

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1970号 2009年05月11日(月)

## 《 climbing unemployment rates in the U.S. 》

東京時間の先週金曜日の朝6時に発表された米大手金融機関に対するストレス・テストの前提条件(最悪シナリオ)は

1. 10.3%の失業率
2. 今年のGDP伸び率はマイナス3.3%
3. 住宅価格のさらなる22%の低下

というものでしたが、その後発表された米4月の雇用統計で、実際の失業率がこの最悪シナリオにかなり急速に接近していることが判明しました。日本時間の8日夜発表の米4月雇用統計では以下の点が明らかになった。

1. 4月の失業率は8.9%と過去25年で最悪の水準となり、ストレス・テストの最悪シナリオの10.3%にあと1.4%ポイントまで迫った
2. 同月に失われた非農業部門の就業者数は53万9000人で、これは3月の69万9000人、2月の68万1000人を下回った(アメリカは人口の増加に見合う、失業率が上がらないように雇用を増やそうとしたなら、その増加幅は月10万ないし12万5000人が必要である)
3. 非農業部門の就業者数減少幅の鈍化は、2010年の人口調査のために新たに政府に雇われた7万2000人がいたことが大きい。つまり米4月の雇用統計は嵩上げされている
4. 2007年末のリセッション開始以降、アメリカで失われた非農業部門の就業者数の減少幅は570万人に達した。この失われた雇用を今後取り戻すにしても、数年という時間が必要である

雇用統計は各種経済統計の中でも典型的な遅行指標ですから、9%に接近した米失業率が二桁になる可能性は極めて強まったと言える。バーナンキなども景気の回復の兆しが見えたとしても、雇用情勢はまだ悪化し、失業率が改善に向かうには長い時間がかかると述べている。

もっとも、ニューヨークの株式市場はそんな息の長い失業率の改善を期待するまでもなく、非農業部門の就業者数の減少ペースが明らかに落ちてきたことに関心を集めた。今回の雇用統計での非農業部門就業者数の減少幅予想は61万だった。実際に発表された数字はそれよりも少なかった。失業率が大幅に上昇し、今後も上昇する危険性よりは、その他の部門で徐々に出てきた「回復の兆し」が雇用の分野でも出始めた、と考えたのである。前日のストレス・テストが大方の予想の範囲の内容だったことも株価押し上げの背景となった。

先週一週間のニューヨーク市場の株価上昇によっては「既にニューヨークの株価は割安とは言えない」との意見も強まっている。金曜日の引値を見ると、ダウ工業株30種平均株価は164.80ドル(1.96%)上昇して8,574.65ドルとなった。一方NASDAQは22.76ポイント高の1,739.00。ダウの直近の安値は今年3月9日の6547.05ドルで、それに比べると先週の引けは30.9%も上昇した水準にある。年初来から比べると、下げ幅はわずかに2.3%で、あと少し上げ局面が続くと、ニューヨーク・ダウが今年「上げ」に転じる可能性が出てきた。

### 《 expected results of stress test 》

注目された主要金融機関19社に対するストレス・テスト結果は、FRBサイトにPDF(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20090507a1.pdf>)としてアップされています。表紙まで含めると全部で38ページ。その最後の19ページが個別成績表で、その各ページの最後に「no need」とあるのが9社、「数字」、例えばバンカメだったら「33.9」とあるのが新規資本必要調達額です。単位はビリオンなので、バンカメは339億ドルとなる。

一つ一つ見ていくと面白い。JPモルガンは「no need」だが、モルガンスタンレーは「1.8」と出てくる。日本ではあまりニュースになっていないが、モルガンスタンレーは18億ドルの資本不足を指摘されているのだ。対してゴールドマンは「no need」。大幅な資本増強が指図されたバンカメ、ウェルズ・ファーゴ(137億ドル)、GMAC(115億ドル)、シティグループ(55億ドル)などは、増資、事業売却、コスト削減などを迫られる。

今朝の報道によると、GMACは政府資金が注入される見通し。その他の資本調達を指摘された銀行持ち株系の各社もそれぞれ調達案を続々出してきている。多くの金融機関は株式の希薄化などがあっても、普通株での増資などを積極的に進める方針で、その方針については本来なら株式希薄化を嫌がる市場も金融機関株の株価上昇という形で迎えている。金融株の上昇を見れば、受け入れるというより歓迎している。

ただし念頭に置いておかねばならないのは、先週末のウォール・ストリート・ジャーナルには「Banks Won Concessions on Tests」という記事があって、各行各社に示された資本調達額は当初政府が当初見積もった額より大幅に減額されている、と指摘している。このことが、「米金融機関に関する健全性に対する懸念」に繋がらないのか少し見る必要があると考える。最初の数パラグラフの文章は以下の通りである。

The Federal Reserve at the last minute significantly scaled back the size of the capital hole facing some of the nation's biggest banks, following days of intense bargaining over the stringency of the stress tests.

