

金融危機における米国 FRB の金融政策 — 中央銀行の最後の貸し手機能 —

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 1930年代以来ともいわれる経済・金融危機に直面している米国では、最後の貸し手（LLR）として FRB に積極かつ果敢な危機対応が求められている。特に、2008年9月の「リーマン・ショック」以降は、銀行機能や金融市場の資金仲介が機能不全に陥る危機的な状況の中で、FRB は金融機関や市場に流動性を供与することを目的とする新たなファシリティを相次いで導入している。
2. また、ベアー・スターンズや AIG 等の問題金融機関の救済に関連して LLR の1つの機能として FRB は様々なノンリコース・ローンを提供している。その中には、問題金融機関から RMBS や CDO 等の問題資産を買取することを目的として FRB が連結 SPV を設置し、FRB が SPV に買取り資金をファンディングするという異例のスキームも含まれている。
3. FRB の積極かつ果敢な危機対応の結果、バランスシートはほぼ2倍の水準に拡大した。金融危機の収束後は流動性ファシリティに係る資産は自然と縮小するとみられるが、問題金融機関からの買取り資産等、流動性が低く資産価値が毀損するおそれのある資産についての出口戦略が FRB にとって大きな課題となる。
4. FRB が導入した流動性ファシリティの中には、CPFF や TALF 等、金融機関を介さずに最終資金需要者に流動性を供与するものがあり、これは銀行機能や市場の資金仲介が機能不全に陥った場合に限定された中央銀行の新たな LLR の機能とみることができる。また、FRB と財務省の間では政策協調・役割分担が行われ、財務省から信用補完やファイナンスの支援が行われていることが、FRB の機能が最大限に活用される背景にあるとみられる。FRB の経験を踏まえて、日本もあらかじめ必要な対応を図っておく必要があるだろう。

I FRB の金融危機への対応

1930年代以来ともいわれる経済・金融危機に直面している米国では、中央銀行である

連邦準備制度 (FRB)¹に積極かつ果敢な危機対応が求められている。

米国では、2006 年終わり頃にはサブプライム・ローンのデフォルトの増加が認識され、2007 年に入ると大手住宅金融会社の破綻が相次いだ。6 月にはヘッジファンドの多額の損失が明らかになり、7 月にはサブプライム RMBS や CDO の大幅な格下げが行われ、サブプライム問題が金融市場に拡大した。8 月に入ると金融機関が短期資金を融通するインターバンク市場の流動性の問題に発展した。8 月初にドイツの IKB 産業銀行の多額の損失が判明し、9 日には BNP パリバ傘下のヘッジファンドが凍結された。その結果、大手金融機関の流動性とデフォルト・リスクに対する懸念が高まり、ロンドンのインターバンク市場におけるオファー金利の指標である LIBOR が急激に上昇した。そのため、欧州中央銀行 (ECB) は 9 日、インターバンク市場に 950 億ユーロにも上るオーバーナイト (O/N) の流動性を供給し、それに続き FRB も 240 億ドルの流動性供給を行った。

インターバンク市場の流動性の問題に対応するため、次の段階として FRB は政策金利の引き下げを開始した。まず、FRB は 8 月 17 日、商業銀行等が 12 地区の連邦準備銀行のディスカウント・ウインドウを通じて O/N 資金を借り入れる際のディスカウント・レート (公定歩合)²を 5.75%とし、50 ベーシスポイント (bps) の引き下げを行った。9 月 18 日には、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート (FFR) の誘導目標を 50bps 引き下げて 4.75%とし、あわせてディスカウント・レートを 5.25%に引き下げた。その後、2008 年 4 月までの短い期間で FFR の誘導目標は累計で 325bps も引き下げられた。こうした急速な政策金利の引き下げは FRB にとっても初めてのことである。さらに、2008 年 9 月の「リーマン・ショック」を受けて、10 月 8 日には米欧 6 カ国の中央銀行による協調利下げが行われた³。12 月 16 日には FFR を 75~100bps 引き下げて 0.0~0.25%のレンジに、ディスカウント・レートを 75bps 引き下げて 0.5%にしており、FRB は政策金利をゼロ%付近まで引き下げるという積極的な金融緩和政策を採用した (図表 1)。

FRB はいわゆるゼロ金利政策の採用に加えて、ベン・バーナンキ FRB 議長が量的緩和 (quantitative easing) と区別して信用緩和 (credit easing) と説明する金融機関や金融市場への積極的な流動性の供給、大手金融機関の救済に関連した信用供与を行っている。

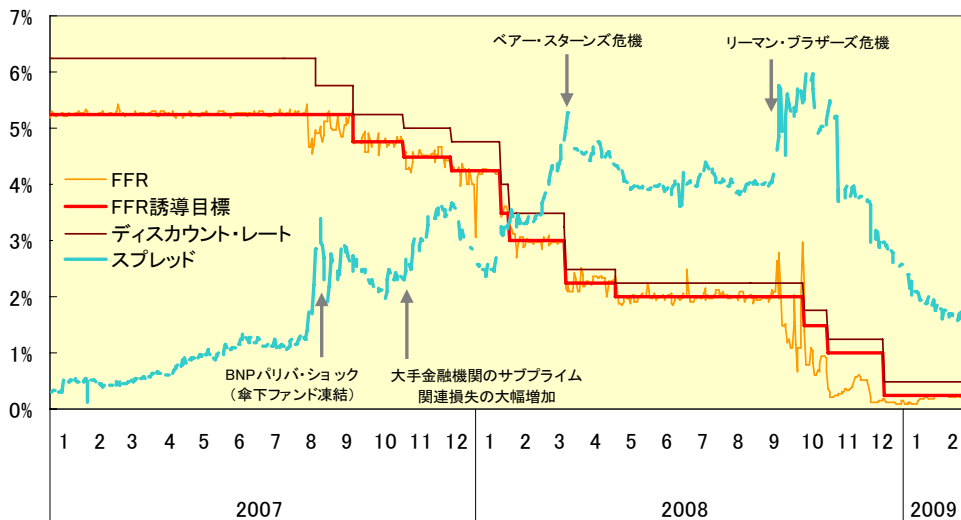
本稿では、FRB の非伝統的政策について、金融システムの安定化、信用秩序の維持を目的とするプルーデンス政策の観点に着目して、中央銀行の最後の貸し手機能 (Lender of Last Resort: LLR) の役割を整理する。

¹ 連邦準備制度 (Federal Reserve System) は、12 の連邦準備銀行 (Federal Reserve Banks) で構成される。その最高意思決定機関が連邦準備制度理事会 (Board of Governors of Federal Reserve System) であり、公開市場操作の決定機関として連邦公開市場委員会 (FOMC) がある。米国の中央銀行制度を正確に表現するにはこれらを使い分けることが必要になるが、本稿では特に断りのない限り FRB の通称を用いる。

² ディスカウント・ウインドウにはプライマリー・クレジットの他に、セカンダリー・クレジットやシーズナル・クレジットがあるが、一般的にはプライマリー・クレジットの基準金利を指す。

³ FRB の他に、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、スウェーデン中央銀行、スイス国民銀行が協調して政策金利の引き下げを行った。

図表 1 インターバンク市場のスプレッド拡大と FRB の利下げ



(注) 1. FFR の誘導目標は 2008 年 12 月 16 日以降 0.0~0.25% であるが、上図では 0.25% で表示。
 2. スプレッドは、LIBOR3 カ月と TB3 カ月の差。
 (出所) FRB、Bloomberg より野村資本市場研究所作成

II 金融機関およびインターバンク市場に対する流動性支援

1. 新たな流動性ファシリティの導入

BNP パリバ・ショックを受けてインターバンク市場で流動性への懸念が高まる中で、FRB は 2007 年 8 月 17 日、預金取扱機関を対象とするディスカウント・ウインドウを通じた融資期間（通常 O/N～数週間）を 30 日間に延長する制度を導入した⁴。12 月 12 日には FRB は競争入札を経て預金取扱機関に 28 日間の融資を提供するターム物入札ファシリティ（Term Auction Facility; TAF）の導入を公表し、17 日から運用を開始した（図表 2）⁵。銀行等がこれらの制度を使えば長めの資金を調達することが可能になり、市場流動性の低下が生じる中で資金繰りが安定する効果が得られる。

一方、非預金取扱機関である大手投資銀行は、それまで O/N のレポ取引を始めとする証券担保による短期の市場調達に資金繰りを依存していた。大手金融機関のサブプライム関連損失が膨らんでいく中で、安全なレポ取引の担保として財務省証券に対する需要が高まる一方、財務省証券以外の証券はヘアカット率が引き上げられたことから、担保としての価値が下がり資金調達に支障がでるようになった（図表 3）。2008 年 3 月になると短期資金市場の流動性に強いストレスがかかったため、FRB は 3 月 11 日に大手投資銀行を含むプライマリー・ディーラーを対象にターム物証券貸出ファシリティ（Term Securities Lending Facility; TSLF）の導入を公表した。

