

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1880号 2007年06月25日(月)

## 《 the global economy is now firing on all engines 》

「慢心のあるところ、必ず市場の変調あり」

というのが私の長い市場との取組で得た教訓の一つですが、先週金曜日のニューヨーク株式市場がきしみ音を立てて下げているときに思ったことがこの言葉でした。むろん、あとで紹介する「今回の慢心」が、そのままニューヨークの株価の下げに繋がったと言える証拠はない。しかし、今年2月の世界的な株価の下落の時も、その前に当局と市場に慢心を感じた直後だった(1864号 = <http://www.ycaster.com/news/070219.html> 参照)。

私が先週の場合に感じた「慢心」は、ポールソン米財務長官が20日に「国際金融システムの現状」について語った米下院金融サービス委員会での証言。その最初の部分は最後に付けた「資料」やウェブサイト (<http://www.ustreas.gov/press/releases/hp469.htm>) で確認していただければ良いのですが、それがまたびっくりするくらい楽観的なものだった。

「アメリカ経済も世界経済も極めて強い。昨年の世界経済の成長は5.4%に達した」までは分かるし、「the global economy is now firing on all engines in a way that produces better balance, more sustained growth, and expanding opportunities.」(世界経済は全エンジンで点火)も敢えて考えれば頷けるとしても、「(世界的な不均衡の問題についても)前進が見られるし、アメリカもその責務を果たしつつある」と言ったのに私はやや驚いたのである。

ポールソン財務長官が「不均衡は正での前進」として具体的に挙げたのは、

1. アメリカの今年第一・四半期の経常収支赤字がGDPの5.7%にとどまり、2005年の同6.8%から大幅に低下したこと
2. アメリカの2006会計年度の財政赤字が2480億ドルと、2005年よりも700億ドルも減少し、GDPに占める割合も2006年は僅かに1.9%で、最悪期である2004年度の3.6%から大きく改善した

の二点。改善したことは良いのだが、経常赤字の対GDP比5.7%も、財政赤字の同1.9%も十分に大きいと思うのだが、ポールソンの発言からは「まだ大きい」ということに対する

反省は聞けなかった。このポールソン証言を見たときに、「ちょっと慢心が見える」(選挙を睨んだ政治的発言なんでしょうが)と思ったのだが、先週の週半ば、そして週末でのニューヨークの株価大幅下落は、当局者の慢心に対する市場の「警告」とも筆者には見えたのである。

むろん、ニューヨークの株価の下げには市況記事を見ると、「米経済の先行き不透明感」「信用力の低い借り手を対象とした住宅ローンであるサブプライムローンの焦げ付き問題」「長期金利の上昇懸念」などが背景に挙げられていた。しかし重要なのは、ポールソンは議会証言では私が見た限りではこうした問題に言及はしていなかった。当局者が発言しなければ、「当局の関心はそちらには向いていない」と市場は判断する。

慢心に満ちていると私が感じたポールソン発言の後に、ニューヨークの株価はダウで見て水曜日20日に約145ドル、金曜日22日に185ドル下げた。この間に上げたのは木曜日の50ドル強である。つまり三日間の合計では300ドル弱は下げている。「直接関係ない」と言っても、楽観論を披露したポールソン自身が今頃ひやっとしているだろう。

金曜日のニューヨーク株の下げは、ダウで見て今年4番目に大きい下げであり、先週一週間の下げ幅は279.22ドル、2.1%に達した。この週間下げ幅は今年3月2日の週(533ドルの下げ)以来であり、金曜日に株価が上げずに終わったのは過去3ヶ月で初めてである。ニューヨークの株価においては、金曜日は「上げの特異日」だったが、それも崩れた。金曜日に下げたのは、シティやチェース、メリル、モルガン・スタンレー、バンカメ、ゴールドマンなど金融株、それにインテルやマイクロソフトなどハイテク株である。

