

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1951号 2008年12月15日(月)

## 《 will be tense week 》

今週は一種独特の緊張感の漂う週になりそうです。例えば週初15日から開かれる米FOMCで現状1.0%から0.75%の利下げが決定されるとする。その発表は日本時間になると17日早朝になりますが、日銀の金融政策決定会合が開始されるのは18日で政策決定が公表されるのは19日の午後。

ということは、17、18日の両日と19日の午前中の日米政策金利は、日本が0.3%、アメリカが0.25%とアメリカの方が低くなる。そして日本が金利をいじらずに見送ったら、日米金利差逆転状況はしばらく続く、ということになる。

これは日米の経済関係にとって非常に珍しい、過去にもあまりない事態であり、例えばドル・円の為替相場に何が起きるかなどを考える上で非常に大きな要因となってくる。今までのドル・円相場はドル金利の方が常に円金利より高いという前提で成り立っていたからで、日米金利差逆転は環境的にはドル安・円高の誘導要因となりかねない。ユーロやポンドの政策金利が円の今の0.3%に接近するにはもうちょっと時間がかかるが、ドル金利は突然今週にも円金利よりも低くなる可能性があるわけだ。例えばFOMCが0.5%の利下げでとどめても、円政策金利の0.3%とはニアミス状態だ。

むろん政策金利は一つの目安であって、為替キャリアコストやメリットを決める金利は市場金利であり、それは常に動いている。だから日米金利差の逆転が実際にどの程度になるかは直ちには予測できない。しかし、特に短いところでは日米金利差は過去にあまり経験したことがない図式になると予想され、それなりのインパクトを持つだろう。

次に緊張要因としては、GMを巡る情勢だ。先週末の段階では、米議会でのGMなどビッグスリー（この呼び方には異議があるが）に対する救済策（融資枠設定とその前提条件の発表）は、ホワイトハウスと議会民主党が策定した案が葬られたことからなくなった。それを受けて金曜日の市場オープン前にホワイトハウスが発表したのが、例の7000億ドルの不良債権買取・金融機関への資本注入枠を利用した「緊急融資を検討する」との発表。この発表で、先週金曜日（12日）のニューヨーク株式市場の株価はダウ平均で64ドル高と上がって引けた。

今週は具体的に救済策がどうなるか公表されるでしょうが、発表されると逆に、GMやクライスラーが置かれている環境の厳しさが浮き彫りになる危険性がある。例えばホワイトハウスが従来の立場を転換させて「GMに100億ドル」（今の案だと可能性が高い）をい

いろな条件(リストラとか UAW との賃下げ交渉)をつけて貸すとする。しかし100億ドルは今の GM の資金流出ペースを考えると2ヶ月もつかどうかの金額だ。GM は9月末までの3ヶ月では確か40億ドルの手元流動性を失っていた。

販売台数の落ち込みは今の方が大きいから(10、11月は GM の販売台数は米国内では45%近かった)手元流動性の喪失は加速しているはずである。しかも GM は今月末に部品業者に対する支払いが90億ドルはある、とされる。今まで部品納入業者は「トリガーを引いた」と言われたくないために GM に対して支払い面である程度の猶予を与えてきたとされる。しかし部品メーカーといえども余裕がないのは周知の事実であり、そこまで考えると、ホワイトハウスが積み増して貸し出さないと GM やクライスラーは一気に破綻に向かって走り出してしまう危険性がある。

しかし元々ホワイトハウスは、「クリスマスを抑えたこの時期に GM を破綻させたら米国経済が一層暗くなる」「次期オバマ政権に問題を投げてしまおう」という程度の認識だと見られている。つまり、嫌々ながらに短期的な GM 救済、クライスラー救済を考えているわけだ。大きな支援をするつもりもないだろうし、実際のところ民意を受けている議会では「ビッグスリーの救済にノー」だったから、勝手に大規模を支援も出来ない。

### 《 UAW factor 》

アメリカの自動車業界が抱える問題を解決できるかどうかの最初の鍵を握っているのは、UAW です。以下の英文は、金曜日の午後一番に米議会でのビッグスリー救済案が行き詰まったときの AP の速報です。この短い文章に何が一番問題だったかが書かれている。それは「賃下げ」を巡る議論です。今の UAW 傘下労働者の平均時間給は69ドル近いと言われる。対して日本の自動車各社のアメリカ工場における時間給は大体48ドル前後。日本の工場は中西部の北部に多いビッグスリーと違って南部に多く、そこで働く労働者の大部分は UAW に参加していない。

「WASHINGTON (AP) -- A \$14 billion bailout for Detroit's struggling Big Three has died in the Senate after failing on a procedural vote.

The collapse came after bipartisan talks on the auto rescue broke down over GOP demands that the United Auto Workers union agree to steep wage cuts by 2009 to bring their pay into line with Japanese carmakers.

