



## ユーロ/ドル相場不安定化の背景と今後

### 調整色を強めるユーロ/ドル相場

5月初旬を境にユーロ/ドル相場の調整色が強まっている。5月23日の海外市場でユーロ/ドル相場は一時1.3968ドルと、5月4日に記録した年初来高値の1.4940ドルから972ポイントも下落する場面があった。1月10日に記録した年初来安値の1.2873ドルを大底にユーロ/ドル相場は約4カ月で2067ポイントも上昇していたが、僅か3週間弱でその約47%を吐き出している。

最近の値崩れの結果、足下のユーロ/ドル相場は、過去約4カ月間の上昇トレンドを支えていた下値支持線を明確に割り込む水準まで下落しており、テクニカル的には1月中旬以来続いていた上昇トレンドがいったん終了したかのようなシグナルが現れている。チャートには「ダマシ」が付きものであり、200日移動平均線などの重要な長期トレンド線はまだ現在値よりも下位にあって上向きで推移しているため、ユーロ/ドル相場の長期上昇局面が終了したか否かの判定は微妙だが、少なく

年初来のユーロ/ドル相場の推移



(出所)外為どっとコム”FX Vision”

とも短期的にはチャート・フェイスの悪化がユーロの上値を重くし、弱気心理を助長しそうな雰囲気も出ている。約4カ月間も続いた強気相場に突然訪れた「変調」をどう解釈すべきなのか、市場心理は大きく揺れているのが実情だ。今月に入り、ユーロ/ドル相場の地合いを激変させたものは一体何だったのだろうか。考えられる背景として、以下2つの要因が挙げられる。

### ギリシャ債務問題の再燃とユーロ/ドルの持ち高調整

第一は、ギリシャの債務再編懸念だ。ギリシャは昨年5月に総額1100億ユーロの金融支援枠を供与されて財政再建に取り組んでいるが、1年経っても自力資金調達による市場復帰の目処が全く立っていないため、このまま放置しておくことと債務不履行に陥る懸念が再び取り沙汰されている。ギリシャ政府が債務不履行を起こした場合、欧州中銀(ECB)を筆頭に、ギリシャ国債を保有している金融機関や投資家に甚大な被害が及んで市場が大混乱に陥ることが懸念されるため、それを回避するのに必要な追加金融支援の内容及び条件を巡る話し合いが現在進行中である。

過去の事例をみると、「約束通りに借金を返さなくなりそうな国」が出てきた場合、債務不履行の回避に必要な資金繰り支援の是非や具体策を巡る利害関係者の話し合いは、土壇場近くまで揉めることが多い。ギリシャの資金繰りが実際に危なくなるのは来年の年明け以降だと言われているため、場合によっては年内いっぱいギリシャ財政問題への対応策を巡る「小田原評定」が続く可能性もある。ギリシャ債務問題の最終着地点に関する不透明感が、ユーロ/ドル相場の心理的基石として強く意識されている。

第二は、既往のユーロ高局面で蓄積されたユーロ買い持ち高の調整だ。例えば、シカゴ通貨先物市場に

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

おける為替持ち高の推移をみると、ユーロ/ドル相場の急落が始まる前の段階で、ドルに対するユーロの純買い越し額が約4年ぶりの高水準にまで膨張していたことが分かっている。年初来のユーロ/ドル相場の上昇局面では、「欧米間の金融政策運営の温度差」に着目したユーロ高・ドル安観測が為替市場を席卷していた印象が強いが、「今春から利上げ局面に転じたECB」と、「依然として金融緩和の出口が見えてこない米連邦準備制度理事会 (FRB)」の差はあまりにも明確で分かり易かったが故に、短期的には投機筋も巻き込んでやや一方的にユーロが買われ過ぎていた嫌いがある。

つまり、最近のユーロ/ドル相場の値崩れは、「ギリシャ債務問題の蒸し返し」をきっかけにして、それまでの値上がり局面で膨張していた「ドル・キャリー取引によるユーロ買い持ち高の巻き戻し」が促された結果として生じた現象だとみられる。約4カ月かけて積み上げられたポジションが3週間程度の下落で全て解消されたとは思いくく、「ギリシャ財政問題への対応」を巡る利害関係者の「小田原評定」が続いている間は、ユーロ/ドル相場の上値が重い状態が続くとみられる。今後一段の

