

2008年3月6日

## Daily Comment

本日の注目は ECB スタッフ経済見通しとトリシェ総裁の会見

昨日のドルの対主要通貨相場は、米モノライン大手のアムバック救済策への期待感から買い戻しが先行していたが、発表された内容は 15 億ドルの公募増資計画と、米金融当局が厳しい現状認識を示しているにもかかわらず事前予想の増資規模の半分に留まったため、失望売りを招く結果となった。

また、注目の米 2 月 ISM 非製造業景気指数は前月の 41.9 から 50.8 へ急回復し、景気後退に対する過度な悲観を和らげたものの、1 月分から公表されている総合指数は 49.3 と 2 ヶ月連続で 50 を下回ったほか、18 日の FOMC の叩き台となるページブック(地区連銀経済報告)では景気判断に明確な下方修正が加わっており、景況感および金利格差からのドル売りを正当化する格好となった。

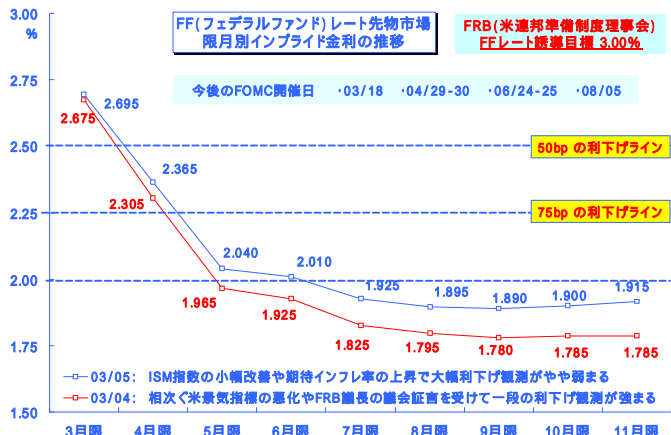
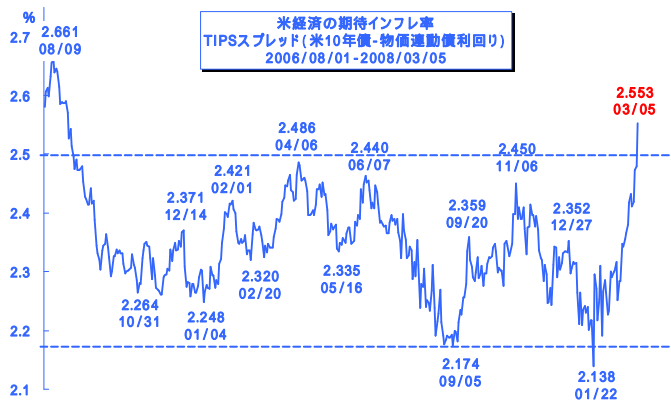
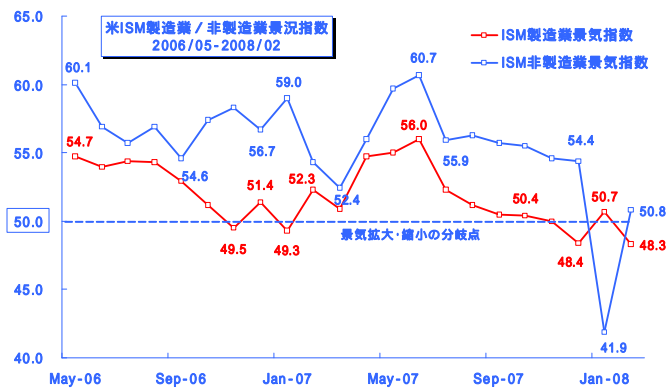
ドルの総合的な実力を示す FRB 算出の実効為替相場(FRB インデックス)は、4 日ぶりの反落となり、先月末に更新した発足来の安値に迫っている。

この日は NY ダウが 5 日ぶりに反発し、米主要 3 株価指数は揃ってプラスとなったが、米債券市場は 3 日続落(利回りは上昇)でイールドスプレッドのヘアスティープ化(金利水準が一般的に上昇する中で利回り曲線の勾配が高まること)が鮮明となっている。

インフレ懸念が俄かに醸成されつつあることを示すシグナルであり、市場の期待インフレ率を示す TIPS(インフレ連動債)と通常米国債の利回り格差は右グラフが示すように 2006 年 8 月以来の水準に拡大している。

つまり、スタグフレーション(景気減速下のインフレ)のリスクを警戒させる動きであり、米当局によるドル安放置策「ピナインネグレクト(華麗なる相場黙認)」が正念場を迎えつつあるという。

