

# FRBの出口戦略

伊豆 久

はじめに

米国のサブプライムローン問題に端を発した金融危機に対して、各国中央銀行は様々な金融緩和措置、非伝統的な資金供給を実施してきたが、それを解除するいわゆる「出口戦略」が稼動しはじめている。

昨年秋から、ブラジル、オーストラリア、ノルウェー、中国、インドといった資源輸出国・新興経済国は、相次いで政策金利の引上げ、預金準備率の引上げを実施している。こうした国々はいずれも金融危機の影響が比較的小さかったことに加えて、金余り状態の先進国からの資金流入がインフレやバブルを引き起こしかねないと懸念されたからである。

そして金融危機の震源地となった米国においても、今年に入って、緊急措置としてとられてきた資金供給策はほぼすべて廃止され、出口戦略は実質的に始動していると言ってもよいであろう。ここに来て、ギリシャ問題の行方次第では、再び危機モードに戻る可能性も否定できないが、以下、小稿では、米国連邦準備制度理事会（FRB）の出口戦略について、これまでの経緯とその背景、今後の見通しについて紹介することとする。

## 1 危機対策の進展と出口戦略の始まり

はじめに、FRBがとってきた危機対策を振り返っておこう。表1は非伝統的な危機対策の概要を、図1・

表1 FRBの緊急危機対策

発表日	名称	対象先	適格担保	方式	備考	出口戦略
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	翌日物だけでなく窓口貸出の満期を30日に延長。 08年3月16日に30日に延長。	満期を短縮。28日(10年1月14日)→翌日物(10年3月18日) 公定歩合を引上げ。0.5%→0.75%(10年2月19日)
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。	10年3月8日の入札をもって終了。
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(為替スワップ市場の機能不全)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。	終了(10年2月11日)。ギリシャ危機を受け、5月10日に再締結。
2008. 3. 7	Single-Tenant Open Market Operations Program	フ라이イラー・フライイラー・デイラー	国債、政府機関債、政府機関保証MBS	入札	通常の3段階制度(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対象のみに。	レボは、通常のレボを含め、08年末に停止。以降、現在まで実施されず。
2008. 3.11	TSLF (Term Securities Lending Facility)	フライイラー・デイラー	トリプルA格MBS	入札	市場でのレボに取代と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MBS、08年9月14日に投資適格債券に拡大。	終了(10年2月11日)。
2008. 3.16	FDOP (Primary Dealer Credit Facility)	フライイラー・デイラー	投資適格債券(導入時)	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日にトリプルAレボに拡大(1313すべての債券)に拡大。	終了(10年2月11日)。
2008. 9.19	AMLF (ABCP Money Market Fund Liquidity Facility)	預金金融機関、銀行持ち株会社	発表日以降にAMLFから買い取られた、格付けA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」金利でフロンコースス融資。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。	終了(10年2月11日)。
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 CP=OIS+100bp ABC=OIS+300bp	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。発行体毎の買上期間は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。	終了(10年2月11日)。
2008.10.21	MMIFF (Money Market Investing Funding Facility)	マネーマーケットの投資家(MMF等)	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は設立されたものの実質には稼働せず、利用実績はゼロ。	終了(09年10月30日)。
2008.1.25	TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)	適格ABSを保有するすべての米国(注)人	AAA格付けのMBS	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(注)人によるローンで貸出。③適格担保を拡大。各種ローン(09年4月より)、09年発行のCMBS(09年6月より)、08年以前発行のCMBS(09年7月より)に。④09年6月より融資満期を3年から5年に延長。	09年発行CMBSについては10年6月30日に終了予定。それ以外については10年3月31日に終了。
2008. 3.24	Maiden Lane LLC	パナスタン証券の資産を買い取るために設立されたLLC	パナスタン証券の資産を買い取るために設立されたLLC	Limited Liability Company	向付融資(08年6月26日)。なお、Maiden LaneはFRBNY所在地の通りの名。	
2008. 9.16	AMC向け融資					
2008.11.10	Maiden Lane II LLC	AMCのRMBSを買い取るために設立されたLLC向け融資(融資開始08年12月12日)。				
2008.11.10	Maiden Lane III	AMCのCDO(CDS)を買い取るために設立されたLLC向け融資(融資開始08年11月25日)。				

