

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1908号 2008年01月28日(月)

《 Rogue Trader 》

金曜日のニューヨーク市場を除く先週後半の世界各地の株価大幅反発によって、世界の金融市場には一種の安心感が広まっている。ドル安も一服し、株価も底値からは反発。しかし、世界の金融市場の動揺は暫く続くだろう。米経済の先行き、それと世界の金融機関への不安は依然として強い。引き続き株にしる為替にしる、値動きの荒い展開が予想される。

一種の「安心感」が市場に出てきたのは、21日、22日の世界的な株価の大幅な下げの原因が今になって見えてきた点にある。それはソシエテ・ジェネラルのトレーダーの不正取引による巨額損失に関連した損切りが、この両日に集中的に出たのではないかとの観測である。このトレーダーは、8兆円近くのポジションを持っていたという。主に持っていたのは、ユーロストック、ドイツ株式指数などの先物取引だったと言われる。

そのポジションの解消が具体的にどう展開し、その余波がどう広がったのかはまだ詳らかではない。しかし、「株安が続くことのないような不安。世界恐慌を連想させるかのような大量などめもない売りが出ている」という疑心暗鬼は、実は「管理の甘いフランスの銀行の損失処理」だったという納得感の中である程度解消された、ということである。

しかしこれが新たな問題を引き起こしている。それは第一に、フランスの当局がアメリカや日本など世界の金融当局にきちんとそのことを知らせたのか、という疑念。知らせたとしても何時か。それはFRBの22日の緊急利下げ以前か、以後か。

次に、「では定例FOMCではどのような判断が下るのか」という不安である。何故かという点、FRBはそうは言っていないが、明らかに22日朝のFOMCによる緊急利下げは、21日、および22日の東京を含む世界各地株式市場の大幅下落に恐れおののいて行われたと見られているからだ。

FRBはその時点、つまり緊急利下げを発表した22日の朝の段階では、「フランスの銀行の不祥事は知らなかった」と述べている。それが本当なら、その時点で起きていた株安の本当の原因を知らなかったことになる。

指摘したようにフランス当局は22日の時点では事件と今起こっている株安の背景を知っていたはずだ。それなのになぜFRBに伝えなかったのかは既述の通りまず問題だし、次に利下げを誘発した株価の下げが経済に対する不安感ではないところがあったとしたら、あの緊急利下げは実は不必要だったのではないかと、そうでなくても一週間後の今週の正式FOMCを待っても良かったものではないのか、とも考えられる。そこまで考えると、今週の正

式 FOMC では大きな利下げは行われたいのではないかと、という見方も出来る。

先週末から今週にかけてのアメリカの新聞で非常に特徴的なのは、FRB 批判が非常に強いと言うことである。「不必要で慌てふためいた利下げだった」との批判だ。FRB の内部にも不満を抱いた向きがいたことは、あとで触れるが FOMC 声明の中でも明らかだ。

FRB はフランスの銀行の不祥事(7 6 0 0 億円の損失と伝えられる)の有無にかかわらず、「あの緊急利下げは必要だった」と述べている。しかしそれは本当だろうかと考える人が多いのも確かである。

今の市場の見方では、FOMC は 3 0 日の FOMC 最終日に「 0 . 5 % の利下げ」をする、と見られている。FF 金利の先物市場では、年内に 2 . 2 5 % の FF 金利を見込んでいるようにも見える。しかし 2 1、2 2 日両日の世界的な株価の下落がもしかかなりの部分がフランス一銀行の一ディーラーが出した損失、それに関連した損切り、損失処理だったとしたらたった一週間という短い時間軸の中で、アメリカの歴史にも余り例がないような 2 回に渡る 1 . 2 5 % もの利下げをしても良いのか、という議論が出てくるし、ニューヨークの金曜日の寄り高後の株価反落には、こうした不安感も強かったと筆者は見ている。

《 a regular FOMC 》

では FOMC はアメリカ経済の現状をどう考え、今後の展望をどうしているのかを先週の緊急利下げに関する声明で見てみる。

「The Federal Open Market Committee has decided to lower its target for the federal funds rate 75 basis points to 3-1/2 percent.