⁴ 2008 年 3 月 16 日には融資期間は 90 日間に延長されている。

⁵ FRB は 2008 年 7 月 30 日、28 日間の融資に加えて、新たに 84 日間の融資スキームを導入した。

図表 2 FRB の金融機関向け流動性ファシリティ

	ターム物入札ファシリティ	ターム物証券貸出ファシリティ	プライマリー・ディーラー 流動性ファシリティ
名称	Term Auction Facility (TAF)	Term Securities Lending Facility (TSLF)	Primary Dealer Credit Facility (PDCF)
実施連銀	全12連銀	ニューヨーク連銀	ニューヨーク連銀
公表日	07年12月12日	08年3月11日	08年3月16日
開始日	07年12月17日	08年3月27日	08年3月17日
実施期限	-	09年10月30日	09年10月30日
目的	預金取扱機関の資金繰り支援	プライマリー・ディーラーの資金繰り支援	プライマリー・ディーラーの資金繰り支援
概要	競争入札を経て28日間、または84日間の融資を実行	プライマリー・ディーラーに対して28日間の期間で財務省証券を貸出	プライマリー・ディーラー向けのO/N融資
実施頻度	週2回(競争入札)	スケジュール1は週2回、スケジュール2は週1回(競争入札)	随時(要求ベース)
スキーム	連銀の直接融資	ニューヨーク連銀が保有する財務省証券をGC取引で貸出(スケジュール1:トライパーティー・レボ適格担保証券を担保、スケジュール2:トライパーティー・レボ適格担保証券、投資適格債を担保)	連銀の直接融資
連邦準備法上の根拠			法13条(3)項
流動性供給の対象者	全預金取扱機関(外国銀行支店を含む)	プライマリー・ディーラー	プライマリー・ディーラー
適格担保証券	ディスカウント・ウインドウ適格担保証券	トライパーティー・レボ適格担保証券(財務省証券、エージェンシー債、エージェンシーMBS)、投資適格債(社債、地方債、MBS、ABS)	トライパーティー・レボ適格担保証券(財務省証券、エージェンシー債、エージェンシーMBS)
融資・買取の上限	融資上限なし	2000億ドル相当の証券貸出が上限	融資上限なし
備考		2008年7月30日、TSLFと併せて、2週間以内の貸し出しを行うTSLFオプション・プログラムを導入(随時・要求ベース)	

(出所) FRB、ニューヨーク連銀資料より野村資本市場研究所作成

図表 3 レボ取引におけるヘアカット率

	2007年4月	2008年8月
財務省証券	0.25%	3%
投資適格債	0%~3%	8%~12%
ハイイールド債	10%~15%	25%~40%
株式	15%	20%
レバレッジド・ローン(シニア)	10%~12%	15%~20%
レバレッジド・ローン(メザニン)	18%~25%	35%以上
MBS(プライム)	2%~4%	10%~20%
ABS	3%~5%	50%~60%

(出所) IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2008

プライマリー・ディーラーは、以前からニューヨーク連銀の証券貸出（Securities Lending）を使って財務省証券を担保に特定の財務省証券を O/N で調達することができた（SC 取引）。一方、TSLFは競争入札を経てエージェンシー債（政府機関債）、住宅関連政府機関（GSE）であるファニーメイやフレディマックが発行するエージェンシーMBS、投資適格債等を担保に財務省証券を 28 日間借入れるもので（GC 取引）、プライマリー・ディーラーはそれを担保にレポ市場で長めの資金を調達することが可能となる⁶。

その頃、大手投資銀行の一角を占めるベアー・スターンズはレポ取引のロールオーバーを断られるなど流動性危機に瀕していた。ベアー・スターンズは当時、レポ取引、OTC デリバティブや外国為替取引、証券化商品、証券クリアリング等の多様な取引について 1.5 億件にも上る取引件数を抱えており、同社が突然デフォルトしたり破綻に至れば、多様な取引のカウンターパーティに影響が及び、金融システムに大きな混乱が生じることが予想された。そのため、FRB および財務省は 3 月 14 日、JP モルガン・チェースによるベアー・スターンズの救済に際して、FRB の緊急融資等の公的支援を行う方針を決定した。

FRB は同日、証券担保を利用した市場調達に依存する大手投資銀行の資金繰り支援として、ニューヨーク連銀が財務省証券、エージェンシー債、エージェンシーMBS を担保にプライマリー・ディーラーに O/N で資金供与を行うプライマリー・ディーラー向け貸出ファシリティ（Primary Dealer Credit Facility; PDCF）の導入を公表し、翌 17 日から運用を開始した。米国では連邦準備銀行のディスカウント・ウインドウを利用して融資を受けることができるのは預金取扱機関に限られており、非預金取扱機関にディスカウント・ウインドウを開放したのは FRB の制度開始以来、初めてのことである。インターバンク市場の流動性が枯渇し、金融機関の間でさえ資金の融通が困難になるような状況においては、FRB は通常の権限を越えて非預金取扱機関に流動性を供給する役割を担っていることを明確にしたことになる。

非預金取扱機関の資金繰り支援を目的として導入された TSLF や PDCF の根拠となっているのが、FRB の設置法である連邦準備法（Federal Reserve Act of 1913）13 条(3)項である。FRB の権限を規定する同法 13 条は、(3)項において、異常かつ緊急（unusual and exigent）の状況の場合、連邦準備制度理事会の最低 5 名の理事の承認を得て、個人、パートナーシップ（組合）、企業に対して連邦準備銀行が信用供与を行うことを認める権限を定めている。TSLF や PDCF のみならず、その後導入された新たな流動性ファシリティのほとんどが 13 条(3)項を根拠条文としている。銀行機能や金融市場が機能不全に陥るといったシステミック・リスクに対応するため、FRB の通常の権限を超える役割を發揮するものとして、13 条(3)項は重要な意味をもっている。

⁶ 2008 年 7 月 30 日には、TSLF のオプションとして、随時ベースで 2 週間内の財務省証券の貸出しを行う TOP（Term Securities Lending Facility Options Program）が導入されている。

2. 流動性スワップを通じた各国中央銀行のドル供給

2008 年 9 月の「リーマン・ショック」の影響から金融市場はパニックに陥った。相互不信から金融機関の与信は極度に萎縮し、スプレッドは急拡大し、流動性確保の必要から資産の投げ売りが生じた。インターバンク市場の流動性はグローバルに急激に低下し、金融機関はドル資金の資金繰りに窮する事態となった。

FRB は 9 月 18 日、カナダ銀行、イングランド銀行、ECB、日本銀行、スイス国民銀行と協調して、FRB と各中央銀行との間で流動性供与のためのスワップ契約に基づき 1800 億ドルを上限に各国・地域の短期金融市場にドル資金を供給する方針を明らかにした。ECB およびスイス国民銀行との間では 2007 年 12 月に締結したスワップ契約の引出限度額を増額し、イングランド銀行、日本銀行、カナダ銀行との間では新たに契約を締結した。

さらに、9 月 29 日には、デンマーク国民銀行、ノルウェー銀行、オーストラリア準備銀行、スウェーデン中央銀行がスワップ契約に基づくドルの流動性供与の枠組みに加わり、FRB はドル資金供給の規模を最大 6200 億ドルに大幅に増額した⁷。

III 短期金融市場に対する流動性支援

1. 金融市場に対する FRB の新たな流動性支援

リーマン・ショックを機に金融市場は大きな混乱に陥り、銀行機能や金融市場が果たす仲介機能は大きく低下した。このため、銀行等から融資を受ける企業や消費者、コマーシャル・ペーパー（CP）等の証券発行によって市場調達をしている企業は過去に例のない信用・流動性の収縮に直面し、米国の金融システムや実体経済は重大な局面を迎えた。こうした事態を受けて FRB は新たな流動性ファシリティを次々に導入した（図表 4）。

1) 短期金融市場の流動性支援

CDO 等の証券化商品に投資する器（ヴィークル）として大手金融機関が設立したストラクチャード・インベストメント・ヴィークル（SIV）は、ABCP の発行によって資金調達を行っていた。サブプライム問題の顕在化によって裏付け資産である CDO の価値が大幅に毀損した影響から、2007 年 8 月には ABCP の発行が減少に転じ、市場の混乱は次第に短期金融市場に及んでいった。2007 年末時点で ABCP の発行残高のおよそ 3 分の 1 が米国の MMF であるマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドの保有分であるなど、米国では MMF は ABCP 市場の主たる投資家であった。ABCP 市場の混乱を受けて MMF の流動性が低下し、MMF 市場にも影響が及ぶこととなった。

⁷ FRB は現在、ブラジル中央銀行、韓国銀行、メキシコ銀行、ニュージーランド準備銀行、シンガポール通貨庁を含む 14 の中央銀行との間で、バイラテラルのスワップ契約を締結している。