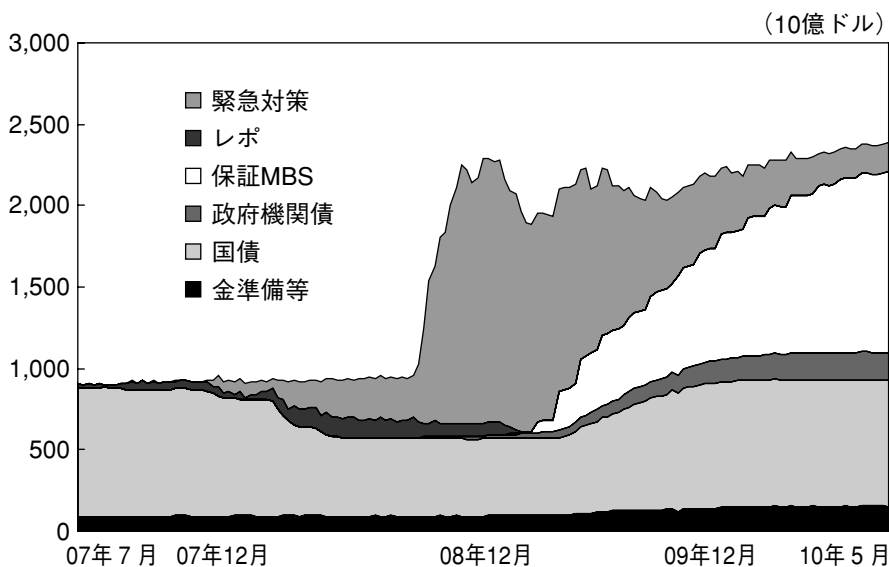
(出所) FRBウェブサイト資料 (www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary)、FRBNY資料 (www.newyorkfed.org/markets/) より作成。

2・3はFRBのバランスシートの推移を示したものである。

二〇〇七年八月のいわゆるパリバショックから、米国のサブプライムローン問題は世界的金融危機の様相を呈するようになるが、その時点のFRBの対応は、窓口貸出の期間延長（翌日物のみから三〇日物へ）にとどまっていた。政策金利の引下げも九月に入ってからで、一二月にかけて三回計一％の引き下げがなされているが、それでもその時点では四・二五％という水準であった。その一二月には、TAF、欧州中央銀行等との為替スワップが導入され非伝統的な資金供給が拡大していくが、図1が示しているように、FRBは国債の保有額を減らすことで、バランスシートの拡大（全体としての通貨供給量の増加）を防いでいる。

