

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1886号 2007年08月13日(月)

《 Central bankers try to stop market meltdown 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 今週の市場は、地雷（損とその発覚、それに伴う市場混乱）がどこに埋まっているか分からず、またその地雷がいつ爆発するか分からない状況では、疑心暗鬼のセンチメントと相場の荒っぽい値動きを続けるだろう。中央銀行が開始した短期金融市場への流動性付与は、問題の根幹にピンポイントで処方を実施するという抜本療法ではなく、少なくとも血流を保って身体の機能を維持するオペレーションであって、体内では今後も時に激痛（ファンド凍結など）が走り、市場に痙攣が起きることは十分予想される
2. しかしそれが対症療法であろうとも、対処がなされているということは重要であり、ラスト・リゾート（中央銀行）の登場を見た市場は、少なくとも「流動性危機発生の恐れ」からは開放されるだろう。先週後半2日に行った大規模なオペレーションは今週も続くだろう。市場の不測の事態発生を未然に防ごうとするはずだ。そういう意味では、市場の関心は「まだどこかに地雷が埋まっているのではないか」から、徐々に「各市場の相場レベルをどう考えるか」に移るだろう
3. 上がったたり下がったりの大騒ぎの後なので意外に思うかも知れないが、各地株式市場の先週末の相場レベルを見ると、7月の後半の高値更新時点からの調整幅は欧州主要市場で最大限10%前後、アメリカ市場は5%強にとどまっている。7月19日に14000ドルをつけたニューヨーク・ダウは一度として13000ドルを割っていない。先週末の引値は13200ドル台。東京の先週末引値は、直近の高値18200円台に比べて8%の調整でしかない
4. これは激しく下げる日もあるが、激しく上げる日もあるという状況が繰り返しているからだ。ネットでの動きはそれほど大きくない。これは株価で顕著だが、円のレベルでも言える。このことは、強気と弱気が両方とも強い、それが波のように入れ替わっているということだ。株式市場での強気の根拠は「途上国を含めて、世界経済はしっかりしている。企業業績も良い」というものであり、弱気の根拠は「投資や運用の世界での地雷の存在と爆発の危険性、爆発に伴う

衝撃波」である。円の為替で言うならば、円売りに強気になる根拠は大きな金利差であり、円高へのモメンタムは「キャリー・トレード解消への思惑」である

- 5 . どちらが基調的な、長続きする動きなのかは明確である。サブプライムの問題で世界経済全体がガタガタすることはないし、波及しないように中央銀行も動き出している。激しい値動きの割には相場を冷静に見たときの「調整幅」が小さいことは、今後の株式市場の下げ余地の存在を示唆しているのかも知れないし、株本位制の今の為替市場ではもうちょっと円高があるかもしれない。しかし、少し長い目で見れば株価と円相場に関しては、長期トレンドはかなりはつきりしていると思える

まず事実を確認しておく、先週ラスト・リゾートとしての存在感を示したのは以下の7中央銀行です。

アメリカ（連邦準備制度理事会）	木曜日に240億ドル、金曜日に380億ドル
欧州（ECB）	木曜日に1300億ドル、金曜日に836億ドル
カナダ（中央銀行）	金曜日に15億5000万ドル
日本（日銀）	金曜日に1兆円
スイス（国立銀行）	金曜日に17～25億ドル
オーストラリア（準備銀行）	金曜日に42億ドル
シンガポール（通貨庁）	金曜日に約10億ドル

合計金額は円貨で35兆円程度と見られる。短期金融市場の規模から見れば小さい。しかし中央銀行の資金注入の仕方を見ていると、「徹底的に」というのが当たっているように思う。例えば、金曜日のニューヨーク連銀（FRBを代行して金融市場操作を実施）の動きを見ると、朝に短期金利が操作目標の5.25%を上回っているのを見て190億ドル、一端下がった短期金利がその後また上がってきたのを見て今度は160億ドル、そしてまたFF金利の動きを見て最後に30億ドルを注入した。その結果、金曜日の引け段階の米FF金利は5.25%を大きく下回った。アメリカのテレビは「3回も」と強調していた。

その他の中央銀行の動きを全部把握しているわけではないが、少なくともECBの市場への資金注入はFRBよりよほど大規模で、徹底していた。これは先週の危機が欧州発だったことを意味している。具体的にはフランスのBNPパリバが、傘下の3ファンドを凍結し、応募、償還の一時的な停止を決定したことを指す。ヨーロッパの株価の下げがアメリカより遙かに歯止めがなく、下げ幅が大きいのはこの間の事情を物語っている。

