

バランスシートから見たFRBの金融危機対策

伊豆 久

はじめに

サブプライムローン問題に始まる金融危機に対してFRB（米国連邦準備制度理事会）は様々な緊急措置を講じてきたが、その効果もあって、今年に入り流動性危機はひとまず落ち着いてきたように思われる。小稿では、FRBのバランスシートの推移を整理するところから、金融危機対策の特徴を明らかにすることとしたい。

リーマン・ショック（二〇〇八年九月）以降のFRBの資産の膨張（ドル供給の増大）はすでに多くの人によって指摘・注目されているところであるが、それ以前のバランスシートはほぼ一定の水準を維持し、ただその構成を変えるだけであった。しかしすでにパリバ・ショック（〇七年八月）、モノライン危機（同年末）、ベアス・ターンズ危機（〇八年三月）は発生していたのである。この時期のバランスシート構成の変化も、その後の急膨張の時期に劣らず、今回の金融危機の特徴を示しているように思われる。

あるいはまた、今年三月にFRBが長期国債の買いオペ額の増額を含む決定を発表したところ、それを「米国の量的緩和政策に踏み切った」とする議論も見られたが、それまでの危機対策の推移からすると異なった意味づけも可能であるように思われる。

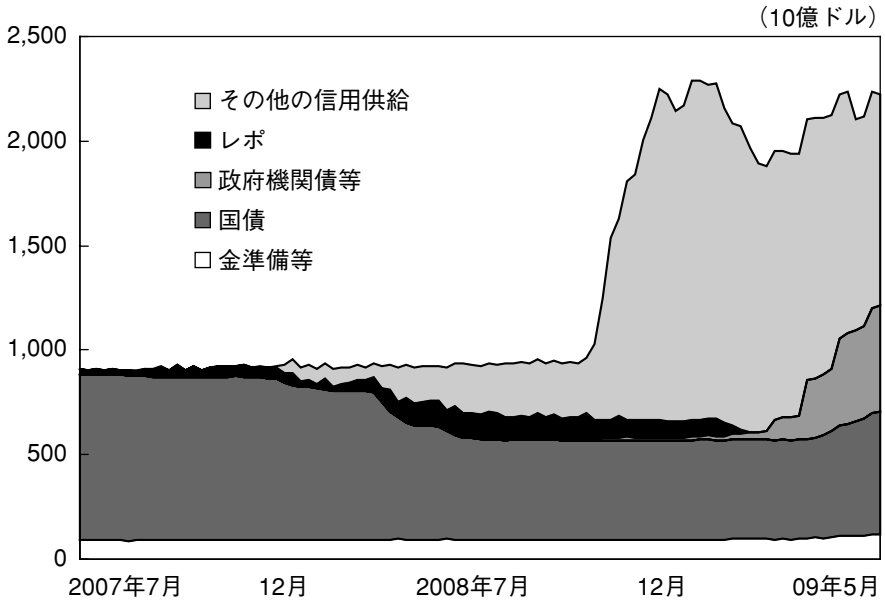
1 FRBバランスシートの特徴

図1は、FRBの資産の推移を示したものである。まず目に付くのは、〇八年秋にバランスシートが急拡大していることである。細かく言えば九月十日の九六一七億ドルから一〇月十五日の一兆八〇五四億ドルへと、わずか一ヶ月の間にFRBは資産を倍増させ九千億ドルを市場に供給したことになる。言うまでもなく、九月一五日のリーマン・ブラザーズ破綻による市場の混乱に対応したものである。

しかしながら、それ以外にも、このグラフは多くのことを(あるいは疑問を)提示している。時間の順に挙げれば、以下の通りである。

第一に、金融危機発生以前の「平時」の特徴として、資産のほとんどが国債によって占められている点である。言い換えれば、FRBは主たる通貨供給を国債の買切り保有によって実施しており、短期の金融調節手段であるレポのウ