そして〇八年九月にリーマンブラザーズが倒産すると、FRBはCP市場等に直接的な資金供給をおこなない、今度は不胎化することなく通貨供給量を急増させたのである。

図1 FRBの資産

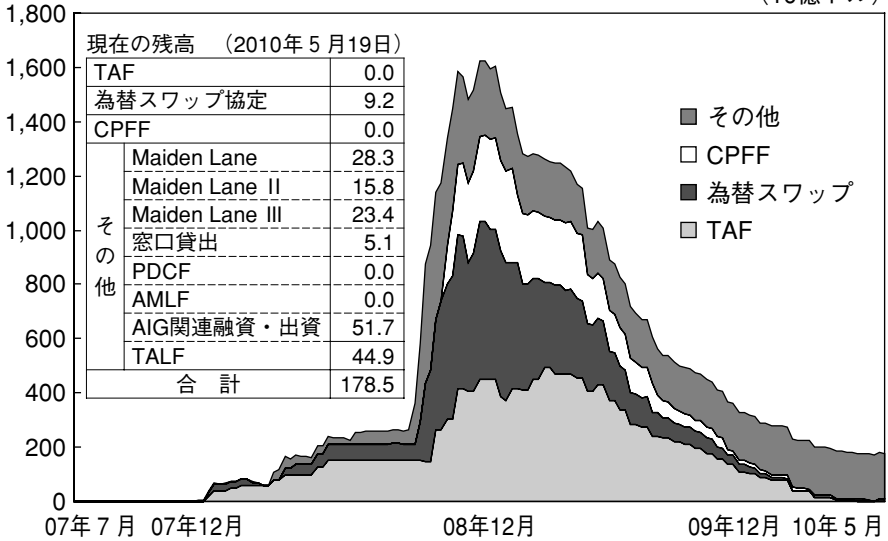


(注) 2007年7月4日から10年5月19日までの毎水曜日時点の残高。

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

図2 緊急対策

(10億ドル)

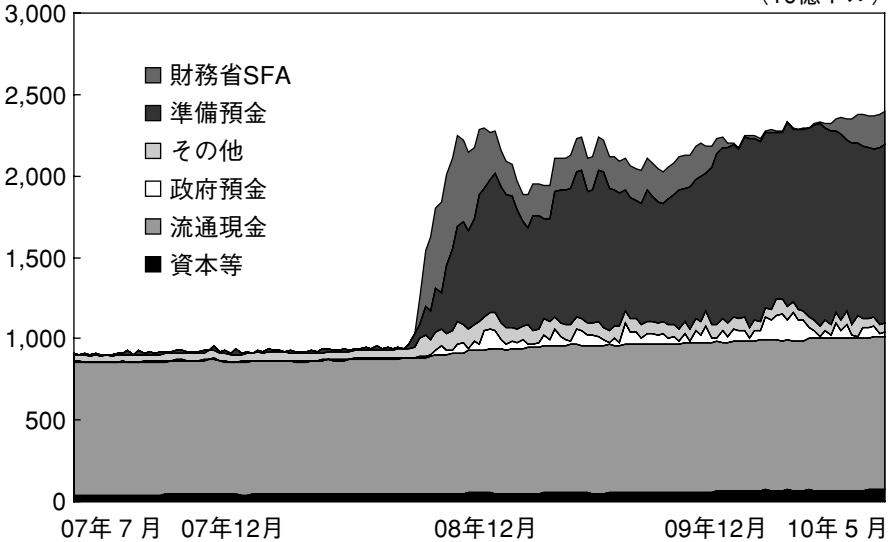


(注) 図1の緊急対策の内訳。

(出所) 図1に同じ。

図3 FRBの負債

(10億ドル)



(注) SFA : Supplementary Financing Account

(出所) 図1に同じ。

しかしながら、〇九年に入ると緊急対策による短期金融市場への資金供給は減少し（図2参照）、かわって債券の買切りによっておおむね二兆ドル程度の通貨供給量を維持していく。この変化、すなわち緊急対策による資金供給残高の削減と他方での債券買いオペの開始をもって、FRBの出口戦略の第一段階がスタートしたと言えるであろう。これはCP市場やMMF市場における危機は収まったものの、住宅ローン市場などマクロ経済は不安定な状況が続いているとの判断によるものと思われる。

## 2 出口戦略の第二段階

そして今年に入って、緊急危機対策による資金供給残高はゼロに近くなり、また制度的にもほとんどが二月初めをもって廃止された。<sup>(1)</sup>これによって、非伝統的な資金供給の回収という出口戦略の第一段階は終了したことになる。

