

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1898号 2007年11月12日(月)

《 mounting uncertainties 》

9月末に比べて米サブプライムローン関連の証券価格が10、11月と大幅な下落を続ける中、日米欧を問わず金融機関の評価損拡大発表が続いた一週間でした。その結果、先進国の金融市場は大揺れになった。サブプライム関連証券のうち格付けの低い証券は底打ちの兆しも見せているものの、今年初めの問題発生当初は微動だにしなかったトリプル A 格の同関連証券には一段下落の可能性があります、その価格が下げ止まらなければ、こうした証券を保有している金融機関の評価損は一段と増える可能性がある。それを見越してのドル安、金価格の上昇、株価の世界的な下落である。

実際の処、市場の疑心暗鬼は強まっている。世界的に著名であるか弱小であるかを問わず、数多くの各国金融機関による評価損拡大発表が相次いでいるためだ。一部には債務超過の噂が出る金融機関まで出て、年末を控えて銀行間の貸出金利は高止まりし、これに対応して中央銀行による市場への流動性付与操作もこのところ再び目立って増えている。10月に落ち着いていた市場が再びきな臭くなってきた。

評価損拡大を発表した金融機関はシティグループからメリル・リンチ、モルガン・スタンレー、ワコビアなどアメリカ勢を初めとして、欧州ではドレスナー銀行などがあり、日本では最近ではみずほ証券など。みずほ証券は評価損の拡大の中で、来年予定していた新光証券との合併延期を発表した。また日本でも「この金融機関が」というような小規模な金融機関まで、額としては大きい評価損を発表したケースもある。

「市場の再変調」の兆しは、いろいろなところに見て取れる。FRBの発表によると、11月07日現在のCP発行残高は1兆8666億ドルと、一週間前の水準に比べて0.6%減少した。うち資産担保CP(ABCP)の残高が3.4%も減少したことが全体の発行残高を押し下げた。ABCPの発行残高は7日に終わった一週間まで13週も連続して減少しており、減少そのものは驚きではない。しかし10月について言うと減少幅が1%以内で、市場は落ち着いてきたとの見方だった。それがまた11月に入って減少幅を大きくしている。市場が短期金融のツールであるCPの中でも資産担保型に疑念を再び強めている証拠である。

懸念が出てきたのは年末資金の調達である。金融機関に対する疑心暗鬼が強い中では、長めの資金の出しにはより慎重になる。一部では年越し資金の金利が急上昇しているセクターも出てきている。日経新聞によれば、こうした事態にFRBは11月02日までの一週間で8月第二週以来となる785億ドルの大規模な資金供給を実施、先週も500億ドル

を上回る資金供給を行ったという。

評価損の拡大は、バーナンキ FRB 議長も認めるところとなった。同議長は先週 8 日、上下両院合同経済委員会で証言して、サブプライムローンの焦げつきが金融機関などに 1500 億ドルの損失をもたらす恐れがあるとの見方を示した。それまで最大 1000 億ドルと見積もっていた当初の想定より損失額が大きくなる可能性を認めた形である。まだ出てきていない損失がかなりあるとの見方もあり、市場が疑心暗鬼になるのは自然である。

《 mal-distribution of market fund 》

もともと世界を過剰流動性が覆っている状況では、信用は収縮すると言うよりはまずは「偏在」に動く。動かずに収縮するのを待つほど、資金は悠長ではない。問題は素早くどこに動くのかだが、それは各市場のプライス・ムーブメントを見れば一目瞭然である。

実は行くところはケースによって限られている。信用力の高い債券、具体的にはアメリカ国債やその他先進国の国債、それも短期市場にまず資金は行き、それより少しリスク・アバース度が小さい資金、つまりリスク・マインドを許容する資金は金などの通常のリスク対応商品に向かっている。

短期の政府債証券の利回りは、アメリカ、日本などを問わず軒並み急低下している。価格が上昇しているためだ。まず資金はより安全な資産としての政府短期債証券に流れるのである。「flight to quality」である。次に資金が回るのは、伝統的に危機に強いと言われる、かつインフレ懸念が出てきた今の世界では、金市場である。先週の金相場は先物市場でオンス 837 ドルを付けた。1980 年の年初以来の終値での高値更新。瞬間ベースでは金は 870 ドル台があったと思ったが、今の情勢ではこれを更新してもおかしくない。

