

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1894号 2007年10月15日(月)

《 \$100 Billion Plan 》

今日はこの週末に迫った G7 を中心に書きますが、その前に今週末に筆者が一番興味を持ったニュースを取り上げます。それは

Big Banks Push
\$100 Billion Plan
To Avert Crunch
Fund Seeks to Prevent
Mortgage-Debt Selloff;
Advice From Treasury

というタイトルのウォール・ストリート・ジャーナルの記事です。直訳すれば、「巨大銀行、金融危機回避で1000億ドル基金計画 基金は住宅関連債務証券の売り回避を狙う：財務省がアドバイス」というものです。ニューヨーク時間の13日にアップされたこのニュースは、G7でも取り上げられることが確実なサブプライムローン問題のような金融危機への民間主導の対策だと言える。書き出しはこうです。

「In a far-reaching response to the global credit crisis, Citigroup Inc. and other big banks are discussing a plan to pool together and financially back as much as \$100 billion in shaky mortgage securities and other investments.

The banks met three weeks ago in Washington at the Treasury Department, which convened the talks and is playing a central advisory role, people familiar with the situation said. The meeting was hosted by Treasury's undersecretary for domestic finance, Robert Steel, a former Goldman Sachs Group Inc. official and the top domestic finance adviser to Treasury Secretary Henry Paulson. The Federal Reserve has been kept informed but has left the active role to the Treasury.」

つまり、要点を拾うと

1. この1000億ドルの規模を持つ「危機乗り切りの為の基金計画」を検討しているのは、シティグループやその他の大銀行であり、シティを中心に各銀行が出資したこの1000億ドルをプールし、価格が不安定な住宅ローン関連証券やその他証券への投資をバックアップする
2. 話し合いが始まったのは3週間前で、中心的なアドバイザー役を担っている米財務省で話し合いが始まり、財務省サイドで中心的な役割を果たしているのはポールソン財務長官の国内金融問題アドバイザーであるロバート・スティール財務次官(ゴールドマン・ザックス出身)である
3. この新規ファンドは、今回のサブプライムローン問題のような世界的な金融危機の発生を避けることを目的としている。関連証券を抱えた銀行傘下のファンドが危機の深化の中でこれら証券の処分を余儀なくされ、その結果証券価格が下落し、それが銀行による償却増加に繋がっていく連鎖を絶つため

ただしこの1000億ドルのファンドが具体的にどのような状況で発動され、売却された住宅ローン関連証券をどの程度購入して市場全体の崩壊を避けるのかなど、具体的なことは詳らかにされていない。早ければ月曜日にも正式発表されるとも書いてあるので、それを見てから反応しても良いのかも知れない。ただしこうした危機回避策が出てきたと言うことは、いかにシティなどアメリカの銀行が、今回のサブプライムローン問題で表面化した自らの脆弱性を深刻に考えているかの証左である。

ただし一部の銀行はこのシティ主導のファンド創設に反対を唱えているとも言われる。それはどのファンドを救済の対象とするかなどを巡る見解の違いなどを背景としているという。今回のような危機では、銀行が資産悪化の中で大きな償却を余儀なくされれば他の分野への資金貸し出しまで抑えざるを得ず、アメリカにとって成長にとっての大きな制約要因になる、との懸念がある。一部では欧米の銀行には「自己資本比率」の低下を危ぶむ声もある。この問題への取組は始まったばかりだと言える。

《 G7 in Washington 》

ところで19日のG7だが、主要議題は二つとされる。開催場所はワシントンで、今年の夏世界を揺さぶったサブプライムローン問題以降にG7が開かれるのは初めて。まずこの問題が討議されるだろう。議論は、

1. なぜこうした問題が起こったのか、どうやって再発を防げるのか。それとの関係で市場の監視をどうするのか、当局が出来ることは、そして誰の責任をどのように問い、どのようにシステム設計に活かしていくのか
2. もっと具体的には、ファンドの監視をどのようにし、かつ格付け機関の位置づけ

