FRBの信用秩序維持政策と世界金融危機 - LLR・MMLR・GLLR

朝倉健男

はじめに

サブプライムローン問題をきっかけとして発生した世界金融危機から今年で早13年が過ぎようとしている。当時の世界の中央銀行は、未曽有の危機を乗り切るために、日々業務に忙殺された。世界金融危機それ自体は、1929年の世界大恐慌などと並んで、金融・経済史における大きなエポックであり、今後も研究者の研究対象となり続けるだろう。

本稿は、世界金融危機時に行われた中央銀行による金融システム安定化のための諸政策を整理するものである。その際、特に世界金融危機に対応したバーナンキ時代のFRBの政策を題材に、伝統的な「最後の貸し手(LLR(Lender of Last Resort))」機能と、世界金融危機時に中央銀行の政策に新たに加えられたといわれている中央銀行の「最後のマーケット・メイカー(MMLR(Market Maker of Last Resort))」機能について考察する。さらに中央銀行の中でもFRBのみが持ちえる「中央銀行の中央銀行(GLLR(Global Lender of Last Resort))」の役割について考察し、FRBが世界金融危機時に行った金融システム安定化のための信用秩序維持政策の包括的な概観を行う。

I 世界金融危機の発生がもたらしたインプリケーション

1 預金取扱金融機関に対する「最後の貸し手」機能とその根拠

本稿が題材とする世界金融危機時のFRBの政策対応を考えた場合、いわゆる中央銀行による信用秩序維持政策の一環である「最後の貸し手」機能の在り方そのものが、高度に発達した現代のアメリカの金融市場において変容しているという重要な含意にたどり着く。

ここで改めて、古典的な意味合いでの信用秩序維持政策において中央銀行が個別の銀行(預金取扱金融機関)に対して「最後の貸し手」機能を発動する根拠を考えてみよう。田中(2011)によれば、その根拠は、個別の銀行の破綻が金融システム全体の機能不全を起こす可能性を持っているという金融システムの特異性に起因する。これはしばしば通常の民間事業会社であればライバルである同業他社が倒産すればその分の顧客を自らに取り込めるため喜ぶが、こと銀行に関してはライバルの銀行が破綻すると自らも「真っ青になる」という例えがなされる。

具体的に考えてみよう。例えばここにA銀行、B銀行、C銀行が存在する。そして、A銀行とB銀行、B銀行とC銀行の間で、それぞれ決済契約が結ばれているとする。この状況で、A銀行が一時的に資金を確保できないため、B銀行との取引の決済代金を支払えなくなれば、まずA銀行とB銀行の間で結ばれている決済が不履行となる。この時にB銀行がA銀行から支払われる予定であった資金を元手にC銀行への支払に充てる予定であったとすると、A銀行とB銀行の間で結ばれている決済が不履行となったがために、B銀行はC銀行への支払が行えなくなるため、B銀行C銀行間

に結ばれている決済も不履行となってしまう。 つまり、当初のA銀行の資金不足をきっかけに他の銀行も巻き込んで、決済の不履行が続いていく可能性が金融システムには内在されているわけである。

上記とともに、金融システムが独自に抱える問題として預金取扱金融機関である銀行と預金者の間に生じる「情報の非対称性」の存在により、本来は健全な銀行に対してまで「取付け」が生じてしまうケースが考えられる。つまり預金者個々人は、自らが口座を持つ銀行の健全性について正確な情報を知りえるわけではない。この場合の銀行の健全性とは融資先の企業がどのような企業であるのか、事業はうまくいっているのか、将来性があるのか、などということである。こうした事柄は銀行の融資の返済の目途にかかわる重要なことで預金者にとっても本来見逃せない重要事項であるが、その銀行の職員以外それを知るすべはない。そのような状況で、とある銀行が破綻したとすれば、正確な情報を持ちえない預金者が、自らが預金を持つ銀行は果たして大丈夫なのか、という疑心暗鬼に陥ってしまう。預金者にとっては、破綻した銀行の中身がみえないのと同様に、自らが預金を持つ銀行の中身はみえない。そうであるならば、自分の預金が引き出せなくなる前に下ろしてしまおうと銀行の窓口に行くかもしれない。このような「取付け」が起これば、仮に健全な銀行であっても、一度に多くの預金者の引き出しに対応できるわけではないので、破綻に追い込まれてしまう。