図1 FRBの総資産



(注) 2007年7月第1週から09年5月最終週までの毎水曜日時点の残高。

金準備等：金、SDR、現金、Float、その他連銀資産。

政府機関債等：政府機関債、政府機関債保証MBS。

(出所) FRB, Statistical Release, H. 4. 1. より作成。

エイトが非常に低いということである。これは、後述のように日銀が四〇%以上を短期の市場操作に依存しているのと対照的である。

第二に、今回の金融危機は、〇七年八月にパリバ・ショックとして始まるが、FRBが資産（≡通貨供給量）を増大させるのは〇八年九月のリーマン・ショックからであって、それまでFRBの資産総額はほとんど変化していない。通貨供給量は不変のままその供給方法が変化しているのであって、①まず〇七年八月よりレポによる供給が増大し始め、②同年一二月にはTAF・中央銀行間為替スワップが始まり（図1では「その他の信用供給」急増していくものの）、③それを吸収する形で国債保有額は減少を続けている。市場の流動性不足が懸念される場合、国債の買いオペ額を増やすことが一般的のように思われるが、FRBの政策はそれとはむしろ逆なのである。

第三に、〇八年九月のリーマン・ショックが発生すると、FRBは緊急的な政策（図1の「その他の信用供給」をフル動員し、資産総額の倍増を容認する。つまり、この時点でそれまでの保有国債の売却等による資産総額の維持を放棄している。

第四に、今年に入ってパニック的な危機がひとまず落ち着きを見せたことから、FRBの対応はまた大きく変化している。まず、①危機対策のために設けられた新たなルートでの通貨供給額が大幅に減少し始めた（図1の「その他の信用供給」≡図4）。最大時（〇八年二月一七日）には一兆六三二億ドルに達していた危機対策資金供給は、現在（〇九年五月二七日）では八八九億ドルとほぼ半減している。また、②通常の通貨調節手段であるレポ・オペも、今年一月より完全に停止し残高ゼロが続いている。他方で、③それまでは行われていなかった政府機関債等の買切りオペが昨年九月開始され、今年に入って残高が急増しており、④国債の買切りオペも増額され残高も今年四月からほぼ二年振りに増加に転じている（冒頭に述べた買切りオペの増額）。

こうしたFRB資産の変化は何を意味しているのだろうか。以下、順に見てみよう。

2 伝統的な通貨調節手段による対応（二〇〇七年八月～十二月）

金融危機発生（〇七年八月）以前についての特徴を日本銀行のそれ（表1）と比較してみよう。米国は、資金供給のほとんどを国債の買切りで実施し短期の資金調節への依存度が（少なくとも量的には）低いのに対して、日本では短期のオペのウエイトが非常に高い。米国では「資金過不足の振れが絶対額としては比較的小さいため、資産の大部分を固定化しても吸収オペを多用することなく円滑な金融調節を行うことができる⁽¹⁾」からである。日本は「他の国・地域と比べて、銀行券、財政資金ともに大きく変動し、全体としての変動幅も大きい⁽²⁾」ために比較的大きな額を柔軟に調節する必要がある。米国が小切手・クレジットカード社会であるのに対して、日本では現金への依存度が非常に高いからであろう。そして、米国では、（量的には）わずかな通貨調節を、プライマリー・ディーラーとの国債を主たる担保（対象）とするレポによって実施してきたのであるが、〇七年八月の金融危機の発生は、その後、様々な変化をもたらすことになる。

表1 日銀のオペ残高

(兆円)

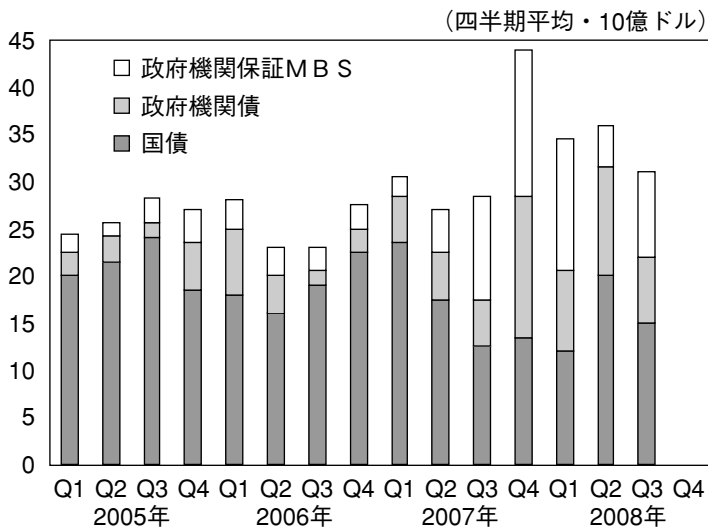
	2007年3月末	07年9月末	08年3月末
ネット短期オペ残高	34.6	39.2	45.8
短期資金供給オペ	34.6	39.8	46.4
国債買現先	4.2	3.0	8.5
共通担保資金供給	20.4	26.5	29.1
(本店貸付)	14.2	17.6	22.1
(全店貸付)	6.2	8.8	7.0
CP等買現先	0.3	0.3	0.3
短国買入	9.6	10.0	8.5
短期資金吸収オペ	0.0	0.6	0.6
手形売出	0.0	0.6	0.6
国債売現先	0.0	0.0	0.0
短国売却	0.0	0.0	0.0
長期国債買入残高	49.2	49.1	46.9

