

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1915号 2008年03月17日(月)

## 《 Bear Stearns received emergency funding from the Fed 》

めまぐるしい展開の中で金融システムへの不安が高まって株価が大きく下げ、ドルも円を中心に各国通貨に対して大幅に下落した先週でした。市場の不安感の強さはドルと株の速い下落ペースでも明らかで、今週の市場もこれまでの流れを基調とした動きで始まるでしょう。

しかし、市場の混乱の深刻化はそれ故に先週に比較しても当局の動きを誘発しやすい状況を作り出しつつあると考えられる。「当局の動き」とは、外国為替市場では介入であり、金融市場対策としては何らかの形で公的資金注入(金融機関など)への動きである。ブッシュ政権の金融危機に対するレッセフェールの姿勢も、この週末で大きく転換してきた。

簡単にこの一週間に私が注目した点を記しておく

1. アメリカ市場の混乱は、JP モルガンという銀行経由であるにしても、ベア・スターンズという1証券会社に対するFRBの流動性付与という事態にまで発展した。同社は救済後も格下げの中で身売り説が台頭。市場では「次はどこか」という不安感が強まっており、この不安感は公的資金注入を拒否し続けているブッシュ政権のスタンスが変わらない限り増大する可能性がある
2. 金融市場への不安感は、その発生源であるアメリカの通貨・ドルに対する不信感増大に繋がっており、ドルはフリー・フォール(歯止めなき下落)になる可能性を秘めている。ドルのフリー・フォールが生ずれば、世界中の投資家はドル資産の見直しを迫れるが、これは世界的な危機の発生を意味する。こうした視点から、アメリカを含めた先進各国中央銀行による協調介入論が高まり、実現性を徐々に持ち始めた
3. 金融市場の不安感の高まりと歩調を揃えるかのように、アメリカの経済実体も急激に悪くなっている。雇用情勢は悪化し、それを背景にアメリカ経済の柱である消費にも大きな陰りが見える。住宅ローンばかりでなく、自動車、カードなど各種のローンを取り巻く状況も悪化しており、「リセッション入り」を疑う人は少なく、問題は「how deep how long」になっている
4. 米経済悪化の程度は深刻である。今まで米自動車市場が不振の時に容易には減産に追い込まれなかった日本車メーカーの中にも、SUV など売れ行き不振が激しい

車種の生産などを縮小するメーカーが出てきた。ウォール街を含めて、米経済の各所で雇用に響くような生産削減の動きが拡大する危険性がある

など。ベア・スターンズへの資金注入は、ブッシュ政権が拒否している金融機関への公的資金注入をFRBが遠回しに実施したとも言える動きで、「これでベア・スターンズが救われた」という以上に、市場は「危機深刻化のスピードの速さ」「他の金融機関への不安波及」が連想され株安とドル安に繋がった。ニューヨーク株の先週一週間を通じると火曜日の5カ国中銀の歩調を合わせての資金供給発表の際に大きく上昇しているのだから下げ幅は小さいが、金曜日の引け味は悪い。

17日早朝のウォール・ストリート・ジャーナル電子版は、ベア・スターンズの置かれている窮状に関して、「Bear Stearns Closes in on Sale」という見出しの記事を掲載、「Bear Stearns was closing in on a deal to sell itself to J.P. Morgan amid worries that failing to find a buyer by Monday could cause the crisis to expand into a systemic threat to the stability of financial markets.」(ベア・スターンズはJPモルガンへの身売りに近づいており、同社が月曜日までに身売り先を探すことが出来なければ、今回のベア・スターンズ危機が金融市場の安定にとってのシステミックな脅威になる可能性が強い)と報じている。

それによると、17日のアジア市場の開場以前、つまり午前9時の東京市場の開場以前にベア・スターンズの最終的な売却先を策定すべく、財務省のポールソン財務長官を含めて話し合いが続けられているという。「この週末は電話に忙しい」と同財務長官も認めている。JPモルガンはベア・スターンズの一部の部門(prime brokerage business)などは買収する用意があるものの、スターンズ全体の吸収に関してはいくつかの保証を求めていると言われる。読者の方々がこのニュースを読む頃には、ベア・スターンズの行く先が決まっていなければ、世界の金融市場にはシステミックな脅威が発生するということである。

