

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1928号 2008年06月30日(月)

## 《 markets will be volatile 》

米金融当局の手詰まり感が FOMC 後の声明で鮮明になる中で、外国為替市場では「ドルに対する talk up」という米政府スタンスを値踏みするかのようにドル安が始まり、一方の株式市場では米実体経済の悪化と繰り返される信用不安説を背景に「株価の下値模索」が始まったように見える。一方で今は後退しているが、先行き底値感や楽観論、それに政府の新たな対市場措置に対する恐怖もあり、この二つの心理の間で、株式市場でも為替市場でも当面は値動きの荒い展開となろう。

先週末の市場では、ウォール・ストリート・ジャーナルなどを中心に、「アメリカの株式市場はベアマーケットに入った」ということが大きく報じられた。昨年の10月に付けた高値から20%下落したことをもってそう呼んでいるのである。1万1346ドル51セントというダウの先週末引値は、10月の高値に比べて19.9%の安値だが、金曜日日中のダウの安値が同20%を上回って下げていたことを指す。今の市場では明らかに、株安がもともと弱いドルの屋台骨を揺さぶっている。

米実体経済に目を転じると、今年春の米政府による税還付の影響を受けたと思われる小売りなど一部セクターでは数字は持ち上がっているが、その他のセクターではアメリカ経済の弱さは際立っている。特に GM とかシティバンクとかの米大企業の部門で脆弱性が目立つ。今週は6月の米新車販売台数が発表になるが、アメリカを代表する製造業の最右翼である GM の置かれた状況の厳しさを、改めて示すことになる。また、米金融市場の代表選手としてのシティバンクに対する厳しい評価は今後も続き、これが金融株全体、さらにはニューヨークの株式市場全体を動揺させよう。

日本の例を見るまでもなく、金融不安の特徴は「すっきり」とは解消しないことで、先週の市場は米金融機関に関する不安がぶり返した。一時の楽観論は後退し、先行き不安が先立った。加えて鮮明に出てきたのは、世界中の金融当局が抱えた「手詰まり感」である。世界中の通貨当局が手詰まりになる中で、今後その方向性(金利操作の)が米は据え置き、ECBは引き上げとぶつかる可能性が高くなっており、「これがブラックマンデー当時と似ている」という見方にまで繋がっている。

まず先週開かれた FOMC を見てみる。予想通り FF 金利の誘導目標を 2.0% に据え置いた。しかし据え置きに至った経緯は、FOMC を長く見ている筆者には納得のいくものではなかつ

た。声明のメッセージは弱く、「そうせざるを得なかった理由を付けただけ」のもののように感じられた。将来を予測させるというよりは、「据え置き」を決めたことと矛盾しない程度に現状を説明するためにワーディングしただけの。まず声明全文を掲載する。

「The Federal Open Market Committee decided today to keep its target for the federal funds rate at 2 percent.

Recent information indicates that overall economic activity continues to expand, partly reflecting some firming in household spending. However, labor markets have softened further and financial markets remain under considerable stress. Tight credit conditions, the ongoing housing contraction, and the rise in energy prices are likely to weigh on economic growth over the next few quarters.

The Committee expects inflation to moderate later this year and next year. However, in light of the continued increases in the prices of energy and some other commodities and the elevated state of some indicators of inflation expectations, uncertainty about the inflation outlook remains high.

The substantial easing of monetary policy to date, combined with ongoing measures to foster market liquidity, should help to promote moderate growth over time. Although downside risks to growth remain, they appear to have diminished somewhat, and the upside risks to inflation and inflation expectations have increased. The Committee will continue to monitor economic and financial developments and will act as needed to promote sustainable economic growth and price stability.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; Timothy F. Geithner, Vice Chairman; Donald L. Kohn; Randall S. Kroszner; Frederic S. Mishkin; Sandra Pianalto; Charles I. Plosser; Gary H. Stern; and Kevin M. Warsh. Voting against was Richard W. Fisher, who preferred an increase in the target for the federal funds rate at this meeting.」