図表4 FRBの金融市場に対する流動性ファシリティ

	ABCP・MMF 流動性ファシリティ	CPファンディング・ ファシリティ	短期金融市場投資家 流動性ファシリティ	ターム物ABS融資 ファシリティ	MBS買取りプログラム
名称	Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Funding Liquidity Facility (AMLF)	Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)	Term Asset-backed Securities Loan Facility (TALF)	Mortgage-backed Securities Purchase Program
実施連銀	ボストン連銀	ニューヨーク連銀	ニューヨーク連銀	ニューヨーク連銀	ニューヨーク連銀
公表日	08年9月19日	08年10月7日	08年10月21日	08年11月25日	08年11月25日
開始日	08年9月19日	08年10月27日	08年11月24日	09年3月17日	09年1月5日
実施期限	09年10月30日	09年10月30日	09年10月30日	09年12月31日	09年6月30日
目的	MMF市場およびABCP 市場の流動性支援	CP市場の流動性支援	MMFを含む短期金融市 場の流動性支援	消費者および中小企業 の流動性支援	モーゲージ市場の流動 性支援
概要	預金取扱機関等による MMF保有のABCP買取 り資金に係るノンリコ ース・ローン(期間は ABCP償還まで、銀行 は最大120日間、その 他は最大270日間)	プライマリー・ディー ラー(エージェント)経由 でCPの発行者からCP を直接買取り	短期金融市場参加者 から相対的にタームが 長い金融機関の預金 証書等を買取り	プライマリー・ディー ラー(エージェント)経由 でABSの保有者に対し てABSを担保とする期 間3年のノンリコース・ ローンを供与	GSE保証が付された MBSを投資マネジャー がブローカー・ディー ラーから買取り
実施頻度	随時(要求ベース)	随時(要求ベース)	随時(要求ベース)	月次(競争入札)	FRB策定の投資方針に 基づく買取り
スキーム	連銀が直接融資	SPVが買取り、連銀が バックファイナンス	SPVが買取り、連銀が バックファイナンス	連銀が直接融資(延滞 時にSPVにABSを移 管)	公開市場操作の位置 づけ
連邦準備法 上の根拠	法13条(3)項	法13条(3)項	法13条(3)項	法13条(3)項	法14(b)条
流動性供給 の対象者	①預金取扱機関 ②銀行持株会社 ③外国銀行在米支店	適格CPの発行者(外国 会社を含む)	①MMF ②銀行・保険会社・年 金基金・信託会社・投 資顧問会社・州地方政 府が運営・所有する一 定のファンド ③銀行・保険会社・年 金基金・信託会社・投 資顧問会社が運営・所 有する証券貸借取引の 現金担保	適格ABSの保有者で、 ①米国法に基づき設立 された会社、もしくは米 国で相応の業務を行っ ている会社、②外国銀 行在米支店、③主に米 国で組成・運営される 投資ファンド	プライマリー・ディー ラー
対象証券	・08年9月19日以降に MMFから買取りが行わ れたABCP ・主要NRSROから最上 位の短期格付(A-1/P- 1/F1)を取得	・米国内で発行されるド ル建てCP(3か月物)、 ABCP(3か月物) ・主要NRSROから最上 位の短期格付(A-1/P- 1/F1)を取得	・満期まで最低7日間、 最大で90日間のドル預 金証書および銀行手 形、金融機関が発行す るCP ・主要NRSROから最上 位の短期格付(A-1/P- 1/F1)を取得	・原則、09年1月以降に 発行されたオート・ロー ン、学生ローン、クレ ジットカード・ローン、中 小企業局(SBA)保証付 き融資を原資産とする ABS ・CMBS、民間RMBS、 CLO等その他の資産担 保証券についても検討 ・主要NRSROから最上 位の短期・長期格付を 取得	・ファニーメイ、フレディ マック、ジニーメイの保 証が付されたMBS ・満期10年、15年、30年 等
融資・買取 の上限	融資上限なし	買取上限なし(ただし、 個々の発行者には過 去の発行実績を基に上 限を設定)	総額6000億ドル	総額1兆ドル	総額5000億ドル
信用補完	特になし	特になし	買入額10%相当額は ABCP発行(連銀のファン ディング資金に劣後)	財務省がSPVに1000億 ドルの劣後資金を提供 (TARPから提供)	ファニーメイ、フレディ マック、ジニーメイによ る保証
備考		・アセットマネージャ: PIMCO ・カストディアン: ステートストリート		金融安定化プランに よって、買取総額が 2000億ドルから1兆ドル に、TARP資金の提供 が200億ドルから1000 億ドルに増額	・投資マネージャ: ①ブラックロック ②ゴールドマン・サック ス・アセット・マネジメン ト(GSAM) ③PIMCO ④ウエリントン・マネジ メント ・カストディアン: JPモルガン

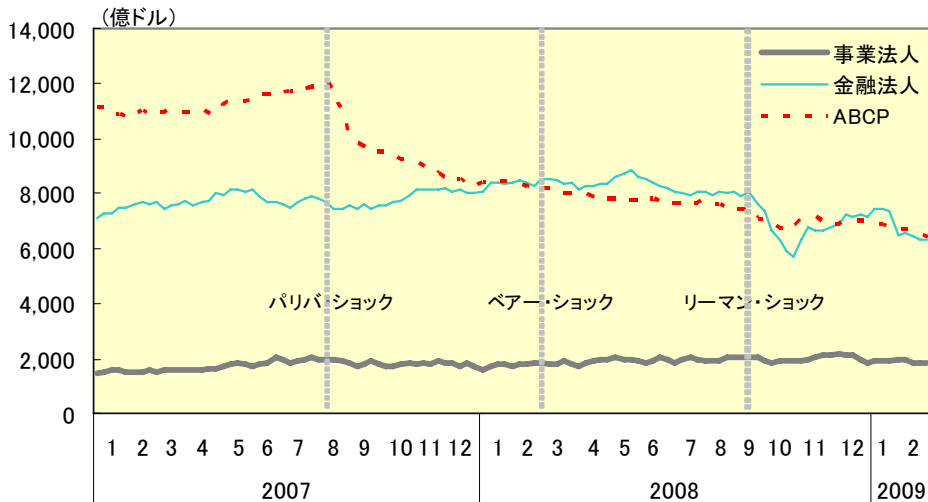
(出所) FRB、ニューヨーク連銀、ボストン連銀資料より野村資本市場研究所作成

2008 年 9 月には、リーマン・ブラザーズの破綻の影響からリザーブ・プライマリー・ファンドという現存最古の MMF で元本割れが生じ、MMF 市場における混乱が懸念された⁸。米国の MMF は CP や ABCP を始めとする短期金融市場の主要投資家であり、MMF 市場の混乱は短期金融市場の流動性の逼迫に追討ちをかける懸念があった。

こうした状況を受けて、FRB は 9 月 19 日、MMF に流動性を供与するとともに、ABCP を始めとする短期金融市場の流動性の回復を目的として、ABCP・MMF 流動性ファシリティ（ABCP Money Market Mutual Fund Liquidity Facility; AMLF）を導入した。AMLF は、預金取扱機関や銀行持株会社が MMF から ABCP を買取る際の資金に対して、ボストン連銀が ABCP を担保にノンリコースで流動性を供与する制度である⁹。

さらに、リーマン・ショック後は短期金融市場の投資家が信用リスクに極端に慎重になったことから投資タームが O/N 等に短期化し、それまで ABCP に比べると比較的発行が順調だった CP についても金融法人の CP を中心に発行が難しくなった（図表 5）。そこで、FRB は 10 月 7 日に CP ファンディング・ファシリティ（Commercial Paper Funding Facility; CPFF）の導入を公表し、27 日に運用を開始した。CPFF は CP を買取る FRB の連結対象の特別目的ヴィークル（SPV）として LLC（日本の合同会社に相当）を設立し、SPV がニューヨーク連銀のバック・ファイナンスを受けて、最上位の短期格付を取得した期間 3 ヶ月の CP、ABCP を発行会社から買取って流動性を供与する制度である¹⁰。

図表 5 米国の CP および ABCP の残高推移



(出所) FRB より野村資本市場研究所作成

⁸ MMF の元本割れについては、三宅裕樹「米国 MMF の元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」『資本市場クォーターリー』2008 年秋号を参照。

⁹ MMF 市場に対する支援については FRB と財務省が一体となって対策を講じており、AMLF の公表と同時に財務省は MMF の元本割れ対策として MMF の元本保証プログラムを導入している。

¹⁰ 発行会社はプライマリー・ディーラーを通じてアセット・マネージャに買取りを申請し、SPV から流動性の供与を受ける。PIMCO がアセット・マネージャに、ステート・ストリートがカストディアンに選ばれている。