(出所) 日本銀行金融市場局「2007年度の金融市場調節」2008年6月、図表18。

○七年中の変化を見ると、FRBは、まずレポ取引を通じた資金供給額を増大させるが、従来の方法のまま額だけを増やしたのではなかった。①それまで限界的なレポ手段であった政府機関債（ファニーメイ債等）と政府機関が保証したMBS（住宅ローン担保証券）を担保とするレポ・オペが増大する一方で、②主力であった国債担保のレポは減額している（図2の二〇〇七年第3四半期からの変化）。そして同時に、③買切りオペによる国債の保有額は漸減している（図3）。FRBは、償還を迎えた保有国債分については、通常は入換えの買入れを行ってきたが、○七年にはそれを停止している（さらに○八年には買切りオペそのものが停止された上で売切りオペが実施されている）。

このように見てくると、○七年夏から数ヶ月間のFRBの流動性対応策が、国債の買増しによって通貨供給量の増額を図るといいうわゆる「量的緩和政策」と大きく異なっていたことが明らかである。資金供給額を一定に維持しつつ、FRBは、政府機関債・保証MBSをレポ

図2 FRBのレポ残高



(注) 2008年3月に導入された、MBSのみを対象とするシングル・トランシュ・レポは含まない。

(出所) FRBNY, "Domestic Open Market Operations during 2007," February 2008, p. 21, Chart 13, "during 2008," January 2009, p. 11, Chart 5.

で買い入れると同時に、国債についてはレポ・買切り両面で保有額を減らしている。これは、民間市場（レポ市場）において、政府機関債等が担保として受け入れられにくくなる一方で、国債不足が生じていたこと⁽³⁾に対応しようとしたものである。しかし、通貨供給総額を引き上げるには至っておらず、また、プライマリー・デファイラーを通じたオペという供給ルートについても維持されている。当時のFRBの認識は、「単純化すれば、「不足していたのは国債であってドルではない」あるいは「市場に国債を供給すれば必要なドルは市場内部で融通可能だ」というものであったと推測される。

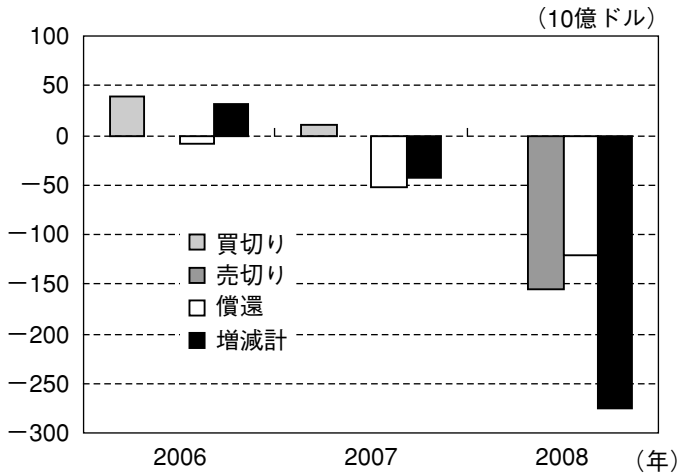
ところが〇七年末、FRBは新たなドル供給ルートの導入を迫られる。それが、図1では「その他の信用供給」としてある、同年一二月のTAF、外国中央銀行との為替スワップに始まる各種ファシリティの創設である。