もっともニューヨークの株価が「高値警戒ゾーン」に居たことは確かである。そこに来たのが米証券大手ベア・スターンズのサブプライム問題での発表と、長期金利の再上昇。ベア・スターンズの発表は、経営難に陥った自社系列のヘッジファンド2社のうち、一社(High-Grade Structured Credit Strategies Fund)に32億ドルを融資するというもので、一時忘れられていた同問題の金融業界での広がりを不安視する売りが膨らんだ。

### 《 the potential to ripple through a jittery subprime-mortgage market 》

日本ではあまり大きく報じられていないが、ベア・スターンズの発表の持つ意味合いは大きい。ポールソンが指摘しなかったアメリカ経済のリスクが改めて表面化したわけだし、アメリカ経済も、そして世界経済も決してバラ色ではないことを明らかにした。この問題に関するウォール・ストリート・ジャーナルの書き出しは印象的だ。

「Bear Stearns Cos.'s dramatic decision to lend as much as \$3.2 billion to one of its two troubled hedge funds staves off the risk of a fund collapse that could have damaged its position as a major Wall Street bond player -- and had the potential to ripple through a jittery subprime-mortgage market.

The loan on Friday came only after days of high-stakes brinksmanship with some of Wall Street's biggest players. All wanted to protect their stakes in the hedge funds, but they worried as well that a liquidation of the funds -- which invested heavily in subprime-mortgage assets -- risked igniting a broader panic in the mortgage-bond market.」

この記事の見出しは「Bear Stearns Bails Out Fund With Big Loan Injection of \$3.2 Billion」というもので、同紙の記事としては珍しく非常に長い。それだけ事情が複雑であり、影響力が大きいことを示している。

同社には姉妹ヘッジファンド子会社として「High Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund」という子会社もあるが、その先行きは楽観できない。いかに楽観できないかは、ベア・スターンズの株価が先週一週間だけで4%下落したことで示されるし、モーゲージ市場や債券市場で起きた動揺を見れば明らかである。米政府債市場では、指標10年債は一端5.20%近くまで上がった後、株価の下落とジャンク債が売られたことにあわせて利回りは低下した。引けは5.14%だが、これは決してインフレ懸念の低下が背景ではなく、「flight to quality」が背景である。

今週は国際決済銀行（BIS）から非常に注目される報告書（<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2007e5.pdf>）が出た。日本時間の25日零時リリースされたもので、それは最近の円安について

「Another counterproductive factor was the continuing effective depreciation of the yen, in spite of Japan's large current account surplus and foreign exchange reserves, which had earlier stabilised around \$1 trillion.

と表現し、「counterproductive（非生産的）」という単語を使っている。長文の論文で筆者はまだ日本の一部の新聞が使っている「このところの円安は明らかに異常」という表現を見つけていないが、報告書が今の円安に対して持っている印象はそんなところだろう。

報告書は円安の原因として、超低金利政策が日本からの資金流出につながっているという認識であり、これはある意味で日本の利上げを促しているとも理解できる。報告書にはキャリー・トレードに関する記述が多いが、その中で機関投資家のキャリー・トレードについてではなく、日本の個人投資家の高金利通貨志向についての文章を見つけた。この部分は面白い。文章は以下の通り。

「In order to assess the role of carry trades, it is useful to distinguish them from two other types of cross-currency flows that present some similarities. One

such flow is generated by domestic retail investors purchasing higher-yielding assets denominated in foreign currency. An example that has attracted much attention is the purchase of foreign currency bonds by retail investors in Japan, which has arguably been supported by a growing tolerance for risk accompanying faster domestic output growth.

