

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1891号 2007年09月25日(火)

《 many things to think 》

いろいろなことを考えさせられる週末でした。今までの非行動 (inaction) ぶりから見るとサブプライム問題に対して中央銀行の中で一番ノンビリし、ECB や FRB の行動を冷やかな目で見ているイングランド銀行があわてて取り付け騒ぎのあったノーザン・ロックの救済に動かなければならなかったのを目の当たりにすると、「不安心理の地下茎は繋がっており、地雷はどこに埋まっているか分かったものではない」「今後もこうした地雷爆発は続く」という従来の認識が正しいようにも見える。今ドイツで起きている銀行再編もそうだ。

しかし一方で、イギリス人の対イングランド銀行評価を大きく悪化させた今回の事態にも関わらず、中国、インド、ブラジルなどの株式市場の株価が場合によっては新値を取ってきており (週明け月曜日にも大幅上昇した)、FOMC の 0.5% 利下げ後にはアメリカの株価も月曜日引けの時点で先週引値よりは反落して 13760 ドル近辺となったものの、それでも史上最高値の 14000 ドルにあと 240 ドルと「striking distance」に接近していることやヨーロッパの株価も強いことを考えると、「地雷」と従来呼ばれていたものは、安心心理が地下茎で繋がっていることは確かながら「市場のより大きな目」からすると、所詮その地下茎の先にある「爆発物」は「地雷」というほどのものではなく「線香花火」程度の存在にしか過ぎないのかとも思える。

加えて言えば、「信用不安」が叫ばれる今の市場にあっても、資金が潤沢に流れ込んでいる市場 (原油や金、それに穀物、途上国の株式市場) がある現実を見るならば、事態はよく言われる「信用の枯渇」ではなく、「信用の偏在」に過ぎないのではないかと思慮され、そうだとすると今でも潤沢に流動性を抱えている投資家は世界に山ほどいて、彼等はその資本を活発に動かしているのではないか、それ故の世界的なインフレ懸念の台頭なのではないか、という気もする。もしインフレ懸念が有る中で先進国の中央銀行が利下げをしているとなれば、それは今後の世界的なインフレへの序章とならないのか、などである。

これらの大枠な思考を巡らしながら、先週一週間にあったことについて多少解説する。あったこととは

1. FOMC による FF 金利と公定歩合の 0.5% の引き下げと、それを受けたアメリカの株式市場の大幅高

2. この利下げと、その後の更なる利下げを予期させたバーナンキ発言をきっかけとするドルの15年来の安値への落ち込み
3. 高騰する原油や金などの商品相場の行方と、もしかしたらそれが世界的なインフレの予兆かも知れないという観測

などである。まず FOMC の大幅利下げについて。

《 beyond the curve 》

「利上げ幅は0.25%」というややモノトーンな予想が市場が多かった中で、筆者の見方は先週のこのニュースで示したとおり「0.5%の引き下げの方が良い」というものでした。なぜそう思ったかと言えば、それまでの米金融政策が明らかに「behind the curve」だったと思われる点です。つまり金融市場で起きている事態からすれば金融政策が遅れていた。市場で不安心理が強い時にはそれに ahead した措置を取らなければならない。その法則に従えば、バーナンキは最初の危機であるが故に、勇気をもって動く可能性が強い、と考えました。発表された FOMC の利下げ幅は私が予想し、希望した通りの0.5%だった。

実は今回の FOMC の決定を巡っては、私は次のような可能性もあると考えていました。それは例えば「FF 金の下げ幅を0.25%に抑えて、公定歩合の引き下げ幅を0.5%にする」というもの。これは公定歩合で一段と借りやすくなるという意味合いがある。せっかく FF 金利をいじらないときに引き下げた公定歩合だからこそ、その役割をもっと明確にする手だてがあっておかしくない。しかし、市場の目が FF 金利に集中している今の状況からは「FF 金利も0.5%の下げ」の可能性が高いと思った。声明は以下のようなものでした。

「For immediate release

The Federal Open Market Committee decided today to lower its target for the federal funds rate 50 basis points to 4-3/4 percent.

Economic growth was moderate during the first half of the year, but the tightening of credit conditions has the potential to intensify the housing correction and to restrain economic growth more generally. Today's action is intended to help forestall some of the adverse effects on the broader economy that might otherwise arise from the disruptions in financial markets and to promote moderate growth over time.

