

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1937号 2008年09月16日(火)

## 《 three reasons for Paulson decided not to help 》

次はAIGかワシントン・ミュージュアルかという噂が市場を駆け巡っている今の段階でも、ポールソン財務長官以下の米金融当局が“既定路線”としてリーマン・ブラザーズに関して下していた結論は「公的資金の導入を一切拒否」であり、そのラインからスタートした週末における話し合いの経緯はいろいろあった（後に紹介）ものの、出てきた結論は「リーマン・ブラザーズは破産法申請（破綻）」「もっと軽傷のメリル・リンチはバンク・オブ・アメリカが買収」というものだった。

後者も驚きを誘ったが、むしろ市場が驚いたのは「リーマンの破綻」だった。リーマンに対する米財務省の姿勢が厳しいことを市場は理解しながらも、3月にベア・スターンズのJPモルガン・チェースとの合併を演出し、つい一週間前にはファニー・メイとフレディー・マックを救済したことから、市場には「リーマンも何とかなる」という楽観論が支配していた。市場には明らかに希望的観測があった。

それだけに、週末の48時間以上に渡るニューヨーク連銀でのポールソン財務長官以下の政府当局者、場所を提供したニューヨーク連銀の当局者やワシントンから駆けつけたFRB当局者、それにウォール街の実力者が30人も集められた会合の結果が、市場を納得させられる措置を打ち出せなかったのは、実際とのところ驚きであった。

その結果は、ほとんどが休場していたアジア市場を通り越しての欧州市場での大幅株安とドル安、他通貨に対する円高の招来だった。それを受けたニューヨークでは株価がダウで504.48ドル下げ、Nasdaqも81.36ポイントの下落となった。一時安値から反発に転じたドルも、株価の大幅安を見て再び下げた。今朝のドル・円相場は104円の半ば。

当面の世界の市場は、今日の東京を含めて大きく動揺するでしょう。市場は明らかに「リーマンもどうにかなるだろう」と考えていた節がある。リーマンが破綻の道を選ばざるを得ないとしたら、その後に噂になっているAIGやワシントン・ミュージュアルはどうなるのか、という不安が市場では大きい。AIGに関しては既に子会社までを通じた2兆円以上の資金調達や、米政府がゴールドマンなどを通じての資金供与を検討しているという噂がある。しかし、過去一年の間に67ドルに達していたリーマンの株価が、「価値ゼロ」に限りなく近づくという事態は、市場を不安定にするに十分である。市場は「次はどこ」と考え、資金の出し手は著しく慎重になり、これが経済活動を鈍化させ、それが失業の増大

などの事態を呼ぶ危険性がある。それを先取りするかのように、週明けの15日にヒューレット・パカードは約2万5000人分の職を削減すると発表した。

影響は凄まじいものになると事前に予想されたのに、また財務省はベア・スターンズを今年の春には助けたのに、なぜリーマンは助けなかったのか。ウォール・ストリート・ジャーナルには、この週末の48時間のリーマンを巡る動きを特集した中で、最初から財務省、特にポールソンが救済拒否の立場だった理由を以下のように指摘している。

1. (政府による民間企業救済という) 著しく悪しき先例を残すことになり、他のウォール街の金融機関、さらに言えば他の業種が国の資金を求める先例になりかねない。既にデトロイトの米自動車業界は国に巨額(250億ドル~500億ドル)の低利融資を求めている
2. ポールソンは、ウォール街が彼を「救済に乗り出す男」と見なし始めているのに苛立っていた。ポールソンはリーマンの苦境は既に長く知られており、市場はそれに備える時間があつたはずだ、と考えた
3. 加えて、リーマン・ブラザーズはベア・スターンズが生き残りを賭けていたときにはなかったFRBの特別融資制度を使える環境にあつた。環境が違うのだから、今回はベア救済方式を再び発動すべきではないと考えた

### 《 intense meetings over the weekend 》

ポールソン以下の財務省やFRBは「公的資金は入れない」というスタンスを取りながらも、ウォール街の他の証券会社、銀行に対して、「業界自らの力でリーマンを救済し、金融市場の混乱を治めるよう強く働きかけた」と言われる。その48時間あまりの動きをウォール・ストリート・ジャーナルが関係者に対する綿密な取材で報じているので、それを引用する。今後も起きるであろう「各社別金融危機」に対するアメリカ政府の姿勢を見る上でも参考になる。

