうだ。

ただし、米国が「少なくとも2013年半ば」までの超低金利の継続を謳っている限り、ドルも「積極的には買えない通貨」の地位を容易には譲りそうにない。このため、ユーロ/ドルの下値探査にも自ずと限界はあるだろうが、ECBによる金融引き締め観測が急速に後退し始めている現状に鑑みると、今年年初の利上げ観測台頭前の安値である1ユーロ=1.2873ドル付近までの差し込みリスクは考慮しておくべきではなかろうか。

近年のユーロ/ドルは「どちらも買い難い通貨同士のシーソー・ゲーム」の様相を呈しているが、ギリシャ債務再編交渉の長期化も懸念される中、しばらくの間、ユーロ/ドルを舞台にした不美人投票の矛先は「ユーロ」に向かう可能性が高いとみられる。ユーロ/ドルは戻り売りを中心に考えたいと思っている。

ユーロ/スイス相場とスイス中銀介入水準



(出所)ブルームバーグ

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com