

2008年3月28日

Daily comment

信用不安の広がりガリスク回避を促す

昨日のドル/円は、東京序盤に 98.56 円まで下落する場面がみられたが、本邦当局による覆面介入実施(?)の思惑もあってテクニカル的に重要な 98.45 円処のブレイクは回避され、NY 序盤には米指標を好感した買いで 100.17 円まで上昇した。

米 10 - 12 月 GDP で個人消費支出が前期比 +2.3%と前回発表の +1.9%から 0.4 ポイント上方修正されたことで、米経済に対する過度な悲観をやわらげる格好となった。

また、米新規失業保険申請件数(03/16 - 22)が 36 万 6 千件と、前週から 9 千件減少したことが雇用に対する安心感を浮上させた。

しかし、今回発表の GDP 統計はすでに過去の数字であり、今年 1 月以降の経済指標は信用収縮不安の悪影響が実体経済へ波及する形で悪化していることを示しており、FOMC 声明の景気に関する記述は「経済活動の見通しは一段と悪化した」、「与信条件の厳格化と住宅収縮の深刻化がこの先数四半期にわたって経済成長を圧迫する可能性が高い」との認識を示している。

また、新規失業保険申請件数についても、雇用市場の基調をより正確に示すとされる 4 週間移動平均は 3 週連続で増加(悪化)しており、持続的なドル買い材料とはなり得ない。

ユーロ/ドルが、3 月 24 日の安値 1.5341 ドルから 3 月 26 日の高値 1.5859 ドルまで最大 518 ポイントの急騰劇を演じた直後であり、利益確定売りが生じたとしても不思議ではない。

重要な点は持続可能な相場トレンドの方向性であり、現状のように信用不安の広がりが弱気センチメントを支配する状況下では、リスク回避フローが促されることになる。

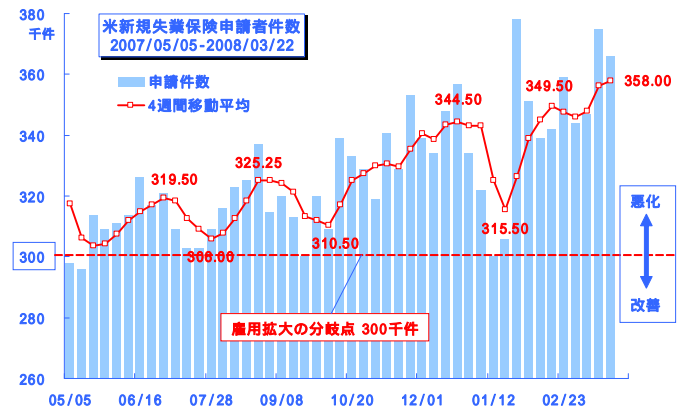
リスク回避フローの基本パターンは、「キャッシュ化(手仕舞い)」「質への逃避(安全志向)」「ホームバイアス(自国資産選考)」であり、経常黒字国に通貨高圧力が掛かりやすくなってくる。

米GDP(国内総生産)統計の推移・2008年3月27日

	2007年	07年1Q	2Q	3Q	4Q・速報	改定	確定
国内総生産	+2.2%	+0.6	+3.8	+4.9	+0.6	+0.6	+0.6
個人消費支出	+2.9%	+3.7	+1.4	+2.8	+2.0	+1.9	+2.3
民間設備投資	+4.7%	+2.1	+11.0	+9.3	+7.5	+6.9	+6.0
民間住宅投資	17.0%	16.3	11.8	20.5	23.9	25.2	25.2
コアPCE価格指数	+2.1%	+2.4	+1.4	+2.0	+2.7	+2.7	+2.5

米サブプライム・ショック前後の米主要経済指標(改定の場合は修正済み)

2007年7月~2008年2月	7月	10月	11月	12月	1月	2月
ISM製造業景況指数	52.3	50.4	50.0	48.4	50.7	48.3
ISM非製造業景況指数	55.9	55.5	54.6	54.4	41.9	50.8
シカゴPMI景況指数	53.4	50.9	53.6	56.4	51.5	44.5
NY連銀製造業景況指数	26.46	27.33	24.05	9.80	9.03	11.72
フィラデルフィア連銀景況指数	9.2	8.4	7.5	1.6	20.9	24.00
非農業部門雇用者数・万人	9.3	15.9	6.0	4.1	2.2	6.3
失業率・%	4.6	4.8	4.7	5.0	4.9	4.8
時間当たり賃金・ドル	17.45	17.57	17.64	17.70	17.75	17.80
鉱工業生産(前月比・%)	0.6	0.5	0.4	0.2	0.1	0.5
設備稼働率	82.2	81.4	81.5	81.6	81.5	80.9
耐久財受注(前月比・%)	5.9	0.5	0.5	4.4	4.7	1.7
非国防資本財の受注(#)	0.9	3.0	0.1	5.2	1.8	2.6
CB・景気先行指数(LEI)	138.1	136.9	136.3	136.5	135.8	135.0
CB・消費者信頼感指数	111.9	95.2	87.8	90.6	87.3	75.0
小売売上高・コア前月比%	0.7	0.2	1.5	0.5	0.5	0.2