1. ポールソンなどブッシュ政権の幹部の間では最初から「リーマン・ブラザーズを政府が救済することはない」、つまり「国家の公的資金を使うことはない」という方針は決まっていた
2. 最初にリーマンの処理について財務省、FRB、そしてウォール街の幹部達(約30人の実力者)が会合を持ったのは金曜日12日の午後6時である。場所はニューヨーク連銀で、あの茶色と白の連銀のビルの周りは幹部を乗せてきたリムジンが週末を通じて集まり、時に動けない状態となって交通渋滞が起きた
3. この冒頭から「リーマン救済には国家資金、公的資金は使わない」とのブッシュ政権の方針が伝えられた。「ウォール街が起こした問題はウォール街が解決すべきで

ある」という考え方。「モラル・ハザードを再び引き起こしてはいけない」という考え方からだった（モラル・ハザード＝特融や預金保険といったセーフティネットの存在により、金融機関の経営者、株主や預金者等が、経営や資産運用等における自己規律を失うこと）

- 4 . しかし最後まで残ったリーマンの買い手、バンカメとバークレイズともリーマン買収の条件として「公的資金の導入」を要求し、会議に参加していたウォール街のバンカーの間にも一部には「政府が最後の最後には公的支援を約束するのではないか」という印象を持つ参加者もいた
- 5 . 「政府資金は入れない」という前提で、金曜日の会合ではニューヨーク連銀のガイトナー総裁がリーマンに関して二つのあり得るシナリオを描いた。一つはリーマンの「秩序ある解体」、もう一つはウォール街の有力金融機関が資金を出し合ってリーマンの悪しき資産を別会社などに移し、優良資産が残ったリーマンを他の会社を買収しやすくする、という案。ポールソンは後者での意見統一を望んだ。「リーマンでは誰もがリスクに晒されているはずだ」と
- 6 . 金曜日の午後 8 時まで続いた会合では、ウォール街の幹部達は財務省やニューヨーク連銀の説明を聞き、質問をただけで「各社が何をするのか」に関しては意見を述べなかった。この時点でリーマン買収に興味を抱いていたのはバンク・オブ・アメリカ（アメリカ）とバークレイズ（イギリス）の二社だった
- 7 . 翌朝、つまり 13 日土曜日の会合は午前 9 時からまたニューヨーク連銀の一室で始まった。二つのグループに分かれて会合を行い、一つはリーマン解体のシナリオで会合を行い、この会合に参加した各社がニューヨーク連銀から新しい融資制度（ベア・スターズの救済合併の際に用意された）での借り入れを行い、その資金でリーマンの資産を買収することなども話し合われた
- 8 . もう一つのグループは単一の買い手を探すこととなり、候補はバンカメとバークレイズだったが、その場合でも両社が買いたいとしたのはリーマンの優良資産、例えば株式取引、アナリスト業務など。リーマンの悪しき資産 850 億ドルに関しては、銀行団が資金を出し合って「バッド・バンク（bad bank）」に移管し、悪しき資産がウォール街に流れ込まないようにすることなどが検討された
- 9 . しかし政府支援なしでのウォール街のリーマン救済案には、大きな無理があった。リーマンと取引があるという意味では、機関投資家、ヘッジファンド、それに海外投資家も救済に参加すべきだと会議参加者の意見もあったし、モルガン・スタンレーのジョン・マーク CEO のように、「リーマンの次はメリルなどきりなくなる」というもっともな意見も出た。政府が公的資金提供を拒否し続ける中で、「政府の公的資金が出るなら」という条件を譲らなかったバンカメが土曜日の昼までに買収交渉から撤退
- 10 . 午後 5 時には会合を終えた。政府と会合に参加した銀行家達の立場は大きく離れ

ていた。交渉プロセスを「世界最大のポーカーゲーム」と称する人もいた。相手の手の内を互いに探っていたということだ。週明けの市場大混乱という展開が頭をよぎるだけに、「政府が救済に最後はウンというのでは」という期待は最後まであった

