

みずほマーケットインサイト	US	2007/12/13
みずほ総合研究所 経済調査部 上席主任研究員・シニアエコノミスト 小野 亮 (03-3201-0544) makoto.ono@mizuho-ri.co.jp	流動性対策の重荷から解放される 米金融政策 ~12月FOMCとTAF~	

- 12月FOMCはFF金利と公定歩合を共に25bp引き下げ（＝ペナルティ・レートは維持）
- 声明文は利下げ後も不確実性が残っていると指摘、追加利下げの可能性を示唆。
- 12日には新たな流動性対策としてTAFを発表。ECB/SNBも、FRBと通貨スワップ協定を結んだ上で同様のオペを実施し、国際的なドル資金逼迫の解消を図る模様。

12月FOMCは25bpの利下げを実施。ペナルティ・レートは50bpのまま据え置き

声明文は不確実性の高まりを指摘し、追加利下げ余地を残す内容

12月11日、米連邦公開市場委員会（FOMC）はフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を25bp引き下げること（図表1）。同時に連銀貸出の基準金利である公定歩合も引き下げられたが、ペナルティ・レート（公定歩合とFF金利の差）は50bpのまま維持された。

11月下旬以降、バーナンキFRB議長やコーン副議長らが相次いで金融市場の悪化に言及し、彼等にとっても予想外の出来事が起きていることが明らかとなった。そのため金融市場では、「50bpのFF金利引き下げ」や「25bpのFF金利引き下げ＋ペナルティ・レートの縮小」といった見方が大勢となった。結局、小幅利下げとペナルティ・レートの維持に留まったFOMCの決定は、投資家の失望売りを招き、11日のダウ平均株価指数は、前日比294ドルの下げとなった。

FOMCメンバーであるローゼングレン・ボストン地区連銀総裁が反対票を投じ、50bpのFF金利引き下げを支持したが、金融市場参加者の失望は深かったようだ。

声明文では、FRBは物価動向について前回会合における判断を踏襲したが、景気動向については、住宅市場の調整の深刻化に加えて、設備投資や個人消費も減速しつつあることを指摘した。景気減速のテンポはFRBが予想している範囲内とみられるが、短期金融市場を中心とする金融環境の悪化を背景に、「見通しに対する不確実性が高まっている」（声明文）と述べ、声明文はリスク判断が示されない、追加利下げの余地を残す内容となった。

【図表1 FOMC 声明文（12/11）】

FOMCは、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を25bp引き下げ、4.25%とすることを本日決定した。

入手している情報によれば、**経済成長は鈍化しており**、住宅市場の調整の強まりや**設備投資、個人消費が幾分鈍化している**ことなどを反映していることが示唆されている。さらに**金融市場の逼迫度合いはここ数週間高まってきている**。本日の措置は、これまで実施した措置とともに、長期にわたる緩やかな経済成長を促進することに寄与するだろう。

コア・インフレ率を示す指標は、今年緩やかに改善してきているが、最近のエネルギー価格や商品市況の高騰などが、インフレ圧力を形成するかも知れない。この点を踏まえ、委員会は幾ばくかのインフレ・リスクが残っていると判断し、インフレ動向を注意深く監視し続けていく。

金融市場の状況悪化を含む最近の動向により、経済成長と物価の見通しを巡る不確実性が高まっている。委員会は、金融やその他の動向が経済見通しに及ぼす影響を見極めていくとともに、物価安定と維持可能な経済成長を促進するため、必要に応じて行動を起こすつもりである。

（資料）FRB（みずほ総合研究所仮訳）

緊張が続く短期金融市場。連銀貸出を利用するインセンティブが高まるが...

TAFと通貨スワップ協定を通じた国際的ドル供給という新たな手段により、不確実性を除去

流動性対策の重荷が解かれる金融政策だが、年明け後も利下げの可能性大

短期金融市場では、年末越えの資金繰りが逼迫している。12月に入り、ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の1カ月物が突如上昇し、公定歩合を25bpほど上回るようになった。10日には、ちょうど年明けに満期を迎える21日物コマーシャルペーパー（CP）の利回りが急騰した。欧米の大手金融機関ではサブプライム関連損失が膨らみ、大規模な資本増強を迫られる中、金融機関同士の疑心暗鬼は解消されない状況が続いてきた。

一方、LIBOR等の急騰は金融機関にとって連銀貸出を利用するインセンティブを高めている。実際、12月に入り、年末越え資金を調達するため、連銀貸出を利用した金融機関が現れた。今夏、FRBが採った緊急措置（信用供与期間の最大30日までの延長等）がその効果を発揮し始めたようだ。今回、FRBが大幅利下げやペナルティ・レートの縮小に“躊躇”した理由の一つにも、連銀貸出が機能し始めている可能性が挙げられるだろう。

しかし、FRBはこうした「賭け」よりも、新たな流動性供給手段を提供することによって不確実性を解消しようとしているようだ。12日、ECB、スイス中銀と通貨スワップ協定を結んだ上での国際的なドル資金供給オペが発表された（図表2）。

FRBが発表したTerm Auction Facility（TAF）とは競争入札形式のオペで、政策金利の予想金利（OIS）を基準とし、FF金利を下回る資金供給もあり得るものだ。適格担保は通常の連銀貸出と同様（広範囲）であり、連銀貸出のうちPrimary Creditを利用可能な健全な金融機関・外国銀行支店は誰でも参加可能である。

さらに、通貨スワップ協定を通じ、FRBのオペと同時にECB、スイス中銀（SNB）も同様のオペ（ECB=100億ドル×2回、SNB=40億ドル×1回）を実施する。12月だけで640億ドルのドル資金が短期金融市場に供給されることになる。年明け後も追加オペが予定され、TAFは恒久的なオペ手段になる可能性もある。

新たな流動性供給手段（プルーデンス対策）が講じられることで、「金融政策（FF金利の操作）はマクロ経済動向如何で決まる」という本来の構図に戻った。

年明け後、景気減速が予想の範囲内に留まる限り、FRBは政策金利を据え置く可能性が残る。しかし、流動性危機が去ってもサブプライム問題の解決は道半ばであり、2008年前半は一段の景気低迷が見込まれる。こうした中、FRBが様子見姿勢を続けることは困難とみられ、追加利下げを迫られるのではないだろうか。

以上

【 図表 2 TAF (Term Auction Facility) の概要 】

資金供給方法	競争入札（3回目以降、FRB議長判断で非競争入札となる場合あり）
信用供与期間（入札日）	概ね1カ月：28日間（12/17）、35日間（12/20）。1/14及び1/28入札分は未定。
最低入札金利	信用供与期間と同一満期のOIS（Overnight Interest rate Swap）金利。
入札額（入札日）。参加行当たりの最大入札額	200億ドル（12/17）、最大200億ドル（12/20）、1/14及び1/28入札分は未定。金融機関は最大2回の応札が可能で、応札額は担保評価額（margin collateral value）の50%を超えない。
適格金融機関と適格担保	連銀貸出のうちPrimary Creditの供与が得られる健全な金融機関。適格担保の種類、担保掛け目等は連銀貸出等と同一。
外国銀行支店	各支店（branch）が各地区連銀を通じて入札に参加可能。

（資料）FRBよりみずほ総合研究所作成。