



市場営業統括部 チーフ・エコノミスト 山下えつ子

トピックス 「ギリシャの行方」 p.4

足元のマーケット動向、及び来週の見通し

<来週の予想ポイント>

ドル/円	円高リスク	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の決定会合での情勢判断に注目。 米国の経済指標は個々には材料になり難い。
ユーロ/円	下落リスク	<ul style="list-style-type: none"> ギリシャ再選挙に向けた情報次第でやや戻るが限定的。

	今週のレンジ	本日正午	来週の予想レンジ	今後3ヶ月の予想レンジ
ドル/円	79.13-80.56円	79.43円	79.00-80.50円	78.00-83.00円
ユーロ/ドル	1.2667-1.2958ドル	1.2683ドル	1.2500-1.2750ドル	1.2500-1.3000ドル
ユーロ/円	100.56-103.59円	100.74円	100.00-102.00円	100.00-110.00円

(今週のレンジは先週金曜日正午～本日正午、予想レンジは本日正午～来週金曜日正午)

ギリシャは結局、6/17に再選挙を実施することになった。5/6のギリシャ総選挙以降、米国の大手金融機関の損失や格付機関ムーディーズによる欧州銀行の格下げ、中国の経済指標の下振れ、といった材料も加わり、マーケットではリスクオフが加速。株式相場はグローバルに軟化し、日経平均株価も終値ベースで、ギリシャ総選挙前の5/2が9380円 5/11：8953円 5/17：8876円、とギリシャ選挙後に500円超の大幅下落、原油相場はWTI先物が5/2：105.22ドル/バレル 5/17：92.56ドル/バレル、為替相場はユーロ円が100円台まで下落している。金融市場は壊れたような感じがする。

ギリシャ総選挙の前と後で何が違ったのか。まず恐らくギリシャ政府も含めて、総選挙の結果の読み違いがあった。総選挙前には緊縮財政継続派の当時の連立与党が過半数を獲得できると思われていた。このため、ギリシャの総選挙は大きなリスクファクターとしては意識されておらず、当然、ギリシャのユーロ離脱という話題も総選挙前には取沙汰されなかった。ところが、総選挙の結果、連立与党は過半数を獲得できず、しかも緊縮財政反対派が大きく票を伸ばして第2党になったことで、雲行きが急変。総選挙前には「ギリシャはいずれユーロから離脱するかもしれないが、それは何年か先の話」と漠然と思われていた

- ・本日は14:00までの情報をもとに執筆しています。
- ・FOREX WEEKLYに関するお問い合わせは、現在お取り扱い中の営業部/支店にお願い申し上げます。
- ・FOREX WEEKLYは弊行ホームページでもご覧頂けます。<http://www.smbc.co.jp/> マーケット情報 外国為替情報 フォレックス・ウィークリー)

本レポートは情報の提供を目的としており、何らかの行動を喚起するものではありません。ここに示した意見は本レポート作成日現在の筆者の意見を示すのみです。データや数値の抽出範囲・基準は任意で設定している場合があります。データ・資料等については、数値等の誤りが含まれている可能性があります。本レポートに基づき、お客さまが投資のご判断をされた結果に基づき生じた損害・損失について当行は一切責任を負いません。投資や資金運用に関する最終決定は、お客さまご自身で判断されるようお願い申し上げます。

ものが、緊縮財政反対派の SYRIZA (急進左派連合) が躍進したことで「この 6 月にもギリシャはユーロ離脱を余儀なくされる」との緊張感になった。総選挙前には相場のポジションの準備もほとんど出来ていなかったし、心理的にも構え方は浅かったため、その反動も大きくならざるを得なかった。

ギリシャ国内ではユーロ残留が与野党問わずほぼ一致した方針であるが、問題は、「(EU/IMF から受けている金融支援の前提条件となる) 緊縮財政政策の合意を破棄する」との過激な SYRIZA が次期政権の主流派となった場合、金融支援が停止されてしまい、ギリシャの“無秩序な”デフォルト、…そしてユーロ離脱、となるリスクが高くなることだ。STRIZA が躍進したことでテールリスクが高まり、しかもその時期も数年先ではなく、この 6 月にも、と一気に前倒しになったわけであり、総選挙の前と後ではこのリスク確率・(マーケットの) リスク認識が全く違う。