In addition, according to bank and government officials, the Fed used a different measurement of bank-capital levels than analysts and investors had been expecting, resulting in much smaller capital deficits.

Even though the overall reaction to the stress tests is generally positive, the haggling between the government and the banks shows the sometimes-tense nature of the negotiations that occurred before the final results were announced Thursday.

When the Fed last month informed banks of its preliminary stress-test findings, executives at banks including Bank of America Corp., Citigroup Inc. and Wells Fargo & Co. were furious with what they viewed as the Fed's exaggerated capital holes. A senior executive at one bank fumed that the Fed's initial estimate was "mind-numbingly" large.

Over the next two weeks, at least half of the banks pushed back, according to people with direct knowledge of the process. Some argued the Fed was underestimating the banks' ability to cover anticipated losses with revenue growth and aggressive cost-cutting. Others urged regulators to give them more credit for pending transactions that would thicken their capital cushions.

At times, frustrations boiled over. Negotiations with Wells Fargo, where Chairman Richard Kovacevich had publicly derided the stress tests as "asinine," were particularly heated, according to people familiar with the matter. Government officials worried San Francisco-based Wells might file a lawsuit contesting the Fed's findings.

The Fed ultimately accepted some of the banks' pleas. Shortly before the test results were unveiled Thursday, the capital shortfalls at some banks shrank, in some cases dramatically, according to people familiar with the matter.

つまり、市場の事前予想の範囲に資本調達額が収まったのは、大手金融機関がけんか腰で検査官と調達必要額について議論し、主張したからだ、というのである。銀行側としては精一杯の抵抗をし、引き下げに努力したあとの結果が今回発表された数字だということになる。最悪シナリオの妥当性、各社が走り出した資本調達の実現可能性、それに最近の株価の水準はつい2ヶ月前の直近の安値から既に30%以上上昇した水準にある、ということと併せて今後の株式市場の動向を考える必要があるだろう。

この週末に読んだ市況記事の中には、「今のニューヨーク市場は既に割安とは言えない水準に接近した」とか、「ファンダメンタルズから見れば、今の株価の動きを理解するのは難しい」といった見方が多かった。それはある程度日本の株式市場にも言えることだろう。

### 《 lower dollar because of better U.S. economy ? 》

為替市場は雇用統計に対して株式市場とは異なる反応を示した。ドル安に展開したのである。統計発表前には99円台の半ばまでであったドル・円は、その後雇用統計を受けて反落、引けは98円台の半ばとなった。ドルは対ユーロでも下落して、約7週間ぶりの安値になった。ユーロに関しては、先週のECBの利下げがあったにも関わらず強地合いとなった。これは利下げそのものが予想していたことと、「非伝統的な金融政策を取る」(トリシェ総裁)としていた措置が、それほど市場の驚きを誘うものではなかったことが背景。ECBが購入を決めたのは低リスクの600億ユーロの社債。政策金利も1%と低くはなったが、アメリカよりは高い。

ニューヨークの株価が上がったことを見ればこのドルの大幅な下落の理由は直ちには理解できないかも知れないが、この点に関しては例えばウォール・ストリート・ジャーナルは

The dollar fell hard Friday, hitting a nearly seven-week low against the euro, as higher stock markets, a better-than-expected U.S. jobs report, and broad optimism in financial markets led investors to stop hoarding so much of the U.S. currency.

と書いている。つまり、株も上がり、米雇用統計で雇用の減少ペース鈍化が確認され、金融市場全体に対する楽観論(ストレス・テストの結果もあり)も台頭する中で、「投資家は今までは多めに仕込んでいたドルを手放したからだ」との見方である。確かにドルは一時の円が専有していた「危機対応の通貨」の地位を奪っていた。よって「危機の減退」はドルを手放す理由になりうる。

同紙は特に、「非農業部門の就業者数が61万減の予想のところを53万9000人の減にとどまったことがドル売りを誘発した」と指摘している。実際のところドルはほぼすべての通貨に対して下落している。特に対ポンドに対しては4ヶ月ぶりの安値になっている。