3 非伝統的資金供給方法の導入（二〇〇七年一二月〜

〇八年九月）

〇七年一二月以降FRBは非伝統的な資金供給手法を数多

図3 FRBの国債保有額の変化



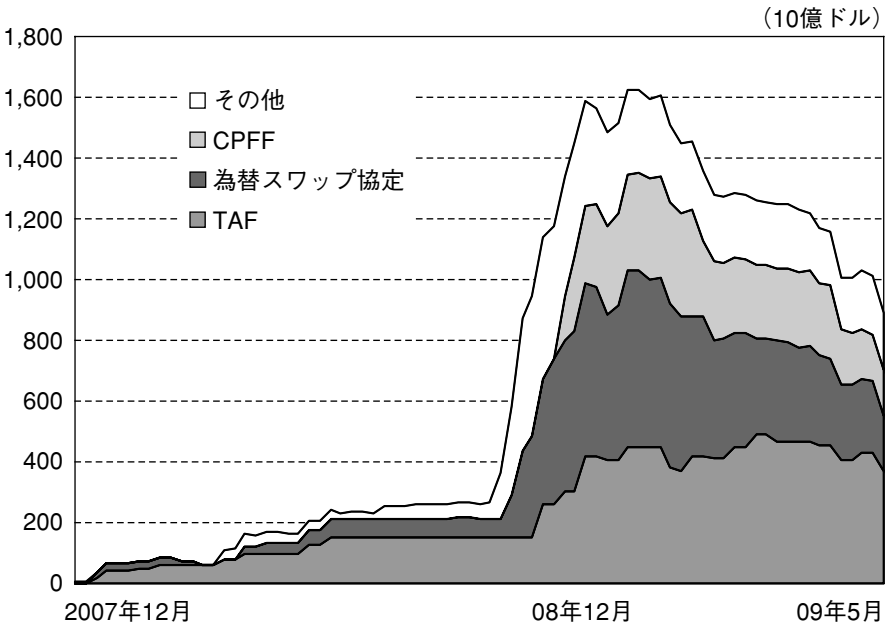
(注) 2006年と07年の売切り、08年の買切りはゼロ。

(出所) FRBNY, "Domestic Open Market Operations during 2008," January 2009, p. 14, Chart 8.

く導入した(表2)。しかしながら量的な側面に限定すれば、重要なのはTAF、為替スワップ協定の二つである(図4)。リーマン・ショック後はCPFFが加わる)。まずこの二つについて見てみよう。

○八年十二月一二日に発表されたTAF (Term Auction Facility) の最大の特徴は、銀行(預金金融機関) に対して金利入札方式で資金を供給するというところにある。本誌前号の拙稿で述べたように、FRBは、(国債の買切りオペを除くと)原則として、①プライマリー・ディーラー(約二〇社の大手証券会社) だけを相手に、②国債・政府機関債・政府機関保証MBSだけを担保(対象) とするレポ取引(金利は入札決定) でのみ金融調節を行ってきた。それに加えて、銀行を対象に公定歩合で融資する「窓口貸出」があるが、その利用は市場での資金調達の不可能を意味するといわれ (Stigma=汚名・烙印)、実際の利用は進