1 ヶ月後のギリシャの再選挙の結果もその後の成り行きも予断を許さない。では、6/17 の再選挙までは何に注目したらよいか。ギリシャの世論調査、過激な SYRIZA のスタンスの変化の有無、および EU/IMF 側のスタンス、を挙げておきたい。リスク確率・認識が高まった理由は、前述のように金融支援の借り手側が“条件破棄”という極端な位置に立つかもしれないことが大きい。もう一つは、貸し手側も「条件遵守かユーロ離脱の二者択一」と強硬スタンスを前面に出したことも要因だった。再選挙キャンペーンの中で、緊縮財政継続派 (ND、PASOK) が支持率を伸ばすか、SYRIZA を始めとする緊縮財政反対派のスタンスが軟化するか、また、EU/IMF も条件見直しを受け入れるか (既にユーログループ、独仏首脳会談、ECB などから、彼らがギリシャのユーロ残留を望むこと、また緊縮財政路線を堅持するならば条件変更の可能性があると、が示唆されている)。

今後 1 ヶ月でリスク確率・認識が和らく余地は多少あるだろう。ただし、結局、再選挙の結果とその後の EU/IMF との交渉などの成り行きを見届けられないことには、リスクが晴れることはない。最悪シナリオに対しての備えもやはり必要であろう。(トピックス「ギリシャの行方」を参照。)

ギリシャ総選挙後の金融市場が壊れたようにすら見えることにも注意が必要だ。ギリシャ総選挙をきっかけに、他の悪材料も気になり始めた可能性があるからである。スペインの銀行セクターに対する懸念(スペイン国債の対独スプレッドは 5/16 にユーロ導入以来の最大幅へ拡大)、新興国の景気減速リスク、米国の次回の FOMC での追加緩和の可能性など、ギリシャ要因を除いても材料として残るのではないかと。

中国は預金準備率を引き下げ、金融緩和観測が高まっているが、中国を始めとする新興国の景気減速への注目度が上がってきた。このリスクオフの相場の中で、新興国株も大きく下落しているが、これは単なる“ギリシャの余波”だけではないだろう。

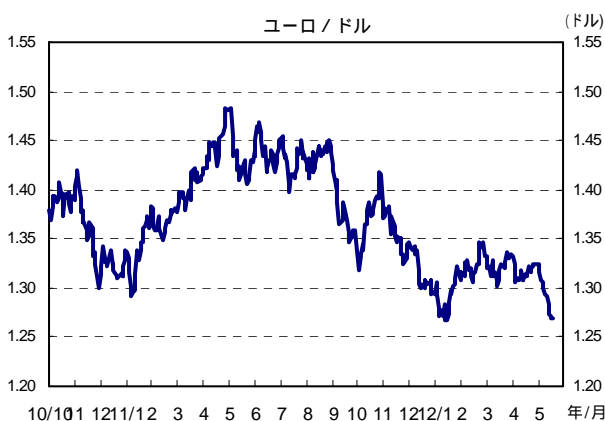
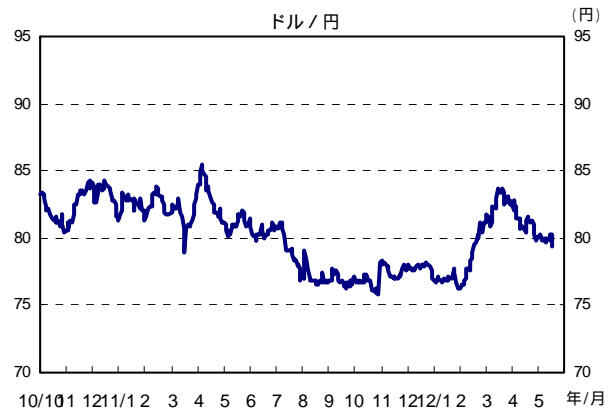
米国経済は依然として底固く、ギリシャ要因がなければ追加緩和を急ぐ状態ではないと筆者は思うが、このまま金融市場の混乱が持続すれば、6/19-20 の次回 FOMC で何らかの対応が採られる可能性が高まる。来週については経済指標の発表が複数予定されているが、(17 日発表のフィラデルフィア連銀サーベイの悪化ではドル円が急落したものの、)米国の経済指標は強弱混在しているため、来週の指標で次回 FOMC が決定的になることはなく、ドル相場も方向が出づらい。

