

金融危機発生から 10 年間で再拡大する米連邦住宅貸付銀行制度

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 近年、米連邦住宅貸付銀行制度（FHLBS）のバランスシートが再拡大している。FHLBS の資産は、2008 年の金融危機時に約 1.35 兆ドルとピークに達した後、2012 年にかけて半減し、その後、過去 5 年間で約 1.5 倍に増加した。FHLBS は、政府支援企業（GSE）であるが、ファニーメイ及びフレディマックのように、証券化商品の発行・保証を担っているのではなく、住宅ローン貸出支援を目的に、会員である商業銀行等に対して、「アドバンス」と呼ばれる低利の貸出を行っている。
2. アドバンスの残高は、過去 5 年間で約 1.7 倍となり、FHLBS の資産の約 65% に相当する規模になった。その要因として、2014 年 9 月に最終化された米国の流動性カバレッジ比率（LCR）が挙げられる。LCR における証券担保調達率の流出率は、適格流動資産の要件を満たさない資産が担保の場合には 100%、GSE との取引の場合には 25% と規定されており、大手米銀にとって、GSE と取引する方が有利であることから、FHLBS からアドバンスの借入額を増加させた。
3. 他方で、FHLBS の負債も増加傾向にあり、特に、ディスカウント・ノートの発行残高は、過去 5 年間で約 1.8 倍となった。その要因として、2014 年 7 月に最終化された MMF 規制が挙げられる。同規制において、FHLBS が発行するディスカウント・ノートは、ガバメント MMF の投資対象資産として分類されたことに加えて、同 MMF は 2015 年 7 月から約 2 年間で約 1 兆ドル増加した。その結果、MMF による FHLBS 債の保有比率は、2011 年末の約 7% から、2017 年末には約 20% に増加した。
4. FHLBS は、1930 年代の世界恐慌以降、過去の金融危機において、大手米銀に対してアドバンスを提供することで、連邦準備制度理事会（FRB）に次ぐ最後から 2 番目の貸し手として、金融システムの安定化に貢献してきた。しかし、現在、FHLBS のバランスシートは再拡大し、特に短期調達比率が上昇したことによって、皮肉なことに FHLBS 自身がシステムック・リスクの震源地として懸念材料となっている。つまり、大手米銀及び MMF が有していた同リスクの一部は、金融規制の進展によって、FHLBS にシフトしているとも言える。2008 年の金融危機から 10 年が経過した現在、改めて、金融システムにとって最適な規制枠組みの構築が必要であると言えよう。

I 不気味な短期調達比率の上昇

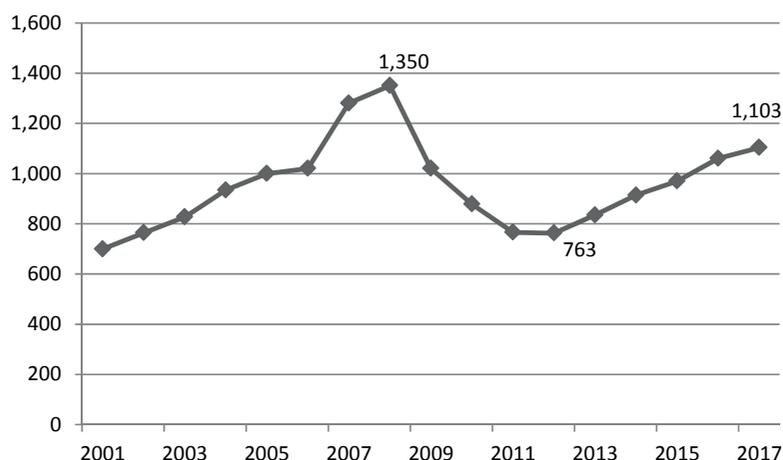
近年、連邦住宅貸付銀行制度（FHLBS: Federal Home Loan Bank System）のバランスシートが再拡大している。FHLBS の資産は、2008 年の金融危機時に約 1.35 兆ドルとピークに達した後、約 4 年間で半減し、2012 年末には約 7,630 億ドルとなった。その後、FHLBS の資産は再拡大し、2017 年末時点で約 1.1 兆ドルと過去 5 年間で約 1.5 倍に増加した（図表 1）¹。

FHLBS とは、連邦抵当金庫（ファニーメイ）及び連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）と並ぶ政府支援企業（GSE: Government Sponsored Enterprise）である。ただし、ファニーメイ・フレディマックは証券化商品の発行・保証を担っている一方で、FHLBS は、住宅ローン貸出支援を目的としており、会員である商業銀行、地域金融機関、信用組合等に対して低利の貸出（融資）を行うことで、地域経済の活性化を目指している。

FHLBS は、歴史的に、金融危機時に大手米銀等の会員への貸出を増加させることで、流動性供給者としての役割も果してきた。例えば、2008 年の金融危機時には、事態を鎮静化すべく、会員に対する融資を増加させた結果、FHLBS の資産総額は約 1.35 兆ドルに達した。しかし、2012 年以降に顕著になった FHLBS のバランスシートの特徴として、短期調達比率が上昇した点が挙げられる。米財務省の金融調査局（OFR）は、FHLBS の短期調達比率の上昇は、将来的に短期金融市場における新たなシステムック・リスクの震源地と成り得ると指摘している²。

そこで、本稿は、金融システムにおける FHLBS が果たす役割の変遷、近年の FHLBS のバランスシートの拡大と金融規制改革の関係性について整理を図る。

図表 1 FHLBS の資産の推移（10 億ドル、年次ベース）



（出所）FHLBS より野村資本市場研究所作成

¹ FRB, “The Increased Role of the Federal Home Loan Bank System in Funding Markets, Part 1: Background, Part 2: Recent Trends and Potential Drivers, Part 3: Implications for Financial Stability,” October, 2017.

