

FRB の信用緩和策について

大臣官房総合政策課海外経済調査係長 大島 洋平

I はじめに

2007年夏以降のサブプライムローン問題に端を発した金融市場の混乱は、2008年9月のリーマン・ブラザーズ社の破綻をきっかけに厳しさを増し、百年に一度の金融危機とも言われる事態となった。米国連邦準備制度理事会（FRB）¹はこの金融危機に対処するため、政策金利の積極的な引下げや市場への様々な流動性供給策をこれまでとってきた。本稿では、FRBによる金融市場の機能改善に向けた取組―バーナンキ FRB 議長が「信用緩和」と呼ぶ対策―に焦点を当て、その内容と効果について概説してみたい。

II 信用緩和とは

1 信用緩和の定義と量的緩和との相違点

バーナンキ FRB 議長は2009年1月13日の講演において、信用市場と広範な経済を直接的に支援する政策手段を「信用緩和（credit easing）」と呼び、この政策は日本銀行が2001

年から2006年まで実施した「量的緩和（quantitative easing）」とは概念的に全く異なるものであると説明している（図表1）。信用緩和と量的緩和はバランスシートを拡大させるという点では同じであるが、前者がローンや証券など資産の構成に焦点を当てているのに対して、後者は負債サイドの中央銀行の当座預金残高を政策目標としている点で異なる。よって、流動性供給の量は信用緩和が借り手の需要や市場の状況に応じて変化するのに対して、量的緩和は一定の中央銀行の当座預金残高を目標として流動性を供給することとなる。

また、信用緩和は量的緩和の当座預金残高のように単一の指標で示すことができないため、市場との対話は難しい。バーナンキ FRB 議長は、「国民への説明責任と、我々の政策が市場や国民によく理解されれば政策が効果的となることから、中央銀行はできるだけ多く情報提供すべき」²と述べている。実際、FRBは講演時やホームページにバランスシートの状況を掲載するなど積極的に情報発信をしており、市場との円滑なコミュニケーションを図ろうとしている。例えば、FRBのホームページでは「H.4.1 Factors Affecting Reserve Balances（準備預

¹ 本稿では、米国連邦公開市場委員会（FOMC）も便宜上 FRB に統一する。

² 2009年2月18日講演

〔図表 1〕 バーナンキ FRB 議長が定義する信用緩和と量的緩和

	信用緩和 (credit easing)	量的緩和 (quantitative easing)
代 表 例	(2007 年夏～における) FRB の金融政策	2001～2006 年における日本 銀行の金融政策
バ ラ ン ス シ ー ト	拡大	拡大
政 策 の フ ォ ー カ ス	ローンや証券など資産の構成	中央銀行の当座預金残高
貸出や資産購入の量	借り手の需要による	中央銀行の当座預金残高目標
当時の金融市場の状況	クレジットスプレッド： 比較的大さい	クレジットスプレッド： 比較的小さい
市 場 と の 対 話 方 法	バランスシートの使用等に関 する情報発信	単一の指標や政策目標
市場との対話の難しさ	比較的困難	比較的容易

(出所) バーナンキ FRB 議長講演 (2009 年 1 月 13 日) をもとに作成

金残高に影響を与える要因)^{3]}という名称のバランスシート統計が毎週詳細に公表されている。また、2009 年 2 月 23 日には FRB がこれまでとってきた信用緩和策の内容や前述のバランスシート統計の解説などを掲載する包括的なサイト⁴も立ち上げている。

2 信用緩和の類型

バーナンキ FRB 議長は信用緩和の性格ごとに、①健全な金融機関への短期流動性供給、②主要な信用市場の借り手・投資家への流動性直接供給、③長期証券の買取り、の 3 つに分類できるとしている (図表 2)。いずれも貸出や証券買取りを通じて FRB のバランスシートの資産サイドを拡大させるものである。

1 つ目の分類は、2007 年 8 月から実施されているものであり、既存の措置の拡充や新制度の創設によって、短期金融市場に大量の流動性供給を行い、金融機関全般の資金調達を支援する内容となっている。

2 つ目の分類は、リーマン・ブラザーズ社が破綻した 2008 年 9 月以降新たに創設された制度である。米国では、コマーシャル・ペーパー (CP) や資産担保证券 (ABS) などが信用利用で主要な役割を担っており、金融機関への流動性供給だけでは、直接的にこれらの市場の安定化を図れないことが背景にある。