Readings on core inflation have improved modestly this year. However, the Committee judges that some inflation risks remain, and it will continue to monitor inflation developments carefully.

Developments in financial markets since the Committee's last regular meeting have

increased the uncertainty surrounding the economic outlook. The Committee will continue to assess the effects of these and other developments on economic prospects and will act as needed to foster price stability and sustainable economic growth.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; Timothy F. Geithner, Vice Chairman; Charles L. Evans; Thomas M. Hoenig; Donald L. Kohn; Randall S. Kroszner; Frederic S. Mishkin; William Poole; Eric Rosengren; and Kevin M. Warsh.

In a related action, the Board of Governors unanimously approved a 50-basis-point decrease in the discount rate to 5-1/4 percent. In taking this action, the Board approved the requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of Boston, New York, Cleveland, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, and San Francisco.

この声明を読んでまず思ったのは、同じ引き下げ幅であるにも関わらず、公定歩合の記述を最後にひっつけていることでした。「いつもそうだから」ということもあるが、筆者には今回の危機脱出の為に重用した「公定歩合制度」であるが、「あくまでFRBはFF金利を金融政策の柱に考えているな」と考えました。

次に重要だと思ったのは、「全員一致の0.5%利下げ」というところです。多分、0.25%の下げを主張したメンバーも最初は居たに違いない。しかし危機の時こそ当局は「一致した強いメッセージを市場に出す」ことが必要だ。だから最後は「全員一致」を強調したように思う。

ではFOMCは市場の予想を上回る利下げをした理由付けをどうしたか。声明の以下の部分です。

「the tightening of credit conditions has the potential to intensify the housing correction and to restrain economic growth more generally」(クレジット市場の収縮が住宅市場の調整をより厳しいものにし、アメリカの経済全体の成長を制約してしまう危険性がある)

つまりFOMCは「0.5%という短期金利の誘導目標引き下げをしなかったら生じるかもしれないアメリカ経済全般への(住宅不況が及ぼす)悪影響をある程度未然に防ぐ意図」を明確にしたということです。日本の例を見るまでもなく、「住宅」に関わる信用状況は、一端悪くなり始めると加速度的に悪くなる。それを「未然に防ぐ(fore stall)」には、0.25%の引き下げによる「meet the curve」(現状一致)ではなく、やや「beyond the curve」(先取りの)の0.5%の利下げが必要だったということです。これは考え方としては極めて全うな考え方です。

同じ事はイギリスにも言える。ノーザン・ロックは同国の住宅金融では伸び盛りの会社だった。それが行き詰まったと言うことは、いずれ同国の、これまで隆盛を誇った住宅市場が長きに渡って低迷する最初の兆しかもしれない。

《 Is it effective ? 》

米利下げには問題が残る。「FF金利を0.5%下げたら、住宅市場の冷え込みがアメリカ経済全体に与える悪影響(adverse effects)を未然に防げるのか」という点です。この問題について結論は直ぐには出ない。FRBもそれはよく知っている。しかし、「1.0%一挙にFF金利を引き下げる」という選択肢は「あまりにもアメリカ経済に対する危機感の醸成につながってしまうから出来ない」ことから採用できなかった。その意味ではFRBとしては0.5%の利下げは考え得る最高の選択肢だった。

利下げ幅が十分かどうかに関するFOMCの不安は、声明文の中に良く表れている。「未然に防ぐ(fore stall)」といいながら、対照は「some of the adverse effects on the broader economy that might otherwise arise from the disruptions in financial markets」と「some」であり、素直に前回FOMC以降の金融市場の状況を「have increased the uncertainty surrounding the economic outlook」(アメリカの経済見通しについては、不安感が高まった)と認めている。つまり、かなり大きな不安感を残しながらの0.5%というやや思い切った利下げをしたということです。

利下げの意図は「to promote moderate growth over time」(やや長期的には穏やかな経済成長を図る)に置きながら、インフレ状況を注意深く監視しながらも、「will act as needed to foster price stability and sustainable economic growth」(物価動向と経済成長の維持を両睨みにしながら、必要なら行動する)と述べている。そして今の情勢なら次の行動も利下げの可能性が高い。しかしそこには逆の可能性もわずかならず残っているというのが筆者の見方だ。

この週末にはウォール・ストリート・ジャーナルに「Which Way Is Scarier?」という興味深い記事があった。書き出しは

「The Federal Reserve cut interest rates last week in order to address a pressing concern: the risk of recession and of a breakdown in credit markets.

