

米欧5中央銀行の共同資金供給

発表日：2007年12月13日（木）

～連結された国際金融市場への協調介入～

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

FRBは、他の4中央銀行は12月12日に協調してドル資金を手当てすることを表明した。FRBは、サブプライム問題を背景にした短期金融市場の混乱に、FRBは国際決済通貨ドルの流動性危機を感じていたのだろう。各国中銀の自国市場が自国通貨建ての資金供給のみならず、ドル供給を念頭に置いて資金協力をするのは異例であり、FRBがニューヨーク市場における資金逼迫に対応するのにも有効性を発揮する方法だと理解できる。

FRBの意図はドル逼迫の解消

FRBは、ECB、EOE、カナダ中銀、スイス国民銀行の4中央銀行と協調して、ドル資金の大量資金供給を支援する方針を打ち出した。これは、各国にある金融機関が、12月末の越年資金を手当てするのに対して、FRBが各国中銀を介して支援を行おうというものである。

少し詳しく解説すると、グローバルに業務展開する金融機関は、越年資金を自国通貨建てだけでなく、ドル決済のためにドル建てが必要としている。FRBは、サブプライム問題が各国金融機関の信用不安が想起されている中で、ニューヨーク市場だけで金融機関の資金調達金利の跳ね上がりを抑えようとしても、FRBの公定歩合（Discount window）と市場オペレーションを動員しただけでは十分に効果的でないと考えたのであろう。FRBは各国中央銀行が個別に自国通貨建てで資金供給をしているのに加え、ドルによる資金供給を追加することで、より効果的にドル資金の逼迫を抑え込もうとしていると考えられる。

FRBの発表によると、ECBとスイス国民銀行の間で、6か月のドル・スワップを行って、いつでも両中央銀行がドル資金を供給できる準備を行うことになっている。また、TAF(Term Auction Facility)プログラムという新しい公開市場操作の仕組みの下で、12月17日に200億ドルを28日間のターム（12月20日～来年1月17日）で、12月20日に別に200億ドルを35日間のターム（12月27日～来年1月31日）で、それぞれ資金供給の入札を行うことを発表している（第3、第4の入札を1月14、28日に行うことも表明）。

FFレートの引き下げの後での対応

FRBについては、前日12月11日のFOMCでFFレートと公定歩合を▲0.25%引き下げることを決めたばかりだ。実は、FOMC直前の注目点としては、FFレートよりも高めに金利設定されている公定歩合をFFレート+0.50%から引き下げるかどうかということがあった。これは、FRBが公定歩合貸し出しであるディスカウント・ウィンドーの活用をより積極化するのではないかという思惑に基づいていた。FRBは、世界同時株価急落が起こった2007年8月17日に緊急に公定歩合を5.75%から5.00%へと引き下げて、ディスカウント・ウィンドーを通じた資金逼迫の吸収を試みたところであった。

しかし、FOMCの決定では、公定歩合は▲0.25%しか引き下げられず、FFレートも▲0.50%ではなく、▲0.25%の引き下げに止まった。この利下げは、金融市場に一瞬、FRBの市場沈静化の姿勢が積極的ではないという感覚を与えた可能性はある。もともとディスカウント・ウィンドーは、金融機関が短期金融市場での資金調達がうまくいかずに、リスクプレミアムをつけられたとき、少し割高ではあるが借り入れられる資金供給源になっている。この仕組

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。

みを前提にすれば、市場金利の跳ね上がりはディスカウント・ウィンドーで吸収可能という理解もできるが、この仕組みがなかなかうまく機能しないために、改善措置として今回の資金供給方式が採られたという見方もできる。すなわち、金融機関にとって、ディスカウント・ウィンドーを多用することは恥ずかしいことであり、なるべく使いたくないという意識が働き、柔軟には使ってもらえないという難点である。

日本は加わらず

一方、日銀は、「歓迎」の表明を発表したものの、FRB との間でのドル供給支援のメンバーに加わらなかった。日銀は、対外的に5中央銀行が協調資金供給したことをアナウンスするに止まっている。日銀のホームページには、「日本銀行は、これらの措置を歓迎し、国際金融市場の安定確保に貢献することを期待する。日本の短期金融市場は落ち着いているが、今後とも、年末越え資金の供給を含め適切な金融市場調節を通じて、市場の安定に努めていく所存である」と記されている。

日本がこの枠組みに加わらなかったのは、邦銀が海外でのドル資金ニーズが相対的に少なかったことや、邦銀にサブプライム・ローンに絡んだ証券化商品の保有とその損失が相対的に小さかったことがあろう。金融庁によると、国内金融機関のサブプライム関連商品等の保有残高（簿価）が9月末で14,070億円（うち大手銀行12,460億円）、評価損▲1,350億円（うち大手銀行▲1,220億円）、実現損▲1,410億円（うち大手銀行▲1,220億円）となっている。絶対額は小さくないが、国内金融機関のコア自己資本（Tier1）49.4兆円、業務純益6.7兆円（2006年度）からみれば深刻な数字ではない。海外金融機関とは桁が違っている。

さらに、邦銀は、かつて不良債権処理を行っている時期に海外事業を大幅に縮小・撤退した経緯があって、海外業務におけるドル需要も相対的には大きくない。従って、邦銀が国際的なドル資金逼迫の悪影響の輪の外にいたことが幸いしたとも理解できる。

サブプライム問題の激震を先んじて封印したいと考える

今回のFRBなど各国中央銀行の対応からは、2つのエピソードを思い出す。ひとつは、日本の金融システム不安のときに、日銀が期越えの長期資金をオペで積極的に供給し、年末・年度末のターム物金利の跳ね上がりを押さえようとしたことである。短期金融市場では、市場に疑心暗鬼が渦巻くときには、中長期の資金融通を行おうという資金の出し手がいなくなり、資金調達が極度に短期集中してしまう。それが短期金利の急上昇を誘発し、間接的に中央銀行の市場安定化措置を要請させる。

今回は、欧米の金融市場でABCの資金調達難が起り、CPのロールオーバーが極端に短期化してしまっている。各国中央銀行の長期オペレーションが行われると、ターム物金利とCP金利の間で裁定が働いて、市場金利の低下が促されると考えられる。FRBの措置は、達観すれば、国際的なドルの流動性危機を緩和しようというものである。信用リスクはなくならないが、中央銀行の役割として流動性リスクに関しては介入効果が認められる。

もうひとつのエピソードは、1998年のLTCMショックである。巨大ヘッジファンドであるLTCMは、1998年8月のロシア危機によって投機的取引が裏目に出て、9月10日に事実上の破綻危機に見舞われた。この間、NY連銀のマクドナー総裁の仲介によって、わずか2週間後の9月23日にはLTCMを16金融機関が救済する措置（共同出資36.5億ドル）が講じられた。グリーンSPAN前FRB議長は、当時を述懐して、「ここまで（投資家が）流動性を求める動きは、過去に例がなく、理性的な判断ではなく、パニックによるものだ」と述べ、「市場でのパニックは液体窒素のようなものだ」（著書「波乱の時代」）と形容している。この危機は、納税者負担を用いずに、銀行の協調融資で流動性危機を乗り切った稀有な事例とされている。

今回のFRBの各国中央銀行と連携した流動性供給も、今後2008年1～3月に予想される金融機関決算でのネガテ

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。

イブな反応に対して、先んじて市場参加者に安心感を醸成して、不安心理を最大限摘んでおこうという意図があるのだろう。LTCM のときのような最善に近いリスク管理は望めないものの、現時点でのベストプラクティスを求めてFRB が主導したものと考えられる。