- 1 1 . リーマンの悪しき資産を集めたバッド・バンクを作るという構想は、土曜日の夜の間に消えた。ヘッジファンドである LTCM 危機( 1 0 年前)の時に比べて、ウォール街の各行の健全度ははるかに低く、共同対処する体力がなかったからだが、一部の銀行は週明けの市場混乱を予想して、バークレイズが買収するのであればそれを助けたいと支援を惜しまないという銀行もあった
- 1 2 . 日曜日、1 4 日の朝。リーマン買収の唯一の候補として残ったのはバークレイズとなった。バークレイズは「一気にウォール街の有力証券会社、インベストメント・バンクになる」思惑があった。しかし唯一の買収可能性のある会社が外国企業ということで、アメリカ政府がリーマンに公的資金をつぎ込む可能性はさらに低下した。しかしその一方で、バークレイズは公的資金を欲しがったし、バークレイズは「最後は米政府は折れる」と踏んだ
- 1 3 . 「バークレイズによるリーマン買収」が決まりかけた、と思われるような時期もあった。バークレイズは、決定次第投資家やジャーナリストに配る文章まで用意したし、交渉成立を祝うためかニューヨーク連銀にはケーキ、クッキー、サンドイッチなどなどが持ち込まれもした
- 1 4 . しかし、バークレイズは最後は再び財務省やニューヨーク連銀と"些細な問題"(mundane matters)、具体的には「この取引を承諾するためには株主総会が必要になる」といったバークレイズ側要求などで最後の最後に行き詰まった。バークレイズはこの時点でも、「アメリカ政府による何らかの形の公的金融支援」を求めている。対立は解消できず、バークレイズも日曜日の昼頃には買収から撤退。リーマンのチャプター 1 1 申請への道が敷かれた

リーマン買収の思惑を持ったバンカメやバークレイズがどう考えたかは別問題として、この間一貫していたのは政府の態度だった。ポールソンは月曜日に、「リーマンに公的資金を入れることは全く考えなかった」と述べている。

これに対して、交渉に参加した一人はウォール・ストリート・ジャーナルに対して、「政府は(公的資金導入を拒否することによって)火遊びをしている」と考えたそう。確かにダウの504ドル強安は、「火遊び」にしては火が世界各地に類焼する危険性が高いし、実際にそうになっている。

リーマンの破綻を受けて、同様の危機にあると見られていたAIGの株価は急落。一方でバンカメに救われたメリル(一株当たり29ドル、総額500億ドルのバンカメによる買収劇)の株価は急騰と、ウォール街は再編の嵐の中にある。リーマンの従業員の中でも他に移

れる人、業界から去る人。リーマンの過去1年間における株価の最高値は先週末に調べたら67ドルだった。それが紙屑になった。この激しさが「不安感」を呼ぶ。

### 《 central bankers are trying to supply liquidity 》

市場で高まることが確実な不安感に関して、各国中央銀行が無策だったわけではない。欧州では ECB が週明けの市場でユーロ圏の金融機関に対して300億ユーロ(4兆5000億円)の資金を緊急に供給した。イギリス中銀も50億ポンド(9400億円)の資金を供給した。スイスも資金供給を行っている。

当の FRB は、月曜日のニューヨーク市場が開場する前に、以下の声明を発表して市場への潤沢な流動性付与を宣言した。

「For immediate release

The Federal Reserve Board on Sunday announced several initiatives to provide additional support to financial markets, including enhancements to its existing liquidity facilities.

"In close collaboration with the Treasury and the Securities and Exchange Commission, we have been in ongoing discussions with market participants, including through the weekend, to identify potential market vulnerabilities in the wake of an unwinding of a major financial institution and to consider appropriate official sector and private sector responses," said Federal Reserve Board Chairman Ben S. Bernanke. "The steps we are announcing today, along with significant commitments from the private sector, are intended to mitigate the potential risks and disruptions to markets."

"We have been and remain in close contact with other U.S. and international regulators, supervisory authorities, and central banks to monitor and share information on conditions in financial markets and firms around the world," Chairman Bernanke said.

The collateral eligible to be pledged at the Primary Dealer Credit Facility (PDCF) has been broadened to closely match the types of collateral that can be pledged in the tri-party repo systems of the two major clearing banks. Previously, PDCF collateral had been limited to investment-grade debt securities.

The collateral for the Term Securities Lending Facility (TSLF) also has been expanded; eligible collateral for Schedule 2 auctions will now include all investment-grade debt securities. Previously, only Treasury securities, agency securities, and AAA-rated mortgage-backed and asset-backed securities could be pledged.

