

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1887号 2007年08月20日(月)

## 《turmoil will continue》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 「FF金利を据え置く一方での公定歩合の引き下げ」は、現時点におけるFRBにとっての苦渋の結論だった。市場の混乱は放置できない。しかしインフレ警戒姿勢は簡単には180度変えるわけにはいかない。また、FF金利引き下げという最後の手段を直ちに使うのも躊躇された
2. 患部への直接的な抜本治療でないことを知りながら、FEDは当面従来のFF金利市場での金利上昇に対処した流動性付与に加えて、FF金利から0.5%の低さまで引き寄せた公定歩合での資金調達を金融機関に促すことにし、そのための説明会まで開いた
3. 先週末のニューヨーク株式市場はこれをとりあえず好感して、ダウ平均は230ドル以上大幅反発した。また株価本位制よろしくNY株価の動きを見て動き、一時111円台まで下げていたドルの対円相場は、114円台半ばまで戻す展開となった。しかし値動きは引き続き荒く、相場観は乱れている
4. 今回の措置で直ちに市場が一連の騒動前のような平静さを取り戻すとは思えない。依然として米住宅市場を取り巻く環境は悪化を続けており、米住宅ローン、特にサブプライム・ローンの複雑な債券化商品は、世界の幅広い投資家に売られたまみである。住宅ローン債務者のステップアップ返済が始まるのはこれからだ
5. FRBは今回の一連の声明で、今後のアメリカ経済が悪化する危険性に最近では初めて触れた。恐らくバーナンキがFRB議長に就任して以来で初めての事態である。市場混乱と米経済悪化の中で9月18日の次回FOMC、またはそれ以前にFF金利の誘導目標を引き下げる(0.25%か0.50%)可能性も出てきた
6. 今週の日銀の利上げはかなり難しい。今の状況では、利上げをした場合の市場(株、為替を中心に)の反応を予測できないからである。日銀には日本経済の腰折れに繋がりがかねないこれ以上の急激な円高を回避したい気持ちもあるに違いない。腰折れしたら、日銀は本当に金利水準調整の利上げがしばらく出来なくなってしまう。日銀が望む金利の正常化は逆に先延ばしになってしまう
7. 世界の株式市場が先週末の段階で一応の落ち着きを取り戻したことは、先週金曜

日に異常な下げを記録した東京の株式市場にとって落ち着いた手掛かりにはなる。しかし、東京市場には「円高の亡霊」という他の市場にはない要因がある。引き続き強気、弱気、値ごろ感からの買い、そして損切りが交差する激しい市場になるだろう

先週の教訓は、「恐怖が支配する市場では何事が起こってもおかしくない」ということが改めて分かった、ということだ。先週も書いたが、相当なタービュランスは予想していた。しかし、先週の市場にはそれを遙かに上回る緊張感があった。

金曜日の株急落について言えば、円高になったことから、外国人の投資家が為替まで勘案すると東京市場の保有株式を予想外に良い値段で売れることに気がついて売り始め、それに国内機関投資家、個人投資家の投げ売り（社内ルールや証券会社との取り決めによる）が市場を覆い尽くしたということだろう。

今週はFRBが後述するような経緯で「公定歩合引き下げ」という新たな措置を打ち出し、ニューヨークの株式市場も7日ぶりに反発して終わっている。金曜日よりは落ち着いた展開が予想されるが、その後のマーケット動向については安易な予想は難しい。

しかし一つだけ言えることがある。先週初めの時点と今週初めを比べると、世界中のどの市場でも株価の発射台はかなり低くなったし、外国為替市場では円相場がかなり各国通貨に対して高い水準に移行したということである。材料があまり変わらなくても、相場は発射台が変われば、その後の動きも違ってくる。発射台が低くなれば、更に下げる余地は少なくなる。資金も入りやすくなる、ということだ。これは個々の投資家の判断だが。