米国の 2007 年末における発行残高は CP が 9500 億ドル、ABCP は 8400 億ドルに上る。米国では CP や ABCP が調達市場として重要な役割をもっており、CP 市場の混乱を回避しその市場機能を回復させることは企業活動に重要な意味がある。財務省はこうした CPFF の重要性を踏まえ、ニューヨーク連銀に CPFF 支援のための 500 億ドルの特別預金を拠出している。

また、リーマン・ショック後は投資家の資金回収の圧力が高まり、MMF やファンドは流動性確保のために短期金融市場で資産売却に迫られ、投売りせざるを得ない状況が生じていた。そこで FRB は、10 月 21 日に短期金融市場投資家流動性ファシリティ (Money Market Investor Funding Facility; MMIFF) の導入を公表し、11 月 24 日から運用を開始した。MMIFF は、満期が最低 7 日、最大 90 日のドル預金証書および銀行手形、あるいは金融機関が発行する CP を短期金融市場の投資家である MMF および銀行、保険会社、年金基金、投資顧問会社等が運営するファンド等から買取って流動性を提供するものであり、投資家の資金回収の要請に応えられるようにすることが意図されたものである。

MMIFF も SPV 方式が採用されているが、MMIFF の場合は CPFF とは異なり、預金証書や銀行手形、金融機関発行の CP の買取りを行う民間セクターが設立する 5 つの SPV (PSPV) が置かれる。PSPV の買取り資金の 90% はニューヨーク連銀がノンリコース・ローンを提供し、残り 10% はそれに劣後する ABCP の発行によって調達が行われる。PSPV は 1 つ当たり金融機関 10 社が発行する短期債務を買取ることとなっており、5 つの PSPV では 50 社の金融機関の短期債務を購入することになる¹¹。

2) 証券化市場の流動性支援

サブプライム問題を拡大させるきっかけとなった米国の証券化市場は、投資家の信頼の失墜によって発行額が大幅に減少し、市場機能が大きく低下した。しかし、ABCP、ABS、RMBS といった証券化商品は、カード・ローンや教育ローン、自動車ローン、住宅購入といった消費者のファイナンスに不可欠の手段となっているばかりではなく、中小企業のファイナンスにおいても重要な役割をもっている。そのため、FRB は AMLF によって ABCP への流動性供与の仕組みを導入し、CPFF は ABCP を買取り対象とするなど ABCP 市場の機能回復を支援する枠組みを導入した。

さらに、2008 年 11 月 25 日、FRB は証券化市場の支援を図る 2 つのスキームを公表した。まず、5000 億ドルを上限としてファニーメイおよびフレディマック、ジニーメイが発行しその保証が付されたエージェンシー MBS の買取りを行う MBS 買取りプログラム (MBS Purchase Program) である。MBS 買取りプログラムは、FRB が複数の運用会社を投資マネージャに選定し、FRB が策定する投資方針に則って投資マネージャがエージェンシー MBS をプライマリー・ディーラーから買取るスキーム

¹¹ PSPV の買取り対象となる金融機関 50 社は、MMF 業界の代表によって選ばれる。

である¹²。買取り対象となるエージェンシーMBSは10年、15年、30年といった償還まで長期の資産である。買取り対象は政府機関債の一種であるエージェンシーMBSであることから、仕組みは通常の公開市場操作（オペ）とは異なるが、MBS買取りプログラムはオペの一種として連邦準備法14(b)条を根拠としている。この制度は2009年1月5日に運用が始まった。

一方、MBS買取りプログラムの公表と同日、ABSの投資家に流動性を提供するターム物ABS融資ファシリティ（Term Asset-backed Securities Loan Facility; TALF）の導入も公表された。TALFはABSを保有する会社や投資ファンドを対象に、ニューヨーク連銀がABSを担保としてノンリコース・ローンを提供するものである。担保の対象となるABSは、2009年1月以降に発行された新しい証券であり、オート・ローン、学生ローン、クレジットカード・ローン、中小企業局（SBA）が保証する中小企業向け融資を裏付け資産とし、最上位の格付を取得したものである。担保の種類や満期によってヘアカット率が変化する。TALFによる融資総額は当初2000億ドルに設定された。TALFによってFRBが引受ける信用リスクに対して、財務省が所管する問題資産救済プログラム（Troubled Asset Relief Program; TARP）からの劣後ファイナンスによって200億ドルの信用補完が行われることが予定されていた。

さらにTALFは、2009年2月10日、オバマ政権下で財務省、FRB、連邦預金保険公社（FDIC）等が協働で策定した金融安定化プラン（Financial Stability Plan）において「消費者・事業者融資イニシアティブ」として重要施策の1つに位置づけられた¹³。米国では消費者向け融資の4割は証券化によってファイナンスされるなど、ABS市場は消費者や中小企業のファイナンスにおいて重要な役割を果たしていることが重視されたものである。TALFの融資期間は1年から3年に延長され、融資総額は1兆ドルに拡大、それに伴ってTARPの劣後ファイナンスも1000億ドルに増額された。また、TALFの対象証券の範囲も拡がり、CMBSや民間発行のRMBS、CLO等も対象となる見込みである。TALFは月次で競争入札によって実施され、初回入札は3月17日に始まった。

2. 新たな流動性ファシリティが意味するもの

AMLFおよびCPFF、MMIFFという短期金融市場の支援策としての流動性ファシリティの中で注目されるのはCPFFである。AMLFの融資対象は預金取扱機関や銀行持株会社であり、MMIFFの融資は銀行、保険会社、年金基金、投資顧問会社等が運営するファンド

¹² 投資マネージャとして、①ブラックロック、②ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント、③PIMCO、④ウエリントン・マネジメントが、カストディアンとしてJPモルガンが選ばれている。

¹³ 金融安定化プランは、大手銀行に対してストレステストを実施し資本再注入を行うための「金融安定化トラスト」や5000億ドルから1兆ドルの規模が予定される「官民投資ファンド」が有名であるが、TALFに係る「消費者・事業者融資イニシアティブ」の他、「透明性・説明責任アジェンダ」、「可能な住宅支援・差押えプラン」、「中小企業・団体融資イニシアティブ」の6つの施策が打ち出されている。

に対して行われることから、AMLF や MMIFF は金融仲介機能に対する流動性支援であると捉えることができる。これに対して、事業法人に比べて金融法人による CP 発行が多いとしても、CPFF は発行会社に FRB が流動性を供与する仕組みであり、金融仲介機能を介さずに最終資金需要者に流動性を提供する。その意味では、証券化市場の支援を図る MBS 買取りプログラムや TALF も資金需要者のファイナンスを支援するものとして捉えることができる。FRB は銀行機能や金融市場の資金仲介が機能不全に陥るような状況では、FRB が資金需要者に資金供与を行う必要性を明確に認識したといえる。

なお、FRB の金融市場に対する新たな流動性ファシリティは、MBS 買取りプログラムを除くすべてが、異常かつ緊急の状況において個人、パートナーシップ、企業に対して FRB が与信を行う権限を認める連邦準備法 13 条(3)項を根拠としており、同条のもつ役割が如何なく発揮されている。

IV FRB の金融機関救済における LLR の様々な活用

1. 金融機関救済の際の資金提供

今般の金融危機における FRB の LLR の 1 つの機能として、ベアー・スターンズおよび AIG、シティグループ、バンク・オブ・アメリカに対して、FRB が様々な形態でノンリコース・ローンを提供していることも注目される。その融資スキームを確認すると、RMBS や CDO 等の買取り資産のファンディングの提供を始めとする異例のものであり、いずれも連邦準備法 13 条(3)項を根拠とした措置である。

1) ベアー・スターンズ向け融資

2008 年 3 月 14 日、FRB はベアー・スターンズの当面の流動性支援を図るため JP モルガン・チェースを通じてニューヨーク連銀が融資を行うことを決定し、16 日に JP モルガンを經由して 129 億ドルの O/N の流動性供与を行った。これは、問題金融機関に対する流動性支援であり、伝統的な LLR に含まれる措置として位置づけられる。

他方、FRB は同日、JP モルガンによるベアー・スターンズの救済を支援するため、メイデン・レーン (Maiden Lane) と呼ばれる SPV を設立し、SPV に対してニューヨーク連銀が期間 10 年、最大 300 億ドルのノンリコース・ローンを提供することを決定した¹⁴。メイデン・レーンはベアー・スターンズが保有していた流動性の低い MBS、投資適格証券、エージェンシー債等の資産 300 億ドルを承継するための LLC で、FRB の連結対象となっている (図表 6)。買取り資産のファンディングは、ニューヨーク連銀が 290 億ドルの融資を提供する一方、JP モルガンが連銀の融資に