² OFR, “The Intersection of U.S. Money Market Mutual Fund Reforms, Bank Liquidity Requirements, and the Federal Home Loan Bank System,” October, 2017.

II 連邦住宅貸付銀行制度の歴史的背景

1. 世界恐慌時に発足した連邦住宅貸付銀行制度

FHLBSの起源は、1920年代後半に遡る。ハーバート・フーバー元大統領は、1928年の大統領選において、米国経済の繁栄が継続する中、政府は企業や個人の経済活動に介入すべきではないという自由放任の原則を掲げたことが評価され、第31代大統領に就任した。しかし、その直後の1929年に世界恐慌が勃発した。フーバー元大統領は、当初、経済の失速は一時的なものであると考え、共和党政権として「小さな政府」という政策理念を貫くため、経済対策を講じることに消極的であった。その結果、失業率は増加し、貯蓄貸付組合（S&L: Savings and Loan Association）の倒産は急増し、経済対策を講じる必要性が生じた。そこで、フーバー政権は、1932年に連邦住宅貸付銀行法（Federal Home Loan bank Act）を制定した。同法は、米国の住宅市場の立て直しを図るために、FHLBSを創設し、S&Lに対する流動性供給システムを構築した。

世界恐慌発生時の失策が影響し、フーバー元大統領は1932年の大統領選挙において、フランクリン・ルーズベルト氏に敗れた。ルーズベルト元大統領（民主党）は、就任直後からニューディール政策として知られる一連の経済対策を行い、民間セクターに積極的に介入した。その際、ルーズベルト政権は、金融システムの安定化を図る施策として、1933年にグラス・スティーガル法（Glass-Steagall Act）を制定した。同法は、銀証分離や連邦預金保険公社（FDIC）を設立したことで知られているが、その他にも、米銀の定期預金の上限金利を規制した。これは、世界恐慌以前の米銀が、預金獲得のためにリスクの負担限度を超えて利息を付し、ハイリスクの融資先に貸し付けるということが、金融システムの不安定化を助長したという教訓を踏まえての措置であった。

2. 第二次S&L危機前後に見直された業務範囲

その後、半世紀にわたって、米国ではグラス・スティーガル法を基盤とした金融システムが構築されるが、転機は1970年代に訪れる。当時、第四次中東戦争が勃発し、石油輸出国機構（OPEC）加盟産油国のうち、ペルシア湾岸諸国が原油公示価格を引き上げた結果、石油ショックが発生し、インフレーションが進行した。その一方で、グラス・スティーガル法によって、米銀の定期預金の上限金利は規制されていたことから、市中金利が預金金利を上回る状態が継続し、ディスインターミディエーション（銀行離れ）が発生した。ディスインターミディエーションとは、規制金利しか支払えない預金金融機関から資金が流出し、コマーシャル・ペーパー（CP）や市場金利連動型投資信託等の証券商品に資金が流入する現象を指し、預金金融機関の金融仲介機能が低下することを意味する。そこで、ジミー・カーター第39代大統領（民主党）は、1980年に預金金融機関規制緩和・通貨統制法（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980）を成

立させ、1982年にはガーン・セントジェーメイン法（Garn-St Germain Act）を成立させることで、1983年に定期預金金利を自由化した。

実は、この2つの法改正には、S&Lの商業不動産関連融資を拡大させたという側面もあり、ガーン・セントジェーメイン法後には、S&Lは総資産の40%まで商業不動産ローン等の融資を行うことが認められた。加えて、ロナルド・レーガン第40代大統領（共和党）による1981年税制改革も、S&Lの商業用不動産ローンの拡大を後押しした。しかし、1986年頃から原油価格の下落が深刻化し、不動産向け融資が不良債権化した結果、数多くのS&Lが破綻した。これが第二次S&L危機である。ジョージ・H・W・ブッシュ第41代大統領（共和党）は、S&Lの破綻処理や規制強化の必要性を受けて、1989年に金融機関改革救済執行法（Financial Institutions reform, recovery, and Enforcement Act of 1989）を成立させ、S&Lに対する監督機能を十分に発揮しなかったFHLBSのガバナンスを強化した。

3. 最後から二番目の貸し手

2001年から2006年にかけて、米国の住宅価格が上昇する中、サブプライムローンが普及した。サブプライムローンとは、①所得に対する借入が50%以上、②過去1年間に30日間の延滞が2回以上、③過去5年以内の破産経験がある等、信用度の低い個人に対する住宅購入用のローンであり、同ローンの返済が滞った場合に備えて、担保として購入する住宅に抵当権を設定する。サブプライムローンは、大手金融機関によって証券化され、米国住宅価格の上昇を背景に高格付けを取得し、世界各国の機関投資家に販売されていた。しかし、米国住宅価格は2006年夏頃から下落し始め、サブプライムローンの借手であった個人や貸し手であった金融機関や、同ローンを裏付けとした証券化商品の投資家等、幅広い主体に影響が拡大した。その結果、2007年には、米国の住宅市場を震源としたサブプライム危機が発生し、2008年にはリーマンショックが発生した。