### 《 how fragile inflation expectations 》

私にとっての一番の驚きは「The Committee expects inflation to moderate later this year and next year」という文言でしょうか。先週のこのレポートでは、「この手の文章は声明から落ちるだろう」と予測した。事前のバーナンキなどFRB当局者のインフレに対する厳しい先行き見通しから考えれば、「落ちて当然」と考えたからだ。

4月30日の前回のFOMC声明では、類似した表現として、「The Committee expects inflation to moderate in coming quarters」が入っていた。そしてこの文章を入れた理由について前回は「エネルギーやその他商品価格の上昇が頭打ちになり、設備稼働率へのプレッシャーが緩和するから」と明確に根拠が指摘されていた。

しかし今回の声明では「今年の残る期間と来年にはインフレ率は緩和すると予想する」と書かれているだけで、その理由がない。理由がないのにインフレ率は「moderate」すると予想しているのである。これは意外だ。重要な予想について根拠を示さないのは、声明の信頼性に関わる。

さらに驚くことは、今回の声明が前回は「頭打ちが予想される」とされたエネルギーやその他一部商品価格に関して、「引き続き上昇している」(in light of the continued increases in the prices of energy and some other commoditiesの部分)としている点。全く前回のFOMC声明が事態を読み間違っていたことを認めたようなものだ。

その上で声明は、「the elevated state of some indicators of inflation expectations」と前回までの声明にはなかった「一部インフレ期待指標の高止まり」に触れて、「uncertainty about the inflation outlook remains high」と「インフレ見通しに対する不安感は依然として高い」と述べている。実に納得性に欠ける声明である。これは、「FF金利据え置き」という決定に矛盾しないためのワーディングを考えた結果としか思えない。つまり、ごまかしの声明文なのである。

据え置き決定にもかかわらず、一人が「利上げ」を求めて反対票を投じている。Richard W. Fisherである。彼は前回4月30日のFOMCでは、全体が引き下げ(2.25%→2.0%)を決める中で、「据え置き」を求めた。その時同じように「据え置き」を求めたプロッサー(Charles I. Plosser)は今回は大勢に乗って「据え置き」に賛意を表した。

FOMCが大勢として「FF金利の据え置き」を決めざるを得ず、経済やインフレの先行きに曖昧な態度を取らざるを得なかった理由は明確だ。景気悪化への懸念、そしてインフレへの懸念が両方とも顕著になっている中で、「金利」というたった一つの政策ツールでは両方を一刀両断することが出来ない。それを認めざるを得なかった、という事だろう。景気実態や金融市場の繰り返し出てくる不安感に鑑みれば、利下げをしても良い状況。しかしインフレの先行きを考えれば利上げしても良い状況。この二つの挟撃にあい、結局は「据え置きを選んだ」というだけの苦しさ。

この当局の苦しさは、いつか市場を「当局の決意、例えばドル支持などの決意の瀬踏み」の方向に歪ませると考えていた。それが先週の後半の段階で、ドル安、そして株安の方向に動いたのである。今週の注目はこのドル安と株安が従来以上にリンクするかである。つまりドル安が更に株安を誘発するような展開になれば、先週も取り上げたように当局も動かざるを得なくなる。

しかし、実際に動けるだろうか。相当に難しい状況である。今の市場に存在する景気悪化

懸念の強さと、インフレの悪化予想の強さから言えば、当局は股割き状態に立たされている。そして状況は当局をもっと苦しい立場に追い込むかも知れない。

「据え置き」決定に対する評価は、それが出る前から厳しいものだった。例えば FOMC 決定の直前 25 日の英フィナンシャル・タイムズは「Risks of Fed's interest rate strategy」という文章の中で事前に据え置き決定を予想して、しかしその決定には三つのリスクがある、と指摘している。その三つとは

- 1 . FRB がよく引き合いに出す先物市場の動きを信じるのは間違いであり、「原油相場は間もなく頭打ちになる」という見方は間違っている可能性が高い
- 2 . エネルギー価格上昇に対するデフレ的対抗要因として、FRB は失業率の上昇を頼りにしているようだが、これは行き過ぎていないか
- 3 . FRB が「持続性がある」と考えるインフレ期待の安定性は、実は不確かなものであり、人々のインフレ期待などは先行きどう転ぶか分からない性格のものだ

