

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1913号 2008年03月03日(月)

《 stagflation fears 》

時間的経緯から見るとまずドルが急落し、次に市場不安感（ニューヨークの株安）の高まりと同時に円が急騰した先週でした。今週も市場の不安定感は続きドルは底値を、円も高値を試しやすい動きになるでしょう。

今の市場では日本円は「a safe-harbor bet」（危機の時に逃げ込む港）と見られている。この考え方が妥当かどうかは考慮する必要があるが、現実問題として今や「危機 ドル買い」は昔の思い出でしかない。ドル金利の低下、および一段低下見通しの中で、ドルキャリアー（米ドル借り・高金利通貨買い）の動きも見られる。基調としてドルが弱い展開は暫く続くだろう。

もっとも筆者は、今のドル安は対ユーロなどでやや足が速いと考えている。対円でのドル安は対ユーロなどより遅めに来ている、ドルの対ユーロ安が一巡したように見える中でも進行した。相場が若いとも言える。しかしその一方でポジションの傾き（円売り）が少ない点を考慮すると、円高が加速すると思われる週初は別にして、先週の後半に見られたような高金利通貨を含めた対全通貨での円高進行が一週間続くとは限らないと考える。

先週のドルの対主要国通貨全般に対する急落の背景は

1. 次々に発表された米景気指標が予想外に弱いものが多く、アメリカのリセッション観測が強いものになって、AIG の大幅欠損やモノラインを巡る不安感の再台頭など米金融市場の先行きへも懸念が高まった
2. 当面の景気鈍化、市場不安定への対応としてバーナンキが選んだ金融政策は、「台頭するかも知れないインフレ懸念よりは、暫くは金利引き下げによる景気浮揚を続ける」と言うもので、これにより名目金利に加えてアメリカの実質金利の低下が予想された
3. アメリカ当局からドル安を警戒する声も聞こえないし、先の東京 G7 の声明も為替市場の混乱を事前に防止するには具体性に欠けるものだった。欧州などからの若干のドル安・ユーロ高警告だけでは、市場にはドル安トライの空気が強い

などでしょうか。先週発表されたアメリカの経済指標については、明るいものはほとんどなかったという印象です。1月の新規住宅販売は1995年初め以来の低水準になったし、

1月の耐久財受注は5.3%という大幅減少となった。その一方で卸売物価は食料品やエネルギー価格の上昇を背景に1%もの上昇となり、更に金曜日には2月のシカゴ購買部協会指数は大幅な低下(前月51.5 2月44.5)となった。

また同月のミシガン大学消費者信頼感指数は、70.8と1992年2月以来の低水準となった。つまり、インフレ高進、雇用見通しの悪化、住宅価格低下を背景としてアメリカ経済の先行きに警戒感が強まりこそすれ、明るい材料はなかったということだ。

今週も最後の方に掲載しておいたが、数多くの経済指標が発表される。ポイントは、市場で強まっている「stagflation」(スタグフレーション)のような抜き差しならない状況にアメリカ経済が陥りつつあるのか、それとも既に利下げ・景気刺激と相次いで打っている措置によって、アメリカがリセッションに直面するにしても、それからの脱出が早いからです。

《 When Bernanke speaks 》

今週発表される指標の意味合いに話を進める前に、市場のドル売りの動きに拍車を掛けたFRBの金融政策運営方針に触れておかねばならない。

バーナンキFRB議長が議会で証言を行ったのは27日である。実はそれまで堅調を保っていたドルは、その日から下げ足を速め、それがニューヨークの株安を招来した面があった。市場がドル売りに向かった理由は、それまでも市場にあった米景気先行きに対する不安を除けば、バーナンキ議長の議会証言そのものの中にある。それは

1. この証言で議長は米金利の先行き大幅引き下げを示唆し、この結果市場では米金利の誘導目標が1%に台になるかもしれないとの観測が市場で高まった
2. かつその金融政策運営方法は、当面はインフレに目をつむってもということで、名目金利以上にアメリカの実質金利がマイナスにまでなる危険性を感じさせるものだった