3 つ目の分類は、2008 年 12 月以降新たに実施されている対策であり、ファニーメイ (連邦住宅抵当金庫) やフレディマック (連邦住宅貸付抵当公社) などの発行する債券、これらの機関が保証する MBS (住宅ローン担保证券)、長期 (longer-term) 国債を市場から買い取ることで、民間信用市場の状況を改善することを目的としている。

³ <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/>

⁴ <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst.htm>

〔図表 2〕 FRB による主な信用緩和策（2007 年 8 月以降）

分類	制度	当初発表日	概要	規模
健全な金融機関への 短期流動性供給	ターム物連銀貸出	2007/8/17	預金取扱金融機関へのターム物 資金融資	担保価額の範囲内で 無制限
	PDCF (プライマリー・ディーラー 向け貸出制度)	2008/3/16	プライマリーディーラーへの融 資	担保価額の範囲内で 無制限
	TAF (ターム物入札型貸出制度)	2007/12/12	入札方式による預金取扱金融機 関への融資	9,000億ドル
	TSLF (ターム物証券貸出制度)	2008/3/11	入札方式によるプライマリー ディーラーへの米国債の貸出	2,500億ドル
	主要中央銀行との通貨ス ワップ協定	2007/12/12	各中央銀行がドル供給オペを行 うためのドル資金を融通	無制限
主要な信用市場の 借り手・投資家への 流動性直接供給	AMLF (ABCP MMF流動性制度)	2008/9/19	MMFからABCPを買取る金融 機関への融資	担保価額の範囲内で 無制限
	CPFF (CPファンディング制度)	2008/10/7	CP発行体からCPを買取るSPV に融資	発行体が08年1月か ら8月までに発行し たCP残高の最高額
	MMIFF (マネー・マーケット・ ファンディング制度)	2008/10/21	MMF等からCP等を買取る民間 SPVに融資	5,400億ドル
	TALF (ターム物資産担保証券融 資制度)	2008/11/25	ABS保有者へ融資	2,000億ドル (将来的に1兆ドル)
長期証券の買取	住宅関連GSE債買取り	2008/11/25	ファニーメイやフレディマック などが発行する債券を買取り	2,000億ドル
	エージェンシーMBS買取 プログラム	2008/11/25	ファニーメイやフレディマック などが保証する住宅ローン担保 証券 (MBS) を買取り	1兆2,500億ドル
	長期 (longer-term) 国債 買取り	2009/3/18	インフレ連動債を含む2-10年国 債を中心に買取り	3,000億ドル

(出所) FRB公表資料より作成

(注) 分類はバーナンキFRB議長講演（2009年1月13日、2月18日、3月20日）による。

Ⅲ 信用緩和と市場の状況

1 健全な金融機関への流動性供給 (2007 年 8 月以降)

次に、信用緩和策の3つの類型ごとに金融市場の状況を見てみる。FRBは、2007年夏から

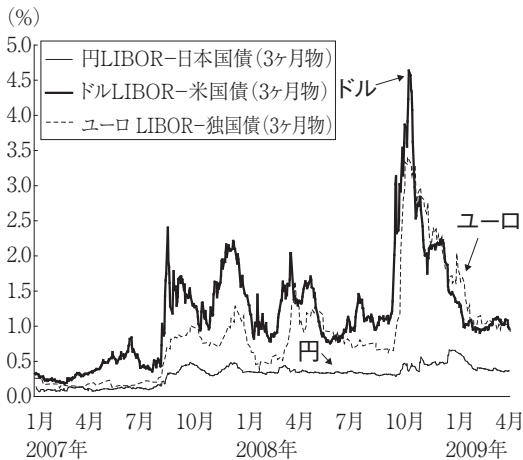
秋にかけて、金融機関の資金調達を支援するために既存の措置を拡充することで、公開市場操作による短期金融市場への大量の資金供給（レポオペ⁵⁾や預金取扱金融機関への融資要件緩和⁶⁾を行った。同年10月には、ドル建ての銀行間取引金利（ドルLIBOR）と米国債との利回り格差（TEDスプレッド⁷⁾は一定の落ち着