By lowering rates before it really wanted to, however, the central bank has revived another fear that had been dying down: inflation.

That has left the Fed and the investment world in a tight spot.

If the Fed gets it just right, the economy will slip through this crisis and keep

expanding with only modest inflation, making investors happy. If the Fed's rate cuts are too little, too late, recession fears will return, sending another cold wind through credit markets and the stock market. If the Fed cuts rates too much, inflation could loom.

What was troubling some investors after the Fed rate cut last week, a reduction in short-term rates by half a percentage point, to 4.75%, was the latter risk -- the risk of inflation.」

穀物相場は金相場の上昇を見れば、アメリカ経済が一方でインフレ懸念に直面していることは明らかである。中国の安い商品を「China free」の大きなうねりの中に入れなくし、かつドル安が進行するとあれば、「インフレ圧力」と「インフレ懸念」は強まる一方である。今のアメリカの金融政策は、このリスクに目をつむっている。しかしいずれ大きな問題になる可能性がある。長期金利や商品相場の動向を注意深く見なければならぬだろう。

いずれにせよ、FOMC が利下げをするのは 2003 年 6 月 25 日以来です。このときは 1.25% から 1.00% への引き下げだった。その後 FOMC は 2004 年の 6 月から 17 回連続して 0.25% の利上げをしてきており、2006 年の 6 月についに昨日までの 5.25% に定着させた。つまり、4 年 3 ヶ月ぶりの利下げとなる。

《 sharply lower dollar and inflation fear 》

影響は市場が小幅な利下げしか見ていなかった分だけ甚大でした。サブプライム問題の震源地であるアメリカの株価は大きく上昇し、先にも述べたように今週の月曜日引けまでの段階で史上最高値に「striking distance」、つまり「射程距離」に入った。日本や欧州の先進国の株価は全般に先週の後半は上昇し、一方インドや中国、ブラジルなど途上国の市場も大きく値を上げた。例えば 2004 年の前半には 4500 ほどだったインドの代表的な株価指数である SENSEX は、今週月曜日引値では 16845.83 と日本の日経平均の先週末引値 (16,312.61 円) を大きく抜いてしまった。

一方で、外国為替市場では大きなドル安の動きが起きた。フィナンシャル・タイムズは「ドルは各国通貨に対して 15 年ぶりの安値になっている」と報じている。ドル安は、隣国カナダのドルに対して米ドルが等価まで落ちたことに象徴される。私がアメリカに赴任した 1976 年に等価だったのを最後に、カナダ・ドルはずっと米ドルに対して等価を下回ってきた。

ドル安を顕著に感じるのは、ユーロ・ドル相場だ。この文章を書いている現在のユーロ・ドル相場は 1.4080 ドル近辺。1998 年の末に欧州委員会が理論値から発表した 1 ユーロの対ドル相場は 1.16675 ドル (対円理論値は 132 円 80 銭) だったと思った。為替市場ではその後ユーロ安が進む。私の記憶ではユーロは 0.82 ドルまで落ちた。確か

ユーロの対円相場は88円程度か。つまり今はパリに行って「ホテルが高い」と思っている日本人も、88円で1ユーロを買えた時期があった。それが今は160円でやっと1ユーロが買える。

そのユーロの対ドル安値(0.82ドル)に比べると、今の1.4ドルというのは「とてつもないユーロ高」だと言える。誰がドルを「15年来の安値」(6通貨の通貨バスケットに対して)に落としたのか。直接的にはバーナンキである。彼が議会で証言し、今週のFF金利の0.5%引き下げに関して証言し、「場合によってはもっと下げる」と語った。今の為替相場は金利本位制のところがある。もっと米金利が下がるとなれば、ドルはまだ金利が上がるかもしれないユーロなどに対して下がる。むしろ、UAWがGMに対してストライキに入るような、また住宅不況を切っ掛けに消費の先行きに不安感が高まるアメリカ経済の先行きに対する懸念もある。「R」の単語が聞こえ始めたのが今のアメリカだ。

