

FOREX ストラテジー

2011年11月29日  
 広告審査番号 MFB158-111129  
 MSRC 審査番号 06-B-111129-01

平坦ではないが財政規律で歩み寄る独仏

鶴田典裕  
 norihiro.tsuruta@rc.mhsc-g.com

▶ ドル円相場:介入で下支えられたレンジ相場

11月のドル円相場は、10月末に実施された本邦当局による為替介入の余韻が続いた格好となった。足元、緩やかにドルが戻ってきているが、総じて76円ミドル~78円の狭い相場レンジ内での動きに終始している。

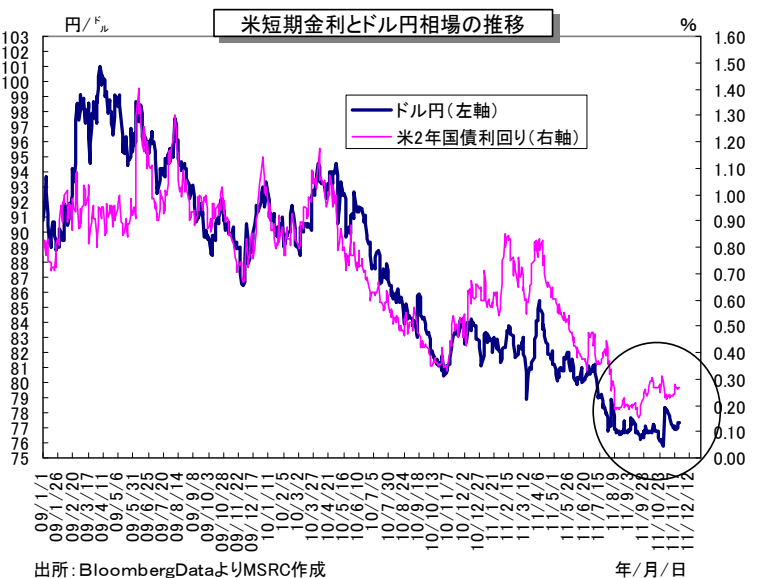
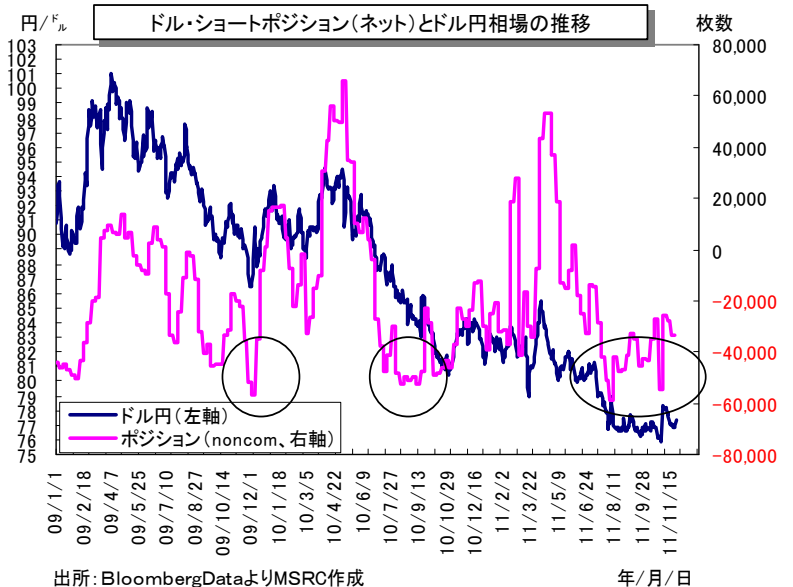
ちなみに、介入当日(10/31)はドルの下値75円を割り込む動きに対して、当局による為替介入が大規模であったことが市場のサプライズとなった。このため、一時的に79円ミドルまでドルが急騰している。1日で3円以上の相場変動は十分な値幅であるといえる。ただ、欧州債務問題を背景にした市場のリスク回避姿勢が根強く、サプライズは長続きせず。

当日の介入規模は、日銀当座預金残高の市場予想との比較からみた市場推計によれば、8兆円近い為替介入が実施された可能性が指摘されている。この規模は過去最大。その後、数日間、78円台をキープする相場展開が続いたことについては、覆面介入が行われた形跡が指摘されている。とまれ、実需のドル売りを相当、吸収した可能性が高く、円高圧力は一時的だが薄らぐ様相に。