⁵ 売戻条件付の証券買入れオペ（公開市場操作）

⁶ 公定歩合（連銀貸出金利）と政策金利との利回り格差（スプレッド）の縮小や融資期間の延長

⁷ T-bill（3ヶ月物米財務省証券）と3ヶ月物のEuroDollarの頭文字をとってTEDスプレッドと呼ばれる。両者の利回り格差（スプレッド）拡大は信用不安の拡大を意味する。

〔図表 3〕 TED スプレッド



(出所)Bloomberg

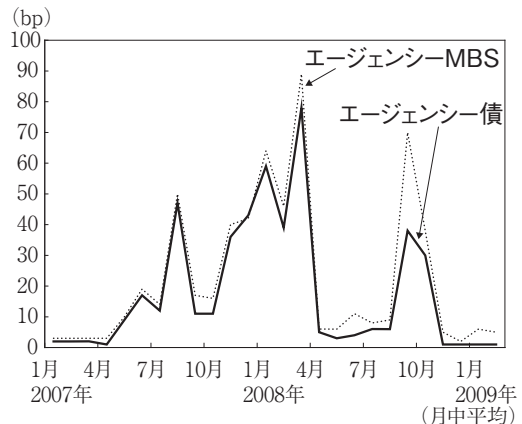
きを見せたが、年末にかけては、年末越えの資金需要の高まりなどから同スプレッドが急騰した（図表 3）。こうした緊張の高まりを背景に、FRB は長めの期間融資でできる制度（ターム物入札型貸出制度：TAF）を新たに導入した。

2008 年に入ると、国債やエージェンシー債・MBSなどを担保に資金を借り入れるレポ取引の金利が急騰した。レポ取引は主に証券会社などが利用しており、レポ市場の機能不全はベア・スターンズの経営危機の一因となった。こうしたレポ市場の機能や証券会社の資金繰りを支援するため、FRB はエージェンシー債や MBS など国債以外の一定の証券を担保に FRB の保有する国債を貸し出す制度（ターム物証券貸出制度：TSLF）やプライマリーディーラー向けの融資制度（PDCF）を導入した。これらの対策により 2008 年 4 月以降は短期金融市場の緊張はひとまず小康状態を見せた（図表 4）。

2 主要な信用市場の借り手・投資家への流動性直接供給（2008 年 9 月以降）

金融市場の緊張が再度高まったのは、

〔図表 4〕 レポ金利のスプレッド



(出所)Bloomberg

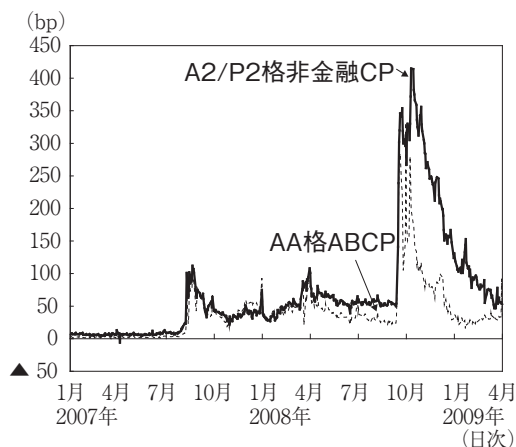
(注) エージェンシー債・エージェンシーMBSのレポ金利と米国債レポ金利とのスプレッド。

2008 年 9 月 15 日のリーマン・ブラザーズ社破綻であった。金融機関間の相互不信が一気に高まり、TED スプレッドはかつてない水準に急拡大した（図表 3）。また、同社は CP の大口発行体であったことから CP 市場の緊張も異常に高まった（図表 5）。更に、CP の主要投資家である MMF（マネー・マーケット・ファンド）からは大量の資金が流出した（図表 6）。

これに対し、FRB は CP や MMF 市場の機能改善を目的として、CPFF（CP ファンディング制度）を始めとする複数の対策を打ち出した。CPFF は FRB により新設された SPV（特定目的会社）が市場から一定の要件を満たした高格付け CP を買い取る制度であり、買取り資金はニューヨーク連邦準備銀行によりファイナンスされる。これらの対策が実施されて以降、CP 市場の信用スプレッドは大幅に改善し、MMF の資産残高もリーマン・ブラザーズ社破綻以前の水準を優に回復している（図表 6）。