このような取付けの発生に対して中央銀行の「最後の貸し手」機能は、一時的な流動性不足に陥った銀行を、不健全な銀行とは区別したうえで、中央銀行が流動性を緊急かつ無制限に貸出しすることでその銀行を取付けから対応・支援する仕組みである。この視点に立てば、中央銀行による古典的な意味での信用秩序維持政策は、あくまでも預金取扱金融機関に対して行われるものである。ただし周知のように、世界金融危機時にFRBが行った流動性供給の主たる対象は、投資銀行や保険会社のような預金非取扱金融機関であった。その要因を以下で考察する。

2「市場型システミック・リスク」への対応

世界金融危機におけるFRBの流動性供給先が預金非取扱金融機関である投資銀行や保険会社に対して行われたことを考えるうえで田中(2011)の考察は極めて示唆に富む。その中で田中は、2008年に起きた世界金融危機という事態そのものが、それまでに比して新しい形での金融システムのリスクを顕在化させたと回想している。田中の述べる「新しい形」とは「市場型システミック・リスク」とも称されるもので、預金という決済手段に基づかない金融危機の発生であり、①市場における広範囲な証券類の価格が下落しその流動性の規模が縮小する、②投資銀行や保険会社など預金取扱金融機関以外の預金非取扱金融機関(ノンバンク)の経営の行き詰まりが金融システムの安定を脅かす、という2つに分別されている。

このうち、市場における広範囲な証券類の価格が下落しその流動性の規模が縮小するケースとは「市場における取付け」ともいわれるもので、高度に発展した現代のアメリカの金融市場においては、参加するプレーヤーは多数に及ぶと同時にその関係が幾重にも複雑化している。金融機関の保有する資産は、預金取扱金融機関であっても預金非取扱金融機関の発行する従来の小口の預金以外の様々な負債によって構成されており、特定の信用市場における流動性不足が、特定の金融資産に対する取り付けや投げ売りを誘発し、最終的には直接関係のない機関の支払い能力が市場流動性の

縮小を通じて棄損していく。このことの特異性は、単純な直接投資と比較するとわかりやすい。つ まり、仮にX企業の経営悪化が原因で同社の株価が急落しても、それがY企業の資金調達に悪影響 を与えることはない。Y企業の株価が下落したりして、資金調達に困難が生じるとすれば、Y企業 自身の経営が行き詰まった場合のみである。

それに対して世界金融危機に際立って特徴的なのは、信用市場が複雑に絡み合っており、ある特 定の資産市場の価格が急落することにより、資産の市場流動性が大幅に低下し、最悪の場合は市 場からプレーヤーがいなくなり、流動性が枯渇してしまう事態が広範囲で起きたことである。田中 (2011) はこのメカニズムの背景にあるエッセンスそのものは、ある銀行の破綻が健全銀行に対す る取付けを誘発するという「伝染効果」と同様であり、その根底において証券の発行体、運用先、 投資家などがお互いの保有資産についての情報を正確に知る余地はないという「情報の非対称性 | の存在を重視する。また、預金か、非預金かという観点からは別の考え方もできるだろう。つま り、例えばMMF (Money Market Fund) が典型的であるが、特定の証券を、自分がすぐに現金 化(換金)できるのであれば、それは限りなく預金に近い機能を持つこととなる。しかし、市場流 動性の縮小などにより当該証券をすぐに現金化できない場合、それをいつでも換金できるという前 提で証券を購入していた主体にとって、特定市場における流動性の縮小は、それすなわち当該主体 の流動性の著しい縮小を意味する。このような特定市場の流動性の低下が、金融システム全体を機 能不全に陥らせてしまうという新しい形での金融システムのリスクの発生は、FRBが預金非取扱 金融機関に対する「最後の貸し手」機能の発揮、及び「最後のマーケット・メイカー」機能を発揮 する大きな要因となった。