<2008年・FOMC声明の「景気」に関する記述>

- <1月22日> 緊急FOMC:FFレートの誘導目標を75bp引き下げ年3.50%に設定。短期の資金調達市場への圧力は若干和らいだが金融市場の状況は広く悪化が継続。一部の企業や世帯への信用が引き締められている。これに加え、最新の情報には住宅収縮の深刻化と労働市場の軟化が示されている。
- <1月31日> 定例FOMC:FFレートの誘導目標を50bp引き下げ年3.00%に設定。金融市場は依然としてかなりの圧迫を受けており、一部の企業や世帯への信用が引き締められている。これに加え、最新の情報には住宅収縮の深刻化と労働市場の軟化が示されている。
- <3月18日> 定例FOMC:FFレートの誘導目標を75bp引き下げ年2.25%に設定。最近の情報が示唆するところによると、経済活動の見通しは一段と悪化した。個人消費の伸びは減速し、労働市場は軟化した。金融市場は依然としてかなりの圧迫を受けており、与信条件の厳格化と住宅収縮の深刻化がこの先数四半期にわたって経済成長を圧迫する可能性が高い。

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。

昨日のドル/円は、直近の上げ幅に対する61.8% retraceの100.09円処を達する100.17円まで戻したあと、米投資銀行リーマン・ブラザーズの経営難の噂で99.32円処へ急反落するなど、“ボラティリティー・トレーディング”に適した神経質な値動きが続いた。

この噂は、リーマンがベアー・スターンズと同様に資金繰り問題に直面する恐れがあるというものであったが、現状ではひっ迫した信用状況の緩和を目指すFRBの流動性供給策として、プライマリーディーラー（米政府証券公認ディーラー）向けにターム証券貸出制度（= TSLF）や連銀窓口貸出制度（PDCF）が創設されており、「第2のベアー」が浮上するリスクは抑えられているといえよう。

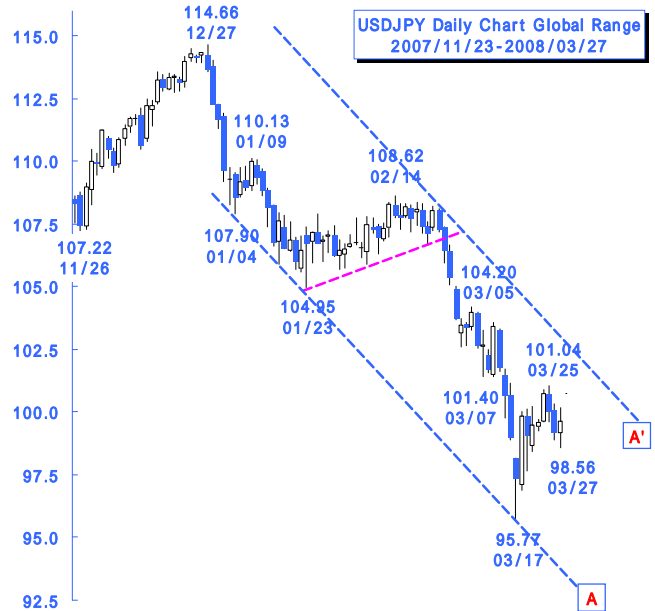
昨日は、FRBがプライマリーディーラー向けに新設した証券担保貸付制度の一回目の入札結果が発表された。結果は750億ドルの貸付額に対して1.15倍の応札倍率に留まり、ひとまず資金繰り悪化懸念を後退させる格好となっている。

しかし、連銀窓口貸出制度（PDCF）を通じた大手証券への貸出残高は総額370億ドルと、借入額は前週比で2倍以上に膨らんでおり、資金繰り難が続いていることを示している。

こうした背景には、米大手金融機関が住宅ローン関連以外でも評価損計上を迫られているという事情があり、金融機関の自己資本毀損（不足）が新たな貸し渋りにつながり、金融市場全体の流動性を低下させるといった悪循環が想定されてくる。

こうした悪循環が一段のリスク回避を促す要因となるため、米大手金融機関の決算発表に向けてドルの底割れリスクには留意したい。

(3月28日 11:25記)



2007年12月以降に創設されたFRBの流動性供給策

	TAF (入札型ターム物貸出)	TSLF (ターム証券貸出制度)	PDCF (連銀窓口貸出制度)
導入発表日	2007/12/12	2008/03/11	2008/03/16
借り手	預金金融機関	プライマリーディーラー	プライマリーディーラー
オペの頻度	月2回	週1回	随時
貸出期間	28日間	28日間	O/N
適用金利	入札で決定	入札で決定	公定歩合と同等
供給される資金量	1,000億ドル/月	最大2,000億ドル	無制限
担保となる証券	・ 広範な内外証券 ・ 海外国債 ・ エージェンシー債	・ 米国債 ・ エージェンシー債 ・ 住宅ローン担保証券 (MBSなど)	・ 公開市場操作の担保 ・ 投資適格社債 ・ 地方債 ・ 住宅ローン担保証券

米大手金融機関の1-3月期決算発表

- 4月15日 ウェルス・ファースト
- 4月16日 ワコビア
- 4月17日 メリルリンチ
- 4月18日 シティグループ、JPモルガン・チェース、バンカメ

住宅ローン関連以外の評価損計上へ

オープンハイマーによる6金融機関の1-3月期損失計上見通し
 ・ 商業用不動産ローン担保証券 (CMBS) 関連 約52億ドル
 ・ レバレッジドローン関連 約61億ドル

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。