Given that Japanese retail investors hold the bulk of their wealth in yen, they are not as sensitive to the risk of a sudden rise in the value of the yen as leveraged investors who short the currency. They are therefore less likely to unwind their foreign currency investments during episodes of exchange rate volatility. Indeed, market commentary suggests that Japanese retail investors took advantage of the yen appreciation associated with the most recent rise in volatility to increase their exposure to high-yielding overseas assets. However, even changes in these exposures can potentially have a significant impact on exchange rates, if they occur on a sufficiently large scale.」

この文章が面白いのは、日本人投資家はそもそも持っている資産がほぼすべて円建てであるが故に、レバレッジを効かせて円を借り、その上で高金利の外貨を買っている海外の投資家ほどには、円相場の突然の上昇に神経質ではない、と述べている点。その通りで、日本人にとっては自分が持っている通貨である円の上昇は、それが突然かつ急激であろうとも、そもそも自分が持つ円資産の対外価値の上昇に繋がる。持っている円資産の規模に比べれば、外貨資産は少ないから、全体的には円高は有利である。少ない円でより長く海外旅行に行けるというメリット付きだ。

実際の処、円相場の上昇に対して一番勇気を持って外貨の買いに向かってきたのは日本の個人投資家だと言える。つまり、BIS や IMF、それに日銀が本格的に円高に相場を誘導したかったら、日本の個人投資家に対して「これ以上高金利の外貨を持つことはリスクですよ」と言い聞かせられねばならない、ということになる。しかし、日本人が持つ外貨資産が全体から見れば円資産よりも遙かに小さいこと、それに海外で得られる金利が国内を大きく上回っている現実を考えれば、これはなかなか難しい。ということは、日本の投資家は、円高が起きても「ここで一巡」と思えば高金利外貨買いのチャンスとして動いてくると言うことだ。円安の阻止はなかなか難しい。

先週は円相場が一時 124 円台になったが、一巡感はない。

### 《 somewhat elevated ? 》

今週の主な予定は以下の通りですが、一見して分かる通り指標の発表が多い。債券相場はこうした指標に反応を強めるでしょう。今週を予想した今朝のウォール・ストリート・ジャ

ーナル記事の見出しは面白い。

Lookahead: No Rest

After the ugliest week for stocks since February, life won't get much simpler on Wall Street next week, with a Federal Reserve meeting keeping interest-rate worries alive and angst about oil prices and the subprime market still looming.

「no rest」ね。その通り。問題はアメリカ市場を暫くがたつくとして、日曜日の日経の市況予測欄が予想するように日本市場のアメリカ株式市場からの「デカップリング」が進行するかでしょう。

6月25日(月)	米5月中古住宅販売
6月26日(火)	5月企業向けサービス価格指数 米5月新築住宅販売
6月27日(水)	米6月コンファランスボード消費者信頼感指数 5月商業販売統計 米MBA住宅ローン申請指数 米5月耐久財受注 米FOMC(～28日) 英ブレア首相退任、新首相にブラウン財務省が就任
6月28日(木)	5月鉱工業生産(速報) 株主総会集中日 米1～3月GDP(確報) 米1～3月GDP価格指数(確定値) 米1～3月企業収益
6月29日(金)	5月労働力調査 5月全世帯家計調査 6月都区部・5月全国消費者物価 5月住宅着工件数 5月建設工事受注 米5月個人所得・支出 米5月PCEコアデフレーター 米6月シカゴ購買部協会景気指数 米5月建設支出 米6月ミシガン大学消費者信頼感指数(確報)

## 米アップル、i-Phone 発売

注目されるのは FOMC 後の声明です。市場が一番注目しているのは、消費者物価のコアの上昇率が、FED が設定している「1 ~ 2 %」のレベルに接近するなかで、前回の FOMC 声明で使われていた「Core inflation remains somewhat elevated.」の表現が変わるかでしょう。私は変わらないと思いますが。ウォール・ストリート・ジャーナルに掲載されていた FOMC に対する予想は以下の通りです。

「The Fed's two-day meeting begins Wednesday. Analysts agree almost unanimously that it will keep its target overnight lending rate at 5.25% and that the accompanying policy statement should reiterate long-held concerns about inflation. "I'd like to see a removal of that statement, [but] I don't see it happening," says Mr. Pavlik, of Oaktree Asset Management. Adds Doug Roberts, chief investment strategist at Channel Capital Research: Fed Chairman Ben "Bernanke seems to want several data points before making a major change in position. If he doesn't see a disaster coming...he wants to avoid the moral hazard [his predecessor Alan] Greenspan was criticized for." Some analysts accused Mr. Greenspan of keeping monetary policy too easy, fueling bubbles in stocks and real estate.」