### 《 is prepared to act as needed 》

ウォール・ストリート・ジャーナルによれば、先週のインターミーティング（年8回予定されているFOMC以外での緊急会合）での公定歩合引き下げは、木曜日の夜の緊急ビデオ会議（日本で言うテレビ会議）で決められたという。FRB理事5人と地区連銀の投票権のある総裁5人、それに投票権のない7人の合議で、「翌朝発表する」ということで決まった。

投票権を持つ残る一人、セントルイス連銀のプール総裁は今回の緊急会合には参加しなかった。ずっと以前からアーカンソー大学での夕食会の予定が入っており、『その会食参加をキャンセルすると「FRBは緊急利下げか」という思惑が高まった可能性があったため』とされる。

同総裁は水曜日に、「There's no need for the Federal Reserve, unless there's some sort of calamity taking place, to make a decision before the next meeting」（とんでもない災難が起きでもしなければ、次回のFOMC以前に利下げなどの決定をFRBが下す必要はない）と緊急利下げに反対し、市場の注目を浴びていた。「利下げなどとんでもない」と言っていた人が予定されていた会合に出ないのでは、市場の人間だったら「おかしい」と思う。それを避けたということだ。

木曜日の緊急ビデオ会議で引き下げが決まり、金曜日朝に発表になった「公定歩合適用の窓口貸し出し制度 (primary credit discount window facility)」とは、通常はあまり使われていない象徴的な制度。これまでは、FF 金利の 1 % 上に金利は設定されていた。ということは、引き下げ前は 6 . 2 5 % だった。通常の FF 市場で資金を取れなくなった金融機関が「恥を忍んで資金調達に駆け込む場所」(市場関係者)として存在した。

FF 金利が 5 . 2 5 % で力のある金融機関ならその前後で資金調達出来るわけだから、6 . 2 5 % でお上 (FRB) から借りなければならない金融機関は「最後の駆け込み寺にお金を借りに行った」と言われる。これは確かに恥でしょうし、実際に「そんな金融機関は危ない」と言われる。

それを 6 . 2 5 % から 5 . 7 5 % にすることによって、FF 金利 ( 5 . 2 5 % に据え置き ) に接近させ、「もっと気軽に、しかも今までより低利で窓口借り入れを行って下さい」と金融機関に「利用を呼び掛けた」というのが今回の措置のポイントである。窓口貸し出しの条件も、タームなどで優遇した。FF 市場で資金が調達できない金融機関にとっては、駆け込んでもいいかなというレベルの金利になったということである。重要なのは今まで通り、幅広い担保を受け入れます、と FRB が言っていることだ。FRB は「The Federal Reserve will continue to accept a broad range of collateral for discount window loans, including home mortgages and related assets. Existing collateral margins will be maintained.」と記述している。

この部分が入っている FRB が最初に出した声明は以下の通り。  
( <http://www.federalreserve.gov/> から )

Release Date: August 17, 2007

For immediate release

To promote the restoration of orderly conditions in financial markets, the Federal Reserve Board approved temporary changes to its primary credit discount window facility. The Board approved a 50 basis point reduction in the primary credit rate to 5-3/4 percent, to narrow the spread between the primary credit rate and the Federal Open Market Committee's target federal funds rate to 50 basis points. The Board is also announcing a change to the Reserve Banks' usual practices to allow the provision of term financing for as long as 30 days, renewable by the borrower. These changes will remain in place until the Federal Reserve determines that market liquidity has improved materially. These changes are designed to provide depositories with greater assurance about the cost and availability of funding. The Federal Reserve will continue to accept a broad range of collateral for discount window loans, including home mortgages and related assets. Existing collateral margins will be maintained.

In taking this action, the Board approved the requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of New York and San Francisco.

