

経済・金融フラッシュ

No.07-172 2008/3/19

米3月FOMCでは、0.75%の大幅利下げを決定

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

(利下げの概要と経緯)

1. 利下げは、金融市場混乱と景気下ぶれリスクに対応した従来と一体もの

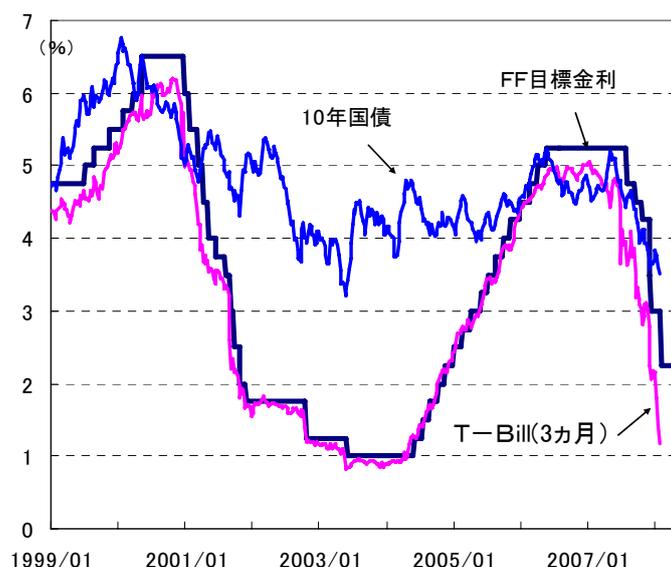
3/18日開催のFOMC(米連銀:連邦公開市場委員会)は、FF目標金利を0.75%引下げ2.25%とすることを決定した。FF目標金利は、前回1/29・30のFOMCでの0.5%引下げ、前々回1/22日発表の緊急FOMCの0.75%に続くもので、今年に入って3回目、計2.0%幅の大幅利下げとなる。また、昨年からは、9/18日以降3回、計1.0%を併せて、合計3.0%の引き下げとなる(図表1)。

FOMC直後に発表された声明文(次章参照)では、経済活動の一層の落ち込みと金融市場の緊張、信用収縮の動きを指摘し、今回の決定は、市場の流動性確保、成長促進、経済活動のリスクの軽減のためにこれまでに取られた一連の施策と一体のものであるとした。

前回1月に実施した一連の利下げは、リセッションへの警戒が強まる中、サブプライム関連でシティバンクやメリルリンチ等が巨額の損失計上、NY市場のみならず世界的な株価下落が進む中で決定された。

その後、米国経済実態がさらに悪化、リセッション入りの確率を強める中、3/11には緊急声明を出し、昨年12月に続く海外主要中央銀行との協調資金供給を発表した。また、FOMCの直前にはFRBがベア・スターンズの救済措置を主導するなど、個別金融機関の救済に乗り出すと共に、公定歩合の引下げ(3.5%→3.25%)を決定するなど(3/16)、金融市場の緊張という側面でも、前回以上のものとなっていた。

(図表1) FF目標金利と長短金利推移(週別、%)



なお、FOMCに先立ち3/5に公表されたページブックでは、「米経済は年初より減速していることが示された」として景気認識をさらに下方修正し、銀行業務については「住宅向け貸出し基準が引き締められ、借り入れ需要は停滞した」とする一方、インフレに関しては、「大半の地区で物価上昇圧力が高まった半面、賃金上昇圧力は雇用の減速により緩和された」としていた。

(声明文の内容)

2. FOMC声明文のポイント～反対2名は小幅利下げを主張

今回のFOMCでは、金融市場の混乱や、景気の下ぶれリスクの増加を背景に、大幅な利下げが決定されたが、反対が2名出るなど前回FOMC(反対1名)以上に増加し、委員の間は一枚岩とはなっていない。その声明文の「ポイント」を整理すると、(注:下線は今回変更部分)

- ① 経済状況については「最近の指標は、経済の実態が一層弱まったことを示した。消費は鈍化し、雇用は軟化した。金融市場は相当の緊張下にあり、信用市場の引き締めと住宅市場の深刻化が今後数四半期にわたり、経済成長の重石となりそうである。」としている。前回FOMCでは、「金融市場は緊張が続いている。さらに、最近の指標は、住宅市場の深刻化と雇用市場の軟化を示している。」としていたのと比較すると、実体経済、金融・信用市場とも前回から危機意識を高めた表現となっている。
- ② インフレに関しては「インフレは高まり、インフレ期待の高まりを示す指標もある。しかし、委員会では、エネルギーや商品価格が落ち着き、生産資源利用度は緩和する等の見通しに基づき、今後のインフレは緩和に向かうと見る。しかし、インフレに関する不透明感は増幅しており、今後の進展を注意深く見ていく必要がある。」とし、前回の「インフレは、今後、緩やかなものとなると期待されるが、その進展を注意深く見ていく必要がある。」としていた前回の簡単な表現から、詳細かつ不透明感を強めた表現となったが、将来的なインフレの緩和見通しは維持した。
- ③ 今回の金融政策の判断については、「今回の決定はこれまでの一連の決定と一体であり、市場の流動性を確保し、今後の緩やかな成長を支え、経済活動のリスクを軽減するものである。しかしながら、下ぶれリスクは残されており、持続的な成長と物価の安定に向け、機動的な行動をとるつもりである」としている。
- ④ 今回の決定については、フィッシャー委員(ダラス連銀総裁)とプロッサー委員(フィラデルフィア連銀総裁)がFF目標金利のより小幅な引下げを主張して反対票を投じた。反対が2名出たのは、2002年9月以来の異例のこととなる。前回はフィッシャー委員が金利据え置きを主張して反対、前々回の緊急利下げ時はプール委員(セントルイス連銀総裁)が「定例FOMCの前週の決定は適切でない」として反対票を投じ、ミシュキン委員(連銀理事)が欠席した。これで、昨年9月からの一連の利下げに関し、10月以降のFOMCはすべて反対票が投じられたこととなる。

