

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第2083号 2011年09月26日(月)

《 downside risks 》

先週の FOMC 声明から頻繁に使われるようになった「(景気の) downside risks」が現実
に懸念される中で、「世界経済は危険な段階に入った」(IMF 金融委員会) というのが共通認
識になりつつある。それには景気のみならず、金融システム全体に対する信頼度を含む。市
場の全体的な反応としてみると、マスコミは株安をことさら取り上げているが、実は「すべ
てのリスク資産からの撤退→キャッシュ化」の動きであると言え、「不安定で、時として非
合理的な市場の動き」が今週も続く可能性がある。

当局も危機の顕現化防止に向けた懸命な努力を続けている。先週の G20 は当初声明を出す
予定がなかったが、急遽 PDF で一枚の声明を発表した。しかし全体的には「流動性の潤沢な
提供」「ギリシャを巡るいっそうの欧州サイドの努力要請」にとどまっており、「当局の危
機管理能力」「実際の行動力」に市場が満足しているわけではない。なにせ今の世界は、指導
力を期待される国はあるが、その国も国内事情を抱えて市場に安心感を与えるほどの指導
力は持ち合わせていない。グローバルな金融システムが不安定化しているのに加えて、この
「リーダーシップの欠如」が今の世界のマーケットにとって大きな不安要因だと言える。

無論、世界的に下げている株価には当然下限がある。すべての資産をキャッシュ化してお
ける期間にも限度がある。しかし「マーケットが不安定な時期」は、当局が抱える政治状況
が複雑なだけに、かなり続く可能性がある。

当局の「市場安定化」の思惑を持つ声明が、逆に市場の不安定化を加速しているのは残念
な事態だ。先週発表された FOMC 声明と G20 声明は、当局としては「理解して欲しい」という
ところだろうが、逆に市場の先行き不安感を煽った。前者は当局自らが世界経済に対する
「downside risks」認識を広めた形であり、後者は「(せっかくの声明発表にもかかわらず)
当局の手詰まりの露呈」に繋がった。

まず FOMC 声明を見る。日本の木曜日早朝に発表されたこの声明は、冷静に見れば財政がう
まく機能しなくなったアメリカの金融当局からの、ある意味懸命な「米経済救済努力」の現
れである。既に米金融政策は非伝統的な政策手段発動の段階に入っているが、今回は「ツイ
スト・オペ」(4000億ドルの長期債買い・短期債売りによりローン金利などの引き下げ
を意図)に加えて、住宅ローン債券への再投資なども決定し、加えて実質的なゼロ金利政策
の2013年央までの持続を決めた。

しかしその形が良くなかった。声明を最後まで読むと、Richard W. Fisher、Narayana Kocherlakota、Charles I. Plosser という前回と同じ三人の委員が、この新たな措置に反対している。「当初1日の予定だったFOMCの9月会合を日程2日間にして議論した」割には、議論はちっとも熟していないし、事前のマーケットの予想の範囲を出ない内容の声明になってしまった。「民間銀行がFRBに保有する準備預金に対する金利を引き下げる方法」やQE3、それにウォール・ストリート・ジャーナルが予想していた「インフレを招かずに失業率を低下させるための明確な経済的な目標採用」など、市場がやや意外感をもったであろう措置を打つ出す余裕はなかった。

《 strains in global financial markets 》

今回のFOMCは議論が深まるどころか、かなり紛糾したと理解できる。なぜなら、既に指摘した通り8月のFOMCで反対論を述べた3人（冒頭に紹介した）が、今回は「additional policy accommodation at this time」（現時点での追加緩和）そのものを「支持しない」として反対票を投じているからだ。この3人の前回（8月9日）の反対理由は、「who would have preferred to continue to describe economic conditions as likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period.」で、2013年央までのゼロ金利確約への反発だった。今回は「追加緩和そのものに反対」となっている。

ここまで来ると、これは「FOMC内の“哲学論争”とも言えるもの」だ。前回と今回の「緩和策反対者」は、「今FRBが新たな金融緩和をすること自体に、効果はない」と言っていると言える。彼らは、政権サイドなどからの「(FRBに)何かしてくれ」という期待に応えようとする事自体が間違いと考えている。議長、副議長の「何かしなければ」という考え方と真っ向から対立しているわけだ。筆者はこれを「哲学論争」と呼ぶ。一般的に「哲学論争」とは、双方が妥協しない対立である。

既にアメリカの政界は、“階級闘争”という懐かしい響きの単語が登場するまでの哲学論争の季節に入っている。「税をどこから、誰から取るか」という問題であり、仮に政府とFRBが両方とも「哲学論争」に巻き込まれたとするなら、アメリカの世界のマーケットにおける指導力には大いに疑問符がつくことになる。先週IMFは「米国とユーロ圏の実質成長率は2011、2012年ともに1%台にとどまる」と予測した。この「世界経済の危険な新局面」の中では、円高、株安などに傾きやすい市場の脆弱性は残ると言える。