一方、ドルは先週金曜日に対円では98円の後半を記録した。木曜日の日本時間午後5時半過ぎに100円突破したあと、ドル・円相場は一端100円台で安定していた。その後の金曜日からの円高は主にニューヨークの金融市場の不安を反映したものだ。今週の市場も、政府サイドからの抜本策導入の動きがなければ、ドルに対して不安な動きを強めるでしょう。

### 《 FOMC will lower its interest rates 》

FOMCは今週18日に予定されている定例会合か、場合によっては17日にも新たな金融緩和策を発表する可能性がある。具体的にはFF金利誘導目標の大幅引き下げだ。「大幅」とは最低0.5%、最高1.0%を意味するが、恐らく市場がこの直近の利下げで安定感を取り戻すことはないだろう。その先例は、日本時間の先週火曜日の夜に発表された5カ国中銀協調しての資金供給策にみられる。

この5カ国中銀協調しての流動性付与は、発表当初は市場へのインパクトが大きいよう

に見えた。何せ参加中銀はカナダ中銀、イングランド銀行、欧州中銀、FRB、それにスイス国立銀行に及んだ。かつ日本とスウェーデンの中銀も5中銀の協調措置を支持する旨の声明を発表した。つまり「5 + 2」の共同行動だった。声明も、私も今まであまり見たことがない共通パターンを取っていて、世界各国の中央銀行が一致団結し、整然と行動している印象が強かった。

FRB を例に取ると、具体的に取る措置を説明し、それに加えて他の中央銀行の関連サイトにリンクを置いて、それぞれの中銀の説明を読めるようにするという形。つまりこの声明は「全体を合わせて考えてもらおうと、FRB や ECB など5中銀の協調行動は世界の金融市場全体に大変な流動性付与になっていますよ」と語りかけていた。

それぞれの中銀によっては、具体的な新しい手法も取り入れられていた。例えばFRB は

「The Federal Reserve announced today an expansion of its securities lending program. Under this new Term Securities Lending Facility (TSLF), the Federal Reserve will lend up to \$200 billion of Treasury securities to primary dealers secured for a term of 28 days (rather than overnight, as in the existing program) by a pledge of other securities, including federal agency debt, federal agency residential-mortgage-backed securities (MBS), and non-agency AAA/Aaa-rated private-label residential MBS.

と発表した。FRB が受ける入れ証券の範囲を広げて、「other securities, including federal agency debt, federal agency residential-mortgage-backed securities (MBS), and non-agency AAA/Aaa-rated private-label residential MBS」(連邦エイジェンシー債、MBS、非連邦エイジェンシー債のうちAAA・Aaa格RMBS)を含む証券を担保に、プライマリー・ディーラーに最高2000億ドルの国債を貸し出すと述べた。

格の高いMBSなどの証券に限定しているというものの、これはFRBが問題となっている住宅ローン関連の証券を買い上げる、それだけ真剣に市場に流動性を付与しようとしていると受け取れた。しかし筆者はこの声明が出た直後にこの措置には限界があると判断して、自分のサイト(<http://www.ycaster.com/>)に次のように書いた。

『危機再燃に対して世界中の主要中央銀行が協調するというアピールでしょう。しかし、流動性付与はこれまでもやってきたことで、今回の5 + 2中銀の措置とアピールは規模が大きくなったと言うことと、中銀サイドの決意を示したというだけであって、ではアメリカの住宅市場の悪化はどうなるのか、世界の金融機関の資本不足、相次ぐ損失にはどう対処していくのか、といった根本問題には何一つ触れていない。

「血流はなんとか確保しているが、手術は先送りになっている」という印象を私は受ける。手術とは、例えばアメリカが公的資金を投入してもっとも膿んでいる市場セクタ

『一の膿を取るとか、モノラインを含めてアメリカの金融機関の経営を安定させるとか。』

その後の市場の展開は筆者が心配した通りになった。少しも危機は解消せず、ベア・スターンズという85年の歴史を持つ証券会社の行き詰まりにまで発展している。問題は後段で筆者が指摘している部分だ。つまり、今回の危機脱出にFRBだけではなく、米政府がどのくらい関与する覚悟があるのか、である。

### 《 intervene to slow the decline of the dollar 》

これまでのところブッシュ大統領とその意を受けたポールソン財務長官は、「公的資金の投入」を否定してきた。ブッシュ大統領の発言を借りるなら、「政府は空き家を買うべきではない」など。民間への介入を嫌う米共和党の哲学披露が続いている。しかし、我々の記憶に今でも鮮明に残っているルービンやサマーズなど有力財務長官経験者は、今回の危機では何らかの公的資金の投入が必要だとの意見を表明している。