### 《 have a nice week 》

先週からの雨にほっとしたのは私だけでしょうか。やはりあるべき時期に雨がきちんと降らないというのが良くない。この雨で東京の水瓶がどのくらい満たされたかは知りませんが、「また雨か」とウンザリすると言うよりは「ほっと安心する」というのは、いかに6月の雨が少なかったかです。

ところでこのニュースをネット上に掲載しているのは「<http://www.ycaster.com/>」の「<http://www.ycaster.com/news/latest.html>」でしたが、それに加えて HP 全体をブログでも展開することに先週初めからしました。RSS 機能への要望が多かったためで、その結果従来のサイトに加えて、「<http://arfaetha.jp/ycaster/news/latest.html>」でも、最新のニュースを読めます。ただしこれらサイトでのアップは週の半ばくらいとなります。

それでは皆様には良い一週間を。

### (資料 ポールソンの議会証言から)

A strong U.S. economy benefits the international economy, and the U.S. economy is strong. Most recent data show that employers are hiring more than 100,000 people per month, businesses are starting to invest again and consumers are spending at a

healthy pace.

The global economy continues to be very robust, with sustained strong growth from 2003 through 2006. In 2006, global GDP grew 5.4 percent, the highest rate of growth in over 30 years. The International Monetary Fund (IMF) projects continued strong growth, at about 5 percent, in 2007 and 2008. The U.S. and China are key engines of global growth, accounting for over 40 percent of world growth for the past 5 years.

Emerging markets and developing countries have made a huge contribution to global growth, growing, on average, 4.8 percentage points faster than the advanced economies from 2003 through 2006. And with both Europe and Japan also experiencing faster growth, the global economy is now firing on all engines in a way that produces better balance, more sustained growth, and expanding opportunities.

At the same time there has been a substantial increase in the amounts of funds invested across borders, a near doubling in cross-border investment flows since 2000 to \$6 trillion annually. Not surprisingly, given the depth, liquidity and attractiveness of our financial markets, the U.S. has attracted international investment that has enabled us to achieve higher rates of growth, higher levels of capital formation, and greater job creation than would have been possible otherwise.

The issue of global imbalances remains on the international agenda. Some historical perspective is useful in this discussion. Global imbalances have evolved and developed over a long time period and are the result of a myriad of global forces, including the massive amounts of international investment mentioned earlier and the relative attractiveness of U.S. financial markets to foreign investors. Another reason is the consistently faster pace of demand growth in the United States relative to our foreign partners.

However, progress is being made, as suggested in last week's release of first quarter 2007 data showing the U.S. current account deficit has declined to 5.7 percent of U.S. GDP, down from a peak of 6.8 percent in the fourth quarter of 2005. Our partners are growing faster, particularly in Europe, where demand has strengthened. We continue to seek further re-balancing of global demand through stronger demand growth in Japan and Europe, as well as by oil exporting economies and China.

We are doing our part. The U.S. fiscal position continues to improve. The FY 2006 federal budget deficit was \$248 billion, \$70 billion less than in FY2005. This is considerable progress and we are on track to further reduce the deficit in 2007. As a share of GDP, the deficit amounted to 1.9 percent in FY 2006, down from a recent peak of 3.6 percent in FY 2004 and below the 40-year average of 2.3 percent.

The U.S. labor market remains healthy with a low unemployment rate, steady job gains

and solid real wage growth. Core measures of inflation appear to be contained, although energy and food price increases continue to boost the headline inflation figures.

In sum, global economic growth is widespread and moving at a faster pace than in the 1980s or the 1990s. Inflation is down, fiscal positions have improved, and vulnerabilities have been reduced. We still have work to do, however, to further re-balance global demand, expand global trade and open markets.)

《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](mailto: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。》