《 dislocations in money and credit markets 》

アメリカのサブプライム問題がどうしてBNPパリバの3本のファンドに飛び火したのか

については、この週末の新聞に嫌と言うほど書いてあったから繰り返さない。要するに証券化、それもオプションや各種証券を組み込んだ複合的証券（リスクを孕みながらも相対的に高金利である）の登場と、それを買う投資資金のグローバル化である。しかし欧州での地雷爆発は、米英に比べてリスク慣れしていない欧大陸の銀行や個人投資家が抱える問題があると思われる。

債務者の返済能力が低いサブプライムローンの証券化債券を組み込んだ住宅ローン担保証券（RMBS）市場は、今相場が立たない状況だという。つまり、売りたいくても売れないし、評価しようにも評価できないということである。売りたいときに売れないポジションなど投資ではないと思うが、それが「投資」として一般投資家に売られたことで、問題が拡散している。問題の完全解消にはアメリカのサブプライムローン市場の延滞率が下がり、それを担保化した証券の市場（と相場）が戻ることだ。しかしそれはまた、住宅価格を無理矢理下支えするか、さもなければ上げると言うことだ。それはかなり難しい。ということは、先週末まで見られた市場の不安感、混乱した状態は恐らく今週も続くだろう。

なぜなら、一番売りたいものが売れない、損の規模が分からないというのは、投資家にとっては一番つらいことである。彼等に出来ることと言えば、「（売られてしまう前に）今売れる物売る」ということである。危機の時にも売れるものと言えば、株式市場では優良銘柄である。そこにダウとか日経とか、FT とかの指数（と構成銘柄）が下がる理由がある。

ここでの売りは、企業の業績とは関係ない。マイナーな商品の危機が、メジャーな指数の下げに繋がるリンクはここにある。業績と株価が大きく乖離する瞬間だが、その背景にあるのは投資家の「損失回避」である。それが続いている間は、市場は限りなく神経質になる。

しかしこうした市場状況の時には、中央銀行の登場は一つの安心材料だ。先週金曜日にFRB は以下のような声明を出した。

Release Date: August 10, 2007

For immediate release

The Federal Reserve is providing liquidity to facilitate the orderly functioning of financial markets.

The Federal Reserve will provide reserves as necessary through open market operations to promote trading in the federal funds market at rates close to the Federal Open Market Committee's target rate of 5-1/4 percent. In current circumstances, depository institutions may experience unusual funding needs because of dislocations in money and credit markets . As always, the discount window is available as a source of funding.

の文章は、危機に際して FRB が出す声明の代表的なものだ。ブラックマンデーの時も、9.11の時もそうだった。言ってみれば市場参加者に安心感を与えるための流動性付与宣言。理由は「dislocations in money and credit markets」(金融・信用市場の混乱・断層)によって預金機関が直面している尋常でない資金調達ニーズへの対処。

一旦市場の不安定が始まると、市場の内部ではなかなか収まりがつかなくなる。私の今までの金融市場での経験でも明らかです。市場参加者は皆、儲かるか、損するか不安感の中にいる。不安で一杯の市場参加者は、自分が信頼していた市場そのものが動揺を始めると、全くモノサシを失ってしまう。

良いことか悪いことかは別にして、こうしたときに登場を期待されるのはラスト・リゾートとしての中央銀行です。中央銀行は損益にとらわれずに市場のモノサシ(ラスト・リゾート)としてアクトできる。FRB が示したアクトがこの「声明」であり、具体的に FRB はニューヨーク市場で二日間に渡ってかなり大規模な資金供給を行っている。今週もこうした状況は続くでしょう。

しかし繰り返すが、中央銀行が行っている短期金融市場への流動性の付与は、問題の根幹にピンポイントで処方方を施すという抜本療法ではなく、血流を保ち、周囲から痛みを和らげるオペレーションであって、体内では今後も時に激痛(ファンド凍結など)が走り、市場に痙攣が起きることは十分予想される。ただし、それが繰り返されると、市場は材料としてのそれに徐々に慣れるものである。

