

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1916号 2008年03月24日(月)

## 《 Primary Credit Rate 》

振り返ると先週一週間は驚くほど出来事が詰まった7日間でした。月曜日の日本時間朝のベア・スターズ救済、それに伴うプライマリー・ディーラーへの公定歩合貸し出しと利下げ、FOMCでのFF金利の0.75%の下げ、ニューヨーク株の乱高下と週後半の商品市況の高値からの10%近い下落。今週も市場の不安定さ、資金の素早い動きは続くでしょう。期末の接近という環境もある。ドルは反発する前にもう一度下げる可能性があるし、商品相場が再び高値追いになるのかなど見所も多い。

筆者がベア・スターズ救済劇で一番気になったことと言えば、同社の資金繰り難がほんの短時間に、かつ劇的に悪化したことであり、かつその救済劇がかなり乱暴なものだったことだ。

ベア・スターズ救済に至る事態の推移に関しては、ウォール・ストリート・ジャーナルなどにかなり詳細な記事が出ていたが、驚くべきは状況悪化のスピードだ。170億ドル近くあった手元現金が、実は一日ちょっとで枯渇したことが明らかになっている。その結果、ポールソンを含めて米通貨・金融当局が「救済やむなし。しかも月曜日の東京市場が開場する前に救済策発表」を急がざるを得なくなった。実際そうだったわけで、それとともに発表されたのが、Primary Credit Rate（通常の discount rate ではないが、公定歩合と訳された）の0.25%の引き下げである（3.50%→3.25%）。

筆者が前号（1915号）を書き上げたのが17日月曜日の午前7時過ぎ。実はその時はベア・スターズのモルガンによる買収も、FRBによる公定歩合引き下げも正式には発表されていなかった。7時30分にはテレビ東京の車が来るのでいつもより早めに書き上げたのだ。それが文章に手を入れた最後。神谷町の局に入ってある程度の打ち合わせを済ませた後の、9時前からの番組に入る直前に救済と利下げが正式発表されたのである。その後17日の私のレポートを読まれた方はちょっと違和感をもたれたかも知れない。しかしそれほど17日の朝の動きは何を何時書いて直ちに書き直しが求められるほど激しかったのである。

話を戻すが、ベア・スターズの救済に至る過程が示していることは

1. 今後も、ベア・スターズ型の金融機関の行き詰まりが突如として浮上して、その救

済に当局が走り回る事態も予想されること

2. その度に、市場の緊張感が高まることが予想され、依然として市場の「安定」を取り戻すのは少し先になると思われる

FRB がこれまで救済するとしたら、それは銀行でした。今回は証券会社。「なぜ証券会社まで」という疑問に関しては、「too big」よりも「too interconnected」が当たっていたようです。つまり、あまりにも市場動向全体と繋がっていた、相互依存性が高かったのだ、という理由。

しかしそれでも、マンハッタンの本社ビルだけでも10億ドルの資産があったベア・スターンズがなぜ2億3600万ドルでJPモルガンに売却されたのか。いくつかの説明がある。「資産があまりにも毀損していた」「隠れ損失があった」などだが、いずれにせよ85年という歴史を持つベア・スターンズを「つぶす」決断は出来ない状況だったと言うことだろう。救済しなかった。

こうした状況の中で、当局は先週二度にわたる利下げを行い当面の危機は乗り切ったように見える。しかし、新たな危機の火種は、まだ市場に潜んでいると考えられる。ベア・スターンズの場合は、市場での同社の経営危機に関する噂が少なくとも一つのきっかけになったと言われる。市場は依然としてこうした危機への身構えを忘れてはいない。

### 《 Voting against 》

先週発表された FOMC による 0.75% の利下げは広く予想されたことではあるが、一つ筆者には非常に記憶に残ったことがあった。それは二人がこの措置に反対したことである。声明文の全文は以下の通り。

「Release Date: March 18, 2008

For immediate release

The Federal Open Market Committee decided today to lower its target for the federal funds rate 75 basis points to 2-1/4 percent.

Recent information indicates that the outlook for economic activity has weakened further. Growth in consumer spending has slowed and labor markets have softened. Financial markets remain under considerable stress, and the tightening of credit conditions and the deepening of the housing contraction are likely to weigh on economic growth over the next few quarters.

