

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第2007号 2010年02月22日(月)

## 《 surprise hike of discount rate 》

今週のレポートの主なポイントは以下の通りです。

1. FRB の先週木曜日ニューヨーク時間夕刻の公定歩合引き上げは、FRB が言うとおりに「超緩和状態からの正常化」措置であることは明らかだが、市場に「アメリカを初めとして主要各国もいずれ出口戦略に出ざるを得ない」ことを改めて思い起こさせた
2. 先物市場の動きを見ると、年内に二度の利上げを見る向きは公定歩合引き上げ前に28%に過ぎなかったのが、公定歩合引き上げ後は50%に上昇した。つまり市場はやはり公定歩合操作を機に利上げの時期とペースを前倒しに考え出したと言うことだ
3. それが株価の世界的な頭打ち、ドルの底堅さに当面は繋がる可能性もある。「正常化」はある意味で景気の強さ、経済の正常化をも意味するのだが、当面は「(アメリカでの)金利上昇懸念」になるので、株価には弱材料。しかしドルには強く働く
4. ギリシャの問題も含めて、今の市場では不確定要素が満ちている。表面化した時よりはそれぞれの問題のスコープ(影響の広がり具合)と先行きが見えてきた段階だが、市場の不安感は当面続くだろう

正直なところ、先週FRBが発表した公定歩合の0.25%引き上げは筆者には予想外だった。バーナンキはかねてFF金利とのスプレッドが小さくなりすぎた公定歩合の引き上げ調整を示唆していたが、先週はFOMCも予定されていなかった。あるにしても、3月に入ってから、可能性が高いのは次のFOMCがある16日だと考えていた。

もっとも、FRBの声明全文(後に掲載)を読んで「なぜ先週だったのか」に関して、ある程度推測ができた。声明文を読むと「Board approval of requests by the boards of directors of the 12 Federal Reserve Banks to increase the primary credit rate (generally referred to as the discount rate) from 1/2 percent to 3/4 percent.」とある。つまり全12地区連銀からの要望が発表時点前にあったということだ。それだけ引き上げ要請がくれば、次回のFOMCである3月16日まで待てなかった、ということだろう。通常FOMCの声明発表は市場が開かれている最中に行われるのに対して、先週の公定歩合引き上げのようにニューヨーク株式市場引け後の発表なら、アジア市場は消化不能となっても、ニューヨーク市場に

戻ってくる頃には落ち着くと考えた可能性もある。実際にそうなった。

公定歩合はもともと金融政策という意味合いから見れば、短期金融市場への影響力の少ない象徴的な金利だ。しかし一昨年末のリーマン・ショック以降の危機の高まりの中で、金融機関相互間での信任が崩れ、一部銀行、金融機関の資金調達が困難になったことから引き下げられ、「銀行はFRBに積極的に借りに来なさい」という意味合いで大幅にFF金利に接近する形で引き下げられてきた。

そうした経緯があったが故に、今回公定歩合を引き上げてFF金利とのスプレッドを拡大したということは、「銀行は市場での資金調達に向かいなさい」と促したことになる。

### 《 a further normalization 》

FRBの声明全文は以下の通りだが、「正常化」を声明はことさら強調している。「these changes are intended as a further normalization of the Federal Reserve's lending facilities.」という文章がそれだ。加えて、「The modifications are not expected to lead to tighter financial conditions for households and businesses」と「家計、ビジネス向けの金融引き締めにつながるものではない」と強調している。

「Release Date: February 18, 2010

For release at 4:30 p.m. EDT

The Federal Reserve Board on Thursday announced that in light of continued improvement in financial market conditions it had unanimously approved several modifications to the terms of its discount window lending programs.

Like the closure of a number of extraordinary credit programs earlier this month, these changes are intended as a further normalization of the Federal Reserve's lending facilities. The modifications are not expected to lead to tighter financial conditions for households and businesses and do not signal any change in the outlook for the economy or for monetary policy, which remains about as it was at the January meeting of the Federal Open Market Committee (FOMC). At that meeting, the Committee left its target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and said it anticipates that economic conditions are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period.

