

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1901号 2007年12月03日(月)

《 liquidity vaccines 》

引き続き、悲観と楽観の繰り返しの中での展開ですが、先週は楽観が市場を支配しました。株は世界的に上げ、「質への逃避」で資金を集めていた米国国債からは資金が逃げて利回りが上昇し、原油や金市場からは資金が逃げてこれら商品相場は大きく反落した。よって、円は市場全体の緊張緩和を受けて、ドルを初めとする各国通貨に対して下げました。先週末のドル・円は111円台で久しぶりの円安水準。円は他通貨に対しても久しぶりに大きく下落。

「楽観」につながった動きの背景は

1. FTが言うところの「liquidity vaccines」(流動性ワクチン、最近のFT社説の表現)よろしく、ECBやFRBが年越しまで視野に入れた資金供給方針を明確にし、少なくとも銀行間市場における資金貸し借りの先行きに対する懸念が若干でも低下した
2. 先のG7でアメリカ政府がもっとも警戒心をあらわにした政府系ファンド(SWF)の代表格アブダビ投資庁が、資本不足の観測までであるシティグループに75億ドル、約8000億円もの資金注入を決めて、米銀の健全性に対する懸念もいったんは低下した
3. バナンキ議長を含めて、FRBの高官が12月11日の次回FOMCでの利下げの可能性を示唆し始め、それにより市場では住宅産業、ひいてはアメリカ経済に対する利下げの実体的効果は別にして、先行き安心感が高まりつつある
4. 今年より来年もっと増えると予想されるサブプライムローンの金利リセットに関して、米財務省と住宅ローン業界の間で、一部の借り手に関してこのリセットを先延ばしする案が検討されていて、「リセット問題」への懸念が多少和らいだ
5. 来週のOPEC首脳会談で、原油相場のバレル100ドル接近という事態を受けて、生産量の増枠が話し合われる可能性があるとの見方から、金融市場への重荷であった原油相場がバレル90ドルの水準を割った

など。

「流動性ワクチン」として注目されたのは、ニューヨーク連銀が先週発表した「年越し資金供与約束」である。同連銀はこれに関し、次のような声明まで発表した。

Statement Regarding Repurchase Agreements Covering Year-End
November 26, 2007

In response to heightened pressures in money markets for funding *through the year-end*, the Federal Reserve Bank of New York's Open Market Trading Desk plans to conduct a series of *term repurchase agreements that will extend into the new year*.

The first such operation will be arranged and settle on Wednesday, November 28, and *mature on January 10, 2008*, for an amount of about \$8 billion. The timing and amounts of subsequent term operations *spanning the year-end* will be influenced by market and reserve developments.

In addition, the Desk plans to provide sufficient reserves to resist upward pressures on the federal funds rate above the FOMC's target rate around year-end.

要するに「年越しを挟むタームの金利が異常に高い。FRBとしてはそれを懸念しているの、非常に例外的なことだが通常の2週間までというオペレーションの期間を延長して、年越し明け10日までの資金を80億ドル供給する」と言っているのです。「through the year-end」という点が重要です。

普通ニューヨーク連銀の市場への資金供給はオーバーナイトが原則。まあ長くて2週間です。しかしニューヨーク連銀は最後の文章が指し示すように、年越しを挟んだ短期金融市場の金利高止まり（FRBが設定している水準以上での）に懸念を抱いているのです。これはECBと同じ状況です。そこで例外的に「長めの資金供給」を始めた。この声明文には、「year-end」とか「new year」という単語が4回も出てくる。

《 cash infusion from Abu Dhabi 》

これを市場沈静化に向けた当局の努力とすれば、市場の疑念の対象となっている大手金融機関も具体的な動きを始めた。中でも一番大きいのはシティグループのアブダビ投資庁からの75億ドルの資金導入です。

アブダビ投資庁は、アラブ首長国連邦（UAE）アブダビ首長国政府の統制下にある。総資産は8000億ドルと言われる、世界でも代表的な政府系ファンド（SWF）だ。シティの資本構成から見れば、アブダビ投資庁のこの資金は4.9%にしか達しない、とシティは以下の声明でも説明している。しかし普通株への転換条項があるものの、実質的にこの借り入れ資金に対する金利は11%に達するかもしれないという。シティにとって屈辱的なものである。しかし市場は、シティに8000億円が入ったことを歓迎した。

「Citigroup's statement on receiving a \$7.5 billion cash infusion from Abu Dhabi's investment arm.

NEW YORK, Nov. 26 -- Citi announced today that it has reached an agreement to sell Equity Units, with mandatory conversion into common shares, in a private placement to the Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), a long-term investor committed to the U.S. capital markets, in the amount of \$7.5 billion. ADIA's aggregate ownership in Citi's common shares, including the conversion of these Equity Units, will total no more than 4.9% of Citi's total shares outstanding.