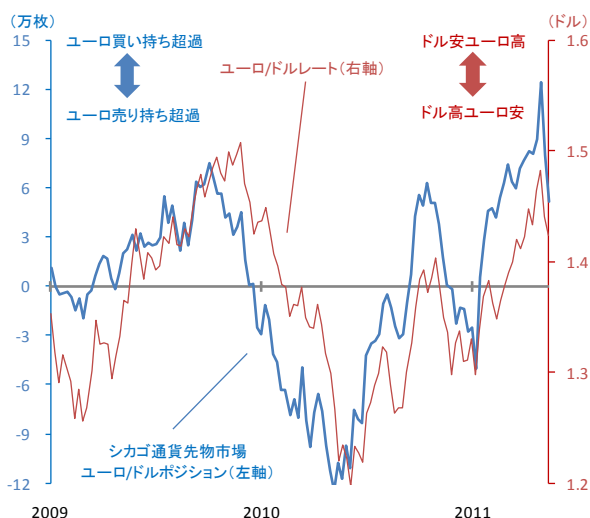
持ち高調整が促される場合には、年初来高安の半値押しにあたる1.3906ドル付近が次の下値攻防ラインとして意識される可能性もあるだろう。

### 欧米間の金融政策運営の温度差に注目

ただし、もう少し長い目で見ると、「ギリシャ財政問題」だけにあまりにも傾倒してユーロ/ドル相場の先行きを考えるのは危険だ。「投資の危機管理」の観点からは、「最悪の事態は絶対に起きない」と断じるのは禁物であり、「ギリシャのユーロ圏からの離脱」や「ギリシャの早期債務再編」などが起きた場合に市場が大混乱に陥るリスクを一応想定しておく必要はあるが、現在進行中の話し合いは、それらの回避を大前提とした「条件闘争」という色彩が強い。遅々として進まない追加金融支援の条件を巡る駆け引きの現場ではギリギリの交渉が展開されているとみられるため、折に触れて一部の過激な意見が漏出して喧伝される局面も散見されるが、欧州委員会やECBの良識派は一貫して既発債についてのギリシャ債務再編の可能性を否定あるいは拒絶する意向を示している。最終決着までに多少の時間はかかりそうだが、現時点ではギリシャの債務不履行懸念が現実のものになる可能性は小さいと思われる。

これまで何度か指摘してきたが、近年のユーロ/ドル相場は「ECBとFRBの当面の金融政策運営に対する市場の体感温度差」を示す満期2年程度の独米国債の利回り格差によって方向感がある程度規定されている。当面のギリシャのデフォルト回避を前提にすれば、今後のユーロ/ドル相場の行方はやはり欧米両地域の金融政策運営の温度差によって決まるのではなかろうか。現在の米国経済の状況を冷静に観察すると、「量的緩和第3弾の追加」をすぐに必要とするほど景気は弱くなさそうだが、「量的緩和第2弾の巻き戻し」を急がないといけなほど強くもない状況にあり、米FRBの金融政策はしばらく「現状維持」が続くそうである。今月に入り、ギリシャ債務問題の蒸し返しを背景にユーロ買い

### 投機筋持ち高とユーロ/ドルレート



(注)通貨ポジションは2011年5月17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



持ち高の整理が促されたため、結果としてドルが買い戻されているが、この間、米国の金融引き締め観測に立脚した積極的なドル買い気運が盛り上がっている訳ではない。最近動きがみられるのはユーロ圏の金融政策であるため、相応の持ち高調整が一巡した後のユーロ/ドル相場の趨勢については、主として当面のECBの金融政策運営に依存して決まることになるとと思われる。

### ECB利上げ継続ならユーロ反発、見送りなら続落

これまでECBは「周縁国の債務問題」と「ユーロ圏全体の金融政策」は区別して考えるという立場から、当面の金融政策運営についてはインフレ予防に主眼を置いた引き締め色を前面に押し出していた。この状況が変わらない限り、欧米間の金融政策格差に着目したユーロ高・ドル安圧力は根強く残存するとみられ、ユーロ買い持ち高の整理が一巡するにつれ、ユーロ/ドル相場の底値は次第に固まってくるだろう。ギリシャ向けの追加金融支援が纏まるまではユーロの上値も重そうだが、何らかの追加支援策が提示されて来年早々の債務再編懸念が解消された暁には、ユーロ買い持ち高の整理が進ん

