情勢判断

海外経済金融

サブプライム問題と成長減速からＦＲＢは利下げ継続と予想

渡部　喜智

要　旨

10 月末のＦＯＭＣ声明文で追加利下げに慎重な文言が加わり利下げ観測は一旦、後退した。しかし、ＦＯＭＣ参加者の成長下振れ懸念が明らかになるとともに、サブプライム問題の実態経済や金融市場への波及リスクが高まりを見せているかなで、利下げ観測が再び強まっている。インフレ･リスクが残り、モラルハザード助長への批判もあるものの、金融市場を安定化させ景気失速を予防する観点から、ＦＲＢは利下げを継続的に行うと予想する。

１２　月利下げ観測が再台頭

10 月 31 日にＦＯＭＣ（連邦公開市場委員会）は市場の大勢が予想・期待していたとおり、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）を 0.25%引下げ、4.50%とすることを決定(投票メンバー10 名中､1 名が反対)。これにより直後の金融市場はサポートされた。

ただし、その際の声明文には､「今回の措置を講じた後のインフレ率上昇リスクと成長下振れリスクがおおむね均衡すると判断した」との文言が盛り込まれ、ＦＲＢの追加利下げへの姿勢が慎重であることが示された。この後、世界的な株価下落やサブプライム関連損失の増大など金融市場の動揺が続いたにもかかわらず、連銀関係者からは追加利下げに否定的な発言が多く、次回 12 月 11 日のＦＯＭＣでは利下げは見送られるという見方が多くを占めたまま推移した。

しかし、11 月 20 日に、10 月末のＦＯＭＣ議事録と一緒に公表されたＦＲＢ理事と地区連銀総裁による改訂経済見通しでは、6 月時点の見通しに比べ、実質 GDP 成長率の低下や失業率の小幅悪化に加え、コア個人消費（PCE）デフレーター上昇率も小幅引き下げられた。これにより、ＦＯＭＣ参加者が先行きの景気減速リスクをにらみつつ、コア物価上昇率の低下の可能性を見ていることが示された（第１表）。

第1表　FRB理事･地区連銀総裁による改訂経済見通し　(%)
(各項目の上段:6月FOMC時点⇒下段:10月FOMC時点)

年次 / 項目	2007（見通し）		2008（見通し）	
	範囲	中心帯	範囲	中心帯
実質GDP	2.00～2.75 ⇒2.20～2.70	2.25～2.50 ⇒2.40～2.50	2.50～3.00 ⇒1.60～2.60	2.50～2.75 ⇒1.80～2.50
PCEコア・デフレーター	2.00～2.25 ⇒1.80～2.10	2.00～2.25 ⇒1.80～1.90	1.75～2.00 ⇒1.70～2.00	1.75～2.00 ⇒1.70～2.00
失業率	4.50～4.75 ⇒4.70～4.80	4.50～4.75 ⇒4.70～4.80	4.50～5.00 ⇒4.60～5.00	約4.75 ⇒ 4.80～4.90

ＦＲＢ「10月FOMCの経済見通し概要」資料から農中総研作成

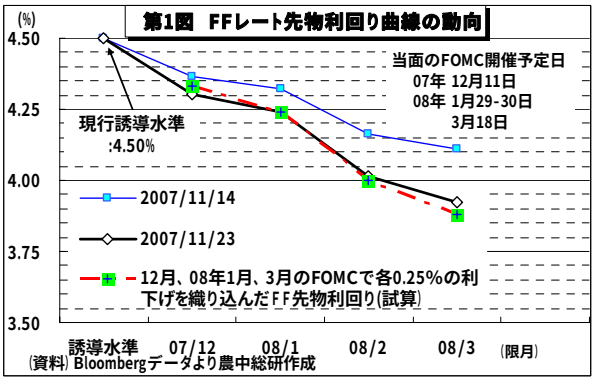
直近公表の経済指標を見る限りにおいて、「サブプライム問題」の実体経済への影響は、住宅投資･住宅取引の減少や住宅価格の低下など住宅市場の調整を長期化させてはいるものの、他部門への波及は強く現れていない。

しかし、バーナンキＦＲＢ議長も先述の改訂経済見通しの公表に先立つ 11 月 8 日の議会証言で、07 年 10～12 月期から成長が急速に鈍化する見通しを述べている。