日本の 1-3 月期 GDP は上振れ、個人消費の堅調さと復興需要の存在が確認されたが、復興需要の剥落や電力不足の影響から先行きには不安が残る。円相場も日本株相場も日本のファンダメンタルズには元より

無反応で、GDP 発表も材料とはならなかった。来週は日銀の政策決定会合がある。前回の追加緩和策は本来ならば、金融市場に対して相応の効果をもたらすはず、だった。だが、このギリシャ情勢に対抗しきれぬものではない。日銀は金融情勢に対する警戒感を強めつつも、新たな策を“発表”するのではなく、追加策を“実行”することに専念するのではないか。

金融市場には今後のギリシャの展開を静観するほどの落ち着きはなく、好材料も乏しい。リスクオフは来週も基調として残るだろう。株式相場などリスク資産の下落は終わらず、米独日の債券相場は一段の上昇（金利低下。米 10 年債利回りは 1.7% 割れ、独は 1.4% 割れ、日本は 0.8% 割れ、がそれぞれ視野に入る）、が予想される。

為替相場はギリシャのユーロ離脱リスクだけではユーロ売りを続け難い。再選挙まで 1 ヶ月あること、また何とかデフォルトやユーロ離脱が避けられるとの（希望的）観測によって、ユーロは戻りを試すだろう。ただ、再選挙の結果が出るまではユーロを買い進めることも出来ず、株式相場に比べると為替相場の下落幅は小さくなるものの、ユーロは軟調・円高リスクを抱えて来週も推移すると予想する。リスクオフの勢いが止まらず、ユーロ円が 2 月初以来の 100 円割れとなるリスクもある。



(データ出所 : Reuters)

トピックス 「ギリシャの行方」

チーフエコノミスト 山下えつ子

ギリシャ政局は大統領による調停も成功せず、6/17に再選挙を実施することが決定した。5/6の総選挙から再選挙実施が決定するまで1週間以上かかり、この間、ギリシャのユーロ離脱を巡る思惑が膨れ上がった。今後1ヶ月間も再選挙に向けて不透明感が続く。

<6/17再選挙はどうなるか>

5/6の総選挙の結果は連立与党（ND + PASOK）が過半数を獲得できず（149議席/300議席）、緊縮財政反対派の急進左派連合（SYRIZA）が議席を伸ばして第2党に躍進した。今後はギリシャ国民の世論調査などをもとに各政党の得票数を予測することになる。5/6総選挙直後の世論調査では第2党となったSYRIZAが更に支持率を伸ばして第1位となったが、直近の世論調査（5/17）では新民主主義党（ND）が第1位を奪取した。

だが、支持率をベースに計算すると、順位の入替えはあっても、初戦と同様に、1党での過半数獲得はなく、再び連立交渉を第1党から順次行うことになりそうだ。初戦後の交渉経緯から考えると、再選挙の結果、ND + PASOK（+ ） = 緊縮財政継続派で過半数、SYRIZA + その他左派 = 緊縮財政反対派で過半数、のいずれかで連立政権が成立しなければ、再々選挙となるだろう。

<再選挙に向けて始まった選挙キャンペーン>

各党の選挙キャンペーンやスタンスの変化にも注目したい。5/6の総選挙の争点は緊縮財政を継続するか否かであった。ギリシャ国民は緊縮財政に耐えられなくなりつつあり、結果として緊縮財政反対派のSYRIZAが票を伸ばした。再選挙も争点は緊縮財政の継続を巡る攻防で不変だが、NDなど緊縮財政継続派の選挙キャンペーンでは、争点が「ユーロ残留か離脱か」にすり替えられるだろう。パパデモス前首相は5/17の離任の挨拶で「緊縮財政反対派の主張はユーロ圏およびEUからの離脱につながり、破滅的だ」と指摘して去った。

5/13の世論調査ではギリシャ国民の約80%がユーロ残留を希望している。国民の立ち位置は「緊縮財政は嫌だがユーロ離脱はもっと嫌だ」。SYRIZAの政策を支持するとユーロ離脱を余儀なくされるのであれば、SYRIZAへ支持を躊躇う。これが5/17の世論調査でNDが第1位を回復した背景である。SYRIZAも実はユーロ離脱など主張していないが、「緊縮財政の合意を破棄してもユーロ残留できる」と保証できなければ、得票は困難。SYRIZAが過激なスタンスを緩和する可能性もある。各党がどのようにキャンペーンを行い、国民がどう受け止めるのか。金融市場も一喜一憂しそうである。

