



難解な値動きが続くユーロ/ドル相場

早春のユーロ/ドル相場はユーロ買い優勢

早春の外国為替市場でユーロ/ドル相場は比較的堅調な展開になっている。1月10日の海外市場で一時1ユーロ=1.2870ドル台と約4カ月ぶりの安値圏に沈み込んでいたユーロ/ドル相場はその後反発、2月2日の東京市場では一時1.3860ドル台と約3ヶ月ぶりの高値圏まで上昇する場面があった。その後はさすがに売り玉も出て一時1.3500台に小緩んだが、この付近では比較的底堅く、1月安値に比べて優に600ポイント以上は高い水準で推移している。

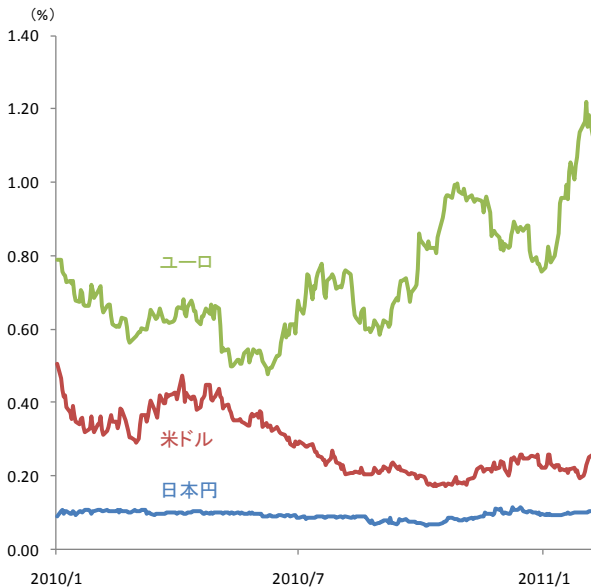
1月中旬以降のユーロ相場の高騰局面では、アイルランド向け金融支援の実施によりユーロ圏周縁国の債務問題への懸念がひとまず緩和したことに加え、1月13日のトリシェ欧州中銀(ECB)総裁によるインフレ警戒発言をきっかけに「欧州利上げ観測」が台頭したことなどが材料視された。その後、2月3日のECB理事会

後に実施されたトリシェ総裁の記者会見が「予想していたほどタカ派的な内容ではない」と受け止められたことでECBによる「早期利上げ期待」は後退したが、翌日物金利スワップ市場の動きなどから判断する限り、「そのうち利上げ期待」はまだ残存している。その真贋はともかく、「超金融緩和状態からの出口までの距離感」では「米国よりも欧州の方が近い」との期待が強いようだ。各国の金融政策運営に対する為替関係者の注目度が高まる中、米国連邦準備制度理事会(FRB)は依然として超低金利政策の長期化を示唆しているため、満期2年程度の国債利回りのみでみた独米金利差が広がって、最近のユーロ/ドル相場堅調の礎になったとみられる。果たして今後、こうした傾向は続くのだろうか。

ユーロ/ドル相場の堅調を疑う3つの理由

結論から先に言うと、個人的には最近のユーロ/ドル

翌日物金利スワップ市場の動き



(注) 翌日物金利スワップは1年物
(出所) ブルームバーク

独米2年国債利回り格差とユーロドル相場



(出所) ブルームバーク

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

相場の上昇傾向の持続性にやや疑問を持っている。3つの理由を挙げておきたい。

第1に、最近のユーロ/ドル相場の急騰は、投機的な動きに主導された色彩が強いとみられる。約3週間強で990ポイント近く値上がりしたユーロ/ドル相場の上昇分の全てがドル・キャリー・トレードの所産だとは言わないが、シカゴ通貨先物市場のユーロ/ドル持ち高の動きなどから判断する限り、早春のユーロ/ドル相場の急騰局面では、その影響が相当程度反映されたと推測される。当時にわかに高まっていた「ECB利上げ観測」を手掛かりに市場心理がユーロ買いに傾き易かったのは事実だが、「ドルの借金を増やしてまでユーロ買い持ち高を膨張させる」ことを長期間にわたって正当化できる程の景気回復力がユーロ圏経済に備わっているのかどうか、今後再検討すべき局面もくるのではないかと。

