

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第2028号 2010年07月26日(月)

## 《 unusually uncertain 》

先週一週間でもっとも有名になった単語で、今後の市場にも影響を与えそうなのは、「unusually uncertain」である。半年に一度のFRB議長の法律に基づく議会証言の初日に出てきた。私はこの「un-」が二つも登場するやや異常な単語の組み合わせにバーナンキらしさを感じると同時に、今の市場を表現するに言い得て妙な単語だと思った。実際の所「先行き不透明な展開」は世界経済でもマーケットでも続く可能性が高いと考える。

FRB議長の議会証言の全文にたまたま目を通すのが役立つのは、その時々議長のway of thinkingが分かって良いことだが、「unusually uncertain」という単語の並びを見て、「FRBの議長がここまで正直に言うのは珍しい」と考えた。良い悪いは別にして、グリーンズパンがまだ議長だったら絶対この組み合わせは使わなかった。おそらくグリーンズパンだったら、アメリカ人など英語を母国語とする連中もあまり知らないような単語を風呂場の中で考えて、それを煙幕を張りながら今の経済の現状を語つただろう。その珍しい単語を我々は覚えられたので面白かったのだが、バーナンキの言葉遣いは至ってまじめ。グリーンズパンがやや例外だったとも言えるが、バーナンキはそれができないのか、しないのか。

「unusually uncertain」を文字通り解釈すれば、「普通でなく先行きは不透明」ということであり、必ずしも「先行き悪くなる」と行っているわけではない。ただ「uncertain」(不確実)と言っているだけである。しかし、「経済の先行きの不透明」を市場は歓迎しないから、バーナンキがこれを言った瞬間の水曜日のニューヨークの株式市場では、株価が急落に転じた。この日はそれまで株価は上がっていたのが、この一言で急激な下げに転じた。かつそれを見た外国為替市場では、円高が演出された。Knee-jerk reactionとしては当然だろう。

ただし市場はその後、本来の「uncertain」(予測不確実)の意味通りの展開を示す。木曜日、金曜日のニューヨークの株価は大きく反発し、今度はむしろ円安気味の展開となった。バーナンキが「unusually uncertain」と言ったにもかかわらず、先週の週後半に発表された米企業収益が確信を持てるような形で非常に良かったからだ。特にIT企業の収益は好調で、日本の新聞の見出しを借りるなら、「途上国とクラウド」で売り上げが伸びたからとなっている。

経済指標の悪さに見る米経済の先行き不安と、それをあざ笑うかのような米企業収益

の好調は、「unusually uncertain」の一つの原因でもある。バーナンキの議会証言の全文は「<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100721a.htm>」にあるが、例えばバーナンキは以下のように米経済が抱える問題を指摘している。

「An important drag on household spending is the slow recovery in the labor market and the attendant uncertainty about job prospects. After two years of job losses, private payrolls expanded at an average of about 100,000 per month during the first half of this year, a pace insufficient to reduce the unemployment rate materially. In all likelihood, a significant amount of time will be required to restore the nearly 8-1/2 million jobs that were lost over 2008 and 2009. Moreover, nearly half of the unemployed have been out of work for longer than six months. Long-term unemployment not only imposes exceptional near-term hardships on workers and their families, it also erodes skills and may have long-lasting effects on workers' employment and earnings prospects. 」

2008年と2009年に850万人の人がアメリカでは職を失った、と言っている。これは凄まじい数字だ。労働人口が1億5000万人ちょっとの国で、たった2年間で850万人が職を失った。アメリカでは毎月20万人分くらいの職が増えないと、労働人口の自然増を賄えないと言われる。大まかに見て、アメリカでは毎年250万人ほど人口が増えるからだ。バーナンキの言うように今の「毎月10万ペース」では実質的には雇用は増えていない、と言える。失業の半分以上が「半年以上」と長期化しているのも問題。

しかし一方で米企業収益は、先週最後の2営業日にニューヨークの株価を押し上げたように好調だ。なぜか。

#### 《 developing countries and cloud 》

米企業は業績が好調なのに雇用を増やしていないということか。そうではない。おそらく、米企業はグローバルには雇用を増やしているのだろう。しかし、「途上国とクラウド」で業績が良い（米IT企業）というのなら、もしかしたらインドで雇用を増やしているのかもしれない。米企業業績好調のアメリカ経済への雇用増波及度は以前に比べて明らかに落ちている、ということになる。

最近韓国経済を勉強していて、面白い事に気付かされた。それは、「確かにサムスン電子やLG電子などは好調だが、こうした企業が韓国経済へ寄与する度合いは低下している」という点だ。それは、米企業と同じく非自国生産・販売の度合いが高くなっているからで、ある韓国経済の研究者は私に、「サムソンの事業は自己完結度が高くなっている」と語った。それは、サムソンが事業拡大を国内企業に部品依存するというようなプロセスで行っているのではなく、自社の海外子会社を含めて「自己完結的に完遂していること

