

金融不安の芽を封じようとする中央銀行

発表日：2010年5月10日（月）

～6か国中央銀行のドルスワップ協定を決定～

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

6つの日米欧の中央銀行がドルスワップ協定を発表した。国際金融市場の金利跳ね上がりを牽制し、実体面で悪影響が波及しないようにリスクを遮断しようとするものだ。また、ECBは、公社債市場へ介入する方針を示している。これらの措置は、一応の評価を得て、世界的な連鎖株安に歯止めをかける起点になろう。流動性危機は、そこから信用危機に転移していかなければ、時間の経過とともに沈静化するパターンがある。

日銀は臨時会合を開催

日銀は、5月10日に臨時の金融政策決定会合を開催し、5つの中央銀行と協調対応を採って、ドルスワップ協定を再開することを公表した。ドルスワップ協定は、過去に2008年9月18日に導入され、2010年2月に終了した措置である。この措置は、東京市場でドル資金を調達しやすいような手当てを行い、外資系金融機関などがドル資金不足に陥ることを防いで、ドル金利の跳ね上がり抑えるのが目的である。

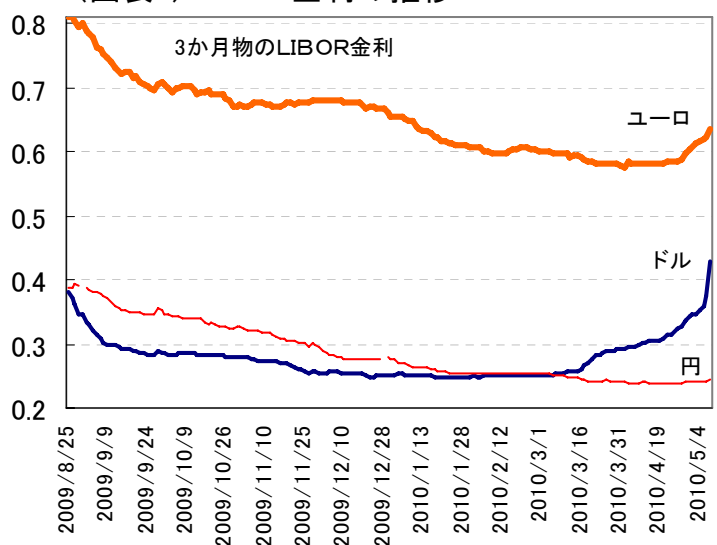
こうした措置を日銀が講じる背景には、ギリシャ問題の影響が、短期金融市場における流動性危機の様相を呈してきて、ドルの短期資金に金利上昇を引き起こすリスクを意識していることがある。ドル・円・ユーロのLIBOR金利の推移をみると、円金利は落ち着いているが、ドル金利は急上昇してきている（図表1）。短期金利上昇は、ユーロ金利にもみられるが、ドル金利の方がより目立っているのが実情である。決定会合後、海外出張している白川総裁に代行した山口副総裁は、記者会見を行って、「市場の困難や生じるかもしれない悪影響の封じ込めを期待する」と述べている。

各国中央銀行は、ギリシャ問題に端を発した

金融不安の萌芽が実体的に悪影響を及ぼさないように、金利上昇というルートを遮断しようという狙いがある。現時点では、世界的な株価下落と為替変動というルートでショックが伝播してきているが、まだファンダメンタルズに本格的な被害を及ぼしている訳ではない。むしろ、相場混乱に続く、金利上昇を放置していると、広範囲の金融仲介に障害をもたらされる。

すでに、日銀はインターバンクで5月7日に続いて5月10日には2兆円の資金供給をオファーしている。7日のオペは、応札が16,637億円と札割れに陥ったところだった。それでも、10日は2兆円の資金供給をオファーして、必要以上の資金供給を行っているアピールを強めている。

（図表1）LIBOR金利の推移



ECBの決断

日銀の支援策は、欧米中央銀行との連携が背景にあるが、ECBはより踏み込んだ対応策で臨んでいる。先にEUでは、緊急財務相理事会を開き、IMFと協調してEU参加国の資金繰り支援するための欧州安定化基金を創設している。基金の資金規模は、7,500億ユーロ（89兆円）にも上る。