Inflation has been elevated, and some indicators of inflation expectations have risen. The Committee expects inflation to moderate in coming quarters, reflecting a projected leveling-out of energy and other commodity prices and an easing of

pressures on resource utilization. Still, uncertainty about the inflation outlook has increased. It will be necessary to continue to monitor inflation developments carefully.

Today's policy action, combined with those taken earlier, including measures to foster market liquidity, should help to promote moderate growth over time and to mitigate the risks to economic activity. However, downside risks to growth remain. The Committee will act in a timely manner as needed to promote sustainable economic growth and price stability.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; Timothy F. Geithner, Vice Chairman; Donald L. Kohn; Randall S. Kroszner; Frederic S. Mishkin; Sandra Pianalto; Gary H. Stern; and Kevin M. Warsh. Voting against were Richard W. Fisher and Charles I. Plosser, who preferred less aggressive action at this meeting.

In a related action, the Board of Governors unanimously approved a 5-basis-point decrease in the discount rate to 2-1/2 percent. In taking this action, the Board approved the requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of Boston, New York, and San Francisco.」

私の記憶では一人が反対するというのはよくあるが、二人が反対したというのは珍しい。それだけ FOMC 内部にも、インフレ懸念や景気情勢を巡っていろいろな意見があったのだろう。1.0%の利下げを最初は主張した人もいたかもしれないが、大勢の利下げ幅は0.75%に落ち着いた。

しかしそれでも、「もっと小幅な下げにすべきだ」と Richard W. Fisher and Charles I. Plosser の二人は主張した。二人の「もっと小幅」がどのくらいを指しているのかに関しては、声明段階では記されていない。議事録が出れば分かるかもしれないが。将来のインフレの危険性を考えれば意見が割れるところで、今後の利下げに関しては今まで以上に FOMC の内部の意見は割れる危険性がある。

声明文の中には、FRB のアメリカ経済に関する素直な認識が入っている。声明が第二パラで集中的に取り上げている「経済活動は更に鈍化した」「消費支出の伸びは鈍化した」「労働市場は一段と弱くなった」「金融市場は依然として極めて緊張している」「信用市場は引き締め状態だ」「住宅市場の縮小事態は深刻化している」という状況はその通りだと思う。

しかし FOMC はその直後にインフレに関して、「Inflation has been elevated, and some indicators of inflation expectations have risen. The Committee expects inflation to moderate in coming quarters, reflecting a projected leveling-out of energy and other commodity prices and an easing of pressures on resource utilization. 」と述べている。

「インフレは高進し、インフレ期待を示す一部の指標は上昇した。」と述べながらも、「しかしFOMCとしては、予想されるエネルギー価格やその他商品価格の頭打ち、それに設備稼働率への圧力緩和によって、インフレ率は今後数四半期の間に低下するだろう」との判断を下しているのである。

この読みの正しさがある程度正しかったことが示されたのが、先週の後半になってからの商品相場の高値からの大幅反落である。金、原油など主要な商品相場は、直近の高値から軒並み10%近く軟化した。この下落に関しては、二つの見方がある。一つは商品相場が全体として当面の頭打ちをした、という見方。これだと、FOMCの声明文の「a projected leveling-out of energy and other commodity prices」は正しい見方だということになる。

もう一方は、「上げ相場の中の調整」というもの。つまり調整が終わったら、また商品相場は上値追いをするという見方。週末のアメリカの経済紙・誌などの見方は後者の見方が多いようだ。FRBも「インフレへの監視の必要性」を認識したが故に、利下げ幅を0.75%に抑えたのかもしれない。筆者は、商品相場の最近の上げ基調は行き過ぎだと考えていて、始まった調整は暫く続くと考ええる。

### 《 central banks keep buying dollar 》

ドル相場の値動きも激しかった。先週のドルの安値、円の高値は95円台。円が史上最高値をつけた1995年（4月19日の79円75銭）の後半以来のドル安・円高水準だった。しかしその後はドルが戻す場面が多くなっており、一時ドルは100円台に戻した。