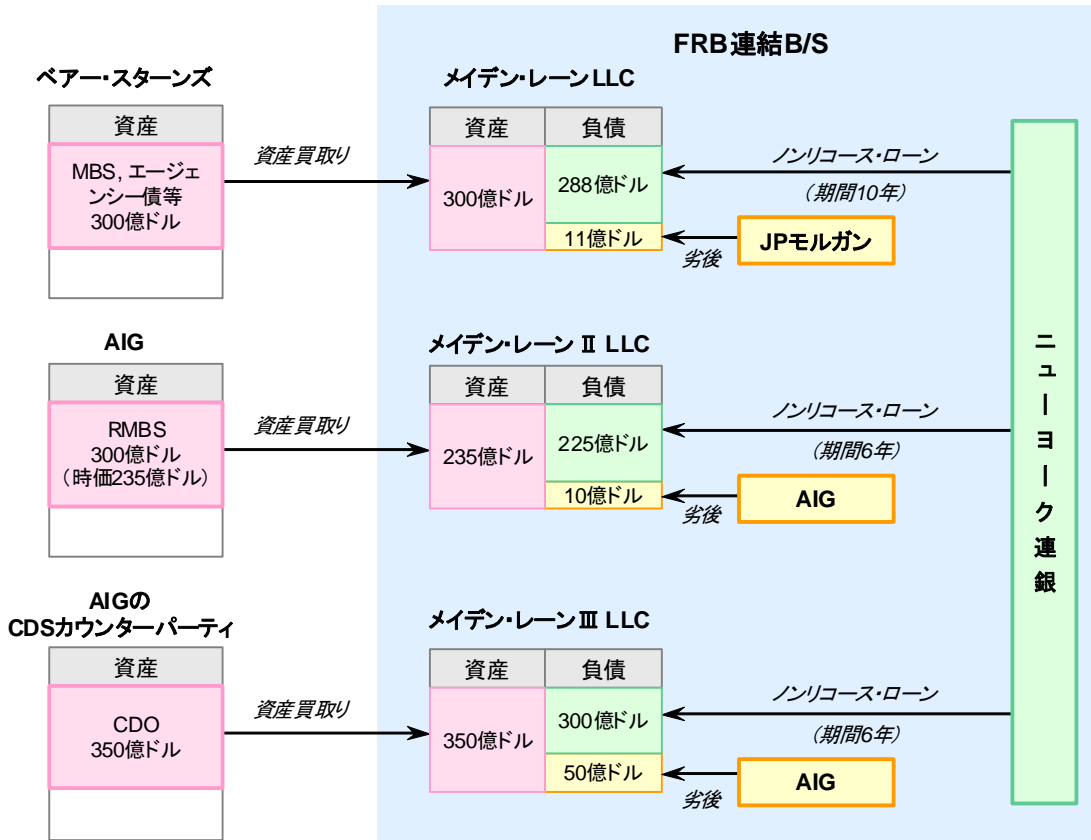
¹⁴ FRB は、メイデン・レーンの資産管理を担うアセット・マネージャとしてブラックロックを選定している。

劣後する 10 億ドルの資金を供与することが決定された。資産買取り時に調整が行われた結果、実際にはニューヨーク連銀が 288 億ドルの融資を供与し、JP モルガンが 11 億ドルの劣後資金を拠出している。

2) AIG 向け融資

公的支援が拒否されたリーマン・ブラザーズは再建を断念し、2008 年 9 月 15 日に連邦倒産法 11 章（チャプター・イレブン）を申請した。クレジット・デリバティブ事業を積極展開していた大手保険会社 AIG は当時、格下げに伴う担保要求の増加から深刻な流動性不足に陥っており、リーマン・ショックを受けて翌 16 日には株価が前日比 90% も下落した。クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）を中心に AIG が関係する取引が市場参加者間で複雑に絡み合っていたため、AIG の突然死によって

図表 6 メイデン・レーン、メイデン・レーン II、メイデン・レーン III の概要



	メイデン・レーン	メイデン・レーン II	メイデン・レーン III
対象金融機関	ベア・スターンズ (JPモルガン)	AIG	AIG
買取対象先	ベア・スターンズ	AIG	AIGのCDSカウンターパーティ
買取対象資産	MBS、エージェンシー債等の 流動性の低い資産	RMBS	CDO
買取規模	300億ドル	235億ドル	350億ドル
劣後資金	11億ドル (JPモルガン)	10億ドル (AIG)	50億ドル (AIG)
劣後資金の比率	3%	4%	14%
FRBの融資額	288億ドル	225億ドル	300億ドル
FRBの融資期間	10年	6年	6年

(出所) FRB 資料より野村資本市場研究所作成

金融システムに及ぼし得る甚大な影響を回避するため、財務省および FRB は同日中に AIG の救済を決定した。

AIG に対する公的支援として FRB は、事業のリストラクチャリング等で必要となる資金を供与するため、AIG の株式持分 79.9% および優先・普通株主の配当支払いに対する拒否権と交換に、ニューヨーク連銀が最大 850 億ドルの融資を行うことを決定した。保険会社は通常、連邦準備銀行のディスカウント・ウインドウにアクセスすることはできないが、連邦準備法 13 条(3)項に基づいて AIG に融資が行われた。10 月 6 日には、証券貸借取引において依然として AIG からの資金流出が続いていたことから、FRB は AIG に対して、証券貸借取引を利用してニューヨーク連銀が最大 378 億ドルの流動性を提供する仕組みを導入した。

金融危機が一段と深刻さを増す中で、ブッシュ政権は 10 月 3 日に TARP を含む 2008 年緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) を成立させた。その後、財務省は TARP を利用して預金取扱機関に資本注入を行う資本買取りプログラム (Capital Purchase Program; CPP) を導入し、多数の銀行に資本注入を行った。AIG についても 11 月 25 日に金融システム上重大な破綻機関 (Systemically Significant Failing Institutions) との位置づけで、400 億ドルの優先株式による資本注入が行われた。

AIG の資本注入にあわせて FRB は、11 月 10 日に AIG 向け融資の見直しを行った。9 月に導入した最大 850 億ドルの融資は融資期間が 2 年から 5 年に延長され、融資金利は引き下げられた¹⁵。さらに、証券化商品の大幅な価値の毀損問題に対応するため、10 月に導入した証券貸借取引を通じた融資の見直しを行った。まず、AIG が保有する簿価 400 億ドル (9 月末時点の公正価値 235 億ドル) の RMBS を買取るための LLC としてメイデン・レーン II を設立し、AIG が 10 億ドルの劣後資金を提供する一方、ニューヨーク連銀が期間 6 年で 225 億ドルのノンリコース・ローンを提供することとした。また、AIG は CDO を参照する CDS のプロテクションを積極的に売却していたことから、AIG からプロテクションを購入していた市場参加者への影響を考慮し、CDS のカウンターパーティから総額 350 億ドルの CDO の買取りを行う LLC としてメイデン・レーン III を設置した。AIG が 50 億ドルの劣後ファイナンスを供与するとともにニューヨーク連銀が最大 300 億ドルのノンリコース・ローン (期間 6 年) を融資することとなっている。

3) シティグループ向け融資

FRB は、シティグループにも公的支援の一環として異例の融資に関する取り決めを行っている。シティには 2008 年 10 月 28 日、TARP に基づく CPP によって 250 億ドルの優先株式による資本注入が行われた。しかし、資本注入後もシティの存続可能

¹⁵ 金利は LIBOR3 ヶ月 + 850bps から + 300bps に引き下げられた。なお、融資上限は 400 億ドルの資本注入が行われたため、600 億ドルに引き下げられた。

性に対する市場の懸念が続いたため、11月23日に財務省、FDIC、FRBが協調してシティに対する市場の信認を回復するための対策パッケージを策定・公表した。

シティに関する対策パッケージとして、まず TARP に基づく 200 億ドルの追加的な資本注入が決定され、12月31日に資本の再注入が行われた。次に、財務省と FDIC はシティとの間で、3060 億円を上限とするモーゲージ関連の証券化商品等の保有資産に関してロスシェアを行うことの合意を図った。ロスシェアの期間はモーゲージ関連資産が 10 年間、その他の資産は 5 年間で、当初の 290 億ドルの損失まではシティが全額を負担し、それを超える 150 億ドルの損失は政府がその 90% を引受けることになっている¹⁶。

そして、これらの対策パッケージの 1 つとして FRB に関しては、ロスシェアによる損失補填を使い切った後、必要に応じて、残ったロスシェアの対象資産に関して連邦準備銀行がその資産を担保にノンリコースでファイナンスする方針を決定した。つまり、ロスシェアの対象資産から 440 億ドル以上の損失が生じた場合、残余資産のファイナンスとそれに伴うリスクを FRB が負担することになる。