これに続いて5月10日には、ECBが「公的、私的な債券市場に介入する」という方針を発表している。機能不全に陥っているとは言え、ECBが国債購入に踏み切ろうとするのは異例であり、中央銀行としては勇気の必要な決断である。これまでECBは、信用支援に主眼を置いて、2009年5月から金融機関などが発行するカバードボンドを発行・流通市場から600億ユーロ購入することを決定していた経緯はある。

一方、すでにFRBやBOEは国債購入を大規模に行い、バランスシートが肥大化してしまっている。FRBの場合、今後出口政策に踏み出すときには、資金余剰を完全に吸収できなくとも、ターム物預金などを利用しつつ、政策金利の誘導レンジを持ち上げていくトリッキーな金融調節を余儀なくされるとみられる。ECBはFRBと同じ課題に陥るリスクを背負い込みながらも、目先の金利上昇という問題に対応する姿勢を明らかにした点で意義がある

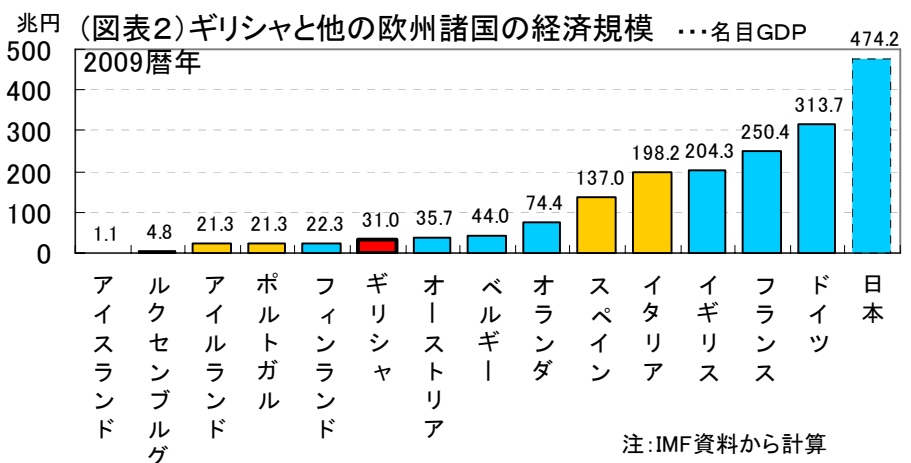
危機が拡散する心理的構図

株価の動向をみると、各国市場で連鎖的に起こっていた株安は、5月10日の東京市場で何とか歯止めがかかったかたちになっている。危機の深度はまだ測りかねるところがあり、楽観はできないが、日銀や各国中央銀行などの積極支援策が、東京市場で好感されたのだろう。

一連の流れを振り返ると、筆者はやや過剰反応が起こっているという印象を持つ。4月以降、世界経済が景気拡大に自信を取り戻し、企業収益も好調に拡大する流れを意識したところだった。株式市場はそうした実体経済の改善を受けて、やや楽観方向に振りが振れてしまったのだろう。5月に入って、楽観の振りが反対方向に振れたところで、ギリシャ問題が起こった。だから、株価下落が余計に大きくなり、その犯人探しとして欧州が抱える問題がクローズアップされた。金融市場では「株価がこれだけ大きく下落するのだから、きっとギリシャ問題は何か深刻な障害が残されているはず」という逆算の発想が、事実認識を厳しく変えたと考えられる。今一度、金融市場を激震するショックが、何を問題にしているのかを冷静に検討する必要がある。

ギリシャ問題が大きくなり過ぎていることは、その経済規模が小さいことをみればわかる。ギリシャの名目GDPは、2009年3,300億ドル（円換算30兆円）である。これは神奈川県よりもやや小さい規模である。PIIGSの中では、アイルランド（2,300億ドル）、ポルトガル（2,300億ドル）も同様に小さく、スペイン（1.5兆ドル）、イタリア（2.1兆ドル）となると規模は大きい（図表2、グラフは円換算）。EU全体の経済規模60兆ドルに対して、ギリシャは5.5%、