ということでしょう。順番を追ってみていくと、まずバーナンキはアメリカ経済の現状認識に対して、以下のように述べている。バーナンキ議長の講演全文はFRBのサイトの(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20080227a.htm>)にあります。

「The economic situation has become distinctly less favorable since the time of our July report. Strains in financial markets, which first became evident late last summer, have persisted; and pressures on bank capital and the continued poor functioning of markets for securitized credit have led to tighter credit conditions for many households and businesses. The growth of real gross domestic

product (GDP) held up well through the third quarter despite the financial turmoil, but it has since slowed sharply. Labor market conditions have similarly softened, as job creation has slowed and the unemployment rate--at 4.9 percent in January--has moved up somewhat.

Many of the challenges now facing our economy stem from the continuing contraction of the U.S. housing market. In 2006, after a multiyear boom in residential construction and house prices, the housing market reversed course. Housing starts and sales of new homes are now less than half of their respective peaks, and house prices have flattened or declined in most areas. Changes in the availability of mortgage credit amplified the swings in the housing market. During the housing sector's expansion phase, increasingly lax lending standards, particularly in the subprime market, raised the effective demand for housing, pushing up prices and stimulating construction activity. As the housing market began to turn down, however, the slump in subprime mortgage originations, together with a more general tightening of credit conditions, has served to increase the severity of the downturn. Weaker house prices in turn have contributed to the deterioration in the performance of mortgage-related securities and reduced the availability of mortgage credit.

The housing market is expected to continue to weigh on economic activity in coming quarters. Homebuilders, still faced with abnormally high inventories of unsold homes, are likely to cut the pace of their building activity further, which will subtract from overall growth and reduce employment in residential construction and closely related industries.

要するに前回の議会への報告時（昨年7月）時点に比べれば、アメリカ経済を取り巻く環境は明らかに悪くなった、と言っている。昨年7月と言えば、「アメリカの住宅はバブルじゃないか」との見方であっても、問題はまだ表面化の途上であって金融市場に影響を与えてはいない。

バーナンキはさらに、昨年末にかけて急速に落ち込んだ個人消費、住宅市場の不振の影響が出始めたビジネスの世界へ話しを進めている。ただしアメリカの金融（ウォール・ストリート）を除く企業を中心とした経済（メイン・ストリート）については

「And, as a whole, the nonfinancial business sector remains in good financial condition, with strong profits, liquid balance sheets, and corporate leverage near

historical lows. In addition, the vigor of the global economy has offset some of the weakening of domestic demand.」(全体的には非金融部門の状況は、高い利益、バランスシートの流動性は高く、企業の借金レベルは低いなど良好で、また世界経済の活発さが国内需要鈍化の一部を相殺している)

と指摘している。問題を抱えたのは金融部門、住宅部門などサブプライム問題の発生現場が中心であり、その他の部門の状況は決して悪くないと見ていることになる。

しかし、消費者の景気に対する信頼感、雇用統計、生産統計など次々に出てくる経済指標を見れば、サブプライム問題の影響は確実に広まっていることは明らかである。

実はバーナンキが議会証言した27日のニューヨークではドルは下がったが、株式は比較的値持ちが良かった。この段階でのドル安は、主に高金利通貨やユーロに対してだった。しかし、28、29とニューヨークの株価は急落、バーナンキの一定の楽観論は吹っ飛び、ニューヨーク株、ドルの両方が大きく値下がりして、この中で円はそれまでの「円安気配」を一転させて、全通貨に対して大幅に上昇した。それ以前はドル安、円安の傾向もあったのに、週の後半は円独歩高に移行した。

先週後半の金融市場の大荒れを招いた一つの背景は、バーナンキの金融政策運営方針である。講演などを含めて彼は結論をいつも最後に述べるのだが、今回は次のように述べている。

