

Daily comment

ジワリ広がる楽観ムード、持続性が焦点に!?

週明けの為替マーケットは、世界的な株高や国際商品相場の上昇と歩調を合わせ高金利資源国通貨買いが加速し、ファンディング通貨の円やスイスフランが売り戻される展開となった。

リスク志向を示唆する典型パターンとなっており、市場では信用収縮問題が既に最悪期を通過したとの楽観論が聞かれている。

また、米3月雇用統計が予想以上に悪化したにもかかわらずドルが底堅く推移している背景について、今月末のFOMCの利下げを最後に昨年9月からの金融緩和サイクルに終止符が打たれるとの見方が指摘されている。たしかに、米政策金利の動向に敏感な2年債利回りは、03/17に1.3445%まで低下した段階で最悪期を織り込む格好となったが、昨日は2月下旬以来となる1.9319%まで上昇している。

米2年債利回りは米金融当局の利下げに先行する形で低下してきただけに、足元の米雇用情勢の悪化や景気後退が現実味を帯びるなかでの金利上昇は“潮目の変化”を示唆する重要シグナルとなる。

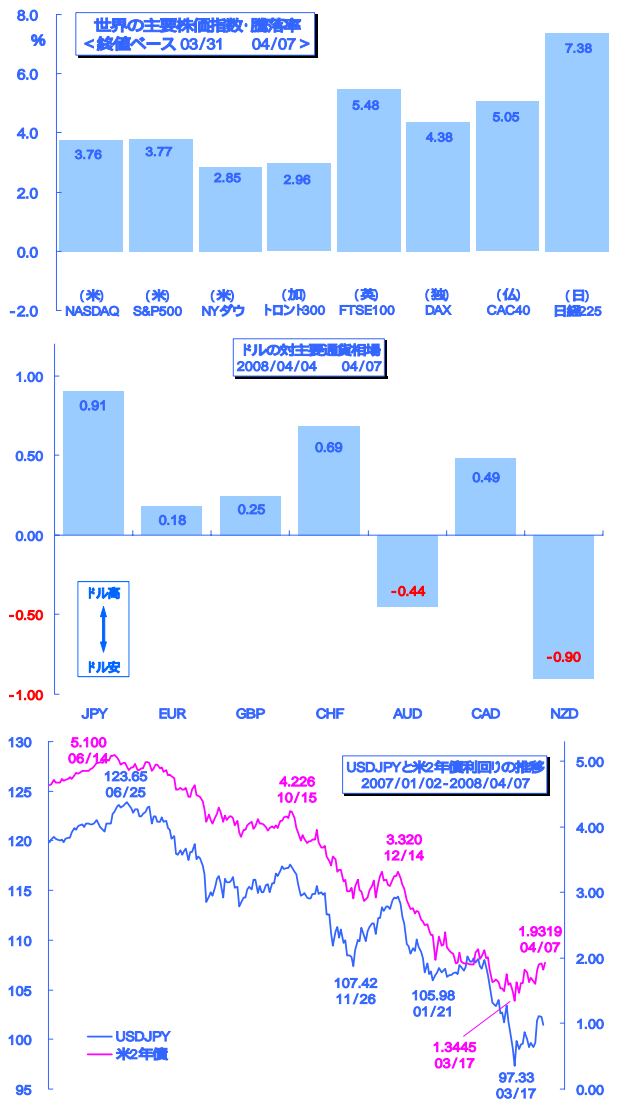
こうした兆候は無かったわけではない。

まず、前回03/18開催のFOMC声明は、インフレに関する記述が顕著に増えたうえ、金融政策運営に関する文言には“物価安定”が挿入され「持続可能な経済成長や物価安定を促すため必要に応じて迅速に行動する」と、リスクバランスが修正されていた。(本日、このFOMCの議事録が公表されるため、リスクバランスが修正された背景が明らかになる)