"This investment, from one of the world's leading and most sophisticated equity investors, provides further capital to allow Citi to pursue attractive opportunities to grow its business," said Win Bischoff, Citi's Acting Chief Executive Officer. "It builds on a series of actions we have taken over the past several months to strengthen our capital base, which have included sales of certain non-strategic assets, the issuance of trust preferred securities, and the previously announced plan to use common stock to purchase 32% of Nikko Cordial in Japan. In addition, ADIA is a significant participant in alternative investments and emerging markets financial services, two areas in which we have major positions and have been expanding. 」

一連の騒動の大きな原因となった「SIV」(structured investment vehicles)についても、真剣に取り組もうという動きも見られる。シティと並んで今回の騒動の中心に座る HSBC は今週声明を発表した。それは、「HSBC plans to take onto its balance sheet structured investment vehicles struggling to raise money in the capital markets」というもの。

つまり今まで別会計で「我関せず」としてきた関連 SIV に関して、責任を持つと見られるように見える。詳細は不明な点があり、この発表当初は「これで世界の金融機関の決算は大幅に悪化する」との見方から、関連金融機関の株価には重荷になった。シティの株価が 30 ドルを割り込んだのは、HSBC のこの発表があった日だった。シティがアブダビ投資庁から 75 億ドル受け入れると発表したのはその後である。

その際、ウォール・ストリート・ジャーナルには健全性に疑念が持たれている金融機関として、Citigroup、Fannie Mae、Freddie Mac、E*Trade Financial などの名前が挙げられたが、こうした機関に関してもどこからか資本の注入の話があるかどうかは今後のポイントと言えよう。

それにしても皮肉だ。政府系ファンド (SWF) の動きを一番警戒していたアメリカの代

表的金融機関が、政府系ファンドの代表格に救いの手を差し出してもらったことになるからだ。

先々週までの世界の金融市場の悲惨な混乱を見て、FRB や ECB、それに日銀など世界各国中央銀行の金融政策運営に対する考え方もかなり変わってきた。それを最も端的に示したのが先週 28 日のコーン FRB 副議長の発言である。彼はこの日の講演の結語 (conclusion) として、次のように述べた。

「In response to developments in financial markets, the Federal Reserve has adjusted the stance of monetary policy and the parameters of how we supply liquidity to banks and the financial markets. These adjustments have been designed to foster price stability and maximum sustainable growth and to restore better functioning of financial markets in support of these economic objectives. My discussion today was intended to highlight some of the issues we will be looking at in financial markets as we weigh the necessity of future actions. We will need to assess the implications of these developments, along with the vast array of incoming information on economic activity and prices, for the future path of the U.S. economy. As the Federal Open Market Committee noted at its last meeting, uncertainties about the economic outlook are unusually high right now. *In my view, these uncertainties require flexible and pragmatic policymaking--nimble is the adjective I used a few weeks ago. In the conduct of monetary policy, as Chairman Bernanke has emphasized, we will act as needed to foster both price stability and full employment.* 」

この中でも最後の 4 行は重要である。コーン副議長はこの結論に至までに「Should the elevated turbulence persist, it would increase the possibility of further tightening in financial conditions for households and businesses」とも述べており、最後の結語を素直に読めば、「場合によっては 1 2 月も利下げする」と読める。キーとなる単語は、「flexible」「pragmatic」「nimble」である。

バーナンキ議長はこのコーン発言を翌日に追認した。コーンの結語に相当するバーナンキの発言の重要部分は以下の通りである。

「In sum, as I have indicated, we will be receiving a good deal of relevant information in the coming days. In making its policy decision, the Committee will have to judge whether the outlook for the economy or the balance of risks has shifted materially. In doing so, we will take full account of the implications for the outlook of both the incoming economic data and the ongoing developments in the

financial markets.

Economic forecasting is always difficult, but the current stresses in financial markets make the uncertainty surrounding the outlook even greater than usual. *We at the Federal Reserve will have to remain exceptionally alert and flexible as we continue to assess how best to promote sustainable economic growth and price stability in the United States.*」

「*have to remain exceptionally alert and flexible*」という部分が印象的な講演だ。ここでも「flexible」(柔軟性のある)が非常に重要な単語になっている。「例外的に柔軟になるかもしれない」と言っているのだから、「12月も利下げ」と市場が読むのは自然だろう。

米財務省と住宅ローン業界の間で、一部の借り手に関してこのリセットを先延ばしする案については、まだ詳細が詰まっていないようだ。週末のウォール・ストリート・ジャーナルにはこの案に対しては賛成と反対の両方があるとして、賛成論としては「米住宅産業の危機回避に役立つ」があり、反対論は「危機の先送りに過ぎない」を紹介している。詳細がどう決まるか見守る必要がある。

《 overdose ? Where is the liquidity going ? 》

市場への当局からの流動性の付与が続き、FRBがさらに利下げをする可能性が高いという展開の中で、恐らく先読みが得意な市場関係者の頭の中にある疑念や思惑は、「ではこうした流動性は危機回避が見えてきた段階ではどこに向かうのだろうか」だろう。2000年のY2Kの際に大量に市場に供給された流動性は、一部のY2Kオオカミ少年の警告をあざ笑うかのように危機を発生させなかったことから、その後多くの市場に流れ、その後の金融市場の膨張を生んだ。