<貸し手側のスタンス>

他方、ギリシャのデフォルトやユーロ離脱について重要なカギを握るのがギリシャへ金融支援を行っている貸し手側のトロイカ（EU、IMF、ECB）のスタンスである。5/6の総選挙後、連立政権が成立せず、欧州各国からはギリシャのユーロ離脱を容認する発言が相次いだ。緊縮財政を継続させるための脅しのような意味では有効だが、金融市場には悪材料だった。

この貸し手サイドの発言は早くも変化を見せた。5/15にはユーロ圏財務相会合後にユンケル議長が「ギリシャは支援プログラムを遵守する必要があるが、環境に劇的な変化があれば、我々は期間延長の議論の道を開きささないだろう」と発言。これに続き、5/16に独仏首脳会談（独メルケル首相と仏オランド新大統領）開催時のコメントは「独仏はギリシャがユーロ圏にとどまることを希望する」「ギリシャを支援す

るすべての可能な措置を検討すべきだ」。ECB ドラギ総裁も 5/16 に「ECB が原理原則を曲げてまでギリシャのユーロ離脱を止める意思はないが、ギリシャの残留を強く望む」。IMF ラガルド専務理事も 5/15 に「ユーロ圏からの“秩序だった離脱”の可能性も視野に入れるべき」としつつも「政治危機が解決されれば、計画について見直しの余地はある」とした。

財政緊縮の基本路線を遵守するのであれば条件詳細の交渉には応じる、というのがトロイカからの重要なメッセージである。ただし、6/17 の再選挙の結果が出るまでは、これ以上の譲歩や詳細提示はトロイカからは出て来ないだろう。トロイカは最悪事態に備えつつ、選挙結果を待つばかりである。

<コンテージョン・リスク>

ギリシャのユーロ離脱のコストは計り知れない。ギリシャにとってはドラクマ復活による通貨切り下げの一時的メリットよりも EU の決済システムへのアクセス停止などのコストの方が遥かに大きなものになると考えられる。ただ、それがギリシャ国内の混乱にとどまるならば、最早、ユーロ圏・EU はギリシャの離脱を止めはしないだろう。

トロイカから支援の条件見直し交渉に応じるとのメッセージが出されているのは、現時点でギリシャがユーロから離脱すると“秩序だった”離脱にはならないからだ。今年 3 月にギリシャは民間債権者との 75% の債務減免を実施した (PSI)。混乱は生じず、“秩序だった”一部デフォルトが完了した。デフォルトやユーロ離脱が“秩序だった”ものかどうかは、国際金融市場の動揺が生じないかどうか、また他国へのコンテージョン (伝染) が生じないかどうか、という判断である。

ギリシャの債務減免の際には、昨年 7 月の発表から年末まで国際金融市場は大きく動揺したが、結局、ECB による LTRO の実施と EFSF 拡大によるセーフティネット拡充を金融市場は好感し、コンテージョンも発生しなかった。ユーロ離脱も周囲の判断は同じだろう。影響をギリシャ一國に隔離できるか否か (= 秩序だった離脱かどうか) がポイントなのである。

5/6 のギリシャ総選挙後、スペインなどユーロ圏周辺国の国債利回りの上昇・対独スプレッドの拡大が目立った。LTRO やセーフティネット拡充は、それなかりせば、に比べればコンテージョン・リスクを小さくすることは可能だ。だが、コンテージョンを完璧に防ぐ方法はないかもしれない。金融市場はセンチメントが主導することが多いからである。周辺国に問題が皆無であれば可能だろうが、スペインには銀行セクターの不良債権問題があり、注目を集めやすい。ギリシャのユーロ離脱が“秩序だった”ものになる可能性は現時点では小さく、コンテージョン・リスクは無視できないほど大きい。

<成り行きを楽観できるのか>

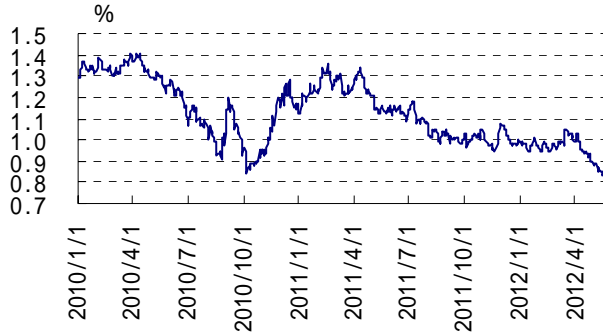
再選挙の結果、「緊縮財政継続派の政権成立 デフォルト・ユーロ離脱は回避」あるいは「緊縮財政反対派の政権成立 SYRIZA が主張を緩めて条件交渉 何とかデフォルト・ユーロ離脱を回避」が楽観シナリオ (希望的観測)。

