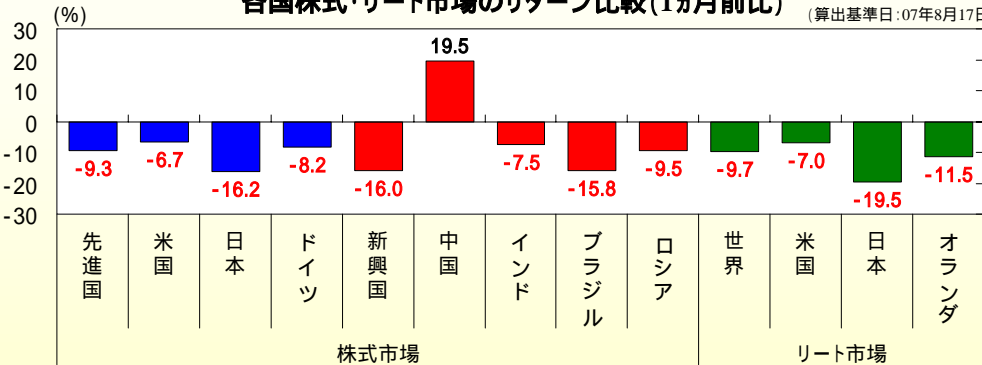


特別レポート「米国の公定歩合緊急引き下げの背景と影響」

【図1】夏場に入り、市場ではリスク資産回避の動きが顕在化

各国株式・リート市場のリターン比較(1カ月前比) (算出基準日: 07年8月17日)



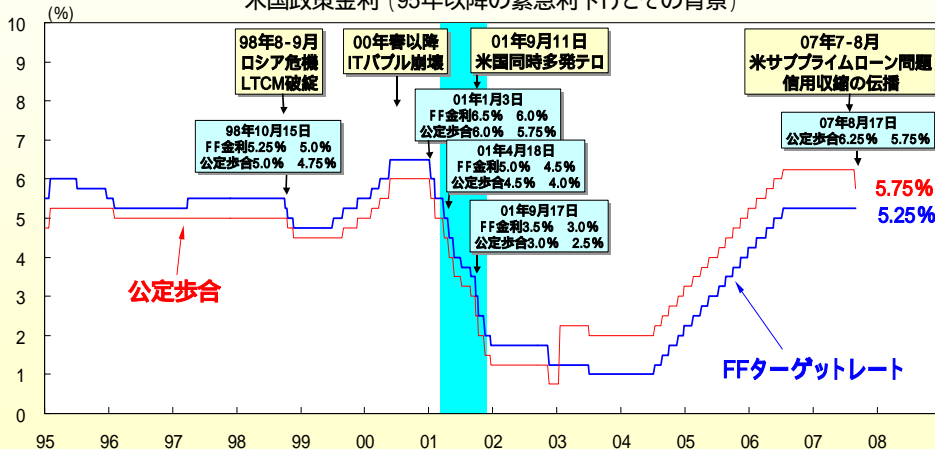
信用収縮に対応し、米連銀は公定歩合を引き下げ

米国サブプライムローン(信用力の低い個人向け住宅融資)問題に端を發した世界的信用不安の強まりで、金融市場ではリスク資産の下落が加速しました(左図1)。そこで先週17日、FRB(米連邦準備理事会)は公定歩合引き下げなど緊急の金融緩和策を發表しました。このため、NYダウ株価指数は7営業日ぶりに233ドル反発、為替市場でもドル円相場は17日の1ドル111円台から、週明け東京市場では一時1ドル115円台まで円安に戻りました。

緩和策の骨子は、公定歩合を0.5%引き下げ、5.75%とする(FF金利は5.25%に据え置き;左図2)、地区連銀が民間金融機関に公定歩合で貸し出す期間を、通常の翌日返済から最大30日間まで借りられるようにする内容です。通常、民間金融機関はFF金利で銀行間市場から資金調達しますが、調達できない場合は、連銀から1%上乗せした公定歩合で借りなければなりません。それを今回の施策で、金利も融資期間も借り易くするのが狙いです。

【図2】98年、2001年に続き、緊急の金融緩和を發表した米連銀

米国政策金利(95年以降の緊急利下げとその背景)



今後の国際金融市場に予想される3つのシナリオ

週明け20日の東京市場は、FRBの施策を好感し、「株高・金利上昇・円安」に反応しましたが(午後3時現在)、今週の市場動向は、今後も金融市場が落ち着きを取り戻すかを見極める大事な週になると思われます。

今後予想されます金融市場のシナリオは3つに大別されます。まず第一は、「今回、FRBが市場に与えたアナウンスメント効果が大きく、先週で市場の調整局面は終了し、徐々にリスク資産が底入れするシナリオ」、第二は「今週前半は一旦落ち着くものの、来週から再びリスク資産の急落が始まり、次なる政策対応が打ち出されるまで市場の調整が続くシナリオ」、第三は、「信用不安に起因するリスク資産の軟化には歯止めがかかるとの、家計と企業マインドの冷え込みから下期の世界経済が減速し、再度、市場の調整圧力が強まるシナリオ」です。今後も、米国サブプライム問題や米企業金融の逼迫など悪材料は残るとみられ、ないしに陥るリスクに要注意です。