したがって、これから第二段階となるわけであるが、それは第一段階以上に難しい問題を抱えているように思われる。なぜなら、金融市場を通常時に戻すためには、現在実質ゼロ（〇〇・二五％）となっているFF金利の誘導目標を引き上げること、少なくとも必要な時にはただちにそれが実施可能な状態を作り出さなければならぬが、現状ではそれは不可能だからである。と言うのは、図3が示すように預金金融機関はおよそ一兆ドルの余剰準備預金を保有しており、これが存在する限り、FF金利がゼロ近辺を越えて上昇することは原則的に行えないからである。つまり、FRBは金利を引き上げる前に、準備預金を危機前の水準まで削減することが必要なのである。

では、どのようにしてバランスシートを縮小させるのか。資産を見ると、現在の最大項目は、この一年間で急

増したMBSであり、これを売却するというのが最もわかりやすい方法であろう。額が大きいだけでなく、フレイディマック等の政府機関が保証したとはいえず、住宅ローンという特定の民間資産を裏づけに通貨を発行するのは適切ではないからである。しかし、その売却が市場に与える影響は極めて大きいと思われる。

昨年一年に米国で供給された住宅ローンは総計二兆一〇〇億ドル、その九割以上にあたる一兆九二五〇億ドルが政府系機関によって証券化されている。<sup>(2)</sup>この一年でFRBが買い上げたMBSはおよそ一兆一千億ドルであるから、つまり、現在の米国住宅市場は、その半分をFRBに支えられていることになる。景気の回復が伝えられてきたが、住宅ローンの半年分の売却となれば、相当の時間をかけざるをえないであろう。

要するに、FRBは、金融危機が落ち着いた以上、インフレやバブルを防ぐために、また金融危機の第二波に備えて、金融政策を平常の状態に戻す必要があるわけであるが、そのためにはバランスシートの縮小が前提となり、しかしそれは回復しかけた住宅ローン市場や景気動向に大きな影響を与えろというジレンマに直面しているのである。

では、FRBはこうした状況にどのように対処しようとしているのか、見てみよう。

### 3 バーナンキ議長の議会証言

FRBのバーナンキ議長は、今年三月二五日、米国下院金融サービス委員会における出口戦略に関する公聴会に出席し、FRBは出口戦略において利用可能な政策ツールを十分に備えており、必要な時がくればそれを行わせる準備ができていと説明した。<sup>(3)</sup>彼があげた政策手段は、以下の四つである。

### ① 準備預金金利の引上げ

一つは、準備預金金利の引上げである。米国は二〇〇八年一〇月から、それまで無利子だったFRBへの準備預金に金利を付けているが（〇・二五％）、それを引き上げるといふものである。有利子の準備預金は、銀行にとって信用リスク・流動性リスクともにゼロの資金運用手段であり、銀行間市場でそれ以下の金利で資金を提供する銀行は存在しない。したがってFRBが準備預金金利を引き上げていけば、市場金利もそれにつれて上昇し、銀行から企業等への貸付金利も高くなるであろう。その時、FRBが抱える余剰準備預金の大きさは関係ない。つまり、FRBはバランスシートを縮小させることなく金融を引き締める（金利を引き上げる）ことが可能なのである。

### ② リバースレポ

二つ目の方法としてリバースレポがあげられている。レポ（現先）が国債等の債券を一時的に買い取る形で資金を貸し出すものであるのに対して、リバースレポはその逆に、債券を担保に資金を一時的に回収するものである。しかし、FRBの通常の短期の金融調節手段はレポによる資金供給のみであり、日本と異なり、資金回収が実施されることは稀である。日本は現金利用の比率が高いことなどから日銀預金残高の変動が激しく、そのなかでコールレートの乱高下を防ぐために、日銀は小刻みに資金の供給と回収を繰り返し返す必要がある。しかしFRBは、従来、長期的な成長通貨を国債の買切りオペで供給するほかは、短期（通常は翌日物）のドルを供給するレポを繰り返し返すだけで、資金を回収するオペをおこなう頻度は非常に低い。今回の危機の発生前を見ると、〇七年には四回おこなわれているものそれは一日にまとめて実施されており、その前となると〇四年（実施回数一回）