Majority Leader Harry Reid said he hoped President George W. Bush would tap the \$700 billion Wall Street bailout fund for emergency aid to the automakers. General Motors and Chrysler have said they could be weeks from collapse. Ford says it does not need federal help now, but its survival is far from certain.」

UAW に対して共和党と恐らくホワイトハウスは、「日本車メーカー並みに給与を下げなけ

ればそもそも米自動車メーカーは競争力を取り戻せない」「競争力を取り戻せないメーカーに国民の税金をつぎ込むことは出来ない」「融資にしても、返ってこない可能性がある」と言っているのである。

これはまともな意見だ。そもそも今の年間1000万台売れるか売れないかのアメリカ市場（通常の年は1600万台から1700万台売れていた）では、どのメーカーでも黒を出すことは難しい。

「GM やクライスラーがアメリカ市場でさえ黒字になるのを待つとしたら最低3年かかる」「その間は運転資金がずっと足りなくなる」としたら（その可能性が高い）一体いくら米政府としてビッグスリーにつぎ込めば良くなるのか想像できない。いずれにしても、今の高コスト体質（レガシーコストを含めて）では、米自動車メーカーは生き残れないのである。さすがのオバマ次期大統領は、今回の議会の救済拒否とホワイトハウスの動きに対して多くを語ろうとしていない。米自動車業界の直面する問題はあまりにも大きい。しかしUAW は、オバマ勝利の一つのバックボーンだった。週末のラジオ演説でも自動車問題には触れなかった。

結局のところ、自ら UAW が賃下げを言い出すか、言い出さないのであればオバマか米議会かが UAW に賃下げを飲ませなければ話は始まらないということだ。これは今の政権移行期のアメリカには非常に難しい。もしそう金融市場が読めば、ニューヨークの株式市場は動揺する。リーマン・ブラザーズという大きな企業が倒産したときに起きた波紋の大きさを考えれば、それ(GM の破産法 11 条申請)が正当だとしても、そのインパクトは大きいだろうし、それに対して誰が責任を持つのかという問題は起きる。

### 《 tankan 》

緊張要因は国内にもある。例えば週初の「日銀短観」だ。これは12月調査だから、ほとんどがリーマンの破綻（9月14日）以前に調査された「9月調査」からは非常に悪くなる可能性が高い。9月調査では大企業製造業の業況判断はマイナス3だった。これは前回（6月調査）のプラス5からの8ポイントの悪化で、「水面から水面下になった」程度だった。しかし今回は、マイナス20を超えて「22」とか「24」になるといった見方が最初からあった。

急速な景況感の悪化は、現在進行形である。例えば14日の日経の朝刊には、以下で始まる記事がある。NIKKEI NET にも14日の午後4時にアップされている。見出しは「産業景気、底見えず 自動車不振が機械・鉄に連鎖」で、本文は以下の通りである。

「産業景気が急速に冷え込んでいる。自動車の国内販売が歴史的な落ち込みを見せ、その影響が工作機械や鋼材に波及。好調を維持してきた薄型テレビなどデジタル製品の販売にもブレーキがかかった。金融危機に端を発した世界経済後退で需要が縮小。産業景気の底は見えにくくなっており、企業による投資・雇用の絞り込みが加速する恐れが

強い。

需要の落ち込みが際立つのが自動車。米国市場の不振が目立っていたが、9月の米証券大手リーマン・ブラザーズ破綻後に日本でも販売が急落。新車販売台数（軽自動車を除く）は9月が前年同月比5%減、10月13%減、11月27%減と月を追うごとに悪化、12月も苦戦が続く。「想像をはるかに超え、先が見えない状況」（福井威夫ホンダ社長）だ。」

ここからは、何一つプラスの動きは報告されていない。もしこれが12月に入って続く日本経済のムードを端的に示しているとしたら、12月分として発表される統計は相当悪くなると発表前から考えられていた。

日銀から午前9時前に実際に発表された数字は、大企業製造業でマイナス2.4となった。中堅企業もマイナス2.4、中小企業はマイナス2.9。非製造業も大企業がマイナス9、中堅企業がマイナス2.1、中小企業がマイナス2.9と、企業の規模が小さくなるほど製造業、非製造業とも景況感が分かる。予想通り悪い数字だ。

しかも重要なのは、先行きである。製造業を見ると、来年3月は大企業はマイナス3.6、中堅企業はマイナス4.5、中小企業はマイナス4.8で、目を剥くような悪化が予想されている。昨年12月は製造業業況判断指数がプラス1.9だったから、この一年間でいかにスイングしたのかが分かる。