市場の米金融政策見通しを反映する FF レート先物市場では、18 日の FOMC での 50bp の追加利下げを確実視したうえで、75bp の大幅利下げを 54% の確率で織り込んでいることを示している。しかし、その織り込み度合い(確率)は 4 日の 78% からは大きく低下しており、行き過ぎた利下げ期待の修正が促されているという。



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注意ください。

4日にはFRB内部で知的「パワーハウス」と呼ばれる4名のうちの3名(バーナンキ議長・コーン副議長・ミシュキン理事)が異口同音に厳しい現状認識を示したうえで、金融機関に事実上の債権放棄(住宅ローンの元本カット)と資本増強の必要性を訴えていたが、金融政策(際限なき利下げ)に対する行き過ぎた期待を戒める狙いがあったかもしれない。

3日にはユーログループ財務相会合で為替問題が協議され、議長のコンケル・ルクセンブルク首相兼財務相が「現在の環境において我々は為替の動きを懸念している」と表明し、「我々が、現在の環境に基づき懸念していると表明したことはこれまでなかった。最近の動きは経済ファンダメンタルズを反映しているとは思わない」とのメッセージを発信している。

また、トリシェ ECB 総裁は公式な記者会見の場以外ではメディアにコメントしないとの従来の伝統を破り、「現在の状況で、米財務長官や大統領ら当局者によって確認および再確認されてきた事柄は非常に重要と考える。彼らによれば、強いドル政策は米国の利益にかなっていない」とメディアに向けて発言している。

(この日はポールソン財務長官とブッシュ大統領が強いドルにコミットする姿勢を示している)

持続可能な相場トレンドの方向性はマクロ経済政策と整合的であるかどうか重要であり、米政策当局による積極的な金融政策(実質ゼロ金利が視野入り)と財政政策(2008年だけで1,520億ドルの景気対策)の組合せはドル安を促すことになるが、政策協調的に右表の「ケース8」にある通貨高の組合せが促されることもある。

(但し基本的には持続不可能)

ボリシー・ミックスの8つの組合せ

	財政政策	金融政策	通貨政策	備考
ケース・1	緊縮財政	高金利	通貨高	景気過熱回避・インフレ抑制
ケース・2	緊縮財政	低金利	通貨安	財政赤字削減
ケース・3	積極財政	高金利	通貨高	景気拡大維持
ケース・4	積極財政	低金利	通貨安	景気浮揚・リフレーション
ケース・5	緊縮財政	高金利	通貨安	持続不可能
ケース・6	緊縮財政	低金利	通貨高	持続不可能
ケース・7	積極財政	高金利	通貨安	持続不可能
ケース・8	積極財政	低金利	通貨高	持続不可能

通貨政策の方向性はマクロ政策と整合的であるかどうか重要であり、金融政策がカギを握る。

ECBスタッフの経済見通し

		発表日	2007年	2008年	2009年
EU基準CPI (HICP)		2007/12/06	2.1% (2.0 - 2.2)	2.5% (2.0 - 3.0)	1.8% (1.2 - 2.4)
		2008/03/06			
実質GDP成長率		2007/12/06	2.6% (2.4 - 2.8)	2.0% (1.5 - 2.5)	2.1% (1.6 - 2.6)
		2008/03/06			
前提条件	原油相場 (1バレル)	2007/12/06	72.6ドル	88.6ドル	83.7ドル
		2008/03/06			
	為替相場 (1ユーロ)	2007/12/06	1.4600ドル		
		2008/03/06			
短期金利 (3ヶ月)		2007/12/06	4.9%	4.5%	4.3%
		2008/03/06			

本日はこうした状況下で MPC (英中銀金融政策委員会) と ECB 定例理事会が開催される。

いずれも金利据え置きがコンセンサスとなっており、市場の関心はECB理事会後のトリシェ総裁の記者会見とECBスタッフによる経済見通しに集まっている。

ECB スタッフによる四半期マクロ経済見通しでは、前提条件となるユーロと原油相場が前回12月時点から大きく上昇しているため、下方修正の度合いが焦点となってくる。

そして、トリシェ総裁の記者会見では引き続きインフレ警戒姿勢が堅持されるものとみられるが、金融政策を検討する際の前提の1つとされる ECB インデックス(実効為替相場)のボラティリティーが急上昇しており、為替問題に関する発言が注目されよう。

(3月6日 11:30 記)

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。