また、田中(2011)が提示した、世界金融危機における新しい形での金融システムのリスクのも う一つの特徴は、投資銀行や保険会社など預金非取扱金融機関の経営の行き詰まりそれ自体が金融 システムの安定に多大な脅威となりうるという側面である。世界金融危機においては、ベア・ス ターンズやAIGといった預金非取扱金融機関が経営危機に陥り、それが金融システム全体の大き なリスクとなった。このこともFRBが預金非取扱金融機関に対する「最後の貸し手」機能を発揮 する大きな要因となったのである。

Ⅱ バーナンキの「最後のマーケット・メイカー」機能

1 バジョットの意味での「最後の貸し手」機能

中央銀行が伝統的に兼ね備える、「最後の貸し手」機能に関しては、ウォルター・バジョットに よって1873年に刊行された『ロンバード街』がその起源であるとされている。木下(2018)は、 このバジョットによる『ロンバード街』によって示された「最後の貸し手」機能を整理し、危機時 の積極的貸付(中央銀行の財務健全性を確保できる範囲で、ありとあらゆる方法で貸出す)、事前 開示(中央銀行が積極的に貸出する姿勢を事前に示し、預金者によるパニックの抑止力とする)、 債務超過先の排除(優良担保を提供できる金融機関に対象を限定)、優良担保付の貸出(平時の基 準での適格担保を採用)、懲罰金利(ペナルティ金利によって流動性を必要としない銀行を排除) という点に特徴づけしている。

バジョットの「最後の貸し手」機能に関するあり方を厳格に形式化することは、今日の中央銀

行研究においても容易ではない。しかしそのあり方を筆者なりに理解すれば、「他に資金調達の道が絶たれている銀行が、事前に中央銀行から資金提供を得られると預金者に対して情報開示した上で、流動性不足の場合に限り、中央銀行に担保を差し出して、罰則金利で、中央銀行から貸出を受けることができる」ということになるだろう。これは通常、中央銀行の「最後の貸し手」機能に関する「バジョット・ルール」ともいわれるが、そのエッセンスは中央銀行が危機に陥った商業銀行、すなわち「預金取扱金融機関」に対して流動性を供給するということに他ならない。

2 バーナンキが定式化した「最後のマーケット・メイカー」機能とは

他方、今次の世界金融危機の際には、上記のような「最後の貸し手」機能に加え、中央銀行による「最後のマーケット・メイカー」機能という概念が登場した。その意味を理解するためには、そもそも「マーケット・メイカー」とは何であるのか、という認識を持つことから始める必要がある。通常の場合、金融商品の取引におけるオークション方式とは、売り手と買い手の条件が合うものから約定させていくわけであるが、市場の流動性が極めて小さい場合、値は付きにくく取引の成立は困難となる。この時に、買値と売値の気配を提示して約定を容易にするのがマーケット・メイカーである。

世界金融危機では、特にアメリカの金融市場で、資金に対する予備的需要やカウンターパーティー・リスクが高まり、特定の金融証券の投げ売りなどにより取引相手が信用市場から消えてしまうというような市場流動性の縮小が急速に引き起こされた。こうした状況下、機能が著しく低下したそれら信用市場における借り手と貸し手に対し、FRBが直接資金を供給する目的でABS 保有者に資金を貸出す政策措置を導入し、その流動性の急激な低下に対処するために、CP(Commercial Paper)や ABCP(Asset Backed Commercial Paper)、GSE債など特定資産市場の下支えを目的とした買い入れを行った。こうしたFRBの政策は、すでにみたバジョットの意味での預金取扱金融機関に対する「最後の貸し手」機能ではない。また後日それは概念として「最後のマーケット・メイカー」として通称されるに至ったが、その時点では学説的にその意味合いが厳格に定義されているわけではなかったし、現在においても論者によってその厳密な定義は異なる。

Ⅲ 世界金融危機を体験したバーナンキによる「最後の貸し手」機能と「最後のマーケット・メイカー」機能の論点整理

1 FRBによる「最後の貸し手」機能

バーナンキ自身は世界金融危機の局面でFRBが用いたファシリティをBernanke(2009)において3つのタイプに分けて考察している。そのうち1つ目に当たる政策を「最後の貸し手」機能としている。実際には既に述べたようにアメリカでは預金を取り扱っていない預金非取扱金融機関が金融市場においてプレゼンスを高めており、上記バジョットが「最後の貸し手」機能の主たる対象先を預金取扱金融機関と定めていたのとは異なって、世界金融危機におけるFRBの「最後の貸し手」機能の主たる対象先は預金非取扱金融機関であった。

