

テーマ：3点セット出揃い、市場の混乱は収束へ  
～日欧利上げが見込まれる時期には再度波乱も～

発表日：2007年9月19日（水）

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

## ▲50bpの利下げは最小限の利下げを模索した結果

F R Bは、18日に開催されたF O M Cで、F F金利と公定歩合をそれぞれ▲50bp引き下げることを決定した。短期金融市場での緊張が若干ながら緩和し始めたことによって、F e dの利下げが▲25bpにとどまるとの見方が急浮上していたこともあり、今回の決定はかなりのポジティブサプライズとなった。この結果、米国株はN Yダウで前日比+335.97ドル（前日比+2.5%）の急騰をみた。

今回の決定は、市場の不安を後退させることが第一義であったことは、声明文からも明らかだ。市場混乱を沈静化させるという狙いからすれば、これによりトータルの利下げ幅を最小限にとどめることが可能だ。すなわち、▲25bpの利下げにとどまれば、市場の不安感は払拭せず、短期金融市場を中心に緊張感の高いマーケットが続いていた可能性が大きい。金融政策が後手に回れば、その分必要な措置も大きくなることは歴史が証明している。

うがった見方をすれば、8月の公定歩合のみの引き下げ、今回の声明文でのインフレ懸念への言及などからも明らかのように、F e dは本音では利下げを嫌がっているとみられる。すなわち、利下げをするにせよ、できるだけ利下げ幅は小さくする必要があった。今回、F e dが▲50bpの利下げを行ったことにより、市場が安定化すれば、その代償は小さかった——という見方ができよう。

## 市場は取り敢えず落ち着く方向に

今回の利下げにより、少なくともサブプライムローン問題に端を発した最近の市場の混乱に対して、混乱を沈静化させるべき措置は揃ったと考えられる。

まず、米国の住宅ローン問題については、先にブッシュ米大統領が保護策を発表、实体经济面への波及を阻止する姿勢を明らかにした。もともと、議会過半数を握る民主党はこの問題に対し救済すべきとの立場を取っており、それなりの効果を持つ救済策が具体化する見込みだ。年末にかけて、サブプライムローンに絡んだ借入金利急騰による貸し倒れ急増リスクも回避される目処がつつある。

次に、欧米の金融機関を中心とした信用不安に対し、各国中央銀行は流動性の供給などを通じて、『決して潰さない』という方針を明らかにしている。イギリス政府と中央銀行（B O E）が、預金流出が続く英中堅銀行の全預金を保証すると発表したことなどがそれに当たる。

そして、最後に待たれていたのが、市場予想を上回る米国の利下げだ。前述の二つの措置で、今回の問題はほぼ解決済みと言えるはずだが、市場が利下げを待っていた以上、利下げ無しに市場の沈静化は見込み難かった。

以上、サブプライムローンに絡んだ市場混乱沈静化のための方策は、（余計なものも含めて）3点出揃った。これにより、この問題に絡んで更に市場のムードが悪くなることは回避されたと判断される。当面は、欧米金融機関の損失状況などが明らかになるまでやや膠着する可能性はあるが、その後は“見えないものはなくなった”として、市場はより楽観的な方向へと進もう。米国をはじめ、世界経済は拡大基調を保っており、特に生産面など回復し始めたところであることを勘案すれば、【景気再浮揚下の利下げ】の効果は絶大だ。

具体的には、世界的な株高、商品市況高が見込まれる。懸念材料を挙げるとすれば、最高値を更新し続けている原油高が、更に上昇していくようなこととなれば实体经济への悪影響が懸念される。原油価格については、北米で在庫がだぶついているヒーティングオイルの需要期に向かっており、ファンダメンタルズ面でさらに価格が上昇するような状況にはない。最近の原油価格の上昇は、専ら投機的な動きによるところが大きいと判断

