

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1918号 2008年04月07日(月)

《 more stabilized 》

雇用統計後の市場の反応を見ながら、前々回、前回発表の時との反応の違いを考えていました。雇用統計の非農業部門就業者数が予想外の減少になるのはこれで3ヶ月連続ですが、市場の反応は落ち着いたものになってきている。前2回は統計に対するニューヨークの株価や外国為替市場のドルの反応はシャープだったが、先週末の予想を上回る非農業部門就業者数の減少は、むしろ静かに迎えられたと言って良い。

統計発表後のオープニングはさすがにニューヨークの株は安かったが、その後の動きは安定していて、むしろ日中の殆どの期間をプラスで推移した(引値は小幅安)。外国為替市場のドルの動きはもっと安定していて、ドル弱含みだったが、その前のドルの反発・上昇の大きさを考えればむしろ高値からのドルの反落は当然と思える状況。より大きな市場環境を見ても、過熱していた商品相場はトウモロコシ以外は大幅に一時の高値から反落し、債券市場では異常な低金利は解消してきた。

こうした動きは、市場が「危機慣れ」したという事情以上に、

1. 実体経済の悪化をかなりの程度織り込んでいるので、悪い方にニュースが出た場合にも、「ある程度織り込み済み」という受け取り方が出来る状況になってきている
2. 危機に対しての当局の対応が一応アメリカでは出揃いつつあり、追加景気刺激策を求める動きがあるものの、5月には戻し税もアメリカ国民に届く予定になっており、「悪化」後のアメリカ経済への期待もある
3. 今回の一連の危機対応に関しては一部に批判はあるものの、ギリギリの判断の中で市場がほぼ満足する対応(敏速さ、その内容)が出来ているとの安心感が広がっている

などの背景があると思われる。

もっとも今の市場の安定がどの程度続くのかは保証の限りではない。実体経済は大きく変化しており、現状を言えば今現在では景気の状態は悪化している。問題は「その後のアメリカ」だが、まず「現状」を示す3月の雇用統計は、今のアメリカ経済の厳しい状況を端的に示した。

週末の日本の新聞で既にかなり報じられているが、重要な点は今年に入ってアメリカ経済は3ヶ月連続して毎月8万人ほどの雇用を減らしている、ということである。1、2月の非農業部門就業者数で見る雇用の減少幅は、今回ともに7万6000の減少に改訂された。当初発表はそれよりも小さい数字だった。それに加えて3月の同雇用者数は8万人の減少である。要するにアメリカ経済は年初から23万2000人の雇用を失ったことになる。

アメリカ経済は人口の伸びを勘案すれば、毎月10数万人の雇用の増加がなければ「失業の増加」に繋がると考えられているだけに、この3ヶ月で23万以上の雇用の減少がいかにアメリカ経済にとって危機なのかが分かる。失業率は3月の場合5.1%で、これは3年ぶりの高い水準。そもそも働くことを諦めた人が多かったと思われることを勘案すれば、雇用情勢は危機的である。

セクター別に見て雇用の減少が一番進んでいるのは建設分野で、今回の危機の中で個人の住宅建設が減少しているために3月には5万1000人の雇用が失われた。製造業の職も4万8000人の減少となったが、木材やプレハブ用乾燥石膏板など建設資材製造業界での雇用喪失が多い。自動車販売も不振で、アメリカ人が大きな買い物を控えている事情が透けて見える。家具も不振、金融セクターも良くないとサブプライム問題を巡る一連の問題の広がりが鮮明になっている。

こうした状況を受けて民主党のナンシー・ペロシ下院議長は先週金曜日ブッシュ大統領と今週会談し、「追加の景気対策の検討」を求めることを明らかにする声明を発表した。3月の雇用者数が約5年ぶりの大幅な減少となったため、同議長は「大統領には米経済に再び焦点をあててもらい、議会超党派で新たな景気対策に取り組むことを促す」と要求している。

《 FRB is more confident 》

対して、金融政策を担当しているFRBはどう考えているのか。先週バーナンキ議長は、ベア・スターズの破綻 身売り（日本時間の3月17日）以降初めての議会証言を行ったが、そこでの議長の証言内容は予想外の強気であり、インフレの先行きを懸念するものだった。個々の数字では今後もアメリカ経済の危機を示すものはでてくるものの、浮かび上がってきたのは「一段利下げの限界」だ。

まずバーナンキは米経済をどう見ているか。証言のこの部分が彼の見立てを凝縮してしてくれる。

「Overall, the near-term economic outlook has weakened relative to the projections released by the Federal Open Market Committee (FOMC) at the end of January. It now appears likely that real gross domestic product (GDP) will not grow much, if at all, over the first half of 2008 and could even contract slightly. We expect economic activity to strengthen in the second half of the year, in part as the result of

stimulative monetary and fiscal policies; and growth is expected to proceed at or a little above its sustainable pace in 2009, bolstered by a stabilization of housing activity, albeit at low levels, and gradually improving financial conditions. However, in light of the recent turbulence in financial markets, the uncertainty attending this forecast is quite high and the risks remain to the downside. 」

