

FRBが先日公表した危機対策の実績により、証券化商品を担保とするPDCFがfire saleの抑制に寄与したことや、当初は大手金融機関の利用が多かったTAFが次第に地域金融機関のサポートを担ったことなどが示唆されると同時に、TSLFのような「担保手段のLOLR」が中央銀行の新たなツールとなったことが推測される。一方、FRBは為替スワップによって各国中央銀行によるドルオペの体制を整えたが、米国での「外国金融機関」がTAFを初めとする資金供給facilityを活発に利用したことは、危機の下での金融機関に対する流動性供給において、母国とホスト国の中央銀行がどのように役割分担すべきであるかという課題を示唆している。

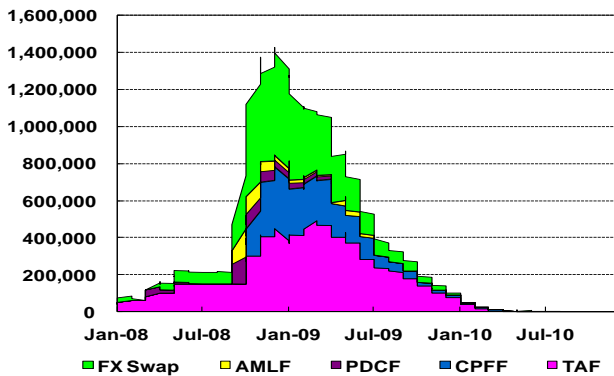
はじめに

FRBは、Dodd-Frank法案に沿って、この間に実施してきた危機対策の詳細な実績を今月初に公表した。そこで今回は、本年1月の本稿でLOLRの実績公表を含む連銀法改正を取り上げた際の論点も踏まえながら、今回の意味合いを検討したい。

LOLRに対する検証手段としての意義

筆者は、1月の本稿の中で、LOLRの実例を客観的に検討する上で、LOLRを事後的に検証することが可能となる枠組みを作ることが大切であると述べた。その点に照らすと、FRBが公表した詳細なデータは、こうした検証に貴重な手がかりを与えている。例えば、金融危機の初期に、CP市場の安定化のために導入された様々なfacilityの中では、AMLFが多く活用された点は既にマクロデータから明らかであった。しかし、今回の公表を通じて、受益者となったファンドが多岐に亘る156もの数に達した事実が明らかになったことによって、CP市場が「システミック」な意味で深刻な事態に陥っていたことがより明確に確認された。

(図1) facilityの残高 (資料) FRB



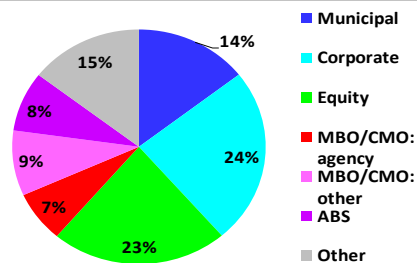
TSLFのように、具体的な資金は供給しないものの、「レポ取引の円滑化のために、資産の交換に応じる」タイプの施策が、比較的少数の大手金融機関によって活発に利用された事実が明らかになったことも興味深い。与信条件を適切に設定すれば、危機が沈静化すると自動的に利用が減る長所をもっているほか、BOEの同様なプログラムも有効であったことを考えると、先進諸国の中央銀行は「担保手段のLOLR」とも言うべきtool(あるいは、security lending facilityの危機における応用)を危機対策のtool boxに新たに加えることができたものと評価することができる。primary dealer全般に対する資金供給facilityとして導入されたPDCFに関しては、企業関連の資産に加え、証券化商品を担保とする取引のシェアが意外に高かったという印象がある。この点は、投資銀行に対するLOLRのルートを開いた意味だけでなく、資金調達目的での証券化商品のfire salesを抑制するという効果を併せ持ったことを示唆している。fire salesの抑制は、証券化市場の機能低下を食い止めるだけでなく、資産価格のunder-shootが幅広い金融機関のbalance sheetを悪化させることによる「システミック・リスク」の発生を阻止する上でも重要である。

その上で敢えて言えば、PDCFが2008年春における大手投資銀行の破綻前に導入されていれば、その後の展開はどのようになったのかという点にも思いをいたさざるを得ない。

