

テーマ：市場混乱沈静化の条件

発表日：2007年8月16日（木）

～8月日銀金融政策決定会合での結論から読めること～

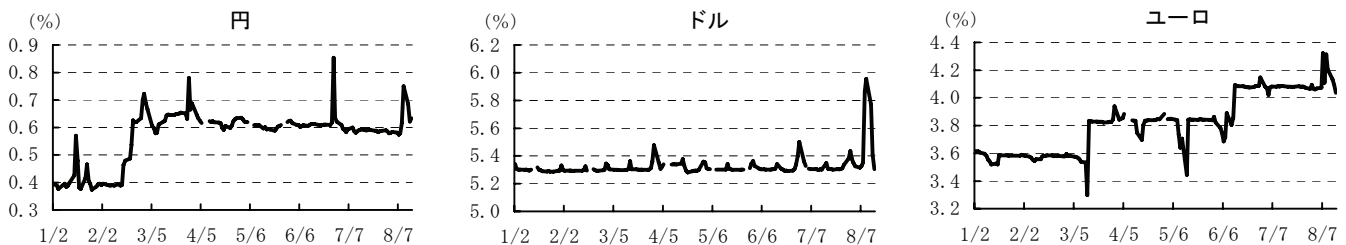
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

拡大見せる市場の不安

グローバルマーケットの不安定な動きが続いている。株価で見れば、下げ足が速まりだしたのは7月の下旬からだ。その後、市場は何度か落ち着きを取り戻したかに見えたが、そのたびに米サブプライムローンに絡む新たな問題が表面化し、不安の増大を背景に市場の混乱は拡大の様相を見せている。

最近の市場動向を見ると、この問題は新たなステージに入りつつあるようにも見える。8月9日の欧米市場では、フランス大手銀行が米サブプライムローン問題を背景に、傘下ファンドの解約を凍結したと発表したことを受けて大きく混乱した。これ以降、市場の関心は専ら信用面に当たることになった。LIBOR翌日物レートを見ると、9日のユーロLIBORは4.3125%と、前日の4.1090%から+20.35bp急上昇した。これを上回ったのがドルLIBORで、5.86375%と、前日の5.35125%から実に+51.25bpの急騰となった。これらは、明らかに信用不安の高まりを警戒した動きと見られる。これを受けて、ECBは緊急措置として同時テロ時を上回る948億ユーロ（約15.3兆円）を市場に供給、併せて無制限の資金供給をすると表明したほか、米国、カナダ、日本なども、規模の大小こそあれ臨時的な流動性供給の準備を発表、市場の安定を図った。これにより、表面的には短期マーケットの緊張は和らぎつつあるものの、一部金融機関の資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）の借り換えができなくなるなど、クレジットマーケットでの極端なリスク回避性向は強いままとなっている。

LIBOR（翌日物）の推移



マーケット混乱のおさらい

こうした混乱の発端は、米サブプライムローンに絡んだ話で、これに絡んで市場が動揺し始めたのは昨年からだ。

【混乱の第一波】は、昨年の5～6月に起きた。米国の利上げを背景に、米住宅部門が調整色を強めた。原油価格の上昇もあって、米国経済減速懸念が強まった。これを背景に、世界的に景気が減速するとの見方も台頭、グローバルマーケットでは株価を中心に下落幅が大きくなった。しかし、その後の金利の大幅低下もあって景気失速懸念は後退、欧州やアジア経済が予想以上に堅調さを保ったこともあって、市場の混乱は2ヶ月程度で収束、株や国際商品市況などを中心に市場は急回復した。

【混乱の第二波】は、今年2～3月に起きた。複数の米サブプライムローン業者の破綻を背景に、貸付債権担保住宅金融公庫債券（＝住宅ローン担保証券：RMBS）価格の急落など、主に米サブプライムローンに絡んだ企業や証券化商品に対する信用リスクが強まった。しかし、やはり金利が大幅に低下したことに加え、これらは一部に限られた話であるとの見方や、実体経済への直接的な影響は少ないとの見方などもあり、市場の混乱は【第一波】に比べて軽微なものにとどまった。上海株安はきっかけにすぎない。