4) バンク・オブ・アメリカ向け融資

リーマン・ショックの中、メリル・リンチを救済したバンク・オブ・アメリカに関してもシティと同様の対策パッケージが設けられている。

バンク・オブ・アメリカには 2008 年 10 月 28 日に TARP の CPP による 250 億ドルの優先株式による資本注入が行われたが、2009 年 1 月 15 日には 200 億ドルが追加注入された。これは、財務省および FDIC、FRB によるバンク・オブ・アメリカの市場の信認の回復を図るための対策パッケージの一環であり、同時に財務省および FDIC とバンク・オブ・アメリカの間では 1180 億ドルを上限とする主にメリル・リンチの保有資産プールに関するロスシェアが合意されている。バンク・オブ・アメリカとのロスシェアについては、当初 100 億ドルまでの損失は銀行側が負担し、それを超える損失について政府がその 90% を引受けることになっている¹⁷。

そして、FRB はバンク・オブ・アメリカに関する対策パッケージに含まれる措置として、シティのケースと同様、ロスシェアの対象資産に係る損失が 180 億ドルを超えた場合、970 億ドルを上限にノンリコースで融資を行うことを決定した。

2. 金融機関救済における信用供与の特徴

以上のように、金融機関の救済策の一環として FRB が提供する融資は、伝統的な LLR として位置づけられる一時的な流動性のつなぎとしての資金供与ではない。ベアー・ス

¹⁶ 政府内の損失負担については、TARP が最初の 50 億ドルの損失、FDIC がその後の 100 億ドルまでの損失を補填する取り決めとなっている。

¹⁷ 政府内の損失負担については、シティのケースとは異なり、TARP が 75 億ドルを上限に 75%、FDIC が 25 億ドルを上限に 25% の割合で損失を負担することになっている。

ターズ、AIGのスキームでは、問題資産の買取りを行うSPVとしてFRBの連結対象のLLCを設立し、FRBがノンリコース・ローンでファンディングをしている点が注目される。それぞれのLLCにはJPモルガンやAIGから劣後資金が投入されているが、その割合はメイデン・レーンで3%、メイデン・レーンIIで4%、メイデン・レーンIIIで14%である。それを超える損失が生じた場合は、FRBが自ら損失を被ることになる。また、融資の期間も6年～10年と他の流動性ファシリティと比べても長い。FRBのバランスシートを活用し、買取り資産の劣化に伴う損失のリスクを引受ける異例の措置である。

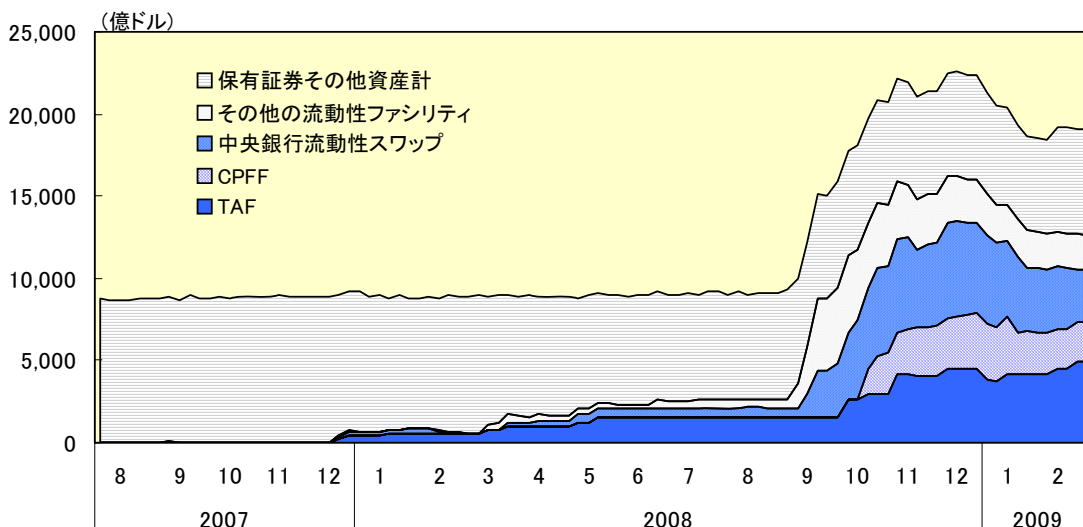
V FRBのバランスシートの急激な拡大

1. リーマン・ショック後のバランスシートの急拡大

2008年9月のリーマン・ショック以前はFRBのバランスシートは1兆ドルを切る規模で安定的に推移していたが、リーマン・ショック以降はその規模がほぼ2倍の水準に膨らんでおり、2008年12月のピーク時には2.2兆ドルの規模に達した(図表7)。

FRBのバランスシートの拡大要因をみると、FRBが相次いで導入した流動性ファシリティが大きく寄与しており、各種の流動性ファシリティに関する資産は2008年末に1.6兆ドルの規模に達した。流動性ファシリティの中では、預金取扱機関の資金繰りを支援するTAF、短期金融市場の流動性ファシリティとしてCPの買取りを行うCPFF、インター

図表7 FRBの総資産の推移



(注) その他の流動性ファシリティは、プライマリー・クレジット(ディスカウント・ウインドウを通じた預金取扱機関に対する融資)、PDCFの他、AIG、メイデン・レーン、メイデン・レーンII、メイデン・レーンIIIへの与信を含む。

(出所) FRBより野村資本市場研究所作成

バンク市場にドル資金を供給するための中央銀行流動性スワップの利用が他のファシリティに比べて著しく多い。TAF については、機能不全に陥ったインターバンク市場の代替として利用され、商業銀行に加えて、2008 年 9 月に銀行持株会社に転換したゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーについても現在では TAF を利用することができる。また、CPFF については、CP の安定的なファンディングとロールオーバーを図るため、金融機関に加えて事業法人も積極的に活用したことが、CPFF の利用額が大きく拡大した背景にあるとみられる。

2. FRB のバランスシートとリスク

各種の流動性ファシリティの利用拡大とともに FRB のバランスシートの構成が以前と比べて大きく変わっている（図表 8）。2007 年初には FRB の資産の 85% が財務省証券であり、リスクの低い単純な資産構成であった。現在では、財務省証券の資産に占める割合は 3 割まで低下する一方、各種の流動性ファシリティに係る資産が 6 割を占めている。また、ベアー・スターンズおよび AIG の救済に関連する保有資産が 6% ある。

FRB のバランスシートが引受けるリスクという観点でみると、TAF の構成比が最も高いが、TAF は預金取扱機関に対するクレジットであり、適格担保と債務遡及によりリスクのコントロールが行われている。一方、資産の 12% を占める CPFF は、CP の発行会社に連結 SPV を介して流動性を提供する仕組みである。買取り対象の CP、ABCP の満期は 3 ヶ月と短くかつ最上位の格付を所得しているという点でリスクは比較的低いと考えられ

図表 8 金融危機前と現在の FRB のバランスシートの比較

資産	現在	危機前	現在	危機前	負債
保有証券(アウトライト)	5,817 (29.8%)	7,789 (85.5%)	8,953 (45.9%)	8,185 (89.8%)	流通現金
財務省証券	4,746 (24.3%)	7,789 (85.5%)	677 (3.5%)	297 (3.3%)	リバースレポ
エージェンシー債	383 (2.0%)	-	2,403 (12.3%)	133 (1.5%)	預金
エージェンシーMBS	687 (3.5%)	-	251 (1.3%)	61 (0.7%)	財務省一般口座
レポ	0 (0.0%)	397 (4.4%)	1,999 (10.2%)	-	財務省追加口座
TAF	4,475 (22.9%)	-	509 (2.6%)	360 (4.0%)	其他負債・自己資本
その他のローン	1,388 (7.1%)	12 (0.1%)	6,966 (35.7%)	132 (1.4%)	連邦準備金等
プライマリー・クレジット	655 (3.4%)	12 (0.1%)	19,522 (100.0%)	9,111 (100.0%)	計
PDCF	251 (1.3%)	-			
AMLF	99 (0.5%)	-			
AIG向けクレジット	381 (2.0%)	-			
CPFF	2,425 (12.4%)	-			
MMIFF	0 (0.0%)	-			
メイデン・レーン	259 (1.3%)	-			
メイデン・レーンII	186 (1.0%)	-			
メイデン・レーンIII	276 (1.4%)	-			
中央銀行間流動性スワップ	3,749 (19.2%)	-			
其他資産	435 (2.2%)	391 (4.3%)			
金保有	110 (0.6%)	110 (1.2%)			
現金(貨幣等)	387 (2.0%)	382 (4.2%)			
計	19,514 (100.0%)	9,111 (100.0%)			

- (注) 1. 現在とは 2009 年 2 月 25 日時点、危機前とは 2007 年 1 月 4 日時点、単位は億ドル。
 2. プライマリー・クレジットはディスカウント・ウインドウを通じた預金取扱機関向け融資。
 3. CPFF、MMIFF は保有資産を帳簿価格計上。メイデン・レーン、メイデン・レーンII、メイデン・レーンIIIは保有資産を公正価値計上。