ただし円については別のストーリーがある。ドル・円相場は下落したが、円の対他通貨相場は大きく円安に展開した。ポンド・円は150円に接近し、オーストラリア・ドルの対円相場は75円台の後半に展開し、ニュージーランド・ドルは60円に接近した。興味深いのは、先週の末でドルはブラジル・レアルが対ドルで7ヶ月ぶりの高値に達し、このためブラジル中央銀行がドルを買ったと伝えられる事だ。つまり米ドルは、例えば株式市場がアメリカ経済を見る目と全く違った動きとなっている。

問題は今後である。では米経済に一段の兆しが見え、金融市場が安定し、ニューヨークの株価が上げるならば、ドルはもっと下がるのであろうか。これは「ドルは基本的に米経済の強さを反映した動きをする」というファンダメンタルズ・サイドの考え方と矛盾しないのか。

いくつか答として用意できるのは、

1. ドルを多めに危機対応で手当てしていた投資家が、余分なドルを手放したら「米経済に良いときにはドルは売られる」というトレンドを脱し、ファンダメンタルズに戻る
2. 米ドルから例えば金利などから見て魅力的な通貨に資金が流れる状況は、米経済がしっかりしてむしろ金利引き上げのような状況が強まったときには、ドルに買いが戻る

などと考えられる。通常考えれば、「米経済の正常化はドル売り」というのは経済学の常識からは乖離している。特定の期間の特殊現象だと考えられるが、それは今までの「世界経済の危機の深まりは、各筋による危機対応通貨としてのドルの調達」という事態の裏返しである。そうした事態が何ヶ月続いたかを考えれば、ドルが弱い期間にはある程度の見通しが立つとも言える。

今週の主な予定。

5月11日（月曜日）

4月工作機械受注  
ロシア首相来日（～12日）  
バーナンキ FRB 議長講演  
中国4月生産者物価  
中国4月消費者物価  
BIS 総裁会議

5月12日（火曜日）

3月景気動向指数（速報）  
米3月貿易収支  
米4月月次財政収支  
アトランタ連銀総裁講演  
ボストン連銀総裁講演  
中国4月都市部固定資産投資  
中国4月貿易統計  
韓国中銀金融政策発表

5月13日（水曜日）

3月国際収支  
4月銀行貸出動向  
4月企業倒産件数  
4月マネーストック  
4月景気ウォッチャー調査  
米4月小売売上高  
米3月企業在庫

	ボストン連銀総裁講演
	アトランタ連銀総裁講演
	英中銀インフレ報告
	インド総選挙終了
	中国4月小売売上高
	中国4月鉱工業生産
5月14日(木曜日)	米4月生産者物価
	5月ECB月報
	5月IEA月報
5月15日(金曜日)	3月機械受注
	4月国内企業物価指数
	4月ビール・発泡酒出荷数量
	3月特定サービス産業動態
	1-3月ユーロ圏GDP(速報)
	米4月消費者物価
	5月NY連銀製造業景気指数
	3月対米証券投資
	米4月鉱工業生産・設備稼働率
	5月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報)

### 《 have a nice week 》

風もあり、空は綺麗で、天気には恵まれた週末でした。今日から本格的に「連休も終わり」という状況。7日、8日は基本的にはまだ街で見かける人の数も少なかった。工場などは需要低迷もあって非常に長い連休としていたところもあって、まあ本格始動は今週からということでしょう。

それにしても、この週末の「新型インフルエンザ」報道や舛添厚生労働相の記者会見にはびっくりしました。「大阪の……」と朝の6時過ぎから連呼するから患者が大阪で出たのかと思ったら、成田の機内で発見され、そのまま入院、ないし停留した状態で、その周りの人も最初から多くが成田のホテルなどにとどまっているという。「新型、新型」と騒ぐが、発症例を見るならばそれは「季節性のインフルエンザかそれより弱い弱毒性」ということがちっとも報道されない。

舛添さんも「自分は重要なことを発表している」という雰囲気を出したいのは分かるが、暗い顔つきで早口に危機をまくしたてているという印象。むろん危機対応の準備は必要だし、日本が水際対策で国内に感染が広がるのを遅らせているのは評価できるのだが(体制整備やタミフルやリレンザの準備)だからといってこの新型インフルエンザが国の体制を脅かすほどのものでは現状ない。むしろ今年の冬からの第二波、第三波に備えるべきでしょ

う。

ところでこの週末にグラン・トリノを見ました。クリント・イーストウッドの新しい映画ですが、なかなか良かった。ああいう死に方の選択は難しいが、ありかな、という気がしました。

それでは皆さんには良い一週間を。

*《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。》*