The Committee took this action in view of a weakening of the economic outlook and increasing downside risks to growth. While strains in short-term funding markets have eased somewhat, broader financial market conditions have continued to deteriorate and credit has tightened further for some businesses and households. Moreover, incoming information indicates a deepening of the housing contraction as well as some softening in labor markets.

The Committee expects inflation to moderate in coming quarters, but it will be necessary to continue to monitor inflation developments carefully.

Appreciable downside risks to growth remain. The Committee will continue to assess the effects of financial and other developments on economic prospects and will act in a timely manner as needed to address those risks.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; Timothy F. Geithner, Vice Chairman; Charles L. Evans; Thomas M. Hoenig; Donald L. Kohn; Randall S. Kroszner; Eric S. Rosengren; and Kevin M. Warsh. Voting against was William Poole, who did not believe that current conditions justified policy

action before the regularly scheduled meeting next week. Absent and not voting was Frederic S. Mishkin.

In a related action, the Board of Governors approved a 75-basis-point decrease in the discount rate to 4 percent. In taking this action, the Board approved the requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of Chicago and Minneapolis. 」

まず目に付くのは、この決定には異論者がいたということだ。セントルイス連銀のビル・プール総裁が、「current conditions justified policy action before the regularly scheduled meeting next week」(現在の状況は、来週の定期 FOMC を前にしての政策変更を正当化していない)と、今のアメリカのメディアでの議論を先取りする主張をしている。

FRB のアメリカの景気認識は、第二パラグラフに良く現れている。

- 「景気見通しの悪化」
- 「経済成長に対するダウンサイド・リスクの増大」
- 「金融市場を取り巻く全体的環境の悪化」
- 「一部企業や家計にとっての信用の引き締め」
- 「住宅市場の収縮」
- 「労働市場の悪化」

と書き綴られている。しかし、これだけの理由を持ってわずか一週間の間に 1 . 2 5 % もの利下げを行う必要があるのかどうかは不明である。こう見てくると、やはり先週の緊急利下げは、「世界的な株価の下げに驚いたバーナンキと FOMC 多数派の決定だった」ということが出来る。

22日の段階ではソシエテ・ジェネラルの損失は明らかになっていなかった。その段階で出来たコンセンサスが、「1月末のレギュラーな FOMC でも利下げがあって、その幅は 0 . 5 %」というもの。先週後半の世界的な株価の上昇も、それを前提としている。

今週の FOMC はこの市場の「認識」と戦わなくては行けないが、これは難しい。また反対者が出ることを覚悟して、市場に屈する形で 0 . 5 % の追加利下げを行うのは、それとも「先週もうやった」として見送るのか、それとも「0 . 2 5 % の利下げ」で止めるのか。

FOMC は先週の景気認識をわずか一週間で変えることは出来ない。景気に対する認識が変わらないとしたら、筆者は見切り発車的に 0 . 5 % の追加利下げをしようと思う。それは一方で、それは将来の「過剰流動性」と「インフレ」の発生を予感させるものとなる。

《 lower dollar ? 》

問題は、その時点でドルに何が起こるのかである。ドル・円を見ても、株価の大幅な上げに

対してドル・円の戻りが鈍かったのには理由がある。仮に0.5%の追加利下げがあったとすると、アメリカのFF金利誘導目標は3.0%になり、さらにまだ下げ期待が残ることになる。一方日本の短期金利誘導目標は0.5%で暫く動かないだろう。

過去の例を見ると、日米金利差が3%を切った段階では円高に拍車がかかり易い。仮に一部で囁かれているように2.25%程度へのドル金利が下がるようなら、日米金利差は最近にはないほど低くなることになる。一方、円の豪ドル、ニュージーランド・ドルに対する動きは、円高の限界を示し始めている。オーストラリアには、利上げ観測がある。

こうした状況を考えて、ドル・円には依然として下方圧力が残ることになる、と考える。日本の投資家の間には米ドル離れも進むだろう。しかしそれは金利の高い通貨への選好という形になるとも考え得る。

アメリカを見る上で今後置いておかねばならない事は、今回の問題の本質に取り組む姿勢がどの程度出てくるのか、という点です。今の問題の大きなポイントは、「信用のリンク」があちこちで疑心暗鬼にさいなまれているということです。それを回復するには、銀行や証券会社など関連金融機関に対する公的資金の投入と、極端に値下がりしたサブプライム関連証券の買い上げ、などが考えられる。

