

金融市場の混乱続けば、FRBのFFレート緊急利下げも

渡部 喜智

要 旨

国際的な信用収縮不安が世界的な株価の連鎖安など金融市場の動揺をもたらしたが、米・欧・日の中央銀行による大量資金供給とFRBの公定歩合引き下げなどにより落ち着きを取り戻しつつある。金融市場の動揺が続けば、FRBは9月中にFFレートの緊急利下げに動く可能性はあるが、基本的には景気鈍化とインフレ低下の状況を見て、10月以降通常の政策判断の枠内で利下げを行っていくと予想する。

サブプライム関連損失の表面化拡大、国際的な信用収縮懸念が株価連鎖安をもたらす

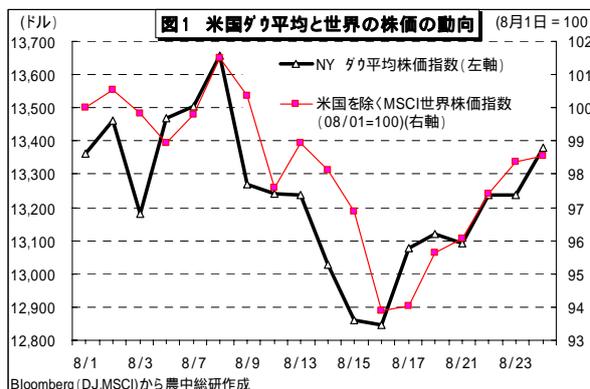
サブプライム住宅ローン（以下、サブプライム）の延滞増加に端を発した「サブプライム」問題は、大規模な関連投資の失敗が米投資銀行大手ベア・スターンズに続き欧州金融機関でも表面化。

8月9日に仏銀行最大手BNPパリバの傘下ヘッジファンドが資産凍結を発表したことなどから、サブプライム関連投資の損失の更なる発覚への懸念が、国際的な信用収縮懸念となって広がった。このため、短期金融市場での資金調達に支障をきたし金利上昇が生じる可能性が浮上した。

これに対し同日、欧州中央銀行は欧州金融市場に948億ユーロ（約15兆4000億円）の緊急資金を供給したことを皮切りに、米連邦準備制度理事会（FRB）や日銀も連日のように資金供給を行った。これにより米国でも政策金利であるフェデラル・ファンドレート（以下FFレート）の誘導目標（5.25%）からの跳ね上がりはごく一時的なものにとどまり、潤沢な資金供給は短期金融市場の安定化に効果を発揮した。

しかし、住宅金融会社最大手のカントリーワイド・フィナンシャルの格下げに続き同社の資金繰り不安が取り沙汰されるなど、米国の多くの住宅金融会社の資金調達が困難化し住宅金融の機能低下の懸念が深まった。また、信用収縮

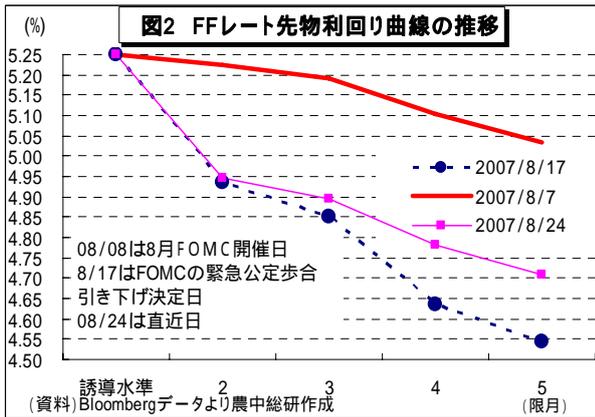
の動きがM & A資金など信用リスクの比較的高い分野だけでなく、企業の通常の資金調達にも波及する様相を見せ始めた。さらに、小売最大手ウォルマートの業績見通しの下方修正など先行きの増益シナリオへの信頼感が低下し、7月の住宅着工件数と住宅建築許可件数が97年以來の140万戸割れとなった。