担保率は変えないが、「住宅ローンや関連資産」を含めて今まで通り幅広い金融機関資産を担保として受け入れ、ルールを変更して最長融資期間も30日にした。つまり、米中央銀行から市場への資金供給ルート（銀行サイドからすると資金調達ルール）を多様化し、かついままでよりは低利にしたということである。つまり市場への流動性を高める措置ということになる。

上記措置を市場関係者に印象づけるため、そして今のアメリカ経済や市場の状態に対するFRBの認識を周知するために、FOMCはこれとは別に次のような声明も発表した。一日に2回の金融政策関連声明をFOMCが出すというのは、私の記憶にはない。非常に珍しいと思う。市場への印象づけを狙ったと考えられる。

Release Date: August 17, 2007

For immediate release

Financial market conditions have deteriorated, and tighter credit conditions and increased uncertainty have the potential to restrain economic growth going forward. In these circumstances, although recent data suggest that the economy has continued to expand at a moderate pace, the Federal Open Market Committee judges that the downside risks to growth have increased appreciably. The Committee is monitoring the situation and is prepared to act as needed to mitigate the adverse effects on the economy arising from the disruptions in financial markets.

Voting in favor of the policy announcement were: Ben S. Bernanke, Chairman; Timothy F. Geithner, Vice Chairman; Richard W. Fisher; Thomas M. Hoenig; Donald L. Kohn; Randall S. Kroszner; Frederic S. Mishkin; Michael H. Moskow; Eric Rosengren; and Kevin M. Warsh.

この声明は、「金融市場の状況悪化、資金調達コストの上昇傾向、そして市場の先行き不安感の増大が、先行きのアメリカの経済成長を抑えてしまう危険性」を指摘し、「（今手元にあるデータではアメリカ経済は引き続きまずまずの適度な成長を続けているが）成長のダウンサイド・リスクが明確に認知できるほど（appreciably）に高まった」とはつきり景気減退の可能性を指摘している。そして今回の公定歩合引き下げ後も、「FRBは、市場を監視すると同時に、金融市場の混乱が経済に悪影響を与えるのを緩和する（mitigate）目的を持って、今後必要なら行動を起こす準備が出来ている」と述べている。

### 《 FED might lower the FF target rate 》

ここで言う「行動」の中には、FF金利の引き下げが含まれる。それが次回 FOMC の 9 月 18 日になるのか、その前になるのか、それともそれより先なのか、それとも何もないのかは分からない。中央銀行として見守っていますよ、ということです。それによって市場の不安感を少なくしようとしている。

実際に、公定歩合引き下げに加えての「今後も行動」声明を受けて、ニューヨーク株式市場の株価もそうだが、まだ開いていた欧州の株価は大きく反発した。総じて欧州市場の上げ幅の方がニューヨークより大きかった。ニューヨークのダウは 13000 ドル、NASDAQ は 2500 の水準を回復。

興味深いのは、主要銀行などで構成されるニューヨークの The Clearing House が声明を出したこと。これも市場への印象付けの一環だろう。この声明によれば、ニューヨーク連銀の呼び掛けで 17 日（金曜日）の午前中に、今度は電話会議を開いたという。参加銀行の名前は声明の最後の方に出ていて、その中には一連の騒動の端緒となったベア・スターンズの名前もある。「金融市場の状況と、17日にFRBが出した二つの声明について話し合った」というのです。その結果として、全文以下の声明となった。

Clearing House Statement

August 17, 2007 2:32 p.m.

The Clearing House, which represents major banks, issued a statement supporting the Fed's decision to cut the discount rate.

At the request of the President of the Federal Reserve Bank of New York, The Clearing House convened a telephonic meeting this morning of The Clearing House members and major investment banking firms to discuss developments in the financial markets and the two Federal Reserve releases of today. The Vice Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System also participated. A list of the financial institution participants is below.