【混乱の第三波】は、まさに足元である。広く取れば、米大手投資銀行傘下のヘッジファンドの巨額損失が表面化した7月、狭くみれば前述したフランス大手銀行傘下のファンドの問題が表面化した今月からとなる。6月頃からRMB Sを中心に組成したCDO（債務担保証券）価格の下落が、高格付けのものでも目立ち始め、これに絡んだ損失が、【第二波】時よりも多くの金融機関に発生したとみられる。この結果、市場の不安はサブプライムローンが絡んだ商品にとどまらず、広く金融機関に対する信用面へと拡大しつつあるのが現状だ。

このようにみていくと、昨年半ばに発生した【混乱の第一波】から、足元の【混乱の第三波】の前半までは、米国の住宅分野の問題が《実体経済→住宅関連金融派生商品》へと徐々に拡大していった姿が浮き彫りになる。一方で、足元では震源となっていた『住宅』というキーワードが外れ、『信用』というやっかいな概念に焦点が当たりつつあることもわかる。昨年半ばから揺れ始めたサブプライムローン問題は、新たなステージへと足を踏み出しつつあると筆者が判断するのは、こうした背景による。

最近の株価下落局面

局面	時期	材料	株価下落率		
			NYダウ	日経平均	FT100
第一波	06年5～6月	利上げによる住宅を中心とした米景気大幅減速懸念	▲8.5%	▲20.0%	▲10.9%
第二波	07年2～3月	サブプライムローン懸念（RMB S）	▲6.7%	▲9.7%	▲7.2%
第三波	07年7～8月	信用リスク（CDO、クレジットマーケット）	▲8.5%	▲10.2%	▲10.6%

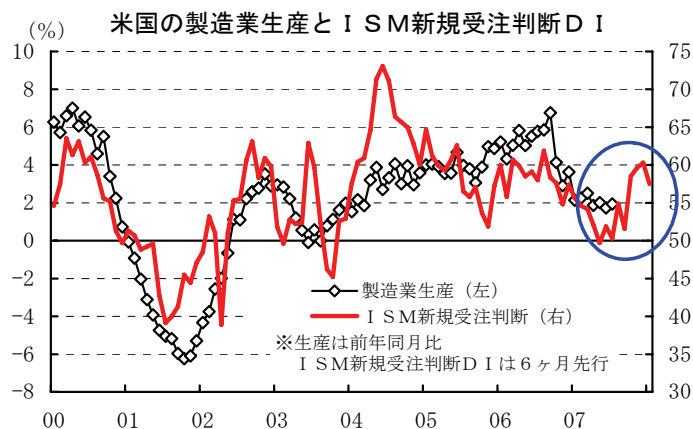
沈静化の条件①<楽観>～景気の再評価

足元で、ファンダメンタルズは回復に向かいつつある。景気の流れを決める生産活動について、米国では足元がボトム圏で、年末にかけて浮揚感が強まる可能性が大きいことを先行指標は示唆している。無論、日本でも同様だ。

最近では、一部米大手小売店の業績見直し下方修正を受けて個人消費に対する懸念が高まっている。サブプライムローン問題の影響が実体経済に波及する——との解釈だ。確かにその可能性はある。安価な品揃えを誇る当該小売店の客層は、比較的所得水準が低いと見込まれるサブプライムローン対象者と合致する部分も大きいと考えられる。しかし、所得水準が低い分、個人消費全体に与える影響は限定的だろう。原油高に伴う悪影響もある程度の消費下押し効果を持っていたと考えられるが、（ハリケーンリスクはあるものの）需給が逼迫しているガソリンの需要期は過ぎつつあり、今後は需給の緩和しているヒーティングオイルが相場の材料となる冬場に向かって、原油価格は調整傾向を辿ると考えられる。すなわち、原油価格高騰による消費下押しの影響は、今後徐々に小さくなると見込まれる。したがって、株式市場などで懸念され始めた“消費下ぶれ”リスクを過度に懸念する必要はないとみる。

生産活動が循環的に回復し始めたところということは、需要の極端な下ぶれがない限り在庫過剰感も台頭しにくいということでもある。すなわち、景気の位相はまだ若く、打たれ強さを持っている¹。こうした点に市場の目が向けば、混乱の沈静化も見込めよう。例えば、株式市場では、今後増益率の拡大が見込めるなかで、今の株価水準は割安——との見方に繋がる。