The changes to the discount window facilities include Board approval of requests by the boards of directors of the 12 Federal Reserve Banks to increase the primary credit rate (generally referred to as the discount rate) from 1/2 percent to 3/4 percent. This action is effective on February 19.

In addition, the Board announced that, effective on March 18, the typical maximum maturity for primary credit loans will be shortened to overnight. Primary credit

is provided by Reserve Banks on a fully secured basis to depository institutions that are in generally sound condition as a backup source of funds. Finally, the Board announced that it had raised the minimum bid rate for the Term Auction Facility (TAF) by 1/4 percentage point to 1/2 percent. The final TAF auction will be on March 8, 2010.

Easing the terms of primary credit was one of the Federal Reserve's first responses to the financial crisis. On August 17, 2007, the Federal Reserve reduced the spread of the primary credit rate over the FOMC's target for the federal funds rate to 1/2 percentage point, from 1 percentage point, and lengthened the typical maximum maturity from overnight to 30 days. On December 12, 2007, the Federal Reserve created the TAF to further improve the access of depository institutions to term funding. On March 16, 2008, the Federal Reserve lowered the spread of the primary credit rate over the target federal funds rate to 1/4 percentage point and extended the maximum maturity of primary credit loans to 90 days.

Subsequently, in response to improving conditions in wholesale funding markets, on June 25, 2009, the Federal Reserve initiated a gradual reduction in TAF auction sizes. As announced on November 17, 2009, and implemented on January 14, 2010, the Federal Reserve began the process of normalizing the terms on primary credit by reducing the typical maximum maturity to 28 days.

The increase in the discount rate announced Thursday widens the spread between the primary credit rate and the top of the FOMC's 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate to 1/2 percentage point. The increase in the spread and reduction in maximum maturity will encourage depository institutions to rely on private funding markets for short-term credit and to use the Federal Reserve's primary credit facility only as a backup source of funds. The Federal Reserve will assess over time whether further increases in the spread are appropriate in view of experience with the 1/2 percentage point spread.]

発表（日本時間の金曜日の午前6時30分）直後のアジア市場は、この声明を熟読する暇もなく、「米、公定歩合引き上げ」というだけで株価は下げた。東京市場は日経平均で212円安。ニューヨーク市場も寄り付きはやはり下げていたが、FRBの母国市場だけに「その意図」を読み、19日の午前11時くらいから上げに転じ、一時はダウで50ドル弱まで上げた。引けは9ドル強の上げ。

ニューヨーク株価が東京市場関係者の懸念したほどマイナスに理解しなかったのは、時間が経過したが故に、「本格的な引き締めは相当先」と読んだからでしょう。声明を読むと、FF金利（0.0%～0.25%）と公定歩合とのスプレッドが1.0%になるまでは、

「normalization」と理解することが可能。また声明はFF金利の引き上げに関しては、何ら示唆を与えていない。

筆者も「失業率が高い間は金融引き締めにはFRBは踏み切れない」という意見だ。今のFF金利の異常に低い水準（0.0%～0.25%）からの引き上げを、「正常化」と呼ぶか、それとも「引き締め」と呼ぶかは微妙なところですが、それをどう呼ぼうと、FF金利の引き上げは公定歩合の引き上げとは比べものにならないくらい影響が大きい。が故に、FRBやFOMCも相当時間をかけ、景気状況を慎重に検討して再び景気が失速しないように行うと思う。しかし、いつかはそれをしなければならない。

### 《 to press China on Yuan 》

声明を出した後でも、FRB関係者は「今回の公定歩合引き上げは本格的な利上げではない」と広報活動を展開している。ニューヨーク連邦準備銀行のダドリー総裁は翌19日プエルトリコで講演し、「公定歩合引き上げは、フェデラルファンド（FF）金利引き上げ開始の兆候ではない」と記者団に語った。また同総裁は出口戦略に関しては、「個人的にはバーナンキ議長の方針が最善だと思っている」と支持を表明した。

米公定歩合引き上げ以外でこの週末に目についたニュースには「U. S. Expected to Press China on Yuan」というウォール・ストリート・ジャーナルの記事がある。最初の重要な5パラは、

「The mounting political tension between U. S. and China is poised to take on a more pronounced economic component—with Washington, in coming months, expected to press China over what officials see as an undervalued yuan.

