

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1896号 2007年10月29日(月)

## 《 critical FOMC 》

ドルの動きを見ても、経済の先行きを見ても、そして何よりもサブプライムローン問題の発信源の国として、先週はアメリカの脆弱性が目立つ一週間でした。ドル、円の二弱としばらく言われた外国為替市場でも、この二つを比べれば明らかにドルが弱い。そのドルを抱えながら、FOMC は今週非常に難しい政策決定を迫られる。それに加えて、今週は米雇用統計などの重要指標も発表される。

まず、30、31の両日開かれる FOMC だが、選択肢は三つある。

1. 前回0.5%引き下げられて4.75%とされたFF金利を据え置く
2. 現行4.75%のFF金利を0.25%引き下げ4.5%とする
3. 現行4.75%のFF金利を0.5%引き下げ4.25%とする

公定歩合操作の可能性と合わせるともっと選択肢はあるが、経済に重要な意味合いのあるFF金利だけを見ると、以上のケースが考えられる。それぞれのケースを考えてみると、以下のようなことが言える。

第一に、据え置き説の根拠は前回の0.5%の利上げはそもそも「先行的な利下げ」であった、ということだろう。前回 FOMC の時を考えれば今は皆0.5%利下げで納得しているが、会合の前は「0.25%の利下げ説」が一番有力だった。先物相場も利下げ幅としては0.25%しか見ていなかった。ところが FOMC は経済への打撃や市場への沈静化効果を狙ってより大幅な下げを行った。0.5%の利下げを「0.25%での2回の利下げの先取り」と考えれば、10月の FOMC では見送っても良いのではないか、との見方が出てくる。

加えて言えば、確かに米住宅市場の先行きには不安感があるが、企業業績は金融の世界を除けば総じて堅調だし、株価もその後現在に至るまで下げ調整に入っているものの一時高値を更新するなどしっかりした動きを続けている。住宅市場以外の他の経済セクターが著しく弱くなったという兆候もまだない。ドルが下がっている中で、輸入インフレ・ファクターも合わせると、米経済にはインフレ圧力が高まっており、よって安易な利下げの継続は難しい、と見る。「だから今回は見送り」との見方だ。しかしはっきり言って、市場ではこの予想に立つ人は少ない。

一番市場で多いのは、第二の見方である。「今回0.25%の追加利下げがなかったら、市

場が混乱するだけだ」との見方が市場では強い。どの程度の混乱を見ているか知らないが、この見方を取る人々は今の市場で市場の逆（据え置き）をやることは、市場に不要な不安感を醸成し、経済の先行きに対する参加者の見方を弱くして、株安や住宅市場の一段の悪化を招く可能性がある、と指摘する。

この説で重要なのは「雇用」を持ち出す人がいる点だ。確かに「雇用の維持」も重要な米金融政策決定の目標と規定されている。だから FRB としては、最近目立ってきた雇用情勢のアメリカにおける悪化には目を瞑れないだろう、と見ることも可能だ。減少と発表されたのにその後大幅な増加だと改訂された 8 月の雇用統計など不安定な統計もあるが、全体の流れを見ると米経済の雇用創出力は低下している。であれば、「保険的に」もう一回小幅な利下げをしておくというのは賢明な策ではないか、と見る。

### 《 tightening of credit conditions 》

もっと大幅な、つまり前回 FOMC と同じ 0.5% の利下げ説もある。それは、最近の各金融機関の損失発表は米企業の業績悪化の前触れであって、今利下げをしておかなければ米住宅価格はもっと大幅に悪化し、住宅ローンの返済不能の件数は増加し、それがサブプライム問題の悪化を招来し、それが今はまだ目立たない「他の経済セクターへの波及」に繋がるだろう、との見方だ。

この見方に立つ人は、「実際にはアメリカ経済は 90 年代の日本のような大変なことになる」との見方で、よって FOMC は躊躇なく利下げを継続すべきであると見る。ただしこの場合には、一段のドル安、一段のインフレ圧力の高まりを覚悟しなければいけないし、0.25% でもある程度そうだが、0.5% 利下げとなると「モラル・ハザード」論が高まるだろう。

そこで、もう一度前回の FOMC 後の声明を見てみる。

「The Federal Open Market Committee decided today to lower its target for the federal funds rate 50 basis points to 4-3/4 percent.

