Market Watching

市場レポート

テーマ：**緊張度合い更に高まる市場**
～日欧中銀にも“利下げ”を迫る？～

発表日：2007年9月6日（木）

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

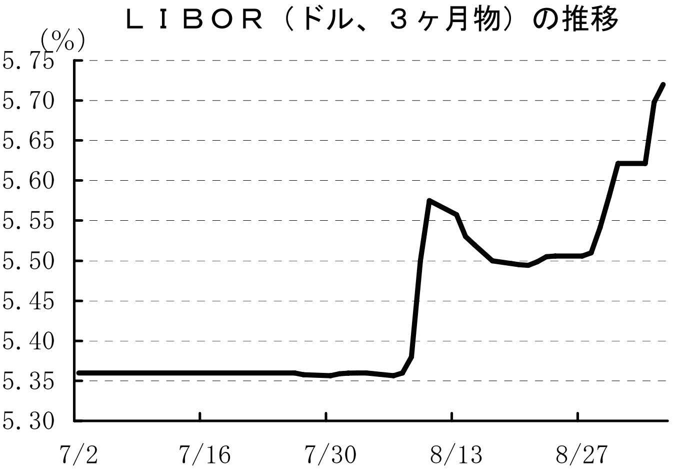
先週から上昇強めるＬＩＢＯＲ

８月17日にＦＲＢが公定歩合を引き下げて以降、グローバルマーケットの混乱は徐々に沈静化してきたように見える。しかし、短期金融市場では先週あたりから新たな火種を意識し始めたのか、金利の上昇基調が強まり始めた。

ドルＬＩＢＯＲ３ヶ月物金利を見ると、８月24日には5.494%まで低下したものの、８月29日からは再び上昇基調を強め、９月５日には5.720%まで上昇した。上昇が明確になってからの６営業日間の上昇幅は＋21.0bpに達する。この上昇幅は、フランス大手銀行系ファンド問題が表面化した前後の＋21.9bpの急騰に匹敵する（８月６日から８月10日までの４営業日）。

ＬＩＢＯＲは銀行間の取引金利で、平時であれば３ヶ月物はその国の金融政策に沿って安定的に推移する。足元で、ＦＲＢに対し利下げ期待が強いことを勘案すれば、逆イールドになってもおかしくない状況である。先行きのＦＦ金利を織り込む格好で取引されるＦＦ金利先物（３ヶ月物）は4.65%と、２回（25bp×２）以上の利下げを期待する形となっている。ＦＦ金利先物とＬＩＢＯＲとの利回りスプレッドは、実に＋107bpと大幅に拡大している。この事実は、銀行に大きな問題があるのではないかということを、市場が再び警戒し始めていることを示している。

ＬＩＢＯＲ（ドル、３ヶ月物）の推移



問題の深刻化を想起させるＥＣＢの珍声明

ＥＣＢは５日、「ユーロ圏の短期金融市場のボラティリティが高まった。この状況が明日も続く場合、ＥＣＢは秩序ある状況に向け支援する準備が整っている」との声明を発表した。金融政策を決めるＥＣＢ理事会を翌日に控え、その政策を条件付きで発表するのは、（筆者の記憶では）過去に見られない異例中の異例の出来事である。それだけＥＣＢが短期市場での緊張感の高まりを憂慮していることを示唆しているが、このことは８月９日にＥＣＢが流動性の無制限の供給を発表したことが、却って市場の不安感を煽ったときの状況とよく似ている。

ＥＣＢがどのような支援を準備しているかは不明だが、すでに流動性の無制限供給を発表している以上、それ以上に踏み込んだ内容になると見込まれる。すなわち、欧州系の個別金融機関に資金繰りなどの問題が発生しかねないような場合には個別対応を取ることを確約（銀行をつぶさないことの確約＝金融システム安定の確約）、あるいは“利下げ”である。これまで再三インフレ懸念を指摘してきたこともあり、利上げ予想も残存するＥＣＢの金融政策について、利下げという行動は考えにくい。しかし、５日の声明の軸を“利上げは見送る”とした場合、「場合によっては更なる支援策を出す」との声明は、『政策金利据え置き以上の策を執る』ということになる。異例の声明を出しておきながら、更なる支援策が“金利据え置き”であれば、市場には煽られた不安感だけが残ることになり、８月中旬のようなグローバルマーケットの混乱が再燃するリスクがある。

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。見通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。

ＦＲＢもルビコンを渡らざるを得ないか

ＦＲＢが公定歩合の緊急引き下げのみを行ったことから、『いかに利下げしたくないか』が露呈した。しかし、米政府による住宅ローン支援策発表後も、短期金融市場での緊張が高まり続ける状況を鑑みれば、市場混乱を避けるための利下げは不可避の情勢といえよう。８月31日にブッシュ大統領が発表した住宅ローン支援策は、まだ具体的ではなく、効果も限定的との見方があることは事実である。しかし、年末にかけて懸念されていたサブプライムローンの金利リセット（借入金利の急騰）に伴う貸し倒れ急増に対処するためのものであり、実体経済に与えるマイナスのインパクトをある程度軽減することは確実であり、住宅問題に一定の効果を持つはずだ。言い換えれば、こうした対策に市場、なかでも短期金融市場が無反応であるということは、問題のステージが一段階上がっていると見なすべきかもしれない。それは以前のレポート（Market Watching「市場混乱沈静化の条件」07/8/16）でも指摘したように、市場がサブプライムローン問題を警戒しているのではなく、過剰流動性の収縮に伴う市場の激変を警戒している可能性が高いことを示している。

市場は“世界同時利下げ”のカードを要求か

過剰流動性の収縮は、過剰流動性の世界の“逆”ということになる。すなわち、ここ数年で急騰していた資産価格の調整、およびそうした資産を担保とした取引が瓦解することだ。インフレ加速懸念は小さいため、債券バブル（Market Watching「ユーフォリアのカギを握る“債券バブル”」07/3/29を御参照）は残ると考えられるが、信用収縮の過程では金利の低下が過去１年間に見られたようなリスク性資産への資金環流という劇的な効果を持たないだろう。

市場がこうした状況を懸念しているのであれば、過剰流動性の収縮に歯止めがかかることのみが、市場混乱の沈静化に繋がる。すなわち、ＦＲＢだけでなく、ＥＣＢ、そして日銀も利下げを敢行することである。しかし、現状でファンダメンタルズは生産活動中心に世界的に浮揚感が強まることが示唆されており、特に金利水準が“過度に景気刺激的”とされる日銀などにとって、利下げは“眼中にない”手段であろう。それどころか、８月中旬以降の市場混乱の渦中において、ノルウェー（8/15）、南ア（8/16）、中国（8/21）、ポーランド（8/30）、チェコ（8/30）が利上げを実施した事実からも明らかなように、各国中央銀行の懸念はインフレ圧力の高まりに他ならない。

こうした状況を勘案すれば、市場の“世界同時利下げ”カードの要求に対し、中央銀行の対応が後手に回るリスクは、十分にある。その意味でも、今月の日米欧中央銀行の対応は注目される。

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。見通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。