第2に、ECBによる早期利上げ観測についても、その実現可能性には疑問が残る。ユーロ圏の消費者物価上昇率がECBの物価安定目標の上限とされている前年比2%を超えていることを考慮すると、一部で利上

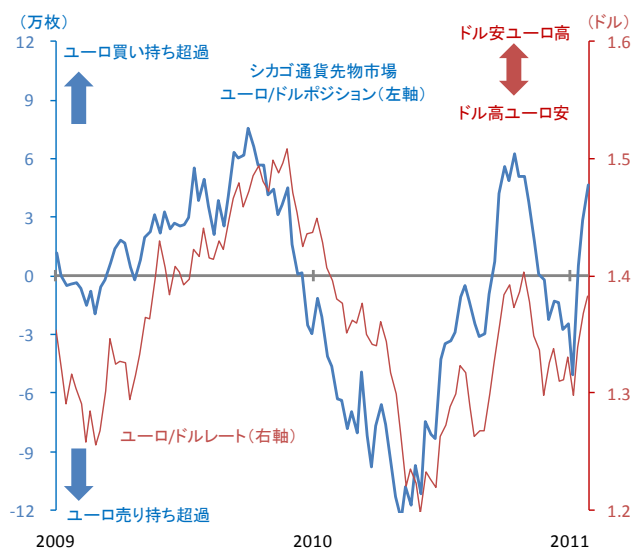
げ観測が熾り始めるのは、「平常時の判断」としては自然の成り行きかもしれない。ただし、果たして現在のユーロ圏金融市場は「平常時」だと言えるのだろうか。

個人的には、「ポルトガル及びスペイン国債の大量償還問題」や「ヨーロッパの銀行に対するストレス・テストのやり直し問題」がこれから佳境を迎えようとしているこの時期にユーロ圏で利上げ観測が台頭し始めたことにはかなりの違和感を覚えている。ECBの金融政策運営が「インフレ抑制原理主義」に立脚するなら近い将来利上げに踏み切る可能性は否定できないが、多くの市場参加者が欧州景気の回復力を不安視している現在のタイミングで利上げが実施された場合、上記の諸問題が蒸し返され易く、逆にユーロが売られる可能性もあるのではないかと。

第3に、最近のドイツ国債利回りの上昇は「独米金利差の拡大」という側面に注目すればユーロ高要因だと言えるが、「域内諸国の資金調達コストの潜在的な上昇要因」になり得る点に注目すると、必ずしもユーロ高要因であり続けるかどうかは分からない。ユーロ圏国債市場の「ベンチマーク」となっているドイツ国債の利回りが上昇するという事は、それ以上にスプレッドが縮小しない限り、ユーロ域内の放漫財政国の国債利回りも上昇する可能性がある。最近では、欧州金融安定化基金の機能強化に対する期待などから問題諸国の国債利回りの対独スプレッドは縮小気味に推移しているが、ユーロ圏周縁国の債務問題を根治するために本当に必要なのは、「問題が起きた場合に発動する安全網」の強化では無く、当該問題諸国の地道な財政再建努力による市場の信認確保であることは言うまでもない。

昨年12月22日に発行した外為の杜(もり)第41号「再燃するユーロ圏の金融不安」で述べたように、古今東西、「放漫財政の立て直し」という難題が一朝一夕に解決された事例は殆ど無く、もしも今後、欧州債務懸念が断続的に蒸し返されるような事態になれば、ドイツ国債利回りの上昇に底上げされた分、問題国の既発国債

投機筋持ち高とユーロ/ドルレート



(注) 通貨持ち高は2011年2月1日時点の非商業筋と非報告筋の合計(出所)ブルームバーグ

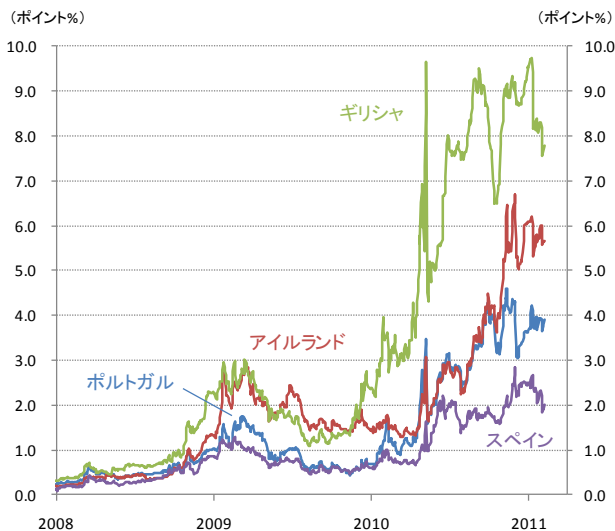
本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