図4 FRBの危機対策



(注) 図1の「その他の信用供給」の内訳。
(出所) 図1に同じ。

表 2 FRBの緊急危機対策

	発表日	名称	対象先	適格担保	方式	備考
	2007. 8.17	窓口貸出 (Term Discount Window Program)	預金金融機関	窓口貸出適格担保	スタンディング	翌日物だけだった窓口貸出の満期を30日に延長 (08年3月16日に90日に延長)。
	2007.12.12	TAF (Term Auction Facility)	預金金融機関	窓口貸出適格担保	入札	窓口貸出に「入札」を導入。満期は28日または84日。
	2007.12.12	為替スワップ協定 (Reciprocal Currency Arrangements)	外国中央銀行	外貨	—	欧州系金融機関のドル不足 (為替スワップの機能不全) に対応するため欧州の中央銀行にドルを供給。その後、協定先・金額・満期を拡大。
	2008. 3. 7	Single-Tranche Open Market Operations Program	プライマリ・デイラー	国債、政府機関債、政府機関保証MBS	入札	通常オペの3段階構造 (国債1st、政府機関債2nd、政府機関MBS3rd) を1段階に集約し、事実上MBS対象のオペに。
	2008. 3.11	TSLF (Term Securities Lending Facility)	プライマリ・デイラー	トリプルA格MBS (設立時)	入札	市場でのレバに使用なくなった債券を国債と交換。適格担保は、08年5月8日にトリプルA格ABS、08年5月14日に投資適格債券に拡大。
	2008. 3.16	PDCF (Primary Dealer Credit Facility)	プライマリ・デイラー	投資適格債券 (設立時)	スタンディング	大手投資銀行への「窓口貸出」。適格担保は、08年9月14日にプライマー・デイ・レボ適格債 (ほぼすべての債券) に拡大。
	2008. 9.19	AMLF (ABCP Money Market Fund Liquidity Facility)	預金金融機関、銀行持ち株会社	MMFから買い取られた、格付けA1以上のABCP	スタンディング	MMFからABCPを買い取る資金を「窓口貸出」金利でノンリコース融資。ABCPの流動性が枯渇した状況下で投資家からの償還請求に対応。
	2008.10. 7	CPFF (Commercial Paper Funding Facility)	CP発行体	格付けA1以上のCP	スタンディング	①FRBがSPVを作る。②SPVは発行体から3ヶ月物の (AB) CPを買い取る (発行体毎の買取上限は08年1月～8月の最大発行残高)。③FRBはそのSPVに融資。④目的はCPの借り換え支援。
	2008.10.21	MMIFF (Money Market Investing Funding Facility)	マネーマーケット投資家 (MMF他)	残存期間3ヶ月以内のCD・CP	スタンディング	①FRBがSPVを作る。②SPVは適格投資家からCD・CPを買い取る。③FRBはそのSPVに融資。④目的はAMLF、CPFFの補強、投資家からの直接購入。⑤SPVは設立されたもの実際には稼働せず。現在まで残高はゼロ。
	2008.11.25	TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)	適格ABSを保有するすべての米国 (法) 人	格付けAAAのABS	スタンディング	①適格ABSは、学生ローン、自動車ローン、カードローン、Small Business Administration保証ローン。②適格ABSを保有する米国 (法) 人に貸出。
	2008. 9.16	ALC向け融資	ALCのRMBSを買い取るために設立されたILC向け融資 (融資開始08年12月12日)。			
	2008.11.10	Maiden Lane I LLC	ALCのCDO (CDS) を買い取るために設立されたILC向け融資 (融資開始08年11月25日)。			
	2008.11.10	Maiden Lane II	ALCのCDO (CDS) を買い取るために設立されたILC向け融資 (融資開始08年11月25日)。			

(出所) FRBウェブサイト資料 (www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary)、FRBNY資料 (www.newyorkfed.org/markets/) より作成。

んでいなかった。そこで、「窓口貸出」に金利入札を取り入れることによって（いわば「公定歩合の市場化」。同時に期間も通常の翌日物から一ヶ月物・三ヶ月物に延長）、その利用を促したのである。

TAFが導入された原因はもちろん金融危機の深まりにあるが、その一方で、同様の事態が日本や欧州で起こったと仮定した場合、そうした新たな方法の導入は必要なかったのではないかと想像される点で、米金融市場の制度的要因に起因する面も大きいように思われる。例えば日銀の資金調節方法も、①通常の資金調節である金利入札型のオペ（FRBのレポ・オペに相当）と、②事前に決定されている基準貸付金利による補完貸付（FRBの「窓口貸出」に相当）から成っており、両者はよく似ている。ところが、米国と異なつて日本の補完貸付は、導入当初こそ流動性不足に陥つた金融機関への罰則レートでの救済融資としての性格が強かつたが、現在では、その役割は短期金利に上限を画することに移行しつ⁽⁴⁾つある。つまり、基準貸付金利はコール・レートの誘導目標値より高く設定されるが、市場金利がそれを上回つた場合には、金融機関は流動性不足等とは関係なく、金利裁定を目的に補完貸付を利用している。TAF導入の直接の原因となつたStigmaが日本には存在しないのである。⁽⁵⁾

こうした日本の特徴の背景には、①オペと補完貸付において、担保の種類と対象金融機関が共通であり、しかも、②適格担保の範囲は企業向け貸付債権を含むなど非常に幅広く、また対象金融機関も一五一先（共通担保オペ・全店貸付）〇八年八月時点）と非常に広いことがあると思われる。さらに言えば、中央銀行から融資を受けることを「汚名」とするよりむしろ「恩恵」あるいは「特権」とみなすオーバー・ローンの長い歴史にまで遡ることができるかもしれない。それに対して米国では、資金調節をプライマリー・デューラーとの国債の売買（レポと買切り）に限定するという市場メカニズムの原則を厳守してきた。そのことがStigmaを生み、危機への対応をより難しくしたのである。