FRBが国内向けに導入した危機対策のうち、金額や実施期間の面で最も活用されたTAFについては、時期によって活用のされ方が変化していることが確認された。2008年には、春や秋に大手金融機関が破綻したり、救済処理されたりした局面を中心に内外の大手金融機関の利用が目立つ。その後、2009年の後半になると、多数の地域金融機関が活用する状況が定着している。TAFを通じて実際に資金を供給した地区連銀のウエイトをみても、当初はニューヨーク連銀が約半分を占めていたのに対し、その後は他の地区連銀へ分散していく傾向が読み取れる。こうした変化は、2009年の前半には、ストレステストの実施や資産価格の反発などによって大手金融機関に対する信認が回復する一方で、住宅価格の下落が著しい州を中心に、景気後退による地方経済への打撃が次第に深刻化していった姿と整合的である。

(図2-1) TSLFの利用額(上位5先・百万ドル)

Citi	RBS Securities	Deutsche Bank	Credit Suisse	Goldman Sacks
297297	250339	239248	224535	193020



(図2-2) PDCFの担保別シェア

(図2-3) TAFの総件数とFRBNYによる実施分

	2008/上まで	2008/下	2009/上	2009/下	2010/上
総件数	612	904	1335	1085	277
うちFRBNY	300	376	465	362	56
同比率%	49.0%	41.6%	34.8%	33.4%	20.2%

(資料) FRB公表データより筆者作成

このようにみると、少なくとも、FRBが一定の要件を満たす金融機関を対象に運営したfacility型の対策については、危機の拡大を防止する上で有効であったことが改めて確認された。もちろん、危機が拡大していく過程では、相互に重複感のある対策や、結果的に活用されなかった対策が採られたことも事実であるが、FRBによる危機対策は、総じてみれば、問題の所在や性質に対する的確さと効果の面で評価することができる。これは、別途に公表されたFRBNYのDudley総裁の「日程表」が示唆するように、FRBと市場参加者が密接な情報交換を続けていたことによる面が大きいのではないだろうか。さらに言えば、Dodd-Frank法案の中で、FRBによるLOLRの情報開示強化が推進された背景が、「back-door bailoutの抑制」だったことを思うと、情報開示がFRBの対応の適切さを示唆したことは皮肉でもある。

## 公表内容が示唆する課題 —資金供給における母国とホスト国の役割分担

FRBによる公表直後に多くのメディアが指摘したように、今回公表されたデータは、欧州系金融機関がTAFや先に見たTSLFを中心に活発に利用していたことを具体的に示している。もちろん、こうした傾向は、今回の危機を通じて生じた「外国金融機関によるドル資産投資の巻き戻し」を反映したものである。

(図3) TAFの大手利用先における平均落札額(百万ドル)  
〈上が米国系、下が欧州系〉

Bank of America	7,092
Wells Fargo	5,921
Wachovia	6,392
Citi	4,244
RBS Citizens	4,040
Regions	3,150
JPM Chase	7,143
First Tennessee	1,298

\*因みに全体  
の平均は906

Barclays	4,740
Bank of Scotland	4,523
Societe Generale	4,442
Bayerische LB	2,924
West LB	2,178
Deutsche Bank	3,840
UBS	3,469
RBS	8,917

(資料)FRB  
公表データより  
筆者作成

その第一のインプリケーションは、既に広く指摘されているように、FRBは、金融危機を通じて「グローバルなLOLR」の役割を担ったということである。外国金融機関が「たまたま」ドル資産を蓄積した訳ではないように、FRBも「たまたま」外国金融機関に多額の資金を供給した訳ではない。この点は、米ドルが、少なくとも決済手段の点では国際通貨の地位を当面維持し続けると考える人々に対して、心強い材料を提供している。これは今後の国際金融システムのあり方を考える上で重要なポイントであるが、紙幅の関係もあり、日を改めて考えることとしたい。

また、第二のインプリケーションは、今回の危機が、外国金融機関に対する資金供給をどう行うべきかという課題を残したということであろう。公表データに含まれているように、FRBは国内で外国金融機関にもドル資金を供給していたと同時に、各国中央銀行とドル資金のスワップ網を構築し、これによって各国中央銀行が自国の金融機関に対するドル資金供給を行う体制も維持していた。両者をどのように整理するかは、システミックリスクの防止との関係でいくつかの重要な論点を含んでいる。

