

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1910号 2008年02月12日(火)

## 《 credit woes 》

正直、G7 声明全文を読んだときの印象は、「会議をやる価値があったのか」というものでした。読んでも「コツン」と当たるところがない。つまり、訴えたいことがなく、危機に対して「これ」をやるという納得性ある措置も打ち出されていない。

危機が起きている中で先進各国の財務相や中銀総裁が会合を開き、かつ非公式会議も持って、その会議には中国、インドネシア、韓国などの国が参加したことは確かに意味のあることかも知れない。「協調」をうたったのもいいことです。

しかし、繰り返すが今の危機にどう処方箋を出すかについては何も具体策はなく、「各国がそれぞれの責任でやる」というだけで、全体から受ける印象は「(今の危機に G7 は) 対処策なし」と映ってしまう。それもあってか、東京市場が休場の中で開いたアジア市場は韓国、中国各地、インドの市場で株価は3%を上回る下落を記録した。

欧州市場に回ったら下げ幅は小さくなり(大部分が1%以下の下げ)、ニューヨーク市場は朝安のあと引けではダウで57.88ドル高、NASDAQは15.21ポイントの上昇となった。しかし最近の下げの連続で自律反発の域を出るものではないし、ヤフーを巡るマイクロソフトとグーグルの三つどもえの闘いの中では、いかにも上げ幅は小さい。

この週末にはアメリカのウォール・ストリート・ジャーナルに「New Hitches In Markets May Widen Credit Woes」という見出しの記事も載っていた。これは「グローバルなクレジット・クランチが深刻化して新局面に入る可能性がある」と警告した記事で、結局のところG7の開催と声明は直ぐに忘れられて市場はもとの不安定な動きを繰り返すことになるでしょう。「不安定」とは、下方バイアスが強い中での株価の大きな振れ、その株価を横目に見た円の為替相場の動きです。

G7 が示した世界経済に対する認識は以下の通りです。(声明全部は財務省のホームページの [http://www.mof.go.jp/english/if/g7\\_080209.pdf](http://www.mof.go.jp/english/if/g7_080209.pdf) にある)

「The world confronts a more challenging and uncertain environment than when we met in last October, though its fundamentals as a whole remain solid. In the United States, output and employment growth have slowed considerably and risks have become more skewed to the downside, but long-term fundamentals remain sound and

we expect growth to continue in 2008. In all our economies, to varying degrees, growth is expected to slow somewhat in the short-term, reflecting wider global economic and financial developments. Emerging market economies (EMEs) are forecast to continue robust, if slower, growth. We note that downside risks still persist, which include further deterioration of the U.S. residential housing markets; tighter credit conditions from prolonged difficulties in the financial markets; high oil and commodity prices; and heightened inflation expectations in some countries. Each of us has taken actions, appropriate to our domestic circumstances, in the areas of liquidity provision, monetary policy, and fiscal policy. We also remain committed to strengthening our efforts to enhance growth through necessary reforms. Going forward, we will continue to watch developments closely and will continue to take appropriate actions, individually and collectively, in order to secure stability and growth in our economies.」

つまり、素直に今の世界経済は去年の10月時点より難問の多い、不安定な環境に置かれており、それは具体的に言えば先進国経済が短期的であろうと成長鈍化に直面しつつあり、しかも景気悪化リスク (downside risks) は

- 1 . アメリカにおける居住用住宅市場の一段の悪化
- 2 . 金融市場の長引く動揺からもたらされる融資条件の引き締め
- 3 . 石油や商品相場の高騰
- 4 . 一部の国におけるインフレ期待の増大

などを背景に現在も継続している (still persist) と判断している。声明は途上国経済が活況 (robust) であるとしながらも、「if slower」という形で「活況ながら成長率は鈍化」と認めている。認識も日々変わる現実からすれば少し甘い。

### 《 are deeply engaged 》

もっと甘いと感じるのは、対応策だ。声明は次のように続ける。

「We are deeply engaged in working together to strengthen financial stability, limit the impact of the financial turmoil and address the factors that contributed to it. Co-ordinated liquidity provision by Central Banks has helped mitigate short-term pressures in the money markets. Financial institutions' recognition and full and prompt disclosure of their losses, based on appropriate valuation, accompanied, where necessary, by measures to reinforce their capital base, play

an important role in reducing uncertainty, improving confidence, and restoring the normal functioning of the markets. We urge this process to continue. Authorities should encourage market-led improvements in transparency and disclosure practices in this area, and, where needed, provide clear and consistent guidance.

In October, we asked the Financial Stability Forum (FSF) to analyse the underlying causes of the recent turbulence and put forward relevant actions and initiatives in a number of areas. We welcome its interim report and the good progress that has been made, and look forward to its final report in April. We will act expeditiously on its recommendations. Among the issues that have to be addressed, we emphasise, in particular, i) the importance of promoting prompt and full disclosure by financial institutions of their losses and of valuation of structured products; ii) strengthening management of liquidity risks at financial institutions by accelerating the development of an internationally consistent approach by the Basel Committee on Banking Supervision; iii) improving the understanding and disclosure of banks' and other financial institutions' exposure to off-balance sheet vehicles; iv) enhancing underpinnings of the originate-to-distribute model by ensuring an appropriate incentive structure comes into play; v) addressing potential conflicts of interest at credit rating agencies, and improving the information content of ratings to increase investors' awareness of the risks associated with structured products; and vi) implementing the Basel II capital adequacy framework to enhance transparency and risk management. In addition, authorities should review, as necessary, their mandates, coordination mechanisms, and instruments to ensure measured and flexible responses to market stress, including arrangements for dealing with weak and failing financial institutions, both domestically and cross-border. We ask the IMF and the FSF to report at our next meeting on identifying potential vulnerabilities and enhancing early warning capabilities.