また、先週行われたバーナンキFRB議長の議会証言での発言内容が、添付資料が示すように2月末から大きく変わっていることが、米景気に対する過度の悲観や金利観を修正させるきっかけになったとみることもできよう。

バーナンキFRB議長への発言内容の変化

- <半期・議会証言> 02/27-28
 - ・金融市場は引き続きかなりの緊張状態にある
 - ・金融不安の長期化で实体经济の悪化も鮮明
 - ・景気の下リスクに対する適切な保険を提供するため必要に応じて時期を逃さず行動する
 - ・恐らく一部の中小金融機関は破たんするだろう
- <上下両院合同経済委・議会証言(04/02-03)>
 - ・金融市場は引き続きかなりの緊張状態にある
 - ・今年前半はマイナス成長の可能性もある
 - ・米景気後退は起こり得る
 - ・後半以降も景気下振れリスクがなお残る
 - ・これまでの利下げがリスク軽減に役立つ
 - ・第2のペアーは想定していない
 - ・ペアー融資は全額回収できる



<2008年3月18日開催のFOMC声明の要旨>

FOMCは、FFレートの誘導目標を75bp引き下げ年率2.25%とした。(8対2で決定) 公定歩合も75bp引き下げ年率2.50%とした。

- (1) 景気観測: 景気の先行きが一段と弱く(金融市場は強い)緊張下にある
 - <01/31> 金融市場はかなりの緊張下にあり企業や家計にとって信用は一段と収縮(前回) 最近の情報は住宅市場の一段の収縮と労働市場の若干の軟化を示す
 - <03/18> 最近の情報は経済活動の見通しが一段と弱まったことを示している(今回) 与信条件の厳格化と住宅収縮の深刻化が経済成長を圧迫する
- (2) 物価観測: インフレに対する圧力は高まっている
 - <01/31> 今後数四半期にわたるインフレが緩和すると予想するが注意深く監視する
 - <03/18> インフレ見通しをめぐり不確実性は高まっており引き続き注意深く監視する
- (3) 政策運営: 必要に応じて迅速に行動する
 - <01/31> 成長への下振れリスクは引き続き存在する
 - これらのリスクに対処するため、必要に応じてタイムリーに行動する
 - <03/18> 成長に対する下振れリスクは引き続き存在する
 - 持続可能な経済成長や物価安定を促すため必要に応じて迅速に行動する

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。

そして、何より金融市場混乱の收拾に向けて新たな流動性供給策が創設されたことや、ベアー・スターズ救済合併にみられる預金取扱金融機関以外への「Too big to fail」の適用が、信用収縮を巡る悪循環を断ち切る格好となったといえるかもしれない。

事実、米国株の代表的な投資家センチメント・インディケーターである VIX 指数(別名「恐怖指数」)は、03/17 に昨年 8 月以降のサブプライム危機で最悪となる 32.24 へ跳ね上がったが、足元では 22.42 まで急速に低下している。