この短観の数字と日本経済に対する悲観的ムードは、日銀の政策決定会合でも議論になるだろう。FOMCの決定と同じくらい、日銀の政策決定にとって重要なファクターになる。同時に既にFRBが行っているような企業CPの日銀による買取のような非伝統的金融政策の可能性についても議論が行われるでしょう。既に日銀は銀行保有CPを担保に銀行に資金を供給しているが、これは売り戻し条件付きとなっている。つまりあくまで一時的資金供給策の一環だ。

週末の新聞報道によると、政府は日銀によるCPの買い切りの仕組みを要請しているという。しかしこれは日銀の資産劣化に繋がる危険性がある。企業CPの買取は既に日本政策投資銀行が行っている。今の日本企業が置かれた状況は、市場からの直接資金調達のルートが狭くなっているため銀行への融資申請が急増する形となっている。そういう意味では、CPを日銀が買い取ることになればそれは企業にとっては大きな支援材料になる。

ではこうした緊迫要因の多い週の中で、市場はどう動くのか。今週はサイクルとしては株価が再び下値を試してもおかしくない状況だと考える。市場は来年半ば以降の世界経済の回復を見越す動きをしているが、既に世界的に金利は下げ余地が少なくなっている。金利面では緩和政策は限界に近づいており、あと行われるとすれば非伝統的な緩和措置だ。

量的金融緩和などだが、これは既にアメリカなどで行われているし、今のような脆弱性の強い信用システムの中では、また企業家や消費者の先行きに対する見通しが不安定なときにはそもそも金融政策には無理なく経済に効果を出そうとすれば限界があると考えられる。

が自然である。とすれば、市場の金利低下期待は剥落する。

また GM などの救済の行方は市場に大きな影響を与えるだろう。そうは言っても GM である。その行方が今より一層不安定になれば、少なくとも一時的には市場は動揺する。リーマンでも市場は動揺したのだから。ホワイトハウスが警戒しているのもそこで、そういう意味では破産法 11 条の適用を例えプレパッケージの形でするにしても、影響は避けられない。

ドルには下方圧力がかかるだろう。先週末から既に各国通貨に対してドルの脆弱化は鮮明になってきている。実は FOMC が利下げ幅を決める際に一番注意を払うのはドルの動向だろう。アメリカは海外からの資金の流入がなければ金融市場が回らない。この点から筆者は、利下げ幅は 0.5% になるのではないかと考えているが、自信があるわけではない。不安定要素が多い。しかしドルには金利が異常接近した対円で、継続的に下方圧力が掛かるのは十分に予想される。その他の通貨に対する円の上げ余地は、徐々に限られてきていると考えている。

今週の主な予定は以下の通り。

12月15日(月)	日銀短観 11月首都圏新規マンション販売 米12月NY連銀製造業景気指数 米11月鉱工業生産・設備稼働率 米12月NAHB住宅市場指数 米FOMC(～16日)
12月16日(火)	10月第3次産業活動指数 米11月住宅着工件数 米11月建設許可件数 米11月消費者物価指数 中国11月都市部固定資産投資
12月17日(水)	10月景気動向指数(改定) 11月日本製半導体製造装置BBレシオ OPEC臨時閣僚会議開催(アルジェリア・オラン)
	スウェーデン中銀 政策金利発表 ノルウェー中銀政策金利発表 チェコ中銀政策金利発表 英中銀議事録公表
12月18日(木)	11月百貨店売上高 日銀政策決定会合(～19日) ECB理事会

米 11 月コンファレンスボード景気先行指標  
総合指数

米 12 月フィラデルフィア連銀指数

11 月北米半導体製造装置 BB レシオ

スロバキア中銀 政策金利発表

10 月全産業活動指数

日銀総裁定例記者会見

12 月 19 日 ( 金 )

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。日曜日は寒く、風も吹く、そして雨の降る朝で始まりましたが、実はそれがめったに見られない景色を準備してくれていました。風もあったので、都内主要道路のイチヨウの黄色い葉っぱが大量に落ちたのです。

しかしその、落ちる姿の美しいこと。所用で朝 8 時半前に国会議事堂の近くを車で通りかかったら、それはそれは綺麗でした。雨と風の中でのイチヨウの、本当に黄色の木の葉の舞い落ちる姿は今でも目に焼き付いています。カメラは持っておらず残念でしたが。

午後になると日曜日は晴れて、今度はギンナンを拾う人達が見られた。例えば青梅街道沿いでは、ビニール袋をもった人が一生懸命ギンナンを拾っていました。あれはほっておくと潰され、臭い。そういう意味では、「丁寧に拾ってやって下さい」と言いたくなるような光景。

イチヨウの葉っぱが落ちるのは冬と言うよりは秋という風情ですが、今年も寒くなるのが遅かったのでしょうか。また暖冬だと嫌な気分になる。冬はやはり寒い方が良い。今頃京都に行った人が、まだ清水寺には紅葉が残っていたと写メールで送ってくれましたが、これも今年の冬がちょっと暖かいことの証左かも知れない。

いずれにせよ、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。》