FHLBは、過去の金融危機時と同様に、サブプライム危機発生時においても金融システムの安定化に一役買った。2007年初頭に、米国住宅価格の下落が鮮明となる中、大手金融機関は手元流動性を確保するために、FHLBSからの借入を急増させた。実際に、FHLBSの貸出残高は、2007年7月時点で約660億ドルであったが、同年末には約875億ドルに達した。その際、FHLBSは、満期が1年未満のディスカウント・ノートの発行額を約2倍に増額させることで調達を行った。当時、短期資金運用者は、利回りの高い資産担保コマーシャルペーパー（ABCP: Asset Backed Commercial Paper）に投資していた。ABCPとは、特定目的会社が発行する売掛債権等の資産を担保としたCPであり、サブプライム危機の影響を受けて、大きく価値を毀損していた。そこで、短期資金の運用者は、ABCPに投資する代わりに、FHLBSが発行するディスカウント・ノートに投資した。

つまり、連邦準備制度理事会（FRB）が公的資金を注入（バイルアウト）するまでの間、FHLBSは米銀等の会員に対して貸し出しを増加させて、流動性を供給する役割を果たしていたと言えよう。FHLBSは、最後の貸し手（LLR: Lender of Last Resort）であるFRBに

次ぐ存在として、「最後から二番目の貸し手（Lender of Next-to-Last Resort）」と呼ばれた³。

金融危機の後、数多くの金融規制改革が実施されたが、その中でも、住宅関連の政策としては、ジョージ・W・ブッシュ第46代大統領が成立させた2008年住宅・経済再生法（Housing and Economic Recovery Act of 2008）が挙げられる。同法によって、連邦住宅公社監督局や連邦住宅金融理事会等は統合され、連邦住宅金融庁（FHFA: Federal Housing Finance Agency）が発足した。FHFAは、GSEの安全且つ健全な運営と、住宅市場及び地域金融等の流動性及び資金調達源を確保することを使命とした連邦規制当局である。FHFAは、金融危機によって財務状況が毀損したファニーメイ・フレディマックの再建を担うことになり、実質的に国有化した。FHLBSについては、規制・監督対象と位置付けたが、国有化したわけではない。

III 連邦住宅貸付銀行の組織及びバランスシートの概要

1. 協同組合形式で運営される連邦住宅貸付銀行制度

FHLBSは、発足当初より、協同組合形式で運営されている。つまり、ある金融機関が、FHLBSの会員になる場合、同金融機関は、FHLBSから融資等の支援を目的とした資金を調達できる代わりに、FHLBSの株主になる。したがって、会員は、FHLBSから資金を借り入れるだけでなく、株式持分に応じた配当を享受する。FHLBSの会員になる要件は、①米国の州法に基づいて適切に組織されていること、②州または連邦における銀行法に基づいた規制・監督下にあること、③長期の住宅ローンを提供していること、④原則として、住宅ローン関連資産が総資産のうち10%以上を占めていること、⑤FHLBSが安全に融資できる財務状態であること等である。

現在、FHLBSの会員は、商業銀行が4,368行、信用組が1,436社、保険会社が406社、貯蓄金融機関が732社、保険会社が405社、地域金融機関が48社であり、合計で7,395社に達している（2017年末時点）。FHLBSの会員の中でも、最大の株主はJPモルガンであり、FHLBの株主資本の5.7%に相当する約22億ドルの持分を有する。2位のシティ・グループは約21億ドル（FHLBの株主資本の5.5%に相当）、3位のウェルズ・ファーゴは約20億ドル（FHLBの株主資本の5.1%に相当）の持分を有する（2017年末時点）。

2. ユニークなガバナンス構造

FHLBSは、全米11地区に拠点を有する連邦住宅貸付銀行（FHLB: Federal Home Loan Bank）と財務局（Office of Finance）から構成されている（図表2）。従業員数別では、シカゴ連邦住宅貸付銀行が最大規模の460名、アトランタ連邦住宅貸付銀行が325名、デモイン連邦住宅貸付銀行が323名である。会員数別では、デモイン連邦住宅貸付銀行が最大

³ FRB, “The Federal Home Loan Bank System: The Lender of Next-to-Last Resort?” November, 2008.

図表 2 連邦住宅貸付銀行及び財務局の概要 (2017 年末時点)

	従業員数	会員数	管轄地域
デモイン連邦住宅貸付銀行	323	1,404	アラスカ、グアム、ハワイ、アイダホ、アイオワ、ミネソタ、ノースダコタ、サウスダコタ等
アトランタ連邦住宅貸付銀行	325	866	アラバマ、コロンビア特別区、フロリダ、ジョージア、メリーランド、ノースカロライナ等
ダラス連邦住宅貸付銀行	205	821	ルイジアナ、ミシシッピ、ニューメキシコ、テキサス
トピカ連邦住宅貸付銀行	234	738	コロラド、カンザス、ネブラスカ、オクラホマ
シカゴ連邦住宅貸付銀行	460	720	イリノイ、ウィスコンシン
シンナシティ連邦住宅貸付銀行	226	660	ケンタッキー、オハイオ、テネシー
ボストン連邦住宅貸付銀行	202	443	コネチカット、メイン、マサチューセッツ、ニューハンプシャー、ロードアイランド等
インディアナポリス連邦住宅貸付銀行	241	382	インディアナ、ミシガン
ニューヨーク連邦住宅貸付銀行	308	330	ニュージャージー、ニューヨーク、プエルトリコ、バージニアアイランド等
サンフランシスコ連邦住宅貸付銀行	287	327	アリゾナ、カリフォルニア、ネバダ
ピッツバーグ連邦住宅貸付銀行	215	298	デラウェア、ペンシルバニア、ウエストバージニア
財務局	112	N/A	N/A