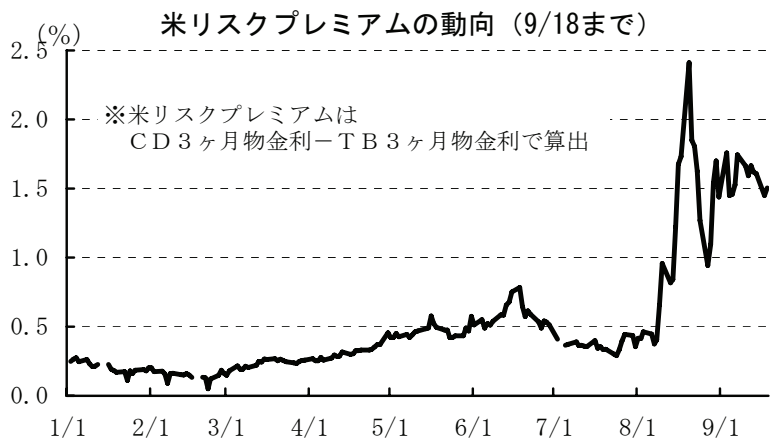
され、足元のような上昇はいつまでも続かないと見込まれる。

難しいのは為替の判断だが、米国の追加利下げ期待があることから、ドルの上昇余地は小さいと判断される。円キャリートレードの復活を見込む向きもあるが、それは日銀に利上げの余地が出てきたことから、難しいと考える。

### 次の混乱は日欧の利上げが見込まれる段階に入ってから

しばらくは楽観的なマーケットが続くと予想されるものの、いつまでも続くとは考えていない。米国は利下げを行ったものの、前述したように本音ベースで利下げを繰り返したくないことは明らかだ。実際に、市場混乱が沈静化すれば、追加利下げは行わない可能性が大きいと考える。

こうしたなかで、市場の混乱回避の観点から利上げを先延ばししていた日銀とECBは、再び利上げのチャンスがうかがうだろう。利上げ再開の条件は、短期金融市場の混乱がほぼ沈静化したと見なされることになる。LIBOR（3ヶ月ものなど）やCD金利からTB金利を引いた民間金融機関のリスクプレミアムは、今回の米利下げでも正常化したとは言えない。これら短期金融市場の正常化には、欧米金融機関の決算発表などにより、サブプライムローン問題に絡む損失がある程度明確になる必要がある。言い換えれば、明確化した後は、短期金融市場の緊張は相当程度和らぐと考えられる。より慎重見れば、夏場の市場混乱による損失が明らかになり、次の決算でそれが概ね処理できる方向性にあることが明確になる必要がある。すなわち、3～6ヶ月程度後には、欧米金融機関に対する過度の不安は相当程度後退すると見られる。



そうなれば、日銀とECBは利上げへ向かって、改めて地均しを始めるとみられる。この段階になると、市場の雰囲気は大きく変わってくると考えられる。すなわち、米国の利下げ、日欧の利上げ回避によって過剰流動性の収縮に歯止めがかかっていた状況から、再び世界の過剰流動性が収縮に向けて動き始めたことに直面する。過剰流動性の収縮は、過剰流動性相場下で行き過ぎた市場からの資金流出を意味する。すなわち、ここ数年急騰してきた市場から、資金が流出、バブル崩壊の公算が高まってくる。それは弱いところ、すなわち価格上昇の根拠が薄いところから起ころう。例えば、カントリーリスクが大きいにもかかわらず急騰してきたエマージング市場の債券（＝行き過ぎた金利低下からの反転）、資源に乏しいにもかかわらず急騰してきたエマージング市場の株式市場などに価格変動の懸念がある。

振り返れば、各国中央銀行や米政府がサブプライム問題に絡んでさまざまな対策を出したにもかかわらず、最終的にはFedの利下げまでを要求したマーケットは、問題の本質が過剰流動性の収縮にあり、それを止めなければ市場は落ち着かないことを如実に示していたと考えられる。したがって、再び過剰流動性が収縮する局面になれば、市場は再び不安定になると考えられる。

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。