

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1888号 2007年08月27日(月)

## 《 The market has calmed 》

先週一週間に進んだのは、「問題の局所化現象」と、それと対極にある「マーケット全体での落ち着き」増大と「ある程度の先行き楽観論の台頭」でした。

「マーケット全体での落ち着き」と「ある程度の楽観論」は、ニューヨークを初めとする世界の株式市場における株価の上昇、米財務省証券(TB)市場における特に3ヶ月物利回りの大幅低下後の持続的上昇、それに悪しきニュースに対する市場の耐性の増大などに見られる。

ニューヨークのTB3カ月物利回りは、先週末に前日比0.31%高い(価格は安い)4.14~4.16%に上昇して取引を終えた。同金利は先週週初の段階では一時2.45%まで低下した。マーケットの各セグメントから「flight to quality」的に大量の資金が流れ込んだため、TB金利の動きを見る限り、それが再び投資場所を見つける形で出て行って金利が上昇したということは、金融市場の不安感が相当収まったことを示している。

世界の株価の動きを見ると、ムーブメントも大分落ち着いたものになってきた。例えば先週金曜日ニューヨークの株価の動きを見ると、前日引値程度で始まった後は一貫して上値を追う展開。その前の市場が、上がったか、一気に下げに転じたりの激しい動きの中での「結果としての引値」だったが、先週金曜日の動きは「市場には安心感とある程度の先行き確信」を感じさせられる展開だった。こうした市場の落ち着きは、東京を含む世界各地の市場でも見られた。

しかし、問題そのものがなくなったわけではない。例えばこの週末のニュースにはサブプライムの余波が依然としてくすぶり、「ここに問題あり」とその存在を主張しているように見える。ウォール・ストリート・ジャーナル・ネット版の日曜夜の一面トップは、またしてもドイツの銀行の身売り話。

「Sachsen LB, the second German bank to become embroiled in the credit-liquidity crunch, voted to sell itself to another German bank amid a souring investment in a London hedge fund also hurt by the fallout.」

上記の文章は、ドイツの銀行ザクセンがロンドンのヘッジファンドへの投資で行き詰まり、身売りを決めたと報じている。これに関して今朝のニュースでは、ランデスバンク・バーデンがザクセン買収に合意した、と報じられている。また先週金曜日のフィナンシャル・タイムズの一面は、中国銀行、中国商工銀行の二つが、サブプライム関連金融商品への投資と損失の発生を認めた、と報じていた。ともに「業績への影響は軽微」としている。

恐らく今後も、こうした問題は金融市場で繰り返し起こってくるだろう。ヘッジファンドの決算はそれぞれ違うので時期はずれる可能性があるが、9月末まではがたがたする可能性が高い。つまり、ヘッジファンドの行き詰まり、解散などの地震は起こると言うことだ。何せ、アメリカの住宅市場が冷えてきているという一番の震源地の抱える問題が解消していない。今朝のウォール・ストリート・ジャーナル・ネット版の最初の記事は、「Recent market turmoil has hurt many hedge funds in Asia」だ。その通りだろう。

しかし、8月中旬に起きたように、その地震が強い震度をもって金融市場全体、ひいては世界経済全体に大きな影響を及ぼす状況は徐々になくなりつつある。日曜日の日経新聞経済面の見出しは、「サブプライム問題 市場沈静化」に続いて、「金融・住宅関連、戻り鈍く」「業種選別の動き 二極化の様相も」と続く。つまり、地震の震度を感じられるのは「金融・住宅関連に限定されてきた」という趣旨である。

### 《 What the Fed will do next ? 》

このまま「局所化」が進展するのかどうかは、今後起きる地震のマグニチュード、それを伝える地盤の磐石さによるので、必ずしも分からない。しかし、市場には大分耐性が着いてきた印象がする。

一つには、官民あげて次から次と「市場安定化」措置が打ち出され、措置が揃ってきたことと、時間の経過と徐々に事態の明確化が進んだため。「事態の明確化」とは、行き詰まるところは行き詰まりが公表され、損失が出たところは損失を発表し、破綻する会社は破綻し、人員整理するところはそれを済ませ....といったことを指す。