までさかのぼる。

そこでFRBは、今後の資金回収におけるリバースレポの本格的発動に備えて実務上の手続きを確認すべく、〇九年一月に五回にわたって運用テストをおこなっている。市場に影響を与えないよう金額を極めて小さくした上で（一回二億ドル程度）、取引相手であるプライマリーディーラー、決済を担当するJPモルガンチェース等のクリアリングバンクの間で実際の取引をおこなったのである。

さらに今年三月には、カウンタパーティーの拡大を発表した。FRBの通常の金融調節は、プライマリーディーラーの資格を認められた大手証券会社だけを相手におこなわれるが、リバースレポに限り、運用額等の一定の基準を満たすMMFを加えることとしたのである。リバースレポは民間金融機関からすると短期の資金運用手段となるため、MMFを直接の取引相手とすることで、大量の資金回収をより効率的に実施できると判断したものである。

リバースレポは、一定期間後の買戻し条件付きの債券売却であるから、債券の売切りオペと同様の資金回収効果をもちつつ、売切りオペとは異なって債券価格に直接影響を与えることはない。売切りではなくリバースレポが選択されているのはそのためであろう。

### ③ 準備預金への定期預金の導入

さらにバーナンキ議長は、三つ目の政策手段として、準備預金への定期預金制度（Term Deposit Facility）の導入をあげている。実際に、FRBは〇九年末にレギュレーションD（準備預金制度に関する規則）の改正を提案、パブリックコメントを受け付けた後、今年四月三〇日、制度の導入を正式に決定した。準備預金を保有する



銀行が、その一部を定期預金に振り替えると、その部分は当該期間、準備預金として計算・利用できなくなるため、準備預金の需給を引き締める効果がある。そしてバーナンキ議長は、「リバースレポと定期預金で、FRBは、速やかに数千億ドルを吸収することが可能となる」と述べている。FRBのバランスシート上の余剰額（危機対策により増加した金額）は約一兆ドルであるから、この二つの政策手段によって相当部分の吸収が可能になると思われる。

しかしながら、先に述べた準備預金金利の引上げやこの定期預金制度は、世論の批判なく受け入れられるだろうか。と言うのも、従来は、民間銀行がFRBに預ける預金（準備預金）には金利は付されていなかった。一般企業の商業銀行への当座預金と同じである。ところが、そこに金利が付けられ、さらには（より高利の）定期預金まで可能となると、信用リスクゼロの資産運用が可能となることになる。そしてそれは、国債のように誰でも購入できるものと異なり、預金金融機関に限定された「優遇金融商品」となってしまう。これについて、バーナンキ議長の公聴会原稿には、「準備預金に支払われる金利の引上げによる銀行の利益は、銀行のファンディング・コストの上昇によって相殺されるため、銀行への補助金とはならない」との脚注が付けられている（二月一日）。確かに、金利が引き上げられた後の、調達コストと預金金利を比較すればその通りであるが、これまで銀行はコストをかけて集めた資金を無利子の準備預金として積んできたのであるから、そのコストが不要になるという点で、銀行への補助金との批判も的はずれとは言えないのではないだろうか。

#### ④保有債券の売りオペ

四番目の政策手段として、保有債券の売切りオペ（満期償還を含む）があげられている。すでに述べたように、

単純に考えれば、この売りオペによって準備預金を回収し、それから政策金利を引き上げていくという順序が、自然である。しかし、準備預金はすでに不必要になっていくものの、FRBが保有する債券(MBS)の売却は、当該市場が十分に回復していると言えないために実施できない。だからこそ、紹介してきた以上三つの政策手段が必要となるのである。

公聴会におけるバーナンキ議長が、FRBには売りオペという選択肢があるとしながらも、「私は、近い将来、少なくとも引締め政策が実施され、経済が明確に持続的な回復に至るまでは、FRBが保有する証券を売却することは、現在想定していない」(二月一〇日)とし、「バランスシートの規模と構成をより通常の状態に回復させることは、我々の政策のより長期的な目的である」(三月二五日)と述べているのはそのためであろう。