次に、T A Fと同時に発表された為替スワップ協定について見てみよう。これは、F R Bが大陸欧州の中央銀行（E C Bとスイス中銀）と自国通貨を一定額まで一定期間交換する取決めとして始まった。その目的は、E C Bとスイス中央銀行にドルを与えることであるから、直接的には米国内の金融危機対策ではない。F R Bは代わりにユーロとスイスフランを受け取るが、それを必要としていたわけではない。欧州がドルを必要としたのは、欧州の金融機関がドルの預金ベースをもたず、にもかかわらず短期市場でのドル調達とドル建ての多様な金融資産への投資の組合せを拡大させていたためである。ドルは、サブプライムローンの証券化商品を含むドル建て資産を裏付とするレポ取引やA B C Pの発行で調達されていたと推測されるが、証券化商品の価格が暴落するとそうした取引は停止してしまう。それでも通常ならば、ユーロ投の為替スワップによってドルを調達できるわけであるが、ドル需給のアンバランスの拡大によってそのコストは急騰し、こちらも事実上機能を失ってしまった。となると、E C B等にはドルの発行機能がない以上、欧州の金融機関にはドル調達の手段がなくなり、それを埋めるために、F R BがE C Bとスイス中央銀行にドルを供給したのである。

したがって、このスワップ協定にもとづくドル供給は、ドルが国際通貨であるために必要となった対応策であった。ドル圏以外の金融機関がドルの両建て取引の肥大化にリターンを求めていたわけで、皮肉な形ではあるが、短期金融市場と資産市場両方におけるドル市場の魅力の高さを裏付けるものとも言える。

このように見てくると、〇七年一二月に導入された二つの新たな資金供給は、もちろん金融危機を原因とするものではあるが、同時に、米国特有の事情（市場メカニズムに従った金融調節方法とドルの国際通貨機能）を背景とするものであった。少なくともこの段階までの特別な措置は、危機の発生源が日本や欧州であれば必要のないものであったと想像される。その証拠に、こうした新たなルートが導入されつつも、図1が示すように、〇八

年九月のリーマン・ショックまでFRBの流動性供給総額は変化していない。新たな資金供給に対して、FRBは、先述のように保有国債の償還に対して買切り額の抑制、さらには売切りによって「量的緩和」を拒否したものである。そこで企図されたのは、流動性不足という量的な問題の解決ではなく、従来の主要な資金供給ルートを目詰まりに対応するための新たなルートの開設にすぎないと言えるであろう。

さらに、〇八年三月、FRBはベアスターンズ危機を受けて、TSLF (Term Securities Lending Facility) を導入するが、これも米国に特徴的な対策であると思われる。従来から、フェイル対策としてプライマリー・デューラーを対象に特定の国債を貸し出すSecurities Lendingは行われてきたが、ここでは、担保は(別銘柄の)国債、期間はオーバーナイトに限定されていた。それに対してTSLFでは、①適格担保として国債の他、政府機関(保証)債、政府機関保証の付かないRMBBS・CMBBS(ただしトリプルA格)を認め、さらに〇八年五月からはトリプルA格のABS、九月のリーマン・ショック後はすべての投資適格債券を含めており、②期間も一ヶ月としている。⁽⁶⁾とはいえ、これはドルの供給ではなく国債の貸出にすぎないためFRBのバランスシートには計上されず、通常の意味での流動性供給とは性格が異なる。にもかかわらず、その残高は最大時には二〇〇〇億ドル近くに達しており(図5)、窓口貸出やPDCF(後述)などよりも大きい。

TSLFは、要するに、大手証券会社が抱え込んだ各種債券、一定の格付けを擁するものすでにレポ市場での取引対象とならなくなった債券を国債と交換するというものである。そうした債券は、それまでは、トライパティー・レポを制度的背景に、レポ市場での資金調達で盛んに用いられてきた。それがサブプライム問題発生までのクレジット・バブルを支えていたのである。