こうしたファンダメンタルズは、98年のLTC

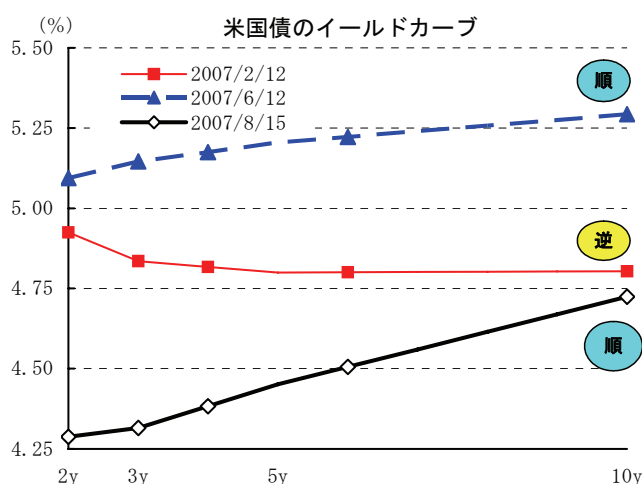


¹ あくまで生産循環の観点。今景気拡大局面は、世界的に02年頃から始まっており、すでに5年半を経過している。失業率や設備稼働率などの需給は相当程度の逼迫感を持っており、世界経済全体でみても需給ギャップはかなりタイトになっていると考えられる。この観点からは、景気の位相は“成熟”していると判断されよう。

Mショックの時とは大きく異なる。当時の日本経済はまさに金融不安のまっただ中であつた。米国でも、生産活動のモメンタムはピークを過ぎた局面にあつた。株価のバリエーションについても、S P 500ベースの予想P E Rで20倍台にあつた当時と、15~16倍にある今とは大きく異なる。

米国債のイールドカーブをみると、債券市場では景気の過度の下ぶれを警戒しているとは判断し難い。すなわち、上記【混乱の第一派】から【第二波】の時期には、景気の下ぶれ懸念から米国債のイールドカーブは逆イールドを形成した。米国債利回りは、5月頃からの先行き景気持ち直し期待を背景に上昇基調を辿り、イールドカーブも順イールドに転じた。【第三波】となる足元においては、金利水準は大きく下がっているものの、長期金利が短期金利を上回る順イールドの状態は保たれている。リスク性資産から安全性資産にマネーが退避する局面では、“一時避難”ということもあって短期ゾーンに資金が集中し、イールドカーブは“ブル・ステイプ化”することが多い。しかし、景気にダメージを及ぼすとマーケットが見込んでいれば、本格的な低金利局面入りするとの見方から、より金利水準の高い長期ゾーンに資金がシフト、イールドカーブは“ブル・フラット化”しよう。したがって、足元で米国債利回りの“ブル・ステイプ化”が進んでいることは、少なくとも債券市場においては過度の景気下ぶれ懸念は小さいということになる。

目下、リスク性資産の一つである株式市場から資金が流出するような動きが強いようだが、「ファンダメンタルズは良好」との再評価を下す余裕ができれば株価は再浮上すると見込まれるし、そうなる余地は十分にあると考えられる。また、こうした動き自体が市場に渦巻く不安感や不信感を取り除く効果を持とう。ただし、そのためには実際に生産の浮揚感が増してくること、あるいは消費が底堅いことが経済指標で明らかになる必要がある。昨日（8/15）発表された米生産統計は予想の範囲内にとどまった。今後は、来月初にかけて発表される消費者マインドや耐久財受注、I S M、雇用統計が判断見極めの重要なポイントとなる。



沈静化の条件②<悲観>~利下げ要求

こちらはやや悲観的な見方だ。これまで述べてきたとおり、現在のマーケットは新たなステージに入りつつあるようにも見える。この点を重視すれば、これまで1年間にわたる騒動が、米サブプライムローン問題という一点に起因しているのではなく、もっと根深い問題、すなわち“過剰流動性相場”が終焉に向かっている影響が示現しつつあるという可能性に行き当たる。

これまで筆者は再三このリスクについて言及してきたが（例えば、MarketWatching「ユーフォリアのカギを握る“債券バブル”」など御参照）、すでにマーケットは過剰流動性の収縮を織り込んで動き始めている可能性も否定はできない。米国は1年前に利上げを停止したが、その後はE C Bをはじめとして大半の国や地域の中央銀行が利上げを繰り返し、そのテンポもこの春以降徐々に加速している。世界同時利上げの様相が強まる中で、02年頃から高まり始めた過剰流動性は、ついに明確に収縮に向かい始めたとの見方ができる。さらに、圧倒的な低金利によって“最後のリスクマネー供給基地”とも言える日本の金融政策について、利上げの条件を緩和し²、利上げの環境も整ってきたことは、より強く過剰流動性相場が終焉したとの印象を与える。