世界金融危機に対応する局面でFRBは、連銀貸出の拡充と預金取扱金融機関に対して入札制で信用供与を行うTAF(Term Auction Facility)を行ったのに続いて、プライマリー・ディーラー

への国債貸出である TSLF (Term Securities Lending Facility)、プライマリー・ディーラーへの 資金供給であるPDCF (Primary Dealer Credit Facility) を導入した。このうち後2者は預金非取 扱金融機関に対する「最後の貸し手」機能に分類される。

2 FRBによる「最後のマーケット・メイカー」機能

バーナンキはBernanke (2009) において、上記のようなFRBによる「最後の貸し手 | 機能を示 したのち、それとは性格の異なる2つの政策の整理を紹介している。

1つ目は、「信用市場における借り手と貸し手に対する資金供給 | と呼ばれる政策である。高度 に発達した現代のアメリカの金融市場では、ひとたび証券化商品市場に不具合が生じれば、証券化 商品そのものに買い手がつかなくなり、市場流動性の縮小とともに当該証券化商品の急激な価値の 下落が誘発される。バーナンキはそうしたことが起きた場合、FRBが連銀貸出による「最後の貸 し手!機能を駆使して十分な流動性を提供したとしても、証券化商品の不安定化には対処すること は出来ないとする。その場合FRBが自ら、機能が低下した証券化市場に参加する借り手と貸し手、 つまり金融市場のプレーヤーに対して直接的に資金を供給する必要がある場合が生じることを示し

2つ目は、「期間の長い債券の購入」と称される政策である。これは例えば、FRBが自らサブプ ライム問題を受けて流動性が枯渇した住宅ローン市場においてMBSやGSE債の買い手となること で、当該市場そのものの安定化を意図するものである。

本書では上記2つの政策を合わせて中央銀行の「最後のマーケット・メイカー」機能と定義して、 以下で当時のFRBが行った信用秩序維持政策の内容を考察していく。

Ⅳ「最後の貸し手」機能と「最後のマーケット・メイカー」機能

1 預金非取扱金融機関に対する「最後の貸し手」機能

ここでは改めて世界金融危機へのFRBによる「最後の貸し手」機能を振り返る1。

まず先に触れた、TAFは入札型ターム物資金供給ファシリティ(Term Auction Facility)であ り、金融機関に28日から84日物の長めの流動性を供給しようとする政策である2。この政策はあ くまでも預金取扱金融機関に対する流動性の供給であった。

TSLF はターム物証券貸出ファシリティ(Term Securities Lending Facility)であり、投資銀行 などノンバンクを含めたプライマリー・ディーラーに28日間、FRBが国債を貸出す制度である。 PDCF はプライマリー・ディーラー向け貸出ファシリティ (Primary Dealer Credit Facility) であ り、連銀貸出の対象にノンバンクであるプライマリー・ディーラーを加えるための政策であった。 やや繰り返しとなるが、TSLFとPDCFに関しては、預金非取扱金融機関への流動性供給であり、 この預金非取扱金融機関における「最後の貸し手」機能の発揮は、世界金融危機におけるFRBの