(出所) FHLBS より野村資本市場研究所作成

規模の 1,404 社、アトランタ連邦住宅貸付銀行が 866 社、ダラス連邦住宅貸付銀行が 821 社である (2017 年末時点)。

それぞれの FHLB は、独自の経営陣と取締役会を有している一方で、FHLBS の財務戦略は、財務局が担っている。財務局はバージニア州レストンに拠点を有しており、16 名の取締役と 5 名の社外取締役が在籍する⁴。会員は、いずれかの FHLB から資金を借り入れているが、財務局が一括して債券を発行しているため、その債券の投資家は、自身が投資した資金を、どの FHLB が受け取っているのか把握できない。また、財務局が FHLBS の財務戦略を統括しているため、仮に、ある FHLB が債務不履行になった場合、他の FHLB が返済する義務を負う。つまり、FHLBS は、別々に経営する FHLB11 行と、それを財務的に統合する財務局によってガバナンスが構築されているという特異な構造を有している。

3. 資産・負債構造の変化：アドバンス及びディスカウント・ノートの増大

FHLBS は、会員に対して「アドバンス (Advances)」と呼ばれる低利の融資を行っている。アドバンスは、FHLBS のバランスシートの資産に計上され、その借り手である米銀等の会員のバランスシートにおいては負債として計上される。アドバンスの商品設計は

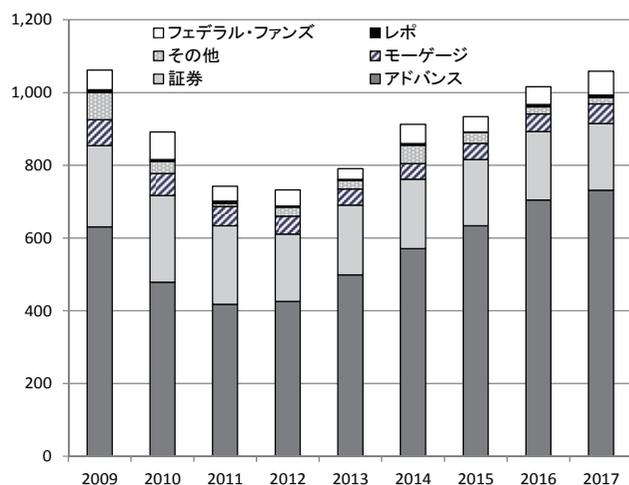
⁴ FHFA, "2016 Report to Congress," June, 2017.

柔軟であり、その金利は固定もしくは変動で組成され、コールオプションもしくはプットオプションが内包される場合もあり、満期は1日から30年まで多様である。FHLBSは、ファニーメイ・フレディマックとは異なり、MBS等の証券化を行っているわけではない。例えば、FHLBSが満期30年の長期アドバンスを提供した場合、それは、オフバランスされるのではなく、バランスシートの資産に計上される点に留意したい。FHLBSは、アドバンスを提供する際、貸出先である米銀等の会員に対して担保を設定し、掛け目（ヘアカット）を用いて担保資産の価値を査定する。アドバンスの残高上限は、会員の総資産の最大60%とされているが、会員及び担保資産の信用力に応じて、同上限を引き上げることも可能である。

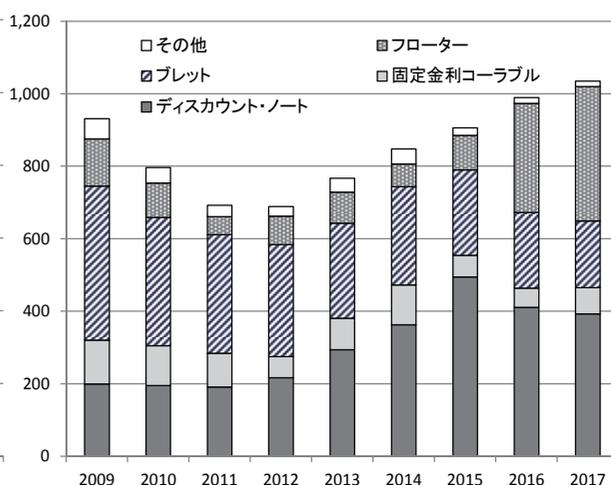
近年、アドバンスの残高の増加は顕著である。同残高は、2012年末の約4,260億ドルから、2017年末には約7,320億ドルと、過去5年間で約1.7倍となった。これは、FHLBSの資産の約65%に相当し、バランスシートの資産における最大の 카테고리である（図表3）。

他方で、FHLBSの負債も増加傾向にあり、特に、財務局はディスカウント・ノートの発行を活発化させている。同残高は、2012年末の2,160億ドルから、2017年末の3,920億ドルと、過去5年間で約1.8倍となった（図表4）。また、FRBは2015年12月、フェデラル・ファンズ・レートの誘導目標を0-0.25%から0.25-0.50%のレンジに引き上げたが、その際に、FHLBは変動金利債（フローター）の発行を2015年末の約950億ドルから、2016年末に約3,000億ドル、2017年末には約3,700億ドルまで増額させている。

図表3 FHLBの資産の内訳（10億ドル）



図表4 FHLBの負債の内訳（10億ドル）



（出所）FHLBSより野村資本市場研究所作成

IV 流動性カバレッジ比率規制によるアドバンスの増大

1. 流動性カバレッジ比率の概要

実は、2012年以降、FHLBのバランスシートが再拡大している要因として、金融規制の進展が挙げられる。FRBをはじめとする連邦規制当局は2014年9月、米国の流動性カバレッジ比率（LCR: Liquidity Coverage Ratio）を最終化した⁵。LCRとは、ストレス状況下において金融機関が流動性枯渇に直面することを回避するため、十分に高品質な流動資産を一定水準保有することを義務付ける規制である。具体的には、対象行は保有する適格流動資産（HQLA: High-Quality Liquid Asset）の金額が、ストレス時の30日間に生じる資金流出の推計額を上回るように維持する必要がある。