過剰流動性の収縮が市場に与える影響は甚大だ。米サブプライムローンに絡む問題はその一端にすぎない。02年頃から始まった過剰流動性相場の中で、著しく値を上げた資産価格の多くは、大幅な調整を迫られるリス

² 例えば、「物価マイナス下でも、将来景気が回復基調を辿るとの見方ができれば、先行き物価はプラスに転じるとして利上げは可能」などといった一連の日銀高官の発言趣旨は、利上げ条件の緩和と捉えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

クがあることは、過去の例からも明らかだ。英国をはじめとした欧州の不動産や、エマージング諸国や資源国を中心とした世界の株価、国際商品市況などがこれに当たる。当然、これら資産価格の上昇を担保とした様々な取引も困難になり、それは信用収縮というより難しい問題を引き起こすリスクがある。今回のRMB SやCDOはこれに該当するが、それ以外にもLBOなどの手段による企業買収も困難となろう。頭の中で整理すべきことは、主に今景気拡大局面において当然とされてきた様々な経済前提自体が過剰流動性の中で成り立ってきたものであり、過剰流動性が収縮すればそうした前提も成り立たなくなるということだ。それはリスク許容度という概念に集約される。

世界各国の金融政策動向

国	政策金利	現行水準	直近変更幅	変更日時	利上げ (利下げ) 局面開始前	利上げ (利下げ) 開始時期	通算変更幅	
利上げ局面	韓国	Target Overnight Call Rate	5.000%	+25.0bp	07/8/9	3.250%	05/9	+175.0bp
	チェコ	2 week Repo Rate	3.000%	+25.0bp	07/7/27	1.750%	05/10	+125.0bp
	NZ	Official Cash Rate	8.250%	+25.0bp	07/7/26	5.000%	04/1	+325.0bp
	中国	Lending Rate, 1 Year	6.840%	+27.0bp	07/7/20	5.310%	04/10	+153.0bp
	カナダ	Overnight Target Rate	4.500%	+25.0bp	06/7/10	2.000%	04/9	+250.0bp
	英国	Bank Rate	5.750%	+25.0bp	07/7/5	4.500%	06/8	+125.0bp
	ノルウェー	Deposit Rate	4.500%	+25.0bp	07/6/27	1.750%	05/7	+275.0bp
	ポーランド	Reference Rate	4.500%	+25.0bp	07/6/27	4.000%	07/4	+50.0bp
	台湾	Discount Rate	3.125%	+25.0bp	07/6/21	1.375%	04/9	+175.0bp
	スウェーデン	Repo Rate	3.500%	+25.0bp	07/6/20	1.500%	06/1	+200.0bp
	スイス	3 month LIBOR Target Range	2.500%	+25.0bp	07/6/14	0.375%	04/6	+212.5bp
	南アフリカ	Repo Rate	9.500%	+50.0bp	07/6/7	7.000%	06/6	+250.0bp
	デンマーク	Discount Rate	4.000%	+25.0bp	07/6/7	2.000%	05/12	+200.0bp
	ユーロ	Minimum Bid Rate	4.000%	+25.0bp	07/6/6	2.000%	05/12	+200.0bp
	メキシコ	Official Overnight Rate	7.250%	+25.0bp	07/4/27	7.000%	07/4	+25.0bp
	インド	Repo Cut-off Rate	7.750%	+25.0bp	07/3/30	4.500%	04/10	+325.0bp
	日本	無担コール翌日物	0.500%	+25.0bp	07/2/21	0.000%	06/7	+50.0bp
アイスランド	Repo Rate	14.250%	+25.0bp	06/12/28	5.300%	04/5	+895.0bp	
豪州	Cash Target Rate	6.250%	+25.0bp	06/11/8	4.250%	02/5	+200.0bp	
米国	Federal Fund Rate	5.250%	+25.0bp	06/6/29	1.000%	04/6	+425.0bp	
マレーシア	Overnight Policy Rate	3.500%	+25.0bp	06/4/26	2.700%	05/11	+80.0bp	
利下げ局面	ブラジル	SELIC Target Rate	11.500%	▲50.0bp	07/7/18	19.750%	05/9	▲825.0bp
	タイ	1-Day Repurchase Rate	3.250%	▲25.0bp	07/7/18	5.000%	07/1	▲175.0bp
	インドネシア	Reference Interest Rate	8.250%	▲25.0bp	07/7/5	12.750%	06/5	▲450.0bp
	ハンガリー	2 week Deposit Rate	7.750%	▲25.0bp	07/6/25	8.000%	07/6	▲25.0bp
	ルーマニア	Policy Rate	7.000%	▲25.0bp	07/6/25	8.750%	07/2	▲175.0bp
	ロシア	Refinancing Rate	10.000%	▲50.0bp	07/6/19	150.000%	98/5	▲14000.0bp
	スロバキア	2 week Repo Rate	4.250%	▲25.0bp	07/4/25	4.750%	07/3	▲50.0bp
チリ	Nominal Overnight Rate	5.000%	▲25.0bp	07/2/8	5.250%	07/2	▲25.0bp	