¹ より詳細に振り返る場合は、朝倉(2021)を参照されたい。

² なおその際の入札方式に関して、その入札額は1行あたり総額の10分の1を上限としていた。この背景には、中 央銀行貸出に付きまとう「スティグマ」問題があった。

信用秩序維持政策において特徴的なものであった。

2 ベア・スターンズと AIG に対する「最後の貸し手」機能

前年夏に顕在化したサブプライム関連商品の価格下落が続くなか、2008年3月、FRBはベア・スターンズ(Bear Stearns)への流動性供給を行っている。ベア・スターンズは投資銀行(investment bank)であり、預金非取扱金融機関である。FRBは、2008年3月14日、ベア・スターンズ救済の候補であったJPモルガン・チェースに対してFRBがニューヨーク連銀を通じて公定歩合で129億ドルを融資した。さらにJPモルガン・チェースによるベア・スターンズの買収が正式に決定した際に、JPモルガン・チェースがベア・スターンズの一部の資産の引き取りを拒否したことから、3月24日には買収を支援する目的で受け皿会社(Meiden Lane LLC(LLC I))が設立され、総額300億ドルの住宅ローン担保証券を買い取る目的で、FRBがニューヨーク連銀を通じて公定歩合で288億ドルを貸出し、残り12億ドルをJPモルガン・チェースが劣後ローンという形で資金を拠出した。

AIG(American International Group)に関しては保険会社であり、やはり預金を扱わない預金 非取扱金融機関である。しかしFRBは保険会社である AIGに対しても流動性の供給を行っている。高度に発展したアメリカ金融市場において、単なる保険会社の枠を超え、金融市場に大きなプレゼンスを有していた AIGが破綻することになれば、その保険商品である CDS(Credit Default Swap)によってデフォルトリスクをヘッジしていた様々な金融機関や投資家への影響は免れないと判断した FRB は、9月16日に FRB がニューヨーク連銀を通じて AIGに対して、その資産を担保に最大850億ドルのクレジットラインを提供すると発表した 3。 CDS 関連の追加担保請求に対応する資金とし、同時に AIG Credit Facility Trustが設立され、AIG 発行の優先株79.9%がクレジットラインを通じて取得され、AIG は事実上国有化されたが、10月8日には現金を担保に証券を貸出す業務に対する顧客から解約要請が相次ぎ、それに対応すべく FRB が Securities Borrowing Facility を創設し、AIGに対してさらに378億ドルの流動性供給が行われた。

FRBによるAIGへの流動性の供給はその後も続き、2008年11月に、AIGが保有する住宅ローン担保証券を買い取る受け皿会社Maiden Lane LLC Ⅱ(LLC Ⅱ)と、AIGが引き受けたCDSが保証の対象とした参照資産であるCDOを買い取る受け皿会社Maiden Lane LLC Ⅲ(LLC Ⅲ)を設立しその際、FRBはニューヨーク連銀を経由して総額243億ドル流動性供給を行った。

3 預金非取扱金融機関に対する「最後の貸し手」機能の立ち位置

ここまでで、世界金融危機におけるFRBの「最後の貸し手」機能をみてきたが、このうち TAF、TSLF、PDCFに関してはBernanke(2009)において示唆されている「最後の貸し手」機能の発動であったことは明確であろう。特にTSLFとPDCFに関してはすでに述べたように、預金 非取扱金融機関(プライマリーディーラー)への「最後の貸し手」機能であった。

その意味では、Bernanke(2009)では言及されていないベア・スターンズやAIGへの資金供給に関しては、中央銀行の古典的な「最後の貸し手」機能の考え方からそれを整理し直す必要がある

^{3 2008}年9月16日は、リーマン・ブラザーズが破綻した翌日後というタイミングであった。

と思われる。というのは、すでに述べたようにバジョットの『ロンバード街』によって最初に定式 化された中央銀行の「最後の貸し手」機能の対象先は預金取扱金融機関であった。いうまでもなく ベア・スターンズは投資銀行である⁴。またAIGは保険会社だ。

そもそも『ロンバード街』が刊行されて以来、中央銀行が預金取扱金融機関に対して「最後の貸 し手」機能を発揮する理由を理解するには、ここで金融システム安定化のための政策として、中央 銀行がなぜ個別の預金取扱金融機関に流動性を供給するのかの根拠を改めて踏まえる必要がある。 経済活動の結果行われる大部分の決済(お金の支払いと受け取り)は銀行預金の振替によって行わ れるため、預金は経済活動を支える重要なインフラである。ゆえにそれを取り扱う預金取扱金融機 関に関しては特別に管理する必要がある。この際に、すでに述べたことではあるが、まず第1に、 決済そのものが複数の銀行の預金口座を振り替わる形式で重層的に契約されているため、1つの銀 行の破綻が連鎖的に別の銀行の破綻を誘発する可能性と、第2に「情報の非対称性」により個々の 預金者が銀行の安全性を正確に把握することは不可能であるがゆえ、例えば隣町の銀行が破綻した ら、自分の銀行は大丈夫なのかと疑心暗鬼になり、本来健全な銀行であっても預金者が預金を引き 出してしまう可能性が「取付け」を誘発する。この点に対応するために、金融システムの安定化を 意図した信用秩序維持政策が用意されており、その中でいわゆる「事後的措置」として中央銀行に よる「最後の貸し手|機能が位置づけられている。

