

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1889号 2007年09月10日(月)

《 From Wall street to Main street 》

今週のレポートのポイントは以下の通りです。

1. 先週発表になった一連の米経済統計は、サブプライム問題に発した「ウォール・ストリート中心の信用不安」の影響が、メイン・ストリート（製造業、建築など基幹産業）にまで広がりを見せ、アメリカ経済に「リセッションの影」を投げかける形となっていることを示した。オーバーリアクションとの見方もあるが、ニューヨークの株価は大きく下落し、外国為替市場ではドルが大幅に下げた。円は113円台前半
2. もっとも衝撃的だったのは、当初は11万人、発表直前でも「数万人の増加」（非農業部門就業者数）が見込まれた金曜日発表の米雇用統計で、4000人という小幅ながらの「4年ぶりの減少」となったこと。前二ヶ月の増加幅も大幅に下方修正され、金融市場の混乱がアメリカ経済全体の機能不全につながりつつあることを端的に示した
3. この結果、9月18日の次回FOMCでは「利下げの有無ではなく、利下げの幅が問題」との見方が市場では台頭しつつある。「既に米金融政策は behind the curve」だとの見方で、今の状況は0.25%の引き下げ派と0.5%の引き下げ派が拮抗しているという状況である。むろん、「安易な利下げはモラル・ハザード」との見方も残っているが、筆者も0.5%引き下げの可能性ありとの見方だ
4. 一連の利下げまで見通した場合、ニューヨークの株価が下げ続けるかどうかは分からない。しかし、住宅ローン産業を中心に一層のレイオフの発表が相次いでおり、一方でABCP、RMBS、CDOなどの市場が依然として正常化していない現実を考えるならば、建設業から家具などの小売業、さらには製造業への景気鈍化の波が及ぶ可能性が高い。米経済の混乱がまだ初期だと考えられる根拠はたくさんあり、アメリカにおける株安、ドル安の可能性が高いと考えられる

- 5 . 問題は世界経済全体として見たときに、アメリカでの需要の落ち込みをインドや中国などの需要増大がどのくらい埋め合わせでき、世界経済全体の落ち込みを阻止できるかである。IMF などが「今の世界経済は30年ぶりの強さ」と言っている状況が続くならば、アメリカ企業は国内での見込まれる業績不振を海外で取り戻すことが可能だ
- 6 . 今回の世界的な金融市場の混乱の中で一番特徴的なことは、一時は「世界でも最も脆弱な市場」と見られていた途上国の株式市場などが非常にしっかりしていることである。資金が逃げないのだ。むしろ、混乱する先進国市場を回避したお金が、一時的な混乱のあとは再び途上国市場（インド、中国など）に回帰しているとも思える。この現象がこのまま続くかは分からないが、世界経済の中心が少しずつれてきている証拠かも知れない

《 behind the curve ? 》

まず金曜日発表の雇用統計を簡単に振り返る。振れの大きい統計とはいえ、失業保険申請者数や民間予測をベースにした市場の8月米雇用統計に対する予想は概ね「10万人の増加」だった。直前に増加幅を下方修正する見方もあったが、それでも減少を見る向きは全くなかった。

ところが発表された同月の米雇用統計は、4000人と小幅ながら「減少」となった。米非農業部門就業者数が減少に転じたのは4年ぶりである。しかも、7月、6月分の同雇用の増加幅も大幅に下方修正された。7月分は当初の9万2000人から6万8000人に、6月分は当初の12万6000人から6万9000人に修正された。つまり、サブプライム問題が表面化する以前に、米経済の雇用創出力は落ちていたということである。ただし失業率は4.6%で変わらず。

8月に大きく雇用を減らした業種は建設業や製造業だが、今後も明確に雇用を減らしてくる産業がある。それは、住宅ローン産業で、今回の統計は8月中旬以降の同業界でのレイオフを算入していない。加えて、同業界は新たなレイオフをこの週末に発表している。業界最大手の一つであるカントリーワイド・フィナンシャル社は、同社従業員の20%に相当する最大1万2000人を今後数ヶ月に削減する予定であると発表した。同社に限らず、下位のIndyMac Bancorpなども従業員の10%削減（ウォール・ストリート・ジャーナルによれば1万人、朝日曜朝刊の1000人は間違いだと思われる）を発表しており、同業界でこうしたレイオフが当面続くのは確実である。