ポルトガルは3.8%に過ぎない。対するドイツ（3.4兆ドル）、フランス（2.7兆ドル）と大きい。民間金融機関のエクスポージャーもギリシャだけで考えれば自己資本で吸収できる範囲内であり、危機の波及が経済規模の大きな国々に広らなければ管理可能という見方ができる。

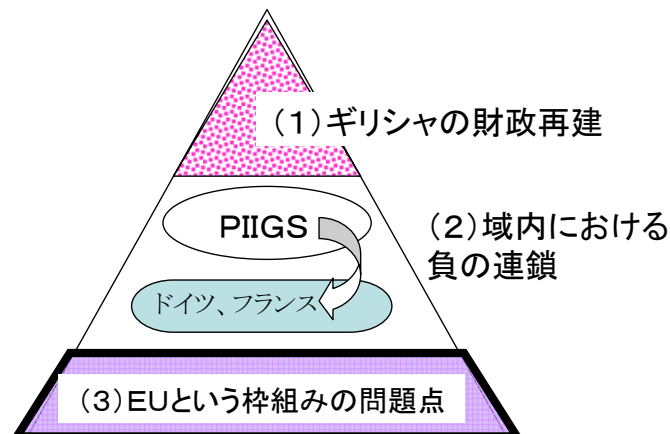


沈静化に向けた課題

ギリシャ危機に関しては、問題を複雑にする3層構造があると考えられる(図表3)。表層は、(1)ギリシャそのものの財政再建の困難さである。ただし、それは氷山の一角であり、その下にはポルトガルなどPIIGS諸国の財政悪化リスクが隠れている。ギリシャの財政悪化は、その次にポルトガル、スペインなど他国の危機に発展していくという悪い連想を誘い、そこへ融資している独仏金融機関の不良債権懸念にもつながっている。つまり、中間層は(2)欧州域内の財政・金融問題がある。

そして、下層に(3)EUというシステムに内在する問題がある。ユーロ通貨圏では、構成国であるギリシャの財政悪化の進行に有効な対応策を打つことができずに、今になって救済に追い込まれた。独仏のような支援側の国では、自国の税金で他国を救済することに、国民感情からの反発が起こる。すでに、90年代の日本やリーマンショック前後の米国では、同じような国民感情からの反発の洗礼を受けている。現在、EUは税金投入に対する批判という同じ課題に火がつこうとしていると考えられる。

(図表3)ギリシャ問題の三層構造



なお、ギリシャ問題に関して、ギリシャがユーロ通貨圏から離脱する議論がある。しかし、ここに至って、ギリシャの離脱はギリシャ自身のためにも、他のEU諸国のためにもならないのではあるまいか。思考実験として、ギリシャが旧通貨ドラクマに復帰して変動相場制に移ったとしよう。ドラクマは暴落し、ギリシャが支払うべき実質債務負担はさらに巨大になり、リスクを迫られるだろう。不確実性は、今よりも高まる。ギリシャ国内では、通貨安で輸入物価は上昇して、国民生活が苦しくなる。ギリシャの対外収支は輸入減を強制させられる格好で均衡していく。おそらく、この選択肢は、現在、ギリシャ国内で厳しい財政再建に対して抗議している人々に、予想もしていないような痛みとなるだろう。さらに、ギリシャに対する欧州各国の債権者は、ドラクマ下落でさらに不良債権化が進むという痛みを受ける。ギリシャの次に、ユーロを離脱する国はどこかという犯人探しは継続されるだろう。

今後の行方として、ギリシャ危機に端を発した金融不安は、ひとまず各国政府・中央銀行が上手に危機をコントロールし、何も起こらない状態をなるべく長期化させることで解消に向かうというシナリオが考えられる。過去の金融危機の教訓として、極度の緊張が続くような流動性危機の状態はそれほど長くは継続しないということが言える。怖いのは、当初は流動性危機だったのが、金融機関のバランスシート毀損で信用リスクを大きくしていくことである。当面は、ギリシャよりも規模の大きな国での追加ショックが起こらないか、そしてショックの封印に欧州安定化基金のような仕組みが有効性を発揮するかが焦点になろう。政策当局は、悪いパスに陥らないように、手前にきちんと政策対応を打って不安の醸成を抑えることが肝要である。