だが、「緊縮財政反対派の政権成立」「SYRIZA は強硬路線を曲げず、トロイカとの交渉余地なし (あるいは交渉決裂)」「トロイカからの支払いの全部あるいは一部の停止」「国内経済疲弊、ギリシャ銀行システム破綻」…「ユーロ離脱?」。このリスクシナリオが示現したら、ユーロ離脱の有無の前に、コンテージョンを含む金融市場の動揺が発生することになるだろう。では、これを回避するためにギリシャが合理的な動きを見せるだろうか。残念ながら、結果は恐らくギリシャ人にも分からないだろう。

(以上)

各種相場の動き

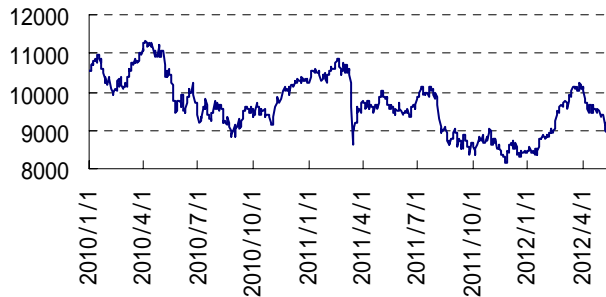
< 債券 (日本国債・10年債利回り) >



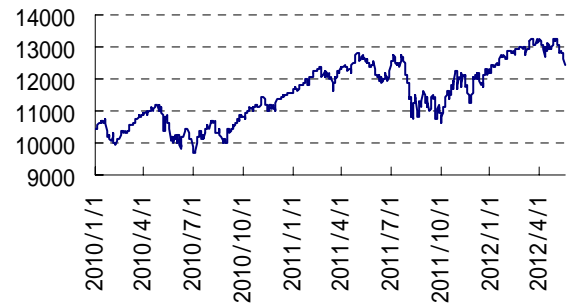
< 債券 (米国債・10年債利回り) >



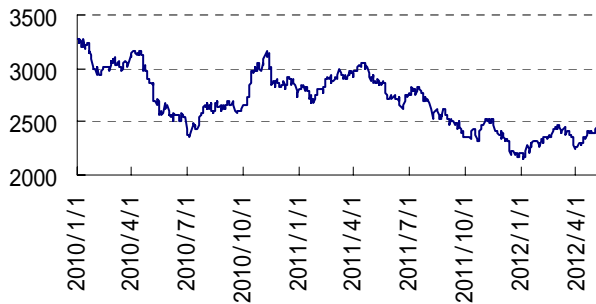
< 株 (日経平均株価) >



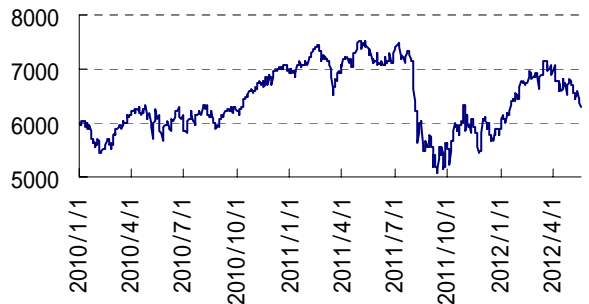
< 株 (米ダウ) >



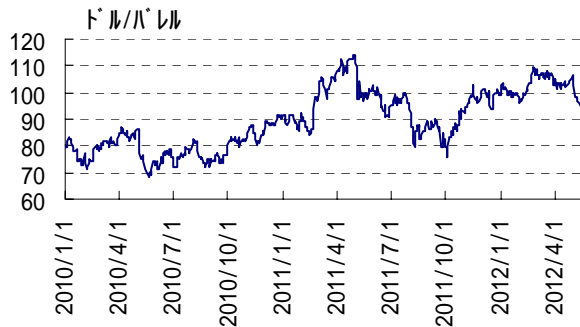
< 株 (上海総合指数) >



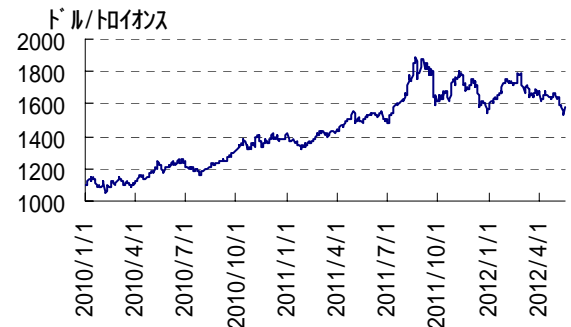
< 株 (ドイツ DAX 指数) >



< 原油 (WTI 先物 (期近物)) >



< 金 (NY 先物 (期近物)) >



ファンダメンタルズ・こう見る

日 本 (担当：関)

	今 週	来 週	3 カ月後
景 況 感			
短期金利			
長期金利			

16日に発表された3月機械受注では、民需(除く船舶・電力)は前月比 2.8%。1-3月は前期比+0.9%、4-6月内閣府見通しは同+2.3%と増勢が拡大する。外需は前月比 14.4%と2ヶ月連続の減少。1-3月は前期比+6.6%で4-6月内閣府見通しは同 9.7%と減少に転じる。17日発表の1-3月期実質 GDP は前期比+1.0%と概ね市場予想(同+0.9%)通り。エコカー補助金、復興需要が効き始めている。