Economic growth was moderate during the first half of the year, but the tightening of credit conditions has the potential to intensify the housing correction and to restrain economic growth more generally. Today's action is intended to help forestall some of the adverse effects on the broader economy that might otherwise arise from the disruptions in financial markets and to promote moderate growth over time.

Readings on core inflation have improved modestly this year. However, the Committee judges that some inflation risks remain, and it will continue to monitor

inflation developments carefully.

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.」

この声明文を改めて読むと、FOMC が一番気にしていたのが「tightening of credit conditions」だということが分かる。それ故に住宅市場が一段と落ち込み、経済全体の成長が抑制される危険性を指摘している。この「金融市場の引き締め」の解消が0.5%利下げの狙いであるとFOMCは述べている。ではその狙いは達成できたのか。

この回答は難しい。時間の経過の中で落ち着きを取り戻した市場もあるが、依然として疑心暗鬼が残っているセクターもある。市場の一部では「年越し資金」の調達難を指摘する向きもある。かつ客観的な事実として、アメリカの住宅市場の厳しさは一段と進んでいる。FF金利の引き下げだけで米住宅市場を救うのは無理だが、米銀3行が計画しているABCPやCDOの買い取りファンドにしてもその有効性に疑問符が付いている現状では、とてもFOMCの思うとおりに金融市場の引き締めが解消したとは言えない。

米住宅市場の厳しさを示す統計は、先週末にも発表されている。それによると

1. 米国の個人用住宅の中で、空き家になっている家や売りに出されている家の数や割合は依然として4年ぶりの高い水準であり、この状況は過剰建築や増加しつつある住宅差し押さえを反映した動きとなっている
2. 具体的には、空き家比率は今年第三・四半期は2.7%に達し、これは前期の2.6%から上昇した。2006年以前にはこの空き家比率は2.0%を上回ることはなかった

この統計は、今のアメリカの住宅市場が、過剰建設や買い急ぎによる将来需要の先取りなどの後遺症に直面していることを示している。ではそれを受けて、アメリカの消費者のセンチメントはどうなっているのか。金曜日に発表されたミシガン大学とロイターの共同による消費者信頼感指数は、10月が80.9%と9月の83.4%から大幅に悪化した。

この調査を行った人々は、「ガソリン価格の上昇、住宅問題の悪化を報じる新聞の見出し、それに株価の乱高下で、消費者心理が下降線を辿っているようだ」との見方を示した。

### 《 will take time to calm the market 》

こうした状況を勘案し、さらにドルへの影響を考えると、0.5%の利下げは難しいと思う。既に先週金曜日の段階で、ドルは多くの通貨に対して何十年ぶりの安値になっている。

ユーロに対しては1.4395ドルと安値を更新したし、カナダドルに対しては33年ぶりの、オーストラリア・ドルに対しては23年ぶり、英ポンドに対しても3ヶ月ぶりの安値にある。

残る可能性は二つだが、正直言って今のバーナンキ体制では「保険的に」もう一回利下げをする可能性が確かに高いと思う。しかし、心のどこかで「据え置きもあるのではないか」と考えている。多分バーナンキも悩んでいると思う。この決定は容易ではない。サブプライム問題の影響がアメリカを超えて波及している現状では、「モラル・ハザード論」を超えて、とにかくアメリカ経済の脆弱性を取り除きたいと考えるのは普通だろう。しかし、事が住宅という非常に息の長い問題である限り、少々の金利操作では容易には事態が動かないのも確かである。

アメリカ以外の国を見ると、依然として途上国の経済はしっかりしている。先週は中国の成長率が7-9月には実質ベース前年同期比で11.5%増えたと発表された。依然として貿易黒字が過去最高になるなど外需が堅調だったうえ、固定資産投資が高水準で推移したことによる。内需が不振なややいびつな成長パターンを続けているが、成長率が高いことには変わりはない。