(出所) FRB 資料 (H.4.1) より野村資本市場研究所作成

るが、信用補完の措置は特に講じられておらず、CP や ABCP の価値の毀損がそのまま FRB のバランスシートに直結する¹⁸。

今後の注目として、TALF による ABS 等の投資家を対象としたノンリコース・ローンが、最大 1 兆ドルの規模で FRB のバランスシートに反映されることである。TALF には TARP から 1000 億ドルの劣後ファイナンスが提供されるとしても、仮にそれを超える価値の毀損が発生すれば FRB に損失が生じることとなる。また、TALF の融資期間は 3 年であるため、数年間は TALF の融資が FRB のバランスシートに影響を与えることになる。

また、ベアー・スターンズおよび AIG の救済に際して設立された LLC に対する FRB の買取り資産のファンディングは注意が必要である。MBS やエージェンシー債等を保有するメイデン・レーン、RMBS を保有するメイデン・レーン II、CDO を保有するメイデン・レーン III に対する FRB の融資期間は 10 年または 6 年であり、中長期的にわたって FRB のバランスシートに計上される。各 LLC には JP モルガンや AIG から劣後資金が供与されているものの、劣後比率はそれぞれ 3%、4%、14% であり、保有資産の損失の発生次第では FRB のバランスシートの質を劣化させる可能性がある。

ただし、FRB および財務省は、3 月 23 日に金融安定化の維持における FRB の役割に関して共同声明を公表しており、その中で、メイデン・レーン関連のファシリティを将来的に FRB のバランスシートから移管することを検討しようとしていることを述べている¹⁹。

さらに、シティグループやバンク・オブ・アメリカに関しては証券化商品等の特定の資産プールに係るロスシェアが財務省および FDIC と銀行の間で締結されているが、ロスシェアでカバーされる金額を超えて損失が発生した場合は、FRB が残余資産のファンディングのためにノンリコース・ローンを提供する取り決めになっている。シティとバンク・オブ・アメリカの保有資産の劣化の状況によっては、FRB から融資が実行されそこから損失が発生する可能性もある。

一方、FRB のバランスシートの負債側の動きとしては、預金取扱機関が預金の額に応じて積み立てを求められる連邦準備金の増加が著しい。平常時であればインターバンク市場に放出される資金が、金融機関相互の信用リスクに対する懸念から FRB の準備金に歩留まりしているものと想定される²⁰。また、負債サイドでは、CPFF の導入時に提供された 500 億ドルを含め財務省から 2000 億ドルの特別預金が拠出されている。財務省がファイナンス面で FRB の流動性ファシリティを支えているものとみられる。

FRB のバランスシートは金融危機が続く限り拡大した状態が続くものとみられるが、金融危機の収束後は拡大したバランスシートの出口戦略が FRB にとって大きな課題となる。金融機関や市場に流動性を供与する各種の流動性ファシリティは多くが短期資産であるため、その利用期限が到来すればそれに対応する資産は自然と縮小する。しかしながら、それ以外の資産、例えばメイデン・レーン、メイデン・レーン II、メイデン・レーン III が

¹⁸ 2009 年 2 月 18 日時点では、発行会社向け融資額 2465 億ドルに対して、CP の担保価値はアモチを考慮したベースで 2487 億ドルであり、現状はすべて担保でカバーされている。

¹⁹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090323b.htm>

²⁰ FRB は 2008 年 10 月から準備金に付利を行っており、そのことも影響しているとみられる。

保有する資産は、RMBS や CDO といった流動性が低くかつ価値を毀損し得る資産である。問題金融機関の救済に関連する資産は、資産の処分のタイミングや価格等も含めて処分方法が重要な鍵を握ることとなるだろう。

また、将来にわたる金融機関のモラルハザードの回避も FRB にとって重要な課題である。FRB は今般の金融危機の局面でその機能を最大限に活用してシステミック・リスクの回避のため問題金融機関の救済を図った。しかし、救済への期待を金融機関に残しておけば将来的にモラルハザードが生じる。FRB が異例の策を講じて問題金融機関を援助することは二度とないというメッセージを明確に発することが重要である。

VI FRB の経験から得られる新たな LLR の役割

1. 金融危機における LLR の新たな役割

LLR は中央銀行を特色づける本質的な機能である。それは、「資金繰りに問題が生じた金融機関等に対して、資金供給を行う主体がほかにいない場合に、中央銀行が文字どおり最後の貸し手として資金の供給を行うこと」であり、「中央銀行は、こうした貸出により、金融機関等に対して、預金等の払戻しや取引の実行のための資金を供給し、システミック・リスクの顕現化回避を含め、円滑な資金決済の確保」を図るものとして理解されてきた²¹。もっとも、今般の金融危機における FRB の政策対応をみると、金融機関の資金繰り支援のための一時的な流動性の供与という従来の LLR の枠組みを越えて、LLR が新たな役割を担っていることが認識される。

FRB の危機対応に関してバーナンキ議長は、FRB の一連の政策ツールはすべてバランスシートの資産を活用している点で共通していることを指摘する一方、FRB の政策ツールは、①金融機関への融資、②主要な信用市場に対する直接的な流動性供給、③長期証券の買入れの3つの機能に分けられると述べている²²。

第1の政策ツールとして、金融機関に対する流動性の供与は伝統的な中央銀行の役割であり、支払い能力（ソルベンシー）のある金融機関に一時的な流動性を供与するものである。FRB が金融危機の初期の段階で預金取扱機関やプライマリー・ディーラーの資金繰りを支援するために導入した TAF や PDCF は、短期の流動性を供給する伝統的な LLR の一種である。グローバルな性格を有するインターバンク市場への流動性供給を目的に海外中央銀行との間で結ばれた流動性スワップも伝統的な LLR に含まれるものである。

一方で、現在の米国は、自己資本や資産の質、信用リスクに対する懸念から、金融機関は流動性を確保していても信用供与に極めて消極的で FRB が金融機関に流動性を供給し

²¹ 日本銀行ホームページ（「教えて！にちぎん」）を参照。

²² 2009年1月13日のロンドン・スクール・オブ・エコノミクスでの講演におけるバーナンキ議長の発言（<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>）。

でも短期金融市場の信用収縮に十分に 대응することができない状況にある。そのため、FRB は第 2 の政策ツールとして、主要な信用市場に対して流動性を供給するため、AMLF や MMIFF、CPFF、TALF といった新たな流動性ファシリティを導入した。

AMLF および MMIFF は、FRB が流動性を供与する対象者が銀行や MMF、ファンドであるため、金融仲介機能に流動性を供与するものであって伝統的な LLR の延長線上に位置づけられる機能かもしれない。これに対して、CPFF や TALF は、金融仲介の機能を経由せずに最終資金需要者に FRB が流動性を直接供与するための仕組みである。これは、銀行機能や金融市場の資金仲介が機能不全に陥った状況に限定される中央銀行の新たな LLR の役割として捉えることができるのではないだろうか。

さらに、TALF に関してバーナンキ議長は興味深い発言をしている。すなわち、TALF は純粋な流動性供給ではないと述べている点である²³。TALF は証券化市場に対する流動性の提供ということのみならず、信用収縮の影響から信用リスクを引き受けることができない民間セクターに替わってリスクマネーを提供する役割を担っている。FRB は流動性供与のみならず、リスクを引受ける資金という意味で資本を提供しており、極端な信用収縮の状況における新たな LLR の機能を提供しているといえよう。

FRB の第 3 の政策ツールは、ポートフォリオを活用した長期証券の買入れである。FRB はエージェンシー債の買入れや MBS 買取りプログラムを利用したエージェンシーMBS の買取りを開始し、長期国債の買入れの実施を公表した。長期資産の買入れという政策ツールは、長期の資金供給という金融政策上の効果を狙ったものである。一方で、LLR という観点でみると、10 年、15 年、30 年という長期のエージェンシーMBS を買取る MBS 買取りプログラムは、GSE からの保証によって信用リスクの負担を回避しつつ、TALF と同様に資本性の資金を提供する LLR の新たな役割ともみることができる。

2. FRB の機能の最大化

FRB は金融危機の初期段階、リーマン・ショック以降と危機の段階に応じてその機能を最大限に活用して積極的な政策対応を図ってきた。FRB の機能が最大限に活用される背景には、財務省との政策協調や役割分担、さらには財務省からの信用リスクに対する信用補完やファイナンスの面での支援があると考えられる。

例えば、TALF は財務省、FRB、FDIC 等が協調して策定した金融安定化プランの重要施策として位置づけられ、融資総額の引き上げとともに、TARP からの劣後ファイナンスが 1000 億ドルに増額される。また、問題金融機関の救済の場面では、財務省および FRB が協働でスキームを策定しており、そこでは FRB が買取り資産のファンディングのための資金を提供している。さらに、FRB の様々な流動性ファシリティに対して財務省はファイナンス面でも支援を行っている。CPFF の導入時には財務省から 500 億ドルの特別預金が拠出されており、財務省の特別預金の拠出は 2000 億ドルにも上っている。

