

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1952号 2008年12月22日(月)

《 start of a new world ? 》

先週FOMCが公表した12月会合後の声明文は、未永く残しておく価値があるでしょう。とにかく私は読んだ瞬間に驚いた。「ここまでののか」と。ニューヨークの株式市場もそうだったようで、発表を受けた動きとしては「急上昇」だった。発表があったのは日本時間の水曜日早朝。それを受けた日本銀行の政策決定会合はほぼ予想通りの結果となったが、そこでもFOMCの思い切った金融政策の影響は見て取れた。

この結果、世界中の先進国の金利水準がゼロかその近傍になる可能性が強まった。今週末に配達された日経ヴェリタスの一面の見出しは「金利が消えた」だった。ゼロ金利、実質的ゼロ金利を既に実施している国は、スイスとアメリカであり、日本の新誘導目標である0.1%も限りなくゼロに近い金利と言える。

EUやイギリスの金利も低下が予想される。景況から見て、イギリスもゼロ金利に近づくのは時間の問題だろう。少し先の話となるが、問題はこれだけ世界中の中央銀行が“無謀”(考え方によるが)な緩和策を一定期間続けたあとの「市場環境」である。今は現金(キャッシュ)に居場所を見つけているお金が、安くなった借り入れコストと相まってともに動き始めたらどうなるか。その対象となる金融商品、不動産、1次資源などの価格は激しく上昇する可能性がある。そこから生ずるのはインフレ圧力だろう。当面の世界はデフレ圧力が強いとしても、将来はそう予想できる。

まず記念すべきFOMCの声明を残しておきます。

「Release Date: December 16, 2008

For immediate release

The Federal Open Market Committee decided today to establish a target range for the federal funds rate of 0 to 1/4 percent.

Since the Committee's last meeting, labor market conditions have deteriorated, and the available data indicate that consumer spending, business investment, and industrial production have declined. Financial markets remain quite strained and credit conditions tight. Overall, the outlook for economic activity has weakened further.

Meanwhile, inflationary pressures have diminished appreciably. In light of the

declines in the prices of energy and other commodities and the weaker prospects for economic activity, the Committee expects inflation to moderate further in coming quarters.

The Federal Reserve will employ all available tools to promote the resumption of sustainable economic growth and to preserve price stability. In particular, the Committee anticipates that weak economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for some time.

The focus of the Committee's policy going forward will be to support the functioning of financial markets and stimulate the economy through open market operations and other measures that sustain the size of the Federal Reserve's balance sheet at a high level. As previously announced, over the next few quarters the Federal Reserve will purchase large quantities of agency debt and mortgage-backed securities to provide support to the mortgage and housing markets, and it stands ready to expand its purchases of agency debt and mortgage-backed securities as conditions warrant. The Committee is also evaluating the potential benefits of purchasing longer-term Treasury securities. Early next year, the Federal Reserve will also implement the Term Asset-Backed Securities Loan Facility to facilitate the extension of credit to households and small businesses. The Federal Reserve will continue to consider ways of using its balance sheet to further support credit markets and economic activity.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; Christine M. Cumming; Elizabeth A. Duke; Richard W. Fisher; Donald L. Kohn; Randall S. Kroszner; Sandra Pianalto; Charles I. Plosser; Gary H. Stern; and Kevin M. Warsh.

In a related action, the Board of Governors unanimously approved a 75-basis-point decrease in the discount rate to 1/2 percent. In taking this action, the Board approved the requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of New York, Cleveland, Richmond, Atlanta, Minneapolis, and San Francisco. The Board also established interest rates on required and excess reserve balances of 1/4 percent.」

《 untraditional monetary policy 》

正直言って今でも二つの点に私は驚きを残している。FF 金利誘導目標が 0 . 0 ~ 0 . 2 5 % というレンジ (a target range) になったこと、そして 1 . 0 % だった誘導目標の引き下げ幅が市場の「 0 . 5 % 程度」という予想 (筆者もそうだと思った) を大きく上回ったこと。ある意味で、FOMC は一挙に「背水の陣」を敷いた。