米国のLCRは、連結総資産2,500億ドル以上のシステム上重要な銀行（JPモルガン、シティ・グループ、バンク・オブ・アメリカ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、BNYメロン、ステート・ストリート、ウェルズ・ファーゴ）に対して、バーゼルⅢよりも、厳格な基準を設けている。具体的には、マチュリティ・ミスマッチ・アドオンを考慮する必要があり、ストレス下を想定した30日間でネット・キャッシュ・アウトフローがピークになる日を特定し、当該日のミスマッチにも対応できるHQLAを保持しなければならない。マチュリティ・ミスマッチ・アドオンは、「30日間のネット累積マチュリティ・アウトフロー額の最大値」から「30日目のネット累積マチュリティ・アウトフロー額」を控除した額である。

つまり、大手米銀は、LCR対応上、キャッシュ・アウトフローの掛目が低い調達に切り替える必要がある。同規制における証券担保調達の流出率は、HQLAの要件を満たさない資産が担保になっている場合に100%、GSEとの取引である場合には25%と規定されており、大手米銀が証券担保調達をする際、GSEと取引する方が有利である。また、LCRが規定するHQLAは、その流動性の度合いに応じて、「レベル1資産」、「レベル2A資産」、「レベル2B資産」に区分されている。そのため、大手米銀には、より流動性の高いHQLAを保有しようとするインセンティブが働く⁶。大手米銀は、FHLBに対して、アドバンスの担保として、流動性が低い住宅ローン関連資産を差し入れると同時に、借入れた資金を流動性の高いレベル1資産等に投資する。大手米銀は、FHLBからの借入れを行うことで、自身が有する低流動性資産を高流動性資産に転換している。FHLBSによるアドバンスの増大要因は、バーゼルⅢよりも厳格な米国のLCRに服する大手行による資金調達需要の拡大であると言える。

⁵ 詳細は、小立敬「米国の流動性カバレッジ比率（LCR）の概要」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号（ウェブサイト版）を参照。

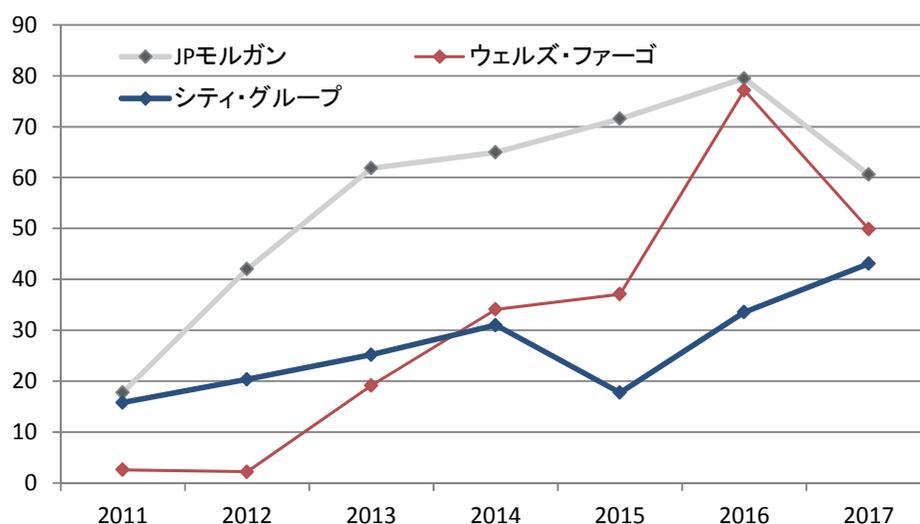
⁶ ドナルド・トランプ政権は、金融規制緩和の一環として、HQLAの区分の見直しを挙げている。その詳細は、岡田功太「米財務省による金融規制改革提言に関する考察」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号（ウェブサイト版）を参照。

2. 大手米銀に偏重するアドバンスの貸出

実際に、大手米銀（連結総資産 2,500 億ドル以上）が、アドバンスの残高に占める比率は、2007年6月末の約10%から、2017年6月末の約30%となり、過去10年間で約3倍となった。特に、2011年末から2017年末にかけて、JPモルガンのアドバンス借入額は約3.4倍、シティ・グループのアドバンスの借入額は約2.7倍、ウェルズ・ファーゴのアドバンスの借入額は約19.2倍となった（図表5）。各FHLBの貸出先の内訳においても、大手米銀は目立つ。ウェルズ・ファーゴのアドバンス借入額はデモイン連邦住宅貸付銀行の貸出総額の44.6%、シティ・グループの借入額はニューヨーク連邦住宅貸付銀行の貸出総額の35.1%、JPモルガンの借入額はシンナシティ連邦住宅貸付銀行の貸出総額の34.2%を占めており、大手米銀に対するアドバンス貸出の偏重は顕著である⁷（図表6）。

しかし、本来、FHLBSとは、住宅ローン貸出支援を目的に、低利の融資を行うことを目的としており、大手米銀の規制対応のための資金調達源ではない。そこで、FHFAは2014年4月、FHLBの法的基盤である1932年連邦住宅貸付銀行法や、1989年金融機関改革救済執行法等を精査した。その結果、FHFAは、仮に、会員がアドバンスによって調達した資金を住宅ローンの貸出ではなく、国債などのレベル1資産の購入に活用していたとしても、法律に反しているわけではないと結論付けた⁸。FHFAは、会員に対して、住宅ローン関連資産が総資産のうち10%以上を占めていること等の要件を規定している。他方で、FHLBSは、歴史的に会員の住宅ローンの貸出支援を目的としているが、実際には、会員がアドバンスによって調達した資金の用途の詳細について、法的に規定していない。

図表5 米銀大手3行のアドバンス借入額（10億ドル、年次ベース）



（出所）FHLBSより野村資本市場研究所作成

⁷ FHLB, “Combined Financial Report for the year Ended December 31, 2017,” March, 2018.