「A critical task for the Federal Reserve over the course of this year will be to assess whether the stance of monetary policy is properly calibrated to foster our mandated objectives of maximum employment and price stability in an environment of downside risks to growth, stressed financial conditions, and inflation pressures. In particular, the FOMC will need to judge whether the policy actions taken thus far are having their intended effects. Monetary policy works with a lag. Therefore, our policy stance must be determined in light of the medium-term forecast for real activity and inflation as well as the risks to that forecast. Although the FOMC participants' economic projections envision an improving economic picture, it is important to recognize that downside risks to growth remain. The FOMC will be carefully evaluating incoming information bearing on the economic outlook and will act in a timely manner as needed to support growth and to provide adequate insurance against downside risks.」

この中で目立つ言葉の並びを拾うと、

「Monetary policy works with a lag. Therefore」

「it is important to recognize that downside risks to growth remain」
「will act in a timely manner as needed to support growth」
「and to provide adequate insurance against downside risks」

だろうか。「金融政策が効果をもたらすにはラグがある。成長へのダウンサイド・リスクがあり、タイムリーに行動し、ダウンサイド・リスクに対する適切な保険を掛ける」と述べているのである。

「タイムリーに行動」ということは、今回の3月18日を含めて、また状況次第では予定された定例会合以外でも時宜に応じた措置（利下げなど）を取ると言うことであり、「ダウンサイド・リスクに対する適切な保険」という表現の意味合いは、少し緩和に傾いた金融スタンスを取るということである。

インフレではなく景気先行きの不安感の方がFRBのサイドには強いわけで、景気悪化に対する「保険」ということは、言ってみれば「保険」的に厚めに利下げすると言っているに等しい。「緩和のしすぎ」になっても仕方がないので、やれるところまで金融緩和を進める、ということである。文章の流れからはそう読める。

これは為替市場の人間から見ると、「ドルは買えない通貨」と判断できる。問題は予測される下げを既にどのくらい織り込んでいるのか、という問題になる。

《 monitor closely 》

バーナンキが景気重視に転じる中で心配になるのは、アメリカの国内インフレの動向である。デフレ圧力が強かった2000年代に入ってから数年と違って、今回の場合は世界的なインフレ圧力の高まりとの背中合わせにある。となると景気後退とは別に「インフレ圧力の高まりにはどう対処するのか」という大きな問題がFRBには残る。もちろん彼はインフレへの目配りも忘れてはいないが、対応は相当違うのだ。

「Upside risks to the inflation projection are also present, however, including the possibilities that energy and food prices do not flatten out or that the pass-through to core prices from higher commodity prices and from the weaker dollar may be greater than we anticipate. Indeed, the further increases in the prices of energy and other commodities in recent weeks, together with the latest data on consumer prices, suggest slightly greater upside risks to the projections of both overall and core inflation than we saw last month. Should high rates of overall inflation persist, the possibility also exists that inflation expectations could become less well anchored. Any tendency of inflation expectations to become unmoored or for the Fed's inflation-fighting credibility to be eroded could greatly complicate the task of sustaining price stability and

could reduce the flexibility of the FOMC to counter shortfalls in growth in the future. Accordingly, in the months ahead, the Federal Reserve will continue to monitor closely inflation and inflation expectations. 」

最後の文章がその違いを浮き立たせている。成長を支援し、ダウンサイド・リスクに対する適切な保険を準備すると言明し、景気悪化には「タイムリーに行動する」と言っていたのに、インフレやインフレ期待に対しては「continue to monitor closely」なのだ。つまり、「しっかり監視する」と言っているに過ぎない。

「行動」と「監視」の間には、大きな差がある。その結果何が起きるかと言えば、アメリカでは当面名目金利が引き下げられるのに加えて、実質金利が大きく低下するということである。インフレ次第では実質金利がマイナスになる可能性もある、ということだ。これは株には良いのかも知れないが、為替には確実にマイナスだ。

