

米欧6か国の協調利下げと金融危機の行方 発表日：2008年10月9日（木） ～やはり公的資金注入に動かされるのか～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（Tel：03-5221-5223）

株価暴落の連鎖に歯止めをかけようと、FRB、ECBなど6か国の協調利下げが実施された。9.11 テロ事件以来の思い切った協調行動であるが、6か国同時は過去に類をみない。しかし、金融危機の本質は、金融機関の潜在的な自己資本不足にある。これから、ワシントンのG7を控え、公的資金注入に踏み出していく蓋然性は高いとみられる。そうした政策パッケージにまで踏み出したとき、危機的な株価下落の流れが少しずつ変わってくるのだろう。

前代未聞の6か国の協調利下げ

10月8日の日本時間夜に、突然、FRB、ECB、BOE、カナダ銀、スウェーデン銀、スイス国立銀の6か国がいずれも▲0.5%の政策金利の引き下げに動いた。こうした協調利下げは、1985年のプラザ合意や2001年9.11テロ事件を除くと滅多に行われない伝家の宝刀であるが、6つの中央銀行が協力したというケースは、過去には類をみない。特に、FRBは2.00%→1.50%へとこれまでの低金利水準がさらに切り下がるかたちとなったことは、米国の意気込みを感じる。世界連鎖株安という緊急事態にどうにか対処し、その連鎖に歯止めをかけようという協調利下げである。

欧米株式市場・アジア市場では、修正された米金融安定化法が下院で可決されたことを契機に一斉に売り圧力が噴出した。10月8日の日経平均株価が、歴代3位の大幅な下げになり、ほとんど反発が見られなかったところには、すでにパニック的な投売りが起こったことを反映している。

日銀は、この措置に加わらなかったが、各国利下げとタイミングを同じくして、声明文を発表している。その中では、「日本銀行当座預金制度の運用を含め、金融調節面で更に改善を図る方策について速やかに検討し報告するよう、総裁より執行部に対し指示した」と記述されている。この記述の意味は、日銀がFRBと同じような当座預金への付利を始めるかどうかの検討を具体的に行うということである。FRBは金融安定化法の中で、金融調節方式を準備預金へ付利するかたちの新しい方式に変更し、10月9日から実施することにしたが、日銀もこれに追随する対応を考えているのである。ただし、付利をするということは、短期金利をゼロ%までは引き下げないというメッセージでもある。

株安は止まるか

各国当局としては、ここが正念場である。協調利下げは、アナウンスメント効果としては有効であるが、その効果は長持ちしないであろう。株安の背後には、9月15日のリーマン・ブラザーズ破綻のショックがあり、金融市場で信用リスクが高止まりしていることがある。CDSのスプレッドが上昇し、LIBORのレートが跳ね上がったまま落ち着かないのは、相次ぐ金融機関破綻によって、カウンターパーティ・リスクへの警戒感が根強いためだ。想像の域を出ないが、10月7・8日の大幅な株価暴落が、運用に失敗したファンドを多数生み出したとすると、それに伴って銀行の警戒心はさらに強まる可能性がある。ファンドの方も、顧客からの解約に備えてキャッシュを持ちたいと思って、換金売りを急ぐだろう。たとえ前代未聞の政策対応が発動されたとしても、こうした逆回転の流れを寸断して、流れを正の方向に導くことは容易ではあるまい。

筆者は、今後の大規模な公的資金注入が突破口になると考える。10月8日には、英国が最大500億ポンド（9兆円）の公的資本注入を決めている。米国でも、同様の対応策に踏み出すことが期待される。基本的に、カウンターパーティ・リスクは、銀行のソルベンシー不足によって増幅されている面がある。窮地に陥った投資家や金融機関の破綻連鎖を封じるには、銀行による支援がなくてはできない。それが資本注入によって支えられれば、銀行がアンカーになって危機の連鎖を止めることに貢献できる。必ずしも即効性が強くはないが、資本注入は実体的に効果をもつだろう。

ちょうど、ポールソン財務長官は、記者会見で、金融安定化法に絡んで「あらゆる規模の金融機関の資本強化も含む」と語っている。金融安定化法には明示的ではないが、裏技の対応として資本注入を視野に入れた仕組みがあることを事実上認める発言である。正常な金融機関に公的期資金を入れることは、仕組み上はできても、米国民からの心理的反発は強いはずである。従って、それを駆使するにしても、各国協調の行動という大義名分が必要になるはずである。

10月10日にはワシントンでG7が開かれ、日米欧の財務相・中央銀行が金融危機対策を議論する。各国協調利下げは、抜本的な対応策に行動する第一弾の措置であり、その反応をみながら追加措置が講じられるだろう。仮に、G7で実施される追加的対応策でも、株価下落に有効性を発揮できなくても、各国は協調しながら株価下落が止まるまで何らかの対策を打ち続けるだろう。筆者は、協調利下げと公的資本注入、そして追加的大量資金供給の3点セットが、一連の金融危機の流れを押し止める効果を持つと考えている。

日銀の金融政策

協調利下げに日銀が同調しなかったことは、為替円高の潜在的圧力を高めるだろう。10月8日の株価下落の局面でも、為替レートが1ドル=99円台に突入したことが、さらなる下落を誘っていた。日銀が神経を尖らせるのは、金利据え置き→円高→株安、という負の連鎖である。筆者は、この流れが現実味を帯びたときは、定例の決定会合のタイミングとは関係なく、臨時の会合を開催して緊急利下げに踏み切ると予想する。現時点では、まだ利下げはメインシナリオではないが、利下げの可能性は小さくないとも考えている。

当面の日銀は、FRBと同様に、準備預金に付利をすることで、より積極的な流動性供給を行うことである。準備預金に金利がつけば、その金利水準よりも無担保コールレートが下がらないで済む。通常の金利調節は、大量資金供給をしても、基本的には一方で資金吸収をして中立調整を維持しなくてはならない。その縛りがあることが、思い切った流動性供給を制約している。準備預金の付利はその制約に縛られなくする手当てである。