来週は、22-23日に金融政策決定会合の開催、23日に4月貿易統計、25日に4月全国CPIの発表が予定されている。

米 国 (担当：山下)

	今 週	来 週	3 カ月後
景 況 感			
短期金利			
長期金利			

今週は発表された主要経済指標では、小売売上高は予想比弱めとなったが鉱工業生産や住宅着工件数は上振れるなど、依然として強弱混在している。公表されたFOMC議事録(4/24・25開催分)では、ダウサイドリスクが強まれば追加緩和策が必要となるとの見解を複数の委員が示したことがマーケットではクローズアップされたものの、6月のFOMCで追加緩和を実施するか否かは不透明である。

来週は22日に中古住宅販売件数、23日に新築住宅販売件数、24日に耐久財受注が発表される。

ユーロ圏 (担当：梅田)

	今 週	来 週	3 カ月後
景 況 感			
短期金利			
長期金利			

15日に発表された第1Qユーロ圏GDP(速報)は前期比0.0%と市場予想(0.2%)対比上振れ。国別で見ると、ドイツが前期比+0.5%と市場予想(+0.1%)対比大幅に上振れたことが、ユーロ圏全体を下支えした恰好。また16日発表の4月ユーロ圏HICP(確報)は前年比+2.6%と速報から変わらず。一方、ギリシャでは連立協議が決裂し、6月17日に再選挙を実施することが決定した。

来週は23日にEU首脳会議が開催され、24日に5月ドイツIfo景況指数、5月製造業・サービス業PMI(速報)が発表される。

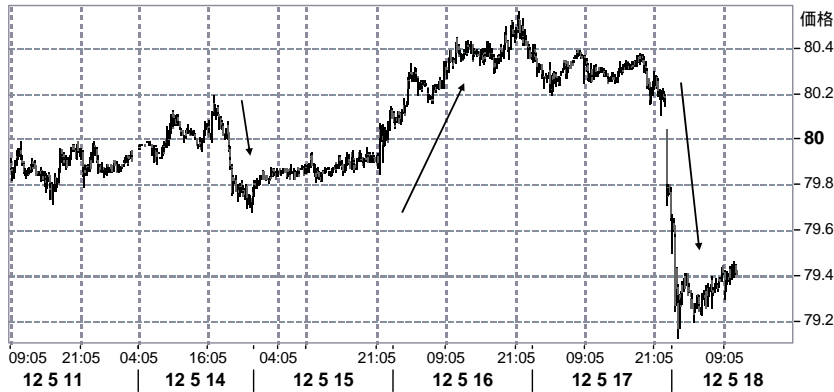
ディーラーに聞きました (来週のドル円相場の方向性～ブルベア)

月	4 月					5 月	
	2日～	9日～	16日～	23日～	30日～	14日～	21日～
予想	+ 4	+ 4	+ 3	+ 1	- 1	- 2	- 3
実績	中立	ベア	中立	中立	中立	中立	