今回の証言に対する日本のマスコミ報道を見ていると、注目されたのは下線を引いた部分だ。特に「could even contract slightly」。しかし筆者が注目するのは、一旦低成長になった後のアメリカ経済が下期から来年にかけてむしろ成長するとした彼の自信である。「We expect economic activity to strengthen in the second half of the year, in part as the result of stimulative monetary and fiscal policies; and growth is expected to proceed at or a little above its sustainable pace in 2009」の部分である。

今の危機が去った後のアメリカ経済に対する自信の根拠については、バーナンキは次の点を指摘している。

- 1 . 水準は低くても、住宅市場が安定する
- 2 . 金融市場が安定化する

の二つだ。もちろん最後に「先行き見通しは不確定であり、アメリカ経済のリスクは景気ダウンの方向にある」と述べているが、既に指摘したように5月には戻し税が全米の国民に届くので、そういう財政面での刺激も加わるという見通しもあるのだろう。彼のアメリカ経済に対する自信は、証言の最後にも出てくる。

「Clearly, the U.S. economy is going through a very difficult period. But among the great strengths of our economy is its ability to adapt and to respond to diverse challenges. Much necessary economic and financial adjustment has already taken place, and monetary and fiscal policies are in train that should support a return to growth in the second half of this year and next year. I remain confident in our economy's long-term prospects. 」

つまり彼はそうは言っていないが、「アメリカ経済はどちらかと言えばV字回復する」と言っているように私には見える。少なくともマーケットの一部にあるL字とは考えていないのだろう。バーナンキがこう指摘するということは、「もうかなり十分やった」という指摘と合わせて考えると、「今後はあまり利下げしなくて良い、利下げ出来ないと考えている」と考えられる。

私の印象では、バーナンキのインフレに対する指摘は分量が増えている。彼は以下のよ

うに述べる。

「Inflation has also been a source of concern. The price index for personal consumption expenditures rose 3.4 percent over the twelve months ending in February, up from 2.3 percent over the preceding twelve-month period. To a large extent, this pickup in inflation has been the result of sharp increases in the prices of crude oil, agricultural products, and other globally traded commodities. Additionally, the decline in the foreign exchange value of the dollar has boosted some non-commodity import prices and thus contributed to inflation. However, the so-called core rate of inflation--that is, inflation excluding food and energy prices--has edged down recently after firming somewhat late last year.

We expect inflation to moderate in coming quarters. That expectation is based, in part, on futures markets' indications of a leveling out of prices for oil and other commodities, and it is consistent with our projection that global growth--and thus the demand for commodities--will slow somewhat during this period. And, as I noted, we project an easing of pressures on resource utilization. However, some indicators of inflation expectations have risen, and, overall, uncertainty about the inflation outlook has increased. It will be necessary to continue to monitor inflation developments carefully in the months ahead. 」

《 more concerned about inflation 》

バーナンキ議長は、今まではインフレの先行きに対してはむしろ楽観的だった。これには、急激に利下げをしている過程では「インフレが心配」などとは言えなかった、ということがあるのかもしれない。この姿勢は、今までの利下げを推し進めた FOMC の声明にも見られた。しかし今回はちょっと違う。インフレ要因に「ドル安」を指摘したのに加えて、「uncertainty about the inflation outlook has increased. It will be necessary to continue to monitor inflation developments carefully in the months ahead. 」(インフレ見通しに対する不安感が増した。インフレの展開を今後数ヶ月注意深く監視する必要がある)と述べた。

「monitor ~ ~ ~ carefully」というフレーズは経済に関する声明などには良く出てくる。G7 声明など。しかしはっきり覚えてはいないが、バーナンキがインフレに対してこのフレーズを使った記憶は珍しいのではないかと。ということは、景気のV字的な回復見通しと合わせてのインフレ懸念 ということ、今後の利下げペースはかなり鈍化する、ということではないか。

筆者がバーナンキ議長の先週の議会証言から得た印象は、「インフレを従来より警戒している。既に緩和はかなり十分にやったというのが FRB の判断であり、市場が期待している

ほどには今後は利下げをしないかもしれない」というものだ。次回の FOMC は 4 月 29、30 日である。「雇用」にも責任を持たなくてはならない FRB であるからして、恐らく現在 2.25% の FF 金利誘導目標は引き下げるだろう。しかし、引き下げたとしても 0.25% 刻みになるのではないか。

バーナンキ証言でもうひとつ筆者が興味を持ったのは、なぜ証券会社であるベア・スターズを救済したかに関する考え方だ。当然モラル・ハザード批判がある。バーナンキはそれに対して、「extremely complex and interconnected」という単語を使っている。以下がその部分である。