ABS 市場もリーマン・ブラザーズ社破綻以降、かつてなく緊張し、ほぼ機能停止状態に陥った（図表 7、8）。消費者向けローンや中小

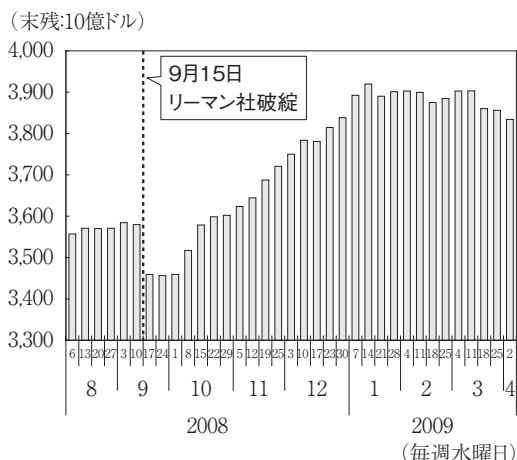
〔図表5〕 CP 金利のスプレッド



(出所)FRB

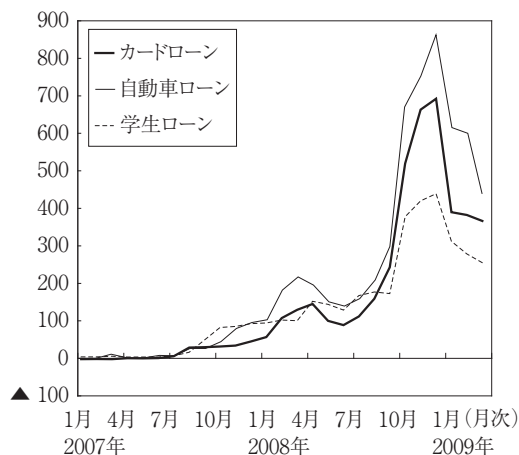
(注)いずれもAA格非金融CPとのスプレッド(翌日物)

〔図表6〕 MMF 資産残高



(出所)米投資信託協会(ICI)

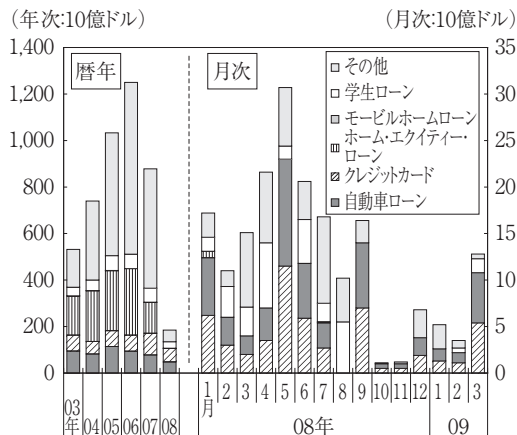
〔図表7〕 ABS のスプレッド



(出所)Bloomberg

(注)担保資産の満期は15年。

〔図表8〕 ABS 発行額



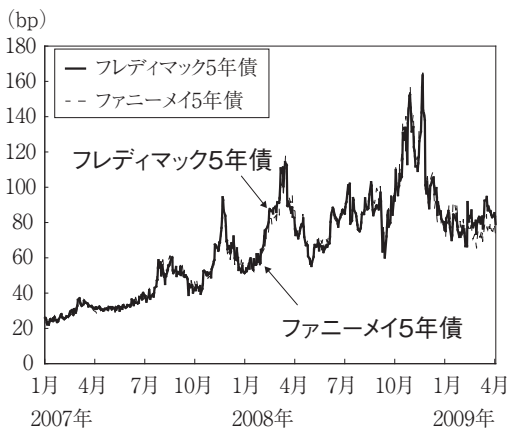
(出所)Bloomberg

企業向けローンの多くは、ABS によって資金調達されており、ABS 市場の機能不全により家計や中小企業の信用利用が困難となり、米国経済の更なる悪化に繋がりがかねない。そこで、FRB は 2008 年 11 月 25 日、米財務省と共同で TALF（ターム物資産担保証券融資制度）の創

設を発表した。この制度は、ABS の投資家に最長 3 年間の融資を行うことで、より低い金利スプレッドでの ABS の発行増加を促し、信用利用の増加と経済活動の支援を目的としている。その後、制度の規模⁸や適格担保の範囲も CMBS（商業不動産ローン担保証券）や民間