とはいえ、VIX 指数は依然として警戒領域とされる 20 を上回っており、筆者は現状をモトリアム(猶予期間)相場と位置付け、その持続性に注目している。

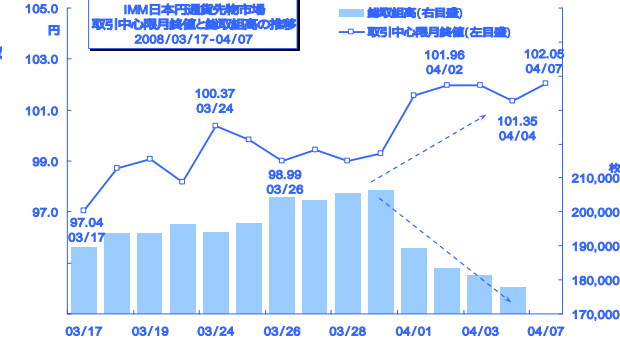
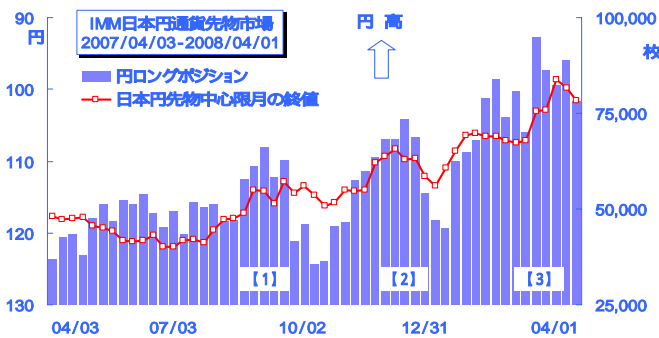
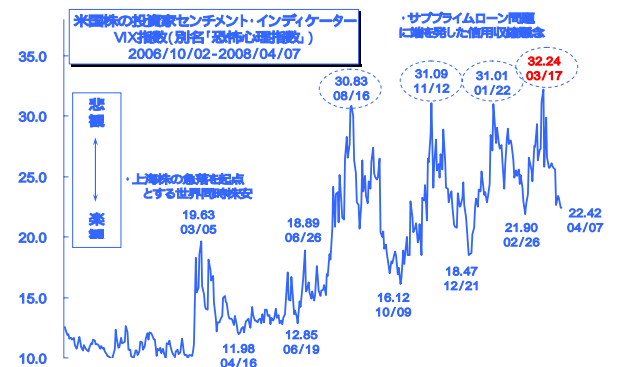
今朝公表された IMM 日本円通貨先物市場における 04/04 の総取組高は 177,892 枚と、04/01 から 4 営業日連続で減少していることが明らかになっている。

ドル/円は、ちょうどこの 04/01 に“長大陽線”を出現し、04/03 には一時 102.95 円まで上昇している。

取組高の減少と円安の進行という組合せは、円ロングのアンwind(持ち高縮小)という解釈になる。

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	600 1,000億 ^{ドル} /月	最大2,000億 ^{ドル}	上限なし(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

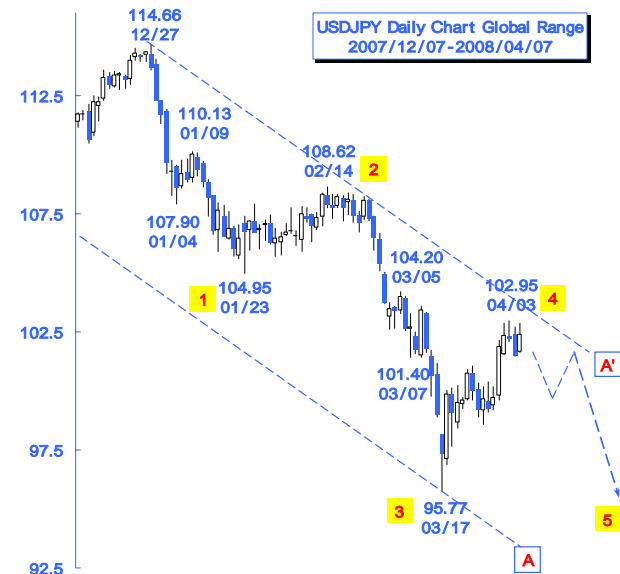


足元では膨大な円ロングのアンwindがドル/円の下支え要因となっているが、問題は持ち高調整一巡後の展開となってくる。

仮に金融問題が最悪期を脱しつつあるとの見方がコンセンサスとなる過程では、主要通貨の優劣が景況感格差や金利差がより鮮明に反映されることとなり、ドルはむしろ売られやすくなる。(超低金利のドルは、米投資家による積極的なキャリー・トレードを促すことになる)

これとは逆に、ワシントン G7 に対する期待先行のモトリアム(猶予期間)相場が失望に変わる局面では、再びリスク回避が促される可能性が高く、楽観シナリオにはなお距離を置いておきたい。

(4月8日 11:40 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。