これは、投資家がこれらの会社が米証券会社と共同で組成してきた各種金融商品（RMBSやその更なる複合商品であるCDO=Collateralized Debt Obligation、さらにABCPなど）を買わなくなったことや、ローンの破綻率が上昇し、さらに住宅価格が下落してきていることから、先行きビジネスの水準維持が難しいと考えられるため。カントリーワイドはこ

の先来年にかけて、住宅ローンビジネスは今年に比べて25%は減少すると見込む。これらの企業は、貸倒引当金の積み増しも迫られている。

ということは、来年の米住宅市場は少なくとも建設件数は大きく減少するということである。富裕層は借金などせずに建設が出来るということはあるかも知れないが、市場全体の冷え込みは間違いない。住宅建設市場の冷え込みは、建設業、関連小売業、消費全般産業の不振へと繋がりがかねない。アメリカは消費が7割を占める経済であって、いくら富裕層の消費がアメリカの消費の大宗を占めると言っても、経済の落ち込みは顕在化してくる可能性が高い。

注目されてくるのは、9月18日に次回FOMCを迎えるFRBの出方だ。来週のFOMCを控えて今週は多くのFRB関係者が発言するが、8日土曜日にはフィラデルフィア連銀のプロッサー総裁が「最近の金融市場の流動性危機を背景とする米経済そのものに対する不安感の増大は、FEDのインフレ見通しの変更を迫る可能性がある」と述べた。

これは、FRBの内部においても「利下げを正当化するための根拠作り」が行われていることを示唆するものかも知れない。なぜなら、今まで「インフレが問題」と言い続けてきたFRBが利下げをするためには、「インフレ見通しが変わった」という論拠を示さなければ「無節操に利下げをした」と言う批判を免れないからである。

同総裁は、金融市場の不安感の増大に関しては、公定歩合の引き下げ、レポによる短期金融市場への資金供給、それに公定歩合貸し出しの期間長期化などで敏速に対応しているとしながらも、FRBとしてのインフレ見通し変更の可能性を示唆したものだ。

《 beyond the curve ? 》

こうした経済実態と見通し、そしてFRBサイドの一連の動きから判断されることは、今までの措置（公定歩合引き下げ、短期金融市場への資金供給）に加えて、経済全体のリセッション入りを避ける目的で、FRBが政策金利を引き下げるのではないかとの観測の増大である。

実際のところ、雇用の悪化はアメリカ経済の先行きに警鐘を鳴らすものである。雇用が4年も増加し続けたが故に、アメリカ経済の7割を占める消費が好調だったと言える。その一番重要な雇用が、1ヶ月の統計とはいえ減少に転じたというのは、アメリカの消費者の消費性向に大きな打撃になる可能性が高い。

例えば、日曜日の朝日朝刊には、オートバイ製造大手ハーレー・ダビッドソンのジーマー最高経営責任者が先週末に業績予想の下ぶれを発表、そこには「急に販売が落ち込んだ。米国の消費者は難しい時期を迎えている」という文章があった。ウォール・ストリート・ジャーナルには、同社が今年第三・四半期の販売台数見通しを今までの91000~95000台から86000~88000に引き下げたと発表した、という記事がある。この見通し引き下げで、同社株は9%以上下落したという。こうした見通し引き下げは、米企

業の株価引き下げに繋がる。

FRBがこの雇用統計だけで金融政策を決めることはないだろう。他の統計には強いものもあるし、失業率の歴史的にも低い4.6%での持続から見れば、今月の統計がぶれている可能性もある。しかし、金融市場の動揺が収まっていないこと、また米住宅市場の後退が今後も続く予想され、それに伴って経済全体の後退が進むと考えられる中では、「behind the curve on the monetary policy」の批判を避けるためにも、利下げをする必要は出てくるだろう。

もし「meet the curve」を狙いとするなら現在5.25%の短期金利誘導目標を0.25%引き下げで様子を見るという方法もある。しかし、やや「beyond the curve」で先回りの利下げをするなら0.5%の利下げという見方も出来る。多分1.0%の大幅な引き下げはないだろう。あまりにも危機的な印象を与えるからだ。