だ分だけ上値も軽くなって、「心理的節目の1.50ドル台」を再び試す気運が盛り上がる可能性もありそうだ。

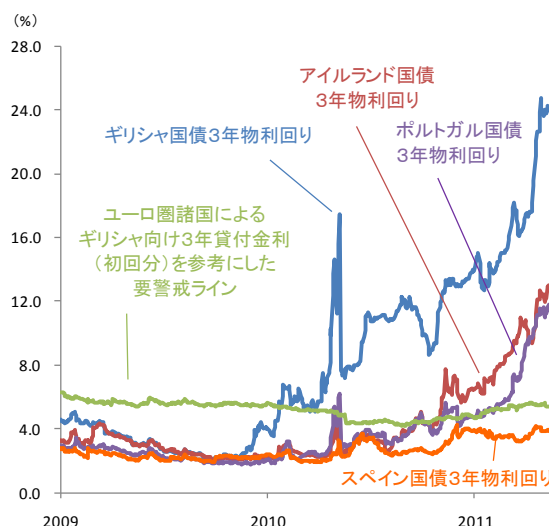
一方、いかに周縁国の局地的な問題とはいえ、域内に債務不履行の懸念が取り沙汰されている国が存在する状況の下で、市場の早期利上げ観測を煽るようなECBの姿勢に疑問を感じている向きも少なくない。ギリシャ、アイルランド、ポルトガルなどの国々が非常に苦しい立場に追い込まれているのは、これまでの放漫財政のツケなので無論自己責任だが、これらの国々は現在「独自の金融政策運営」を放棄してECBに委ねている状況にあり、周縁国の苦境に対する配慮をあまり示さずに「インフレ抑制原理主義」に邁進するようなECB関係者の言動が、周縁国の債務問題を悪化させる触媒になっているとの批判も一部にはある。現在、原油価格の反落などから外因性のインフレ圧力は和らいでいるほか、ギリシャ発アイルランド経由でポルトガルまで飛び火した債務不安の火の粉がスペインにも降りかかりそうなりリスクが一部で意識され始めている。今後、周縁国の債務問題にも一定の配慮が示されてECBの利上げ観測が後退するようなら、ユーロ/ドル相場の調整

独米2年国債利回り差とユーロ/ドル相場



(出所)ブルームバーグ

要警戒水域に近づくスペイン国債利回り？



(注) 要警戒ラインはユーロ3年スワップ金利にスプレッド3.0%と初回手数料0.5%を上乗せした値  
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  
(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。

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



が一段と進み、先述の攻防ラインも突破して、①年初来高安の61.8%押しにあたる1.3663ドルや、②心理的節目の1.3500ドルなどの下値を試す動きが強まる可能性もあるだろう。

### 最悪シナリオの可能性を否定すべきではないが・・・

もちろん、今後ギリシャに関する協議が難航し「債務再編やむなし」という事態になった場合には、欧州を中心に金融機関経営への不安が伝染してユーロ/ドルが再び1.3000ドル台を割り込み、年初来安値の1.2873ドルを底抜けするような展開もあり得ないシナリオでは無くなる。そもそも、今のままではギリシャ政府が約束通り借金を返し切れない状態にあるからこんな騒動になっている訳であり、既に巨額の金融支援を受けて1年間も頑張っても財政再建に成功しなかった国が、追加融資による時間的猶予を与えられたからといって、その有効期限内に市場からの信認を取り戻せるかどうかは非常に微妙である。ただし、個人的にはギリシャが今後「何らかの債務再編」に追い込まれるにしても、その可能性が高まる時期は、ユーロ圏周縁国への金融支援の枠

組みが「欧州安定メカニズム(ESM)」に一本化される2013年半ば以降だと思っている。現時点ではこのシナリオの実現確率は小さいのではなかろうか。

### 細心の損益管理を要求する当面のユーロ/ドル相場

総じて、当面のユーロ/ドル相場の行方は、ECBの金融政策運営の舵取りによって決まるとみられ、「利上げ路線継続ならば反発、利上げ期待後退ならば下落」が基本線になりそうだ。ただし、当面はギリシャ財政問題がいつ頃どのような形で決着するのか不明瞭な状態が続くとみられるため、ユーロ/ドル相場に強気、或いは弱気のどちらの立場でトレードに臨むにしろ、従前以上にきめ細やかな損益管理が要求される局面が続くそうだ。難しい通貨ペアでの勝負を避けるならば、ユーロ/ドルはしばらく様子見に徹するのも一つの選択肢かもしれないが、「難しい局面であるが故に値動きが良くなる」との期待も根強く、あえて難局に取り組んでみるのも楽しいかもしれない。注目度の高い通貨ペアなので、引き続き多角的な情報提供に努めたいと考えている。

### 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了承願います。

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