

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 信用不安強く金融市場は不安定、利下げ期待も残る

渡部 喜智

### 要 旨

リーマンの破綻に続き高まった AIG の経営不安は、同社を政府管理下に置く決定で鎮静化した。しかし、景気悪化の進行も加わり信用不安は依然大きく、信用収縮が懸念される。当局の危機管理対応が引き続き必要であるとともに、先行きの物価の落ち着きや景気悪化によっては利下げの可能性は十分残る。このため、株価やドル為替相場にも注意が必要である。

### 当局が危機対応を強化、不良債権買取りへ

08年9月7日に、ポールソン財務長官らは政府系のファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）とフレディマック（連邦住宅貸付公社）へ政府出資し公的管理下に置くことを発表した。両社合計で2000億ドルの優先株購入枠を設定、手始めに10億ドルずつを投入し経営状況に応じ段階的に資金注入する方針である。米国の住宅ローン債権の4割強を保証ないし保有し、住宅金融の根幹をなす両社に政府の信用が加わったことで、一旦は市場安定への期待が高まった。

しかし、証券大手4位のリーマン・ブラザーズ（以下、リーマンという）が10日に発表した赤字見通しが市場予想より悪く、かつ事業売却を含む再建計画が不透明との見方も多かったことから金融システム不安が再燃した。米国内外の買い手との交渉は難航し、当局が公的資金の利用など支援姿勢を示さなかったこともあり、15日未明に同社は会社更生法に当たる破産法11条の申請に踏み切った。

一方、同社の有力な買い手と目されていた米国の銀行最大手バンク・オブ・アメリカはリーマンの買収交渉から手を引いた直後、同様にサブプライム問題の損失負担に苦しむ証券大手のメリルリンチを500億ドル規模の株式交換で買収することで合意した。

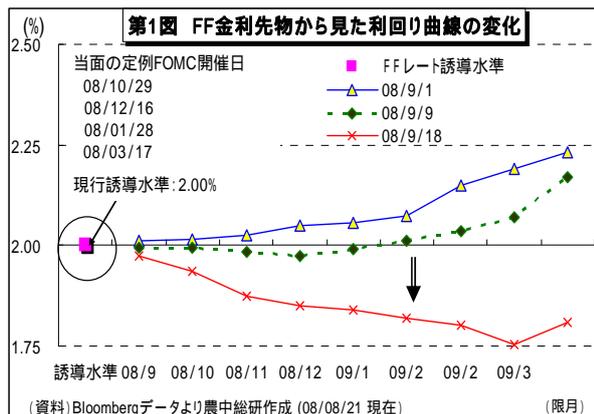
金融市場はリーマンに続き、サブプライム等

に絡む信用リスクを取引する CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）で大規模損失を計上している保険最大手 AIG（アメリカン・インターナショナル・グループ）に目を向けた。9月8日に22.76ドルだった同社株価は16日には3.75ドルまで急落した。同社は15日に200億ドル規模の資金調達承認を受けたが、流動性不安は収まらず、16日に金融当局がニューヨーク連銀を通じ850億ドルの貸出（リボルビング）枠を供与する代わりに8割の株式を取得することを発表し、ようやく鎮静化に向かった。

米国当局は様々な批判を受けながら必死の危機管理対応を行っている。しかし、景気悪化に伴う不良債権の増加もあり、信用不安が落ち着く目途は見えていない。しばらくは厳しい状況が続こう。一方、「質への逃避」から米国債は買われ、長期金利の目安となる財務証券10年物利回りは3.79%から3.38%へ急低下した。これに連れ、前述の信用力の高まったファニーメイとフレディマックの社債利回りも低下（債券価格は上昇）した。

### 潤沢な資金供給行っても政策金利は据え置き

以上の動きを受け、信用収縮の懸念が高まり、資金需給が逼迫した結果、政策金利であるフェデラル・ファンド金利は、当局の誘導目標（2%）を大幅に上回る7%に跳ね上がる取引も見られ

