

経済・金融フラッシュ

No.07-073 2007/9/19

米9月FOMCは4年ぶり、0.5%の利下げを決定

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門 主任研究員 土肥原 晋

TEL:03-3512-1835 E-mail:doihara@nli-research.co.jp

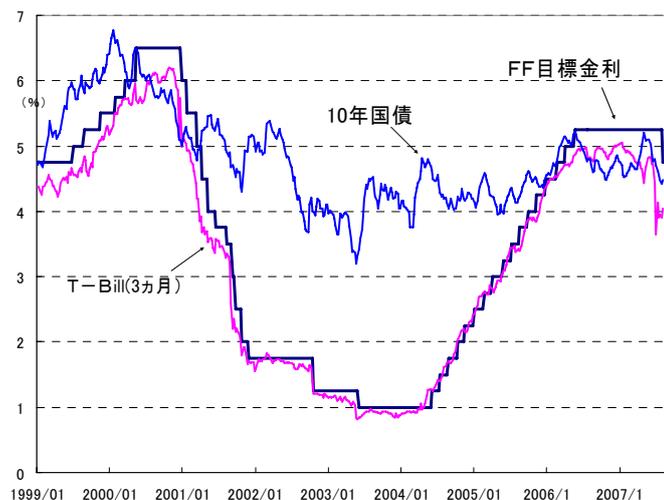
1. 景気のダウンサイドリスクと金融市場正常化を重視

9/18開催のFOMC（米連銀：連邦公開市場委員会）では、5.25%のFF目標金利を0.5%引下げ、4.75%とすることを全会一致で決定した。同金利は昨年6月の利上げを最後に、昨年8月以降、計9回連続のFOMCでの据え置き決定により、ほぼ1年余に渡って同じ水準が続いていた。利下げは2003年6月以来4年3ヵ月ぶり、0.5%幅での利下げは2002年11月以来のことであり、昨年2月に就任のバーナンキ議長にとっては初めての利下げとなる(図表1)。

利下げへの経緯を振り返ると、やはりサブプライム問題からの金融市場の混乱が大きな要因と言えよう。金利据え置きを決定した前回FOMCは8月7日に開催されたが、その2日後にはサブプライム問題が欧州に飛び火して世界的な金融市場の混乱を招き、FRBはECBと協調して緊急資金供給を開始した。さらに8月17日には金融市場混乱への対策として、公定歩合を0.5%引き下げて5.75%とし、FOMCは、必要に応じて措置をとる旨の緊急声明を出した。また、8月末にはブッシュ大統領がサブプライム対策を発表し、バーナンキ議長も緊急声明の主旨を繰り返して表明したこと等から、市場では既に今回FOMCでの利下げを視野に入れていた。

サブプライム問題の影響については、金融市場の混乱が先行したことにより、FRBでは実体経済面への波及の証左を注視していたが、8月雇用者数が4年ぶりに減少すると景気不透明感が急速に高まり、また8月小売売上高も軟調な展開となったため、市場では利下げの見方が大勢となる一方、利

(図表1) FF目標金利と長短金利推移(週別、%)



下げ幅の大きさに焦点が移っていた。

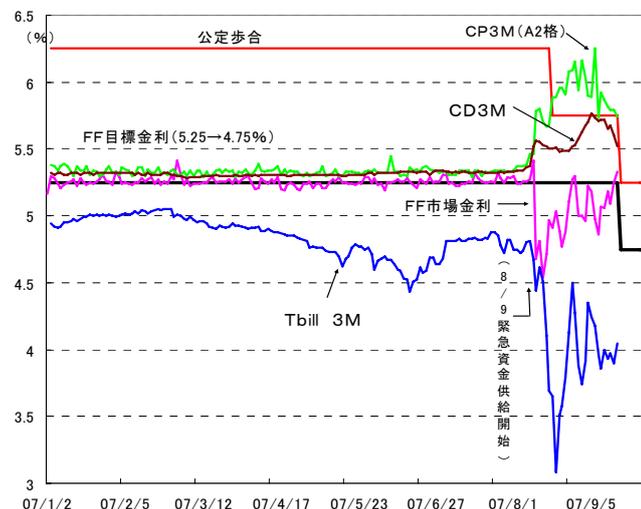
利下げ幅について、市場では、FRB が、景気のダウンサイドリスクが一層高まったものの直ぐにリセッションに陥るとは見えていないこと、最近の物価指標が落ち着きを見せる中でもなおインフレ圧力への警戒を解いていないこと、等のスタンスをとっていることが窺われるとして直前の予想でも 0.25%説が根強かった。確かに、利下げ要因の一つと見られる雇用減はまだ単月に過ぎず、一方、原油価格は過去最高水準に達し、低失業率、高設備稼働率等が持続していること等から、インフレ圧力への警戒が解かれたわけではなく、0.25%説にはそれなりの根拠があると言えよう。

では、なぜ 0.5%の利下げに踏み切ったのか。その狙いは、米景気面への挺入れと共に、金融市場正常化への配慮が大きい。実際、8月以降の信用収縮による短期市場の混乱は、これまでの緊急資金供給や公定歩合の引き下げでは効果が限定されており、企業の調達コスト上昇幅は 0.25%を大きく越えたものとなっている(図表 2)。そのため、0.5%といった大幅利下げを実施することにより金融市場が混乱する以前の短期金利水準に引き戻す効果が期待できる。この点、FRB が、8月 17日に 0.5%引下げたばかりの公定歩合を、今回さらに 0.5%引下げ 5.25%としたこともその効果を高めるためと言え、FRB の金融正常化への強い意思が窺える。下記の FOMC 声明文にあるように、「金融市場の混乱による経済への影響を未然に防ぎ、今後の成長を促進するため」には一刻も早く正常化する必要があると言うことだろう。