誰がやっても今が金融政策を運営するには難しい局面であることは確かである。またバーナンキが抱えた問題の多くは前任のグリーンस्पンの積み残しであるという面が強い。それでも、今のFRB議長はバーナンキであり、「バーナンキに二期目はあるか」といった記事が今から書かれているようでは、市場の信頼は低いと言える。米経済の低迷に加えて、バーナンキに信頼がないと言うことも大きな問題となろう。

今週の主な予定は以下の通りです。

| | |
|---------|---|
| 3月3日(月) | 1月毎月勤労統計 2月新車販売台数 EU 2月製造業PMI(確報) EU 2月消費者物価(速報) 米2月ISM製造業景況指数 米1月建設支出 米2月米国内自動車販売台数 米フィラデルフィア連銀総裁講演 |
| 3月4日(火) | EU 10-12月GDP(改定値) バーナンキ米FRB議長講演 ミシュキン米FRB理事講演 米大統領選予備選(オハイオ・ロードアイランド・テキサス・バーモント) |
| 3月5日(水) | 10-12月法人企業統計 英中銀金融政策委員会(~6日) EU 1月小売売上高 中国全国人民代表大会開催(証券取引印紙税の引 |

下げに関して議論される可能性も)

OPEC 総会

米 MBA 住宅ローン申請指数

米 2 月 ADP 雇用統計

米 10~12 月非農業部門労働生産性(確報)

米 10~12 月単位労働コスト(確報)

米 1 月製造業受注

米 2 月 ISM 非製造業景況指数

米ページブック

米クリーブランド連銀総裁講演

3月6日(木)

1 月景気動向指数(速報)

日銀政策決定会合(~7日)

ECB 理事会

米 1 月中古住宅販売保留

米 2 月 ICSC チェーンストア売上高

米 FRB 消費者諮問委員会が住宅ローン融資規
制などを協議

米セントルイス連銀総裁講演

米カンザスシティ連銀総裁講演

N A T O 外相理事会(~7日)

3月7日(金)

日銀総裁定例記者会見

日銀金融経済月報

米 2 月雇用統計

ミシュキン米 FRB 理事講演

ポールソン米財務長官講演

3月8日(土)

米大統領選予備選(ワイオミング・民主党)

今週は経済指標が多い。欧州の指標も少し厚めに入れることにしましたので、一段と多い印象だが、この中では米 2 月 ISM 製造業景況指数、米 2 月の雇用統計などが重要です。欧州の指標も数多く発表される。あと FRB の議長、理事などの講演も多い。いずれも注目を浴びるだろう。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。少し温かくなってきたと思ったら、目が痒いですね。花粉が始まったようで、花粉症の人間にはきつい季節が回ってきたという印象です。

ところで週末に久しぶりに windows update をしたら、インターネット・エクスプローラ

ーが7.0になって、あまり変化はないだろうと思ったら、一つだけ目に見える変化がありました。それは印刷フォーマットです。

以前はブラウザの情報を全部印刷しようとする、入りきらないで文章の右側がよく切れたのです。一番読みたい文章が切れていた。しょうがなくしばしば印刷したい部分をマウスでリバースして、印刷コマンドの画面から「選択した部分」にして印刷していた。

しかしそれでも入りきれない場合があって、その時は仕方なく「選択した部分」をコピーしてワードか秀丸に落として、それを印刷していた。しかしこの週末にやってみて分かったのはIE7.0では、活字は小さくなるがブラウザのページ全体がA4なりの紙の大きさにうまく調整されて、大部分の場合は紙の範囲の中で収まるようになった。

自分のコンピューターとプリンターの組み合わせだと、プリントがうまく出来るかどうかは勘でわかって、「選択した部分」を作るかどうかを決めていた。しかし自分のコンピューターとプリンター以外で急ぎの印刷をするときなど、よく右が切れて役に立たず、また紙がもったいなかったのです。

ちょっと活字が小さくなるが、全部が入っての印刷となる。これはなかなか良い改良点です。あと一つ望みたいのは2テイク以上の記事を一回の印刷コマンドでうまく印刷できたらいいななんて思っているのですが。

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。》