《 markets are trying to find out long-term trends 》

為替市場は、ほとんど「ニューヨーク株価本位制」とも言える展開だった。ニューヨークの株価が下がれば円高になり、ニューヨークの株価が大きく反発すると円安の勢いが戻ったという展開。今のところ対ドルでの円高の限界は117円の前半にあって、116円台を見たことはない。上値のメドは120円。ドル・円はこの範囲で動いている。

円クロス相場の動きの方がもっと激しい。ユーロ・円は金曜日のニューヨーク市場で一時159円台を記録した。確か159円98銭だった。最近にない円高・ユーロ安相場だ。しかし直ぐに162円に戻った。

既に指摘したように株式市場の強気は「途上国を含めて、世界経済はしっかりしているし、企業業績は良い」で、弱気は「投資や運用の世界の地雷爆発と、それに伴う衝撃波」だが、円為替レートにおける繰り返しの円売りの根拠は「大きな金利差」であり、円高へのモメンタムは「リスク許容度の低下によるキャリー・トレード解消への思惑」。この綱引きはしばらく続くでしょう。

しかし、「キャリー・トレード解消への思惑」というのは、まだ依然として大規模な「円売りポジションが残っている」「ポジションを持っているかなりの人が不安になる」と言う前提での話である。筆者はこの円相場の大きな上下の中で、振り落とされるポジションは

かなり多かったと思っている。そういう意味では、為替市場でも「そもそも今の相場水準をどう考えるか」という視点が徐々に重要になってくるだろう。

筆者は、為替に関しては円相場が上昇を続ける理由は「株式市場の混乱」「risk-averse」以外にはそれほどないと思う。また「risk-averse」といっても、すべての投資家が一斉にすべての投資を引き上げるわけではない。円高レベルでは新たなキャリー・トレードをしようと待ちかまえている投資家も多いに違いない。何と云っても、円と他の通貨の間にある金利差は大きい。そしてその積み上がりは投資家にとって無視できない魅力である。円安の進行具合は遅くなるだろうが、市場の少し長いトレンドはその方向にあると考える。

株については、先に触れた調整幅の問題がある。大騒ぎの後なので意外に思うかも知れないが、各地株式市場の先週末の相場レベルを見ると、7月の後半の高値更新時点からの調整幅は欧州主要市場で最大限10%前後、アメリカ市場は5%強。7月19日の引けで14000ドルをつけたニューヨーク・ダウは一度として13000ドルを割っていない。先週のニューヨーク・ダウの引値1万3239ドル54セントは、14000ドルの高値から見れば5%強の下げにしか過ぎない。また東京の先週末引値は、直近の高値18200円台に比べて8%の調整でしかない。

激しい値動きの割には相場を冷静に見たときのこの「調整幅」の小ささは、今後の株式市場の下げ余地の存在を示唆しているのかも知れない。地雷が時間を置きながらも散発的に爆発すれば、世界中の投資家の投資意欲が減退する可能性がある。しかし一方で「割安な株」の出現を待っている投資資金も多いと予想される。

出方が難しくなったのは、大方のエコノミストから「8月には利上げをする」と見られていた日銀である。先週と同じように今週以降も短期金融市場への資金供給を日銀が続けざるを得ないような状況になるとすると、利上げはほとんど不可能となる。流動性を付与しながら一方で金融市場の金融引締めを意味する利上げは、論理的矛盾だからだ。

恐らくかねてから利上げのチャンスを狙っていた日銀は、事態が早期に収まることを切望しているに違いない。しかし今月まであと10日くらいと迫った日銀の次の政策決定会合までに、世界の市場が落ち着きを取り戻していると考えするには多少無理がある。そういう意味では、今月の日銀の利上げは見送りになると考えるのが自然である。

《 moral hazard 》

少し先の話になるが、「中央銀行が市場を救う」という構図の中でいつも問題になるのは、モラル・ハザードだ。本来は覚悟してリスクを取ったのだから、その結果（損失）を甘んじて受けねばならない投資家まで、中央銀行の市場救済措置の中で救われてしまう。本来、サブプライムローン証券化した債券を買っていたファンド、そのファンドに資金を供給した投資家は、「こうした証券はリスクが高い」と認識していなくてはならない。リスクは高

いが利回りが良い、と判断して買っていた。だから、それが米サブプライム市場の回収率悪化で値下がりしたら、本当は甘んじてその投資ポジション悪化と損失を受け入れなければいけないのである。