実際、0.5%の利下げは市場のサプライズを招き、特に株式市場では 13739 ドル(NYダウ)と前日比 335 ドルの上昇となった。一方、10 年国債金利は 4.476%と前日比 +0.01%と動きは小幅だったが、今後は信用市場金利の動向が注目されよう。

また、FOMC の資料とされるページブック(地区連銀経済報告)は、雇用統計の 2 日前(9/5)に公表されたが、各地区連銀の報告では、緩やかながら景気が拡大し雇用の増加が持続しているとされ、住宅市場悪化の住宅・不動産関連業界以外への波及は限定的とされていた。それだけに 8 月雇用統計の結果は FRB にとっても驚きだったと思われ、単月の統計とは言え、今回の FOMC の利下げ決断への大きな要因だったことは疑いない。

(図表 2) 信用度で乖離の激しい米短期金利



2. FOMC 声明文のポイント～市場混乱の波及防止に主眼

今回の FOMC 声明文では、4 年ぶりの利下げということもあって前回 FOMC の声明文が刷新された。その「ポイント」を整理すると、

- ① 景気については前回同様「上半期の経済成長は緩やかな拡大を見せた」としながら、「借入れ条件の引締めが、住宅市場の調整を深め、景気拡大をより緩慢なものとする可能性を高めた」とし、また、「今回の決定は、金融市場の混乱による経済への影響を未然に防ぎ、今後の成長を促進するためのものである」としている。

前回は「最近、金融市場が乱高下し、家計や企業の借り入れ条件が引き上げられ、住宅市場の調整が進行しているものの、経済は、雇用や所得の増加と堅調な世界経済に支えられ、今後数四半期にわたり、緩やかなペースで拡大を続けるだろう」としていたのと較べると、前回懸念していた状況が、持続的な成長を阻害する方向に進展したとの景気判断と言えよう。

- ② 一方、インフレに関しては「コアインフレは、本年、緩やかに改善した。しかしながら、委員会はインフレリスクは残存していると判断しており、今後のインフレ動向を注意深く見守る」としている。前回の「インフレ圧力の持続的な緩和については、明確な形で現れておらず」、「高レベルの資源利用度 (resource utilization) がインフレ圧力を維持する可能性がある」との表現はいずれも削除された。詳細は議事録の発表を待たなければならないが、最近の物価指標が FRB の好ましいとするレンジに入ってきたことが前半部分の削除に、8 月雇用者の減少が、毎回繰り返された「高レベルの資源利用度」の表現の削除に影響したと推測される。
- ③ その結果、FOMC の金融政策への判断としては、「前回定例 FOMC 以降の金融市場の混乱が景気見通しを取り巻く不確実性を高めている」とし、「委員会はそうした影響や経済状況を見極めながら、物価の安定と持続的な成長に向けて必要に応じて行動する」としている。ここではこれまで繰り返されていた「委員会の主要な政策上の懸念は、インフレが期待通り緩和されないリスクである」との表現が削除され、これまでのインフレ重視から景気重視へと移行していることが窺われる。また、「今後の金融政策は、今後発表の経済指標によるインフレと成長の見通し次第」としていたのを上記の「物価の安定と持続的な成長に向けて必要に応じて行動する」に改め、状況に応じて今後も行動することをより強い言い回しで意思表示している。

3. 景気重視への転換で利下げ持続の可能性高まる

前回の FOMC では、景気のダウンサイドリスクの増加を指摘しながらも、これまでのインフレリスクを最重要視する姿勢を崩さなかった。今回は声明文で「今回の決定は、金融市場の混乱による経済への影響を未然に防ぎ、今後の成長を促進するためのものである」と表明したように、金融政策が大きく持続的な成長維持の方向に舵取りされたことを



前面に出した。

FRBはこれまで行ってきた金融政策(2004年6月から2006年6月までの累計4.25%、17回におよぶ連続利上げの実施)により、景気拡大が維持されながらインフレ圧力が緩和されると見ており、昨年6月以降の金利据え置き期間はその効果を測る途上にあると考えていたが、サブプライム問題の拡大・深刻化が、住宅市場の冷え込みに留まらず、内外金融市場の混乱、実体経済への波及が認められる状況にまで進展し、1年余続いたFF目標金利据え置きから利下げ策へと政策転換した。今後もこうした状況を注視しながら持続的な利下げが実施される可能性が強まっている。

段階的に利下げを行う背景は、引き続き実体経済への波及を見る必要性和、インフレへの配慮であろう。利下げ要因の一つと見られる雇用減はまだ単月に過ぎず、一方、原油価格は過去最高水準に達し、低失業率、高設備稼働率等が持続していることから、インフレ圧力への警戒を解いたわけではない。今後も経済指標を注視するスタンスに変更はないだろう。

なお、バーナンキ議長は先の議会証言で住宅市場の調整進行により最も懸念されるのは、住宅価格下落による消費への影響であると証言していた。現状では、金融業界の混乱による景気への波及が懸念される展開となっているが、既に、現実のものとなりつつある住宅価格下落による消費へ影響はFRBの最も警戒するところである。当面、雇用や物価とともに、住宅市場の調整の行方や消費面への影響が、政策スタンスを左右するより重要なファクターとして注視されることとなろう。なお、次回FOMCは10月30・31日に開催予定である。