FOMC声明発表後の市場の反応（株安に傾いた）を見て、FOMCの景気認識が大きく下方に修正されたと思うのは間違いである。実は、8月の声明で使われた表現の方がきつい。むしろ、今月の声明の方が8月9日の時点より若干明るい単語が増えた。しかし8月認識時点で急速に落ちた景気が、「底バイしている」というのがFRBの基本的認識だと思う。加えてFOMC声明は景気の先行きに関しては、「there are significant downside risks to the economic outlook」（著しいダウンサイドリスク）があると書き加えた。これが市場の悲観論を強めた。

FOMC 声明が「downside risks」を指摘する理由として一つだけ挙げているのは「strains in global financial markets」。これこそ、その後に開かれた G20 の議題だった。それはあとで取り上げるとして、「ツイスト・オペ」の中味にちょっと触れておくと、

「 The Committee intends to purchase, by the end of June 2012, \$400 billion of Treasury securities with remaining maturities of 6 years to 30 years and to sell an equal amount of Treasury securities with remaining maturities of 3 years or less. This program should put downward pressure on longer-term interest rates and help make broader financial conditions more accommodative. The Committee will regularly review the size and composition of its securities holdings and is prepared to adjust those holdings as appropriate. 」

つまり、「FRB は 2012 年 6 月末までに残余満期が 6 年から 30 年の財務省証券 4000 億ドル分を買い入れ、と同時に残余満期が 3 年ないしそれ以下の財務省証券を同額売却する」というもの。結果、FRB の保有財務省証券の平均満期 (average maturity) の長期化 (extend) が生ずる。理由について声明は、「This program should put downward pressure on longer-term interest rates and help make broader financial conditions more accommodative」としている。つまり、「この計画で長期金利には下方圧力がかかる”筈”で、全般的な金融情勢をより緩和的にできる」と述べている。実際に下がった。

しかし「4000 億ドルという額」がやや多かったことを除けば、「ツイスト・オペ」そのものは、以前から金融市場が予想していたもの。結果、声明発表前から長期金利には下方圧力 (FRB の言う) がかかっていた。ということは、下げ余地には限界があるということだ。FOMC の声明全文は、以下の URL より読むことが可能だ。

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm>

《 flexibility of the EFSF 》

この FOMC 声明がマーケットの失望感を誘って世界中の株価が大きく落ちたことから急遽出されたのが G20 声明である。G20 そのものは事前にセットされていた。9 月はワシントンでの一連の国際金融会議の季節だ。しかし出された声明は、「いかにも急ごしらえ」という表現が当てはまるものだった。この声明は全文を掲載する。

「Communiqué of Finance Ministers and Central Bank Governors of the G-20
Washington DC, USA, 22 September 2011

We, the Finance Ministers and Central Bank Governors of the G-20 are committed to a strong and coordinated international response to address the renewed challenges facing the global economy, notably heightened downside risks from sovereign stresses,

financial system fragility, market turbulence, weak economic growth and unacceptably high unemployment.

We are taking strong actions to maintain financial stability, restore confidence and support growth. In Europe, Euro area countries have taken major actions to ensure the sustainability of public finances, and are implementing the decisions taken by Euro area Leaders on 21 July 2011. Specifically, the euro area will have implemented by the time of our next meeting the necessary actions to increase the flexibility of the EFSF and to maximize its impact in order to address contagion. The US has put forward a significant package to strengthen growth and employment through public investments, tax incentives, and targeted jobs measures, combined with fiscal reforms designed to restore fiscal sustainability over the medium term. Japan is implementing substantial fiscal measures for reconstruction from the earthquake while ensuring the commitment to medium-term fiscal consolidation. Heightened downside risks have also made the economic environment for emerging markets and developing economies more challenging and they are adjusting their macro-economic policies accordingly to maintain stability and sustain growth. The contribution of the emerging market economies to global growth will increase as these economies as a whole move towards more domestic led growth, including through structural reforms and enhanced exchange rate flexibility to reflect economic fundamentals. We reiterate that excess volatility and disorderly movements in exchange rates have adverse implications for economic and financial stability.

We are committed to supporting growth, implementing credible fiscal consolidation plans, and ensuring strong, sustainable and balanced growth. This will require a collective and bold action plan, with everyone doing their part. We are working together to put in place for the Cannes Summit such an action plan of coordinated policies with both short term decisions and a medium-long term perspective.

We commit to take all necessary actions to preserve the stability of banking systems and financial markets as required. We will ensure that banks are adequately capitalized and have sufficient access to funding to deal with current risks and that they fully implement Basel III along the agreed timelines. Central Banks will continue to stand ready to provide liquidity to banks as required. Monetary policies will maintain price stability and continue to support economic recovery.