この週末に私が注目した統計は、ニューヨーク連銀の外国当局・国際機関勘定で保有されているマーケットナブルな財務省証券の規模だ。日本や中国など海外通貨当局の米国債の保有状況を示すもの。先週水曜日に終わった一週間の平均は1兆2800億ドルに達した。これは昨年9月の1兆2000億ドル、2年前の1兆1300億ドルに比べて順調な増加ぶりだった。

これは一部で噂されている「外貨準備の運用対象としてのドルの魅力低下」が実際には生じていないことを示している。つまり、海外の通貨当局は言われるほどドル離れをしていないということである。「ドル基軸通貨時代の終わりの始まり」などと言われるが、実際にはこれは短期間に進むわけではない。最近のドル先行き不安も将来にかけて長い時間をかけて進むかも知れない事態が明日にでも起きることのように錯覚した面もある。その意味では、ドルが安値から戻したのは当然かも知れない。

しかし、過去10年以上にわたってドルのフロアを形成してきた101円レベルが破られたことは、少なくともドルの上値抵抗線がしばらくはその辺に残ることを意味する。ドルの底意が強いものになるにはしばらく時間がかかると考えるべきである。

今週の主な予定は以下の通りです。

3月24日（月）

1-3月法人企業景気予測調査

	2月全国スーパー売上高
	独・香港・オーストラリア市場休場
	米2月中古住宅販売件数
3月25日(火)	米3月コンファレンスボード消費者信頼感指数
3月26日(水)	2月貿易収支
	2月企業向けサービス価格指数
	米MBA住宅ローン申請指数
	米2月耐久財受注
	米2月新築住宅販売件数
	シカゴ連銀総裁講演
3月27日(木)	ECB理事会
	米10-12月GDP(確定値)
	米10-12月個人消費(確定値)
	米10-12月コアPCE(確定値)
	米10-12月GDP価格指数(確定値)
	米クリーブランド連銀総裁講演
	米アトランタ連銀総裁講演
	米フィラデルフィア連銀総裁講演
3月28日(金)	2月労働力調査
	2月全世帯家計調査
	3月都区部・2月全国消費者物価
	米2月個人所得・支出
	米2月PCEコアデフレーター
	米3月ミシガン大学消費者信頼感指数(確報)

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。大分温かくなって、土曜日は昼を練馬豊玉の好きな蕎麦屋である田中屋ですませた後、あちこちに桜の開花状況を見に出掛けました。一番綺麗に咲いていたのは外務省の一角。首都高速の出口を降りたところにあった。あの2本は毎年早い。靖国神社にも行きましたが、まだほんの一部だった。今週からはあちこちで綺麗に咲くでしょう。が、毎年桜を見て回るときはなぜか寒い。

土曜日はその後ワールド・ビジネス・サテライトだったのですが、残念なことに土曜版は来週が最後。ということで、終わったあと珍しく6人ほどで軽く飲みに行きました。深夜の番組ですから、終わったら飲みに行くということはありません。確か初めてじゃないかな。飲み会をすると、仕事の場では出てこない話などが出来て面白い。塩田さんは、夕方の番組のキャスターになるそうです。

練馬豊玉の田中屋ですが、5月11日をもっての閉店するそうです。私はこの蕎麦屋が非常に好きでした。家から車であまり遠くない。駐車場が潤沢にあって、何を食べても美味しい。近くには野口という田中屋で修行した人がやっている店もある。しかし、店が狭く、かつ駐車場が少なくてちょっと遠い。

店員の方に聞いたら、今のあの駐車場たっぷりの豊玉店の土地とビルは田中屋が持っているものではなく、借地、借家なのだそうです。ところが地主さんが土地とビルを他の人に売ってしまった。「それで居たくても居られなくなった」ということだそうです。本店を銀座店に移すのだそうです。今の場所はマンションになるのだと。

しかし銀座店はソニービルの裏の道をワンプロック新橋寄りに歩いたところにあるのですが、狭い。赤坂にも田中屋があるのですが、ここはなんと煙草を吸わせる。松屋だか松坂屋だかの上にもあるのですが、そこもあまり感心しない。

自分が好きな店がなくなるというのは、実に寂しい。

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。》*