日程にない今後の展開で重要なのは、モラル・ハザードの議論は必ず出てくるが、

1. 金融システムの弱い部分への公的資金の導入
2. 不良債権などの買い取り機関創設問題
3. 新たな消費促進措置
4. 住宅取得を別な形で促進する方法

などでしょう。ブッシュ政権がこうした問題に一般教書演説などを通じてどう市場にメッセージを発信するのかが注目される。

今週の主な予定は以下の通りです。雇用統計など指標の発表が相次ぎますし、FOMC もある。忙しい一週間です。

1月28日(月)

12月企業向けサービス価格指数

米12月新築住宅販売

1月29日(火)

12月労働力調査

12月家計調査

12月商業販売統計

米12月耐久財受注

米11月S&P/ケースシラー住宅価格指数

米1月コンファレンスボード消費者信頼感指数

	米 FOMC(~ 30 日)
	米大統領選予備選(フロリダ州)
	英独仏伊首脳会合(ロンドン、国際金融市場 の混乱への対応を協議)
1 月 30 日(水)	12 月鉱工業生産(速報)
	米 MBA 住宅ローン申請指数
	米 1 月 ADP 雇用統計
	米 10 ~ 12 月 GDP(暫定値)
	米 10 ~ 12 月雇用コスト指数(暫定値)
	米 10 ~ 12 月個人消費(暫定値)
	グリーンスパン前米 FRB 議長講演(「経済に 関して」)
1 月 31 日(木)	12 月住宅着工
	12 月建設工事受注
	米 12 月個人所得・支出
	米 12 月 PCE コアデフレーター
	米 1 月シカゴ購買部協会景気指数
	米 10 ~ 12 月雇用コスト指数
	米クローズナーFRB 理事任期切れ(その他空席 2 人分のポストを決める人事が 1 月末ま でに決定予定)
2 月 1 日(金)	1 月新車販売台数
	米 1 月雇用統計
	米 1 月ミシガン大学消費者信頼感指数(改定)
	米 1 月 ISM 製造業景況指数
	米 12 月建設支出
	米 1 月米国内自動車販売
	O P E C 総会

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。相変わらず寒い日が続いています。しかし千秋楽の横綱対決は凄かった。久しぶりに「力と意地のぶつかり合い」を堪能しました。

注目されたサウスカロライナではオバマ候補が圧勝。黒人の人々が誰よりも一番「黒人の大統領はまだ無理だろう」と考えている、とアメリカでは言われた。しかし、その考え方を改め始めたとも言われる。それが同州での選挙結果である。とすると、スペイン系はどう出るのか。民主党は完全に「二人の候補の対等激突」という図式になった。共和党はマケイ

ンの一歩リードで、ジュリアーニはピンチといったところでしょうか。

ところで、最近行ってみて良かったと思ったところがあります。東京タワーです。実に久しぶりに150メートルの地点と一番上の250メートル部分にある展望台に行ったのです。250メートル部分は以前なかった。この有名な塔は、2011年にテレビ塔としての一番重要な役割を終える。墨田区に新しい塔が出来て、それが主要な電波放出塔になるからです。

で、最近新聞記事などでも東京タワーの話題が多い。「Always 三丁目の夕日」の残像もあったのでしょうか。久しぶりに、と思って行ったのです。東京の景観も上から見るとなかなかです。高いビルが出来てそこからでも東京は鳥瞰出来る。

しかし、東京タワーは胴回りが細い。30歩くらい歩くと東京の街を全方位に向かって全貌出来る。意外だったのは、汐留めのビル群が予想以上に厚かったこと。そして、新橋が完全にビル群の谷間に存在していることが分かったこと。あれでは海風が遮られて、新橋が暑いわけだ。

面白かったのは、150メートルのところに「Look Down」という床が透明なガラスになっている部分が三つあること。私は覗いただけですが、あれは怖い。上に立つことはやめました。あの上で飛んだり跳ねたりしていたのは子供だけです。大人は皆怖がっていた。

確かあの塔は50周年。放送塔としての役割を終えると、収入が減る。観光名所として生き延びるしかない。まあでも何年ぶりかで行くのは楽しい、と思いました。

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。》