We will review progress made in implementing the commitments made today at our next meeting.」

既に要旨などが日本の新聞などに出ているので、筆者があえてそれを繰り返すことはし

ない。しかしこの PDF で一枚の声明は、「G20 の指導力の発揮」と言うよりは、「(世界の主要国の) 手詰まり感」が前に出てしまった。

声明は「downside risks」について「downside risks from sovereign stresses, financial system fragility, market turbulence, weak economic growth and unacceptably high unemployment.」という具体的表現を使っている。「国債市場の緊迫、金融システムの脆弱性、市場の混乱、そして弱い経済成長、とりわけ高い失業」と来るわけで、当局サイドの今の世界経済のリスクを的確に把握していることが分かる。問題は、「では何をするのか」という点だ。

次のパラグラフの「We are taking strong actions to maintain financial stability, restore confidence and support growth.」という書き出しには疑問がある。確かに当局としては、「こんなに強力な措置を打ち出しているのに」という気持ちはあるのかもしれない。しかし、成果が出ていないという意味では「strong」ではないし、少なくとも当局の意図と市場の反応には大きな齟齬が生じているように見える。声明は出足から現実とのねじれが見える。

その後と並んでいる各地域、国が行っている事に対する評価も、既に各国が実施したもののあまり効果が出なかった措置や、実現するかどうか分からない未来形の措置に触れただけ。これをマーケットが「具体策に欠ける」と受け取っても仕方がない構成になっている。

EU のところだけ、「Specifically, the euro area will have implemented by the time of our next meeting the necessary actions to increase the flexibility of the EFSF and to maximize its impact in order to address contagion.」という未来形の表現がある。E F S F はユーロ加盟国政府の保証を得て債券を発行し、その資金で財政危機に陥ったユーロ圏諸国を支援する仕組み。しかし、ギリシャから続く一連の「国債危機」の国々を全部助けられる保証はどこにもない。

今週の市場は、「不安の中の幕開け」ということになる。無論何度も述べているように、相場には相場そのものに力がある。今は下げている株価も、必ず下げ止まるところがある。まともな営業を行っている企業の株価には、どうやっても「それ以上は下がらない」という下限はあるはずだ。ただし問題は必ずしもそのレベルが詳らかではない、ということだ。

外国為替市場で静かに進んでいるのは、「他通貨での円高」である。これが一巡した段階で、ドル・円での下値模索（円最高値の模索）が起きる可能性がある。

今週の主な予定は以下の通り。

9月26日（月）	米8月新築住宅販売件数 ラスキン米FRB理事が講演「ローンサービスについて」
9月27日（火）	8月企業向けサービス価格指数 米9月コンファランスボード消費者信頼感指数 ロックハート米アトランタ連銀総裁が米経済について

講演

- 9月28日（水） 米8月耐久財受注
ローゼングレン米ボストン連銀総裁が講演
- 9月29日（木） 8月商業販売統計
米4—6月GDP（確定値）
プロッサー米フィラデルフィア連銀総裁が講演
ロックハート米アトランタ連銀総裁が講演
ローゼングレン米ボストン連銀総裁が講演
米新規失業保険申請件数
- 9月30日（金） 8月全国・9月都区部消費者物価
8月家計調査
8月労働力調査
8月鉱工業生産
8月住宅着工
ユーロ圏8月失業率
米8月個人所得・消費
米8月PCEコア・デフレーター
米9月シカゴ購買部協会景気指数
米9月ミシガン大学消費者態度指数（確定値）
ブラード米セントルイス連銀総裁が講演

《 have a nice week 》

急に秋らしくなってきましたが、週末はいかがでしたか。朝晩などちょっと寒い。体調を崩しやすい季節ですから、お気を付け下さい。

2週間お休みを頂いたのは、ロシアに行っていたからです。成田からウラジオストックに飛び、そこからハバロフスクを経てイルクーツクまでシベリア鉄道で移動。4日3晩かかりました。イルクーツクからは飛行機でサンクトペテルブルクに飛び、復路はサンクトペテルブルクからウラジオストックでロシアの国内航空路線を移動し、そこから成田に帰ってくるという経路。

初めてのロシアなので非常に勉強になりました。今日はもう長くなってしまいましたので、また機会を見て私の「ロシア見てきたまま」を掲載したいと思います。プーチンが次期大統領選挙に出るとの発表がありましたが、メドベージェフが大統領の間も実質的には「プーチン政権」でしたから、中味は変わらないでしょう。プーチンはロシアに行くと非常に人気のある政治家だと実感します。そしてそれには理由がある。ただし政権の長期化は、どの国の例を見ても良い結果は生んでいない。これが問題です。

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。》