ちなみに、こうした為替介入に対して11月開催のG20首脳会議では、野田首相が海外各国に理解を求めたことが報道されている。もっとも、世界は欧州危機に関心が集中して、日本の主張は埋没してしまったようだった。海外から非難されたわけではないものの、了解されたとは言い難い内容であったことには留意すべきだろう。

長いスパンでは円高トレンドの最終コーナーに差し掛かっているとみているが、欧州債務問題が強いリスク回避要因として市場に意識されていることが相場の膠着感をもたらしている。本格的なドルの戻りは米国景気の回復が目に見えて堅調であると認識されるまで期待しづらい。

当面、75~80円をコアレンジとして、年末にかけては79円までを予想。もっとも、相場サイクルから



本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

みて年明け1月に再び下値トライするタイミングを想定している。長期的には、底値圏との見方に著変はなく、07年からの円高トレンド終了の2012年を予想している。

➤ ユーロ相場:不透明感強い欧州債務問題

11月のユーロドル相場は、断続的にユーロ売りが続いたといえる。10/4にユーロ安値1.3146ドルを底に、10/27には同高値1.4247まで上昇したものの、その後は再び調整局面入りとなり、11/25には1.3212ドルの安値を付けるまでに至っている。

市場の関心は、ギリシャ問題からイタリア、スペインに止まらず、ドイツまで先行き不安が拡大してきている。11/23のドイツ国債の入札不調(札割れ)は市場の不安感を大きくした。

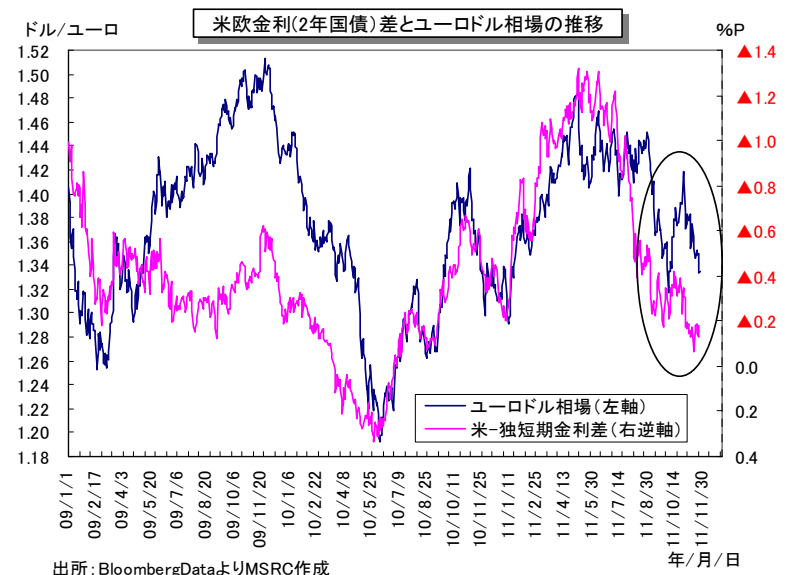
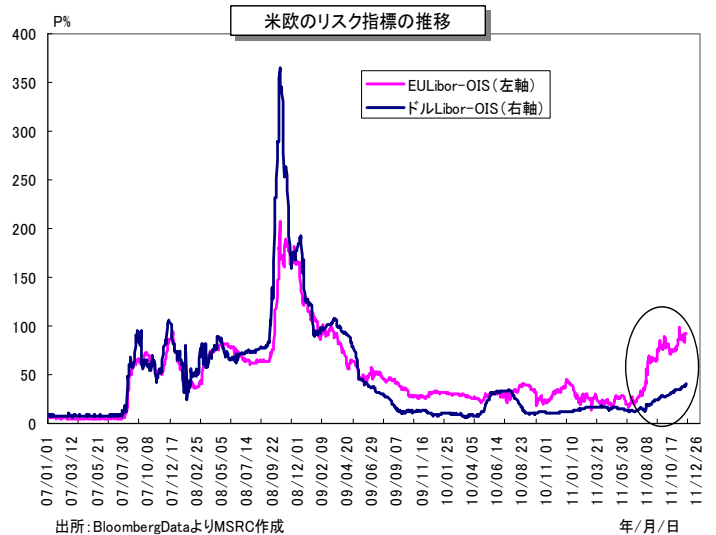
欧州債務危機が周辺国から中核国にまで波及する懸念が出てきたとの警戒が目立つ。このため、ECB(欧州中央銀行)がIMF(国際通貨基金)に融資して金融支援をする案が出てくるなど、事態は悪化を映した対策案が出始めている。ちなみに、これはECBが最後の貸し手となることを想定したものだが、独仏間で意見の相違が埋まらないという不協和音が聞こえており、対策案が進む気配はない。ECBの役割拡大に対して、私は賛成だが、独は反対という話し合いは平行線となっているようだ。

