

信用収縮懸念あり。米国は利下げと減税実施が頼みの綱

渡部 喜智

要旨

FRBは潤沢な資金供給を行い信用収縮の鎮静化に努めているが、貸出基準の厳格化が進行するとともに、CP市場残高が再び減少に転じるなど信用収縮の懸念が再燃する可能性が出てきた。また、雇用悪化などにより米国経済はマイナス成長のリスクも高まっている。インフレ指標が目安となる2%を超える一方、実質金利は低水準であるが、当面は景気と信用システムを支えるため、利下げの継続が必要である。また、5月に小切手が送付される所得減税も景気下支えを期待される。

信用収縮の不安去らず、貸出機能も低下

FRB(連邦準備制度)は1月22日の0.75%の緊急利下げに続き、1月29~30日の定例会合でも0.50%の利下げを決定、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(FF金利)の誘導水準を3%とした。今回も市場の期待にほぼ沿う形での利下げ対応となった。

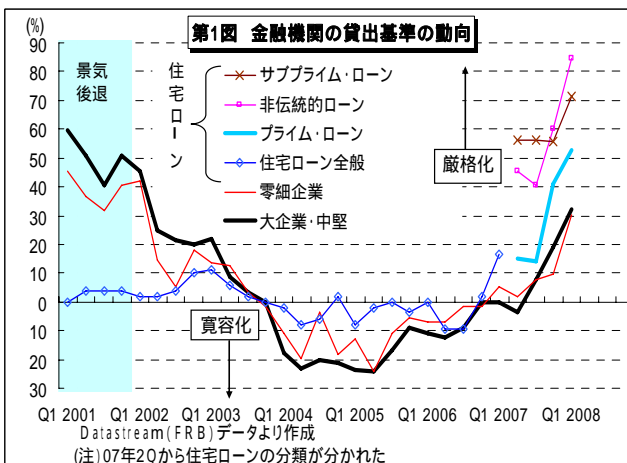
また、FRBは昨年12月に欧州、英国、カナダ、スイスの各連銀と相互通貨スワップ協定を結び国際的なドル資金供給体制を組むとともに、国内では住宅ローン担保証券を含む広範囲の資産を担保に認める「入札型ターム物貸出=TAF(Term Auction Facility)」プログラムを開始した。TAFでは、OIS(将来の翌日物金利の取引: Overnight Indexed Swap)を基準金利に、FF金利を下回る優遇金利で期間28日以上ターム物の貸出が、毎回300億ドルの規模で行われてきた。この結果、収縮した短期金

融市場を補完する流動性が供給され、信用力の低い金融機関の資金繰りは楽になった。昨年12月上中旬にかけて生じたユーロドル金利やコマーシャル・ペーパー(CP)金利などの市場金利と同期間(3ヵ月)の米国財務省短期債利回りとのスプレッドの拡大も、TAFの実施により縮小に向かい、利下げ効果が浸透しやすく状態に改善した。

しかし、家計、企業などの最終借入者の資金調達難はむしろ強まっている。FRBによる直近(08年第1四半期)の貸出態度サーベイによれば、企業貸出や住宅ローン、商業不動産、クレジットカードなど全般的に貸出基準の厳格化が進み、貸出機能の低下の懸念が広がっている(第1図)。住宅ローンに加え、クレジットなどの消費者信用やホームエクイティ・ローンの貸出抑制は個人消費の調整要因になることが懸念される。

また、資産担保証券への保証の履行の損失によって自己資本が毀損するリスクが高まった金融保証会社(モノライン)の経営不安が残るなか、2月19日にプライベートエクイティ大手のコールバーグ・クラビス・ロバーツの傘下会社が2度目のCP償還を延期し債権者との協議を開始したことが明らかになった。

残高減少から反転を見せ小康状態にあったCP市場も、2月に入り残高が再び減少しており、信用収縮の不安が再び強まっている。

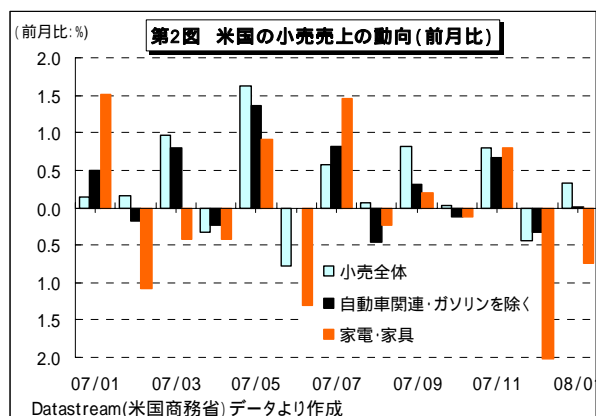


景気悪化が表面化する気配

雇用悪化が明らかになり、米国経済は一時的とはいえマイナス成長に転じるリスクも高まっていると思われる（詳細は本誌後添の見通しを参照されたい）。08年1月の非農業部門雇用者（速報）は、前月比 1.7万人と僅かではあるが、03年8月以来の減少となった。インターネット求人指数が2ヵ月連続で低下するとともに、企業の雇用削減計画者数が前年同月比プラスになったことを考えると、先行きも雇用の悪化が進むこと可能性が高い。

GDPの3割に相当する小売売上高は1月に前月比+0.3%増となり、2ヵ月ぶりに増加に転じたが、注意すべきはガソリンの売上が値上がりの影響もあり前月比2%の増加となり、全体の小売売上を底上げしていることだ。自動車関連・ガソリンを除く小売売上は12月の前月比 0.3%の減少に続き、1月も横ばいにとどまっている。家具・家電は12月の前月比 2.0%の減少に続き、1月も同 0.7%減少し2ヵ月連続の減少となった（第2図）。

ミシガン大学・消費者信頼感指数の急落に示されるように消費者心理は直近で急低下しており、支出抑制傾向が強まる可能性に注意が必要である。1月末の連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録でも、同委員会メンバーは「景気の下振れリスクが著しく」、「株価下落に加え住宅価格の低下が続いているため家計の資産縮小を通じ消費を圧迫する可能性が高い」と認識していたことが示されている。当面は一



段の景気悪化のリスクが高いことを基本的な景気認識とすべきだろう。

利下げ継続と所得税減税が頼身の綱

インフレ指標は食料品とエネルギーを除くコア・ベースでも目安となる 2%を上回り、FF金利の誘導水準とインフレ率（PCE コア・デフレーター-前年比）との差である実質金利は1%を切っている（07年12月時点では0.8%：第3図）。この実質金利は歴史的な低水準であり、インフレ刺激的という見方もあるが、1月末のFOMC議事録で同委員会メンバーは「当面は低い実質金利が適切」と判断していることから見て、更なる利下げに関し、実質金利の低さは当面さほど重要視する必要は小さい。08年前半は利下げが継続され、現状 3%であるFF金利の誘導水準は、2%割れまで低下すると予測している（第3図）。

また、2月13日に予算規模が1,520億ドルにのぼる景気対策法案が成立したことは景気の下支えとなろう。128百万世帯を対象とする年収7.5万ドル以下の課税者一人当たり600ドルと子供一人につき300ドルを加算する所得税の還付が、5月中に小切手送付される予定である。また、投資額の最高50%まで追加償却を認める企業減税が行われる。

利下げ継続と所得税減税の効果が現れるまでには一定の時間も要し、かつどれだけ景気をサポートするかは不透明なところもあるが、今はそれが頼みの綱である。（08.02.25日現在）