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



の流通利回りは上昇する可能性がある。その場合、既に金融支援を受けて市場から退場しているギリシャやアイルランドの市場復帰がより難しくなるほか、今年4月

欧州周縁国債利回りの対独スプレッド



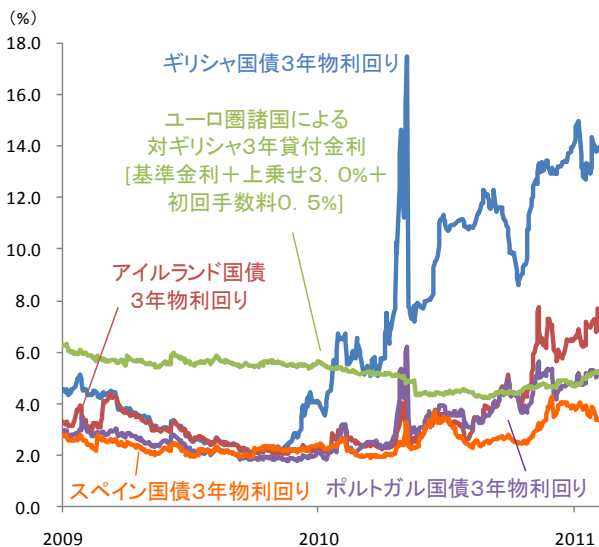
(注) 欧州周縁国債利回りの対独スプレッドは10年国債の利回り格差(出所)ブルームバーグ

以降に控えているポルトガル、スペインの国債借り換えコストも膨らむ可能性がある。もともと、域内放漫財政国のソブリン問題が再燃する場合には「安全資産としてのドイツ国債」が買われてドイツ金利が低下する可能性が高く、その際には「ユーロ圏周縁国債の対独スプレッドの拡大」に加え、「独米金利差の縮小」なども口実にして、ユーロ/ドル相場が下落に転じることも考えられる。いずれにしろ、「ユーロ圏周縁国の債務懸念がきちんと解消されていない中でドイツ金利の上昇」を単純にユーロ高要因とみなすのは、やや時期尚早かつ偏った解釈のような気がしてならない。

流行のファッションがコロコロ変わるユーロ/ドル

もちろん、為替相場の常として、最近のユーロ/ドル相場の上昇傾向の賞味期限に関する見解は、「ユーロ弱気派」と「ドル弱気派」によってかなり割れているのが実情だ。一昨年秋のドバイ・ショック以降、ユーロ/ドル相場は何度も突然方向転換して大きく振れる難解な展開が続いているが、その間のユーロ/ドル相場は、「ギリ

ギリシャ向け3年融資金利と問題国の国債利回り



(注) 貸付金利のベースとなる基準金利はユーロ3年スワップ金利借入期間が3年超になると上乗せ金利は更に1%追加される初回手数料の0.5%は1回限りの課金(出所)ブルームバーグ

ユーロ/ドル相場の推移



(注) 高値および安値は外為どっとコム"FX Vision"の数値(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承願いたします。



「シャ財政問題＝ユーロ売り」、「米国の早期利上げ観測＝ドル買い」、「米国の量的和弾＝ドル売り」、「アイルランド財政問題＝ユーロ売り」、「ECBの利上げ観測＝ユーロ買い」、といった具合に、何か一つだけ注目すべき「流行のテーマ」を決めると、しばらくは他の要因を一切無視して一方向に走りがち印象がある。最近ではユーロ/ドル相場のファッションが「欧米金融政策運営の体感温度の違い」に着目したユーロ買い・ドル売りに傾いている印象もあるため、しばらくの間はユーロの上昇が続く可能性も否定できないが、「FRBがバラ捲いてしまったドルの過剰流動性問題」が直ちに収束しないのと同じぐらい「ユーロ圏周縁国が抱え込んでしまった金融・財政問題」の美しい着地点はまだ全く見えていない。昨年春に一時盛り上がった米国の時期尚早な金融引き締め期待が萎んだ途端にドルが売られ始めたように、今後春先にかけてユーロ圏の金融引き締め観測が萎えてくれば、ユーロ圏が抱える構造問題に光が当たって市場心理が再びユーロ売りに傾き易くなる局面もくるのではなかろうか。