ECBのドラギ新総裁は独と同調する姿勢を見せており、仏からは独に対して頑なであるとの批判が出ている。このため、かえって市場の不安を煽る逆効果となっている。

金利面から見れば、利下げトレンド入りしたユーロに優位性は薄いとみている。されども、日本の経験からみて、資産圧縮の動きがレパトリ(資金還流)を促し、縮小均衡の下でのユーロ高をもたらす可能性があることは留意しておきたい。一本調子のユーロ安にはなり難いということではないか。

短期的には、テクニカル的に、本年1/14のユーロ安値1.2867ドルと10/7同安値1.3146ドルを結んだネックラインが12月に1.32ドル台の水準で通過することに留意している。ユーロ相場の一段の調整リスクとなる節目として警戒している。

長期的には、財政引締めと金融緩和の政策ミックスが長期化するため、ユーロの調整シナリオを想定している。



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

➤ 平行線ではなく、歩み寄る独仏両国の考え

欧州債務問題は、10月23日、ドイツ国債入札が札割れとなり、「ソブリン危機」を指摘する声が一気に増えた感だ。もっとも、当日は日本の勤労感謝の日であったことや米感謝祭前日といったタイミングの悪さもあったとみている。それより不安なことはドイツとフランスの不協和音であろう。メルケル首相が前日22日に、ECBの最後の貸し手としての役割とユーロ債構想のいずれも拒否したという。

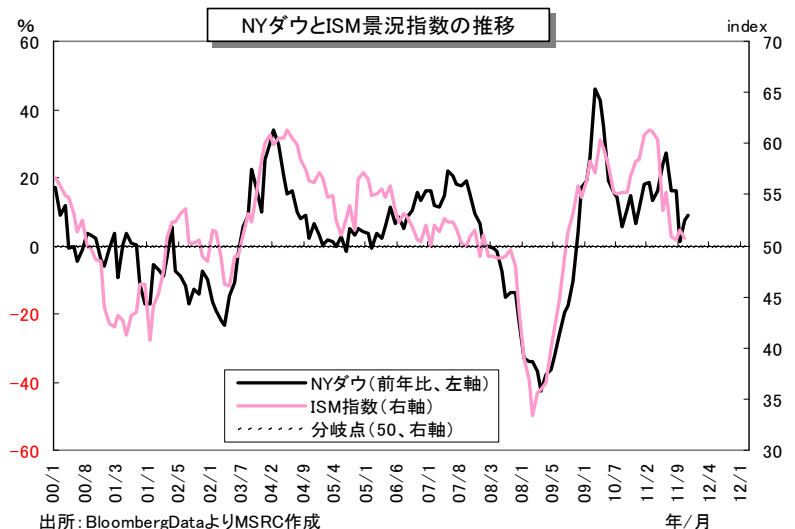
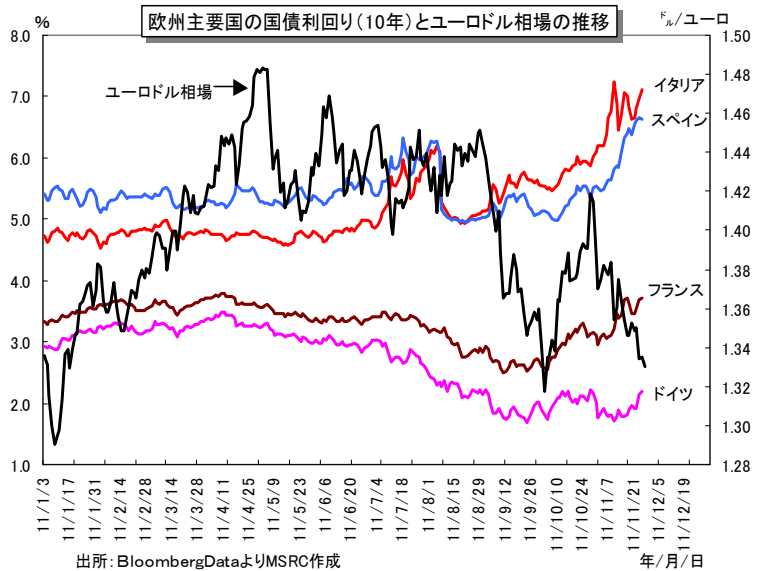
もっとも、ECB最後の貸し手論については、フランスのバロワン財務相が「ドイツにはドイツの歴史がある」と理解を示していることに注目したい。議論の本命は後者の「ユーロ債」構想ではないか。