1. 8月17日の公定歩合引き下げ、それを受けた先週のシティ、バンカメ、JP モーガン、Wachovia の米銀大手4行による各5億ドルの連銀の窓口で借り入れ実施発表。これによって、公定歩合引き下げが「実効化」された
2. 欧州中央銀行（ECB）も資金供給の長期化に進んだ。先週22日、期間を3カ月と長く設定した400億ユーロ（約6兆2000億円）規模の資金を短期金融市場に供給すると発表。今月9日以降に実施してきた緊急資金供給を長めの資金に切り替えた
3. 米銀大手バンカメが米住宅ローン大手カントリーワイドに転換社債発行の形で20億ドルを注入した。一方、リーマン・ブラザーズは住宅ローン子会社を解散するなど、ある意味では業界全体の「処理作業進展」が明確化した

- 4 . 世界の金融市場不安と裏表で進んでいた円高が、例えばドル・円で見ると115円見当から大きく円高に動く気配はなく、一方円は対ドル以外でも徐々に安値追いの兆候を見せている
- 5 . 最初に指摘したとおり、世界の金融市場における不安感の投影のような米TB金利の低下が一巡し、先週末には4%台とかなり水準を戻してきて、市場の不安感がかなり収まってきた兆候が伺える

など。一方で、「なぜこうした事態になったのか」の追求も始まっている。欧州連合(EU)加盟国の証券規制当局で構成する証券規制委員会(CESR)は、大手格付け機関の代表を10月初めに集め、資産担保証券(ABC)など証券化金融証券の格付けについて調査を始めると発表した。

これは当然だろう。アメリカ議会でも、同じような調査が始まるはずだ。不動産の持続的な上昇を前提とする金融商品に、そもそもどうして高い格付けが付けられたのかは、謎でさえある。こうした慣行がなくならないかぎり、今後も金融市場を揺さぶる大きな動揺が起きる可能性は大きい。

また今朝の日経金融新聞には、「米で政府保証拡充案が浮上」という記事がある。私の理解では、これは危機開始当初に米民主党が提唱していた案。米連邦住宅局(FHA)の保証制度を拡充し、サブプライム・ローンの焦げ付きに歯止めをかけることを狙う。これにはブッシュ政権も「優先順位の高い提案」と前向きな姿勢を示しているという。こうした動きも重要だ。

今週の主な予定は以下の通り。

- |          |  |
|----------|--|
| 8月27日(月) | 内閣改造・自民党役員人事<br>米7月中古住宅販売  |
| 8月28日(火) | 米8月コンファランスボード消費者信頼感指数<br>米FOMC議事録(8月7日開催分)   |
| 8月29日(水) | メルケル独首相来日(~9月1日)<br>中国国防相来日<br>米MBA住宅ローン申請指数   |
| 8月30日(木) | 7月商業販売統計<br>米4~6月実質GDP(2次速報)<br>米4~6月個人消費(2次速報)<br>米4~6月GDP価格指数(2次速報)<br>米4~6月コアPCE(2次速報)<br>米4~6月住宅価格指数 |
| 8月31日(金) | 7月労働力調査  |

7月全世帯家計調査  
8月都区部・7月全国消費者物価  
7月鉱工業生産  
7月住宅着工  
7月建設工事受注  
米7月個人所得・支出  
米7月PCEコアデフレーター  
米8月シカゴ購買部協会景気指数  
米7月製造業受注指数  
米8月ミシガン大学消費者信頼感指数(改定値)  
バーナンキ米FRB議長講演(「住宅金融などについて」)  
ミシュキン米FRB理事講演  
厚生年金保険料率引き上げ

9月1日(土)

官民あげての不安沈静化措置が次々と打ち出される中で、市場で最も関心を集めているのは、「FRBはFF金利の引き下げに踏み切るのかどうか」である。依然としてアメリカの金融市場では引き下げ期待が強く、9月18日の次回FOMC以前という意見もある。ただし筆者はそう簡単にはFF金利の誘導目標をFRBは引き下げないだろうとみている。

どちらにしても、この問題に関しては28日のFOMC議事録公表と31日のバーナンキ講演は極めて重要である。議事録は今回の一連の騒動が起きる前とはいえ、FEDのインフレ、経済に対する基本的な考え方が出てくる。サブプライム問題を当時のFRBがどう考えていたかも検証できる。