この「背水の陣」を構えた FOMC の姿勢が、日銀に「異例中の異例」(白川総裁) の措置を

決意させたと言える。時限措置としてでも日銀がCPの買い切りを表明したことは、保守的な日銀としては相当な決意だろう。「FOMCの措置に背中を押されて」というところが気になるが、今回の景気情勢は過去になかったものだけに、日銀のみならず世界中の中央銀行が将来を心配しながら思い切った、非伝統的な金融緩和に乗り出しているというのが現状だろう。

「非伝統的な金融緩和措置」という呼び方は良いが、それを別の言葉で言い換えると「禁じ手に手を染めた」ということである。筆者が驚いたのは、FOMCの声明がまだ検討中としながらも、「the Committee is also evaluating the potential benefits of purchasing longer-term Treasury securities」と述べて政府債務（長期国債）を買い取るメリットについても分析する、と述べている点。筆者の記憶では、政府の戦費調達のために中央銀行が政府の資金調達をファイナンスするのは「禁じ手」と習った。それをやるという。

今の政府の資金繰りを考えてみると、7000億ドルの金融機関支援（そこに自動車メーカーも入ってきたが）に加えて、オバマ政権の8000億ドル近い景気刺激策（公共・環境投資を中心に）と続く。それをファイナンスできるのは、中国、日本そして市場ということになる。例えそれが禁じ手であろうとも、今の景況ではやるしかないというのが現状だ。日銀がCPの買い切りをするというのも、通常時では考えられない。

FOMCは更に、金融緩和をさらに徹底してやることを表明している。「The focus of the Committee's policy」で始まるパラグラフは、要するに「物価の安定を保ち、景気の落ち込み、雇用市場の悪化を防ぐ」ためにはFRBは何でもしますよ、と書いているように見える。FRBのバランスシートを膨らまして金融市場機能を保ち、景気を刺激するために既に行っている「量的金融緩和」を徹底的にやるということでしょうし、「will purchase large quantities of agency debt and mortgage-backed securities to provide support to the mortgage and housing markets,」と言えば、住宅市場復活のためには関連の証券を大量に買う、と言っている。

FOMCの支援は、金融市場や金融機関、それに政府にとどまらない。「Early next year, the Federal Reserve will also implement the Term Asset-Backed Securities Loan Facility to facilitate the extension of credit to households and small businesses. The Federal Reserve will continue to consider ways of using its balance sheet to further support credit markets and economic activity.」ということは、FRBが直接家計や中小企業に信用を供与すると言っていると思える。FRBのバランスシートが著しく膨張し、かつ劣化しても、という覚悟が見て取れる。

しかも重要なのは、この重要な決定が「反対者なし」で下されたことである。下を見れば反対者はいない。つまり満場一致ということだ。日銀の場合はいくつかの項目について反対者が出ている。政策インパクトとしては「全員一致」の方がメッセージ性は強い。

このFOMC決定の歴史的な意味は、今後いろいろな形で議論されるでしょう。しかしその議論の前に、FRBは未踏の領域に踏み出した印象がする。問題は効果が出るかどうかだ。恐らく発表の興奮が冷めたあとは市場が冷静に戻ったことでも示されるように、金融政策は

単独では実体経済に目に見える効果は出せそうもない。日本でも財政支出を伴う政策が決定されつつあるが、その世界的な集合が金融政策と相まって景気を支える役割を果たすことになる。

ポイントは、今は竦んでしまっている企業や家計がいつ動き出すかだ。

《 more higher yen ahead 》

日々の市場の動きが興味に尽きないものであったこともあって、今年は来年の為替相場見通しを12月初めにまとめるのを忘れていましたので、遅ればせながら今年はこの最終号で予測を試みたいと思います。

まずドル・円の安値、円の高値は80円前後を予想します。ドルと円は10月から11月、さらには12月の初めにかけてともに強い展開を示しました。しかし金融市場における緊張状態の緩和の中で、ドルには特に危機対応の需要は徐々に減退してきている。既に環境的にはドルが対円でも安くなっておかしくない状況だ。