仮に、マーケットが過剰流動性の収縮を警戒して、足元までのような動きに至っているとすれば、これが収束するための条件はただ一つ、一段の利上げを撤回し、利下げの方向に踏み出すことだ。現状では、日米欧の中央銀行は流動性の供給によって主に短期金融市場の緊張を和らげようとはしているものの、金融政策の方向性自体を変えようとはしていない。すなわち、FRBは利下げに傾くような気配を見せていない。ECBは9月利上げの可能性を指摘したままである。日銀についても、8月利上げの可能性が残存している。これを回避しても市場が落ち着いたと見なし次第、決定会合での利上げを実施すると見込まれている。

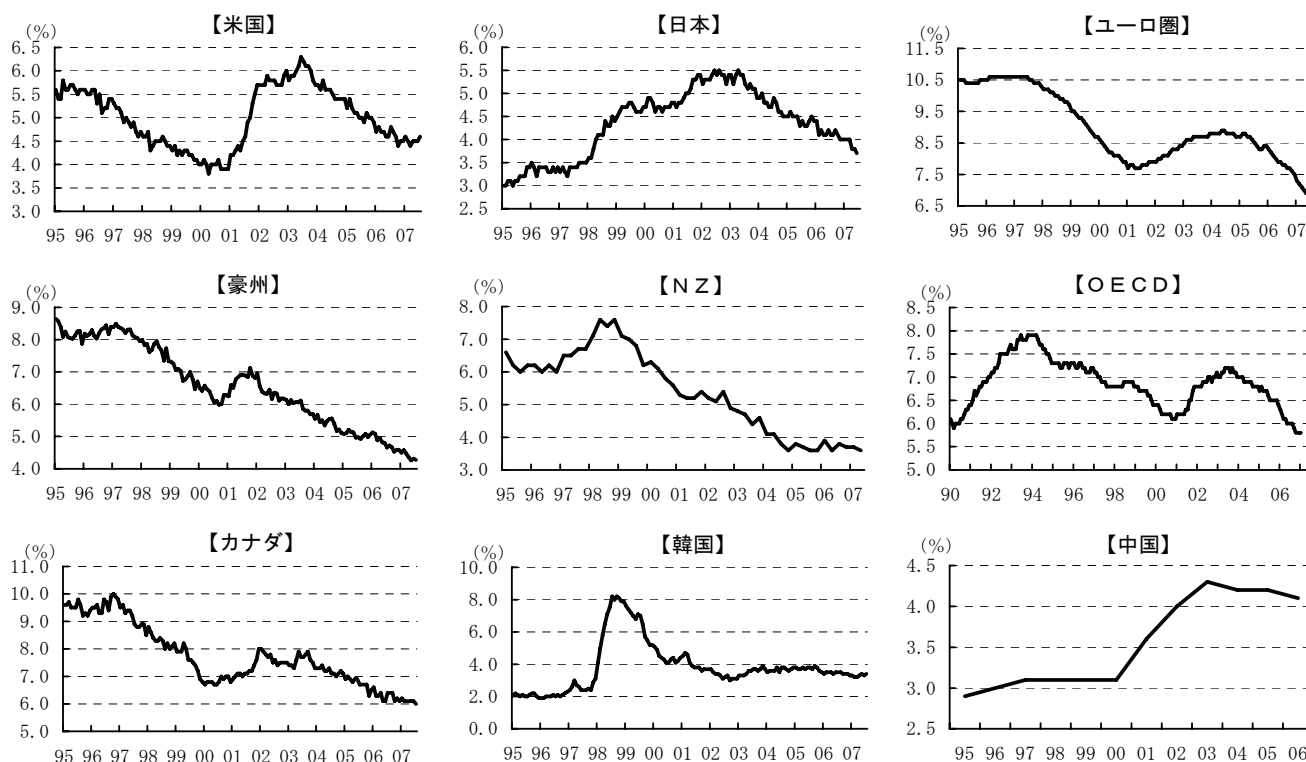
そもそも、過剰流動性は金融政策の影響をそのまま受ける。したがって、各国中央銀行が“現行水準以上の政策金利”に向かう金融政策を続ける限り、過剰流動性の収縮は止まらないとの懸念を高める。この場合、マーケットが過剰流動性に着目しているとすれば、混乱には歯止めがかかりにくい。混乱が沈静化し、市場が回復するためには、過剰流動性の収縮に歯止めがかかり、再び流動性が高まるとの期待が高まる必要があり、そのためにはFRBの利下げ、日銀、ECBの利上げ撤回、場合によっては利下げへの方向転換が必要となる。