ミクロの金融機関監督の観点から考えれば、各国の中央銀行が自国の金融機関に自国通貨だけでなく外貨も供給する方が望ましい面がある。なぜなら、一般に、ある金融機関が市場から資金を調達しがたい状況に陥る場合には、その金融機関が何らかの問題を抱えている蓋然性が高いからである。市場のattackを受けた金融機関は、「根拠のないrumor」と反論しがちであるが、結果的に「火のない所に煙は立たない」ことが多い。

そこで、その金融機関の状況を最も正しく把握しているはずである母国の中央銀行と監督当局は、その金融機関に適切な是正措置を行わせながら、経営改善に応じた取引条件の付された資金供給を行うことが期待される。このようなアプローチは、金融機関による経営再建努力に対してincentive compatibleである。加えて、金融機関に対して市場対比で優遇的な条件で資金供給を行う必要がある場合でも、ホスト国の中央銀行が「外国金融機関」に資金供給するよりも、政治問題化しにくいというメリットも持っている。欧州問題での対応をみるまでもなく、政治家や国民は、「公的資金」によって「外国金融機関」を救済することには強い拒絶反応を示しがちである。

しかし、だからといって、将来に国際的に「システミックな」ストレスが生じて、先進国の中央銀行間でのスワップ網を通じて必要な通貨を融通し合いながら、各国の中央銀行が自国金融機関の資金繰りをケアするアプローチに絞って良いという訳にもいかない点にこの課題の難しさがある。

つまり、ある金融機関が「単発的に」経営問題を抱える局面であればともかく、金融危機で市場全体が疑心暗鬼に囚われる局面では、深刻な問題のない先でも、母国が同じだとか、ビジネスモデルに似た面があるといった理由で、本当に問題を抱えている先と「一蓮托生」の扱いを受け、資金調達が困難になりうる。今回の公表データをもみても、自己資本や不良資産、あるいはその後の運命も含め、相当なばらつきのある先が、同じようにFRBのfacilityを利用している。こうした危機の局面では、各国の中央銀行が自国の金融機関のみを相手に分権的に資金供給するより、ある国の中央銀行が、自国内で活動する金融機関に一括して自国通貨を供給する方が、疑心暗鬼の抑制を通じた金融システムの安定に繋がりがやすいことがありうる。

このように、母国とホスト国の中央銀行の間で資金供給の役割をどのように分担するのかという点は、クロスボーダーで活動する金融機関に対する監督の具体的なあり方と密接に関係しているし、これらの両者を整合的に位置づけることの意味は小さくない。母国の中央銀行とホスト国の中央銀行が持っているメリットを活用しよう、各々の守備範囲や発動基準を整理していくことが今後に残された課題であると言える。

## 公表内容が示唆する課題 —中央銀行のリスクエクスポージャー

今回の公表によってもう一つ可能となったのは、FRBが金融危機の際に抱えていたリスクを、定量的に把握することである。興味深いことに、中央銀行のバランスシートの質の持つ意味に付いては意見が分かれている。つまり、中央銀行のバランスシートの質を重視する意見がある一方で、危機対策の結果として質の低下はやむを得ないし、米国は途上国ではないので、FRBないし米ドルへの信認に影響することはないとの見方も根強い。筆者も、バランスシートの質への考慮によって危機対策が強く制約を受けることには違和感を覚えることもあるが、それでも、中央銀行に対する幅広いステークホルダーにとって、中央銀行がどのようなリスクを負担しているかを事後的であれ知ることは意味が小さくない。こうしたaccountabilityは、特に中央銀行が危機対策の中で、経済資源の配分に影響するといった財政政策に近い領域をカバーする際にはますます重要である。

つまり、ある中央銀行のリスクエクスポージャーが一定の水準を超え続けている場合にも、だからといって政策措置を中止するのではなく、中央銀行の自己資本や政府への納付金のあり方を適切に見直すことが建設的であろう。中央銀行によるリスクテイクの増大は、FRBのみならず先進諸国に共通の事象となっているだけに、今回のように中央銀行の担うリスクを詳細に開示することの意義はグローバルに見ても一層高まっている。

\*\*\*

文責:井上哲也  
(野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主席研究員)

本稿は、情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著作者が保証するものではありません。記載された意見は著作者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融市場研究センターのものではありません。本稿は、著作者本人から受領された方限りでご使用いただきますようお願いいたします