The participants on the call welcomed and expressed strong support for the Federal Reserve actions. They reacted very positively to comments by the New York Reserve Bank President and the Board of Governors Vice Chairman that both encouraged use of the discount window and recognized such use as a sign of strength. The participants concluded by agreeing that the Federal Reserve actions, particularly the announced changes in the primary credit program, would encourage financial market participants to take steps that would improve conditions in funding and credit markets.

The participants included ABN AMRO; Bank of America; The Bank of New York Mellon; The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.; The Bear Stearns Companies Inc.; Citigroup; Deutsche Bank Group, Goldman Sachs; JPMorgan Chase & Co.; Lehman Brothers; Merrill Lynch; Morgan Stanley; UBS; U.S. Bank; Wachovia; and Wells Fargo.

「FRB の公定歩合引き下げを歓迎・支持し、もっと窓口借り入れを使って欲しいし、窓口借り入れは金融機関の（弱さではなく）強さと認識するとの当局（ニューヨーク連銀総裁と FRB 副議長）サイドの発言（comments）に、会議参加金融機関は前向きな反応を示したと強調している。そして今回の FRB の措置、特に公定歩合引き下げは市場参加者をして資金調達・信用市場の環境改善に繋がる行動に向かわせることになる、との判断で意見一致したとしている。

こうした The Clearing House の声明も、筆者はあまり記憶にない。まあ FRB としては金利も 0.5% 引き下げたことだし、もっと利用して欲しいということでしょう。実際に、窓口借り入れは今までの「恥」（市場関係者）から「強さの証」（FRB の認識）と言っているのだから、多少利用は増えるかも知れない。

なぜ FRB が FF 金利を直接下げず、公定歩合の引き下げだけを行ったのか。次のような理由が考えられる。そこには FRB が言っていることと、言わなかったことがある。

1. 今回の騒動は、実態経済とあまり関係ない、投資の世界、金融機関同士の間で起きていて、静めねばならないのは市場の不安心理であるとの判断。それを公定歩合引き下げで鎮めたかった
2. 依然として高いインフレ圧力への目配りもしているというメッセージも市場に残さねばならないとの判断
3. 対円などで弱さを増しつつあるドル相場の動向をもう少し見守りながら FF 金利の水準を決めたいとの思惑

FRB も難しい判断をしている、ということです。今の状況でドルが大きく下がれば、アメリカのインフレ圧力は高まるし、アメリカが必要とする資金も入ってこなくなる可能性があって、それはアメリカの金融市場を一段と混乱させかねない。FRB としては「公定歩合の引き下げで市場が落ち着いてくれれば」と願っている、というのが当たっている。

しかし、「願いを容易にはかなえない」のも市場である。筆者の判断は、「サブプライム・ローンを担保とした証券のプライシングが戻らなければ、それを組み入れた証券化商品を買ったファンドや市場関係者の不安心理、やみくもな行動は収まらない」との判断で、今回の FRB の措置が問題の患部にぐさっと突き刺さる、直接治癒行動になっているのかというと、なっていないと思う。

### 《 including home mortgages and related assets 》

その点で注目されるのは、FRBの最初の声明が「The Federal Reserve will continue to accept a broad range of collateral for discount window loans, including home mortgages and related assets」と述べている点。価値がどこにあるのか分からない不動産担保ローンやその証券化商品まで担保としてニューヨーク連銀が受け取ってくれるかも知れない、というのは前進だ。マーケットはもっとこの点に注目すべきだと思う。

しかしそれだけで完全にプライシングが戻るとも思えない。ニューヨークの株価が底入れしたとは確実には言えない。何せ17日金曜日のニューヨーク株価上昇は、7日ぶりの上げなのである。結局はFF金利引き下げの催促相場になる可能性も残る。

金曜日に874円もの急落を見た東京市場の観点から言うと、「米FF金利引き下げ一段のドル安」という発想が浮かぶ。本当にそうなるかどうかは分からない。ニューヨークの株価反騰と同時に、ドルも戻った。しかし、金曜日の東京市場の株価急落が円高・ドル安、それに伴う日本企業の収益悪化懸念を大きな材料としているとしたら、ニューヨークや欧州の株が大きく上がったからと言って、「東京も安心」とは言えないと言える。