当総研の米国経済見通し（本誌後添：11 月 16 日公表）でも 10～12 月期に成長が急減速（前期比年率+1.4%と予測）した後も、少なくとも 08 年前半はサブプライム問題に端を発した景気抑制要因が作用して､2%割れの低成長にとどまると予測している。特に年明け 1～3 月期は 1%割れとなると見込んでいる。

また、10 月中旬からムーディーズやＳ&Ｐなどによるサブプライム関連の証券化商品の大量格下げは、従来の高格付け債にも波及し、証券化商品の価格下落を一段と深めた。これを受け金融機関の損失拡大の可能性が高まり、格下げの連鎖が起こっている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます



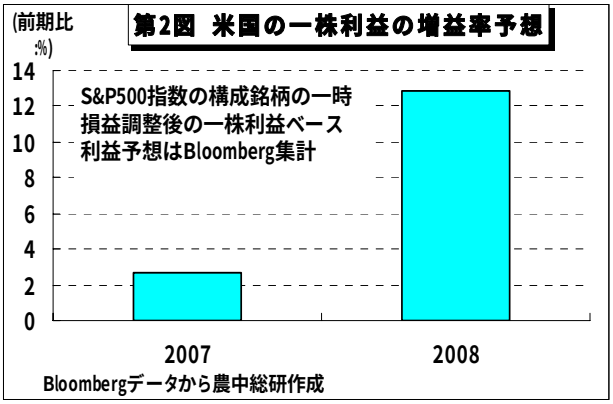
このような金融不安から後述するように株価下落が止まらず、消費者センチメントへの悪影響が懸念される状況になっている。

以上から、12月のＦＯＭＣでの利下げ観測が強まっている。ＦＦレート先物の利回りから見ると、12月ＦＯＭＣでの利下げに続き、年明け後も1月、3月と各0.25%ずつの利下げを織り込む動きとなっている(第 1 図)。また、Bloomberg社のエコノミスト予想集計では11月23 日現在、現状維持派がやや優勢ではあるが、利下げ予想派が直近増加し、ほぼ拮抗するまでになっている。

株価低迷が継続する可能性

ダウ平均株価が8月半ば以来の13000ﾄﾞﾙ割れとなるなど、米国株式相場の軟調が続いている。

米国の代表的企業 500 社からなるＳ＆Ｐ500指数の 7～9 月期の純利益（株式加重平均）は11月21日時点で前年同期比▲2.6%のマイナスとなっており、最終的にも減益となるも可能性が強まっている。サブプライム問題の直撃を受けた金融セクターに加え、コスト高を吸収できていないエネルギーや小売の減益が響いている。



Bloomberg 社が集計したＳ＆Ｐ500 指数の 07年一株当たり営業利益の予想増益率は 3%を切っており、10～12 月の業況次第ではさらに業績の伸び悩むことが懸念される（第 2 図）。

08 年の一株当たり営業利益の予想増益率は二桁増益を保っている。現在のところ、減益業種の広がりも限られているが、前述のように08年前半にかけて米国の成長減速が続く可能性が強まるなかで、下方修正は避けられない。株価の軟調が続くと考えるのが妥当だろう。

サブプライム問題好転見えず

ＯＥＣＤは11月21日発表のレポートで、サブプライム・ローンの元金返済猶予・金利優遇適用の条件が改定され借入者の負担が増加する「リセット」金額が、07年の 7500 億ﾄﾞﾙから 08 年には 8900 億ﾄﾞﾙに増加すると予測している。このため、借換えや条件緩和が急務であり、官民の取組みが始まっているが、果たしてどこまでサブプライム・ローン借入者の破綻を抑制できるかは不透明だ。

さらに、投資目的の不動産物件の購入などに使われプライムとサブプライムの中間の信用リスクに位置づけられる「オルトＡ」ローンの存在もあり、これらを合わせると 08 年には最大 3000 億ﾄﾞﾙ（33 兆円）の損失の可能性があるという。

貸手、借手の双方についてのモラルハザードに関する批判はあるものの、利下げ継続によって可能な限り、金融システムをサポートする対応が必要な状況になっていると思われる。

原油など商品市況の高騰・高止まりによるコスト・プッシュに伴うインフレ・リスクは残るものの、08 年年明け以降、成長鈍化など実体経済の悪化が鮮明化するなかで、引き続き政策金利の引き下げが行われると予測する。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます