

### 「適温」シナリオのもと年内の政策金利変更の可能性は小さい

渡部 喜智

#### 要 旨

サブプライム・ローン問題が経済成長と金融市場の重石となっているが、好業績発表を受け株価は堅調であり、「質への逃避」を伴いながら米財務省証券10年物利回りは5%割れに低下した。バーナンキFRB議長の定例議会証言には早期の政策変更に関する手掛り材料は見当たらず、07年後半もFRBの見通しに沿った「適温」シナリオで推移する可能性を前提に現状の政策金利の据え置きが続くと予想する。

#### サブプライム問題が重石、景気調整リスク懸念等から財務省証券10年債利回りは5%割れ

信用力の低い人向けの変動金利を中心としたサブプライム住宅ローン(以下、サブプライム)の延滞や担保処分が増加するなか、先月19日に投資銀行大手ベア・スターン傘下のヘッジ・ファンドのサブプライム関連の投資失敗が明らかになった。

それ以来、他のサブプライム関連損失が表面化するのではないかという懸念に加え、景気調整リスクや信用リスクが金融・証券市場で意識され、重石となって一喜一憂する状況が続いた。その後、ベア社傘下のファンドは資産価値を消失したと発表され、同様のヘッジ・ファンドの解散や支払停止の報道もなされている。

住宅需要については、新築住宅販売戸数の150万戸割れ、中古住宅販売戸数も600万戸割れ(いずれも年率換算)が続いており、在庫率も高止まりしている。また、住宅業者のセンチ

メントを示すNAHB(全米住宅建設業協会)住宅市場指数は16年半ぶりの低水準となった。これらから、住宅需要の底打ちにはなお時間を要するとの見方が広がっている。

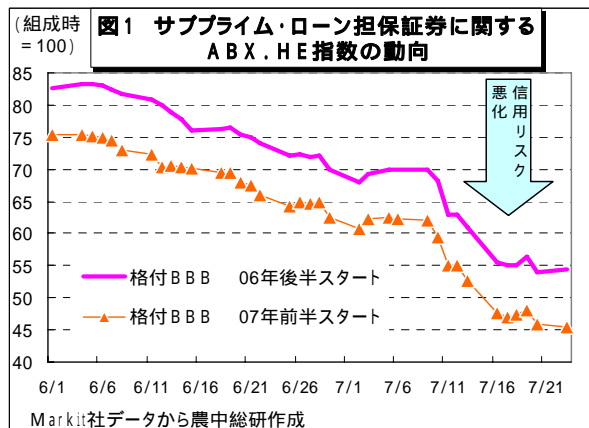
サブプライム担保証券に関する信用リスク・オプション取引の指標となるABX・HE指数は、低格付けのものを中心にサブプライムの信用力悪化から急速に低下した(図1)。

一方、米国財務省証券は、原油など商品市況上昇や生産者物価上昇率の上ブレなどにもかかわらず、低信用力・低格付け証券や株式など高リスクの投資からのシフトなど、『質への逃避』により選好され、長期金利の指標となる財務省証券10年債利回りは7月20日には5%割れとなった。

#### 業績堅調から株価は上伸

サブプライム問題が弱気材料となり株式相場は神経質な展開が続いた。しかし、7月中旬から4~6月期業績発表が進むなかで、足元の業績が予想以上に底固いことが示された。7月20日現在のS & P 500 指数銘柄の増益率(時価総額ウエイト)は二桁(13.1%)であり、事前予想を上回る「ポジティブ・サプライズ」は58.6%と6割近い(ブルームバーグ社の調べ)。

これらを好感し、ダウ平均(30種)は7月19日に大引けで初めて14000ドル台の大台に乗り、ハイテク銘柄の多いナスダック総合指数も新高



値を更新している。ただし、サブプライム問題を受け銀行、証券・投資銀行などの金融セクターの株価は軟調である。

## バーナンキ証言に金融政策変更の方向を示す材料はうかがわれず

バーナンキ FRB 議長は、議会に半期定例の「金融政策報告書」を提出し、7月18, 19日に上下両院で以下のような議会証言を行った。また、証言でも述べられた FRB 理事と地区連銀総裁の経済見通しは、表1のとおりである。