逆に下がったのは金融株である。金融機関に対する懸念が世界的にあるなかでは、関連株の下げはきついものになる。実際にニューヨーク、東京、欧州など各地での金融機関の下げは厳しい。その下落に誘発され、IT 関連株の下げが加速した。これにはいくつかの関連企業の決算が市場予想を下回ったことが新たな要因となっている。日本の株式市場の日経平均で見た下げは先週金曜日まで 6 営業日で 1300 円もの幅に達している。分母が 16000 ちょいだから、下げ幅はきつい。債券市場に関しては、政府発行の短期証券以外の「証券」、特に複雑な仕組みのもの全般に対して、投資家の不信感が広がっているように思う。

この不信感は、特にサブプライムローン関連証券の価格がリスク・テーカーが現れて下げ止まるまで、または関連証券を政府が買い上げるなどの措置を取るまで続くと考えられる。しかし後者は特にモラル・ハザードの問題があって出来ないだろう。ということは「下げ止まり」が一つの目安になる。サブプライムローン関連証券に詳しい人の話によると、トリプル A 以下の関連証券に関してはあえてリスクを取る買い手が現れる水準まで相場は下がってきているものの、トリプル A の関連証券に関しては、9 月末が額面の 9 割 5 分掛けだったのに対して、先週末現在は 7 掛け。まだ下げ余地があるように見える。

トリプル A のサブプライムローン関連証券は、今年春には価格は微動だにせず額面に近かった。その値崩れが世界中の金融機関評価増大の大きな背景になっていると思われる。改めて問われるのは、格付けの意義だろう。ちなみに、先週現在を見るとトリプル A 以下の証券に関しては、4 掛け、3 掛けの証券が出てきており、これらに関してはあまり下げ余地は少ないとの見方もある。

問題は、こうした評価増大の最中にある世界の金融業界にいつ、どのような形で落ち着きが戻るかである。それは、世界中の中央銀行が利下げをしたときだろうか。それは現実的ではない。なぜなら、一方で世界経済におけるインフレ圧力は確実に高まっているからである。例えばインドや中国は最近利上げや引き締めに動いている。

中国人民銀行（中央銀行）はこの週末の 10 日に、金融機関の預金準備率を 0.5% 引き上げて 13.5% にすると発表した。民間銀行から預けさせて吸収する資金を増やし、貸し出しを抑制する狙いで、26 日に実施する。引き上げは 4 カ月連続で、今年 9 回目。同銀行は、今月 8 日発表の貨幣政策執行報告で「流動性管理をさらに強化する」と金融引き締めを進める意向を示していた。この姿勢は暫く続くだろう。

先進国の中央銀行の中で、特にジレンマに直面しているのは FRB だ。先週の議会証言でバーナンキ議長は、今年第四・四半期から来年初めにかけての米国経済は第三・四半期（3.9% の拡大）に比べ大幅に減速するとしながらも、景気原則のリスクとインフレのリスクは同等であるとして、もう一段の利下げに慎重な姿勢を示した。

これは当然だろう。また 0.25% の利下げをしても、いったん大きく傷ついたアメリカの住宅ローン市場が劇的に改善に向かうとは予想できない。日本の「ステップ・アップ」に相当するローン返済の増額に関しては、昨年締結された多くのローンに関してこれから本格化する。しかもアメリカの住宅ローン返済方式の多くは、「返済の増額幅」は日本よりもはるかに大きいのが普通である。その段階でアメリカ経済の状況次第だが、多くの借手が返済に行き詰まることが予想される。市場は今からその事態を懸念しているのである。住宅ローン関連証券の価格下落も、こうした予想に基づく。

《 how to settle down ? 》

問題は、先々週の末から始まった市場の動揺、不安感のいつがピークで、それがピーク後にどういう形で収まるのかである。「ある国の金融システムが動揺している」というレベルの話ではなく、金融システムにも市場にも世界的にショックが走っているという状況なので、落ち着くには時間がかかると考えられる。

まず当面はドルには一段と下方圧力が掛かる可能性がある。先週の FT を読んでいたら、トリシェ ECB 総裁も、最近のユーロ高・ドル安には相当警戒感を強めているようだ。しかしでは ECB が金利を引き下げられるかと言えば、それは無理だ。FRB も金利を引き上げられない。ドル・円の円高傾向には、円金利が相対的に非常に低く、実需ではなく円高ポジションを持つのは相当なコストが掛かるという現実を考えてみれば、ドル安・円高の限界は