²³ 前掲注 21 参照。

現在の米国では FRB と財務省が一体となって金融危機への対応にあたっており、流動性や資本を実際に提供する FRB と、それに伴うファイナンス、信用リスクを引受ける財務省という政策的な棲み分けがある程度働いているように見受けられる。

なお、FRB と財務省との協力という点に関しては、金融安定化の維持における FRB の役割に関する FRB と財務省の共同声明²⁴において、クレジット市場の機能回復および金融の安定化の支援における財務省と FRB の協力を合意事項として掲げている。その中で、連邦準備法 13 条(3)項の適用条件である異常かつ緊急の状況が続く限り、FRB は、財務省その他の規制当局との協調・協力の下で、クレジット市場の機能の回復、金融システムに影響を及ぼし得る金融機関の破綻の回避に必要となる FRB のツールを活用し、金融システムの修復と安定を支え続けるという方針を述べている。また、前述のとおり、この声明においては、FRB と財務省は、信用リスクのあるメイデン・レーン関連のファシリティを将来的に FRB のバランスシートから取り除く方針を明らかにしている。

また、FRB の機能が最大限に発揮されている背景として、連邦準備法 13 条(3)項の存在も挙げられる。FRB が新たに導入した流動性ファシリティは、MBS 買取りプログラムを除けばすべて 13 条(3)項を根拠としており、それを可能としているのが FRB の柔軟な姿勢である。13 条(3)項の実際の条文では、連邦準備銀行が行うことができるのは、個人、パートナーシップ、企業に対する「割引 (discount)」である。これに対して FRB は、13 条(3)項の割引という文言に関して、連邦準備銀行が個人、パートナーシップ、企業に対して行う与信や融資を含めており、さらに個人、パートナーシップ、企業からの証券の買取りまでを含めて幅広く解釈している²⁵。FRB の積極的な危機対応の背景には、法解釈をめぐる FRB の柔軟な姿勢も影響しているものと考えられる²⁶。

VII 日本に関する若干の考察

FRB の政策対応は米国の金融システムや実体経済が置かれた危機の深刻さを反映しており、米国に比べれば深刻さの度合いが低いと考えられる日本が、現時点で FRB と同様の措置を講じる必要性はそれだけ低いのかもしれない。しかしながら、現在の金融危機の一層の深刻化もしくは将来起こり得る危機への備えとして、日本も万全な危機対応の枠組みをあらかじめ整備しておくことは十分に必要なことである。

日本銀行は 2008 年 3 月末 (年度末) の企業の資金繰り円滑化を図るため、適格担保の

²⁴ その他の合意事項としては、①FRB によるクレジット・リスクおよび信用割当の回避、②金融の安定化の維持の必要性、③システム上重要な金融機関に対する包括的な破綻処理の枠組みの必要性が示されている (前掲注 18 参照)。

²⁵ FRB, Report Pursuant to Section 129 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Commercial Paper Funding Facility (<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/129cpff.pdf>).

²⁶ 連邦準備法 13 条(3)項に基づく FRB の措置に関しては、緊急経済安定化法 129 条によって上院銀行委員会および下院金融サービス委員会に対して、導入時および 60 日ごとの定期的な報告が求められている。FRB が積極かつ果敢に行動する自由度を与える一方で、議会報告によって FRB の行動に一定の歯止めをかけている。

範囲の拡大や企業金融支援特別オペレーション、CP 買入れ、残存期間 1 年以内の社債の買入れといった新しいオペ方式の導入を行った。また、金融機関の自己資本比率の制約を緩和するために金融機関の保有株式の買入れを再開し、国際統一基準行等に劣後ローンを供与する方針を明らかにしている。日本銀行の危機対応として今後どのような仕組みを構築すべきか、FRB の経験を踏まえながら若干の考察を加えたい。

1. 最終資金需要者に対する LLR

銀行機能や金融市場の資金仲介が機能不全に陥った場合の新たな LLR の役割が大きな論点となる。例えば、CP 市場の機能回復を図るため FRB は CPFF を導入し、日本銀行は CP 買入れを開始している。FRB も日本銀行も CP の償還までの引受けリスクを負っている点では共通である。しかし、最終的な資金需要者である CP の発行会社に対する資金の融通の方法が FRB と日本銀行とでは大きく異なる。すなわち、FRB は SPV を介しながら発行会社に流動性を直接供与しているのに対して、日本銀行が CP を買入れるには、まずはオペに参加する金融機関が発行会社から CP を引受けることが前提となる。

米国の経験を踏まえると、深刻な金融危機の状況においては、金融機関に対する流動性供給だけでは市場の信用収縮に対応できない点を考慮する必要がある。一般に競争入札で行われるオペは金融機関が引受けた証券の全額を落札できるかについて不確実性が残り、短期間でも金融機関はファンディングと信用リスクを負うことになる。つまり、金融機関の引受けを通じて流動性を供与するオペは、極端な信用収縮が起こる局面では最終資金需要者への流動性の提供に限界が生じる可能性がある。

現在、日本銀行は新しいオペ方式の導入や金融機関からの保有株式の買入れの再開等、バランスシートを活用してリスクを引受けることにある程度前向きな姿勢を示している。ただし、こうした積極策はいずれも金融機関の資金仲介機能が十分に働いていることが前提である。銀行機能や市場が機能不全に陥った場合の日本銀行の新たな LLR として、資金需要者に流動性供与を可能とする枠組みについて、日本銀行法における法的な裏付けの検討も含めて一度整理をする必要があるだろう²⁷。

2. 日本銀行と政府の連携

前述のとおり、FRB の積極かつ果敢な危機対応の背景には、財務省との政策協調や役割分担、さらに財務省の信用補完やファイナンスの支援があり、こうした政府との政策協

²⁷ 日本銀行の通常業務を規定する 33 条、および例外業務として金融機関の保有株式買取りの根拠条文となった 43 条但書きは、1 条の目的規定の制約を受ける。1 条 2 項は「銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資すること」と規定しており、33 条や 43 条但書きによれば、金融システム外に何らかの措置を講じることが難しいように思われる。一方、38 条は内閣総理大臣および財務大臣が信用秩序の維持のため特に必要があると認めるときは、日本銀行に対して特融および「その他の信用秩序の維持のために必要と認められる業務を行うこと」を要請することが可能である。

調が FRB の機能を最大限に引出しているともみることができる。

一方、日本では必ずしも役割分担がされているわけではない。例えば、銀行等の株式保有に伴うリスクを軽減する施策として、政府は政府保証額 20 兆円の下で銀行等株式取得機構の買取りを再開する一方で、日本銀行も 2009 年 2 月に 1 兆円の規模で金融機関からの株式買取りを再開した。また、CP の買入れについては、政府が策定した「生活防衛のための緊急対策」の一環として日本政策投資銀行が CP 購入を開始する一方、日本銀行も 2009 年 1 月から CP 買入れオペを導入した。こうした事例をみる限り、日本では中央銀行と政府部門の役割分担がさほど明確ではないように見受けられる。

FRB と米国政府の関係をみると金融機関や市場、投資家に流動性および資本を供給する役割を担う FRB と、それに伴うファイナンス、信用リスクを引受ける財務省というある程度の役割分担がみられる。この点は、例えば英国においても同様であり、イングランド銀行による 500 億ポンドの社債や CP 等の資産買取りに関しては、財務省がファイナンスする仕組みとなっている。なお、中央銀行と政府の役割分担については、G30 が 2008 年 1 月に公表した提言の中で、中央銀行が迅速に金融システムに流動性を提供し得る資源と権限をもつ唯一の機関である場合には、最終的にリスクを移管する適切な政府機関から承認を得るべきと述べており、その前提には中央銀行と政府の明確な役割分担がある²⁸。

さらに、いわゆる特融を規定する日本銀行法 38 条の問題がある。同条は旧法と異なり、内閣総理大臣および財務大臣の日本銀行に対する要請を受けて、日本銀行が特融その他の信用秩序の維持のために必要と認められる業務を行うという法律の建付けになっている²⁹。システミック・リスクが生じた際、政府の要請がなければ日本銀行として 38 条を活用することができない仕組みである。つまり、38 条の発動には政府と日本銀行の緊密な連携と意思疎通が図られることが前提となっているといえよう。

政府と中央銀行の政策協調は、中央銀行の独立性という観点からすれば極めてセンシティブな問題ではある。しかし、日本の銀行セクターも自己資本比率に係るプロシクリカリティという新たな制約を受けつつあり、日本の金融危機の一層の深刻化を回避するために、正面から捉えるべき重要な課題であろう。

²⁸ 拙稿「金融システム安定化の枠組みのための金融改革に関する G30 提言」『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。

²⁹ 旧法では、「日本銀行ハ主務大臣ノ認可ヲ受ケ信用制度ノ保持育成ノ為必要ナル業務ヲ行ウコトヲ得」（25 条）と規定されており、主務大臣の認可が条件であった。