「Our financial system is extremely complex and interconnected, and Bear Stearns participated extensively in a range of critical markets. With financial conditions fragile, the sudden failure of Bear Stearns likely would have led to a chaotic unwinding of positions in those markets and could have severely shaken confidence. The company's failure could also have cast doubt on the financial positions of some of Bear Stearns' thousands of counterparties and perhaps of companies with similar businesses. Given the current exceptional pressures on the global economy and financial system, the damage caused by a default by Bear Stearns could have been severe and extremely difficult to contain. Moreover, the adverse effects would not have been confined to the financial system but would have been felt broadly in the real economy through its effects on asset values and credit availability. To prevent a disorderly failure of Bear Stearns and the unpredictable but likely severe consequences of such a failure for market functioning and the broader economy, the Federal Reserve, in close consultation with the Treasury Department, agreed to provide funding to Bear Stearns through JPMorgan Chase. Over the following weekend, JPMorgan Chase agreed to purchase Bear Stearns and assumed Bear's financial obligations.」

筆者はある意味で、これがアメリカの金融行政、特に金融機関の救済に関する目安の大きな転換だと思う。今までは良く「too big to fail」と言われた。「大きすぎて潰せない」だ。もちろんベア・スターズは小さくはないが、バーナンキが指摘しているのはベアがアメリカの金融市場で他の機関と「極めて複雑に、かつ相互連動している」という理由だ。ここで使われたキーワードが「interconnected」だ。

ということは、今回は証券会社だったが例えばヘッジファンドでもその倒産が「too interconnected to fail」だったら救済する、またはそれに類似した行為をするということでしょう。今後の利下げ抑制と金融機関救済基準の変更。そういう意味では、今回のバー

ナンキ証言は面白い。

一方アメリカではポールソンが少し息の長い金融システム監督権限の見直しを発表した。議会承認を必要とするものであり、具体的な形が見えてくるのは数年先、つまり次期政権だろう。全体的には FRB の金融市場全体に対する権限を大きく広げるものになっている。今までは FRB は銀行を主な監督対象としていたが、市場が「too interconnected」になったことに鑑み、証券会社や投資ファンドなど幅広い市場参加者に対する権限を持つようになる。

今週の主な予定は以下の通り。

4月7日(月)	2月景気動向指数(速報)
4月8日(火)	3月景気ウォッチャー調査 日銀政策決定会合(～9日) 米 FOMC 議事録公表(3/18分)
4月9日(水)	3月工作機械受注(速報) 日銀総裁定例記者会見 日銀金融経済月報 英中銀金融政策委員会(～10日) 韓国総選挙(韓国市場休場) 米 MBA 住宅ローン申請指数 米 2月卸売在庫
4月10日(木)	2月機械受注 2月国際収支 フィヨン仏首相来日(～13日) ECB 理事会 米 2月貿易収支 米 3月チェーンストア売上高
4月11日(金)	3月企業物価指数 米 4月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報)

G7

週末の G7 は、前回の G7 が示した危機対応の限界から判断するならば、大きな決定、行動は予想されない。恐らくアメリカが取った危機回避の一連の措置に対して G7 としても支持すると述べ、しかし危機の目は残っているので G7 としては今後も緊密に協調するといった内容になるのではないか。その一方で、世界経済を取り巻く状況に関しては、やや警戒感を示し、今後も G7 諸国は世界経済の回復軌道取り戻しに尽力する、といった内容になると思われる。

《 have a nice week 》

週末は温かったですね。天気も良かった。都内の桜はほぼすべての木で葉桜になってしまいましたが、東京もちょっと北に行くと桜が綺麗です。日曜日は珍しく大利根でゴルフをしたのですが、実に綺麗な桜。それはそれは素晴らしかった。桜は東京からちょっと北に行けば綺麗だし、関西はまだこれからのところが多い。機会を見つけてお楽しみ下さい。

最近をよく映画を見る。最近見た映画は「Lust,Caution/色・戒」。独特の緊張感のあるなかなかの映画でした。なぜ彼女があれだけのことをする決意をしたのかの説明が弱かったような気がするし、なぜ人力車の上で薬を飲まなかったのかも分からなかった。まあ「想像しろ」ということでしょうか。しかし、宝石店で「逃げて」といった彼女の言葉は、「そうなのかな」と理解できる。全体的には良くできた映画だと思いました。

「ラフマニノフ」も、独特の緊張感がある映画だった。映画は監督が「ラフマニノフの人生を解釈して」作った、と言っている。だから史実かどうかは必ずしも問わないし、「解釈」だから実際には違ったこともあるだろう。しかし、大枠では彼の人生を彩った人が出てくるという設定。

映画の作りも面白かった。当時のフィルムも随所に織り込んで、時代が行ったり来たりしながら映画は進行する。天才の名前に相応しいのか、予想外というかかなり壮絶な時代を、壮絶に生きた人として描かれている。ロシア革命・亡命を挟んだ人生ですから壮絶になるのも当然と言えば当然ですが。

暗い感じがする映画ですが、あれだけ作曲に悩んでいたというのは知りませんでした。天才なのですらすらだと思ったら違うのです。日本にもラフマニノフのファンは多い。そういう人達には一つの参考になる映画なのではないでしょうか。

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。》