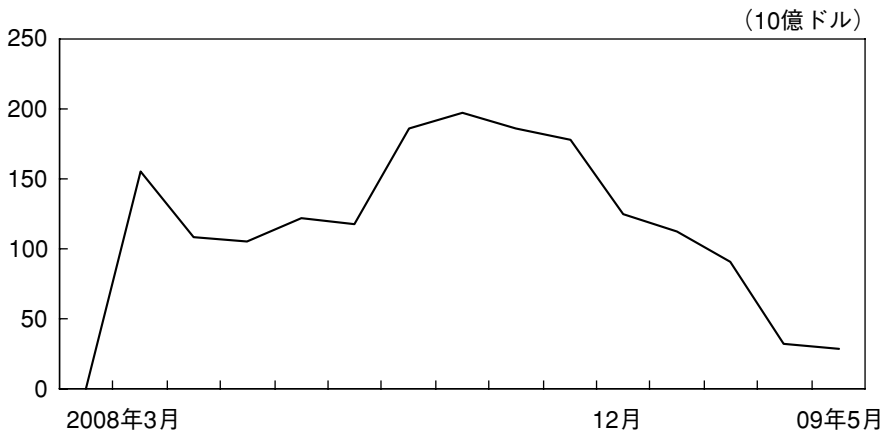
しかしながら、FRBはそれらを直接買い上げることがしなかった。レポの担保として唯一機能していた(そ

れゆえ市場で極度の品不足が生じていた）国債との交換を認めるだけで、ギリギリまで市場の枠組みの中での解決が目指されていたのである。金利（品貸し料）も入札決定であった。レポ市場の多様化という背景、それに対する「国債本位制」とも言えるFRBの対応のいずれもが、極めて米国的であったと言えるであろう。

4 リーマン・ショック後の資金供給の急増（二〇〇八年九月～二二月）

しかし、〇八年九月のリーマン・ブラザーズの破綻によって様相は一変する。FRBはそれまでの「量的緩和」への抑制を取り払い、非伝統的なルートでの資金供給を急増させ、そのまま自身のバランスシートを膨張させた。それは、図4、6が示すようにほとんどすべてのファシリテイで生じている。Stigmaのために利用が低調だった銀行向けの窓口貸出やPDCF（証券会社向けの窓口貸出）も急増している（図6）。そしてさらに新たな資金供給ルートも導入されている。TAFや為替スワップ協定等リーマン・ショック以前に導入されていた手段の量的拡大では問題の解決に不十分とみなされたからであろう。それが、表2に示したA

図5 TSLF残高



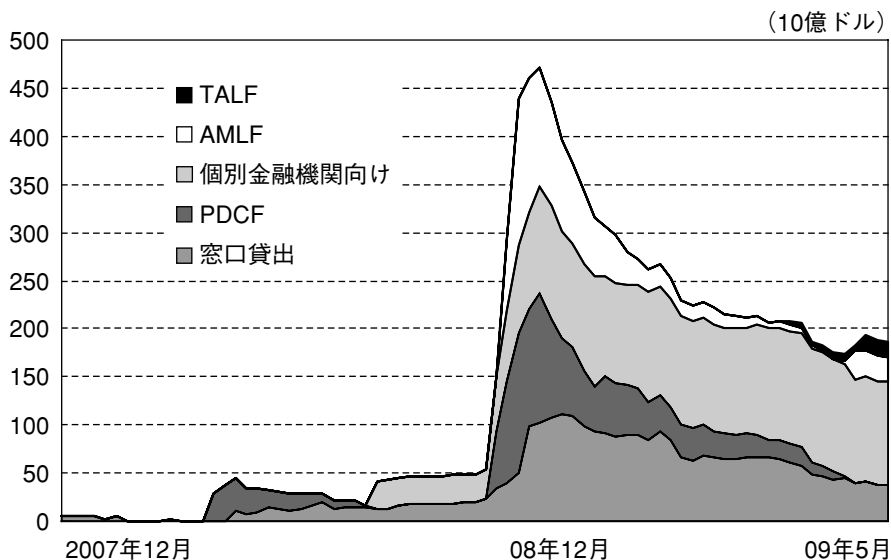
(注) 各月最終水曜日時点の残高。
(出所) 図1に同じ。

MLF、CPFF、MMIFF、TALFである。

こうしたリーマン・ショック後のファシリテイに共通するのは、短期金融市場に直接、焦点を当てている点である。それまでのTAFやPDCF（銀行・証券会社への資金供給）、スワップ協定（欧州へのドル供給）、TSLF（国債の提供）の機能は、金融機関への流動性供給であったが、〇八年九月設立のAMLFは、MMFからのABC P買取資金を銀行に融資（ノンリコース）するものであり、銀行への融資では不十分となると、翌月にはより直接的に、CPの発行体（CPF）および投資家（MMIFF）からCPを買取り取り始めている（ただし、MMIFFは不稼働）。