12月11日の次のFOMCでも利下げしなければならないというコーンやバーナンキの発言にはやむを得ない面がある。中央銀行が犯せるリスクには限度がある。まあ大体大丈夫だろうではすまない。FRBは米国経済の雇用維持までその責務の中に入れられている。米金融機関が年越しを無事迎えられないかもしれないとなったら、何が何でも問題が起きないような手だてを整えるしかない。それは世界中の中央銀行に課された責務である。

だからこそ、2000年のY2Kにも各国中央銀行は備えたのである。「モラル・ハザード」の議論は出来るが、近々の将来に対する不安の方にこそ、中央銀行は対処せざるを得ない。国民経済を背負っている面があるからだ。企業倒産や失業の危機は実際にあるのだから。

問題は、その後の処理だ。本来だったら「大丈夫だった」と事態の先行きが見えたところで、流動性を適切なレベルに引き下げる、吸収する必要がある。しかしこれは供給する以上に難しい。それはY2Kの際の出来事を振り返れば分かる。至難の業なのだ。流動性が残

ればそれは投資機会を求めて新たな市場に向かい、その市場で新たなバブルを生む。

これは筆者の私見だが、仮に今各国中央銀行が今行っている資金供給を「liquidity vaccines」（流動性ワクチン）と呼ぶなら、現状は「過剰投与の状態」（overdose）だと思う。問題はこの過剰流動性が吸収される前にどこに動くかである。望ましいのはどこかに向かう前に吸収されることだ。しかし世の中それがうまく実行されるほどうまくは出来ていない。過去の歴史はそれを物語る。

先週末の市場では、それまでの株安、ドル安、商品高がそっくり反転する動きが見られた。ポジションの傾きが多少直っただけとの見方も出来る。しかし筆者はその先を読む動きも始まっているのではないか、と思う。つまり「ワクチンの過剰投与」のその先の世界への思惑である。避難していた資金がかつての、そして割安となった市場に戻り始めたようにも見える。

むろん、あと1ヶ月弱で2008年を迎える今の世界の市場では不安感が一杯である。世界中の金融機関が無事2008年を迎えられるかは、その時になってみなければ分からない。本来市場とは不安に満ちたものだ。不安が今だけあるわけではない。

それにしても、筆者の今最大の関心事項は、「過剰投与の先の世界」である。

今週の主な予定は以下の通りです。

12月3日（月）

7～9月法人企業統計

11月新車販売

11月米国内自動車販売

米11月ISM製造業景況指数

米サンフランシスコ連銀総裁講演（「米経済見通しについて」）

ヒル米国務次官補が北朝鮮訪問で調整

UAE・サウジなどペルシャ湾岸産油国が首脳会議（ドルペッグ制度維持の是非を協議）

12月5日（水）

英中銀金融政策委員会（～6日）

米MBA住宅ローン申請指数

米11月ADP雇用統計

米7～9月非農業部門労働生産性（確報）

米7～9月単位労働費用（確報）

米10月製造業受注

米11月ISM非製造業景況指数

ポールソン米財務長官講演（中国）

OPEC総会（アブダビ）

12月6日(木)

10月景気動向指数(速報)

11月工作機械受注(速報)

ECB理事会

12月7日(金)

7~9月GDP(改定値)

米11月雇用統計

米12月ミシガン大学消費者信頼感指数

《 have a nice week 》

日本の週末はいかがでしたか。というのも、今はアメリカ東海岸のノースカロライナ州に来ています。今いるのは州都のローリー。日本で定着した発音・表記だそうですが、綴りは「Raleigh」。現地に来ると、アメリカ人の発音はとても「ローリー」には聞こえない。「ラレー」とか「ラレイ」とか。まあしかし、「マクドナルド」の例もあるし、「ローリー」で行きましょう。

金曜日の午後にアトランタに入って、その後ローリーまで来たのですが、到着する前に見たCNNはニューハンプシャー州のクリントン選挙事務所での立てこもり事件を報じ、CNBCは金曜日のニューヨーク市場で起きた株高、債券利回り上昇、商品相場全般の下落、そして対ユーロなどのドルの反発を報じていました。まあ今週もいろいろな動きがアメリカではある筈で、しっかり見てみようと思っています。

アメリカには4年も駐在したし、その後も何回も来ていますが、「ノースカロライナ」という州に入ったのは初めてだと思う。気候は今の東京と同じくらい。紅葉が真っ盛りです。ワシントンの南、フロリダの北という位置。ローリーは州都ですが、大きな街ではない。だから「日本人はあまりいないだろう」と思ったら大間違いのようです。

この街に進出しているニューヨークのグランドセントラル駅地下の「オイスターバー」(東京では品川アトレに入っている)に行ったら日本人の女性の方が働いていて、この辺の日本人に関して、「IBM、富士通、ソニー・エリクソンなどかなりの方が居ますよ」と教えてくれた。

今回は当地に進出している日本企業が取材対象ではないので取材はしませんが、この州はバイオやITなどでは結構全米でもレベルの高い州らしい。デュークという有名大学や、ノースカロライナ大学がある。まあ言ってみれば大学町です。

水曜日まで滞在し、木曜日の午後には日本に戻ります。皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所首席研究員の伊藤(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。》