

欧米中央銀行の金融危機回避への挑戦は始まったばかり

欧米中央銀行の積極対応等を受け、金融市場はひと頃と比べて安定を取り戻した。しかし、金融市場の危機が去ったと考えるのは未だ早過ぎる。リーマンショック時と異なり、リスクは銀行ではなくノンバンク（非銀行金融機関）に移っている。金融危機回避に向けた中央銀行の挑戦は、まだ始まったばかりだ。

深刻なドル不足が 金融市場を混乱させた

新型コロナウイルス問題を受けて、強い先行き不安から、世界中で人々はトイレットペーパーなど生活必需品を買い急ぎ、深刻な品不足を生じさせた。同じことが金融の世界でも起こっている。それが深刻なドル不足の問題だ。基軸通貨のドルは、多くの貿易・金融取引に用いられることから、ドルが円滑に調達できなくなれば、世界の貿易や資金の流れは滞ってしまう。また、金融機関や新興国などの破綻につながる可能性もある。ドル調達のために、投資家は株式、債券など様々な金融商品を投げ売りし、市場の混乱に拍車をかけてしまったのである。

そこで米連邦準備制度理事会（FRB）は、世界中で金融市場の混乱の原因となっているドルの調達を助ける措置を、次々に講じてきた。FRBは以前より、主要5中銀と常設的な通貨スワップ協定を締結してドル資金を供給してきたが、3月15日には、ドル供給オペに従来の1週間物に3か月物を新たに加え、その後、ドル供給先をブラジルや韓国など9中銀へと広げた。3月31日には、FRBが米国債を担保にドル資金を貸し出すレポ取引の対象に、200以上の中央銀行や国際機関などを加える措置を決めた。新興国の中央銀行のドルの調達を助けることで、金融市場の混乱や金融機関のドル建て債務でのデフォルト（返済不能）を回避することを狙っている。

このようにFRBは、世界の金融市場の安定維持のために、世界中にドルを供給する施策に奔走してきた。トランプ米政権が自国第一主義に傾くのは対称的に、FRBは世界の中央銀行としての役割を、しっかりと果たしているのである。

金融危機への対応が 次の危機を生むという連鎖

このようなFRBの積極的な政策の効果もあって、世界の金融市場はひと頃と比べると安定を取り戻したように見える。しかし、これで金融市場の危機が去ったと考えるのは、あまりにも楽観的過ぎるだろう。

市場の安定回復のため、各中央銀行も異例の積極策を相次いで実施した。比較的迅速な対応が可能だったのは、2008年のリーマンショック時の経験を、中央銀行が覚えていたからだ。しかし、今後の中央銀行の対応は、再び未知の領域に入っていくのではないかと。今回の金融リスクは、リーマンショック時の金融危機とは全く異なる性格のものだからだ。

「金融危機はいつも違った顔で現れる」と言われる。それがゆえに、危機の再発を防ぐことは難しい。リーマンショック時の危機の源泉は、価格上昇が行き過ぎた米国の不動産市場にあった。それを支えた銀行の融資は証券化され、そのリスクは銀行のバランスシートから一度は切り離されたものの、銀行はその証券化商品への投資を拡大させる形で、最終的には大きなリスクを抱えてしまった。そのため、不動産市況の変調を映した証券化商品の価格下落が、大手銀行に深刻な不良債権問題を生じさせ、経営破綻の淵にまで追い詰めたのである。

銀行規制強化がリスクを ノンバンクにシフト

この時の経験から、銀行規制は国際的に一段と強化され、各国の大手銀行は、自己資本の拡充や流動資産の保有拡大、バランスシートの圧縮などを強く求められて

いった。その過程で大手銀行は、リスク性の高い金融商品への投資を大幅に減らしたのである。

さらに、欧米の銀行は、証券市場で売値と買値を提示して、投資家がいつでも証券を売買できるように助ける、「マーケットメイク機能」も大幅に低下させていった。リスク資産への投資拡大と、そうしたリスク資産を含む証券市場あるいは為替市場でのマーケットメイク機能の2つを銀行から引き継いでいったのが、ヘッジファンド、ミューチュアルファンド、ソブリン・ウェルスファンド、保険会社といったノンバンク（非銀行金融機関、あるいはシャドーバンク）であった。

金融規制の強化は、銀行の財務の健全性を改善させる一方で、リスクをノンバンクへとシフトさせたのである。

マーケットメイク機能も脆弱に

折しも長期化する超低金利環境の下で、社債、証券化商品などの金融商品の価格は大幅に上昇した。そして今回、新型コロナウイルス問題をきっかけに、そうした商品の大幅な価格調整が始まった。いわゆるバブルの崩壊が引き起こされたのである。それは、銀行に比べて体力が大きく劣るノンバンクの経営を大きく揺るがしている。

さらに、ノンバンクはかつての銀行のように、市場が混乱しても市場に対して流動性をしっかりと供給し続けるような、マーケットメイク機能を十分に果たすことができない。投資家の換金要求に応じて、保有する証券の売却を迫られた投資ファンドは多く、それもマーケットメイク機能の低下をもたらしている。その結果、ひとたび混乱が生じれば、金融市場のボラティリティ（変動幅）は増幅されやすいのである。

この点は、為替市場についても同様だ。スワップ市場で邦銀のカウンターパートとなる欧米のノンバンクが、ドルの安定的な供給を果たせないことが、邦銀のドル調達の不安を高めている。

中央銀行の長い闘いは始まったばかり

このように、今回の金融市場の混乱は、リーマンショック時とは大きく様相を異にしている。従ってこれからは、各中央銀行は手探りで新たな施策を講じ、深刻な金融危機の回避に粘り強く取り組んでいくことになる。

その際には、機能が大きく低下した証券市場、特にコマーシャル・ペーパー（CP）、投機的格付けのハイイールド債とBBB格社債、リスクの高い企業向け貸出を証券化したローン担保証券（CLO）、不動産ローン担保証券（CMBS）など証券化商品を、欧米を中心とする中央銀行が買入れていき、市場のリスクを吸収することで市場機能を維持する施策が段階的に進められていくのではないかと。また、より格付けの低い証券へと、段階的に買入れ対象を拡大していくことになるだろう。実際にFRBは、ハイイールド債の一部を買入れ対象に加えることを決めた。

今後表面化が予想されるノンバンクの経営不振への対応にも、欧米の中央銀行は奔走しなければならない可能性もあるだろう。金融危機回避に向けた中央銀行の挑戦は、まだ始まったばかりである。

Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部
エグゼクティブ・エコノミスト
専門はマクロ経済、金融政策
focus@nri.co.jp