見えてきてもおかしくない。

全体的に見れば、FRBの金利引き下げ圧力が続く限りドルには下方圧力が続くと考えられる。あとは、市場の見方が「もう十分」というものになるかどうか鍵である。またドル安がニューヨークの株安に繋がる事態が暫く続けば、アメリカ政府はドル下支えに動かざるを得なくなる。歴史を見ればそうである。

世界的に株価への圧力も続くと考えられる。金融株の下げはいまだに続いており、それに加えてIT関連株の下げがきつい。反発するとすれば、世界経済の高成長の恩恵が大きな銘柄群だと思われる。今まだ続いている世界的な景気の良さに下支えられておかしくないセクターだ。ニューヨークや東京は何日か続く「連続安」を続けており、既に下げのピークは過ぎたとの見方をする人もいるが、とにかく市場の状態は通常ではないので、今週の市場の動きは予測が難しい面がある。もしかしたら今週は、今の市場の悲観論がピークであるが故に、ドル安、株安にターニング・ポイントが訪れる可能性もある。

今週の主な予定は以下の通りです。

11月12日(月)	10月企業物価 10月消費者態度指数 日銀政策決定会合(～13日) 米債券・為替市場休場(ベテランズデー) 米株式市場は通常取引
11月13日(火)	7-9月GDP(速報) 福井日銀総裁記者会見
11月14日(水)	英中銀インフレ報告 米MBA住宅ローン申請指数 米10月生産者物価 米10月小売売上高 米9月企業在庫
11月15日(木)	9月第3次産業活動指数 10月首都圏マンション販売 米10月消費者物価 11月フィラデルフィア連銀指数 10月北米半導体製造装置BBレシオ
11月16日(金)	9月景気動向指数(改定値) 米10月鉱工業生産・設備稼働率
11月17日(土)	福田総理が訪米(～19日) OPEC首脳会議(～18日、サウジアラビア、 2000年以来3回目、会議終了後の声明発

表予定)

17日の土曜日にリヤドで開かれる OPEC 首脳会議には、イランのアフマニネジャド大統領やベネズエラのチャベス大統領など口うるさいところが出席する予定で、この原油相場の高騰期に何を言うのか注目されるが、増産などの劇的な決定はないと思われる。「OPEC は十分精算している。流通のボトルネックや投機資金の流入が価格高騰の背景」との立場を OPEC は変えそうにない。

《 have a nice week 》

先週まで秋晴れが続いたのに週末は低気圧の影響で雨模様。日曜日の夜には、激しい雷雨までありました。土曜日はクラブ対抗のゴルフコンペがあつて富士山麓まで行つたのですが、寒かったですね。雨が時折降っていたし、風もかなりあつて、日中でも寒かった。しかし収穫があつたとしたら、綺麗な紅葉がもう見られたことです。緯度よりも標高の方が紅葉を綺麗にもたらすのではないかと、との印象。というのは、先週の月曜日に行った札幌の紅葉はお世辞にも綺麗だとは言えなかつたものですから。

それにしても、日本の政治の混迷は続いている。小泉さんの三坂論(「上がり坂」「下り坂」「まさか」)ではないが、目と耳を疑うような経過です。まあいろいろな解説が出てきている。しかし一つ心配なのは、民主党の代表に戻つた小沢さんです。実に重要な党内の会議、会合を頻繁にすっぽかす。勝利した参議院選挙の後の記者会見にも出てこられなかつた、ということもあつた。

仮定の話ですが、民主党主導の政権が日本に出来て小沢さんが日本国の総理大臣になったときに、閣議にきちんと出てこられるのか、意志決定はどうかなど。私は正直言ってちょっと心配になりました。まあこれからの彼の行動は変わるかも知れませんが、自民党に方だって政権を投げ出した人はいるわけですから。

「ねじれ」が日本の政界に新しい合意形成の形を求めている。大連立か、そうでなければ政局を睨んで全面対立かというのでは、あまりにも知恵がない。国会の「ねじれ」は国民が選んだ今の政治の形です。その大枠の形の中で、日本という国が国民に必要な政治が出来るということを示さなければならない。そうでなければ、今後「ねじれ」が頻繁に起こるであろう日本の政治において、二大政党制への幻滅が生まれる可能性がある。

まず、「ねじれ」の中で何が出来るかをトライすることでしょう。突然大連立というのはどう考えても発想が飛躍している。本来政党は自分の政策を訴えて政権を取るもので、ドイツの連立も難しい形になってきている。もう一度各政党には何が譲れず、何を譲れるのかを国民の目線で政策に活かして欲しいと思います。

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。》