⁸ FHFA, “Recent Trends in Federal Home Loan Bank Advances to JPMorgan Chase and Other Large Banks,” April, 2014.

図表 6 連邦住宅貸付銀行の最大のアドバンス貸出先の概要 (2017 年末時点)

	アドバンス貸出先 最大会員	アドバンス 貸出額 (10 億ドル)	各 FHLB のアドバンス 残高に占める最大 会員の割合 (%)
デモイン連邦住宅貸付銀行	ウェルズ・ファーゴ	45.8	44.6
ニューヨーク連邦住宅貸付銀行	シティ・グループ	43.1	35.1
シンナシティ連邦住宅貸付銀行	JP モルガン	24.0	34.2
ピッツバーグ連邦住宅貸付銀行	PNC 銀行	21.0	28.3
アトランタ連邦住宅貸付銀行	バンク・オブ・アメリカ	21.0	20.6
サンフランシスコ連邦住宅貸付銀行	チャールズ・シュワブ	15.0	19.4
シカゴ連邦住宅貸付銀行	ワン・モーゲージ・パートナー	11.0	22.9
インディアナポリス連邦住宅貸付銀行	フラグスター銀行	5.7	16.6
トピカ連邦住宅貸付銀行	BOK フィナンシャル	5.1	19.4
ボストン連邦住宅貸付銀行	シティズンズ銀行	4.9	12.9
ダラス連邦住宅貸付銀行	コメリア銀行	2.8	7.7

(出所) FHLBS より野村資本市場研究所作成

また、FHFA は、会員がアドバンスによって調達した資金を、直接・間接的に住宅ローンの貸出に活用しているのか、全て把握することは困難であると認めている。そのため、FHFA は、その理念とは裏腹に、大手米銀がアドバンスによって調達した資金をレベル 1 資産の購入に活用していたとしても、法律に反しているわけではないとした。ただし、FHFA は、アドバンス貸出先が、大手米銀に偏重している点は、規制・監督上の重要事項に位置づけることで、モニタリングしていく方針を示している⁹。

V MMF 規制によるディスカウント・ノート発行額の増加

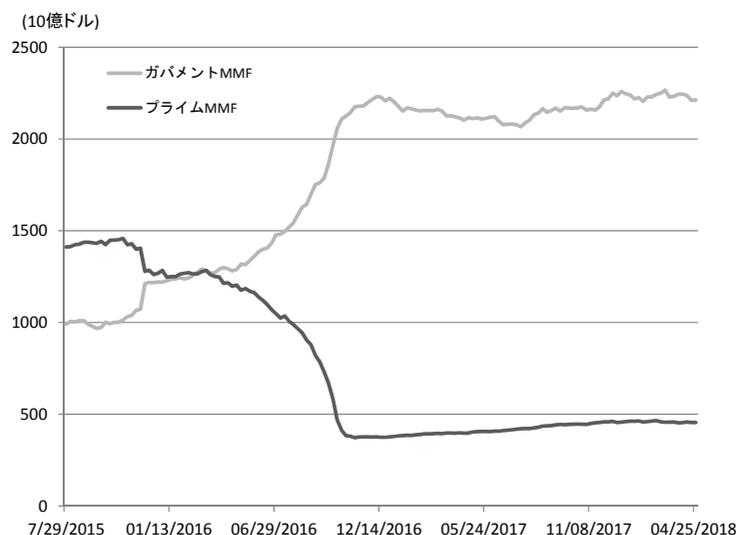
1. 巨大化したガバメント MMF

実は、FHLBS の資産だけではなく、負債の増大についても、金融規制の影響が指摘できる。2008 年の金融危機時に、リーマン・ブラザーズ向けのエクスポージャーを有していた MMF が元本割れし、MMF の運用会社は、投資家による解約請求に対応するため、CP/CD や短期社債等を投げ売ったところ、短期金融市場が機能不全に陥った。そこで、証券取引委員会 (SEC) は 2014 年 7 月、MMF 規制を最終化した¹⁰。同規制において、SEC は米国の MMF を運用方法に基づき主に 2 種類に大別した。第一に、ガバメント MMF であり、ポートフォリオの 99.5%以上を現金、米国債、エージェンシー債、レポ等で運用するものである。FHLBS は、ファニーメイ・フレディマックとは異なり、2008 年の金融危機後に国有化されたわけではないが、歴史的に GSE として位置づけられている。つまり、FHLBS が発行するディスカウント・ノートには、実質的に政府保証が付与され

⁹ FHFA, "Prepared Remarks of Melvin L. Watt, Director of FHFA at 2017 Federal Home Loan Bank Director's Conference," May, 2017.