(大幅利下げ決定の背景)

3. 金融・信用市場の混乱が利下げ幅を拡大か

FOMC の声明文からは、これまでどおり景気の下ぶれリスクの高まりの半面、需要減退によるインフレ圧力の低下を背景に利下げが進められた形であるが、今回の利下げの背景は、サブプライム問題の深刻化で、金融機関の信用危機が進行し、それに対応したものと見えよう。この点、今回の FOMC の大幅利下げは、シティバンクやメリルリンチ等が巨額の損失計上等で、金融市場の緊張感の高まった前々回 (1/22 日) の緊急利下げ時とよく似た側面を持つ。

FOMC に先立ち、最近の F R B の動きで特に注目されたのは、①欧州中銀との協調資金供給(3/11)、②ベア・スターンズの救済と公定歩合の引下げ (3/16)、の二つの措置であった。

①については、協調資金供給自体は年末の資金繰りが懸念された昨年 12 月に続き第 2 弾となるが、今回の注目点は、FRB が金融機関の保有する R M B S (住宅ローン担保証券) を引き受ける代わりに国債を貸し出す点にある。信用不安の高まりで資金繰りに窮した金融機関やフレディマックやファニーメイの発行する住宅ローン担保証券の信用力維持という意味合いを持つ。

②については、ニューヨーク連銀が、投資適格債を担保にプライマリーディーラーに貸し出す仕組みを導入するとともに、同行の公定歩合を 0.25%(3.5%→3.25%)引き下げた(3/16 F R B 承認)。また、サブプライム住宅ローン関連の損失で痛手を被っていたベア・スターンズ(米 5 番目の投資銀行)の信用不安に伴い、ニューヨーク連銀が大手銀行 JP モルガン・チェースを通じて融資を行なうことも承認した。これにより、F R B はベア・スターンズの担保を前提に同行に対して 300 億ドルの特別融資枠の設定を行う。異例の措置であるため、ブッシュ大統領はベア・スターンズへの支援について、「金融市場の混乱を和らげる措置であり、今後も FRB と財務省が適切な措置をとる」と支持を表明している。

F R B が、サブプライム問題が拡大してからの一連の対策で、個別の金融機関の支援に乗り出すのは初めてのこととなる。事態が発表された 3/14 の金融市場では、信用市場への懸念を再認識するとともに、今回の支援が資金繰りの改善にとどまり、損失自体への改善策ではない一時的なものだとして、株価が急落 (3/14 は NY ダウで▲194 ドル)、特にベア・スターンズの下落は 30 ドル (13 日は 57 ドル) へと大きかった。その後、16 日には、JP モルガン・チェースが株式交換により買収すると発表されたが、その交換比率から計算されるベア・スターンズの株価が約 2 ドルと小さく、モーゲージ証券を保有している証券会社の資産価値に改めて疑問の目が向けられた。しかし、18 日の大手証券の四半期決算が予想されたほど悪化せず、期待通りの大幅利下げ実施もあって株価は、急速な上昇となった (3/18 は NY ダウで+420 ドル)。



一方、景気面については、総額 1680 億ドルのブッシュ政権の景気刺激策は、2 月に成立後、5 月以降減税還付金の支給が開始される。このため、下半期の景気浮揚効果が期待されるが、半面、それまでの期間は、金融政策頼りの局面と見込まれる。

このため、上半期は更なる利下げが続くと見られ、今回の FOMC の声明文等でも、今後の金融緩和を続ける意向であることが窺われるが、一連の大幅な利下げで、利下げ余地が縮小していることに加え、物価指標が上向きに転じ、ドル安が進展していることも F R B にとっては悩みの種と言えよう。F R B は、インフレについては、景気減速による需要減が進めばインフレ圧力が緩和すると見て、現下の物価指標が上向きに転じているにもかかわらず、景気下ぶれリスクを重視した利下げを進めている。確かに、需要減や賃金上昇等を背景とした値上げは見送られる可能性があるものの、ドル安による輸入価格の上昇や、原油価格がドル安を見越して高騰していることを考えると、F R B のシナリオ通りにことが進むのか、疑問の余地が生じる。この点、早めの大幅利下げで景気をどの程度浮上させるかが、今後の注目点と言えよう。