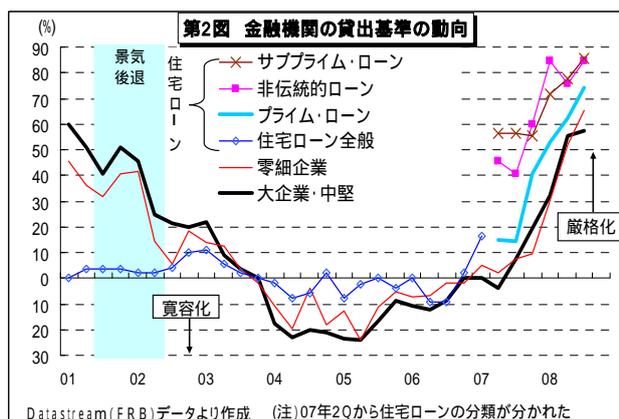


た。これを受け、FRBは14日にプライマリーディーラー向け証券貸出制度（ターム証券貸出制度 = TSLF）の規模を2000億ドルに拡大するとともに、16日にニューヨーク連銀は700億ドル以上の大量の資金供給を行った。これは、01年9月の同時テロ後に実施以来の大規模なものとなった。

フェデラル・ファンド・レート（以下FFレート）金利先物の動きなどから見て、利下げ期待が急速に高まっていたが、16日の連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利は据え置かれた（第1図）。しかし、声明文の内容から判断して、先行きの物価の落ち着きや景気悪化によっては利下げの可能性は十分残ると考える。

### 貸し渋りと不良債権の増加の悪循環の恐れ

9月5日発表の全米モーゲージ銀行協会の08年第2四半期の延滞率調査では、サブプライム住宅ローンについては変動金利型を中心に若干低下したものの、プライム住宅ローンの延滞率が上昇し、全体では6.35%から6.41%へ高まった。失業率上昇など所得環境の悪化が、本来な



らば信用スコアリングの高い借入者層にも影響を及ぼしていると見るべきだろう。差押さえ開始率も前期の0.99%から1.19%へ上昇している。連邦住宅局の保険ローンへの借換えや金利変更の停止など、サブプライム借入者の救済策が実施されているものの、当面は住宅ローンの延滞増加とそれに伴う住宅価格の下落の悪循環から証券化商品の価格下落と貸倒損失の増加に伴う金融機関の収益悪化が続くだろう。

また、金融機関の貸出態度はますます厳しさを増しており、家計、企業など資金調達難が懸念される。これにより、住宅購入や個人消費、企業の投資への影響も避けられないだろう。

### 明るい要因はなお少なく、株価や為替に注意

原油先物（WTI期近物：1バレル当たり）は15日に100ドルを割り込み、16日には一時90ドル台まで下落し、高値からは4割近い下げとなった。このような商品市況の下落による物価の先安感の強まりは、家計の購買力を復元させ消費者心理を好転させる。代表的指数であるミシガン大学消費者マインド指数は、直近の底である6月の56.4から9月速報では73.1へ3ヵ月連続の上昇となっている。

また、全米住宅建設業者協会（NAHB）の9月「住宅市場指数」は3ヵ月ぶりに反転し、客足指数も小幅ながら反発した。これは、金利低下や住宅価格の下落に伴って住宅購入意欲が戻り、住宅販売の底割れリスクが低下している期待を抱かせる。しかし、依然底ばい圏内の動きであり、住宅市場の底入れはまだ見通せない。

消費者心理にせよ、住宅購入意欲にせよ、景気悪化が当面継続することを前提とすれば、一本調子の復調は慎重に見るべきだろう。

景気悪化に伴い、企業利益の予想はさらに下方修正され、減益幅が拡大する可能性がある。同様に、米国経済の調整長期化や利下げ期待は、ドル安要因となる。以上から、米国の株価とドル為替も先行き注意が必要な状況である。

（08.9.18）