先週はこうした高成長が背景にあるとしても、中国の株価が危険水域に入っていることを警告する発言が相次いだ。最新の警告は、先週末には中国の大連にいたウォーレン・バフェット。2003年に資産の大部分を中国株、特にペトロチャイナに投じると発表して注目を集めたアメリカの大投資家だ。今彼は「この間にペトロチャイナは7倍に上がったが既に売った」と言った上で、「ここ2年間だけで6倍に上がった中国の株にはご注意ください」と中国内外の投資家達に警告している。

中国株の最近の上げに警告を発しているのは彼ばかりでない。香港の伝説的な投資家リカシンやグリーンSPANもそうである。別に彼等でなくても、今の中国株式市場の異常さは見ていて分かる。何よりも株に対する中国の一般投資家の熱意が尋常ではない。NHKの最近の番組が、それを丁寧に追っていた。

中国の場合、高い成長率が中国当局の目標とする3%の二倍以上の物価上昇率(6.2%)を生じさせていて、またまた中国金融当局が利上げに動くとの見方が強い。しかしそれにも関わらず、中国の株価は上海や香港を含めて基調としては依然としてまだ強い。市場を見ている身としては、中国に加えてインドの株価の推移や、インド当局の引き締めの方角を見守る必要があるだろう。

今週の主な予定は以下の通りです。

10月29日(月)

9月商業販売統計

イオン銀行営業開始

10月30日(火)

9月労働力調査

9月家計調査

	米 10 月コンファレンスボード消費者信頼感 指数
	米 F O M C ( ~ 31 日 )
10 月 31 日 ( 水 )	米 M B A 住宅ローン申請指数
	米 10 月 A D P 雇用統計
	米 7 ~ 9 月 G D P ( 速報 )
	米 7 ~ 9 月個人消費 ( 速報 )
	米 7 ~ 9 月コア P C E
	米 10 月シカゴ購買部協会景気指数
	米 9 月建設支出
11 月 1 日 ( 木 )	10 月新車販売
	米 9 月個人消費・所得
	米 10 月 I S M 製造業景況指数
	米 10 月国内自動車販売
	米 9 月 P C E コアデフレーター
11 月 2 日 ( 金 )	米 10 月雇用統計
	米 9 月製造業受注

### 《 have a nice week 》

関東地方の人間にとっては、天候が全く対照的な土日でした。これ以上ない秋晴れの日曜日だったら良かったのですが、一方の土曜日は酷かった。大叔母の 7 回忌を新井薬師さんで行ったのですが、来ていただく方には申し訳ないような天候。雨は強く、そして風も強まった。昼からだったので 3 時過ぎには解散しましたが、天候を土日で入れ替えて欲しかった。

90 才を過ぎて亡くなった方の 7 回忌ですから出席者は 20 人弱でしたが、それでもお年を召した方が足場の悪い中を運んでくれたのですが、本当に申し訳なかった。

あれだけ激しい風雨では外に出られないので、夜は録画しておいた NHK の「ポアンカレ予想」とその難問を解いた数学者がいなくなったというドキュメンタリー、それにモンゴルの子供達の番組を見ましたが、前者は難しかったな。

まあ私は人間ドラマに興味があったので、世界の数学者がこの 100 年はまり込んだホールの深さに興味を持ちました。数学者には、我々には見えない世界が見えている、ということになる。多分もう一度見て、かついろいろ周辺情報を集めないとおの番組は分からない。残念ながら。能力の範疇を超えている。

モンゴルは 9 月に行ったばかりなので、親近感があった。ああいう子供達が一杯いるのだろうな、と改めて思った。ウランバートルにはもっと悲惨な子供達もいます。孤児院に行ったら分かる。市場経済が始まった最初の数年はきつかったという大人の話も面白かった。

つい最近行ったウランバートルですから、「あれ、この景色はあの道から撮ったのでは」

というシーンも。この街は、川の畔にできている。大きな道は確か一本だったと思った。だから、あちこち移動した我々はウランバートルの主要道路はすべて通っている筈です。モンゴルは、あと5年後に行くと凄く変わっていると思う。

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。》