【図3】米連銀の緊急利下げは追隨利下げの前兆となる傾向

| 米国 公定歩合とFFターゲットレート(%) (〇 は緊急利下げ) | | | | | | |
|-----------------------------------|-------|-------|------------------------------------|------|---------|------|
| | 実施年月日 | | 公定歩合 | 変化幅 | FFターゲット | 変化幅 |
| | | 1997 | 3/25 | 5.00 | 0.00 | 5.50 |
| 1998年8-9月 ロシア危機 LTCM破綻 | 1998 | 9/29 | 5.00 | 0.00 | 5.25 | 0.25 |
| | | 10/15 | 4.75 | 0.25 | 5.00 | 0.25 |
| | | 11/17 | 4.50 | 0.25 | 4.75 | 0.25 |
| | 1999 | 6/30 | 4.50 | 0.00 | 5.00 | 0.25 |
| | | 8/24 | 4.75 | 0.25 | 5.25 | 0.25 |
| | | 11/16 | 5.00 | 0.25 | 5.50 | 0.25 |
| 2000年春先 ITバブル崩壊 | 2000 | 2/2 | 5.25 | 0.25 | 5.75 | 0.25 |
| | | 3/21 | 5.50 | 0.25 | 6.00 | 0.25 |
| | | 5/16 | 6.00 | 0.50 | 6.50 | 0.50 |
| 2001年9月 米国同時多発テロ | 2001 | 1/3 | 5.75 | 0.25 | 6.00 | 0.50 |
| | | 1/4 | 5.50 | 0.25 | 6.00 | 0.00 |
| | | 1/31 | 5.00 | 0.50 | 5.50 | 0.50 |
| | | 3/20 | 4.50 | 0.50 | 5.00 | 0.50 |
| | | 4/18 | 4.00 | 0.50 | 4.50 | 0.50 |
| | | 5/15 | 3.50 | 0.50 | 4.00 | 0.50 |
| | | 6/27 | 3.25 | 0.25 | 3.75 | 0.25 |
| | | 8/21 | 3.00 | 0.25 | 3.50 | 0.25 |
| | | 9/17 | 2.50 | 0.50 | 3.00 | 0.50 |
| | | 10/2 | 2.00 | 0.50 | 2.50 | 0.50 |
| | | 11/6 | 1.50 | 0.50 | 2.00 | 0.50 |
| 12/11 | 1.25 | 0.25 | 1.75 | 0.25 | | |
| | 2002 | 11/6 | 0.75 | 0.50 | 1.25 | 0.50 |
| | 2003 | 1/9 | プライマリー・クレジットに移行 FF金利+1.0%で当初は設定 | | | |
| | | 6/25 | 2.00 | 0.25 | 1.00 | 0.25 |
| | 2004 | 6/30 | 2.25 | 0.25 | 1.25 | 0.25 |
| | | 8/10 | 2.50 | 0.25 | 1.50 | 0.25 |
| | | 9/21 | 2.75 | 0.25 | 1.75 | 0.25 |
| | | 11/10 | 3.00 | 0.25 | 2.00 | 0.25 |
| | | 12/14 | 3.25 | 0.25 | 2.25 | 0.25 |
| | 2005 | 2/2 | 3.50 | 0.25 | 2.50 | 0.25 |
| | | 3/22 | 3.75 | 0.25 | 2.75 | 0.25 |
| | | 5/3 | 4.00 | 0.25 | 3.00 | 0.25 |
| | | 6/30 | 4.25 | 0.25 | 3.25 | 0.25 |
| | | 8/9 | 4.50 | 0.25 | 3.50 | 0.25 |
| | | 9/20 | 4.75 | 0.25 | 3.75 | 0.25 |
| | | 11/1 | 5.00 | 0.25 | 4.00 | 0.25 |
| | | 12/13 | 5.25 | 0.25 | 4.25 | 0.25 |
| | 2006 | 1/31 | 5.50 | 0.25 | 4.50 | 0.25 |
| | | 3/28 | 5.75 | 0.25 | 4.75 | 0.25 |
| | | 5/10 | 6.00 | 0.25 | 5.00 | 0.25 |
| | | 6/29 | 6.25 | 0.25 | 5.25 | 0.25 |
| 2007年7-8月 サブプライム問題 信用収縮 | 2007 | 8/17 | 5.75 | 0.50 | 5.25 | 0.00 |
| | | 9/18 | - | - | - | - |
| | | 10/30 | - | - | - | - |
| | | 12/11 | - | - | - | - |