このことは、リーマン・ショックの最大のポイントが短期金融市場にあったこと、しかもそれが銀行間における資金貸借ではなく、ABC Pを中心とする広義の短期市場にあったこと、より具体的には当該市場への主たる資金供給元であったMMF（マネーマーケットミューチュアルファンド）が投資家からの解約請求

図6 FRBの危機対策（その他）



(注) 図4の「その他」の内訳。
(出所) 図1に同じ。

の殺到を受け流動性供給機能を停止した点にあったことを示している。

銀行は、本来的に言えば、要求払い債務を顧客に提供することで長期の融資債権を保有し利益を上げる機関であるが、期間のミスマッチを内在させているため銀行間での過不足資金の融通、さらには最後の貸し手を必要とする。ところが最近の金融機関（投資銀行を含む）が行う短期資金調達（目的は、決済資金の過不足の調整ではなく、金利裁定のリターンを高めるためのレバレッジの拡大であり、しかもそれは、銀行以外の機関投資家から、原則としては元本保証の許されない資金に大きく依存していた。FRBが金融機関への流動性供給にとどまらず、CP市場そのものへの介入を余儀なくされたのはそのためであるが、それは同時に、「銀行の銀行」としての役割から派生した中央銀行の伝統的な「最後の貸し手」機能の枠組みを踏み越えることともなったのである。

おわりに

そして今年に入って、また大きな変化が生じている。図4に明らかのように、〇七年一二月以来設けられてきた各種の新資金供給の残高はほぼ半減している。しかし個別に見ると、緩やかながら増加しているものもあれば、現在では残高がゼロになっているものもある。これは何を意味しているのだろうか。

まず、大きく減少しているものをあげると、図5のTSLF（債券と国債の交換）、図6のPDFCF（証券会社向け窓口融資）の二つで、特に後者の残高はすでにゼロとなっている。この二つはいずれもプライマリー・デューラー向けの（国債を含む）流動性供給であり、ここから、証券会社の資金繰りは峠を越えたと推測することができよう。また、図4のCPFF（CPの買取）、図6のAMLF（MMFからのABCP買取資金を銀行に

融資)も大幅に減少しており、短期金融市場も混乱が収まりつつあることがうかがえる。もちろんこれは、証券会社の資金繰りの改善に大きく貢献するものである。

他方で、銀行向け融資を見ると、窓口貸出が漸減しているもののTAFは減少のきざしを見せていない。預金金融機関については、FRBからの資金取入れがまだ継続しているのである。

そして何より、今年に入ってから最大の大きな変化は、政府機関債・同保証MBSの買切りオペの残高が急増し、さらに四月からは国債も増加に転じたことである(図1)。政府機関債等の買切りオペは、制度上は以前より可能であったが、その実施は極めて異例である。とは言え、この間の推移から見ると、証券会社への流動性供給やCP市場への介入といった直接型の緊急対策から、異例とはいえマクロ的な範疇内の資金供給へと一步「平時」に戻ったことを意味しているように思われる。

注

- (1) 日本銀行企画局「主要国の中央銀行における金融調節の枠組み」二〇〇六年六月、一一頁。
- (2) 同上、三頁。
- (3) 米国レポ市場における国債需要の高まりについては、本誌前号(二〇〇九年四月号)の拙稿「ドル不足はなぜ生じたか」米国におけるレポ市場と通貨供給方式」参照。
- (4) 日銀は、補完貸付制度について、〇六年には「資金調達の安全弁としての役割を期待されている」と述べているが(二〇〇五年度の金融市場調節)二〇〇六年五月、一二頁)、翌年以降は、「翌日物金利の上限を画する機能を期待されている」(二〇〇六年度の金融調節)二〇〇七年五月、一八頁。翌年版にも同じ記述がある)としている。

- (5) 日銀は、「補充貸付の利用を忌避するような動きは特にみられないと考えられる」と述べている（二〇〇七年度の金融調節」二〇〇七年五月、一九頁）。
- (6) FRBNY, "The Term Securities Lending Facility: Origin, Design, and Effects," *Current Issues*, February 2009, p. 5.
- (5) ぎ ひゃく・客員研究員)