表1 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し (%)  
(各項目の上段:1月FOMC時点 下段6月FOMC時点)

年次 項 目	2007 (見通し)		2008 (見通し)	
	範囲	中心帯	範囲	中心帯
名目GDP	4.75~5.50 4.50~5.25	5.00~5.50 4.50~5.00	4.75~5.50 4.50~5.50	4.75~5.25 4.75~5.00
実質GDP	2.25~3.25 2.00~2.75	2.50~3.00 2.25~2.50	2.50~3.25 2.50~3.00	2.75~3.00 2.50~2.75
PCEコア・デフレーター	2.00~2.25 2.00~2.25	2.00~2.25 2.00~2.25	1.50~2.25 1.75~2.00	1.75~2.00 1.75~2.00
失業率	4.25~4.75 4.50~4.75	4.25~4.75 4.50~4.75	4.50~5.00 4.50~5.00	4.50~4.75 約4.75

FRB「金融政策レポート」資料から農中総研作成

同議長も、サブプライム市場が大幅に悪化していると発言し、同問題が住宅市場の調整を長期化させるリスクとなる懸念を示すとともに、経済成長を妨げる可能性に言及した。また、同議長は、サブプライム関連の損失が最大で1000億ドル(12兆円)に達する可能性を指摘した。ただし、仮にサブプライムで1000億ドルの損失が顕在化しても全体の住宅ローン融資残高の1%程度であり、金融界への影響は限定的というのが現在の中心的な見方である。

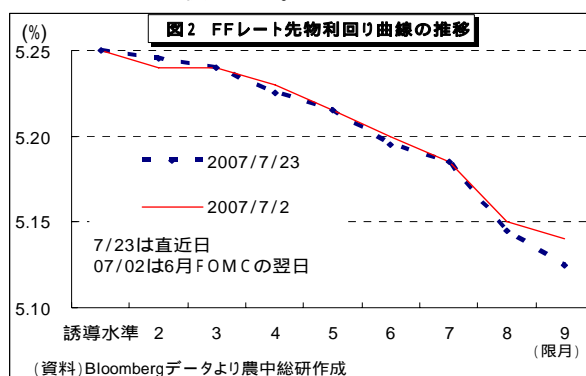
実質GDP成長見通しは、今年1月時点に比べ最大で0.5%下方修正され、中心値は2.00~2.50%に低下したが、順調な雇用増加を背景にした底固い消費、売上増加と良好な財務環境に基づく企業設備の緩やかな拡大、世界経済の拡大に伴う輸出の増加、在庫調整の終了から07年後半も緩やかな成長が持続する見通しとなっている。また、08年の実質GDP見通しも下方修

正されたが、基本的に来年にかけ成長が小幅ながら再加速するという見方は変更されていない。

一方、FRBがインフレ判断指標とする食品とエネルギーを除く個人消費支出(PCE)コア・デフレーターは過去数ヵ月間に2%(年率換算)に低下してきたが、インフレ期待は抑制されており先行きも小幅低下すると見ていると述べた。PCEコア・デフレーターの見通しの中心値は2.00~2.25%、08年見通しの中心値は1.75~2.00%であるが、最近の労働生産性の低下、労働力と設備のタイト化、商品市況の上昇に伴うコスト転嫁などの物価上昇リスクも提起し、インフレに対する警戒姿勢も強調した。

以上の同議長の議会証言から先行きの政策変更の方向性を示唆する材料は乏しい。表1の経済見通しは、07年後半の米国経済は『景気過熱感無くインフレ高進リスクが小さい一方、雇用(失業率)が悪化するほどでもない』=適温「ゴルディロックス」(Goldilocks)\*に近い状況となるシナリオであり、引き続き政策金利の据え置きが継続される可能性が強いと思われる。

\*「ゴルディロックス」=童話の少女の名前で熱すぎず冷めてもないスープを手に入れることから、『適温』のたとえとして使われる。



なお、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート)先物の利回りは、年明け後の利下げを2割強、織り込む動きとなっている。

また、同議長はサブプライムなどローンに関する広告や貸付勧誘が不適切という批判を踏まえ、今年末までに貸付業者の情報開示など住宅ローンに関する新たな規制を提案することも明らかにした。(07.07.23 現在)