出所)FRB

米連銀は追加的金融緩和策を準備している見込み

但し、前述のシナリオが進行した場合でも、FRBは追加措置を迅速に打つ可能性が高いでしょう。今回の緊急発表から、i) FRBは、もはや米国内の住宅問題に留まらず、世界的流動性危機に直面しているという認識に立ち、ii) 危機回避のためには今後も追加緩和策を続ける見通しです。足元の米国住宅市況の悪化は、FRBが2004年6月から2年間かけFF金利を1.0%から5.25%まで断続的に引き上げたことが主因とみられ、目的は信用力を無視した過剰融資に伴う住宅バブルやLBOバブル(買収先資産を担保に少額の自己資金で行う企業買収)など歪曲したリスク評価の是正にありました。

しかし今や、「金融市場の状況が悪化し、信用収縮と不確実性の高まりが、先行きの経済成長を抑制する可能性がでてきた。…成長に対する下振れリスクはかなり高まった(8月17日FOMC声明文:次頁図4)」というように、正常な経済活動までが阻害され始めたとの認識に変化しました。また、米連銀が“最後の貸手”として民間金融機関の資金繰りを救う姿勢を明らかにし、危機回避のためには何でも行う意気込みが感じ取れます。

不透明感残るも、リスク資産の底割れリスクは縮小へ

さらに米連銀は、「市場の混乱が米国経済に打撃を与える場合には、必要に応じて行動する用意がある(同声明文)」としており、市場が再度混乱した場合には、9月18日の次回FOMCを待たずして、FF金利引き下げの可能性もあります。ちなみに、正式会合でなく緊急利下げを行った事例は、(1)ロシア危機が原因で米ヘッジファンドLTCMが破綻した98年(98年10月15日利下げ)と、(2)ITバブル崩壊と米国テロが勃発した2001年(1月3日・4月18日・9月17日に利下げ:左図3)があり、いずれも数次の追加利下げがありました。

このため、米国発の信用不安は年末までは残ると思われるものの、震源地の米国を中心に、金融市場へのセーフティーネットは今後も用意されていくと予想されます。ですから、金融市場の不透明感が払拭できずに前述のシナリオが具現化しなくても、迅速な政策対応で市場の下押し圧力を吸収する可能性も高いと思われます。まずは、リスク資産の下落に歯止めがかかるのか、それとも、戻りの弱さが嫌気されて、市場が再び調整して追加的緊急策が炙り出される展開となるのか、今週は見極めの週と考えられます。

【図4】 臨時FOMC並びにFRBによる8月17日の声明文

< 2007年8月17日 臨時FOMC 声明文 >

金融市場の状況が悪化し、信用収縮と不確実性の高まりが、先行きの経済成長を抑制する可能性がでてきた。こうした状況を考慮し、FOMCは最近の経済統計は緩やかなペースで経済が拡大を続けてきたことを示しているものの、成長に対する下振れリスクはかなり高まったと判断した。FOMCは状況を監視し、金融市場の混乱が米国経済に打撃を与える場合には、必要に応じて行動する用意がある。

(決定は、投票メンバー10名による全会一致。但し、セントルイス連銀プール総裁の代理で、ダラス連銀フィッシャー総裁が投票。)

出所) 米連邦準備制度理事会のホームページを基に、当社経済調査部が翻訳

< 2007年8月17日 公定歩合の緊急引き下げに関するFRB 声明文 >

金融市場の秩序だった状況の回復を促進するため、FRBは、公定歩合(プライマリー・クレジット・レート)による連銀窓口貸出についての変更を一時的に承認した。FRBは、公定歩合を50ベースポイント(0.5%)引き下げ5.75%とし、FF金利の誘導目標との差を50ベースポイント(0.5%)に縮小することを承認した。さらに、FRBは貸出期間を最大30日間まで延長し、更新も可能とする措置を認めるという地区連銀の通常業務の変更も公表している。今回の変更は、市場の流動性が実質的に改善したとFRBが決定するまで続けられる。こうした変更は、預金機関に対して資金のコストと調達についての保証を拡大することを企図したものである。FRBは、窓口貸出に対しては、住宅ローン及びその関連資産を含む幅広い担保を、引き続き受け入れる。現存の担保の掛け目は維持される。

本行動を採るに当たり、FRBはニューヨーク連銀とサンフランシスコ連銀の理事会からの申請を承認した。

出所) 米連邦準備制度理事会のホームページを基に、当社経済調査部が翻訳

本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものであり、証券取引法に基づく開示書類ではありません。また、投資勧誘を目的として作成されたものではありません。当社の投資信託の取得のお申し込みにあたっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので、必ず内容をご確認の上、ご自身でご判断下さい。また、以下の点にもご留意下さい。

投資信託はリスクを含む商品であり、運用実績は市場環境等により変動します。従って、投資元本が保証されているわけではありません。運用による損益はすべて投資者の皆様に帰属します。

投資信託は預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。

登録金融機関は、証券会社とは異なり、投資者保護基金に加入していません。

投資信託に国外の有価証券等を組入れる場合は、為替変動リスクを伴います。

本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。

本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。

○本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の弊社経済調査部の見解です。また、弊社各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。