しかし変化の兆しは見える。この週末にテレビで米政府の政策を説明したポールソン財務長官は、事態の急変に驚いて今までの発言を修正するかのように、「米政府は市場安定化のためにあらゆる事をする」と述べていた。議会には3000億~4000億ドルを投入してサブプライム問題関連危機からの脱出をはかろうという動きもあるようだ。ブッシュ大統領もCNBCに出演して大手銀行救済の可能性を問われ、「住宅、金融の市場リスクが集中する非常時には、非常時の行動が必要だ」と述べ、税金を含む公的資金の投入に含みを残した。

問題は今の金融市場悪化の中で、ブッシュ政権がいつ動くかである。FOMCの利下げも市場全体の安定には繋がらないだろう。そこで筆者としてはラフな言い方をすれば、ニューヨーク・ダウが10000ドルを割るような水準や、ドルのフリー・フォール（歯止めなき下落）の開始か、その兆しが強まった時と考えている。

むろん、他の契機があるかもしれない。しかし筆者は、今の株安やドル安をいつまでもアメリカとして放置しておけるとは思っていない。全国民が年金のかなり部分を株市場への投資に頼っているアメリカのような国では、株価の一定水準を超える下げは社会不安そのものに繋がる。公的資金導入のポイントは接近していると見ている。

もう一つ市場を見ている人間として気に掛けておきたいのは、外国為替市場における「介入」である。既にアメリカの有力証券会社のエコノミスト達による「介入見込み論」は、先週14日朝のブルームバーグのニュースに載っていたし、同日に見たフィナンシャル・タイムズの社説は、「Intervene to slow the dollar's decline」（ドルの下落を鈍化させるための介入を）という論を展開している。

ブルームバーグのニュースは、証券会社2社エコノミストの見方を引用したもので、来週18日のFOMCでの0.5%、ないし0.75%の利下げが確実になる中で、一方でドルの下落に歯止めをかけておかなければドルの崩落が起きて、それが利下げの経済的効果を

相殺するような形でアメリカ経済や世界経済に大きな打撃を及ぼす。それを防ぐにはドルの下げ（売り）安心感を牽制しておく必要がある、というもの。

確かにドルの崩落が起きたとしたら、それは世界経済全体に対する打撃になるし、アメリカ経済に対する大変なインフレ圧力となる。インフレ圧力が高まれば、それはアメリカの金融政策の手を大きく縛る。

一方、FTの介入論は、「Nobody will benefit from a rout of the US currency」というもので、つまり「米ドルの崩落から利益を得る人は誰もいない」「だから介入でドルの下落を緩やかなものにしろ」という主張。注意しておかねばならないのは、ドルを反発させるとは言っていない点だ。

FTは「弱いドルはアメリカ経済を刺激する一つの必要不可欠のツールだが、崩落するドルは誰の利益にもならない」「ドルを現在の水準にフィックスさせようと試みるのは、意味がなく間違っている」「ドルはもしかしたらもっと下がっても良いのかもしれない」「しかし、ドル売りポジションを振って相場の流れに乗ろうとする投資家の心に恐怖心を生じさせ、ドルの崩落を防ぐ必要がある」と説明する。

この有名なイギリスの新聞は、「介入はそもそも危険な戦略である」としながらも、それでも今はやった方が良くいと主張し、介入を実施して成功させるには三つの前提条件があるとして以下の要因を挙げている。

1. 介入には最初から限定的な目標しか与えない（介入に期待しすぎない）
2. 介入はどこかの中銀単独というような形ではなく、協調してやる
3. さらに、自国通貨の対ドル価値を管理しているアジア諸国中銀の協力も仰ぐ

まあこうした条件は妥当なところでしょう。ドルを反発させるための介入をFTは求めているのではない。介入が必要な一つの理由は、米FRBのサイドにも明確に存在する「手詰まり感」です。それぞれの政策が齟齬する意図を持ちうる。具体的には、米経済を考えると利下げをしなければならないが、利下げはドル安を誘発する。ドル安はインフレ的である。ではどうしたらよいのか、どちらの不安を先に解消するか。