## おわりに

ところが、こうした出口戦略の第二段階の準備が整ったところで、ギリシャ問題が発生した。EUとIMFが支援策をとりまとめたものの、①ギリシャに求められた財政引締め政策に対する国内の反発が強く、また支援する側のドイツは協力的に消極的だとされ、財政改革と支援双方の継続性が不透明なこと、②ポルトガルやハンガリー等、同種の問題を抱える国が他にも存在すること、③EU内の支援に加えて、欧州中央銀行も域内国債市場の安定化に乗り出したことが、ユーロ圏内のインフレ圧力を高めかねないこと、④以上が重なり合って、将来、ユーロから離脱する国が現れる可能性が完全には否定できなくなり、ユーロの信認を大きく傷つけたこと、などから大幅なユーロ安ドル高が進行した。

そして、ギリシャ国債の価格下落やスペインの不動産バブルの崩壊が欧州の金融機関に大きな打撃を与えてい

るとの見方が広がったことから、欧州におけるドル市場が逼迫、ユーロドル金利が上昇したのである。そこで、国外におけるドルの流動性不足の解消を目的に、FRBは、五月一日、二月に廃止していた為替スワップを、欧州、イギリス、スイス、カナダ、日本の各中央銀行と再締結した（日本は一日）。

こうした状況の変化を受け、市場関係者の間でも、FRBの金利引上げの時期は、従来の今年末から来年半ばに半年程度ずれ込んだとの見方が増えているようである（『日本経済新聞』二〇一〇年五月二七日）。

しかし、リーマンショック直後には、五%ポイント以上にも達したユーロドル金利（三ヶ月物）と米国金利（TB三月物）のスプレッドは、五月二〇日時点で〇・三%ポイントにすぎず、昨年末からの拡大幅も五〜一〇ベーシスポイントにとどまる。そのため、為替スワップの利用残高も、五月一九日時点で九二億ドルと、今年初めの水準には戻ったもののまだ小額である。

また、六月一日には、カナダ中央銀行が、G7の中では金融危機後初めて、政策金利の引上げを発表した。FRBも、先月末、この六月から七月にかけて三回、小額の定期預金入札を試験的に実施することを発表した。リバースレポと同様、実務上の手続きを確認するためと思われる。

このように、ギリシャ問題によってFRBの出口戦略は一部後退を余儀なくされたが、現在のところその手順に大きな変更を要する事態には至っていない。FRBは、リバースレポと定期預金によって余剰準備の回収を図りながら、金利引上げのタイミングを模索していくものと思われる。

## 注

(1) 残存している、CMBS（商業用不動産ローン担保証券）に対する融資を目的とするTALFは今月末に終了予定で

ある。また、他に、ベアスターンズ証券やAIGへの資金注入分が残っているが、これは（流動性供給とは異なる）資本の供給であり、その回収には相当の時間がかかるものと思われる。ただし、後述するように、今年二月に廃止されていた為替スワップは、五月一〇日、ギリシャ危機を受けて、一一年一月までの予定で再締結された。

(2) 「正念場の米住宅市場」『日本経済新聞』二〇一〇年四月一四日。

(3) この公聴会は、当初、二月一〇日に予定されていたものの大雪のため中止され、三月に改めて開催されたものである。ただし、FRBは、二月一〇日のために用意された原稿も公開している（[www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/](http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/)）。

(4) リーマンショック直後の一時期、FRBはリバースレポを駆使して資金を回収しようとしたが、それは、保有国債の売却と同じく、緊急対策による資金供給の不胎化が目的であったと思われる。しかしそれはすぐに意味を失い（通貨供給量を抑制する必要がなくなったため）、〇九年に入ってから実施されていない。

（い） ず ひさし・客員研究員