また議事録でのインフレに関する考え方は、今後のFRBの金融政策を考える上では重要だ。もっと重要なのが、金曜日のバーナンキ講演である。演題がまた「住宅金融について」と直接的だ。市場の大きな関心を集めるだろう。筆者が特にこの講演に注目するのは、今は調整局面に入っているアメリカの住宅市場の将来をバーナンキがどう考えているかである。市場の一般的な見方は以下のようなものだろう。

「Many analysts think the Fed will cut the federal-funds-rate target at its next scheduled meeting on Sept. 18, but they also think a cut any sooner than that looks very unlikely. "The discount-rate cut was a good move -- it bought them some time," says Brandon Thomas of Envestnet Asset Management. "They will have to do something at the next meeting, but I don't see them doing anything prior to the meeting." Art Hogan, of Jefferies & Co., doesn't even think the Sept. 18 cut is a definite, but thinks the market has "baked it in -- if that doesn't happen, we could be set

up for a bit of disappointment."」

先週の市場は、17日に終わった週の極端な乱高下、神経質な値動き、そして「flight to quality」と思える資金移動への反動として、株価の戻し、円安の再開などが見られた。全体的には「戻し局面」だったということだ。

今週はその「戻し」がその前の局面に対する自律的なものなのか、今後のトレンドを予兆させるものなのか、が明確になるかも知れない。市場が抱えている爆弾の多さからすると、すんなり市場が戻しを続けるとは思えない。まだ紆余曲折があるだろう。しかしその中からも、今後のトレンドを伺わせる動きが出てくるはずだ。それが今週の市場の注目だろう。

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。相変わらず暑い週末。土曜日は諏訪に行ってお袋の49日。関わりのあった人達に集まってもらって法要をしたのですが、暑かった。日陰は涼しいのですが、日中の暑さは諏訪も東京も変わらない。

日曜日は富士山の山麓にいたのですが、まだまだ秋の気配は少ない。大きなコンペを控えているゴルフ場だったので、テレビ中継の台座などが準備されていて、「中継はこうするのか」という印象。そういえば、去年もこの時期に来たような。

ところで、モンゴル関係本の当面最後の一冊として、「遊牧民から見た世界史」を読み終えました。面白かった、というのが実感です。今までの我々が習った世界史は、言ってみれば西洋から見た世界史だ....という筆者の言いたいことは痛いほど分かる。蒙昧な東洋での出来事は「そういうこともあった」と一括りにして短く記述してしまう。殺戮と衝突があって、そこから何も生まれてこなかった、と。しかしそれは間違いだ、とこの本は繰り返し主張している。

人間が海にそれほど大規模に乗り出せない時代において、陸地の固まりとしてのユーラシアは、間違いなく人類史の大舞台だったのでしょう。この本が言うとおりです。ユーラシアこそ、当時の歴史の中心舞台で、実にいろいろなことが起きていたはず。しかし私もそうですが、世界史と称して習うのは主に西欧での出来事。比較的記録が残っているからです。確かにこれはおかしい。

こういう本を読むにつけ、タイムマシンが欲しいと私はいつも思う。チンギス・ハーンとその軍団がユーラシア大陸を疾駆していた時代が実際はどうだったのか。人々はどんな暮らしをしていたのか。戦いの様子はどうか、そして実際にどのくらい戦っていたのか。

島国の日本とは全く違う意識が人々の間に形成されていたはずだとも思う。とにかく陸地がつながっているわけだから、どこから誰が攻めてくるか分からない。当然都市は城塞都市になる。中国の内部にも城壁があったというのは、まだ見たことはないがその通りだと思う。

しかし遊牧民は農耕民族とは全く違う国家意識を持っていた。彼等は一端移動を開始すると、とことん移動した。彼等の優位を決定づけたのは、大量の馬と、それを扱う能力、騎射、そして疾風怒濤の集団戦法。大火器が生まれる前では圧倒的な強さだったと思われる。

民族と国家の微妙な関係についても、歴史的考察があって非常に面白い。当面身の回りに置いて、なにかとページをめくりたい本です。出版が比較的新しいのも良いと思う。一刷りが2003年です。

というわけで、今週末からモンゴルに出掛けますので、来週月曜日のこのニュースは休刊とします。皆様には良い二週間をお過ごし下さい。

*《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のですが、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。》*