0.25%で済まして、その後の景気の推移を見守るべきか、0.5%の利下げを一気にすべきかは、9月18日のギリギリまで検討されるだろう。筆者は「moral hazard」の問題はあるにせよ、先行的に0.5%の利下げをすることが賢明だと思える。住宅に関わる問題は根が深く、早めに米国民の先行き楽観論、経済の先行きに対する自信を取り戻しておく必要があると考えるからだ。

ではどこまで下げるべきか。これを巡ってもいろいろな議論がある。デフレ懸念がアメリカ経済を襲った今世紀初めのように1%台にする必要があるという議論を展開する人もいれば、ウォール・ストリート・ジャーナルにはいくつかの見方があって、「1%引き下げて4.25%にすれば十分」との見方もある。これは今後の展開次第だが、筆者は同じく住宅や不動産で問題を抱えた日本の例を見るならば、日本に比べて一部門の問題（日本では法人の土地買いが凄まじかったが、アメリカではそれは見られない）であるにしても予想外の低金利を余儀なくされる可能性もあると考える。

雇用統計を受けたニューヨークの株価がダウの引値で約249.97ドル、1.87%、NASDAQが48.62ポイント、1.86%下げたのは、多少「過剰反応」の嫌いはあるものの、「（米経済の先行き見通しが大きく変わったという意味で）パラダイムが変わった」と判断すれば、妥当な展開だと言える。

これを受けて、また米金利の先行き低下を見て、外国為替市場ではドル相場が大きく下落した。先週末のドル・円相場は113円50銭前後でこれは8月中旬以来の円高・ドル安の水準。ユーロ・ドルの引値は1.37ドル台の後半。これも8月中旬以来のユーロ高・ドル安である。筆者はサブプライム・ローンの問題では欧州の金融機関が予想外の痛手を被っており、住宅ブームは欧州でも見られた現象なので一方的にドルだけが弱くなるということには違和感があるが、今のところアメリカに問題が集中している現状では、ユーロに対するドル安は暫く続くだろう。

同じように、円に対してもドルは暫く弱含みに推移する可能性がある。低金利で株価を

見ても魅力のない円だが、危機の間には「safe haven」としての地位にある。世界の中で一番サブプライム問題に汚染されていないのが日本だ。ただし筆者は、110円が一つの目安になると考える。

《 one notable feature 》

問題は世界経済全体としてみたときに、アメリカでの需要の落ち込みをインドや中国などの需要増大がどのくらい埋め合わせでき、世界経済全体の落ち込みに繋げないことが出来るのかどうかだ。IMFなどが「今の世界経済は30年ぶりの強さ」と言っている状況が続くならば、アメリカ企業は国内の不振を海外で取り戻すことが可能だが、そうは行きそうもない。

IMFのラト専務理事は先週7日に記者会見して、「IMFの経済見通しは来年を中心に下方修正される」と述べた。しかしどの程度の引き下げになるかは明確にできなかった。IMFは今年7月に07年と08年の世界経済の実質経済成長率を4月に見込んだ4.9%からともに5.2%に上昇修正していた。ラト専務理事が「(サブプライム問題で)もっとも大きな影響を受ける」としたアメリカ経済に対する見方は、07年が2.0%、08年が2.8%の成長だった。これがどの程度下方修正されるかが焦点。あとは欧州の見通しがどうなるか。

今回の世界的な金融市場の混乱で一番特徴的なことは、一時は「世界でも最も脆弱な市場」と見られていた途上国の株式市場などが非常にしっかりしていることである。混乱する先進国市場を回避したお金が、一時的な混乱のあとは再び途上国市場(インド、中国など)に回帰しているとも思える。正直なところ、ボンベイ証取、香港、その他新興市場の最近の足取りはしっかりしている。この現象がこのまま続くかは分からないが、世界経済の中心が少しずつれてきている証拠かも知れない

実際のところ、7月下旬から現在までの株価の水準を比べてみると、途上国の市場の方が日本など先進国の市場よりよほど水準を保っている。8月の中旬にショックを受けたことは同じだが、その後の回復が素早かった。これまでの世界的な信用危機では先進国の市場よりはるかに強い脆弱性を示してきた途上国市場の、大きな変化である。

フィナンシャル・タイムズによれば、米財務省証券に対するスプレッドを見た場合、7月23日から9月5日までの間にリーマン・ブラザーズのアメリカ企業社債指数は106BP拡大したが、途上国国債の利回りは79BPしか拡大しなかったという。つまり、途上国国債には目立った信用不安が生じなかったということである。