が多くなっている」と言うことだという。

おそらくそれは日本企業にも多かれ少なかれ言えることに違いない。確かに当該企業が増益になれば、その企業に勤める人々の給与が増えて、その企業の母国経済に与える影響はプラスだ。また国内企業への部品発注も少しは増えるに違いない。しかし、サムスンが「自己完結的な企業」になりつつあるということは、サムスンが良くても韓国経済は問題を抱えたままとなる可能性があるということだ。たまたまかもしれないが、先週のウォール・ストリート・ジャーナルなどで取り上げられていた韓国関連の話題は、「なぜ韓国は OECD の中で一番自殺率が高いのか」という問題であって、「韓国経済全体が好調」という話の紹介ではなかった。

ソウル在住の方の話を見ると物価が上がり始めているということで、実際に韓国中銀は最近利上げに踏み切った。これは、韓国経済が経済全体の物価上昇圧力が高まっている兆しではあるが、韓国の大企業の業績ほど韓国経済が良くなっている印象はない。多分それは米企業と米経済の関係にも似ている。この問題は、今後の企業と国家の関係をどの国でも考える上で非常に重要だ。途上国を含めた世界経済の拡大の果実を比較的「certain」に得られる企業と、場合によっては世界経済の拡大を「雇用の流出」の中で迎えざるを得ない「uncertain」さを抱えた国家経済。それを含めて、バーナンキが

「Of course, even as the Federal Reserve continues prudent planning for the ultimate withdrawal of extraordinary monetary policy accommodation, we also recognize that the economic outlook remains unusually uncertain. We will continue to carefully assess ongoing financial and economic developments, and we remain prepared to take further policy actions as needed to foster a return to full utilization of our nation's productive potential in a context of price stability. 」

「unusually uncertain」という単語を使っていることには、いろいろな意味合いがある。バーナンキは、欧州の金融不安にも触れて、以下のように述べている。

「One factor underlying the Committee's somewhat weaker outlook is that financial conditions--though much improved since the depth of the financial crisis--have become less supportive of economic growth in recent months. Notably, concerns about the ability of Greece and a number of other euro-area countries to manage their sizable budget deficits and high levels of public debt spurred a broad-based withdrawal from risk-taking in global financial markets in the spring, resulting in lower stock prices and wider risk spreads in the United States. In response to these fiscal pressures」

## 《 European stress test 》

この問題との関連で注目された欧州の銀行に対するストレステスト(健全性審査)は、市場での反応を見る限り「market positive」だった。「大手銀はすべてテストを通過するだろう」という予想はその通りだったし、「その他の銀行では5—10行が不合格になる」と予想だったが、実際に蓋を開けたらスペイン、ドイツ、それにギリシャの7行が不合格となった。テストの対象となったのは91行だったから、それほど多い数ではない。

7行の不合格行の資本不足額は、全体で35億ユーロ(45億ドル)。7行の内訳は、スペインの中小貯蓄銀行(カハ)5行に加え、ドイツの国営不動産金融ヒポ・リアル・エステート、ギリシャ農業銀行。スペインはこの声明の直後に、「これらの銀行の資本手当は既に終わっているか、最終段階」と声明を出して、市場の沈静化を図った。欧州のバンキング・システムに対する一応の疑念はとりあえず晴れた形となった。無論、市場がこれで完全に欧州のバンキング・システムに安心感を覚えたわけではない。

---

今週の主な予定は以下の通りです。

7月26日(月)	米6月シカゴ連銀全米活動指数 米6月新築住宅販売件数
7月27日(火)	6月企業向けサービス価格 米5月S&Pケースシラー住宅価格指数 米7月コンファレンスボード消費者信頼感指数 インド政策金利決定
7月28日(水)	米6月耐久財受注
7月29日(木)	6月商業販売統計 米ページブック NZ準備銀行金融政策決定会合
7月30日(金)	7月都区部／6月全国消費者物価 6月家計調査 6月労働力調査 6月鉱工業生産(速報) 6月住宅着工件数 6月建設工事受注 臨時国会召集へ 米4～6月GDP(速報)／個人消費(速報) ／コアPCE(速報)／雇用コスト指数 米7月シカゴ購買部協会景気指数

米7月ミシガン大学消費者信頼感指数（確報）  
ユーロ圏6月失業率  
韓国6月鉱工業生産

《 have a nice week 》

暑い日が続いていますが、週末はいかがでしたか。土曜日は中央高速の談合坂の周辺でものすごい雷雨に見舞われて一時サービスエリアに非難などしたりして、結構天気振り回された週末でした。夏休みとあって、また高速道路の値下げ継続の中とあって、どこに行っても車が多い。

土曜日は雷雨に会う前に、経団連会館で社団法人・金融財政事情研究会の創立60周年記念とおいうことでFPの方々200人ほどを集めた会合で講演し、「ポピュリズムと金融」というテーマで話をしました。話は一時間程度であとはQ&Aを30分ほど。FPの方々への話なので、一般の方よりはちょっと突っ込んだ金融の話をしました。直前にネット上にサイト (<http://www.ycaster.com/kai/2010debtoverhung.html>) を造ったり、動画を使ったり。

やはり経済を語るのなら、金融を知っている人を対象に話すのが楽しい。野村のヘッジファンドの会合での話しも面白かったな。それにしても、FPと言っても運用のアドバイスは難しいでしょうな。今ほど運用が苦しい時代はない、というのが私の印象です。まあFPの方々は、税と相続とかの法律問題への取り組みもありますから。

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。》