かつ、今後アメリカが経済を刺激する為には、ドル安はどうしても必要な環境である。10月、11月にアメリカで取材したときにもポール・クルーグマンを含めて、「ドル安は大きな手段」との見方だった。その通りだろう。だからアメリカ国内の意見を考えても、ドルは今の90円前後からさらに円高・ドル安になる可能性があると思う。

しかし、外資に大きく依存した今のアメリカの財政・金融情勢を考えると、ドルを野放図に下げる余裕はアメリカにはない。ドル安見通しが強まるとアメリカに資金を入れる人は少なくなる。長期債の利回りが上がらなければ通貨安の中では対米投資には魅力はない。また日本サイドでは円高の阻止を狙った動きが出てきそうなのは歴史的円高水準である80円前後だろう。相場には勢いがあるかも知れないので70円台はあるだろうが、それが長続きするとは思えない。一端ドル安に振れた後は、アメリカ経済に対する見方の変化や対米投資の復活などでドルは110円前後まで戻る可能性があると思う。「オバマのアメリカ」は投資家にとっては魅力に映る場面もあるだろう。来年の一年間のドル・円相場は大枠では80円～110円と見たい。円高は年初の早い時期に実現すると思う。

ユーロ・円は100円から150円程度か。歴史的な88円96銭(Bloombergデータ)にユーロが落ちることはないと思う。オーストラリアやニュージーランドなどオセアニア通貨に対する円高は既にランスルーした状態にあると思う。

今週の主な予定は以下の通りです。

12月22日(月)

白川日銀総裁講演(日本経団連)

日銀金融経済月報

ハンガリー中銀政策金利発表

12月23日(火)

東京市場休場(天皇誕生日)

米7-9月GDP(確報)

	米 11 月新築住宅販売
	米 11 月中古住宅販売
	米 12 月ミシガン大学消費者信頼感指数（確報）
	米 10 月 FHFA 住宅価格指数
	米レッドブックリサーチの週間小売売上高
	ポーランド中銀政策金利発表
12 月 24 日（水）	法人企業景気予測調査（11 月調査）
	11 月貿易収支
	米 11 月耐久財受注
	米 11 月個人所得・支出
	米国市場短縮取引（Christmas の前日）
	ドイツ・スペイン・イタリア・シンガポール市場休場
	香港市場短縮取引（Christmas の前日）
12 月 25 日（木）	企業向けサービス価格指数
	11 月住宅着工
	11 月建設工事受注
	米国市場休場（Christmas）
	英・独・仏・オランダ・スイス・香港・韓国・インド・オーストラリア・ブラジル・シンガポール市場休場
12 月 26 日（金）	11 月労働力調査
	12 月都区部・11 月全国消費者物価
	11 月鉱工業生産（速報）
	11 月商業販売統計
	英・独・仏・オランダ・スイス・香港・オーストラリア市場休場

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。二日とも関東は太陽の光が強く気温は低かったのですが、陽に当たっているとそれはそれは暖かかった。今日も東京は異常に暖かい。聞くと、全国のスキー場、特に新潟のそれなどは雪がなくて困っているとか。早く冬らしくなって欲しいと思う。

今年も一年間の時間が過ぎたから今の年末になっている。しかし長かった気もする。ジェットコースターに乗っているような一年でした。市場に携わる人間としても本当に記憶に残る。原油なんか高値がバレル 147 ドルだったのに、今は 40 ドルを割って 30 ドルに接

近している。「あの高値は何だったのか」と思う一方で、「それだけ今の世界経済の落ち込みが激しい」とも理解できる。

来年はどのような年になるのか。ある意味では今年と同じくらい予想外の事が起きそうですが、来年は経済よりも政治が心配ですね。世界の政治という意味です。オバマの登場で期待もあるが。

ま、皆さんには良い年末年始を。そしてまた来年元気にお会いしましょう。

《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。》