

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1917号 2008年03月31日(月)

《 range-bound 》

今の市場を一言で表現するならば、「奇妙な静けさが漂っている」といったところでしょうか。

実体経済の悪化はアメリカや日本を中心に進んでいるし、期末という特殊要因もあって銀行間の短期金融市場は大規模な中央銀行の資金供給を仰がねばならないほど疑心暗鬼が高いのに、為替や株式、それに商品相場は言ってみれば「レンジ内の動き (range-bound)」であって、次の行方を探しあぐねている状況。見ようによっては落ち着いていた。

この静けさには、いろいろな理解が可能だと思う。アメリカの実体経済の悪化を含めて、市場はどちらかと言うと好材料よりは悪材料の方を強く織り込んだ中で、今はニューヨークの株やドルは底バイ状態なのだ、とする見方。この見方を取れば、「市場は全体として悪いことを十分の見込んだが故に、少しでも良いニュースがあれば反発する」と見る。しかし、悪材料の織り込みは済んでおらず、ドルとニューヨークの株は下げ階段の中のちょっと広い踊り場にいるだけで、新たな下げが始まるだろうとする見方もある。

いずれにせよ今週は、シカゴ購買部協会指数、ISM 指数、日銀短観、米雇用統計と重要指標の発表やバーナンキ FRB 議長やポールソン財務長官の議会証言 (JP モルガン・チェースによるベア・スターンズ買収について公聴会で) があって、市場に新たな方向性を与えかねない材料が揃っている。マーケットは「危機慣れ」の様相も多少あるが、今まで目にしたことのない要素には敏感に反応しよう。市場全体は、引き続き非常に神経質である。

ニューヨークの金融市場がちっとも正常化していないことは、先週の後半の ECB などによる相も変わらずの大量資金供給よりは、UBS の論争を呼ぶ動きに示されている。同社は先週金曜日に、いわゆる「オークションレート証券 (ARS)」の数%から 20% 強の価格引き下げを発表した。

ARS は地方債、社債、優先株などで用いられる仕組みで、数週間おきのダッチ方式の入札で金利や配当利回りを再設定して資金調達する方法。モノラインが保証していたこともあって今までは「現金と同様」の安全投資だと考えられていた。安全なのに、MMF や貯蓄口座預金よりも利回りが良かったことから、アメリカではこの ARS に資金を置く向きが多かった。

この市場が徐々におかしくなったのはモノラインの経営に不安が持たれて以降で、最近では買い手が現れないことからオークションそのものが成立しない事態になった。という

ことは、保有者が債券をオークションにかけても、つまり売りに出してもキャッシュを十分に手にすることが出来ないと言うことで、今までの「ARS は現金と同様」というウリが全く消えてしまった。

証券会社はこうした事態にも関わらず今までは ARS を持っている顧客に対しては、「ARS の価値は保たれている」と通知してきた。UBS の措置は、こうした対応を改めて、最初から ARS の保有者に対して ARS の価値は数%から 20% 毀損しましたと通知することになる。他の証券会社も追随する可能性が高いという。ということは、ARS の保有者は何もしない状況で ARS ポジションに対して評価損を与えるものである。

これはオークションレート証券を「安全な投資対象」と見なしてきた一般投資家にとっては寝耳に水であり、ショックだろう。安全資産だと思っていた資産が、突然数%から 20% も値下がりするのである。人によってはパニックになる人も出ることが予想される。UBS などは ARS を今までは「現金の代替商品」と分類してきたが、今後これを「確定利付債」（つまりリスク商品）と分類替えするという。

サブプライム問題の影響が、今までは無風と思われていた分野にも広がっている良い例である。日本の企業でも丸紅が、英国子会社で損失が出たと発表している。まだ余波は収まりそうもない。

《 job report 》

今週は、数はそれほど多くないのだが、発表される統計には重量級が多い。米 3 月シカゴ購買部協会景気指数と同 I S M 製造業景況指数は注目される統計で、50 をどの程度下回る統計が出るかがポイントだ。後者については、市場の予想は 48 を見ている。

日本の統計では、日銀短観が大きい。大企業製造業の DI については、前はプラス 19 だったが、この文章を書いている時点の予想ではそれがプラス 12 ~ 13 に低下するだろうとの見方が多い。この統計が注目されるのは、日本の利下げの動きが展望できる可能性が出てくるため。

日本の短期金利誘導目標は、わずか 0.5%。しかし、アメリカの景気に引きずられる形で日本の景気が落ち込んだ場合には、円高対策の意味合いも含めて日本が利下げに追い込まれる可能性が高い。短観については、設備投資の動向などにも関心が集まるだろう。