「1」に関しては既に述べたとおり、FOMC 声明はスタンスをすっかり変えた。この問題に関して筆者は一つ指摘しておきたい。それは、マスコミを含めて今の原油相場は「世界的な投機資金が流入したことが一因」という解説をしているが、これは誤解を招くということだ。なぜなら、最近徐々に明らかになったのは、サブプライム問題の表面化の中で投資先を失った年金基金など息の長い資金が原油市場に大量に入っており、それがこの代表的な商品相場を基調的に押し上げている、ということである。

原油相場は先週、国際指標となるテキサス産軽質油 (WTI) の 8 月渡しで一時 1 バレル = 142.99 ドルまで上昇した。取引途中の最高値を 2 日連続で更新。その後は、利益確定の売りも出て終値は前日比 0.57 ドル高の 1 バレル = 140.21 ドル。しかし終値としては初めて 140 ドル台。「下がる、下がる」と言われながら高値を維持している理由は、息の長い資金の流入である。

### 《 globalized Inflation 》

ところで、最近非常に強く疑問に思うことがある。それは、

「今の世界的なインフレ圧力は、それぞれの国民国家における金融当局の能力を超えたところで起こっているのではないか」

「ということは、一国の金融政策では今の世界的なインフレは、各国の当局が取り得ない極端な引き締めで景気を殺す以外には抑制は無理なのではないか」

という点である。今の世界を見れば分かるが、今の世界が直面しているインフレ圧力は真にグローバルなものであり、各国の通貨当局の措置よりも、むしろ原油相場や穀物の価格を

抑制する世界的な枠組みの方がはるかにインフレ抑制に役立つと考えられる。

こうした筆者の考えは広く見られるようで、先週はアジア・ウォール・ストリート・ジャーナルに「Globalized Inflation」という文章を見つけた。それをちょっと引用する。

- 1 . 今の世界的なインフレは、原油や食糧価格が下がれば落ち着くという種類のものではない。ヨーロッパ中央銀行の7月の利上げを確実にし、全世界で猛威をふるっている今のインフレは、世界的な緩和気味（loose だからもっと意味が強い）の金融政策にこそ原因がある。具体的には FRB の信用不安対策としての超足早な金融緩和、それに日銀の低金利政策である
- 2 . 90年代初めから数年前までの「goldilocks」(適度な成長、低いインフレ)の時代には、「規制緩和」「グローバルライゼーション」それに「生産性の向上」の三点セットがインフレを低い水準に抑えてきた。しかし、今は再規制の動き、保護主義の台頭（特に食糧が目立つ）、それに生産性の伸びの鈍化が進行していて、デフレ圧力は弱まっている（筆者はこれに加えて途上国での労働賃金の上昇を指摘しておきたい）
- 3 . FRB のスーパー緩和政策は、自国為替相場をドルにペッグしているかバンドの中に押し込めていた多くの途上国（ベトナムもそうだった）の金融政策を同じように緩和基調にした。つまり、FRB は事実上、これら諸国にインフレを輸出している
- 4 . 我々の試算によると、GDP 加重平均の世界の政策金利平均は 4 . 3 % 前後である。対して世界のインフレ率平均は 5 . 0 % であり、この結果世界的に見た実質金利はマイナスである。真っ先にエネルギー価格と食料品が値上がりをはじめたが、その他の商品も今後これに続くだろう
- 5 . 各国のインフレ率決定要因を、世界的なインフレ傾向などグローバルな要因が支配する傾向が強まっている。過去 15 年におよぶ市場間の統合が、このトレンドを加速した。単純化して言えば、今のインフレは各国別の現象と言うよりは、もっぱらグローバルな現象である
- 6 . そうした中で各国中央銀行が自力でインフレ率を引き下げようとするれば、自国経済を著しく弱くするまで引き締めを行わねばならなくなる。例えば7月に ECB が 0 . 25 % の利上げをしたからと言って、EU のインフレ率が沈静化するだろうか
- 7 . 世界各国の中央銀行のインフレ目標は、野心的に過ぎるものである。これらの目標は、世界経済のインフレに関わる環境が良好なときのもので、各国の政策担当者はこの間の環境が変わったことを理解しなければならない。実現できない目標をいつまでも掲げておくことは、中央銀行の信頼性を損なう