それだけアメリカ経済が抱えた悩みは深いのだが、どこかからは手を付けねばならない。その手順探しがそろそろ始まると考えるのが自然です。

今週の主な予定は以下の通り。

**3月17日（月）**

1 月景気動向指数（改定値）

1 月第3次産業活動指数

米3月NY連銀製造業景気指数

米2月鉱工業生産・設備稼働率

米3月NAHB住宅市場指

<b>3月18日(火)</b>	2月全国百貨店売上高 2月日本製半導体製造装置BBレシオ 米2月生産者物価指数 米2月住宅着工件数 米2月建設許可件数 米FOMC 2月北米半導体製造装置BBレシオ 中国全人大閉幕
<b>3月19日(水)</b>	1月全産業活動指数 福井日銀総裁および武藤・岩田両副総裁の任期切れ 1月ユーロ圏貿易収支 米MBA住宅ローン申請指数
<b>3月20日(木)</b>	東京市場休場(春分の日) 米3月フィラデルフィア連銀指数 米2月コンファレンスボード景気先行指標総合指数
<b>3月21日(金)</b>	2月コンビニエンスストア売上高 欧州市場休場(Good Friday) 香港市場休場(Good Friday)

次の日銀総裁選びは、17日の朝刊段階でも福田首相が武藤副総裁の昇格案を再度国会に提出するのか、それとも差し替えた代替案を提出するのか断定できない状態のようだ。毎日、読売、サンケイなど一部の新聞は「断念」としているが、朝日などは後者の可能性が高いとしながらも、両方の可能性を残している。

今のところ可能性が高い差し替えとなれば、財務官経験者が中心になる見込み。黒田、渡辺など両財務官経験者など。一方で、副総裁として国会承認された白川京大教授を総裁として再承認を求める案もあるようで、さらに山口前副総裁の起用案なども出ている。差し替えなら、17日提出、18日聞き取り、そして19日承認という慌ただしい日程になる可能性が強い。民主党も財務官出身者には「視野が広い」(鳩山民主党幹事長)と賛同の意向のようだ。

それにしても、日本の政治の「何も決められない度」は酷いし、仮に日銀の総裁空白が現実化すれば、東京株式市場への打撃も大きい。英エコノミストは最近盛んに「JAPAIN」という単語を使ったり、「Why Japan keeps failing?」という特集記事を掲載したりして、日本の政治に警鐘を鳴らしている。余計なお世話と言いたいが、実際のところ我々から見てもウンザリする政治であることには間違いない。

《 have a nice week 》



週末はいかがでしたか。二日とも良い天気でしたが、花粉は飛んでいました。ただし先週の水曜日とかよりは私は楽だった。まだまだ続くのでしょうか。今週は週の前半に黄砂が日本を襲うそうです。

ところで土曜日、日曜日と集まりがあり、二日とも外に出ました。土曜日の集まりの中には、2年ほど前にギャオと一緒に番組をやった岡島夫人（栗原さん）がいて、去年一年間ボストンで生活した印象を聞きました。面白かった。3月26日に日本からボストンに帰るといふ。

全部で8人もいて話は錯綜したのですが、例えばガニエが入ってきたときの岡島選手の話などは興味深かった。やはり相当イライラしていたようです。シーズン後半の疲れもそう。本人も「故障しそう」と言っていたそうです。ガニエは今季もうどこかのチームに移籍したそうで、今年のボストンはガニエが入る前のチームとほぼ同じメンバーだとか。

あと彼女の話しは大リーグの野球選手の奥様連中が日頃どういう生活をしているのか、年俸格差がベビーシッターに対するチップにまでどう響いてくるか、など面白かった。痛いのは、年俸をドルでもらっているのに、日本への送金の必要性があると考えてしまうと。そりゃそうだ。120円くらいの時に契約したら、今は100円に満たないドル。

まあでも野球選手の奥さんというのも、結構大変ですな。代表的な一日を聞いたのですが、二人も子供さんがいるとなかなか身動きも出来ない。球場に子供を連れて行って、近くのレストランで奥様連中で食事会を開いたりすることもあるような。オリティーズの奥さんと仲が良いとか。

日曜日はこれまた私にとっては懐かしいテレビ番組制作の若手の集まりに出たのですが、各局共通の話題として出たのは、「制作費が削られている」という話で、CMの減少、デジタル化の経費増大が共通の悩みようです。そう言えば、日曜日のサンデー・プロジェクトにパチンコのCMが入っていたのには驚きました。

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。》*