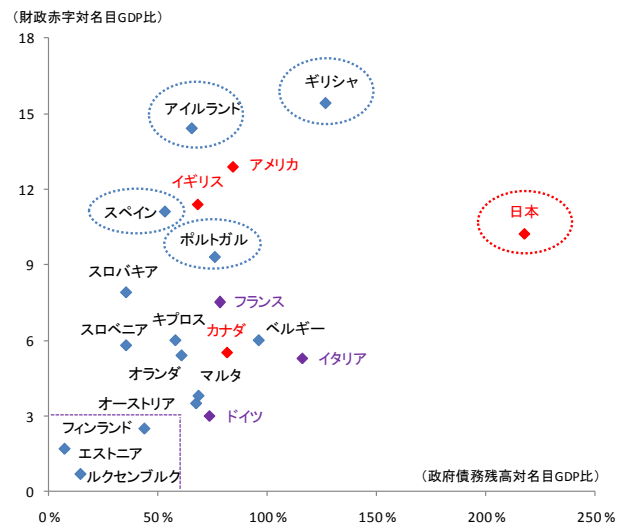
ユーロ/ドル相場はしばらく様子見が妥当？

総じて、近年のユーロ/ドル相場はユーロとドルの間で争われる「不美人投票」の結果に応じて方向感が変わる「シーソー・ゲーム」のような難しい値動きが続いている。このため、「米国景気、金融政策の方向感に比較的素直に反応して趨勢が決まるドル/円相場」や「グローバルな景況感の伸縮で方向感が決まる豪ドル相場」などと比較すると、ユーロ/ドル相場はファンダメンタルズ分析に立脚した大局観の形成に必要な不可欠な値動きの根拠を見つけるのが難しくなっている印象が強い。2009年10月15日に発行した外為の杜(もり)第11号「欧州連合の拡大観測とユーロ相場」で指摘したように、今後も法的流通領土の拡張が見込まれるユーロは、現時点ではまだ「未完の複合通貨」であり、将来的な市場規模の拡大とともにドルを補完あるいは代替す

る「次世代の基軸通貨候補生」としての存在感が増していくと見られる一方で、「通貨圏がまだ完全に固まっていない」が故に「超長期的なバリュエーションの見積もりが厳密にはほぼ不可能」という特徴がある。

国際決済銀行が3年に1回実施している世界為替出来高調査によれば、今年4月時点での「ユーロ/ドル」の1日平均の売買金額は1兆1010億ドルと同5680億ドルで第2位の「ドル/円」の約2倍の出来高を誇る巨大通貨ペアになっている。このため、世界の為替市場において「ユーロ/ドル」は「ユーロ価値の指標銘柄」であると同時に「ドル価値の指標銘柄」のような役割を果たすようになっており、今後も「ドル売り圧力の受け皿はユーロ」、「ユーロ売り圧力の受け皿はドル」という「パブロフの犬」的な刷り込みによる条件反射が一層進んでいく可能性が高い。ドルとユーロのそれぞれが先読みの難しい構造問題を抱え込んでいる現下の局面では、「敢えて難しい通貨ペアに関与するのは避ける」という意味で、「ユーロ/ドルはしばらく様子見に徹する」のも選択肢の一つではないかと思っている。

G7とユーロ圏諸国の財政状況(2009年)



(注) 財政赤字3%、政府債務残高60%は安定成長協定でユーロ導入国が満たすべき基準とされる数値
 エストニアは2011年1月1日よりユーロ圏に参加
 (出所) 欧州委員会統計局 (Eurostat) 11月15日発表資料およびIMF「World Economic Outlook」Database, October 2010

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が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。