

2008年3月5日

Daily Comment

米政策当局の狙いは・・・!?

世界的な流動性ショックが広がった昨年8月上旬以降の米ドル相場は、右グラフが示すように英ポンドを除く主要6通貨に対して全面安となっている。

3月4日時点の下落率は5～13%超に達しており、ファンディング通貨の位置付けにあるスイスフランと日本円に対する下落率が13%超と最も高く、足元のドル安がリスク回避フローを主体としていることを示唆している。

リスク回避フローの基本は、「キャッシュ化(=手仕舞い)」「質への逃避(=安全志向)」「ホームバイアス(=母国回帰)」であり、スイスフランと日本円の上昇はこうした動きを反映したものと解釈することができよう。

リスク回避の動きは米ドルにもみられており、高金利通貨である豪ドルやNZドルに対する米ドル相場は2月末をボトムにして上昇しており、ドルの総合的な実力を示すFRB算出の実効為替相場(FRBインデックス)は週明けから2日続伸している。(FRBインデックスと21日平均線の乖離率は2月28日の2.45%がボトムとなり、3月4日には1.99%と3日連続で縮小している)

こうしたリスク回避フローを促すきっかけとなったのは、当レポート(2月28-29日付け)でも採り上げたバーナンキFRB議長の半期議会証言での発言であるが、一部の市場参加者からは「KY(空気が読めない)」「だとか」「失言」扱いられている。本当に失言なのだろうか、米国の金融政策を担うFRB議長の発言が世界中から注目され、市場に影響を及ぼすであろうことを最も理解しているのは当人であり、その発言は緻密に計算されたメッセージであると解釈する必要がある。

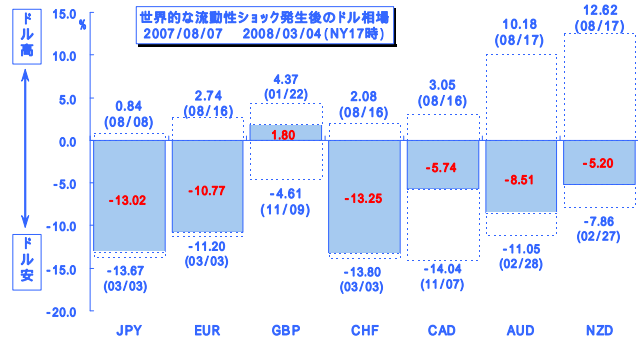
以下は今週の「森レポート(全12頁)」P.4からの一部抜粋

FRB議長による金融政策運営に関する半期に一度の議会証言は、ファンドマネジャーにとって投資戦略を固める重要イベントと位置付けられており、グリーンズパン前FRB議長の時代にはドル相場の重要な節目となってきた経緯がある。それ故に今回のバーナンキFRB議長の証言も、周到な準備と緻密に計算された上での発言であったはずであり、軽視することはできないだろう。過去の主な金融危機が「バランスシート調整」へ発展した局面では、実体経済への波及は免れず、回復までには1年以上の期間を要している。ましてや、バーナンキ議長は日本の経済失政から金融混乱時の政策対応は迅速かつ大胆さが必要であることを熟知しており、今回の証言での「成長の下振れリスクを認識することが重要」との言葉に強い危機感が込められているといえよう。

最も重要なことは、FRB議長が何故そういう発言をしたのかを理解することであり、最近の米金融当局や財務省高官のメッセージは危機に対する認識と克服に向けて足並みが揃っている。

昨日のバーナンキFRB議長の講演は、3月18日のFOMC開催前で公式に発言することができる最後の場として注目を集めた。(ブラックアウト期間:政策決定会合前1週間の発言自粛)

一部の市場参加者は先週の半期議会証言の修正が行われるとの見方も存在したが、金融業界の関係者を前にバーナンキ議長の発言にブレはなく、不振が続く住宅市場の現状について「資産価値のマイナスが広範囲にみられる点で、過去とは違う」と述べ、異例の厳しい状況にあるとの認識を示している。



当レポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。記載された意見や予測等は、作成時点における森好治郎個人の見解であり、その正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることもありますのでご留意ください。

加えて、サブプライムローンの借り手の救済を巡り、金融機関に対して元本のカットを含む追加策の検討を求めている。元本カットは金融機関に負担増を強いることになるが、住宅の差し押さえ急増に伴う悪循環を断ち切る抜本策であり、日本の資産バブル崩壊後の教訓が生かされているといえよう。

2月26日に発表されたS&Pケース・シラー住宅価格指数(10都市ベース)は、昨年12月時点で前年同月比9.8%減となり、統計開始以来の下落率記録を更新していたことが明らかになっている。

同指数の先物価格は、右グラフが示すように来年2月に向けてさらに12.7%の下落が予想されており、バーナンキ議長が指摘するように住宅ローンの元本カットを行わない限り、悪循環の繰り返しで泥沼化が想定されることになる。