23日にバローゾ委員長（欧州委員会）が「ガバナンスの強化なくしてユーロ圏の存続は困難」と訴え、ユーロ債について3つの提案を出していることに注目している。それは、①ユーロ債を共同発行して、返済義務を域内国全体で負う、②GDP比で一定水準を限度に共同でユーロ債を発行する、③各国がユーロ債の自国分の保証を付与する、というもの。

ドイツが反対してソブリン危機を解決する道筋が見えない、との報道が伝わってくるが、バローゾ委員長はドイツが同構想を反対しているわけではないという。ドイツの主張はユーロ債の導入排除ではない。財政の規律が強化されないユーロ債導入は危険であるという主張である。自国の主権の一部を譲歩してもいいとさえ言い切るドイツの言葉を重ねてみると、ドイツにとってユーロ債導入は財政統一のゴールとして位置付けているのかもしれない。

実際には、欧州安定協定の見直し作業が必要となり、相当、時間がかかることが想定される。だが、独仏両国の考えは収斂する方向に向かっているように感じるのだがどうか。過大な期待は持てないが、12/9 欧州首脳会議で新たな打ち出しがあるかもしれない。それは新たな安定協定である可能性である。

そもそも、独仏両国の考えが平行線であるというなら、何も10時間近くかけて首脳が議論する必要はなかったはずだ。長いスパンでは、ユーロは緩やかな



減価をイメージしているが、それはEU崩壊とのイメージとは程遠いソフトランディング路線である。

一方、米国については、11月23日を前にしてスーパーコミッティーによる財政削減協議が破談となったことで、給与税減税と失業保険の延長の成否が景気に陰を落とすことになった。結局は、最後までぎりぎりの交渉となって部分的な妥協成立するのではないか。これは、既に選挙モードにあるからだ。景気悪化をもたらすのは政治的に得策ではない。

ドル円相場の動きとしては、クリスマス明けから再び市場のリスク回避が強まることを想定している。相場サイクルからは、ドル円の底を付けるタイミングとして1月か4月をイメージしている。日米税制の違いからか相場反転のきっかけをつかむことが多いことに注目している。また、中期のサイクルからは今年3月のドル安から10ヵ月目にあたることも意識している。トレンドとしては、このまま横ばいで推移すると07年からのレジスタンス・ラインをブレイクすることに注目している。すなわち、07年からの円高トレンドから次の相場にシフトすることと、米欧に対する市場のリスク回避が一転して緩む場面が重なれば、ドルの戻りとなることを想定している。

長期的にみれば欧州はこれから構造改革の道を歩み、米国はリーマンショック後の健康体ではない不安定な景気回復と見れば、先行きは平坦ではなく楽観はしていない。ドル円の戻りは79～82円水準が目先、ブレーキがかかる節目とみている。だが、2012年を通してみれば抜けられないカベではないとみている。米欧はそれなりに危機と景気低迷を克服していくものとみているからだ。◆

**【金融商品取引法に係る重要事項】**

みずほ証券で取り扱いの外貨建商品等へのご投資には、商品ごとに所定の手数料等をご負担いただきます。外貨建商品等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。

各外貨建商品等には価格等の変動により損失を生じるおそれがあります。また、為替相場(円貨と外貨の交換比率)が変化することにより為替相場が円高になる過程では外貨建商品等を円貨換算した価値は下落し、逆に円安になる過程では外貨建商品等を円貨換算した価値は上昇することになります。したがって売却時等の為替相場の状況によっては為替差損が生じるおそれがあります。

なお、外貨建商品等ごとに手数料およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、目論見書、お客さま資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会:日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

**株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL:<http://www.mizuho-msrc.com/>

**みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。