JP モルガン・チェースによるベア・スターズ買収に関する公聴会は、バーナンキ、ポールソンなどが出席の予定で、議員からの思わぬ質問に今のアメリカ経済に関する彼等の認識が示されるという意味では注目される。この買収に関しては、買収価格が 2 ドルから 10 ドルに引き上げられたものの、ベア・スターズの株主の一部からは訴訟が起きている。緊急避難的に行った買収劇だが、すんなりとは収まらなかった。この買収の行方は、「too interconnected」（ベア・スターズの金融市場への関与があまりにも大きい、ということ）という判断での FRB の救済だっただけに、今後こうした問題が起きたときに FRB や財務省がどういう手段に出るかを予測する上でも注目だ。

今週一週間で何と言っても関心を集めるのは、週末の米3月の雇用統計だろう。それまでの統計や証言も、「しかし、最後は雇用統計待ち」という展開になりかねない。非農業部門就業者数の予測は、現時点ではマイナス4万人である。しかし振れの大きい数字で、案外予想外の数字が出るかも知れない。冒頭でも少し書いたが、「市場が材料を悪い方に織り込んでいる」という状況から考えると、「少しでも良い統計が出ればドルもニューヨークの株価も反発する」と見るのが可能だ。

もっとも景気のレベルと株価やドルが完全に連動しているわけではない。潤沢な流動性の付与があれば、「不況下の株高」という現象は過去にもあったし、今回も十分に予想される。また株価は場合によっては半年先の経済を先取りする。出てくる数字の内容次第だが、出てくる数字と同じくらい、市場の反応も予想外のものになる可能性がある。

今週の主な予定は以下の通り。

3月31日(月)	2月鉱工業生産(速報) 2月商業販売統計 2月住宅着工件数 2月建設工事受注 米3月シカゴ購買部協会景気指数
4月1日(火)	日銀短観(3月調査) 3月新車販売 米3月ISM製造業景況指数 米3月建設支出 米3月国内新車販売
4月2日(水)	米MBA住宅ローン申請指数 米3月ADP雇用統計 米2月製造業受注
4月3日(木)	米3月ISM非製造業景況指数 JPモルガン・チェースによるベア・スターンズ買収について公聴会(規制面の問題、納税者の懸念などが背景、バーナンキFRB議長・ポールソン財務長官・コックス米SEC委員長・両社CEOが証言) ミシュキン米FRB理事講演
4月4日(金)	米3月雇用統計 中国・香港・台湾休場(清明節)

この予定にはないが、ポールソン財務長官は月曜日に南北戦争以来の規模となる銀行監

督システムの抜本的改革を提案する見通し。州権限を含めて様々な監督機関の権限が重複していたり、隙間が出来ているのを見直し、連邦準備制度理事会（FRB）の権限を大幅に強化する方向を検討していると言われる。むろん議会の承認が必要なので、現実にその監督システムが機能を開始するのは数年先になるが、現在の危機を生み出している状況への、政府サイドの動きの一環だと言える。

実際のところ、アメリカの金融システムは大きく変化し続けている。今のアメリカの金融危機における一つのキーワードは「too interconnected」である。従来は「too big」が救済における一つの目安だったが、FRBが直接的プライマリー・ディーラーであるベア・スターンズを救済したのは、それが「too interconnected」だったからだ。つまり、金融機関同士の取引の深さとリスクの共有具合が、従来のように「銀行だから」とか「大きいから」では分類出来ず、「too big」だけでは救済の目安にならないのだ。「救済」の目安は、ベア・スターンズが良い例だが、どのくらい金融システムに深く関わっていて、市場全体を揺らすかに基準が移ったと言われる。

具体的なプランは月曜日に発表されるが、ウォール・ストリート・ジャーナルなどがこの週末に報道しているのは、

- 1．証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）との合体
- 2．証券会社などにも監督権限を持つなど、FRBの権限強化
- 3．Office of Thrift Supervisionの2年以内での解体という形での、通貨監督官局との合体

など。市場の日々の動きに関連はしていないが、米市場の先行きには影響する話である。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。花散らしの寂しい雨が日曜日の午後から降った東京でした。横浜に所用あって出掛けた後、午後1時過ぎに家に戻ってきたのですが、その時はまだ雨も小降り、我が家の近くの「蚕糸の森」公園では家族連れなどがシートなどを広げて小雨降る中花見をしていました。しかし店じまいの用意をしているグループもちらほらという感じ。

桜は本当に今が盛りなのに、この雨は無情。しかしゆったりとした雨で、風もあまりないので、月曜日も火曜日も桜は見られるでしょう。千鳥ヶ淵などで水の上に落ちる桜が綺麗な数日間になります。まあ桜は日本各地で移動する。関西は今週が見所のところが多い。

皆さんには、良い週末を。

《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のですが、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。》