このため、住宅ローンの元本カットによって想定される追加損失を前倒しで計上し、早期に膿みを出し切って事態の改善を図ろうという考え方となる。

3月3日にロワリー米財務次官補が、世界的なクレジット市場の混乱に伴う金融機関の損失と評価損の総額がこれまでに2,000億ドル以上にのぼるとした上で、問題の解決には国際協力が必要との認識を示した。

サブプライムローン関連の損失予測額については、昨年7月にバーナンキFRB議長が500~1,000億ドルとの試算を紹介していたが、その上限の2倍の損失が計上されていることになる。東京G7会合後の記者会見では、シュタインブリュック独財務相が「金融機関が計上する必要のある評価損は4,000億ドル前後に上るとというのがG7内での一般的な見解だった」と述べていたが、サブプライムローン問題はようやく折り返し地点に到達したことになる。

とはいえ、まったく損失額の検討が掘りかず不安心理が先行していた時期とは異なり、当局者等によって最終目標額が試算されたことは大きな前進であり、さらにその前倒し処理によって損失額の圧縮を狙う米政策当局のスタンスは市場からも評価されよう。

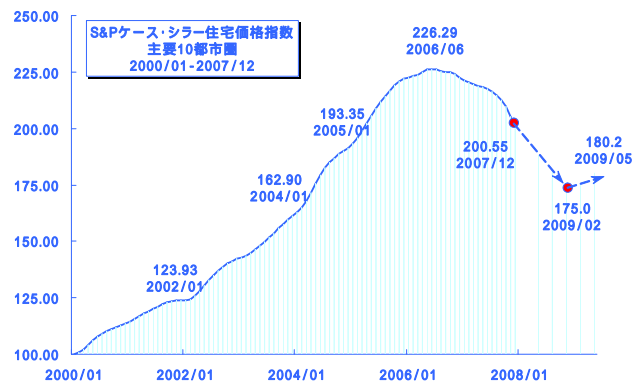
バーナンキFRB議長は、金融機関に元本カットを迫る一方で実質ゼロ金利を視野に入れた超金融緩和策によって金融機関の収益を支えようとしている。

右グラフが示すように米国債市場では2年債と10年債の利回り格差は2004年6月以来となる1.959%まで拡大している。イールドカーブのステープ化はバランスシートを傷めた金融機関が収益を確保できる構図であると同時に、金融緩和サイクルの中で景気の下降局面の先を見越し、景気刺激策の効果による回復を予想し始めていることを示唆するものである。

加えて、海外投資家にとっても米長短金利差の拡大は機会収益を見出すこともでき、足元のドル安がむしろドル建て資産の割安感を誘うことになる。30年債の利回りは、独の4.447%に対して米国は4.5184%と、米国が0.0714%上回っている事実も認識しておく必要がある。

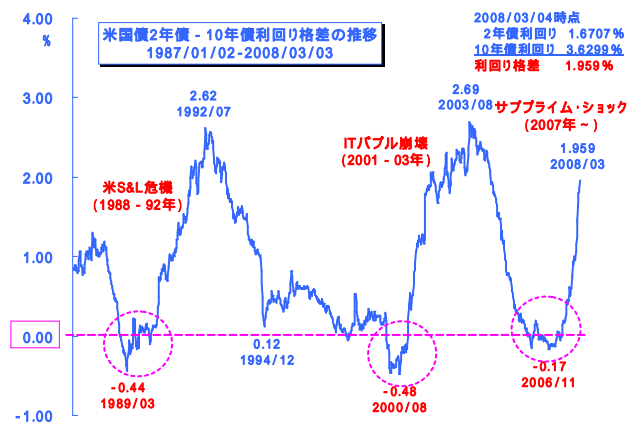
足元では、米通貨監督庁(OCC)が、米銀行はクレジットカードや商業用不動産ローンの貸倒れに備えるべきとの見方を示しており、この1-3月期決算では一段の損失計上が想定されることになり、一時的な痛みをどう緩和するかが当面の焦点とすることができよう。

政策的にドル安誘導される場合は「ドルは暴落しない」という読みがあるとされていたが、世界的に景気が強いときはドルから他通貨へ資金が分散してドル安が進む傾向がある一方、景気が弱いときはドルへ資金が回帰するとの経験則からは、過度な悲観は禁物かもしれない。(3月5日 11:50記)



サブプライムローン関連の損失予測額と損失計上額

・バーナンキFRB議長	2007年7月19日	500~1,000億ドル (11月8日に上方修正) 1,500億ドル
・IMF 国際金融安定性報告書	9月24日	1,700~2,000億ドル
・OECD(経済協力開発機構)	11月21日	最大3,000億ドル
・シュタインブリュック独財務相	2008年2月9日	4,000億ドル
(G7内での一般的な見解として述べた計上すべき評価損)		
・ロワリー米財務次官補	3月3日	これまでに計上された金融機関の損失と評価損 総額2,000億ドル (内訳: 米国が1千億ドル、欧州が750億ドル、残りがアジア・カナダ)



当レポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。記載された意見や予測等は、作成時点における 森 好治郎 個人の見解であり、その正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることもありますのでご留意ください。