をどのように考えるのか、今もある市場の不安感を治めるにはどうしたらよいのか。また複雑化する金融商品のリスク管理をどうするのか

- 3 . 不安感が続く中で、世界経済の今後の見通しをどう予想するか。楽観論をどう修正し、具体的な成長率目標をどの程度引き下げるのか。特にアメリカ経済の成長率見通しをどの程度引き下げるか

などがポイントになる。日本から額賀福志郎財務相と福井俊彦日銀総裁が出席する予定で、日本時間の20日朝には共同声明を採択する予定。ちなみに、今年4月13日に開かれた前回G7声明の最初のパラグラフは以下の通りだった。

「We, Finance Ministers and Central Bank Governors, met today to evaluate the global economic outlook. Although risks remain, the global economy is having its strongest sustained expansion in more than 30 years and is becoming more balanced. In our economies, U.S. economic activity remains solid even as domestic demand moderates to a more sustainable growth path. The euro-area is experiencing a healthy upswing. UK growth remains robust and Canadian growth is accelerating. Japan's recovery is on track and expected to continue. We remain confident that the implications of these developments will be recognized by market participants and will be incorporated in their assessments of risks.」

この文章はかなり書き換えられるだろう。30年以上ぶりに世界経済が強いとはもう言えないし、「more balanced」というのも苦しい。アメリカ経済に対する記述も変えなくては行けない。下線を引いた部分は、円安に警告した部分で、この指摘は奇しくもサブプライムローン問題の深刻化とその後の市場動揺の中で、「円安是正」の必要性が「recognized」された形になっている。

しかしサブプライムローン問題以降の為替市場の動きを見ると、既に円安はカナダドルでは当時よりは一段と進んでいるし、オーストラリア・ドルでも前回のピークに近い。米ドル、ポンド、ニュージーランド・ドルなどでは7月末ほど円安は進んでいないが、趨勢的には当時の円安レベル超えの方向に向かいつつある。一つの焦点は、もう一度円安に間接的に警告するのだろうか。ただし市場は円安修正が生じたのは当局の警告と言うよりも、住宅ローン関連証券市場で一時証券のプライスが消えるという金融市場の大きな変調の中で、円キャリートレードの巻き戻しが生じ、それによって円高への動きが出たことをよく知っている。

ということは、「円安是正」の声明内容が予想されても、再び世界の金融市場を動揺させるような不安が生じない限り、円安が一層進展する可能性が高いと考える。しかし次に述べるFOMC議事録でも使われ、通貨当局もよく使う単語である「prudent」さを持って外国

為替市場の今後を考えるならば、既に一部通貨での円安が今年の夏のレベルを超えて進みつつあるという認識を持つべき時に近づいていると考える。

《 the most prudent course of action 》

最後に、先週 FOMC が公開した 9 月 18 日時点での議事録を取り上げる。この前回の FOMC ではよく知られているように、0.5% という市場の一般的な予測を超える利下げが行われた。筆者は既にこのニュースで何回も指摘したとおり、「0.5% の利下げをすべきだ」と主張し、実際にも 0.5% の利下げを予想してその通りになったが、10 月の末に開かれる次回 FOMC での利下げの可能性は、今の市場が予想しているほど大きくはない、と見ている。

第一に、FOMC の議事録をよくよく読むと、当初の市場が反応したようには議事録の議論で「次も利下げ」という方向は見えない、という事実がある。書いてあるとすれば、「0.5% の利下げは全員一致で、それが the most prudent course of action」だったと言っているだけだ。市場が勝手に「次も利下げだ」というところまで読んだとしたら、ちょっと問題だと筆者は考えた。