以上を踏まえれば、預金非取扱金融機関であるベア・スターンズやAIGに対するFRBによる流 動性供給は、少なくともバジョットの意味では「最後の貸し手」機能といい切ることはできない。 しかし、バーナンキはその回顧録バーナンキ(2015)のなかで、高度に発展した現代のアメリカの 金融資産市場はバジョットの時代には存在しなかった、ゆえに当時は「最後の貸し手」機能の対象 がもっぱら預金取扱金融機関とされていた。しかし高度に発展した今日のアメリカの金融環境に おいてはその対象金融機関の業態は預金取扱金融機関に限られるものではなく、預金を扱わない預 金非取扱金融機関への流動性供給も中央銀行による重要な「最後の貸し手」機能であったとしてい る。このバーナンキの見解はすでにみた田中(2011)において示された市場における「取り付け」 が「市場型システミック・リスク」を誘発し、投資銀行や保険会社など預金を取扱わない金融機関 やノンバンクの経営の行き詰まりが金融システム全体の安定を脅かすという理解とも一致するが、 これらのことを踏まえるとBernanke(2009)において示されている「最後の貸し手」機能には、 事実上2つのバージョンの「最後の貸し手」機能が存在し、1つは従来通り預金取扱金融機関に対 する「最後の貸し手」機能、他方には預金非取扱金融機関に対する「最後の貸し手」機能があると いえるだろう。

V 金融危機を巡るFRBの「最後のマーケット・メイカー」機能の発動

1「信用市場における借り手と貸し手に対する資金供給」

筆者が朝倉(2021)で包括的に論じたように、FRBの「最後のマーケット・メイカー」機能の 発揮に関しては、Bernanke(2009)で示されている「最後のマーケット・メイカー」機能を発揮

⁴ 日本語的な文脈ではそれは「証券会社」に限りなく近い。

するための2つの手段のうち、「信用市場における借り手と貸し手に対する資金供給」という手段によって開始された。FRBは2008年9月17日、AMLF(ABCP Money Market Fund Liquidity Facility)を発表した。このファシリティは個別の金融機関やその持株会社が、その傘下のMMFから高格付けABCPを購入する場合に対象機関にFRBが無担保で融資する枠組みであった。

続いてFRBは、2008年10月にCPFF(Commercial Paper Funding Facility)を導入した。この政策はCPやABCPを発行者から購入するSPV(特別目的事業体)をFRBが設立、融資を行うものであった。この場合CP市場における個別の発行者に対するFRBによる資金供給が行われたことになる。

さらにFRBは2008年10月に、MMIFF(Money Market Investing Funding Facility)を導入し、FRBがMMFの投資家から残存90日以内のCPを購入するSPVを創設し、FRBがそのSPVに対する融資を行った。

続いて、FRBは2008年11月にはTALF(Term Asset-Backed Securities Loan Facility)を導入し、AAA格の消費者ローン、学生ローン、自動車ローン、カードローン、小企業ローン裏付けABSの投資家に満期3年の融資を行った。