¹⁰ 詳細は、岡田功太「米国の MMF 最終規則の公表とその影響」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号 (ウェブサイト版) を参照。

図表7 ガバメントMMF及びプライムMMFの残高推移（2015年7月末から2018年4月末）



(注) 週次で残高の推移を表示。

(出所) ICIより野村資本市場研究所作成

ていると解釈されている。そのため、MMF規制において、FHLBSが発行するディスカウント・ノートは、エージェンシー債の一種として、ガバメントMMFの投資対象として規定された。

第二に、プライムMMFであり、CP/CD等の短期金融商品を保有するものである。SECは、プライムMMFの取り付けリスクを抑止するために、①機関投資家向けプライムMMFの基準価額の評価方法を「時価変動」とすること、②プライムMMFに「流動性手数料」及び「解約一時停止条項」を付与することを決定した。同決定を受けて、プライムMMFの投資家は、金融危機時に流動性が枯渇した際に、運転資金を同MMFから引き出すことができなくなることを懸念した。また、資産運用会社は、MMF規制の対応コストを抑止するため、自身が運用するプライムMMFをガバメントMMFに転換した。その結果、2015年7月から2017年7月にかけて、プライムMMFは約9,900億ドル減少し、対照的にガバメントMMFは約1兆ドル増加した¹¹（図表7）。

2. ガバメントMMFの需要に応えた連邦住宅貸付銀行

プライムMMFからガバメントMMFに転換するにあたって、資産運用会社は、大幅なポートフォリオの構成銘柄の入れ替えを行った。例えば、世界最大のMMFであるフィデ

¹¹ 詳細は、岡田功太「米国MMF最終規則の施行に向けた資産運用会社の動向」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号（ウェブサイト版）、同「金融規制によるドル調達市場の構造的な変化」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号（ウェブサイト版）、岡田功太、吉川浩史「金融規制の影響によるドル調達コストの上昇」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号、同「短期金融市場に幅広く影響する米国MMF規制改革」『野村資本市場クォーターリー』2016年秋号を参照。

リテイ・キャッシュ・リザーブズは、2015年12月にガバメント MMF に転換したが、2015年5月から2016年3月までに、CP及びCDを売却し、その代わりに、FHLBが発行した債券に約900億ドル投資した。他のMMFも同様に、CP及びCDからFHLBSへの銘柄変更を行った結果、FHLBS債の発行総額に占めるMMFの割合は、2011年末の約30%から、2017年末には約55%に達した。

また、MMFによるFHLBS債の保有比率は、2011年末の約7%から、2017年末には約20%に増加した。特に、同比率は、MMF規制が最終化された2014年7月末時点で約9%であったが、ガバメントMMFへの資金流入が一巡した2016年末時点には約18%に達しており、MMF規制の影響は顕著であった。更に、FHLBSが活発に発行した債券は、満期が90日未満のディスカウント・ノートであった（前掲図表4）。これは、SECによるMMF規制の対象ファンド（公募MMF）は、1940年投資会社法において、加重平均満期の上限を60日とすることが規定されているためである。FHLBは、MMF規制によって、急速に巨大化したガバメントMMFによる短期債購入需要を満たす役割を果たしたと言える。

VI 連邦住宅貸付銀行制度を巡る新たな脆弱性

1. 短期金融市場における位置づけの変化

FHLBは、金融規制改革の進展によって、短期金融市場における中心的な存在となった。OFRによれば、2014年にMMF規制が最終化される以前、大手米銀Aは、プライムMMFにCP/CDを発行することで資金を調達し、その資金をFRBに預けることで超過準備預金金利（IOER: Interest On Excess Reserves）を得ていた¹²。他方で、2014年以降、MMF規制の影響を受けて、ガバメントMMFに巨額の資金が流入し、FHLBは同MMFにディスカウント・ノートの発行を増額した。同時に、FHLBは、ガバメントMMFから調達した資金を基に、厳格なLCRに服する大手米銀Aにアドバンスを貸し出した。つまり、FHLBは、短期金融市場において、ガバメントMMFと大手米銀Aの間に位置づけられた。その際、FHLBの短期調達比率は上昇した。FHLBが大手米銀に提供するアドバンスの満期は、貸出残高の50%が1年未満、40%が1年から5年、10%が5年以上と比較的に安定的に推移している一方で、FHLBの負債のうち、満期が1年未満の比率は、2012年末の約60%から2017年末には約75%に上昇した。

2. 潜在的なシステミック・リスク顕在化の震源地

FHLBSのバランスシートの短期調達比率が上昇した結果、FHLBSの借換えリスクは相対的に高まっているとみられる。MMF規制の影響が一巡した2016年10月以降、プライムMMFの規模は約4,400億ドル、ガバメントMMFの規模は約2.2兆ドルとなり、比較的

¹² 前掲脚注2を参照。

安定して推移している。しかし、今後、MMFの投資家が利回りを追求すべく、ガバメントMMFからプライムMMFに資金を移管するような状況が生じることも考えられる。その場合、FHLBSは、従来のように、ディスカウント・ノートを発行することが困難になる可能性がある。

FHLBSが有する政府保証のステータスの行方もリスク要因である。現在、ファニーメイ・フレディマックは政府の管理下にあることから、当該2機関が発行する証券化商品には政府保証が付与されている。他方で、FHLBSは協同組合形式で運営されており、会員である米銀等が株主であることから、政府の管理下にはない。ただし、FHLBSは、ファニーメイ・フレディマックと同様に、住宅関連のGSEとして位置づけられているため、アドバンスには実質的に政府保証が付与されていると解釈されている。