These changes represent a significant broadening in the collateral accepted under both programs and should enhance the effectiveness of these facilities in supporting the liquidity of primary dealers and financial markets more generally.

Also, Schedule 2 TSLF auctions will be conducted each week; previously, Schedule 2 auctions had been conducted every two weeks. In addition, the amounts offered under Schedule 2 auctions will be increased to a total of \$150 billion, from a total of \$125 billion. Amounts offered in Schedule 1 auctions will remain at a total of \$50 billion. Thus, the total amount offered in the TSLF program will rise to \$200 billion from \$175 billion.

The Board also adopted an interim final rule that provides a temporary exception to the limitations in section 23A of the Federal Reserve Act. It allows all insured depository institutions to provide liquidity to their affiliates for assets typically funded in the tri-party repo market. This exception expires on January 30, 2009, unless extended by the Board, and is subject to various conditions to promote safety and soundness. 」

声明の最初の文章でも明らかなように、「既存のファシリティーの強化を含めて、金融市場に新たに流動性を付与する措置」です。しかし、流動性は付与できても、「信用 confidence」は付与できない。今のニューヨークの金融市場で一番欠如しているのはこれです。少なくともリーマンを救済していれば、これは維持できた。しかしそれは国家の意思としてはやらなかった。

今週は月曜日が既に終わっていて、火曜日からの予定を提示します。火曜日のFOMCに関しては、ニューヨークの金融先物相場の動きを見ると0.25%、ないし0.5%の利下げを織り込んでいる。しかし、今朝のウォール・ストリート・ジャーナルには、「Fed Likely to Stand Pat on Rates」という記事がある。つまり「据え置き」という予想。もっとも、

「Federal Reserve officials aren't inclined to veer from plans to hold short-term interest rates steady at Tuesday's meeting, even though financial markets put rising odds on a quick rate cut following the weekend's drama on Wall Street.

But concern about deteriorating markets and financial institutions could quickly prompt a change of heart among Fed officials or lead them to use their end-of-meeting statement to open the door to more rate cuts.」

という書き方で、「状況次第」という書き方になっている。あと今週は米金融大手の決算発表が予定されている。この決算は市場の注目を浴びるだろう。また週明けの市場でバレル

94ドルの安値（引値は95.71ドル）のをつけた原油相場の行方も注目される。

今週の残る期間の主な予定は以下の通りです。

9月16日（火）	8月消費動向調査 8月首都圏新規マンション販売 日銀政策決定会合（～17日） 米8月消費者物価 米9月NAHB住宅市場指数 米FOMC 米上院銀行委員会公聴会
9月17日（水）	日銀総裁定例記者会見 米MBA住宅ローン申請指数 米8月住宅着工 英中銀金融政策委員会議事録公表 中国8月都市部固定資産投資
9月18日（木）	7月第3次産業活動指数 8月全国百貨店売上高 8月日本製半導体製造装置BBレシオ 全国証券大会（白川日銀総裁あいさつ） ECB理事会 米8月コンファレンスボード景気先行指数 米9月フィラデルフィア連銀指数 8月北米半導体製造装置BBレシオ スイス中銀政策金利発表
9月19日（金）	7月景気動向指数（改定値）

### 《 have a nice week 》

3連休はいかがでしたか。天候は良くて、土曜日の午前中は名古屋に、日曜日は静かにして、月曜日はお台場で仕事と、遠出は出来ませんでした。「秋深まり」という印象もしてきた週末でした。

しかし相も変わらず金融市場の混乱は続いている。月曜日の東京やアジア各地市場が休みが多かったのはラッキーだったのかどうか。ニューヨーク連銀で会合をしていた連中も、「もうすぐアジアが開く」というプレッシャーがあったら「合意」が可能だったのかも知れないと思うのですが、まあそういう問題ではないんでしょう。一言で言えば、アメリカ政府はモラル・ハザードを嫌ったと言うことです。過去一年間で「4度目の緊急措置」はなかった。なかった代わりに「リーマン破綻」という厳しい現実が世界の市場を揺さぶってい

る。

当面は「がたがた」と言うことでしょう。まあ市場というのは決して安定しないのが特徴ですが、最近の動きはちょっと激しすぎる。

皆さんには良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》