以上などから、米国の株価下落が国際的な株価の連鎖安を呼ぶような動きが続き、ダウ（30種）平均株価は8月9日から6営業日連続で下落した（図1）。

市場の利下げ期待高まる

連邦公開市場委員会（FOMC）は8月7日に「現状維持」を決定したが、その後前述のような市場の動揺を受け、FFレート先物から計算される利回りは低下をたどり金融市場では早期利下げ期待が強まった（図2）。同様に、FFレート（翌日物）に関するオーバーナイト・インデッ



クス・スワップ取引の金利も低下した。Bloomberg社の調べでは、金融市場参加者の間での9月の利下げ予想は9割以上に高まっている。エコノミストの予想でも過去1週間余りの間に利下げ予想が増加し半数を超えている。

一方、長期金利の指標となる米国財務省証券10年物利回りは、安全資産へ資金を移す「質への逃避」の動きの継続から国債相場への資金流入が続いたことを受け、8月16日には4.7%割れとなった。

FRBは市場の動揺鎮静化への姿勢を明確化

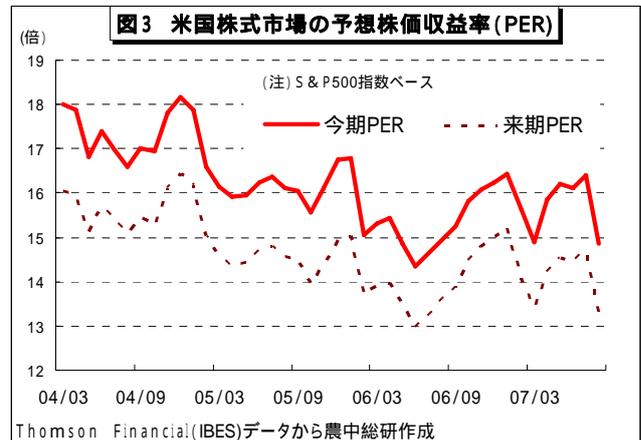
金融市場の動揺を受け、FRBは8月17日早朝、緊急FOMCを開催し公定歩合を6.25%から5.75%へ引き下げる決定を行った。FRBの金融政策手段は現在、金融機関間の資金尻取引の金利であるFFレートの誘導目標へ市場調節するものとなっているが、銀行などに地区連銀から公定歩合での借入を積極利用させることで信用収縮への対応を行うことを示した。また、FRBは声明で状況を「注視」し様子を見るが、金融市場の混乱が収まらず実態経済への悪影響のリスクが強まる場合、それを緩和する次の手を打つ用意があることを述べている。この次の手とは、FFレートの緊急利下げと考えるのが常識的だが、その前に信用リスク資産の買い入れオペの対象拡大などの資金繰り支援や98年のLTCM破綻時のように金融機関の支援体制構築を行うことも考えられる。

このように、FRBが利用可能な政策手段を総動員し金融市場の動揺を鎮静化させる姿勢を明確化したことを好感し、米国の株式相場は17日から2日続伸しその後も堅調を保っている。

通常の政策判断の枠内でも利下げへ

FRBが景気リスク重視へ舵を切ったことは間違いがないが、9月中のFFレートの引き下げ対応はあくまでも金融市場の混乱が収まらない場合であるという見方をしている。

とはいえ、通常の金融政策判断の枠内でも先行き成長鈍化のリスクが強まっているとの判断が強まれば、フォワードルッキング(先行き予防)な観点に基づきFFレートの引き下げが行われることになろう。当総研では、FFレート引き下げは08年年明け以降と予想していたが、米国経済の成長鈍化リスクが高まったという判断から、大幅な景気の失速を未然に防ぐため、PCEデフレータなどインフレ指標の落ち着いたを見ながら10月以降、年末までに利下げが実施されるものと、予想を修正する。



企業の増益率(S&P500指数ベース)は今期約6%、来期が約13%となっている。直近の下方修正傾向は気になるが、前述の株価下落で株価収益率(PER)予想は今期14倍台後半に低下し、来期は13倍台となっている(図3)。歴史的平均水準と比較しても割安圏に入っており、世界経済の成長シナリオが崩れていないなかで一定の戻りが期待出来よう。(07.08.24現在)