先週後半のバーナンキの証言で一つそうだろうな、と思ったのは「(0.5%の利下げに関して) to try to get out ahead of the situation and try to forestall potential effects of tighter credit condition on the broader economy」と述べていることだ。これは私がかねて主張した「beyond the curve」の金融政策に相当する。

ドル安はいつまで続くのか。今のところドル安をアメリカの株式市場はあまり気にしていない。しかしドル安がインフレ懸念に繋がり始めると、アメリカの株式市場も気にせざるを得ないだろう。一方で、フランスのサルコジ大統領などはユーロ高を強く懸念し、ECBの金融政策にもクレームや注文を出し始めている。

金利が低い円に対してドル安がどの程度進むのかは不明である。筆者はあまり下げないような気もする。しかし、利下げが続くと見られる中ではドルの脆弱性は続くと考えるのが自然だろう。

利下げが行われる一方で、アメリカや世界で急速に台頭してきているのが「インフレ懸念」である。世界的な信用収縮といっても、それが「偏在」であることが徐々に明確になっている中での金融緩和は、「流動性過多 インフレ圧力の増大」への連想が働きやすい。

過去一週間で一番価格高騰したのは原油である。月曜日のニューヨーク市場では高値から反落してバレル81ドル台になったものの、それでも過去一ヶ月の上昇幅は「依然として14%に達している」状況であり、その背景は

1. アメリカの在庫の着実な減少
2. FRBによる0.5%の金利引き下げ
3. ドル安とハリケーンシーズンの接近

と理由付けされている。確かにドル安の中では、産油国の手にするドル代金の購買力は対ユーロなどでは下がる。ドル建て価格が上がってもそれをヨーロッパで使おうとすれば、

ドルの弱さに気が付くということである。世界経済は、一方で地下茎でつながるサプライム問題の恐怖と、そして一方ではジリジリと進むインフレ懸念と一緒に戦わなければならない状況に置かれている。

今週の主な予定は以下の通り。

| | |
|----------|---|
| 9月25日(火) | 衆参両院で首相指名選挙 米9月コンファレンスボード消費者信頼感指数 米8月中古住宅販売 米フィラデルフィア連銀総裁講演 中国人民銀行、預金準備率を12%から12.5%に引き上げ |
| 9月26日(水) | 8月貿易収支 米MBA住宅ローン申請指数 米8月耐久財受注 米セントルイス連銀総裁講演 香港市場休場 |
| 9月27日(木) | 米4~6月GDP(確報) 米4~6月個人消費(確報) 米4~6月GDP価格指数(確報) 米8月新築住宅販売 エバンズ次期米シカゴ連銀総裁スピーチ 地球温暖化に関する国際会議(~28日・ワシントン) |
| 9月28日(金) | 8月労働力調査 9月都区部・8月全国消費者物価 8月家計調査 8月商業販売統計 8月鉱工業生産 米8月個人所得 米8月個人支出 米9月シカゴ購買部協会景気指数 米8月建設支出 米9月ミシガン大学消費者信頼感指数(確報) 米アトランタ連銀総裁講演(「米経済について」) |

9月29日(土)

米セントルイス連銀総裁講演

ミシュキン米FRB理事講演

中国株式市場休場(～10月7日・国慶節)

日中国交正常化35周年

《 have a nice week 》

またしても3連休。しかし一週間前とかなり違うと思うのは、さすがに9月も下旬になって、秋がかなり入ってきたことでしょうか。まだ空気は生ぬるいのですが、風には涼しさが間違いなく混ざってきている。10月に入ったら相当涼しくなるのでしょうか。涼しくなるのが楽しみです。

ところで、東京のタクシーが「黒」に傾斜しつつあるのをご存じ。実は先週初めてKMのタクシーが黒になり始めているのに気が付いた。MKなど既に黒が基調のタクシー会社は多い。他のタクシー会社も黒を増やしつつある。私は黄色や緑のタクシーの方が好きなのですが、「黒への需要が強い」のが現状だそうで、今の傾向は続きそうです。そう言えば、東京無線に加入している一部の会社も「黒を検討中」という。あの緑が特徴的だったのに。

それにしても、昨日のあまりにも寂しく、弱々しい病院での会見が終わって、安倍政権は完全に過去のものとなりました。自民党の四役(?)も決まり、今日には閣僚名簿も出てくる。日本は「政権交代の現実味」と直面しながらの政治状況が続くことになる。それはそれで緊張感があって面白いと思うのですが。

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。》