

ECBの緊急資金供給でどうなるか 発表日：2007年8月10日(金) ～国際金融リスクに対する各国中銀の考え方～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

欧州中央銀行（ECB）が、サブプライム問題の損失表面化に対して、15兆円規模の緊急資金供給を行った。これは、疑心暗鬼による短期金融市場の金詰りを予防するために、大量の流動性供給で応じる意図がある。すでに、欧米ではファンドの損失問題が散見されていたが、これまでは各国中央銀行がどちらかと言えば冷ややかに見ていた。それが掌を返した訳である。ECBは、従来どおり静観した場合に顕在化するかもしれないリスクと、先手を打って金融市場を動揺させるかもしれないというコストを比較考量したとき、それでも後者のコストは小さいと判断したと考えられる。つまり、セカンドベスト戦略を採らざるを得ないほどに事態を深刻に受け止めているのだろう。

ECBの緊急対応は方針転換

世界マーケットが再びサブプライム・ショックにより激震している。契機は、8月9日にフランスのBNPパリバ銀行は、サブプライム問題の打撃を理由に傘下の3つのファンドについて価格算出、募集、解約・返金の業務停止をすると発表したことだ。3ファンドの価値は7月27日の20.75億ユーロが、8月7日には15.93億ユーロに減少（▲23.2%）している。ECB(欧州中央銀行)はこれに反応し、948億ユーロ(15.4兆円)の資金供給オペを実施し、市場金利4.0%で無制限の資金供給に応じることを表明した。2001年のテロ事件に700億ユーロの緊急オペを実施して以来である。FRBも通常のエペに追加して市場へ2.9兆円の資金供給を行っている。日銀の1兆円のエペを追加しているの、米欧日の各国中央銀行が同時に動いたことになる。

この措置は、短期金融市場における金融機関の信用懸念の高まりが金詰りを誘発することを防ぐのが狙いである。本来は安心感を市場に与えることで、リスクプレミアムの発生を抑えるのが目的であろうが、今回、ECBがサブプライム問題に伴う個別金融機関のリスク懸念に手を打ったことによって、当局が動かざるを得ないほどサブプライム問題が重大であるという印象を与えた。

これまでの経緯からすると、ECBの今回の対応は掌を返したような印象がある。7月末にはECBのトリシェ総裁は、米サブプライム問題に関する金融市場の調整は、「現時点では健全な調整といえる」とし、「全体として世界経済は非常に力強い成長を続けている」と述べていた。金融政策運営に関しても、9月の追加利上げを市場に織り込ませるため、インフレ圧力に対する「強い警戒(Strong vigilance)」姿勢を堅持する構えをみせていた。一方、8月2日には、サブプライムローンの焦げ付きによってドイツ産業銀行(IKB)の傘下のファンドが経営危機に直面したことに対して、ブンデスバンクのウェーバー総裁が「ドイツの銀行危機への懸念には何の根拠もない」との声明を発表し、不安の沈静化に努めていた。ECBは冷静な対応をしていたのが今までの経緯だ。

方向転換は何を意味するか

筆者は、今回のECBの対応が起こるまで、サブプライム問題がECBだけでなく、FRBを含めて、限定された問題だという認識で一致していたと考えていた。8月7日のFOMCの声明文では、「ダウンサイド・リスクは増しているものの、インフレ率が予想通りに落ち着かないリスクが最大の関心事項であることに変わりがない」という評価を下していた。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

先のトリシェ総裁の「健全な調整」発言を併せて、欧米当局がサブプライム問題を、物価上昇圧力に配慮した金融政策運営に大きな影響を与える存在ではないとみていたと理解していた。6月にベアー・スターンズの傘下のヘッジファンドがサブプライム関連の投資に失敗して、ファンドに資金注入をしたときも、FRBは静観する構えをみせていた。

今回はこうした経緯を方向転換した訳である。ここにはおそらくECBがサブプライム問題に伴う個別金融機関の損失拡大が先行きも相次ぐかもしれないという見通しがあって、何もしなかったときの疑心暗鬼の広がりには先手を打った方がよいと判断したことが背景にあると考えられる。ECBが動かなければ、将来、もしかすると不安の連鎖が起こったかもしれない。ECBが動けば、それ自体がシグナルになって不安を煽るかもしれないが、あとあと火がついたときに後手に回るよりは「まし」だという判断だ。危機時におけるセカンドベスト戦略である。セカンドベストであっても、行動した方がよいという読みの背景には、ECBの事実認識の重大さが透けて見える。評価としては、疑心暗鬼が広がる前に、断固たる行動を採ったことよかったと言える。

中央銀行が同じように、前言を翻して危機対応にあたったケースとしてはLTCMショックを思い出す。1998年8月にロシア危機のあおりを受けたヘッジファンドLTCMが破綻した。このとき、NY連銀のマクドナー総裁が16の金融機関を集めて、損失を肩代わりする救済スキームをつくった。翌9月のFOMCではFFレートを0.25%引き下げる対応も採っている。

このエピソードは、それまで日本の不良債権処理を指して、救済はモラルハザードを起こすという見解を示していたマクドナー総裁が、自国の緊急事態に直面すると、前言をあっさり翻したことで驚きをもって注目された。ゲーム論で使われる時間非整合の対応（平時にはモラルハザードが起こらないように規律を宣言し、危機の時は約束を破ることもいとわない）として知られている。

金融市場への影響

今回のECBの行動で、金融市場では株式などリスク性資産を売却して債券を買う、質への逃避が起こっている。長期金利は下がり、FFレートの先行きも9月には利下げに転じるとの見方が強い。

これに反応して、信用リスクが高まるので、社債などの信用スプレッドは拡大し、ファンドなどの資金調達についてもコスト増を覚悟しなくてはならない変化が起こる。信用リスクの証券取引が縮小することは、これまで割安の円資金を調達して資産を増やす円キャリートレードの圧縮へとつながる可能性もある。これはユーロの信認低下とあいまって、円高を誘発する要因になる。株安、長期金利低下、円高という圧力が働く。

現在、ECBは9月6日の理事会で利上げを行うことを予定しているが、これもどうなるかわからない。FRBが次回開催する予定のFOMCは、9月18日である。FRBもそこで利下げに踏み切るのかどうかという関心が高まる。

日銀の金融政策も、これで8月23日に追加利上げをするかどうかの雲行きはいくらか怪しくなってきたが、現時点で8月利上げが完全になくなったと言い切れない。7月の決定会合では、現状維持に票を入れた8名の政策委員が「(利上げに向けて) 確証が得たい」というスタンスであったが、「もう少し様子をみたい」という風に変化して、票決が割れる可能性はある。あと2週間でどのくらい落ち着くかが日銀の利上げの鍵を握る。日銀は、今後の動向がどうなるかを見極めて、次の次の9月19日の決定会合に追加利上げを考えた方がよいかどうかまで広く検討を深めることになるだろう。