2「期間の長い債券の購入 |

「最後のマーケット・メイカー」機能を発揮するための2つの手段のうち、「期間の長い債券の購入」に関して、FRBは2008年11月にLSAP(Large-Scale Asset. Purchase programme)による大規模資産購入により、5,000億ドルのMBSと1,000億ドルのGSE債の購入を期間3ヶ月で行うと発表した。その後LSAPは、2009年3月のQE1の採用で強化された。LSAPに続いて導入されたQE1に関してはQEというネーミングそのものが総需要調整策、すなわちマネタリー政策としての「量的緩和」を連想させるため誤解されやすいが、バーナンキの自身の認識は「信用緩和(Credit easing)」であり、QE1は総需要調整のためのマネタリー政策ではなく金融システム安定化のための信用秩序維持政策であった。QE1とは具体的にはFRBが市場から、MBSを7,500億ドル追加で購入、2009年末までに総額1兆2,500億ドルを購入する、GSE債を1,000億ドル購入し2009年末までに総額2,000億ドルまで購入する、長期国債を6ヶ月間で3,000億ドル購入するというものであった。これらのメニューは2008年11月のLSAPによる期間の長い債券の購入を踏襲しつつ、なおかつその規模を拡大させた形のもので、明示的な信用秩序維持政策であった。

VI「グローバルな最後の貸し手」機能としてのFRB

1 為替スワップ協定

伊豆(2016)において詳細に説明されていることではあるが、2007年夏以降にサブプライム問題が顕著化する過程において、2007年12月にはFRBはECB(欧州中央銀行)、スイス国立銀行の通貨スワップ協定を結び、3行の間でドルと、ユーロ及びスイス・フランに対して定められた額を一定期間にわたり交換する取り決めを行った。この際に重要なことは、この時に行われた通貨スワップ協定がもっぱらヨーロッパやスイスの銀行のドル不足を解消するためのものであり、アメリカの金融機関がユーロやスイス・フランの潜在的な不足に陥っていたわけではないという事実である。

このように、2007年夏に顕在化したサブプライム問題への対処として、当初、FRB、ECB、そ してスイス国立銀行の3行が参加した通貨スワップ協定であるが、2008年9月のリーマン・ブラ ザーズの破綻により国際金融市場の緊張が急速に高まると、やがて3行以外の多くの中央銀行も通 貨スワップ協定に参加することとなった。まずリーマン破綻の直後、2008年9月17日には日本銀 行、イングランド銀行、カナダ銀行が通貨スワップ協定への参加を取り決めた。通貨スワップ協定 はそののち、オーストラリア、スウェーデン、ノルウェー、ニュージーランド、ブラジル、メキシ コ、韓国、シンガポールの全14ヵ国・地域の中央銀行が参加することとなった。

この通貨スワップをFRB目線で考察すれば、これは事実上、FRBによる他の中央銀行へのドル 資金の供給に他ならない。つまり通貨スワップ協定とは、形式上、中央銀行間で双方の通貨の定め られた額を一定期間交換する取り決めではあるが、すでに述べたように当時のFRBやその管轄下 にあるアメリカの国内の金融機関が通貨スワップ相手先の外貨を必要としていたのではない。通貨 スワップの目的はアメリカ以外の外国の金融機関が世界金融危機において急激なドル不足に陥った ことに対するものであり、もっぱら世界各国で不足していたドルをFRBが他国の中央銀行を経由 して供給したのである。

2「他国中央銀行への「最後の貸し手 | 機能 | を発揮したFRB

バーナンキ自身はBernanke (2009) の中で、FRBの役割を、「最後の貸し手 | 機能、「最後の マーケット・メイカー」機能に分別し整理している。しかし、すでにみたように、世界金融危機に おけるFRBはドルの供給を世界の中央銀行を経由して、当該地の国内の金融機関に対して行った。 この、「中央銀行への「最後の貸し手」機能」とも呼ぶべきFRBのドル供給に関して、中曽 (2013) は「「グローバルな最後の貸し手」機能」GLLR (Global Lender of Last Resort) としてい る。中曽によれば、金融・経済環境のグローバル化に伴い、世界の金融機関は外貨建て(特にドル 建て)の融資を行っているため、世界金融危機のような事態が起こった場合、当該国の金融機関は ドルの流動性不足に直面する。この際に自国の中央銀行による「最後の貸し手」機能のみでは、ド ルの資金不足による流動性危機を防ぐことは不可能となっていた。つまり従来であれば各々の国の 国内銀行に対して、各々の国の中央銀行が「最後の貸し手」機能を発揮して自国の銀行に対する流 動性の供給を行い「最後の貸し手」機能を発揮することで当該国の金融機関の流動性の不足を防げ ていた時代と、世界金融危機におけるドルの流動性が不足する事態との違いがここに顕著になって いた。