もちろん、FOMC の 9 月 18 日の議事録はあの危機の中で FRB が何を考えたのかを知る上では非常に役立つ。危機の中でも、FRB が比較的落ち着いていたことが文章から伺える。議事録を読んで一つ言えるのは、「市場の混乱」を市場が思った以上に FRB が政策決定の大きな要因として考えていた、ということだ。「市場の混乱 アメリカ経済全体への打撃波及」を恐れて行動したということ。

この思考のリンクが頭に入ってくると、マーケットとしては「混乱すれば FRB は助けてくれるのか」と考える可能性が高い。実はそこに見えてくるのは、「moral hazard」の問題である。

G7 に集まった世界の当局者もその問題には頭を悩ますだろう。サブプライムローン問題にも関わらず、世界経済は株価の上値追いに示されるごとく腰折れはしていない。しかしそれは当局が過剰な緩和措置をしたためなのか、またそれをしなかった場合には何が起きたのかなどは実際にやってみなければ分からない。評価のしようがないのだ。FOMC 議事録が「0.5% の利下げを最も prudent な措置」としているのは分かるが、一方では「やり過ぎだったのではないか」という疑念も残る。バブルからバブルへのバトンタッチ幫助を行った可能性はある。

そういう問題点が残っている限り、筆者は FOMC が次の利下げを熟慮せざるを得ないと考えるのです。0.50% の利上げは先行的に行った可能性が濃厚。であるが故に、「インフレにまだリスクあり」という認識の FRB が「新たな利下げは価値があるかどうか」の問題で直ちに「価値あり」と判断するかどうかは分からないと思う。

ましてや、ニューヨークの株価が新値を取ってきているときにさらに利下げということになれば、それこそ「moral hazard」問題がぶり返される可能性がある。

議事録の中で筆者が注目したのは以下の部分です。

「In the Committee's discussion of policy for the intermeeting period, all members favored an easing of the stance of monetary policy. Members emphasized that because of the recent sharp change in credit market conditions, the incoming data in many cases were of limited value in assessing the likely evolution of economic activity and prices, on which the Committee's policy decision must be based. Members judged that a lowering of the target funds rate was appropriate to help offset the effects of tighter financial conditions on the economic outlook. Without such policy action, members saw a risk that tightening credit conditions and an intensifying housing correction would lead to significant broader weakness in output and employment. Similarly, the impaired functioning of financial markets might persist for some time or possibly worsen, with negative implications for economic activity. In order to help forestall some of the adverse effects on the economy that might otherwise arise, all members agreed that a rate cut of 50 basis points at this meeting was the most prudent course of action. Such a measure should not interfere with an adjustment to more realistic pricing of risk or with the gains and losses that implied for participants in financial markets. With economic growth likely to run below its potential for a while and with incoming inflation data to the favorable side, the easing of policy seemed unlikely to affect adversely the outlook for inflation.

The Committee agreed that the statement to be released after the meeting should indicate that the outlook for economic growth had shifted appreciably since the Committee's last regular meeting but that the 50 basis point easing in policy should help to promote moderate growth over time. They also agreed that the inflation situation seemed to have improved slightly and judged that it was no longer appropriate to indicate that a sustained moderation in inflation pressures had yet to be shown. Nonetheless, all agreed that some inflation risks remained and that the statement should indicate that the Committee would continue to monitor inflation developments carefully. Given the heightened uncertainty about the economic outlook, the Committee decided to refrain from providing an explicit assessment of the balance of risks, as such a characterization could give the mistaken impression that the Committee was more certain about the economic outlook than was in fact the case. Future actions would depend on how economic prospects were affected by evolving market developments and by other factors.

At the conclusion of the discussion, the Committee voted to authorize and direct

the Federal Reserve Bank of New York, until it was instructed otherwise, to execute transactions in the System Account in accordance with the following domestic policy directive:

"The Federal Open Market Committee seeks monetary and financial conditions that will foster price stability and promote sustainable growth in output. To further its long-run objectives, the Committee in the immediate future seeks conditions in reserve markets consistent with reducing the federal funds rate to an average of around 4-3/4 percent."