This week, China is facing off with the U. S. over President Barack Obama's planned meeting Thursday with the Dalai Lama, who Beijing alleges has pushed for Tibetan independence from China. On Wednesday, the U. S. State Department said Secretary of State Hillary Clinton would also meet Thursday with the exiled Tibetan spiritual leader.

Those tensions come on top of January's announcement that the U. S. would sell \$6.4 billion worth of arms to Taiwan, which Beijing claims as part of its territory, and continuing sparring over a cyberattack on Google Inc. widely seen as originating in China. The two sides have also disagreed over whether to sanction Iran over its nuclear program.

But for U. S. officials, China's exchange rate is emerging as a top concern. President Obama and other administration officials argue that the Chinese currency is undervalued. That makes Chinese exports artificially cheap in terms of other foreign currencies, contributing to the U. S.'s large trade deficit with China and,

they say, depriving Americans of jobs.

Also on the economic front, U.S. officials have taken notice of increasing, vocal concerns among U.S. multinationals over what these companies view as growing protectionist trends in China. For years, these companies have acted as a ballast for stable bilateral ties.」

となっている。どういう手順でアメリカが中国に人民元の問題を突きつけるのか不明だが、緊張する米中関係の火種は台湾への武器供与、チベット問題（ダライ・ラマとオバマの会談）などだけではないということ。今週はアメリカの議会で一連のトヨタ問題に関する公聴会が開かれる。

---

今週の主な予定は以下の通り。

2月22日（月）	1月コンビニエンス売上高 1月全国スーパー売上高 米1月シカゴ連銀全米活動指数
2月23日（火）	米12月S&Pケースシラー住宅価格指数 米2月コンファレンスボード消費者信頼感指数 独2月Ifo景況感指数 トヨタリコール問題で公聴会（下院エネルギー・商業委員会）
2月24日（水）	1月貿易統計 1月企業向けサービス価格指数 米1月新築住宅販売件数
2月25日（木）	米1月耐久財受注 米12月住宅価格指数 中国人民銀行、準備率0.5%引き上げ実施
2月26日（金）	1月鉱工業生産 2月都区部・1月全国消費者物価 1月商業販売統計 1月住宅着工件数 1月建設工事受注 米10～12月GDP（改定値） 米10～12月・個人消費（改定値） 米10～12月PCEコアデフレーター 米2月シカゴ購買部協会景気指数 米2月ミシガン大学消費者信頼感指数（確報）

## 米1月中古住宅販売件数

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。二日とも非常に良い天気、徐々に春を感じる季節になりました。先週の寒い数日を経て、この週末は暖かかった。

その暖かさに誘われたわけではありませんが、この週末には車の方向をちょっと変えて、業平橋に300メートルを超えたという東京スカイツリーを見に行きました。東京タワーに代わる電波塔がどのようなものになるのか。同じような興味の人はいっぱいいました。かなりの人が駅から歩いて見晴らしが良い橋などの上でたむろしている。たいそうな写真機を構えている人もいた。毎日同じ時間に撮っている近所の人もいるのでしょうか。どこかのテレビ局のカメラも。

車だったので、周囲を一周したのですが、私も一枚写真を撮りました。夕陽を背にする駅から少し離れた場所からのショットでしたが、思ったよりもでかい。まだまだ伸びるのですから、完成したら近くからは全景がみられないのではと思いました。私が行った土曜日はちょうど303メートルでした。正面の方に「今日は何メートル」という表示がある。よく見るとちょっと変わったタワーです。東京タワーのように左右対称ではないように見える。ちょっと歪んでいるような。構造の関係でしょうが。

話は変わりますが、先週みた「インビクタス／負けざる者たち」はなかなかまとまった映画でした。南アの映画の特徴は、白人と黒人の対立をどうしてもテーマにせざるを得ないという点で、この映画もその範疇を出ていないのですが、「それをいかに乗り越えるか」に関してマンデラ大統領が苦心した苦労話と、それに応えた南アのラグビーチーム、特にその主将の苦闘を描いている。なかなか見応えがある。それにしても、マンデラをやったモーガン・フリーマンが本物そっくりで、まさにはまり役。

なかなか良い映画でした。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。》