しかし、現状ではこのハードルは極めて高いと言わざるを得ない。そもそも、各国中央銀行がなぜ利上げを急いできたかと言えば、それはインフレ懸念の高まりによるものである。景気拡大が長期化し、需給は逼迫傾向を辿り、物価上昇圧力は高まり続けている。原油価格の上下によって短期的な物価上昇率のフレはあるもの

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

の、多くの国で失業率が均衡失業率を下回り始め、賃金加速の兆候が出ていることは看過できないだろう。賃金加速は企業のコスト増大に結びつくだけでなく、消費者の購買力増大という側面も持つ。エネルギーや食料品価格がジワリと上がり始めている中で、消費者の期待インフレ率も上昇傾向を辿るリスクは高い。期待インフレ率の上昇と購買力の向上とが結びついた場合、実際にインフレが加速するリスクは急速に高まる。各種資産価格の高騰と、低金利とが同時に起こり、それによって景気拡大が長期化、需給が逼迫傾向を辿っている足元の過剰流動性に立脚した経済からの脱却を図るために、世界の中央銀行が相応の覚悟を持っているとするならば、多少のマーケットの動揺で利上げの方向性を撤回するとは考えにくい。そうであるならば、市場の混乱は今後も続き、徐々に拡大していく公算が大きい。

世界の失業率の推移



無論、過剰流動性の収縮は本質的な問題であるため、前述した楽観的な見方に基づいても、最終的にマーケットが落ち着くには、各国中央銀行の金融政策が変わることが必須条件となろう。

この点について、『条件1』の項でも挙げたLTCMショック時と比較すれば、当時は問題点がロシアのデフォルトとLTCMというヘッジファンドに集約されていたことから、中央銀行の対応も容易であった。これに対し、足元はリスク分散が進んだことの副産物として、流動性供給を一点に絞って金融安定化の効果を導くことができにくい。さらに、当時は景気が減速し始める中利下げが容易であったのに対し、今回は全く逆の状態にあり、各国中央銀行も思い切った措置が執りにくいというネガティブな点が挙げられる。

試金石となる8・23

利上げ過程にある主要国の中央銀行の中で、最初に金融政策の決定会合を行うのは日銀である。もともと8月利上げ予想がコンセンサスではあったが、ここへきてのマーケットの混乱により、9月以降にずれ込むとの見方が強まってきた。

ここで明らかになることが二つある。

一つは、利上げを断行した場合の中央銀行の覚悟のほどだ。日銀が利上げを断行するとしても、さすがにこのような状況下での利上げに際しては、他の中銀とのある程度の摺り合わせがあってもおかしくはない。それ

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

でなお利上げが決定されるとすれば、世界の中央銀行の目は、インフレと過剰流動性経済の修正に向き、それは極めて強い意志を秘めていると考えられる。

もう一つは、利上げを見送った場合の市場の反応だ。8月利上げを見送ったとしても、日銀が利上げ基調を崩していないとの見方はほぼ100%残ろう。ここで、もしマーケットが一時的な混乱にとどまっているとするならば、“マーケットに優しい”日銀の判断を好感するはずだ。逆に、マーケットが過剰流動性の収縮を強く警戒しているのであれば、市場の反応は限定的なものにとどまろう。

いずれにせよ、日銀の判断は、各国の金融政策、金融市場をみる上で極めて重要な示唆に富む。無論、その判断にはかなりの“覚悟”が必要であることは間違いない。