同紙はその理由や途上国株式市場の堅調について 従来ほどアメリカ経済には依存しない形で、途上国経済そのものが堅調である 途上国企業の方が、先進国の企業に比べて債務比率が全般に低い 特にロシアや産油国の企業にはその傾向が強いーなどを挙げている。

アメリカのサブプライム問題で動揺する世界の市場だが、一つ頼りになる明るい側面が

あるとしたら、この途上国市場の比較的しっかりした展開だと思われる。

今週の主な予定は以下の通り。

9月10日(月)	臨時国会召集 4～6月GDP(改定値) 8月景気ウォッチャー調査 BIS定例中央銀行総裁会議 米サンフランシスコ連銀総裁、NABE年次 総会で挨拶 米アトランタ連銀総裁講演(「米経済見通しに ついて」)
9月11日(火)	7月機械受注 トリシェECB総裁が議会証言(サブプライ ム問題に関して・ECB通貨問題委員会) OPEC総会 安倍総理、豪連邦議会で演説
9月12日(水)	8月企業物価 8月消費動向調査 米MBA住宅ローン申請指数
9月13日(木)	8月首都圏マンション販売 イスラム諸国、ラマダン入り(～10月12日)
9月14日(金)	7月鉱工業生産(改定値)・設備稼働率 米8月小売売上高 米8月鉱工業生産・設備稼働率 米9月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報) 米7月企業在庫
9月15日(土)	米軍、イラク情勢の最終報告を議会に提出

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。二日とも暑かったのですが、さすがに夕方からは風が秋の風になっていた。もうすぐ秋です。

先週お休みしたのは、モンゴルに行っていたため。さすがに草原のゲルではインターネットは使えない。携帯電話は馬の背でも使えましたが。別に朝青龍を追って行っていたわけではない。半年前からの予定で行ってきたもの。モンゴルは近いですよ。成田から5時間も飛ばば着く。アメリカなど問題にならないくらい近い。おまけに親近感が持てる。日本で見かけたような人が本当に多い。

しかし日本とモンゴルはまったく違う国だと思いました。どちらが好きかは個人の趣味で、モンゴルでは「もう六回も来ている」という日本人に会いました。人々の行動様式には社会主義の残滓が数多い。一つ言えるのは、社会主義を捨て民主主義と市場経済を導入してたかだか15年のモンゴルは、今混乱と喧噪の中にあるということです。

まず、貧富の格差が急速に拡大している。豊かな家庭の子弟は、市内でも洒落た酒場などで楽しそうにお酒を飲んでいる。この手の若い女性はまるで日本のファッション雑誌から出てきたような格好です。その一方で、浮浪者やストリート・チルドレンも多い。

公共交通機関が少ない中で、首都ウランバートル市内では“悪路”と言って過言ではない道に車がひしめき合っている。ところどころで凄まじい渋滞が発生し、吐きだされる大量の排気ガス。そして、上空にはスモッグがある。

モンゴルの国土は日本の4倍に達する。しかし住んでいる人口は260万人。北海道の人口(560万人)の半分もない。散らばればよいのに、ウランバートルには一説には100万人が住む。凄まじい一極集中だ。過去四半世紀の短期間に進んだものらしい。その結果の交通渋滞であり、水道も通じていない市街地の登場となった。

せいぜいゲル程度をもって移動する遊牧民の国だったモンゴルには、「資本の蓄積」というものがなかった。既に商家にはかなりの資本の蓄積があったと見られる中で明治を迎えた日本とは相当違う。だから今でも国内の資源をカナダや中国の資本に持ち去られている。ある意味で悲惨な国である。

しかし財産と言えるものはある。よく学ぶ若者、広大な草原とそこを吹き抜ける風。美しい夜空(天の川や星座が綺麗に見えました)、チンギス・ハーン記憶。カシミヤだってある。人口比で世界一の馬。また行きたい国だと思っています。

私が体験したモンゴルに関連する文章は、

<http://www.ycaster.com/chat/2007mongol.html>

<http://premium.nikkeibp.co.jp/em/column/itou/05/index.shtml>

などにあります。それでは皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所首席研究員の伊藤(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。》