見方 当行の為替ディーラー(マーケット、カスタマー)8名を対象に、来週の相場予想を聴取。今週の東京市場正午から、ドルブル(終値から1円以上のドル高)、中立(終値から上下1円内)、ドルベア(終値から1円のドル安)の三択で、結果を(ドルブル人数 - ドルベア人数)で表記。+ (プラス)は円安ドル高、(マイナス)は円高ドル安を示す。

今週のプライスアクション

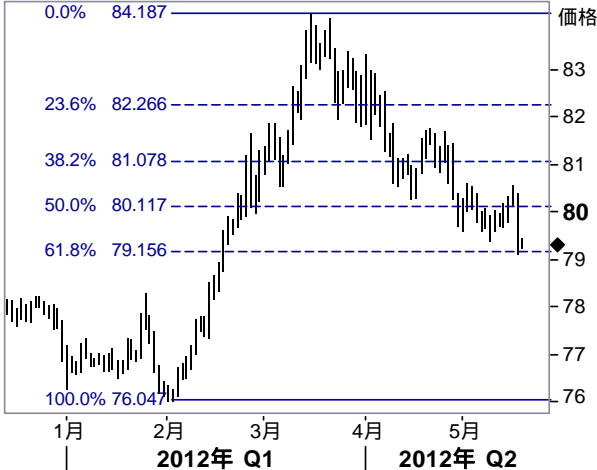
(出所: Reuters)



スペイン国債の入札不調やギリシャ組閣協議難航を受け、円上昇。
ギリシャ組閣失敗でドル高。
5月米フィラデルフィア連銀サーベイが市場予想対比下振れたことでドル安。

来週のチャート分析

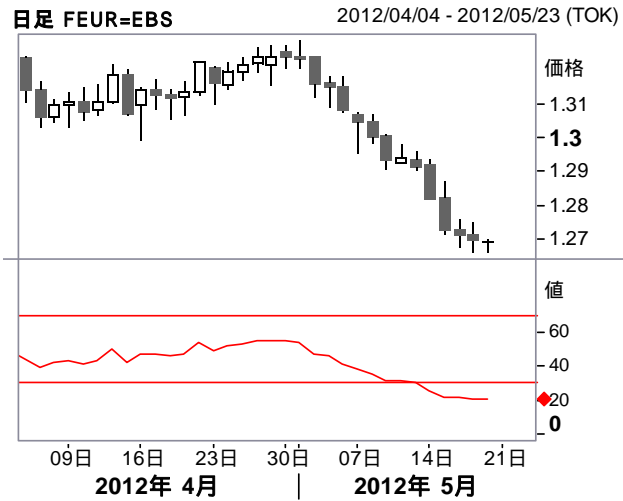
日足 FJPY=EBS 2011/12/14 - 2012/05/28 (TOK)



<ドル円、日足>

- ・2/2 安値(76.05 円)から 3/15 高値(84.18 円)への上昇の 50.0%戻しである 80.11 円を下抜け。
- ・61.8%戻しの 79.16 円を明確に下抜けるかが注目される。

日足 FEUR=EBS 2012/04/04 - 2012/05/23 (TOK)



<ユーロドル、日足、RSI>

- ・5/18のRSIは20.65と、売られすぎのポイント(30)を下回っている。

来週的主要材料

5 / 1 8 (金)	(その他) G8 首脳会議 (~ 19日、米国)
5 / 2 1 (月)	(日) 3月全産業活動指数
5 / 2 2 (火)	(日) 金融政策決定会合 (~ 23日) (米) 4月中古住宅販売件数
5 / 2 3 (水)	(日) 4月貿易統計、白川日銀総裁定例記者会見 (米) 4月新築住宅販売件数 (欧) EU 首脳会議
5 / 2 4 (木)	(米) 4月耐久財受注 (欧) 5月独 Ifo 景況指数、5月ユーロ圏製造業・サービス業 PMI (速報)、ドラギ ECB 総裁講演
5 / 2 5 (金)	(日) 4月全国 CPI (米) 債券市場短縮取引

(本ページの担当: 大野)

(注) FAX 配信の停止を希望される場合は、下記までご連絡頂きますようお願い申し上げます。
グローバルアドバイザー部 電話 03-4333-4255 FAX 03-4333-9845 担当: 紺野