We stand ready to take any further action necessary to enhance stability in the financial market and to ensure that international integration of financial markets and financial innovation continue to bring about benefits to the world economy.

この長い文章を読んで市場を見ている人間として当局サイドの動きに安心感を覚えられないのは、一番肝心なことが抜けているからである。それは、金融機関、特に欧米の金融機関の行く手に関して仮に何かがあった場合には「公的資金」の投入をするかどうかに関して何一つ言っていないことだ。

もっともブッシュ大統領が既にこの G7 の前に「しない」と言い、ポールソン財務長官も G7 の後の記者会見で「ない」と言っているのだから、G7 の声明には入れられるはずがない。

しかし今週からまた一段とアメリカや世界の金融市場の不安定感が強まり、金融市場で疑心暗鬼が強まった場合には、日本政府が日本の銀行にしたように公的資金を使うという方法が実際に検討されることになる。この声明文では、「measures to reinforce their capital base」と金融機関による資本ベースの強化措置を要請している。今までは政府系ファンドが主役だったが、依然として欧米の金融機関の資本ベースは極めて脆弱であると考えられる。G7 は前回の会議で政府系ファンドに関して投資の透明性などを要請したばかりである。その政府系ファンドにあまりにも依存しすぎではないのか。

イギリスがノーザン・ロックの処理に手間取っているように、経済に対する刺激措置（戻し税や企業向け減税）や金利引き下げの素早さに比べて、金融機関対策が遅れている印象が強い。市場の不安感は、モノラインなどの企業を含めて金融に携わる企業の資本ベースの脆弱化にあり、この問題が解決しないとニューヨーク、ロンドンを含む国際金融市場の強さは戻らず、金融機関の融資姿勢は厳しいままで、景気に一段の打撃が加わる可能性を見てもおかねばならないと考える。

#### 《 China's decision 》

為替に関するベースの既述は何も変わっていない。中国が人民元の変動幅を拡大する決定を下したことを評価したものの、以下の通り、経常収支の巨額の黒字に加えて中国国内の高いインフレ率を勘案すれば、人民元の一段の切り上げを推奨すると述べていることが違っただけ。

「We reaffirm that exchange rates should reflect economic fundamentals. Excess volatility and disorderly movements in exchange rates are undesirable for economic growth. We continue to monitor exchange markets closely, and cooperate as appropriate. We welcome China's decision to increase the flexibility of its currency, but in view of its rising current account surplus and domestic inflation, we encourage accelerated appreciation of its effective exchange rate.」

日本の円の相場推移を見ていると、相変わらず株価本位制である。先週末は107円台の後半に円安が届く場面もあったが、その時のニューヨークや世界の株の下げを見て再び106円台の前半まで円高になる局面もあった。為替相場の株価本位制はもうしばらく続く可能性が高い。

しかし、ユーロの対ドルの動きを見ると、ドルは一段の金利低下の可能性もあるにも関わらず、ドルの一段安は生じていない。ユーロにも金利低下見通しがあるし、ユーロの対ドル相場がそもそも非常に高いところにあるからで、為替相場は最後は「相対的存在」であることを思い起こさせてくれる。

今週の火曜日以降の予定は以下の通り。

2月12日(火)	米サンフランシスコ連銀総裁講演 米大統領選予備選
2月13日(水)	12月国際収支 1月企業物価 1月消費動向調査 米MBA住宅ローン申請指数 米1月小売売上高 米12月企業在庫
2月14日(木)	10~12月GDP(速報) 12月鉱工業生産(改定値)・設備稼働率 1月首都圏マンション販売 日銀政策決定会合(~15日) ユーロ圏10~12月GDP 米12月貿易収支 グリーンスパン前米FRB議長講演(「経済に関して」)
2月15日(金)	日銀総裁定例記者会見 日銀金融経済月報 米2月NY連銀製造業景気指数 米1月鉱工業生産・設備稼働率 米2月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報) 米2月NAHB住宅市場指数 ミシュキン米FRB理事講演

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。去年と打って変わって今年は雪が多い。土曜日は大阪から帰ってきたのですが、新幹線が雪で遅延。実は数時間にわたって閉じこめられるかと思っていましたが、17分の遅延で済んだのは良かった。それにしても、大阪から名古屋までずっと雪景色で、それはそれで綺麗だった。夜と同じで、雪は街の猥雑さを消してくれる。

ところでこの週末に調べごとをしていて、最近では非常にはまったサイトがありました。「日本地理おもしろゼミナール」(<http://ku0811.hp.infoseek.co.jp/>)というのです。例えば、「日本で一番低い山は」「日本で一番面積の小さい都道府県は」など。「地名の雑学」のところも、開いたらほとんど分からない。日本には知らないが面白い地名の街がいっぱいある。難しい読みの日本の駅。どうも学校の先生が作っているみたいですが、最近になく面白かった。こういうサイトを熱意を更新し続けておられることには敬意を払いたいと思ひ

ます。

2005年に発売した「日本力」(講談社)の文庫バージョンが1月の下旬に発売されました。今全国の書店に並んでいると思います。前書きなどを大きく書き換えています。文庫は持ち運びやすい。出版社によれば、既にかなり売れたとの事。書いた本人としては嬉しい。それでは、皆さんには良い残りの4日間を。

《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。》