そして世界金融危機に対応するために通貨スワップという形で行われたFRBによる「グローバ ルな最後の貸し手|機能の発揮は事実上、他国の中央銀行への一方通行的なドル資金の供給であっ た。このような背景には、すでに述べたように金融・経済環境がグローバル化して以降、世界中の 金融機関がドル建てでの金融取引を大きく拡大していた点が挙げられるが、やや別の角度から究極 的な見方をすれば、世界金融危機時においては、FRBが管轄対象外であるアメリカ国外の金融機 関に対して信用秩序維持政策を発動したことに他ならない。

おわりに-FRBの世界金融危機時における信用秩序維持政策の包括的整理

ここまでで、世界金融危機時にバーナンキのFRBが行った金融システム安定化のための信用秩序維持政策を概観してきた。ここであらためてその整理を行いたい。

第1に、FRBは「最後の貸し手」機能を発揮した。しかし、それはバジョットが想定していたような預金取扱金融機関に対してだけではなく、プライマリー・ディーラーや、投資銀行、保険会社など、預金非取扱金融機関に対してより大きく発揮された。

第2に、FRBは「最後のマーケット・メイカー」機能を発揮した。手法は、「信用市場における借り手と貸し手に対する資金供給」と「期間の長い債券の購入」という2つの手段を用いて行われた。

第3に、FRBは「グローバルな「最後の貸し手」機能」を発揮し、他国の中央銀行を通じて世界中の金融市場に外貨であるドル資金を供給した。

このように整理すると、預金取扱金融機関に対する「最後の貸し手」機能以外は、世界金融危機に際してFRBによって初めて大々的に創設、発動された機能であることに改めて気づかされる。紙幅の関係で本稿では深く立ち入らないが、世界金融危機は中央銀行による総需要調整策としてのマネタリー政策にとって大きな分岐点となったことは「非伝統的金融政策」などという言葉とともに比較的知れ渡っている。しかし、金融システム安定化のための政策、すなわち信用秩序維持政策にとっても世界金融危機はやはり非常に大きな出来事であった。

図表1 FRBの世界金融危機時における信用秩序維持政策とその整理

「最後の貸し手」機能 (LLR)	Ι	預金取扱金融機関に対する 「最後の貸し手」機能	連銀貸出の拡充、TAF
	П	預金非取扱金融機関に対す る「最後の貸し手」機能	TSLF、PDCF、ベアスターンズと AIGへの資金供給
「最後のマーケットメ イカー」機能 (MMLR)	Ι	信用市場における借り手と 貸し手に対する資金供給	AMLF、CPFF、MMIFF、TALF
	II	期間の長い債券の購入	LSAP、QE1
「グローバルな最後の貸し手」機能(GLLR)			為替スワップ協定

(参考文献)

Bagehot, Walter ((1873) 1999) Lombard Street: A Description of the Money Market, New York: John Wiley & Sons (宇野弘蔵訳『ロンバード街:ロンドンの金融市場』岩波文庫, 1948年;久保田恵美子訳『ロンバード街:金融市場の解説』日経BP社, 2011年)

Bernanke, Ben S. (2009)" Speech", At the Stamp Lecture, London School Economics, Jan 13 — (2015)" The Courage to ACT: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath" W. W. Norton & Company, 2015 (小此木潔監訳『危機と決断-前FRB議長ベン・バーナンキ回顧録』上・下KADOKAWA,2015年)

朝倉健男(2021)「主要国4中央銀行 金融政策の比較分析 – 歴史・制度・将来展望」未定稿 伊豆久(2016)『金融危機と中央銀行』九州大学出版会

木下智博(2018)『金融危機と対峙する「最後の貸し手」中央銀行』勁草書房

田中隆之(2011)「金融の監督・規制をどう再構築するか」『日本経済 未踏域へ-「失われた20年」 - を超えて-』 創成社

中曽宏(2013)「金融危機と中央銀行の「最後の貸し手」機能」世界銀行主催エグゼクティブフォーラム「危機は中央銀行の機能にどのような影響を及ぼしたか」における講演の邦訳