⁸ FRB と米財務省は 2009 年 2 月 10 日、TALF の規模をそれまでの最大 2,000 億ドルから将来的に 1 兆ドルまで拡大することを発表した。

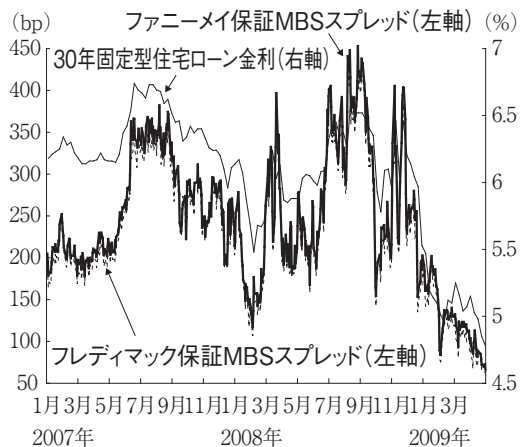
〔図表 9〕 債券のスプレッド



(出所) Bloomberg

(注) いずれも5年物米国債利回りとのスプレッド

〔図表 10〕 MBSのスプレッドと住宅ローン金利



(出所) Bloomberg

MBSなどにまで拡大されることが発表されている。実際の融資実行は2009年3月25日からとまだ始まったばかりだが、ABSのスプレッドの低下や発行額の増加が見られており（図表7、8）、今後の効果が期待される。

3 長期証券の買取り（2008年12月以降）

FRBは2008年11月25日、住宅購入のための住宅ローン金利低下によるコスト引下げと信用利用の増加を目的として、ファニーメイやフレディマックなどの債券（最大1,000億ドル）やMBS（最大5,000億ドル）を市場から買い入れることを発表した。その後、買取り額はそれぞれ1,000億ドル、7,500億ドル増額された（2009年3月18日）。住宅市場や住宅ローンの借り手支援に対する対策はこれまでいくつか発表されてきたが、住宅ローン金利は高止まりしたままであったことが背景にある。これらの対策が発表されて以降、ファニーメイやフレディマックの債券やMBSのスプレッドは顕著に縮小し、これらに連動する形で住宅ローン金利も

大幅に低下した（図表9、10）。

次の注目点は長期国債の買取りであったが、FRBは1月時点では、「今後の状況により、民間信用市場の状況改善に特に効果的であると示されれば、長期国債を買い取る準備もできている」としていた一方、「長期国債の買入れは現時点で、民間信用市場の状況を小幅に改善するにとどまり」、ファニーメイやフレディマックなどの債券、MBSの買入れやTALFの方がより効果的であるとしていた⁹。

こうしたFRBの姿勢から、長期国債の買取りはまだ先のことであるという見方が市場には多かったが、2009年3月18日、民間信用市場の状況を改善することを目的として、長期国債（最大3,000億ドル）を市場から買い入れることを発表した。3月18日の発表を受け、長期金利が急低下するなど驚きをもって迎えられた。

⁹ FOMC（2009年1月28、29日開催）の議事録

〈FRBの銀行券ルールについて〉

長期国債の買入れについては、いわゆる「銀行券ルール」の問題が気になるところである。日本銀行は「資産の過度の固定化を回避し、金融調節の柔軟性を確保する趣旨から、『日本銀行が保有する長期国債の残高は、銀行券発行残高を上限とする』とのルール」がある¹⁰。FRBについては、「市中の銀行券需要の増加から生じる準備預金の減少を埋め合わせなければならないことから、国債の売却(outright sales)や償還よりはるかに多く買入れ(outright purchase)を行う傾向がある」¹¹。日本銀行の白川総裁は自身の著書で、FRBにもルールがあるとは明言していないものの、この一文を引用し、「国債の買入れの金額に対する考え方は日本銀行と同一である」¹²としている。

しかしながら、今後民間信用市場の状況がさらに悪化した場合、銀行券残高を超えて長期国債を買い入れることができるかという問題が考えられる。またこの場合¹³、将来景気が回復し、FRBが政策金利を引き上げる際の金利誘導方法として、当座預金の見合いの資産¹⁴を減少させるため、どのような手段をとることができるかも問題となるだろう。こうした問題点に対して、FRB当局者から何かしら言及があるのかどうか注目される。