もっとも、ニューヨークが上がったことで、不安心理は若干収まる可能性はある。金曜日の東京の下げはいかにも常軌を逸していた。金曜日の東京市場の株価急落について言うと、円高になったことで日本の株価が下がってもドルや外貨で見た日本株の売却益は大きかったと言うことで、ガイジンが売り急いだ可能性がある。日本の投資家と置かれた環境が違ふ。それがどのくらい収まったのかがポイント。

FRBは短期金融市場での資金供給に次いで、第二弾の動きをした。しかし、怪しい債権を証券化した投資商品が組成され、それに高い格付けがつけられ、そして世界中に販売されて、リスクが拡散され、そのリスクが米住宅市場の冷え込みで顕在化しているという事情は大きく変わっていない。血液を送って身体のファンクションは維持しているが、患部はまだ病んでいるということだ。

今までのバーナンキなどの説明では、患部の病は小さい筈だった。しかしFOMCは8月7日の声明から僅か10日後に、金融政策の重大な変更を発表せざるを得なかった。FOMCがインターミーティングで金融政策の変更を発表するのは2001年の9月、あの9・11の約一週間後に、この声明を伴ってFF金利の誘導目標を0.5%下げの3.0%にして以来。希有なケースということだ。

1993年から行われているFOMC開催日の予定化システム採用後、FEDがインターミーティングで金融政策を緊急会議でいじったのは、今回で5回目でしょうか。2001年に三回あって、その前は1994年の4月18日に一回。

しかしこれでも市場の不安、株価の下げが収まらなければ、それは危機の長期化と言うことであり、景気や雇用への懸念が高まる。約1ヶ月も先(9月18日)の次回FOMC前にもう一度市場慰撫策が必要になる可能性もある。その場合は、FF金利の引き下げを含む措

置が打ち出されると言うことだ。

今週の主な予定は以下の通り。

8月20日(月)	米7月コンファランスボード景気先行指標総合指数
8月21日(火)	6月全産業活動指数
8月22日(水)	7月貿易収支 日銀政策決定会合(～23日)
8月23日(木)	福井日銀総裁記者会見 8月日銀金融経済月報 米MBA住宅ローン申請指数
8月24日(金)	7月企業向けサービス価格指数 米7月耐久財受注 米7月新築住宅販売

### 《 have a nice week 》

土曜日は久しぶりに「涼しさ」を感じたのですが、また日曜日はぶり返し。今年の夏は熱中症の怖さをまざまざと感じたものでした。体力が普通の我々でも外に出ると頭がちょっとくらくらしみましたから、身体の弱い方、暑さを感知する能力の落ちたお年寄りなどは実際には相当きつかったのではないかと思います。今週から8月も下旬、少し涼しくなっ  
て欲しいものです。

今もっばら、モンゴルに関する本を読んでいます。9月の頭に初めて行くので。

「遊牧民から見た世界史」(杉山正明)

「草原の記」(司馬遼太郎)

「ジンギスカンの国へ」(高瀬秀一)

下の2冊は読み終えました。司馬さんの本は草原の風を感じるようなすがすがしい本でした。散文調なのが良い。高瀬さんの本は、実際にモンゴルに大使として行ってらした方の本なので、より具体的に同国の近代史をまとめておられる。

今読んでいるのは杉山さんの「遊牧民から見た世界史」で、これがなかなか面白い。私たちが習った「世界史」が実は「西洋から見た世界史」で、例えばモンゴルが帝国としてのし上がった時期におけるユーラシア大陸のダイナミズムを忘れていやしないか、といった問題意識が随所に出てくる。

確かにそういうきらいはある。この本を読みながらいろいろ考えてみたいと思います。

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。》