

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1890号 2007年09月18日(火)

## 《 almost a certainty 》

今週最大のイベントは18日のFOMCだが、「利下げはほぼ確実」との見方が多く、市場の関心は「幅が0.25%になるのか、それとも0.5%なのか」にある。筆者は0.5%の方が良いと思うが、原油価格のバレル80ドルを超える上昇をどう考えるかなど、FOMCとして考慮すべき問題は多い。恐らく筆者がこの文章を書いている時点でも利下げ問題に関してはFOMCの大勢は決まっておらず、18日の会合での討議を経て決められるだろう。

FOMCは2004年の6月から17回のFOMC連続して0.25%の利上げをしてきており、2006年の6月に現行の5.25%に定着した。最後にFOMCが利下げを行ったのは2003年6月25日のFOMC。今回利下げとなれば、4年3ヶ月ぶりとなる。その時の利下げは、1.25%から1.00%への引き下げで引き下げ理由は以下の通りだった。

「The Committee continues to believe that an accommodative stance of monetary policy, coupled with still robust underlying growth in productivity, is providing important ongoing support to economic activity. Recent signs point to a firming in spending, markedly improved financial conditions, and labor and product markets that are stabilizing. The economy, nonetheless, has yet to exhibit sustainable growth. With inflationary expectations subdued, the Committee judged that a slightly more expansive monetary policy would add further support for an economy which it expects to improve over time.」

わざわざ当時のFOMC声明の第二パラグラフを引用したのは、FOMCが当時の利下げの際にどんな要因を挙げているかを示したかったため。ここには「インフレ期待が低い(With inflationary expectations subdued)」というのが利下げ理由の一つに挙げられている。利下げ実施の理由としては、常に有力なものだ。

しかし筆者は、18日に利下げをすとしても、この「インフレ期待の低さ」を理由にはなかなかできないのではないかと考えている。つい最近までFOMCは「インフレ圧力」に言及してきたからだ。ということは、「期待」も高かったということだ。FOMCは利下げに当たっては他の理由を見つけなければならない。

「金融市場の安定」は一つ理由と挙げられるし、住宅市場の弱さが今後米経済の7割を

占める消費に打撃となりそうだから、というのも理由として列挙できる可能性がある。しかし一番重要な「インフレの状況」に関して、FOMC がどのような声明を出せるかは興味があるところだ。もしかしたら全く言及なしに利下げするかも知れない。

それは置くとして、実はもっと核心的な問題がある。それは、FOMC が 0.25% なり 0.5% の利下げをすることで、それがアメリカ経済をどのくらい治癒することになるのか、という問題である。利下げをせざるを得ないというのは、それだけアメリカ経済が深刻な状況だということを FRB が認めることだ。だから短期的に株が上がっても、「その後」を市場は直ぐに懸念することになる。逆を言えば、FOMC が利下げをしないくらいの方が、「FRB が米経済の先行きに強気だ」というやや長期的に見れば株式市場にとって明るくなれる材料になるかもしれない。

### 《 Maybe too much hope 》

実はこの問題に関して日本時間の 17 日深夜に見たウォール・ストリート・ジャーナルには興味深い記事が掲載されていた。「Too Much Hope May Be Pinned On Rate Cut」(利下げへの過度の期待か)と題されたこの記事は、「(利下げがあってもそれは)アメリカ経済や金融市場が抱えている本質的な問題解決に殆ど即効的な助けにはならない」と指摘して、次のように述べている。

「Investors are putting a lot of hope in the Federal Reserve's ability to ride to the rescue tomorrow.

Maybe too much hope.

Though the stock market surged last week on optimism that a widely expected interest-rate cut by the Fed would boost stocks, such a rate cut would offer little immediate help for the fundamental problems weighing on the nation's economy and financial markets. These include a worsening housing slump and high gasoline prices, which are damping consumer spending, and fears of further defaults on the billions of dollars of low-quality loans that have been used to finance mortgages and corporate takeovers.

Even if the Fed carries out a series of rate cuts, the economy and stock market are likely to be dealing with the fallout from these problems well into next year.