2009年3月25日現在、リーマン・ブラザーズ社が破綻する以前の約2倍にまで膨らんだ。FRBはサブプライムローン問題が顕在化した2007年夏から大量の流動性供給を行ってきたものの、レポオベによる一時的で比較的短期の資金供給であったため、バランスシートの拡大は比較的緩やかであった。

しかし、リーマン・ブラザーズ社が破綻してからは状況が一変した。既存制度の利用急増に加え、外国の主要中央銀行との通貨スワップ協定の拡充¹⁵やCPFFなどの新制度も影響し、2008年11月には2兆ドルを突破した。その後は、通貨スワップの残高が半減したことで、バランスシートも一時期よりは縮小し、2兆ドルを切る水準となった。2009年3月下旬以降はファニーメイやフレディマックなどの債券やMBSの買取り増額、長期国債の買取りやTALFが開始されていることから、再び拡大を始め、将来的にバランスシートは優に3兆ドルを突破する可能性が高いと見込まれる。

2 信用リスク

以上のように、FRBは金融機関への伝統的な流動性供給策だけでなく、CPFFやTALFなど非伝統的な手法を用いて、バランスシートを拡大しているが、市場ではリスクも指摘されている。一つ目は、FRBがリスク資産を大量に抱え込み、損失が発生する可能性があるのではないかと懸念である。これについて、パー

IV FRBのバランスシート拡大とリスク

1 バランスシートの状況

数多くの信用緩和策によりFRBのバランスシートは異例の水準に拡大した(図表11)。

¹⁰ 日本銀行企画局(2006)

¹¹ FRB(2005)

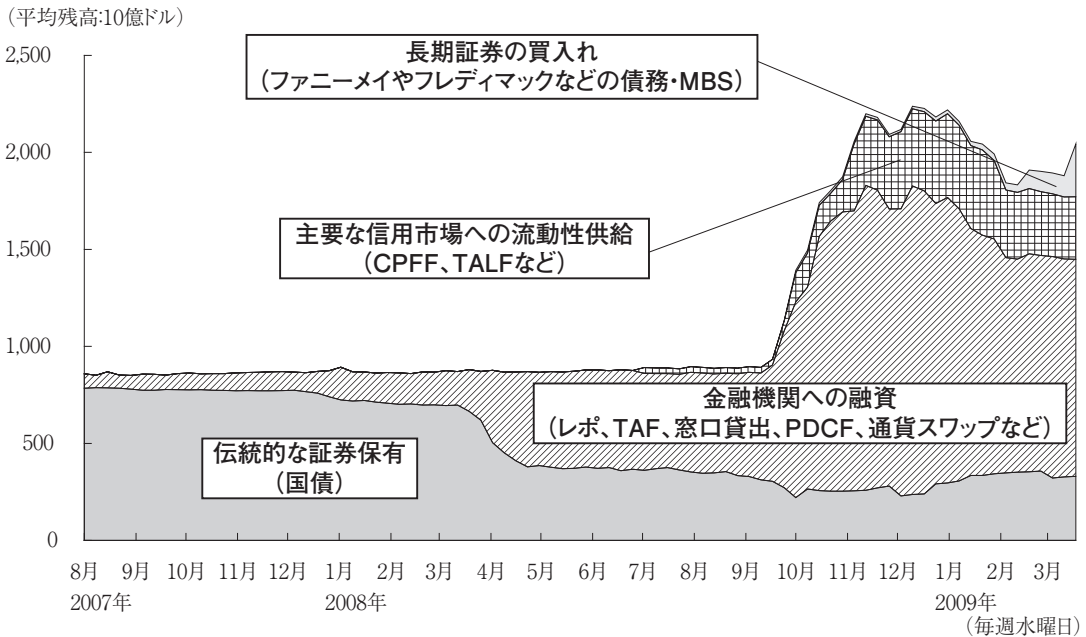
¹² 白川方明(2008)

¹³ 長期国債残高が銀行券残高を超える場合、その部分の見合いの負債は当座預金となる。

¹⁴ 短期国債は2009年3月現在、2008年初の10分の1以下に激減しており、長期国債の売却も長期金利の上昇を招きかねない。

¹⁵ リーマン・ブラザーズ社破綻をきっかけに金融危機は世界的に広がり、主要国のドル資金需給が逼迫した。以前は欧州中央銀行とスイス国立銀行の2つの中央銀行との協定だったが、10月末には14の中央銀行とにまで拡大した。