The vote encompassed approval of the text below for inclusion in the statement to be released at 2:15 p.m.:

"Developments in financial markets since the Committee's last regular meeting have increased the uncertainty surrounding the economic outlook. The Committee will continue to assess the effects of these and other developments on economic prospects and will act as needed to foster price stability and sustainable economic growth."」

今週の主な予定は以下の通り。

10月15日(月)	8月鉱工業生産(改定値)・設備稼働率 日銀支店長会議 参議院予算委員会(～17日) 米10月NY連銀製造業景気指数 中国共産党大会(1週間程度)
10月16日(火)	9月マンション販売 米9月鉱工業生産・設備稼働率 米10月NAHB住宅市場指数
10月17日(水)	8月第3次産業活動指数 8月景気動向指数(改定値) 米MBA住宅ローン申請指数 米9月消費者物価指数 米9月住宅着工件数・建設許可件数 米ページブック
10月18日(木)	9月日本製半導体製造装置BBレシオ 米9月コンファレンスボード景気先行指標総合指数

	米 10 月フィラデルフィア連銀指数
	9 月北米半導体製造装置 B B レシオ
	E U 首脳会議
10 月 19 日 (金)	8 月全産業活動指数
	G 7 (~ 20 日 ・ ワシントン)
	香港市場休場 (重陽節)
10 月 20 日 (土)	I M F ・ 世銀年次総会 (~ 22 日 ・ ワシントン)

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。秋らしくはなってきましたが、紅葉などは遅れているようです。土曜日は富士山の麓に行きましたが、紅葉はまだほんの一部。各地の「紅葉を見る会」などは先延ばしになっているそうです。

黒川紀章さんがお亡くなりになったのにはびっくりしましたし、赤福の表示日時偽装にはファンであるだけにかっかりしましたが、今後の世界にとって影響力があるという点では、ゴア前アメリカ副大統領と IPCC (環境問題に関する政府間パネル) のノーベル平和賞受賞でしょう。

今年は NHK の仕事もあって環境とエネルギー絡みの仕事が多いし、実際の処今年の夏を振り返るだけでも「環境」は非常に大きな、かつ身近な問題。政治家のノーベル平和賞受賞は普通は「終わった人」に与えられる。しかしゴアの場合は必ずしもそうは言えない。来年に大統領選挙を控えているアメリカですが、「ゴアの再出馬」の可能性を取り沙汰されてもいる。

むろん、ヒラリー・クリントン圧倒的優位の中でゴアが再び出るかのどうかは怪しい。しかしノーベル平和賞を環境問題で受賞した人がアメリカで出たとなると、今後の大統領に対する影響力も大きいし、世界は大きく変わることになるかもしれない。そういう意味では注目だ。アメリカにおいても、「環境」が非常に大きな政策課題になってくることは間違いない。今後のアメリカは、ブッシュの 8 年とは大きく変わってくると言うことです。

ところで、金曜日はたまたま日本では来年 1 月に封切りになる映画「アース」の試写会に行きました。試写会はめったに行かないのですが、封切りが先のものは時間があれば見るようにしているのです。

ちょっとデジャブでしたが、とにかく綺麗でした。なぜデジャブかということ、「ディープ・ブルー」や NHK でも放映された「プラネット・アース」の画面を思い出すからです。特にプラネット・アースをまじまじと見た人には、「このシーンは見たことがある」と思うでしょう。例えば、ライオンが象を襲うシーンとか。しかし、映画のスクリーンで見ると確かに迫力はある。

冒頭の説明によると世界に先駆けて封切りがされたフランスでは、「皇帝ペンギン」以上

の初日売り上げを記録したそうで、世界的にはヒットになるのでしょうか。来年もまた「環境」がテーマになります。

それでは皆様には良い一週間を。

《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。》