確かにその通りです。利下げしたからと言って、悪化しつつあるアメリカの住宅市場の苦

境を直ちに立ち直らせるものでもなければ、ガソリン価格を引き下げのものでもない。つまり消費の回復には繋がりそうもないのだし、こうした問題の解決は恐らく来年に持ち越される可能性が高い。しかしでは利下げなしで乗りきれるかと言えば、それは無理だろう。つまり、「時間」が必要だということだ。

利下げ幅よりも、筆者は声明文に着目する。その文章を読めば、FOMC がアメリカ経済の現状をどう見ているか、今後の政策に関してどのような考え方をもっているかがある程度分かると思う。先に書いたとおり、利下げしても「With inflationary expectations subdued」とは多分書けない。とすると、インフレに懸念が残る中での利下げをどう正当化するか。その理由の付け方次第で、今後の FOMC の金利操作の余地をはかれるということだ。

今週は米 FOMC 以外にも日銀の金融政策決定会合が 18、19 の両日行われ、福井総裁の記者会見が 19 日の午後に予定されている。日銀による利上げはないでしょう。欧州やアメリカでは中銀が一生懸命短期金融市場に資金供給している最中であり、イギリスの中堅銀行での半取り付け騒ぎでも分かる通り、市場の落ち着きはまだ先という状況だ。今週は ECB の理事会もある。トリシェ総裁は改めて利上げの可能性を探ると言っているが、同じような短期金融市場の不安定という状況から見て、やはり据え置きと見たい。

## 《 G7 topics 》

今月も既に半ばを過ぎたが、10月になるとワシントンで G7 が開かれる。依然として欧州、ロンドン、それにニューヨークなど世界の金融市場を揺さぶっているサブプライム関連問題が最大の焦点になる。この問題は、80年代、90年代に起きた危機が主にアジアとか中南米、それにロシアを震源地としているのに対して、アメリカ経済の中心部分、そして欧州の金融市場の真ん中で起きている。従来に増して緻密な対応が必要になる。

今のところ従来の世界的な金融危機の時と違って、今までは危機に際して脆弱そのものだった途上国市場がしっかりしている、という特徴があり、言ってみれば今回の危機は「特殊先進国危機」になっているが、ほっておいて良いわけではない。この週末にもイギリスで中堅銀行に取り付けに匹敵するような騒ぎが生じている。

また、企業が発行するコマーシャルペーパー（CP）などの買い手も一時よりは戻ってきているものの、取引は相変わらずごちない。また、資金繰りが悪化する企業や投資会社が目立っているし、今後もこの問題が生じよう。このままでは、特に先進国の実体経済への打撃も大きくなる危険性がある。

G7 を前にして、各国の通貨・金融当局などをつくる「金融安定化フォーラム（FSF）」がサブプライム問題の要因や対策などをまとめた報告書を提出することになっている。朝日新聞などの報道によれば、報告書で焦点となるのは、

- (1) 金融機関のリスク管理と流動性（資金繰り）
- (2) サブプライム関連の投資商品など金融派生商品（デリバティブ）の評価方法

( 3 ) 簿外取引など金融機関の監督

( 4 ) 格付け会社の機能

など。G7はこれらの面での「( 金融市場やシステムの ) 弱点」を点検、改善策を協議する。一つ難しいのは、危機の原因であるアメリカにおける低所得者向けローンの焦げ付き増は来年も続く見通しであること。つまり、金融市場が落ち着きを取り戻すまでには最低数カ月かかるとの見方が大勢で、「特効薬はないし、従来の危機よりも乗り切りに時間がかかる」( ポールソン米財務長官 ) との判断だ。

今週の主な予定は以下の通り。

9月17日(月)	東京市場休場(敬老の日) 米9月NY連銀製造業景気指数
9月18日(火)	7月第3次産業活動指数 日銀政策決定会合(～19日) 米8月生産者物価 米9月NAHB住宅市場指数 米FOMC 8月北米半導体製造装置BBレシオ
9月19日(水)	7月景気動向指数(改定値) 日銀金融経済月報 福井日銀総裁記者会見 米MBA住宅ローン申請指数 米8月消費者物価 米8月住宅着工件数
9月20日(木)	7～9月法人企業景気予測調査 8月コンビニエンスストア売上高 全国証券大会 ECB理事会 米8月コンファレンスボード景気先行指標総合指数 米9月フィラデルフィア連銀指数
9月21日(金)	7月全産業活動指数

### 《 have a nice week 》

3連休はいかがでしたか。暑い週末でした。日曜日は狭山湖にお墓参りに行きましたが、少し歩いただけで汗びっしょり。今週も暑い日が続きそうです。

ところで、私としてはそれほど久しぶりではないと思うのですが、FED のサイト ( <http://www.federalreserve.gov/> ) に渡ったら、フロントが完全に模様替えしてびっくりしました。よく見ると、左側にあった項目が上に一列横に上がっただけのような気がします。注意深く見ると「何が変わったか」というページも用意されていて、それには

New Navigation

New design, graphics and color

などと書いてある。今回の HP 変更は一連の変更の第一段階だそうで、またいろいろなところが変わってくるのでしょうか。中味はあまり変わっていない。

それでは皆様には残暑にもかかわらず、良い一週間をお過ごし下さい。

*《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。》*