しかし複数のファンドが行き詰まり、苦し紛れに持っているアセット（株や債券）を売ると、市場（株、債券、商品、為替）全体が下がる。下がるとあちこちの市場で火傷をする投資家が増える。彼らがまた火傷を軽度ですませようとアセットを売ると、もっとアセットが下がる。売りが売りを呼ぶ状況です。こうなると資金の出し手がいなくなり、ファンドの危機が市場全体の危機になる。市場とは一般国民が年金を預けていたり、企業が資金調達をしたり、金融機関が資金の貸し借りをする場でもあるわけです。

（市場の混乱が）国民経済への打撃になりかねないという不安が高まると、中央銀行が登場せざるを得ない。今週のヨーロッパ、アメリカ、カナダ、そして日本など中央銀行の市場への登場はそういう意味ではやむを得ない。資金への潤沢な流動性供給の具体的な効果は、例えば先週末のニューヨーク市場に見ることが出来る。朝方大幅安で200ドル以上下げ、ダウで13000ドルを割るかに見えていた市場はその後資金供給を見て見る間に回復して、一時は20ドル強のプラスになった。引けは30ドルちょっとの小幅安。

市場に潤沢に流動性が付与されれば、投資家はむやみには自分のポジションを投げなくなるし、一部の投資家は「流動性増大 アセット価格の上昇」を見越して買うから、市場は収まる。潤沢な流動性は、為替市場でもポジションを取るのを容易にする。しかし、その流動性はまた「相場の行き過ぎ」を将来において招来するかもしれない。

今週の主な予定は以下の通りです。

8月13日（月）	4～6月期GDP（速報） 米7月小売売上高 米6月企業在庫
8月14日（火）	6月第3次産業活動指数 ユーロ圏4～6月期GDP 米6月貿易収支 米7月生産者物価
8月15日（水）	米MBA住宅ローン申請指数 米7月消費者物価 米8月NY連銀製造業景気指数 米7月鉱工業生産・設備稼働率 米8月NAHB住宅市場指数
8月16日（木）	7月首都圏新規マンション販売 米7月住宅着工件数 米7月建設許可件数

8月17日(金)

米8月フィラデルフィア連銀指数
7月北米半導体製造装置BBレシオ
6月景気動向指数(改定値)
7月日本製半導体製造装置BBレシオ
米8月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報)

《 have a nice week 》

暑い週末でした。二日ともなるべく家から出ないようにしましたが、それでも用事があって出ると、本当に暑かった。まだまだ続きそうです。皆様も体調にお気をつけ下さい。

これは東京新聞に毎週掲載しているコラムにも少し書いたのですが、夏休みについて今の私の素直な印象と言えば、なんととっても「子供が多い」でしょうか。毎週大阪へは火曜日の昼に行き、東京には水曜日に帰ってくるのですが、いつもの新幹線はほとんどビジネスマンの行列なのです。さすがにネクタイ姿は少なくなっているのですが、それでも上下とワイシャツを着ている人が多い。そしてしばしば大部分の人がずっと寝ている。私もそのケースが多い。これが決まり切った、ウィークデーの新幹線車内の風景なのです。実に静かな空間です。

しかし夏休みに入ってから2週間ほどはすっかり様子が変わっている。時に赤ちゃんの泣き声が響く。そして子供が狭い通路を走り回る。寝ている人の数は少なく、なにかと会話が聞こえる。特に新型車両のN700系では目を輝かせた子供達が多い。「夏休みだな」と思い、「日本にもこんなに子供がいたんだ」と感心するのです。自分の子は大きくなってしまったから、普段いかに小さい子供と接していないかを痛感する一瞬です。

以前だったら「子供はうるさい」と感じたものです。しかし最近思うのですが、「もっと泣いていいよ、もっと通路を走っていいよ」と妙に子供に対して優しい気持ちになっている自分を発見して驚く。今は年間100万ちょっとしか生まれない日本の赤ちゃん。知らないうちに、希少なものを大事に思っているかもしれない。皆さんはどうですか。

夏休み特有の風景は、街のあちこちでも見られる。子供を連れた夫婦連れ、スタンプを押して歩く子供達。街や駅、そして新幹線車内は赤、黄、青や白の鮮やかな色が多い。いつものサラリーマン中心の“黒塗り”より、よほどバランスが取れている。子供がいる風景は、今は稀少だと思ったりしています。

それでは、皆さんには良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたもの

ではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》