この文章は、最後の結論をおかしなところを持って行っているが、今起きていることの認識としては極めて正しいと思う。私がこの文章を書いてきたとしたら最後の部分は「今のイ

ンフレは国民国家の範疇を超えていて、世界的に取り組みが必要だ」とする。

ガソリン高に対して「政府は何をしている」「補助をしないのか」という意見もある。しかし原油高、食糧高、そして広がるインフレという現実から見ると、国民国家別の施策は最終的な解決策になっていない。市場経済の形を見直す、モデレートにする方法を考える、それを世界の首脳が考える場を設けるといふ事しかできない。その意味で、洞爺湖サミットはチャンスだ。むろん、直ぐには結論は出ないだろう。

今週の主な予定は以下の通りです。日本時間の木曜日の夜に米雇用統計が発表される極めて珍しい週です。私の記憶では、いままでこういうことはなかった。July4th はアメリカではあちこちで花火が上がる。統計も「花火」になるのか。

アメリカ経済に関しては、ようやく株式市場がその深刻さを織り込み始めた段階で、先行きは不透明です。減税のおかげでアメリカ国民の可処分所得は確かに増加している。それがどのくらい消費に結びついているかです。

今週も様々な統計が出る。雇用統計が一番大きい、その前にもシカゴ購買部協会景気指数とか、ISM 製造業景況指数など。それぞれが大きい。日銀短観については、かなりの悪化を見込む向きが多いが、現時点の景況だけで数字を予想するのは難しい。欧州では、ECB 理事会が開かれる。トリシェの発言に注目が集まり、アメリカが金利の据え置きを続ける中で欧州が利上げ姿勢を強めれば、「欧米不協和」の予想から世界の株式市場の懸念は高まることになる。

6月30日(月)	5月住宅着工件数 5月建設工事受注 米6月シカゴ購買部協会景気指数
7月1日(火)	日銀短観 6月新車販売 米6月ISM製造業景況指数 米5月建設支出 米6月米国内新車販売 香港市場休場(香港特別行政区設立記念日) 豪中銀金融政策決定会合 フランスがEU議長国に
7月2日(水)	米6月ADP雇用統計 米5月製造業受注 韓国ゼネスト実施予定 (原油高や米国牛肉輸入解禁に抗議して)
7月3日(木)	米6月雇用統計 米6月ISM非製造業景況指数

7月4日(金)

米国市場短縮取引 ( Independence Day 前 )

ECB 理事会

5月景気動向指数 ( 速報 )

ダビング10開始

米国市場休場 ( Independence Day )

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。日曜日は無粋な雨。車で移動したのですが、事故を二つも目撃しました。雨が強かったし、全行程は200キロもある諏訪から東京までなので、「あるだろうな」と思ったら、本当に二件。

一つは事故処理の対象になって渋滞していたので通過に時間がかかっただけで済んだのですが、もう一つはどうやら私が通過する直前に起きたようで、多分車がスピンしてどちらかのガードレールにぶつかって回転、そのまま中央高速の下りの真ん中に止まってしまっていた。これは危なかった。前の車が3台ほどブレーキを掛けたので「おかしいな」とスピードを落としたので助かった。

事故車の左を抜けて通過したのですが、車体の大きいトラックなどは目の前でこの手の事故が起きたら避けようもない。とすると、玉突き事故になりかねない。道路の中央に止まった車の中に人がいるかどうか確認できない僅か数秒の話でした。

雨が強いときは、普段とは違う気を遣わないといけない。タイヤと道路の間にハイドロブレーンといいましたっけ、一種の膜のようなものができて車体が浮く。しかも前の車が見えないほど高速走行の車の後ろは見づらくなる。何かの拍子にハンドルを取られるんでしょうね。雨の日の事故は、勝手に回転して起きるケースが多いようです。最初のもそうだった。

まあ人生普通に送っていても、リスクはあちこちに存在する。高速道路の真ん中に車が止まっているなんて普通は思わないじゃないですか。スピードが抑えめで良かった。それにしても大部分の車は50キロ規制のところをかなりのオーバーで走っていた。事故が起こるべくして起きている印象を受けました。

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。》*