〔図表 11〕 FRB のバランスシート（総資産残高）



(出所) クリーブランド連邦準備銀行

(注1) 証券貸出制度(SLF、TSLF)により貸し出した国債は「伝統的な証券保有」から除き、「金融機関への融資」に含む。

(注2) ベア・スターンズ買収に関する支援策やAIG支援策については、金融機関への融資と主要な信用市場への流動性供給に含まれる。

ナンキ FRB 議長は、貸出の大部分については「信用リスクは極めて低い」と述べ、以下の理由を挙げている¹⁶。

① 健全な金融機関への短期流動性供給

- ・ 概ね短期間で、十分な担保もっているリコース型である。
- ・ 通貨スワップについては外国中央銀行に返済義務があり、提供したドルと同額の外国通貨を受け入れている。
- ・ ファニーメイやフレディマックなどの債券やMBSは米財務省により支えられている。

② 主要な信用市場の借り手・投資家への流動性供給

- ・ CPFFについては最高格付のCPのみを対象としており、保証料を徴収し損失に備えている。
- ・ TALFについては、米財務省による資本提供が信用リスクからFRBを守る。

③ ベア・スターンズやAIGの支援¹⁷

- ・ バランスシートの約5%を占め、伝統的な貸出よりもリスクが大きいのが、納税者の利益を最大化する方法で資産を売却する予定である。

¹⁶ 2009年2月18日の講演

¹⁷ FRBと米財務省は2009年3月23日の共同声明において、「米財務省がFRBのバランスシートから除去または清算することを目指す」と述べている。



④ 資産から生じる利子所得

- ・ FRB の資産増加は利子所得の増加を意味し、連邦予算に利益をもたらす。

3 インフレリスク

二つ目は、バランスシートを拡大させることで FRB は事実上紙幣を大量に発行し、インフレを引き起こすのではないかという懸念である。

貸出や証券買取りは資産の増加となる一方、反対勘定である負債側の準備預金も増加させることとなる¹⁸。準備預金の増加はマネタリーベースの拡大を意味するが、金融機関が準備預金を市場に放出し運用しようとしなければマネーサプライを増加させることとはならない¹⁹。

バーナンキ FRB 議長はこの点に加えて、「世界経済が低迷し、コモディティ価格が低水準にあることを背景に、短期的には容認できないほど高いインフレリスクはほとんどなく、インフレはしばらく低水準だろう」と述べている²⁰。

V おわりに

金融市場や実体経済が回復したときには、バランスシートを拡大させる信用緩和策を終了させる必要がある。この点について議長は、信用市場が改善すれば FRB の貸出制度の需要が減り、自動的に終わりに向かうとしている。なお、ファニーメイやフレディマックなどの債券・MBS については、短期的に大量に売却する見込みはないとしていることから、当面の間はバランスシートに残ることになるだろう。信用緩

和策の終了時期については、「FRB が信用市場の状況及び経済見通しをどのようにみているかによる」²¹としていることから、市場や経済の状況はもちろん、FRB 当局者の発言もこれまで以上に注意を払う必要があるだろう。

引用文献

白川方明 (2008) 『現代の金融政策—理論と実際』 日本経済新聞出版社

日本銀行企画局 (2006) 『主要国の中央銀行における金融調節の枠組み』 (日本銀行ホームページ)

Bernanke, Ben S. (2009), “The crisis and the Policy Response” (FRB ホームページ)

Bernanke, Ben S. (2009), “Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed’s Balance Sheet” (FRB ホームページ)

Bernanke, Ben S. (2009), “The Financial Crisis and Community Banking” (FRB ホームページ)

Board of Governors of the Federal Reserve System (2005), “The Federal Reserve System PURPOSES & FUNCTIONS” (FRB ホームページ)

本稿の内容は全て筆者の個人的見解であり、財務省の公式見解を示すものではない。

¹⁸ 実際、準備預金は所要額を上回る超過状態 (超過準備) となっている。

¹⁹ 2008 年 9 月以降、M1 や M2 といったマネーサプライの伸びはマネタリーベースの伸びよりもはるかに低くなっている。

²⁰ 2008 年 2 月 18 日講演

²¹ バーナンキ FRB 議長 2009 年 1 月 13 日講演