スティーブン・ムニューシン米財務長官は2018年1月、ファニーメイ・フレディマックを政府の管理下から外すことは、トランプ政権の上位10の優先事項の一つであると述べた。つまり、米財務省は、GSE改革を通じて、ファニーメイ・フレディマックが有する政府保証の消滅を検討していることを示した。実際には、GSE改革は、連邦議会における審議が必要であり、その実現は容易ではないが、万が一、それが実現した場合、ファニーメイ・フレディマックと同様に、住宅関連のGSEとして位置づけられているFHLBSの政府保証も消滅すると考えられる。その結果、アドバンスには、政府保証が付与されなくなり、LCRのHQLAにおける分類も変更され、大手米銀にとってFHLBSから借入れるインセンティブは低下し、FHLBSの借換えリスクは増大する可能性がある。

加えて、アドバンス貸出先は大手米銀に偏重しており、仮に、FHLBSの借換えリスクが顕在化した場合、大手米銀はFHLBSの主要な貸出先であると同時に、FHLBSの株主でもあることから、影響が大手米銀に波及することも考えられる。すなわち、FHLBSのバランスシートの拡大と短期調達比率の上昇は、金融システムにおける潜在的なシステムック・リスクであると言える¹³。

3. システムック・リスクの波及経路

将来的に、FHLBS発のシステムック・リスクが顕在化させるもう一つのトリガーとして、米国の住宅価格の推移が挙げられる。米国の住宅価格を示す代表的な指数であるS&Pケース・シラー・全米住宅価格指数は、2018年3月時点で198と過去のピーク時の2006年7月の184を上回った¹⁴。全米不動産協会(NAR)が公表している中古住宅販売件数(年間)は、2006年には700万戸を上回っていたが、2018年には約550万戸であり、米国住宅市場に過熱感はない一方で、仮に、将来的に、景気後退等の影響を受けて、米国の住宅価格が下がった場合、FHLBSが有する住宅ローン関連の担保資産の価値も毀損す

¹³ OFR, "The Intersection of U.S. Money Market Mutual Fund Reforms, Bank Liquidity Requirements, and the Federal Home Loan Bank System," October, 2017.

¹⁴ 2000年1月の価格を100として算出する指数。

ることとなる。

その結果、FHLBS が損失を計上すれば、FHLBS の貸出先かつ株主である大手米銀にも影響が波及する。同時に、短期資金を運用する投資家は、FHLBS が発行するディスカウント・ノートへの投資額を縮小する可能性がある。短期調達比率が高い FHLBS のバランスシートは脆弱であり、ディスカウント・ノートの発行によって資金を調達できなければ、アドバンスを提供することもできないため、借り換えリスクが顕在化し、更なる損失の計上及び大手米銀への影響の波及が考えられる。

VII 曖昧な連邦住宅貸付銀行制度の位置づけ

FHFA のメルビン・ワット長官は 2017 年 5 月、FHLBS の短期調達比率の上昇について懸念を表明し、新たな流動性リスク管理規則を策定する方向性を示した¹⁵。FHLBS は、歴史的に、金融危機発生時において、FRB に次ぐ最後から二番目の貸し手として、システムミック・リスクを抑止する役割を果たしてきた。しかし、皮肉なことに現在、FHLBS 自身が潜在的なシステムミック・リスクの震源地として懸念材料となっている。

2008 年以降に進展した金融規制は、公的資金の注入を回避するために、大手米銀に対して資本の積み増し等を要請した。大手米銀は、規制コストを低減させるために、運用・調達構造調整の一環として、FHLBS との取引を増額させた。FHLBS が発行するディスカウント・ノートは、MMF 規制において、エージェンシー債として位置づけられた結果、ガバメント MMF による保有額が急増し、FHLBS のバランスシートの再拡大・短期調達比率の上昇をもたらした。従来、大手米銀及び MMF が有していたシステムミック・リスクの一部は、金融規制の進展によって、FHLBS にシフトしているとも言える。その根本的な要因として、FHLBS の位置づけの曖昧さが挙げられる。FHLBS は、ファニー・フレディマックとは異なり、国有化されていない一方で、歴史的経緯から、金融規制において GSE として位置づけられている。

現在、米国のドナルド・トランプ政権は、金融規制緩和を実現すべく、2008 年以降に構築された規制枠組みの変更に取り組んでいる¹⁶。実際に、トランプ米大統領は 2018 年 5 月、経済成長・規制緩和及び消費者保護法案に署名し、ドッド＝フランク法の見直しが一定の範囲で実現した¹⁷。また、この改正を受けて、FRB をはじめとする連邦規制当局は 2018 年 6 月、ボルカールールの規則改正に関するパブリックコメントの募集を開始した¹⁸。今後、2008 年の金融危機以降に策定された金融規制の簡素化が進展する可能性がある。

¹⁵ 前掲脚注 9 を参照。

¹⁶ 詳細は、岡田功太、吉川浩史「トランプ新政権下で注目される金融規制改革の方向性—ドッド＝フランク法と金融選択法案 (Financial CHOICE Act) —」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号、同「トランプ政権による金融規制の緩和に対する期待の醸成—ドッド＝フランク法とフィデューシャリー・デューティー規則の行方—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号 (ウェブサイト版) を参照。

¹⁷ S.2155 - Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act.

¹⁸ FRB, CFTC, FDIC, OCC, SEC, "Agencies ask for public comment on proposal to simplify and tailor "Volcker rule"," June, 2018.

しかし、過去10年間で、システミック・リスクを保有する主体が変化したということを鑑みると、単に、金融規制を緩和・簡素化するのではなく、金融システムにとって最適な枠組みに変更することが必要であると言えよう。